



PENINGAMÁL

2006 • 3

Efnisyfirlit

- 3 *Inngangur*
Betri verðbólguhorfur en áfram þörf á ströngu aðhaldi
- 5 *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum*
Verðbólguhorfur batna en hætta á óhagstæðari þróun
Rammagreinar:
Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum 42
Hvað gerist ef gengi krónunnar gefur verulega eftir? 50
Viðauki 1:
Miðlunarferli peningastefnu í þjóðhagslíkani Seðlabankans 57
Viðauki 2:
Skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabanka Íslands 61
- 65 *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans*
Aukin bjartsýni á innlendum mörkuðum
- 71 *Hræringar innan peningahagfræðinnar og starfsemi seðlabanka*
Þorvarður Tjörvi Ólafsson
- 89 *Peningastefnan og stjórnþæki hennar*
- 91 *Annáll efnahags- og peningamála*
- 93 *Tölur 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

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Tryggvi Pálsson

Rannveig Sigurðardóttir

Helga Guðmundsdóttir

Bernard Scudder

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

28. rit. Nóvember 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

Betri verðbólguhorfur en áfram þörf á ströngu aðhaldi

Verðbólguhorfur hafa batnað verulega frá því að Seðlabanki Íslands birti síðasta mat sitt. Verðbólga á þriðja ársfjórðungi jókst minna en spáð var í júlí og langtímahorfur eru einnig hagfelldari nú en þá. Þær eru þó enn óviðunandi og kalla á aðgát og aðhald. Væntingar um hraða lækkun stýrivaxta á næstunni eru því ekki raunsæjar.

Hjöðnun verðbólgu sl. tvo mánuði er að nokkru leyti árangur þeirrar aðhaldssömu peningastefnu sem fylgt hefur verið og leitt hefur til verulegrar hækkunar skammtímaraunvaxta, aukins vaxtamunar við útlönd og hærra gengis krónunnar. Tveggja mánaða hjöðnun verðbólgu er hins vegar fjarri því að vera öruggt merki um að baráttunni við hana sé lokið. Tímabundnir þættir, t.d. grunnáhrif, styrking á gengi krónunnar og lækkun orkuverðs, geta gengið til baka og eru því kvikur mælikvarði. Hætta á launaskriði er enn ekki úr sögunni. Því er óhjákvæmilegt að beita ströngu peningalegu aðhaldi enn um sinn til þess að tryggj sé að áfram dragi úr verðbólgu og að markmið Seðlabankans náist.

Jákvæðu teiknin eru fagnaðarefni en áfram þarf að fást við erfið úrlausnarefni. Viðskiptahalli er gríðarlegur, meiri en fimmtungur af landsframleiðslu. Þótt dregið hafi nokkuð úr útlánaaukningu er hún enn mikil, vinnumarkaður er þaninn, væntingar miklar í þjóðfélaginu og útgjaldaaðhald hins opinbera hefur veikt.

Samband viðskiptahalla og gengisbreytinga verður ekki af öryggi metið til þess að spá fyrir um sveiflur í gengi gjaldmiðla. Ljóst er að Ísland á mikið undir vilja alþjóðlegra fjárfesta og lánveitenda til að fjármagna hallann. Þjóðarbúið verður því berskjaldaðra en ella fyrir hræringum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og viðbrögðum við réttum eða röngum fréttum af íslensku efnahagslífi. Atburðir á fyrstu mánuðum ársins ættu að vera í fersku minni.

Ytri jöfnuður þjóðarbúsins hefur enn versnað frá því sem Seðlabankinn spáði í júlí. Vissulega mun draga úr viðskiptahallanum á næstu árum en til þess að hann verði sjálfbær á næstu tveimur árum þarf strangara peningalegt aðhald en vænst er á markaði um þessar mundir.

Framangreindar aðstæður gætu leitt til mótbyrs í baráttunni við verðbólguna á næstu árum. Vísbendingar eru um að eftirspurn, einkum fjármunamyndun, kunni að reynast meiri í ár en spár hafa staðið til og framleiðsluspenna og verðbólguþrýstingur geti því verið vanmetin. Umframeftirspurn eftir vinnuafli kann að vera vísbending um hið sama.

Þótt atvinnuvegafjárfesting minnki þegar framkvæmdum við orku- og álver lýkur mun taka tíma að draga nægilega úr spennunni sem birtist í vinnuaflsskorti, viðskiptahalla og stígandi launum og verðlagi. Öflugt peningalegt aðhald verður að vera til staðar þar til að svo hefur dregið úr innri og ytri ójöfnuði að lækka megi stýrivexti á ný án þess að tefla verðbólgu markmiðinu í tvísýnu.

Meira aðhald í fjármálum hins opinbera gæti flýtt fyrir þeirri þróun. Staða ríkissjóðs er vissulega blómleg um þessar mundir og betri en áður var talið, einkum vegna aukinna tekna sem rekja má til uppgangsins í atvinnulífinu. Það léttir hins vegar ekki þeirri skyldu af stjórnvöldum að gera það sem í þeirra valdi stendur til þess að draga úr ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Seðlabankinn tekur ekki afstöðu til ákvarðana löggjafans um skattabreytingar en tímasetning þeirra skiptir máli fyrir framgang peningastefnunnar. Það er markmið nýkyntra ákvarðana að auka kaupmátt ráðstöfunartekna almennings. Þær ákvarðanir munu hins vegar draga úr aðhaldi og tefja því fyrir nauðsynlegri aðlögun þjóðarbúskaparins. Aðgerðirnar draga ekki úr undirliggjandi verðbólgu þótt mæld verðbólga minnki um sinn. Rýmkun heimilda Íbúðalán-sjóðs til lánveitinga sem rædd hefur verið yrði einnig til þess fallin að ýta undir eftirspurn.

Af framangreindum ástæðum er lækkun stýrivaxta enn ekki í augnsýn þótt verðbólguhorfur hafi batnað til muna. Þvert á móti er ekki hægt að útiloka hækkun stýrivaxta til þess að ná verðbólgu markmiðinu innan ásættanlegs tíma og greiningin sem hér liggur fyrir bendir til þess að enn sé ástæða til þess að auka aðhald í peningamálum. Bankastjórn Seðlabanka Íslands hefur þó ákveðið að fresta því um sinn enda eru vextir nú þegar býsna háir og aðhald þeirra töluvert auk þess sem verðbólguhorfur eru betri en um miðbik ársins. Í ljósi þess hve óvissa er enn mikil og hve langt er í næstu útgáfu *Peningamála* hefur bankastjórn ákveðið að bæta við einum vaxtaákvörðunardegi á árinu umfram þá sem áður höfðu verið tilkynntir. Næsti ákvörðunardagur stýrivaxta verður því fimmtudagurinn 21. desember 2006. Ákvörðun þá verður byggð á greiningunni í þessu hefti *Peningamála* og þeim viðbótarupplýsingum sem tiltækar verða á ákvörðunardegi.

Verðbólguhorfur batna en hætta á óhagstæðari þróun

Verðbólga jókst hratt í sumar, en þó hægar en gert var ráð fyrir í júlispá Seðlabankans. Hjöðnun verðbólgu í september og október skýrist einkum af lækkun eldsneytisverðs og grunnáhrifum sem stafa af því að í september 2005 lauk mikilli tímabundinni verðsamkeppni í smásöluverslun. Þá hefur verðlagi opinberrar þjónustu verið haldið niðri þrátt fyrir vaxandi kostnað. Sveiflur í kjarnaverðbólgu hafa verið minni. Nú er ljóst að hagvöxtur á sl. ári var meiri en fyrr var áætlað. Enn virðist töluverður þróttur í innlendri eftirspurn þótt hægt hafi á vexti hennar svipað og spáð var í júlí. Útflutningur hefur hins vegar dregist saman meira en gert var ráð fyrir. Samdrátturinn á þátt í því að viðskiptahallinn á þessu ári stefnir í að verða mun meiri en gert var ráð fyrir í júlí, sem einnig gæti bent til meiri eftirspurnar en tiltæk gögn sýna. Hann kann því að vera vísbending um langtímaverðbólguþrýsting. Sem fyrr er vinnumarkaðurinn yfirspenntur, skortur er á vinnuafli og töluverð hætta á launaskriði umfram það sem þegar er orðið. Þótt verðbólguhorfur hafi batnað töluvert til skamms tíma, jafnvel að frátöldum áhrifum breytinga á óbeinum sköttum, eru langtímaverðbólguhorfur enn fjarri því að vera viðunandi að því gefnu að vextir fylgi væntingum markaðarins. Hins vegar eru horfur á að verulega dragi úr framleiðsluspennu á næstu tveimur árum, komi ekki til nýrra stórframkvæmda. Mjög mikil óvissa er um efnahagsframvinduna þegar líða tekur á næsta ár sem helgast af samspili viðskiptahalla, gengis, vaxta og fasteignaverðs. Verðbólguþátturinn sem kynntar eru í þessu hefti Peningamála sýna að til þess að raunhæft sé að ná verðbólguþáttinum innan ásætlanlegs tíma þarf peningalegt aðhald að vera meira og vara lengur en gert er ráð fyrir á mörkuðum um þessar mundir.

I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar

Eins og í síðasta hefti *Peningamála* eru birtir þrjú spáferlar sem eru byggðir á mismunandi þróun stýrivaxta á spátímanum. Í grunnspánni er notaður vaxtaferill sem endurspeglar væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta. Við mat á þeim er stuðst við framvirka vexti annars vegar og spár greiningaraðila um þróun stýrivaxta næstu tvö árin hins vegar. Í annari af tveimur fráviksspám er gert ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum út tímabilið, en í hinni er reiknað með að peningastefnan bregðist við þannig að verðbólguþátturinn bankans verði náð á spátímabilinu.

Fjallað er um efnahagshorfur í ljósi ferlanna þriggja og í sumum tilvikum brugðið upp fleiri fráviksdæmum til að varpa ljósi á líkleg frávik frá framvindunni í grunnspánni. Með því að birta mismunandi ferla er dregið úr áherslu á einstaka spáferla og undirstrikuð sú óvissa sem ríkir um efnahagsframvinduna, sérstaklega við núverandi aðstæður.

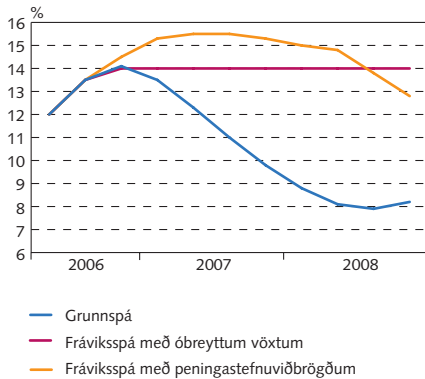
Verðbólguþátturinn í þessu hefti *Peningamála* nær til fjórða ársfjórðungs 2008 og þjóðhagsspá til alls ársins 2008. Yfirlit helstu hagstærða í grunnspánni og fráviksspánni með peningastefnuviðbrögðum er að finna í töflum 1a og b í töfluviðauka.

Aðlögun efnahagslífsins hægari en reiknað var með

Vöxtur efnahagslífsins hefur ítrekað komið á óvart. Einnig virðist draga hægar úr vexti innlendrar eftirspurnar í ár en reiknað var með í spám Seðlabankans sl. sumar. Meginskyring þess er mikill vöxtur fjárfestingar. Einkaneysla hefur hins vegar þróast í takt við fyrri spár bankans.

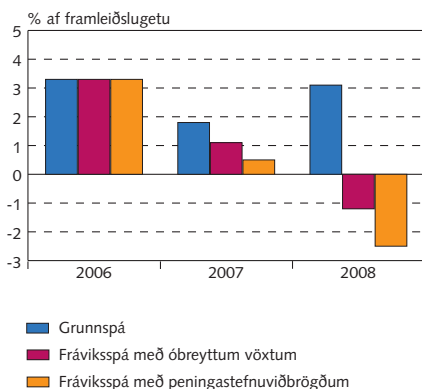
1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 31. október 2006, en spár byggjast á upplýsingum til 17. október.

Mynd I-1
Mismunandi stýrivaxtaferlar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2
Framleiðsluspenna 2006-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hægari aðlögun á þessu ári eykur líkur á að innlend eftirspurn dragist meira saman á næstu árum en gert var ráð fyrir í fyrri spám. Gangi spá bankans eftir munu þjóðarútgjöld dragast saman um rúm 6% á næsta ári, sem yrði mesti samdráttur á einu ári frá árinu 1983. Samdráttinn verður þó að skoða í ljósi þess að innlend eftirspurn hefur vaxið einstaklega ört undanfarin ár. Leita þarf aftur til fyrstu ára áttunda áratugar síðustu aldar til að finna hærri meðalvöxt yfir fjögurra ára tímabil en á árunum 2002-2006.

Nokkrum hagvexti er spáð árið 2007 þrátt fyrir samdrátt innlendar eftirspurnar. Ástæðan er ör vöxtur útflutnings og verulegur samdráttur innflutnings. Samkvæmt grunnspánni tekur hagvöxtur við sér á ný árið 2008. Ef fylgt er vaxtaferli grunnspárinnar verður peningalegt aðhald þá orðið lítið þótt aðlögun að jafnvægi sé ekki lokið. Framleiðsluspenna eykst því á ný og halli á viðskiptum við útlönd verður umtalsverður.

Meira peningalegt aðhald í fráviksspám hefur veruleg áhrif á efnahagslega framvindu og eiginleika aðlögunarinnar

Stýrivaxtaferill grunnspárinnar nú er nokkuð frábrugðinn vaxtaferli sem lá til grundvallar síðustu spá. Markaðs- og greiningaraðilar virðast gera ráð fyrir að vaxtahækkunarferlinu sé lokið og stýrivextir lækki hratt á næsta ári. Því verður aðhald peningastefnunnar á næsta og þarnaesta ári minna en í júnispánni. Það skýrir að mestu töluvert meiri hagvöxt á árinu 2008 en í síðustu spá. Sá vöxtur er hins vegar skammgóður vermir. Slakari peningastefna getur einungis aukið hagvöxt tímabundið og samdrátturinn í kjölfarið verður dýpri og langvinnari en ella.

Peningalegt aðhald er mun meira í fráviksspánum. Stýrivextir hækka nokkuð til viðbótar í spánni með stýrivaxtaferli sem leiðir til þess að verðbólguþröskuldráttinu sé náð á spátímabilinu. Þeir haldast um og yfir 15% til ársloka 2007 en fara síðan lækkanði. Aðhaldið er því nokkru strangara framan af í þessari fráviksspá en í hinni fráviksspánni þar sem stýrivöxtum er haldið óbreyttum í 14% allan tímann. Frá miðju ári 2008 eru stýrivextir hins vegar lægri með peningastefnuviðbrögðum.

Hærrí stýrivextir valda því að hagvaxtarhorfur í fráviksspánum verða lakari framan af en í grunnspánni. Þannig er útlit fyrir stöðnun á næsta ári og rúmlega 1½% samdrátt árið 2008 í fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum. Hagvöxtur tekur hins vegar fyrr við sér og þegar líður að lokum þessa áratugar verða hagvaxtarhorfurnar betri í fráviksdæmunum. Þegar jafnvægi ríkir í þjóðarbúskapnum og tekist hefur að beisla verðbólguvæntingar eykst svigrúm peningastefnunnar til þess að styðja við efnahagsbata. Í grunnspánni er hins vegar enn glímt við undirliggjandi ójafnvægi undir lok þessa áratugar. Framleiðsluspennan hjaðnar hraðar í fráviksspánum en í grunnspánni og er orðin töluvert minni á árinu 2007. Á árinu 2008 er kominn slaki en þá er hins vegar enn u.þ.b. 3% framleiðsluspenna í grunnspánni. Viðskiptahallinn hverfur nánast í lok spátímans í fráviksspánum en er enn verulegur í grunnspánni.

Lækkun óbeinna skatta tefur fyrir nauðsynlegri aðlögun

Eins og Seðlabankinn hefur ítrekað lagt áherslu á er mikilvægasta verkefni innlendra hagstjórnar um þessar mundir að vinda ofan af því mikla ójafnvægi sem er í þjóðarbúskapnum og birtist m.a. í framleiðsluspennu, vinnuafsskorti, gríðarlegum viðskiptahalla og verðbólgu langt yfir markmiði Seðlabankans. Þetta viðfangsefni mun ef að líkum lætur að mestu leyti hvíla á Seðlabankanum.

Of snemma var slakað á því tímabundna aðhaldi í opinberum framkvæmdum sem tilkynnt var um mitt árið til þess að það hefði marktæk áhrif. Aðgerðir stjórnvalda til lækkunar óbeinna skatta og vörugjalda seinka óhjákvæmilegri aðlögun eftirspurnar og ótímabært er að rýmka útlánareglur Íbúðalánasjóðs á ný. Peningalegt aðhald þarfr því að vara lengur en ella þar sem aðhaldsstig ríkisfjármála minnkar að öðru óbreyttu og kaupmáttur ráðstöfunartekna eykst u.þ.b. sem nemur lækkun verðlags af völdum lækkunar skatta og vörugjalda. Aðgerðirnar leiða því til aukinnar eftirspurnar og hægja á þeirri aðlögun í þjóðarbúskapnum sem er forsenda þess að ná tökum á verðbólgunni til langframa. Þær valda því að hagvöxtur verður u.þ.b. ½ prósentu meiri á næstu tveimur árum en hann hefði ella orðið nema gripið verði til mótvægisáðgerða í ríkisfjármálum eða aðhald peningastefnunnar aukið samsvarandi. Vissulega mun mæld verðbólga minnka töluvert um nokkurt skeið, eða þar til að áhrif verðlagslækkunarinnar hafa gengið yfir ári eftir að hún kemur til framkvæmdar. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur minnkar hins vegar ekki. Þvert á móti eykst hann þegar líða tekur á spátímam og áhrifa aukinnar eftirspurnar fer að gæta. Í frávíksspá með peningastefnuviðbrögðum er því horft fram hjá fyrstu áhrifum lægri óbeinni skatta og vörugjalda á verðbólgu.² Hins vegar bregst peningastefnan við þensluáhrifum aðgerðanna sem tekur að gæta á árinu 2008. Til þess að verðbólgu markmiðið náist í lok spátímans er hér reiknað með að þurfi um 0,25-0,5 prósentum hærri stýrivexti á öllu tímabilinu en hefði þurft án lækkunar skatta og vörugjalda.

Útlit fyrir að kostnaðarverðbólga hafi verið ofmetin

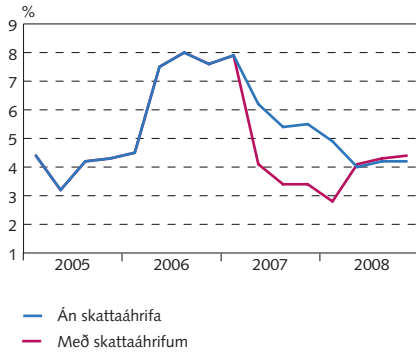
Í síðustu spá Seðlabankans var reiknað með að gengislækkun á fyrri hluta ársins og launakostnaðarauki vegna endurskoðunar kjarasamninga í júní sl. myndu skila sér fljótt í aukinni verðbólgu og að hún næði hámarki í 11% um mitt næsta ár. Nú liggur fyrir að Seðlabankinn ofspáði verðbólgu umtalsvert á þriðja fjórðungi þessa árs. Jafnframt er útlit fyrir að kostnaðaráhrifin hafi í heild verið ofmetin og endurspeglast það í nýju spánni. Áfram er þó gert ráð fyrir töluverðum áhrifum og ekki útilokað að áhrifin verði meiri en nú er reiknað með.

Horfur eru á að verðbólga verði um 7½% á síðasta fjórðungi þessa árs og hækki í tæplega 8% á fyrsta fjórðungi næsta árs. Verðbólguhorfur til næsta hálfra árs hafa því batnað verulega frá því í júní, þótt verðbólga sé áfram langt yfir verðbólgu markmiðinu.

2. Slíkar aðgerðir geta haft annarrar umferðar áhrif í gegnum launaþróun, en ólíklegt að svo verði nú vegna þess að þegar hefur verið samið um töluverðar viðbótarhækkningar launa.

Mynd I-3

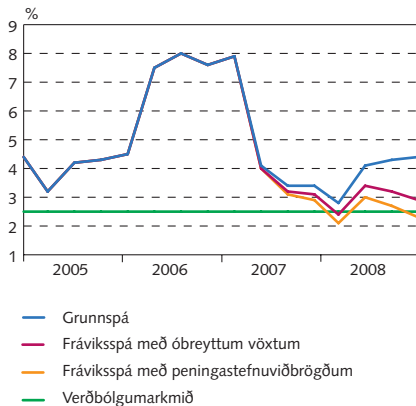
Verðbólguþá út frá grunndæmi með og án skattaáhrifa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

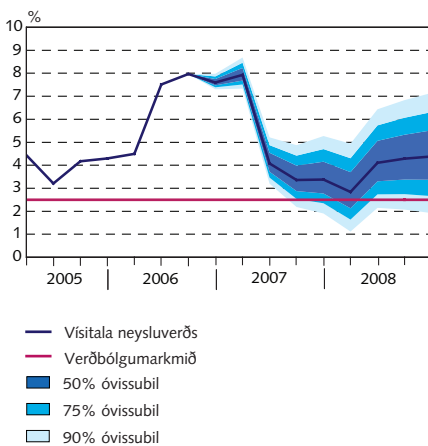
Mismunandi verðbólguferlar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5

Ný verðbólguþá Seðlabankans – grunnspá
Spátímabil: 4. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Verðbólguhorfur til lengri tíma hafa batnað en til að verðbólguþá náist á spátímanum þurfa stýrivextir að hækka

Litið lengra fram á veginn hafa verðbólguhorfur einnig batnað frá síðustu spá bankans. Í grunnspánni er nú gert ráð fyrir því að mæld verðbólga verði um 3½% eftir eitt ár en spáð var 8% í júlí. Tæplega helming munarins má rekja til ofangreinds endurmats á kostnaðarverðbólgu en afganginn til lækkunar óbeinna skatta og vörugjalda. Undirliggjandi verðbólga að ári liðnu er talin verða nokkru meiri, eða um 5½%.

Bein áhrif lækkunar óbeinna skatta og vörugjalda hverfa úr mældri verðbólgu á öðrum ársfjórðungi 2008 en eftir sitja eftirspurnaráhrif aukinna ráðstöfunartekna. Í grunnspá bankans er verðbólga 4,4% eftir tvö ár, en 4,2% án aðgerða ríkisstjórnarinnar (sjá mynd I-3).

Með stýrivaxtaferli fráviksspánna dregur fyrr og varanlega úr ójafnvæginu, en það er forsenda þess að verðbólga og verðbólguvæntingar verði hamdar. Samkvæmt fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum verður mæld verðbólga 3% að ári liðnu og verðbólguþá næst í lok árs 2008. Þá eru verðbólguvæntingar einnig orðnar í takt við markmið bankans. Eins og sést á mynd I-4 og töflu I-1 næst verðbólguþá heldur seinna í fráviksspá þar sem gert er ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum út tímabilið en það kostar einnig að halda þarf vöxtum háum lengur.

Tafla I-1 Verðbólguþróun og -horfur

Breyting neysluverðs frá sama fjórðungi fyrra árs (%)

Ársfjórðungur	Grunnspá	Fráviksspá með óbreyttum stýrivöxtum	Fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum
2006:1	4,5	4,5	4,5
2006:2	7,5	7,5	7,5
2006:3	8,0	8,0	8,0
2006:4	7,6	7,6	7,6
Ársmeðaltal	6,9	6,9	6,9
2007:1	7,9	7,9	7,9
2007:2	4,1	4,0	4,0
2007:3	3,4	3,2	3,1
2007:4	3,4	3,1	2,9
Ársmeðaltal	4,6	4,5	4,4
2008:1	2,8	2,4	2,1
2008:2	4,1	3,4	3,0
2008:3	4,3	3,2	2,7
2008:4	4,4	2,9	2,3
Ársmeðaltal	3,9	3,0	2,5

Veruleg óvissa er um verðbólguhorfur

Eins og undanfarið er gengi krónunnar talið helsti óvissuþáttur spárinnar. Gengið hefur styrkst frá því að síðasta spá var gerð. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að það veikist lítillega á spátímanum en í fráviksspánni styrkst það hins vegar, enda stýrivextir mun hærrí í þeim spám. Eins og reynslan á þessu ári ber vott um þarf hins vegar lítið að bregða út af til að snöggar breytingar verði.

Aðrir óvissuþættir eru í meginatriðum taldir hinir sömu og áður. Áfram er gert ráð fyrir að meiri hætta sé á að verðbólgu sé vanspáð eitt ár fram í tímann en ofspáð og er talið að hætta hafi aukist frá síðustu spá. Óvissuþáttur tvö ár fram í tímann er nú talið heldur meira upp á við í stað þess að vera samhverft eins og í síðustu spá.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Enn eru ytri skilyrði þjóðarbúsins að mörgu leyti góð. Hagvöxtur hefur aukist á mikilvægustu markaðssvæðunum. Heldur hefur dregið úr áhyggjum af verðbólgu í kjölfar nokkurrar lækkunar orkuverðs á haustmánuðum. Langtímavextir víða um heim hafa lækkað í kjölfarið og gefið vaxtamunarviðskiptum byr undir báða vængi. Þessar alþjóðlegu hræringar hafa ásamt hærri stýrivöxtum ýtt undir styrk krónunnar og annarra hávaxtagjaldmiðla. Hinar hagstæðu ytri aðstæður eru þó e.t.v. ekki byggðar á traustum grunni. Ójafnvægið í heimsbúskapnum, sem fjallað hefur verið um í síðustu heftum *Peningamála*, er enn til staðar. Ofgnótt sparnaðar í Asíu og olíuútflutningsríkjum fjármagnar enn viðskiptahalla og einkaneyslu í Bandaríkjunum og víðar, þ.m.t. á Íslandi. Leiti heimsbúskapurinn hratt í átt til jafnvægis kann það að leiða til erfiðrar aðlögunar í löndum þar sem hraður vöxtur hvílir á hagstæðum alþjóðlegum fjármálaskilyrðum. Í spám sem hér eru kynntar er gengið út frá því að þessi aðlögun verði hægfara og án verulegra áfalla fyrir íslenskan þjóðarbúskap. Í þeirri forsendu er fólgin mikil óvissa.

Gott ástand á helstu mörkuðum endurspeglast í háu útflutningsverði, sem vegur þyngra en hátt verð innfluttrar orku. Afli og útflutningur sjávarafurða hefur hins vegar verið í lægð á þessu ári og horfurnar fyrir næstu tvö ár eru ekki sérlega góðar. Útflutningur mun engu að síður aukast hratt vegna aukinnar álframleiðslu.

Horfur á áframhaldandi örum vexti heimsframleiðslunnar

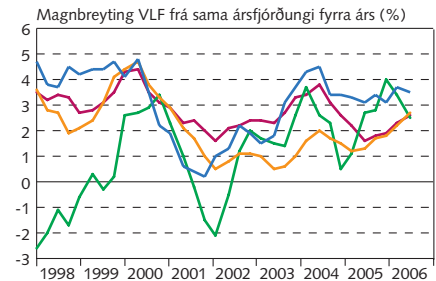
Efnahagsbatinn í Evrópu heldur áfram, en talsvert hefur hægt á hagvexti í Bandaríkjunum. Nokkuð dró úr hagvexti í Japan á öðrum fjórðungi ársins, en útlán eru farin að aukast á ný eftir margra ára samdrátt. Japanski seðlabankinn er tekinn að draga úr slakanum í peningamálum. Framhald þess gæti haft töluverð áhrif á vaxtamunarviðskipti og þar með gengi krónunnar. Þróunin í Evrópu skiptir þó líklega mestu máli.

Heimsframleiðslan jókst heldur meira á fyrri hluta ársins en spár höfðu gert ráð fyrir. Aukin alþjóðavæðing, sem hefur örvað vöxt heimsverslunarinnar ásamt einstaklega hagstæðum skilyrðum á fjármálamörkuðum í heiminum, hafa verið mikilvægir drifkraftar vaxtarins undanfarnin ár. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir rúmlega 5% hagvexti árið 2006 og að aðeins dragi lítillaga úr vextinum á næsta ári. Gangi spáin eftir yrði núverandi hagvaxtarskeið í heiminum hið mesta frá upphafi áttunda áratugarins. Ör hagvöxtur hefur leitt til þess að verðbólguþrýstingur hefur aukist mjög undanfarið. Mikil framleiðsluaukning í mörgum svokölluðum nýmarkaðsríkjum hefur stóraukið eftirspurn eftir flestum tegundum hrávara og olíu og leitt til mikillar hækkunar heimsmarkaðsverðs, þótt nýlega hafi orðið nokkur lækkun. Fram til þessa hefur verðhækkunin þó ekki haft teljandi áhrif á kjarnaverðbólgu í helstu iðnríkjunum, enda mikil samkeppni í framleiðslugeirunum sem einnig má rekja til áðurnefndrar alþjóðavæðingar en með henni hefur mikið nýtt vinnuafli streymt inn í heimshagkerfið.

Mynd II-1

Alþjóðleg hagþróun 1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2006¹

Hagvöxtur á helstu viðskiptasvæðum Íslands



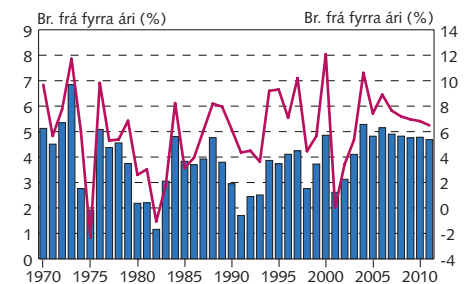
— Bandaríkin
— Bretland
— Evrusvæði
— Japan

1. Tölur fyrir 2006 eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-2

Alþjóðleg hagþróun 1970 - 2011¹

Heimsframleiðsla og heimsverslun



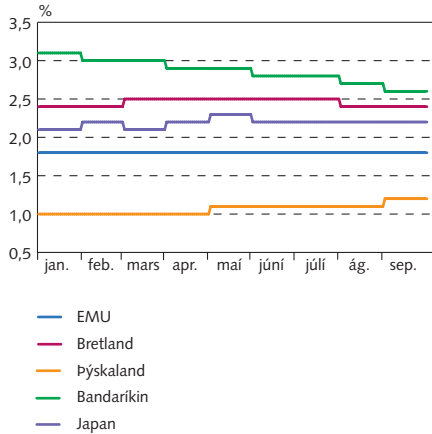
■ Vöxtur heimsframleiðslu (v. ás)
— Vöxtur heimsverslunar (h. ás)

1. Tölur fyrir 2005 - 2011 byggjast á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-3

Hagvaxtarspár fyrir 2007 á helstu viðskiptasvæðum

Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í

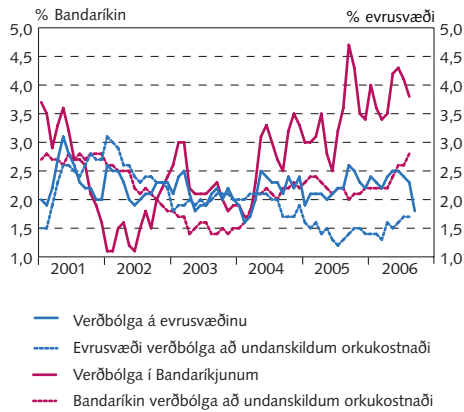


Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd II-4

Verðbólga í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu janúar 2001 - ágúst 2006¹

Verðbólga með og án orkuverðs



1. Verðbólगतala fyrir evrusvæðið í september er bráðabirgðamat.
Heimild: Reuters EcoWin.

Hægir á vexti í Bandaríkjunum en kjarnaverðbólga á uppleið

Það sem af er árinu hefur dregið jöfnum skrefum úr væntingum um hagvöxt í Bandaríkjunum á næsta ári (sjá mynd II-3) samfara því að verðbólga hefur aukist töluvert á árinu. Tölur um landsframleiðslu á öðrum ársfjórðungi í Bandaríkjunum benda eindregið til þess að verulega hafi hægt á efnahagslífinu á síðustu mánuðum. Vöxtur landsframleiðslunnar milli fyrsta og annars ársfjórðungs var aðeins um 2,6% á ársvarða en var 5,6% ársfjórðunginn á undan. Þrátt fyrir að heldur hafi dregið úr vextinum jókst landsframleiðsla um 3,5% á öðrum ársfjórðungi frá sama tíma árið 2005 en hafði aukist um tæplega 2,8% á sama tímabili í fyrra. Helsta ástæða minni hagvaxtar á öðrum ársfjórðungi en á fjórðunginum á undan er minni einkaneysla, sem einkum stafar af minni kaupum á varanlegri neysluvöru. Jafnframt hefur dregið úr hækkun fasteignaverðs og íbúðarfjárfesting dregist saman, sem um langt skeið hefur verið einn helsti drifkraftur hagvaxtar. Líklegt er talið að lækkun fasteignaverðs muni draga enn frekar úr vexti einkaneyslu þegar fram í sækir. Lækkun olíuverðs að undanförunu gæti hins vegar vegið á móti auk þess sem hún stuðlar að hjöðnun verðbólgu, en hún jókst í byrjun sumars og hélst yfir 4% þar til í ágúst. Kjarnaverðbólga hefur jafnframt aukist töluvert frá áramótum (sjá mynd II-4).

Áfram töluverður vöxtur á evrusvæðinu og undirliggjandi verðbólga lág

Hagvöxtur á evrusvæðinu, sem er langstærsta markaðssvæði Íslands, var 2,6% á öðrum fjórðungi ársins, miðað við sama fjórðung árið á undan. Hefur hagvöxtur á svæðinu ekki verið meiri síðan í upphafi árs 2001. Þetta er töluvert meiri vöxtur en á fyrsta ársfjórðungi og ríflega tvöfalt meiri vöxtur en á sama tíma í fyrra. Vöxtur einkaneyslu og samneyslu dróst lítillega saman á öðrum ársfjórðungi en vaxtarbroddurinn var stórukin fjármunamyndun, sem jókst um 4,6% milli ára.

Talsvert hefur dregið úr verðbólgu á evrusvæðinu frá því í júlí. Kjarnaverðbólga hefur haldist nálægt 1½% frá því í sumar, eftir nokkra hjöðnun á vormánuðum. Hækkun olíu- og raforkuverðs hefur enn sem komið er ekki ýtt undir almennar launa- og verðlagshækkunar í evrulöndunum í sama mæli og Bandaríkjunum, enda slaki í efnahagslífinu meiri og gengi evrunnar sterkt. Evrópski seðlabankinn hefur smám saman dregið úr slaka peningastefnunnar og hækkað stýrivexti alls fjórum sinnum á árinu, síðast um 0,25 prósentur í byrjun október. Þótt kjarnaverðbólga hafi mælst aðeins 1,7% í september eru taldar líkur á því að bankinn hækki vexti aftur áður en árið er liðið.

Aukinn hagvöxtur í Bretlandi og horfur stöðugar á Norðurlöndunum

Á öðrum fjórðungi ársins var hagvöxtur í Bretlandi heldur meiri en á hinum fyrsta, eða 2,6%. Vöxtur milli ársfjórðunga var hinn mesti um tveggja ára skeið. Vöxturinn var mestur í þjónustugeiranum en talsvert dró úr framlagi framleiðslugeirans. Einkaneysla jókst talsvert milli ársfjórðunga þrátt fyrir að atvinnuleysi hafi aukist um ½ prósentu frá áramótum. Andstætt við þróunina í Bandaríkjunum bendir flest til þess að fasteignaverð sé enn á uppleið í Bretlandi eftir lítills háttar kólnun markaðarins yfir sumarmánuðina. Fasteignaverð hækkaði um rúmlega

eina prósentu milli mánaða síðustu tvo mánuði og er ársþækkun Halifax-húsnæðisvísitölunnar nú um 8%. Verðbólga hefur aukist talsvert frá síðustu útgáfu *Peningamála* og mældist 2,4% í september, sem er ½ prósentu aukning frá áramótum.

Efnahagshorfur á Norðurlöndunum eru almennt góðar. Á öðrum fjórðungi ársins jókst hagvöxtur í Finnlandi, Svíþjóð og Noregi, en í Danmörku dró lítið eitt úr vextinum. Verðbólga hefur verið stöðug í kringum 2% í Danmörku og Noregi það sem af er árinu, en hefur aukist töluvert í Finnlandi og Svíþjóð þar sem hún nálgast 2% (sjá mynd II-6).

Hillir undir lok verðhjöðunar í Japan

Eftir langvarandi baráttu við verðhjöðun hækkaði seðlabanki Japans stýrivexti sína í júlí, en hann hafði haldið vöxtum í 0% síðan í mars árið 2001. Margt bendir til þess að japanski þjóðarbúskapurinn sé að ná sér á strik. Efnahagsbatinn er þó enn háður allmikilli óvissu. Verðbólga er rétt undir einu prósentu og hefur verið jákvæð frá því í maí. Verðhækkunarir hafa þó næstum einskorðast við matar-, rafmagns-, bensín- og vatnskostnað meðan aðrir liðir hafa hækkað mun minna og jafnvel lækkað. Að undanskildu matarverði nam ársþækkun neysluverðlags 0,3%. Ný vísitala neysluverðs án matar- og orkuverðs sýnir hins vegar lítils háttar verðhjöðun það sem af er ári. Umtalsverð lækkun olíuverðs undanfarna mánuði gæti tímabundið valdið verðhjöðun, ef ekki koma til hækkunar annarra liða neysluverðsvísitölunnar. Útlánavöxtur í Japan hefur hins vegar aukist töluvert á þriðja ársfjórðungi og verið jákvæður allt árið. Búið er við að hagvöxtur verði um 2,7% á árinu en hann er að miklu leyti drifinn áfram af atvinnuvegafjárfestingu. Mjög hóflegar launahækkunarir undanfarna misseri hafa hins vegar haldið aftur af vexti einkaneyslu sem hefur verið sein að taka við sér. Komist innlend eftirspurn á betra skrið er líklegt að hraðar verði dregið úr slaka peningastefnunnar með örrari vaxtahækkunum en nú er reiknað með. Það gæti haft nokkur áhrif á gengi hávaxtagjaldmiðla, þ.á.m. íslensku krónuna, vegna vaxtamunarviðskipta.

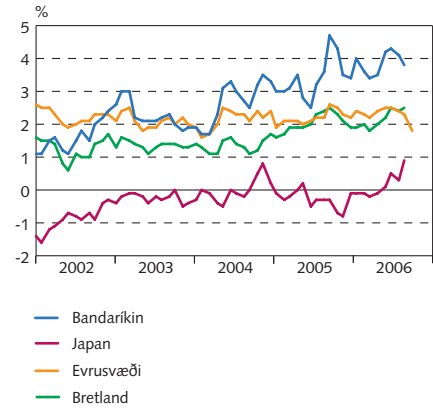
Áfram hraður vöxtur í nýmarkaðsríkjum Asíu og Mið-Evrópu

Þótt þorri utanríkisviðskipta Íslands eigi sér stað á hefðbundnum markaðssvæðum Vestur-Evrópu og í Bandaríkjunum fer hlutur ýmissa nýmarkaðsríkja vaxandi. Vaxandi vægi þeirra í heimsbúskapnum veldur einnig töluverðum óbeinum áhrifum. Mikill hagvöxtur í ýmsum nýmarkaðsríkjum í Asíu hefur t.d. átt mikinn þátt í hækkun hrávöruverðs undanfarna ár. Hraður vöxtur í Kína, borinn uppi af miklum útflutningi og fjárfestingu, vegur þar þungt. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spár u.þ.b. 10% hagvexti í Kína árið 2006 og svipuðum vexti á næsta ári. Heldur hefur hægt á hagvexti í ýmsum öðrum löndum í Asíu, t.d. Indlandi og Pakistan, en það má einkum rekja til hás olíuverðs og aukins aðhalds í peningamálum. Í Mið-Evrópu hefur hagvöxtur verið ör að undanförmu, þótt efnahagsástandið sé nokkuð mismunandi. Í Póllandi hefur hagvöxtur einnig verið töluverður og var hann 5,5% á öðrum ársfjórðungi og verðbólga aðeins 1,4%. Víða annars staðar er hagvöxtur einnig með ágætum. Í Rússlandi hefur hagvöxtur verið ör undanfarna ár og horfur eru á að innlend eftirspurn vaxi ört á

Mynd II-5

Verðbólguþróun á helstu viðskiptasvæðum Íslands

Janúar 2002 - ágúst 2006¹

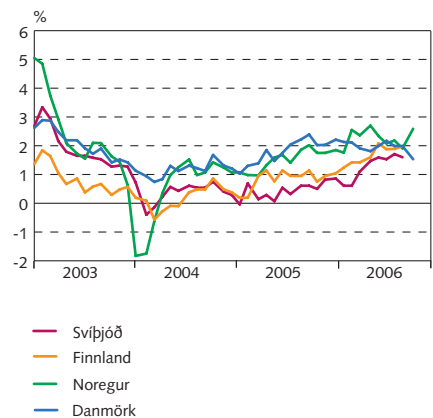


1. Verðbólguatala fyrir evrusvæðið í september er bráðabirgðamat. Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-6

Verðbólguþróun á Norðurlöndunum

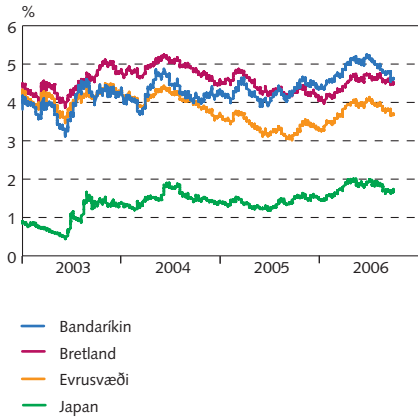
Janúar 2003 - september 2006¹



1. Septembertölur vantar fyrir Finnland og Svíþjóð. Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-7

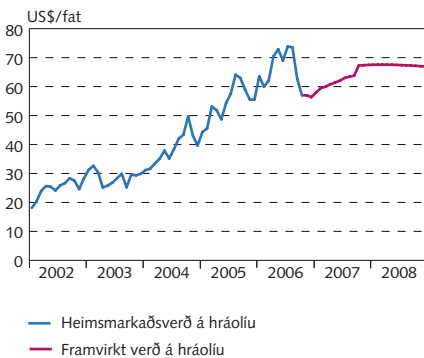
Vextir 10 ára erlendra ríkisskuldabréfa
Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 3. október 2006



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-8

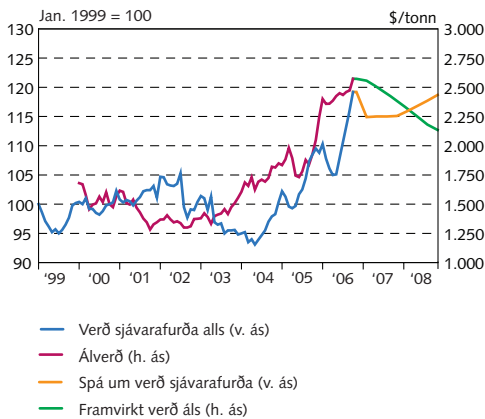
Heimsmarkaðsverð á hráolíu
Mánaðarlegar tölur janúar 2002 - desember 2008



Heimildir: Bloomberg, NYMEX, Reuters EcoWin.

Mynd II-9

Verð á sjávarafurðum (í erl. gjaldmiðli) og áli



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

næstunni. Þótt horfur séu almennt góðar ríkir nokkur óvissa um getu nýmarkaðsríkja til að standa af sér þrengri skilyrði í heimsviðskiptum og á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Skammtíma- og langtíma- vextir hafa lækkað nokkuð

Seðlabankar víða um heim hafa brugðist við auknum verðbólguþrýstingi með því að hækka stýrivexti. Af nítján seðlabönkum OECD-ríkja hafa sextán hækkað stýrivexti frá maílokum. Skammtíma- og langtíma- vextir hafa lækkað í takt við stýrivexti en langtíma- vextir hafa hins vegar lækkað nokkuð frá því um mitt sumar. Langtíma- vextir í helstu iðnríkjunum hækkuðu framan af árinu eða allt til byrjunar júlímánaðar en hafa síðan lækkað (sjá mynd II-7). Þessi þróun skýrist e.t.v. af væntingum um minni hagvöxt í Bandaríkjunum en áður var búist við. Aukin eftirspurn frá seðlabönkum í Asíuríkjunum eftir langtímaríkisskuldabréfum í stað skemmri bréfa gæti einnig skýrt að hluta til breytingar á skammtíma- og langtíma- vöxtum. Væntingar fjárfesta um að stýrivaxtahækkunarferli Seðlabanka Bandaríkjanna sé lokið eða að líða undir lok gætu einnig skýrt þessa þróun langtíma- vaxta.

Olíuverð á niðurleið?

Olíuverð hefur lækkað talsvert frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Óvist er hvort lækkunin sé varanleg, því að á haustmánuðum er eftirspurn jafnan hvað minnst, eftir tímabil aukinnar bensín eftirspurnar á sumarleyfistímanum, en áður en vetrarkuldi eykur eftirspurn eftir olíu til húshitunar á norðurhveli. Minni eftirspurn eftir olíu gæti einnig verið merki um að hægt hafi á vexti heimsframleiðslunnar. Hver sem skýringin kann að vera er ljóst að lækkun olíuverðs ætti að létta talsvert á verðbólguþrýstingi sem myndaðist vegna mikilla hækkana framan af árinu.

Aflbrögð dræm framan af ári

Horfur eru á að afli dragist saman í ár og útflutningur sjávarafurða minnki að raungildi annað árið í röð. Samkvæmt tölum Hagstofu Íslands nam samdrátturinn 5% á fyrstu átta mánuðum þessa árs. Meginskýring samdráttarins er 410 þús. tonnum minni loðnafla á þessu ári en í fyrra, eða 69% samdráttur. Á móti hefur botnfiskaflinn það sem af er ári verið nokkru meiri en í fyrra, eða um 13 þús. tonnum, sem var um 2% aukning. Eftir því sem líður á árið dregur úr vægi minni loðnafla á vetrarvertíð og gert er ráð fyrir að útflutningur sjávarafurða dragist saman um 3% á þessu ári. Vitað er að illa horfir með loðnustofninn og ekkert hefur fundist af loðnu seinustu mánuði. Því eru horfur með loðnafla á næsta ári mjög óljósar. Einnig eru aflaheimildir í ysu og þorski minni á yfirstandandi fiskveiðarári sem hófst hinn 1. september sl. en á liðnu fiskveiðarári. Þá er einnig dökkt útlit með karfastofninn og líkur á að afli muni dragast saman á næstu árum. Botnfiskaflinn á næsta ári mun því dragast saman. Af þessu leiðir að spáð er að útflutningur sjávarafurða muni dragast saman á næsta ári, eða um 2% að raungildi. Það yrði þriðja árið í röð sem framleiðsla sjávarafurða dregst saman. Erfitt er að leggja mat á horfur um afla og útflutningsverðmæti sjávarafurða árið 2008. Mikil óvissa

er um loðnustofninn á næstu árum og ólíklegt má telja að afli helstu botnfisktegunda muni aukast á því ári. Því er reiknað með að afli og útflutningsverðmæti standi í stað.

Áfram horfur á hagstæðu útflutningsverði sjávarafurða

Markaðsverð sjávarafurða hefur verið afar hagstætt undanfarna átján mánuði. Það hækkaði um 14% í erlendri mynt milli árana 2004 og 2005 og reiknað er með 8% meðalverðhækkun í ár. Vísbendingar eru um að verðlag helstu botnfiskafurða sé nálægt efri mörkum og því vart að vænta verulegrar verðhækkunar á næstu mánuðum. Gert er ráð fyrir að verðlag botnfiskafurða muni ýmist standa í stað á næstunni eða hækka lítillega eftir afurðategundum. Verð á mjöl- og lýsisafurðum hefur hækkað gríðarlega seinustu mánuði. Mjölverð hefur því sem næst tvöfaldast frá því sl. vor. Lítil sem engin samfylgni er á milli verðþróunar mjöls og lýsis annars vegar og botnfiskafurða hins vegar, en hinar síðarnefndu standa nær neytendamarkaði. Búist er við að verð á mjöli og lýsi haldist hátt fram á næsta ár. Er því gert ráð fyrir að verðlag sjávarafurða muni hækka um 3% milli þessa árs og næsta.

Markaðshorfur sjávarafurða og samkeppnisstaða fyrirtækja í sjávarútvegi hafa verið góðar á haustmánuðum. Efnahagsástand í helstu viðskiptalöndum er víðast gott og kaupmáttur fer vaxandi, eins og rakið hefur verið. Öflugt kynningarstarf í verslunum og mikil markaðssetning, aukin áhersla á ferskleika og hollustu hefur ýtt undir neyslu sjávarafurða. Þannig hefur stærsta verslunardeðjan í Bretlandi náð að auka sölu sjávarafurða um 70% á sl. þremur árum og fiskneysla í Þýskalandi jókst um 7% á seinasta ári eftir margra ára stöðnun eða samdrátt.

Raugengi hefur hækkað töluvert

Raugengi miðað við hlutfallslegt neysliverð hefur hækkað töluvert frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Frá því í júní hefur það hækkað um 8%, en er þó 11% lægra en í janúar. Því er ljóst að þrátt fyrir umtalsverða hækkun raugengis undanfarna mánuði hefur staða útflutningsgreinanna batnað verulega á árinu en á móti kemur að miklar sveiflur í raugengi skapa aukið rekstraróryggi í útflutningsgreinum.

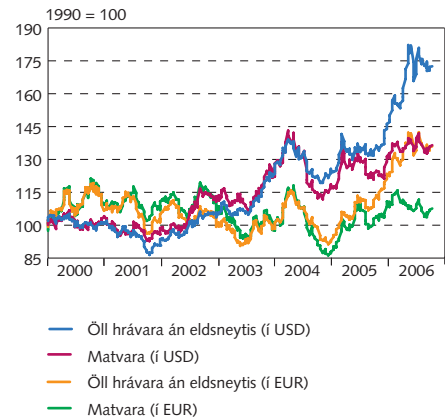
Helstu óvissuþættir í ytri skilyrðum þjóðarbúsins

Þrátt fyrir almennt hagstæð ytri skilyrði um þessar mundir eru ýmsar blikur á lofti. Meðal þeirra þátta sem gætu haft neikvæð áhrif á ytri skilyrði þjóðarbúsins eru mikil hækkun olíuverðs, aukin verðbólga og snögg breyting á fjármálalegum skilyrðum í heiminum er hefðu í för með sér erfiða aðlögun í heimsbúskapnum eftir tímabil mikils ójafnvægis.

Útflutningur mun dragast saman á þessu ári en aukast á næstu árum

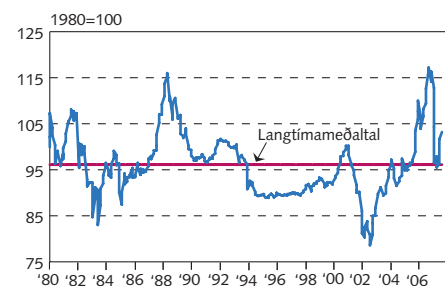
Horfur um útflutning vöru og þjónustu eru talsvert lakari um þessar mundir en reiknað var með í júlíhefti *Peningamála*. Spáð er tæplega 3% samdrætti á þessu ári í stað 1½% aukningar í síðustu spá. Þessu veldur að nú er gert ráð fyrir að útflutningsframleiðsla sjávarafurða muni dragast saman um 3% í stað 2% samdráttar í seinustu spá. Þá

Mynd II-10
Hrávöruverð á heimsmarkaði
Vikulegar tölur 7. janúar 2000 - 20. október 2006



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-11
Raugengi janúar 1980 - september 2006
Mánaðarleg gögn m.v. hlutfallslegt neysliverð



Heimild: Seðlabanki Íslands.

er einnig gert ráð fyrir að samdráttur verði meiri í þjónustutekjum en áður var gert ráð fyrir en hér er nær einvörðungu um að ræða áætlaðar lægri tekjur af samgöngum. Óbreyttar horfur eru um útflutningsverðmæti áls frá fyrri spá. Spáð er að útflutningur vöru og þjónustu aukist um rúmlega 13% á næsta ári í stað 11% í síðustu grunnspá. Áætlað er að álútflutningur á næsta ári aukist töluvert meira en spáð var á miðju þessu ári, eða um 73% í stað 60%. Ekki er gert ráð fyrir að útflutningur almennrar iðnaðarvöru muni breytast milli ára. Hins vegar er gert ráð fyrir að þjónustuútflutningur aukist nokkuð á næsta ári, einkum tekjur af erlendum ferðamönnum en einnig samgöngutekjur. Horfur eru því sem næst óbreyttar þegar litið er til ársins 2008 en álframleiðslan er þó talin verða u.þ.b. 2% meiri en síðast var spáð.

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

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Útflutningur vöru og þjónustu	-2,9	13,5	14,2	-4,3	2,3	0,2
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-3,0	-2,0	0,0	-1,0	0,1	-
Útflutningsframleiðsla stóriðju	26,7	73,1	35,0	-0,2	13,2	2,0
Verð sjávarafurða í erlendra mynt	8,0	3,0	2,0	-2,0	-1,0	-
Verð áls í USD ³	31,4	-0,4	-10,8	-7,6	2,6	-13,8
Verð eldsneytis í erlendra mynt ⁴	21,2	0,2	2,0	-4,8	-4,8	5,0
Alþjóðleg verðbólga ⁵	2,5	2,2	1,9	0,4	0,2	-0,3
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-1,3	-1,2	-2,9	-12,3	-2,2	-4,8
Erlendir skammtímaavextir ⁶	3,0	3,1	3,2	-0,5	-0,8	-0,9

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

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

III Fjármálaleg skilyrði

Raunstýrivextir hafa hækkað frá því í sumar sem endurspeglar bæði hækkingu stýrivaxta og lækkun verðbólguvæntinga. Aðhald peningastefnunnar hefur því aukist. Framvirkir vextir og spár greiningardeilda gefa til kynna að markaðsaðilar og greiningaraðilar vænti þess almennt að stýrivextir hafi náð hámarki og við taki tiltölulega hröð lækkun vaxta. Skammtíma vaxtamunur við útlönd hefur haldið áfram að aukast en langtíma vaxtamunur mældur út frá fimm ára ríkisskuldabréfum hefur minnkað á ný og er nú svipaður og í upphafi árs. Útgáfa erlendra skuldabréfa í íslenskum krónum hefur aukist á nýjan leik og má greina áhrif hennar bæði á skuldabréfamarkaði og í gengi krónunnar. Skuldir heimilanna hafa haldið áfram að aukast og lækkun á gengi krónunnar virðist hafa orðið til þess að lántaka þeirra í erlendum gjaldmiðli hafi aukist það sem af er ári. Dregið hefur úr útlánavexti til fyrirtækja. Vöxtur peningamagns í umferð er enn mikill en dregið hefur úr honum, en hafa verður þó í huga að miklar sveiflur eru á milli mánaða.

Aðhald peningastefnunnar hefur aukist

Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hafa stýrivextir verið hækkaðir um 1,75 prósentur. Á sama tíma hafa raunstýrivextir miðað við verðbólguálag ríkisbréfa til u.þ.b. fimm ára hækkað um rúmlega 4 prósent. Aðhald peningastefnunnar hefur einnig aukist ef raunvextir eru reiknaðir miðað við liðna verðbólgu eða verðbólguvæntingar almennings og fyrirtækja. Ólíkt því sem gerðist fyrstu sex mánuði þessa árs, þegar skammtímaraunvextir hækkuðu lítið þrátt fyrir kröftuga hækkingu stýrivaxta, hafa aðgerðir í peningamálum að þessu leyti skilað töluverðum árangri.

Markaðs- og greiningaraðilar vænta þess að stýrivextir fari hratt lækkandi

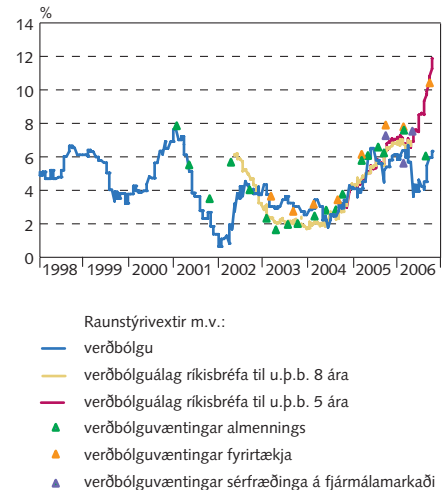
Þrátt fyrir umtalsverða hækkingu stýrivaxta frá því í sumar hefur ávöxtunarkrafa óverðtryggðra langtímaskuldabréfa ríkisins lækkað um 1,2-1,3 prósent að meðaltali í október samanborið við júnímánuð. Í meginatriðum endurspeglar lækkunin væntingar um að stýrivextir Seðlabankans lækki fljótlega. Það má m.a. sjá í spám greiningaraðila um þróun stýrivaxta á næstu misserum en þeir gera flestir ráð fyrir því að stýrivextir hafi náð hámarki. Eins og fjallað er um í rammagrein VIII-1 gera þeir að meðaltali ráð fyrir því að stýrivextir verði komnir í tæplega 11% á sama tíma að ári og um 9,5% eftir tvö ár. Við útgáfu síðustu *Peningamála* náði spá þessara sömu aðila fram á sumar 2008. Þá spáðu þeir tæplega 9% stýrivöxtum við lok tímabilsins sem er svipað og þeir spá nú að meðaltali.

Greiningaraðilum ber þó ekki alveg saman um líklega þróun stýrivaxta á næstu tveimur árum. Spár greiningardeilda stóru viðskiptabankanna þriggja eru reyndar nokkuð svipaðar fram á mitt ár 2008. Ein greiningardeildanna telur hins vegar að um mitt ár 2008 verði stýrivextir hækkaðir á ný, enda gerir hún, ólíkt hinum, ráð fyrir að ný bylgja stóriðjuþjárfestingar sé framundan. Fjórði greiningaraðilinn spár hins vegar að stýrivextir hækki um 0,5 prósentur við útgáfu

Mynd III-1

Raunstýrivextir

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 31. október 2006

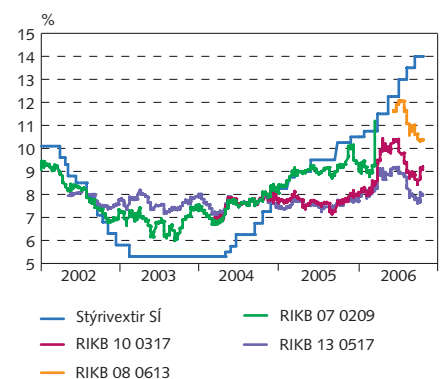


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa og stýrivextir Seðlabanka Íslands

Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 31. október 2006

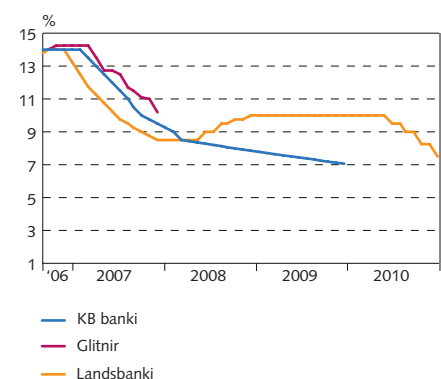


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

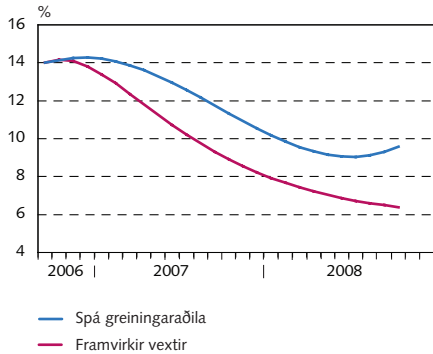
Nýjstu stýrivaxtaspar þriggja stærstu viðskiptabankanna

Mánaðarmeðaltöl



Heimildir: Glitnir, KB banki, Landsbanki Íslands.

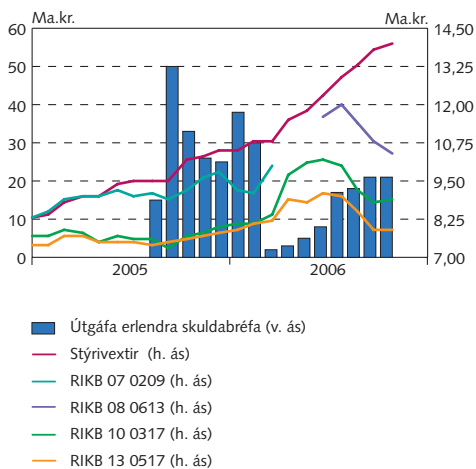
Mynd III-4
Stýrivextir Seðlabanka Íslands samkvæmt framvirkum vöxtum og spám greiningaraðila
September 2006 - október 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5
Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum og vaxtaþróun¹

Ágúst 2005 - október 2006



1. Gögn til og með 31. október 2006.
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Þessara *Peningamála* og haldist því sem næst óbreyttir út árið 2008, enda gerir hann ráð fyrir meiri verðbólgu á næstu tveimur árum en hinir (sjá nánar í rammagrein VIII-1).

Framvirkir vextir benda einnig til þess að fjárfestar vænti að hækkunum stýrivaxta sé lokið og að þeir taki fljótlega að lækka hraðar en spár greiningaraðila gefa til kynna. Markaðsaðilar virðast reikna með því að stýrivextir verði komnir í um 9% eftir eitt ár og um 6,5% ári síðar. Þetta er jafnframt mun hraðari lækkun en fólst í framvirkum vöxtum við útgáfu síðustu *Peningamála*. Þá bentu framvirkir vextir til þess að fjárfestar væntu þess að stýrivextir yrðu um 10,5% á sama tíma á næsta ári og um 8,5% ári seinna. Þetta gerist þótt stýrivextir séu við upphaf spátímans einni prósentu hærrí en vænt hámark vaxtaferilsins þegar síðasta spá var gerð í júní.

Eins og í síðustu grunnþjóðhags- og verðbólguþspá Seðlabankans er stýrivaxtaferillinn í grunnspánni meðaltal stýrivaxtaferlanna á mynd III-4. Samkvæmt því verða stýrivextir rúmlega 10% eftir eitt ár og u.þ.b. 8% eftir tvö ár. Í því felst að stýrivextir verða að meðaltali um 12½% á þessu ári, um 11½% á því næsta og rúmlega 8% árið 2008.

Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum eykst á ný

Líklegt er að aukin útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum hafi haft áhrif á vaxtaþróun. Aukin útgáfa fór saman við alþjóðlega lækkun langtímafaxta. Segja má að sama staða sé komin upp og á tímabilinu frá ágúst 2005 fram í febrúar 2006 þegar eftirspurn eftir óverðtryggðum ríkisbréfum jókst mjög vegna skiptasamninga sem fylgdu útgáfunni. Stýrivaxtahækkunar höfðu síðan meiri áhrif á ávöxtun óverðtryggðra skuldabréfa þegar draga fór úr útgáfunni undir lok febrúarmánaðar. Í lok ágúst áttu erlendir aðilar meira en helming útgefina óverðtryggðra ríkisskuldabréfa en líklegt er að meginmarkmið sumra eigenda bréfanna sé að losna við gengisáhættu tengda útgáfu skuldabréfanna í íslenskum krónum.

Þróun verðtryggðra vaxta mismunandi eftir lengd bréfanna

Frá útgáfu síðustu *Peningamála* fóru vextir verðtryggðra íbúðabréfa lengst af lækkandi, einkum á tveimur lengri flokkunum, þ.e. þeim sem eru á gjalddaga árin 2034 og 2044. Hins vegar hefur nýlega orðið umtalsverð hækkun, mest á stysta flokknum sem er á gjalddaga árið 2014. Þessi þróun skýrist líklega bæði af auknu aðhaldi peningastefnunnar og áhrifum yfirlýsingar ríkisstjórnarinnar um lækkun óbeinna skatta. Hvort tveggja er til þess fallið að leiða til minni eftirspurnar eftir styttri flokkum verðtryggðra skuldabréfa og þannig þrýsta ávöxtunarkröfu þeirra upp. Þessara áhrifa gætir síður í lengri flokkunum þar sem undirliggjandi langtímahagvaxtarhorfur vega þyngra.

Einnig er hugsanlegt að óvissa um framboð verðtryggðra skuldabréfa á vegum ríkisins eða um baktryggingu þeirra hafi tímabundið valdið aukinni eftirspurn eftir þeim. Mikil óvissa er um framtíð íbúðalánasjóðs og áframhaldandi ábyrgð ríkissjóðs á lánum hans. Dregið hefur úr umsvifum á fasteignamarkaði, en það dregur úr útgáfu íbúðabréfa. Einnig er staða ríkissjóðs góð um þessar mundir og því lítil þörf fyrir útgáfu ríkisskuldabréfa. Fjárfestar sjá því fram á skort á verðtryggðum bréfum, sem mun halda ávöxtunarkröfunni niðri.

Skammtíamavxtamunur í sögulegu hámarki

Vaxtamunur þriggja mánaða millibankavaxta við útlönd hefur aukist mjög frá því um mitt árið 2003. Í lok októbermánaðar var munurinn rúmlega 10 prósentur og hefur ekki verið meiri frá því að Seðlabankinn hóf daglega skráningu þriggja mánaða millibankavaxta árið 1998. Vaxtamunur ríkisbréfa til u.þ.b. fimm ára jókst á fyrri hluta þessa árs, en hefur minnkað aftur. Er munurinn nú um 5 prósent. Þetta má að mestu skýra með því að langtíamavextir héraendis hækkuðu talsvert framan af árinu, eða allt til júlíbyrjunar, en hafa síðan lækkað nokkuð hratt og eru nú svipaðir og í aprílbyrjun. Eins og fjallað var um í kafla II, hafa stýrivextir helstu viðskiptalanda Íslands haldið áfram að hækka. Evrópski seðlabankinn hefur hækkað stýrivexti tvisvar sinnum, eða samtals um 0,5 prósentur frá útgáfu síðustu *Peningamála*, Englandsbanki hækkaði stýrivexti um 0,25 prósentur í byrjun ágúst og Seðlabanki Bandaríkjanna hækkaði stýrivexti í lok júní um 0,25 prósentur en hefur haldið þeim óbreyttum síðan. Seðlabanki Japans endaði formlega svokallaða núllvaxtastefnu sína í júlí þegar hann hækkaði stýrivexti um 0,25 prósentur. Samt sem áður er gert ráð fyrir hægari hækkun stýrivaxta á mörkuðum en vænst var sl. sumar. Huga þarf vel að þróun vaxta í Japan vegna óbeinna áhrifa á útgáfu skuldabréfa í hávaxtagjaldmiðlum líkt og á Íslandi.

Gengi krónunnar hefur styrkst á nýjan leik

Gengi krónunnar hefur styrkst frá júnílokum. Í októbermánuði var gengisvísitalan að meðaltali 8,8% lægri en í júní. Fyrstu erlendu skuldabréfin gefin út í íslenskum krónum voru á gjalddaga hinn 15. september eða alls 40 ma.kr. og svo virðist sem það hafi haft lítil áhrif á gengi krónunnar. Það skýrist líklega af því að útgáfan hefur aukist á ný og einhverjir samningar verið framlengdir, auk þess sem sumir fjárfestar hafa varið stöður sínar fyrr á árinu.

Lækkun gengis krónunnar á fyrri hluta þessa árs gerði lántöku í erlendum gjaldmiðlum hagstæðari á ný, en jók um leið greiðslubyrði eldri lána. Hlutfall gengisbundinna útlána af heildarútlánnum til fyrirtækja virðist þó ekki sveiflast mikið með gengi krónunnar. Mörg fyrirtæki hafa tekjur í erlendum gjaldmiðlum og eiga hægara um vik en heimilin að verja sig fyrir gengisáhættu með skiptasamningum. Kostnaður við slíka samninga hefur lækkað mjög samhliða erlendu útgáfunni.

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja

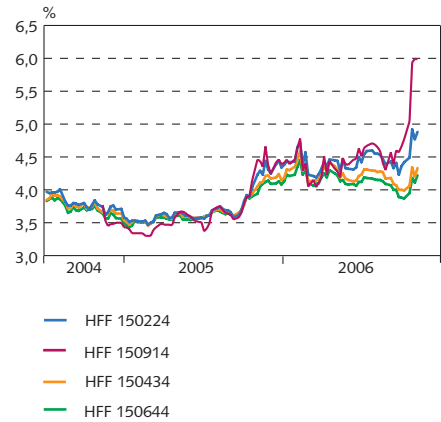
Gengisbundin útlán til heimilanna hafa aukist töluvert undanfarna mánuði, jafnvel þegar tekið hefur verið tillit til gengisáhrifa. Hagstæðari skilyrði til erlendra lántöku á fyrri hluta þessa árs skýra það að hluta, þótt ekki hafi dregið úr aukningunni eftir að krónan fór að styrkjast á nýjan leik. Hlutfall gengisbundinna lána var um 4½% í ágúst sl. samanborið við um 2% í janúarmánuði.

Útlán lánakerfisins til heimilanna jukust um 29% á öðrum fjórðungi þessa árs samanborið við sama fjórðung árið áður. Er það fimmti ársfjórðungurinn í röð þar sem útlánvöxtur lánakerfisins til heimila eykst. Útlánvöxtur innlánsstofnana til heimilanna hefur hins vegar minnkað frá því í febrúar á þessu ári, enda verulega farið að draga úr

Mynd III-6

Ávöxtun íbúðabréfa

Vikulegar tölur 8. júlí 2004 - 31. október 2006

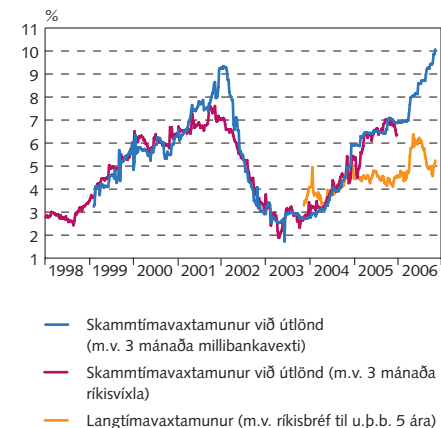


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Vaxtamunur við útlönd

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 31. október 2006



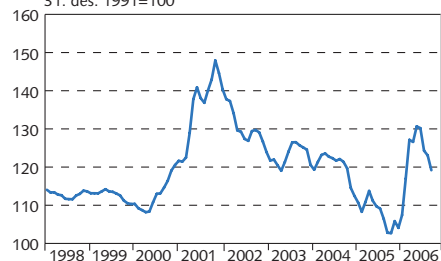
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Vísitala gengisskráningar

Meðaltal mánaðar janúar 1998 - október 2006

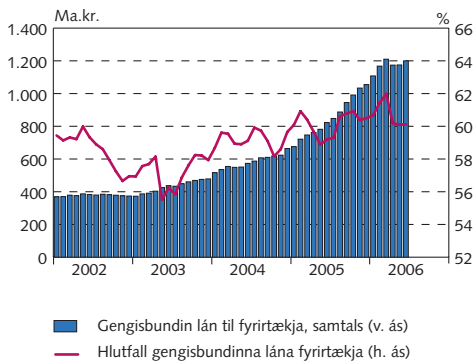
31. des. 1991=100



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

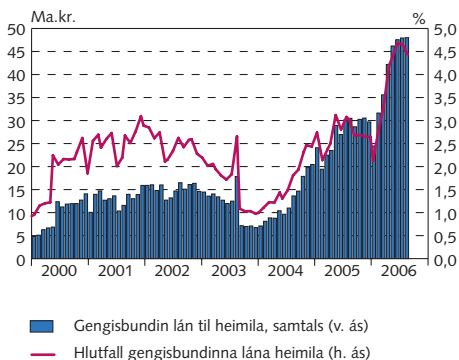
Gengisbundin lán fyrirtækja og hlutfall þeirra af heildarútlánum 2002 - 2006¹



1. Hlutfall gengisbundinna lána fyrirtækja af útlánunni innlánsstofnana, bein og frá öðrum lánaðum í lok hvers mánaðar. Gengisbundin lán hafa verið leiðrétt fyrir áætluðum gengisbreytingum. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Gengisbundin lán heimila og hlutfall þeirra af heildarútlánum janúar 2000 - ágúst 2006¹

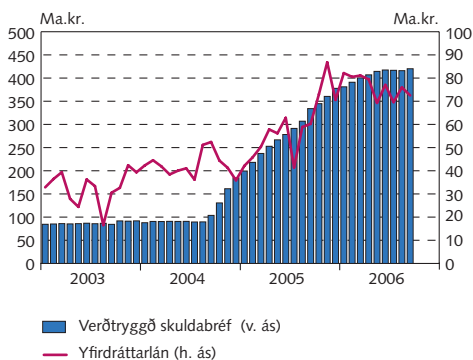


1. Hlutfall gengisbundinna lána heimila af útlánunni innlánsstofnana, íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar. Gengisbundin lán hafa verið leiðrétt fyrir áætluðum gengisbreytingum. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Útlán innlánsstofnana til heimila¹

Janúar 2003 - september 2006



1. Tekið hefur verið tillit til verðuppfærslu við útreikning á verðtryggðum skuldabréfum. Heimild: Seðlabanki Íslands.

endurfjármögnun húsnæðislána. Ný fasteignaveðlán innlánsstofnana voru í septembermánuði tæplega 79% minni en í sama mánuði ári áður. Hins vegar má reikna með að ný lán séu nú að miklu leyti hrein skuldaaukning en ekki endurfjármögnun.

Þegar endurfjármögnunin var sem mest nýttu margir tækifærið og juku veðskuldir sínar, en greiddu niður dýr yfirdráttarlán. Fljótlega tóku yfirdráttarlán heimila þó að aukast á ný. Þau námu 69 ma.kr. nú í lok september, en 60 ma.kr. í lok ágúst 2004 þegar bankar og sparisjóðir hófu innreið sína á fasteignaveðlánamarkaðinn.

Ætla má að á heildina litið hafi fjármálaleg skilyrði heimilanna versnað. Vextir húsnæðislána hafa hækkað og kostnaður vegna yfirdráttarlána hefur aukist. Á fyrri hluta ársins jókst greiðslubyrði vegna erlendra lána þegar gengi krónunnar lækkaði. Á móti kemur að fyrir vikið hafa heimilin metið nýja lántöku í erlendri mynt hagstæðari en áður. Þessi áhrif vega líklega ekki mjög þungt og hafa nú að einhverju leyti gengið til baka.

Í ljósi nýlegrar þróunar á ávöxtunarkröfu verðtryggðra íbúðabréfa gætu vextir fasteignaveðlána íbúðalánasjóðs hækkað á næstunni. Í síðustu tveimur útböðum tók sjóðurinn tilboðum í tvo lengri flokkana en óvíst er hver útkoma næstu útböða verður. Fjármálaleg skilyrði heimilanna gætu versnað enn frekar ef vextir nýrra fasteignaveðlána hækka og einnig ef vaxtahækkunin leiddi til lækkunar fasteignaverðs.

Á öðrum fjórðungi þessa árs hægði á útlánavexti lánakerfisins til fyrirtækja samanborið við sama fjórðung árið áður. Það er í fyrsta sinn síðan á öðrum fjórðungi ársins 2004, sem dregur úr vextinum. Hann er þó enn mjög mikill eða 53%. Yfirdráttarlán til fyrirtækja hafa aukist undanfarna mánuði og í septembermánuði var ársvöxtur yfirdráttarlána til fyrirtækja 32,7%, eða tæplega 29 ma.kr. Líkt og fjallað var um í síðustu útgáfu *Peningamála* hafði vöxtur peningamagns aukist mikið mánuðina á undan. Vöxturinn er enn mikill en dregið hefur úr honum, en hafa verður í huga að miklar sveiflur eru á milli mánaða.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Í síðustu þjóðhagsspám Seðlabankans hefur verið dregin upp mynd af nauðsynlegri aðlögun efnahagslífsins að jafnvægi að loknu ofpensluskeiði. Reiknað hefur verið með að dragi nokkuð hratt úr vexti innlendra eftirspurnar. Samkvæmt endurskoðuðu uppgjöri þjóðhagsreikninga frá Hagstofu Íslands var hagvöxtur mun meiri á síðustu tveimur árum en áður var talið. Hefur hann ekki verið jafn mikill hérlandis á tveggja ára tímabili síðan á fyrstu árum áttunda áratugar síðustu aldar. Þessar tölur hafa þó nokkur áhrif á mat Seðlabankans á framleiðsluspennu. Hún er nú metin meiri á síðasta ári en talið var í sumar en heldur minni á yfirstandandi ári. Hvenær spennan hverfur veltur hins vegar mjög á þeim stýrivaxtaferli sem miðað er við. Verulegur munur er á milli grunnspár og fráviksspáa hvað það varðar.

Ólík aðlögun innlendra eftirspurnar í grunnspá og fráviksspám

Líkt og í síðasta hefti *Peningamála* byggist grunnspá bankans á vaxtaferli sem endurspeglar væntingar markaðs- og greiningaraðila um þróun stýrivaxta á næstu misserum. Birtar eru tvær fráviksspár. Í annarri þeirra er gert ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum út spátímabilið en í hinni að brugðist sé við þannig að verðbólguþáttur náist á spátímabilinu. Mismikið peningalegt aðhald í grunnspá og fráviksspám hefur veruleg áhrif á með hvaða hætti aðlögun innlendra eftirspurnar verður. Í umfjölluninni um efnahagshorfur hér á eftir verður litið til allra þessara spáferla.

Meiri vöxtur fjárfestingar í ár en spáð var seinkar aðlögun innlendra eftirspurnar

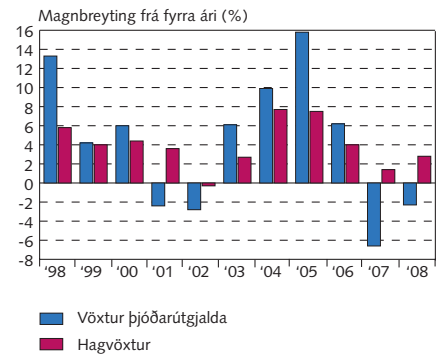
Vöxtur fjárfestingar í ár verður líklega meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Þá var áætlað að fjárfesting dragist saman á þriðja og fjórða fjórðungi ársins miðað við sömu fjórðunga árið áður. Þetta virðist ekki ætla að ganga eftir. Vöxtur einkaneyslu er hins vegar í takt við sumarspána. Aðlögun innlendra eftirspurnar er því seinna á ferðinni en Seðlabankinn gerði ráð fyrir fyrr á árinu. Í grunnspánni í júlí var gert ráð fyrir að innlend eftirspurn stæði nánast í stað á seinni hluta þessa árs en drægist saman á næsta og þann næsta ári. Nú er hins vegar gert ráð fyrir um 2½% vexti á seinni hluta þessa árs en meiri samdrætti innlendra eftirspurnar á árinu 2007 eða um 6½% í stað rúmlega 4% í júlíspánni.

Verður vöxtur fjárfestingar meiri í ár en fyrstu tölur gera ráð fyrir líkt og undanfarin ár?

Í ljósi meiri hagvaxtar undanfarin ár en áður var talið er ástæða til að gefa ýmsum óvissuþáttum, sem gætu haft áhrif á framvinduna á næstu misserum, gaum. Athyglin beinist ekki síst að fjármunamyndun því að vöxtur hennar hefur ítrekað verið endurskoðaður upp á við undanfarin ár eftir því sem Hagstofan hefur fengið haldbærari gögn úr ársreikningum fyrirtækja, sem liggja fyrir með nokkurri töf. Spár Seðlabankans um fjárfestingu hafa því iðulega byggst á vanmati á sögulegri þróun. Upplýsingar um þróun fjárfestingar í stóriðju og orkuverum hafa reynst þökkalega áreiðanlegar, en önnur fjárfesting hefur

Mynd IV-1

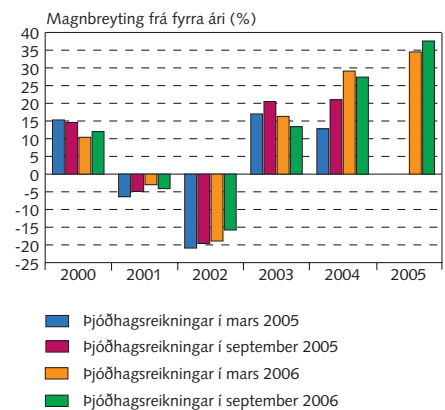
Vöxtur þjóðarútgjalda og hagvöxtur 1998-2008¹



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

Mynd IV-2

Endurskoðun á vexti fjármunamyndunar



Heimild: Hagstofa Íslands.

Tafla IV-1 Vísendingar um einkaneyslu 2005-2006

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Ársfjórðungslegar tölur				Nýjasta tímabil		
	2005:4	2006:1	2006:2	2006:3	Mánuður	Breyting miðað við	
						sama mánuð í fyrra	uppsafnað frá ársbyrjun
Dagvöruvelta (raunbreyting)	9,5	7,4	6,6	3,8	sept.	3,6	5,8
Staðvirt kortavelta heimila	13,3	15,8	8,0	4,4	sept.	2,9	9,9
þar af innanlands	14,5	18,9	16,8	15,4	sept.	15,9	17,3
þar af erlendis	49,7	34,6	16,4	12,2	sept.	21,7	22,5
Staðvirt debetkortavelta	12,5	12,8	0,7	-4,8	sept.	-6,7	3,3
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)	43,3	37,2	-15,4	-25,4	sept.	-22,6	-3,1
Almennur innflutningur (magnbreyting) ¹	24,0	30,0	22,4	16,2	ágúst	.	16,2
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) ¹	27,1	23,3	9,3	5,0	ágúst	.	5,0
Bifreiðar til einknota ¹	54,9	51,9	10,9	1,5	ágúst	.	1,5
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki ¹	35,7	12,6	9,3	4,6	ágúst	.	4,6
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður ¹	20,6	12,4	12,2	10,0	ágúst	.	10,0
Mat- og drykkjarvörur ¹	12,4	6,1	5,8	6,8	ágúst	.	6,8
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) ¹	42,7	48,8	47,7	36,5	ágúst	.	36,5
Væntingavísitala Gallup	7,1	3,7	-1,5	.	sept.	-1,5	-3,1
Mat á núverandi ástandi	28,8	14,6	8,5	.	sept.	8,5	-7,8
Væntingar til sex mánaða	-8,1	-4,3	-9,0	.	sept.	-9,0	1,7

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

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

reynst mun meiri en gert var ráð fyrir í spám eða fyrstu áætlunum Hagstofunnar. Í ljósi reynslunnar er því ástæða til að setja nokkurn fyrirvara við bráðabirgðatölur um vöxt fjárfestingar í ár og um leið spár sem byggjast á þeim upplýsingum. Vöxturinn gæti reynst meiri en fyrstu tölur sýna og gæti mun meiri viðskiptahalli en spáð var verið fyrsta vísending um það. Reynist sá grunur réttur yði aðlögun innlendra eftirspurnar, bæði í lok þessa árs og á næsta ári, hægari en gert er ráð fyrir í þessari spá.

Annar mikilvægur óvissuþáttur eru væntingar heimila og fyrirtækja. Samkvæmt væntingavísitölu Gallup hefur birt yfir neytendum á undanfönum mánuðum og væntingar um framvindu efnahagsmála glæðst á ný. Svipaða sögu er að segja af væntingum forsvarsmanna fyrirtækja.¹ Þessi þróun væntinga gæti gefið til kynna hægari aðlögun innlendra eftirspurnar en hér er gert ráð fyrir.

Gengisþróunin er mesti óvissuþátturinn í spánum

Síðast en ekki síst ríkir veruleg óvissa um gengisþróunina næstu misserin. Hröð lækkun gengis fyrr á þessu ári sýnir hversu skjót og mikil áhrif gengislækkun hefur í litlu og opnu hagkerfi eins og hinu íslenska. Gengi krónunnar hefur hækkað nokkuð frá útgáfu síðustu *Peningamála* og mikil óvissa er um framhaldið, eins og fjallað er um í kafla VII.

Fróðlegt er að bera saman grunnspá og fráviksspár bankans í þessu samhengi. Í grunnspánni lækkar gengi krónunnar hægt og

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

bítandi út spátímabilið. Þar haldast í hendur minnkandi vaxtamunur við útlönd sökum hraðrar lækkunar innlendra stýrivaxta og mikill viðskiptahalli sem kallar á aðlögun gengis. Í fráviksspánum styrkist gengi krónunnar hins vegar nokkuð sökum meira peningalegs aðhalds.

Einkaneysla

Ör vöxtur einkaneyslu hefur einkennt efnahagslífið síðastliðin ár. Samkvæmt spám bankans verður meðalvöxtur einkaneyslu á árunum 2002 til 2006 hinn mesti síðan á árunum 1971 til 1974. Vöxturinn hefur verið knúinn áfram af vexti ráðstöfunartekna, aukinni hreinni eign heimilanna, stórbættu aðgengi að lánsfé og vaxandi skuldsetningu og væntingum um áframhaldandi eftirspurn eftir vinnuafli og hagvöxt.

Vöxtur einkaneyslu virðist hafa náð hámarki á öðrum ársfjórðungi í fyrra þegar hann mældist 15% miðað við sama fjórðung árið áður. Síðan hefur hægt nokkuð á vextinum í takt við spár Seðlabankans. Einkaneysla jókst þó enn mjög ört á fyrsta fjórðungi þessa árs, eða um tæp 12% samkvæmt þjóðhagsreikningum Hagstofunnar. Í upphafi árs jókst bjartsýni neytenda á ný sem að hluta til má rekja til mikillar umræðu um frekari stóriðjuframkvæmdir. Sviptingar á fjármálamörkuðum og gengislækkun krónunnar drógu hins vegar snarlega úr þessari bjartsýni. Vöxtur einkaneyslu var 4,6% á öðrum fjórðungi ársins samkvæmt þjóðhagsreikningum sem er sami vöxtur og júlispá bankans gerði ráð fyrir.

Óbreyttar horfur um vöxt einkaneyslu fram til ársloka 2007

Í grunnspám, sem birst hafa í *Peningamálum* á árinu, hefur verið dregin upp mjög áþekkt mynd af þróun einkaneyslu. Spáð hefur verið að nokkuð hratt dragi úr ársvextinum fram á mitt næsta ár, en þá hefjist samdráttur er fari vaxandi út spátímabilið. Þróun einkaneyslu í grunnspánni er í meginatriðum eins fram til loka næsta árs. Hröð lækkun stýrivaxta í grunnspánni leiðir hins vegar til þess að verulega dregur úr samdrætti einkaneyslu þegar líða tekur á spátímabilið. Kaupmáttur ráðstöfunartekna er sömuleiðis hærrí á spátímabilinu öllu miðað við júlispána sökum minni verðbólgu og aðgerða ríkisstjórnarinnar til lækkunar matvælavæðs. Þrátt fyrir að reiknað sé með minni launahækkunum en í síðustu spá veða þessir þættir þyngra.

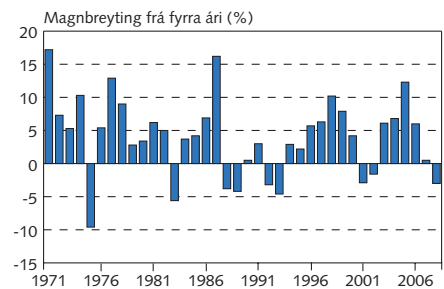
Í sumar spáði bankinn 6,2% vexti einkaneyslu í ár, stöðnun á næsta ári og 7,7% samdrætti árið 2008. Nú er gert ráð fyrir að einkaneysla aukist um 6% á þessu ári, spáð er ½% vexti á næsta ári og 3% samdrætti árið 2008. Samdráttur einkaneyslu á árinu 2008 er mun meiri í fráviksspánum tveimur þar sem peningastefnan er töluvert aðhaldssamari.

Endurnýjuð bjartsýni heimila

Flestar vísendingar benda til þess að hægt hafi á vexti einkaneyslu eftir því sem liðið hefur á árið, eins og spár bankans gerðu ráð fyrir (sjá töflu IV-1). Væntingavísitala Gallup hefur þó gefið nokkuð breytileg skilaboð. Eftir að hafa lækkað nánast samfellt síðan í febrúar stóð vísitalan í rúmum 88 stigum í júlí og höfðu Íslenskir neytendur þá ekki verið jafn svartsýnir á aðstæður í efnahags- og atvinnumálum síðan í

Mynd IV-3

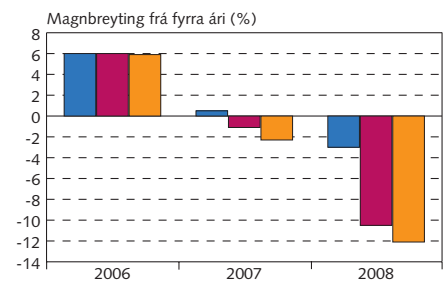
Vöxtur einkaneyslu 1971-2008¹



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

Mynd IV-4

Vöxtur einkaneyslu 2006-2008

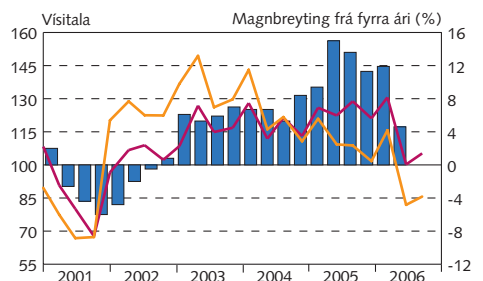


■ Grunnspá
■ Frávikspá með óbreyttum vöxtum
■ Frávikspá með peningastefnuviðbrögðum

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup
1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2006¹

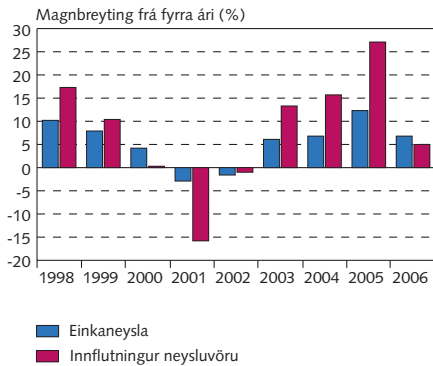


■ Vöxtur einkaneyslu (h. ás)
— Væntingavísitala Gallup (v. ás)
— Væntingavísitala Gallup til sex mánaða (v. ás)

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

Mynd IV-6

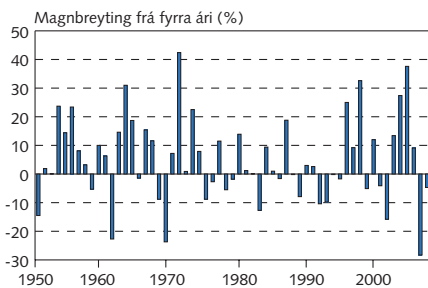
Vöxtur einkaneyslu og innflutnings neysluvöru 1998-2005 og 1. - 3. ársfj. 2006¹



1. Fyrir árið 2006 er sýndur vöxtur innflutnings neysluvara fyrstu átta mánuði ársins og vöxt einkaneyslu fyrstu þrjú ársfjórðunga skv. grunnspá. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

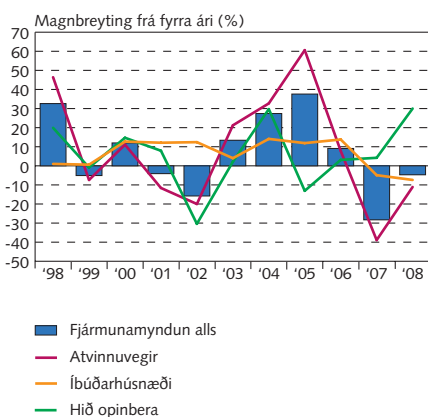
Vöxtur fjármunamyndunar 1950-2008¹



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

Mynd IV-8

Vöxtur fjármunamyndunar og helstu undirflokka hennar 1998-2008¹



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

ársbyrjun 2002. Síðastliðna tvo mánuði hefur væntingavísitalan hins vegar hækkað um rúm 30 stig og hafa væntingar um framtíðina og mat á efnahagslífinu hækkað hvað mest. Í ljósi þeirrar fylgni sem er á milli væntingavísitölunnar og einkaneyslu gæti dregið hægar úr einkaneyslu en aðrar vísbendingar gefa til kynna.

Samneysla

Í sumar spáði Seðlabankinn 2,9% vexti samneyslu á þessu ári, tæplega 4% vexti á næsta ári og 2,8% vexti árið 2008. Nú er spáð minni vexti í ár og á næsta ári en horfur eru svipaðar fyrir árið 2008.

Samneysla jókst um 3,4% á fyrri helmingi ársins og þarf aukningin á seinni hluta ársins því að vera mjög lítil til að spá bankans um 2,2% vöxt á árinu gangi eftir. Þróun ríkisútgjalda á fyrstu átta mánuðum ársins bendir þó til þess að verulega hafi hægt á vexti samneyslu eftir því sem liðið hefur á árið. Ekki er hins vegar hægt að útiloka að vöxturinn verði meiri og gerir fjármálaráðuneytið t.d. ráð fyrir 2,7% vexti. Í júlispá bankans var gert ráð fyrir miklum vexti samneyslu á næsta ári m.a. vegna yfirtöku ríkisins á verkefnum á varnarsvæðinu. Samkvæmt yfirlýsingum í haustskýrslu fjármálaráðuneytisins er stefnt að því að gæta meira aðhalds en áður var áformað til að vöxtur samneyslu verði nær langtímamarkmiði um 2% árlegan vöxt. Nú er því gert ráð fyrir minni vexti á næsta ári en síðast eða 3%. Þetta er nokkru meiri vöxtur en áætlanir fjármálaráðuneytisins sýna en verður að skoðast í ljósi þess að um kosningarár er að ræða.

Fjármunamyndun

Mikill vöxtur fjárfestingar hefur verið ein meginstoð kröftugs hagvaxtar undangengin ár. Fjármunamyndun jókst um 37½% á síðasta ári eftir tæplega 27½% og 13½% vöxt síðustu tvö ár á undan. Þetta er mesti meðalvöxtur fjármunamyndunar yfir þriggja ára tímabil frá stríðslokum. Eins og kom fram hér að framan hefur vöxtur fjármunamyndunar dregist hægar saman en spár bankans gerðu ráð fyrir. Grunnspáin endurspeglar þetta því í henni er gert ráð fyrir um 9% vexti fjárfestingar á árinu en aðeins tæplega 5% vexti í júlispánni. Samkvæmt þjóðhagsreikningum Hagstofunnar var ársvöxtur fjárfestingar um 36½% á fyrsta fjórðungi ársins og 6½% á öðrum fjórðungi.

Samdráttur fjárfestingar á næsta ári er meiri í grunnspánni eða rúmlega 28% í stað tæplega 20% samdráttar í síðustu spá bankans. Horfur fyrir árið 2008 eru nokkuð breyttar, enda er stýrivaxtaferill sem liggur til grundvallar spánni mun lægri en í júlispánni. Fjármagnskostnaður er því lægri og eðlilegt að spáð sé meiri fjárfestingu en áður. Því er nú spáð tæplega 5% samdrætti árið 2008 í stað 11% í sumar.

Meiri vöxtur atvinnuvegafjárfestingar í ár og meiri samdráttur á næsta ári en spáð var í sumar

Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar náði hámarki í fyrra í um 60%. Þessi mikli vöxtur fylgdi í kjölfarið á um 33% vexti árið áður. Í sumar spáði bankinn um 3% vexti atvinnuvegafjármunamyndunar í ár, um 32% samdrætti á næsta ári og 22% samdrætti árið 2008. Nú er spáð töluvert meiri vexti í ár, meiri samdrætti á næsta ári og minni samdrætti árið 2008.

Samkvæmt þjóðhagsreikningum Hagstofunnar var vöxtur atvinnuvegafjárfestingar 48½% á fyrsta ársfjórðungi og tæp 6% á öðrum fjórðungi miðað við sömu fjórðunga á síðasta ári. Seðlabankinn gerir ráð fyrir að fjárfesting atvinnuvega standi nánast í stað á seinni hluta ársins og að vöxturinn verði tæp 8% í ár. Fjárfesting dregst meira saman á næsta ári í grunnspánni eða um tæp 40%. Spáð er minni samdrætti árið 2008 en í júlí sökum minna peningalegs aðhalds í grunnspánni, en fráviksspár gera ráð fyrir meiri samdrætti enda stýri- vextir hærri.

Fjárfesting í stóriðju og orkuverum í hámarki í ár

Fjárfesting í stóriðju og orkuverum nemur tæpum helmingi atvinnuvegafjárfestingar í ár og í fyrra. Hún náði hámarki í ár en gert er ráð fyrir að hún nemi um 110 ma.kr., sem er lækkun um tæpa 4 ma.kr. frá júlíspánni. Í lok þessa árs verður um 80% yfirstandandi stóriðjuframkvæmda lokið. Á næsta ári er áætlað að fjárfesting í ál- og orkuverum nemi um 42,5 ma.kr. og aðeins um 13 ma.kr. árið 2008. Mikill vöxtur atvinnuvegafjárfestingar gefur til kynna að stóriðju fjárfestingin hafi ekki rutt annarri fjárfestingu til hliðar svo að neinu nemi. Þensluáhrifin eru að því leyti sterkari en áætlað var.

Aukin fjárfesting í verslunarmiðstöðvum og stórmörkuðum

Stefnt er að verulegum framkvæmdum við uppbyggingu nýrra verslunarmiðstöðva og stórmarkaða á næstu misserum víðs vegar um landið. Erfitt er að meta umsvif þessara framkvæmda en ljóst er að árleg fjárfesting getur numið a.m.k. einum tug milljarða króna næstu árin. Fjárfesting vegna ráðstefnu- og tónlistarhúss og tengdra bygginga við hafnarbakkann í miðbæ Reykjavíkur er einnig áætluð um tug ma.kr. á ári næstu fjögur árin.

Væntingar fyrirtækja glæðast á ný

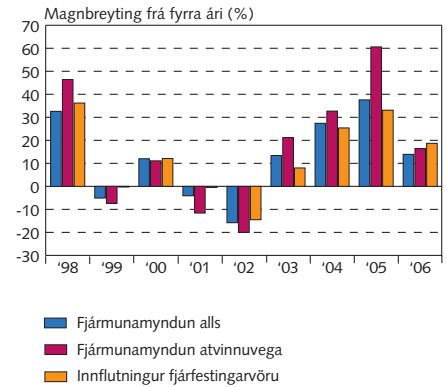
Samkvæmt könnun Gallup á viðhorfum forsvarsmanna stærstu fyrirtækja á Íslandi, sem gerð var í september, eru stjórnendur almennt jákvæðari og bjartsýnni á aðstæður í efnahagslífinu en í síðustu könnun. Enn fleiri telja nú að aðstæður í efnahagslífinu verði betri á næstu misserum. Bjartsýni þeirra birtist í auknum fjárfestingarvilja miðað við maikönnunina, einkum í byggingastarfsemi, orkuverum, samgöngum og flutningum.

Meirihluti stjórnenda telur sig skorta starfsfólk sem eru sömu niðurstöður og fengust í síðustu könnun enda er mikil þensla á vinnumarkaði og atvinnuleysi í sögulegu lágmarki. Stjórnendur telja í auknum mæli að fjöldi starfsmanna muni standa í stað á næstu sex mánuðum. Forsvarsmenn fyrirtækja eru töluvert bjartsýnni um þróun innlendrar eftirspurnar og telja nú fleiri að hún muni aukast á næstu sex mánuðum. Hins vegar eru fyrirtæki sem selja vörur á erlendum markaði frekar svartsýnni um þróun erlendrar eftirspurnar enda hefur gengi krónunnar tekið að styrkjast á nýjan leik á undanförunum mánuðum.

Í ljósi þess hve laun hafa hækkað mikið á síðasta ári er athyglisvert að mikill meirihluti stjórnenda telur að meðallaun eigi eftir að hækka á næstu sex mánuðum og er um að ræða töluverða aukningu frá því í síðustu könnun.

Mynd IV-9

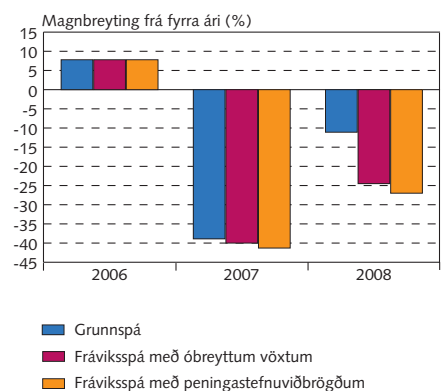
Vöxtur fjármunamyndunar og innflutnings fjárfestingarvöru 1998-2005 og 1.-3. ársfj. 2006¹



1. Fyrir árið 2006 er sýndur vöxtur innflutnings fjárfestingarvöru fyrstu átta mánuði ársins og vöxtur fjármunamyndunar fyrstu þrjú ársfjórðunga skv. grunnspá.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

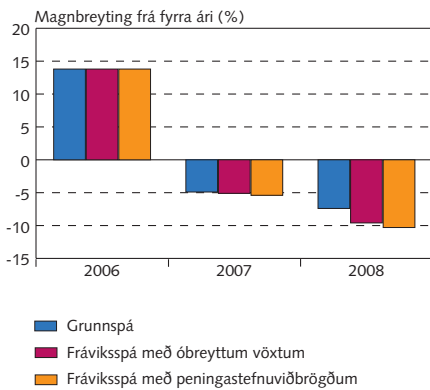
Mynd IV-10

Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar 2006-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11
Vöxtur íbúðafjárfestingar 2006-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fjárfesting hins opinbera eykst í ár en dregst ekki saman eins og spáð var

Í sumar spáði Seðlabankinn 10% samdrætti fjárfestingar hins opinbera í ár, rúmlega fjórðungs vexti á næsta ári og 17½% vexti árið 2008. Spáin í sumar var sett fram áður en ríkisstjórnin boðaði aukid aðhald í fjárfestingu til að slá á þenslu. Því mætti ætla að vöxtur fjárfestingar hins opinbera yrði minni en sumarspá bankans gerði ráð fyrir. Vöxturinn hefur hins vegar reynst meiri en spáð var. Samkvæmt þjóðhagsreikningum Hagstofunnar var vöxturinn tæp 3% á fyrri helmingi ársins. Nú er því spáð rúmlega 3% vexti í stað 10% samdráttar.

Spáin fyrir næsta ár hefur sömuleiðis breyst. Nú er spáð liðlega 4% vexti í stað 26% vaxtar í sumarspánni. Þessi breyting stafar af frestun framkvæmda sem nemur 9 ma.kr. Vöxturinn verður því meiri á árinu 2008 en gert var ráð fyrir í sumar eða 30%.

Samdrætti íbúðafjárfestingar spáð á næstu tveimur árum en töluverð óvissa um þróunina

Í júlí spáði Seðlabankinn 15% vexti íbúðafjárfestingar í ár, tæplega 4% vexti á næsta ári og ½% samdrætti árið 2008. Íbúðafjárfesting átti að ná hámarki á þriðja fjórðungi ársins en dragast saman í kjölfarið og standa í stað á seinni hluta næsta árs. Nú er spáð tæplega 14% vexti í ár, 5% samdrætti á næsta ári og 7½% samdrætti á árinu 2008. Vöxturinn sem spáð er í ár er í samræmi við tölur Hagstofunnar um 13,7% vöxt á fyrri helmingi ársins. Spá bankans um samdrátt íbúðafjárfestingar næstu tvö árin tekur mið af ýmsum vísbendingum um að farið sé að hægja töluvert á fasteignamarkaði og úthlutun nýrra lóða. Hins vegar er alls ekki hægt að útiloka að aðlögunin verði hægari en grunnspáin gerir ráð fyrir og að nokkur vöxtur verði á næsta ári.

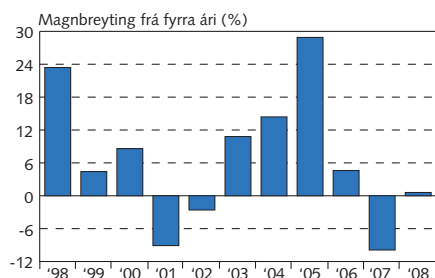
Innflutningur

Í sumar spáði Seðlabankinn um 3½% vexti innflutnings á þessu ári, 6% samdrætti á næsta ári og liðlega 2% samdrætti árið 2008. Nú er gert ráð fyrir um einnar prósentu meiri vexti innflutnings í ár, mun meiri samdrætti á næsta ári en í júlíspánni og um ½% vexti árið 2008. Þessi breyting á spánni stafar einkum af breyttum horfum um vöxt þjóðarútgjalda miðað við forsendur grunnspárinnar.

Dregur úr vexti innflutnings á árinu í takt við fyrri spár

Vöxtur innflutnings á fyrri hluta ársins nam um 15% frá fyrra ári, svipað og reiknað var með í júlíspá bankans en hann dreifðist öðruvísi á milli ársfjórðunga en spáð var. Innflutningur jókst um 23½% á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama fjórðung fyrra árs, sem er nokkru meiri vöxtur en fyrri tölur gáfu til kynna. Vöxturinn á öðrum ársfjórðungi reyndist hins vegar 6¼% samkvæmt þjóðhagsreikningum en í júlíspánni var gert ráð fyrir 10% vexti. Dregið hefur úr vexti bæði vöru- og þjónustuinflutnings. Áætlað er að innflutningur dragist saman á seinni hluta ársins miðað við sama tímabil í fyrra. Vöxtur innflutnings í ár verður því um 4½% samkvæmt grunnspánni. Meiri fjárfesting en í síðustu spá skýrir heldur meiri vöxt innflutnings en áður var áætlaður.

Mynd IV-12
Vöxtur innflutnings 1998-2008¹



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

Miklum samdrætti innflutnings spád á næsta ári

Á næsta ári er reiknað með að innflutningur dragist saman um 10%. Það er töluvert meiri samdráttur en spád var síðastliðið sumar, sem einkum stafar af meiri samdrætti fjárfestingar en spád var í júlí. Í fráviksspánum tveimur verður samdrátturinn heldur meiri, enda dregst fjárfesting örlitlu meira saman og einkaneysla dregst saman í stað þess að aukast lítillega.

Á árinu 2008 er gert ráð fyrir lítills háttar vexti innflutnings í stað samdráttar í júlispánni. Einnig hér skýrist breytingin af minna peningalegu aðhaldi. Hröð lækkun stýrivaxta stuðlar að minni samdrætti einkaneyslu og fjárfestingar á árinu 2008 en áður var spád sem leiðir til aukins innflutnings. Í fráviksspám heldur innflutningur hins vegar áfram að dragast saman árið 2008, en það skýrist af meira peningalegu aðhaldi. Viðskiptahallinn hverfur því hraðar í þeim dæmum.

Hagvöxtur og framleiðsluspenna

Mikil óvissa umlykur mat á landsframleiðslu, bæði að því er varðar aðferðir við sjálft matið og gögnin sem það byggist á. Verulegar breytingar hafa orðið á áætlunum og bráðabirgðatölum um hagvöxt undanfarin ár. Fyrsta áætlun um hagvöxt ársins 2004 hljóðaði t.d. upp á 5,2%. Í upphafi þessa árs var hagvöxturinn talinn 8,2%, en 7,7% nú. Sagan endurtók sig að því er varðar hagvöxtinn í fyrra. Í fyrstu áætlun var gert ráð fyrir 5,5% vexti en nýjar bráðabirgðatölur sýna 7,5% hagvöxt.² Óvissa af þessu tagi, sem bætist við aðra óvissu tengda spágerðinni, gerir mat á hagvaxtar- og verðbólguhorfum erfitt viðfangs og eykur óvissu í framkvæmd peningastefnunnar. Mat á framleiðsluspennu hefur breyst verulega vegna þessa endurmats á hagvexti.

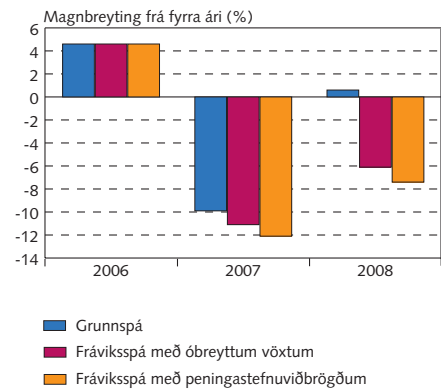
Heldur minni hagvöxtur til skamms tíma ...

Í sumar spáði Seðlabankinn 4,8% hagvexti í ár, tæplega 2% vexti á næsta ári og ½% samdrætti landsframleiðslu árið 2008. Nú er spád nokkru minni hagvexti í ár og á næsta ári en í júlispánni. Á árinu 2008 er hins vegar spád tæplega 3% hagvexti. Fráviksspárnar eru nær grunnspánni í júlí, enda stýrivextir í þeim hærrí.

Þótt vöxtur þjóðarútgjalda í ár sé talinn verða meiri en spád var í sumar verður hagvöxtur minni. Ástæða þess er óhagstæð þróun utanríkisviðskipta. Spád er samdrætti útflutnings á árinu samanborið við lítills háttar vöxt í júlispánni og meiri vexti innflutnings. Í ár vegur því óhagstætt framlag utanríkisviðskipta þyngra á metunum en meiri vöxtur þjóðarútgjalda en í fyrri spá. Þetta snýst við á næsta ári en þá gerir grunnspáin ráð fyrir 1½% hagvexti. Gert er ráð fyrir meiri útflutningsvexti en í síðustu spá og meiri samdrætti innflutnings en áhrif meiri samdráttar innlendrar eftirspurnar en í júlispánni eru sterkari.

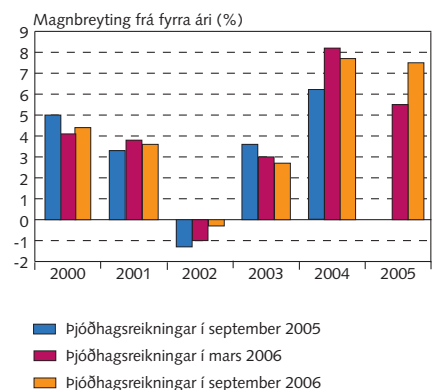
2. Áætlanir og bráðabirgðatölur um landsframleiðslu árin 2002 og 2003 hafa einnig breyst. Fyrsta áætlun fyrir árið 2002 sýndi ½% samdrátt. Í ársbyrjun í fyrra var talið að samdrátturinn hafi verið 2,1%. Í endurskoðun Hagstofunnar á hagvexti árin 1990-2003 sem birtist síðastliðið haust var samdrátturinn talinn 1½%, en aðeins 0,3% nú í haust, sem er mjög nærri fyrstu áætlun. Áætlanir um hagvöxt árið 2003 voru upphaflega 4%, en eru nú 2,7%.

Mynd IV-13
Vöxtur innflutnings 2006-2008



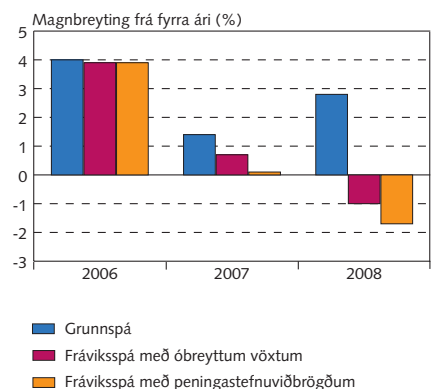
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14
Endurskoðun á hagvexti



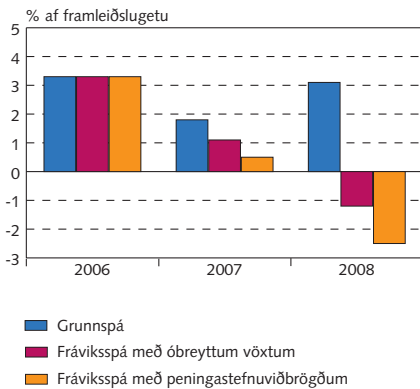
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-15
Hagvöxtur 2006-2008



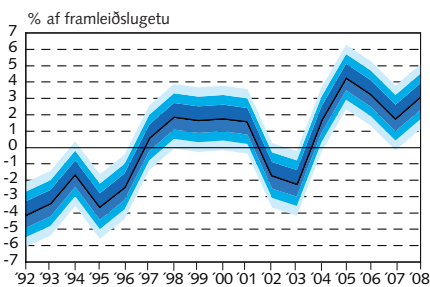
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16
Framleiðsluspenna 2006-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17
Framleiðsluspenna/framleiðsluslaki
skv. grunnspá 1992-2008¹



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

... en töluverk meiri hagvöxtur á árinu 2008 sökum minna peningalegs aðhalds í grunnspánni

Spáð er að hagvöxtur verði tæp 3% á árinu 2008 sem er veruleg breyting frá ½% samdrætti í sumarspánni. Meginskýringin felst í ólíkum stýrivaxtaferli, eins og áður hefur verið vikið að. Hröð lækkun stýrivaxta knýr fram tímabundna aukningu landsframleiðslu sem gengur til baka síðar, enda verulegt ójafnvægi enn fyrir hendi í þjóðarbúskapnum. Framleiðsluspenna eykst því á ný. Í fráviksspánum eru hagvaxtarhorfur til skamms tíma verri. Sé horft lengra fram í tímann tekur hagvöxtur fyrr við sér en í grunnspánni. Þannig er kominn töluverður hagvöxtur árið 2010 í spánni með peningastefnuviðbrögðum, enda búið að ná tókum á verðbólgu og verðbólguvæntingum í þeirri spá og því mögulegt fyrir peningastefnuna að styðja við hagvöxt. Miðað við grunnspá er hins vegar útlit fyrir að samdráttur verði kominn í hagkerfið þegar árið 2009 og verði áfram árið 2010.

Mat á framleiðsluspennu er hærra fyrir síðasta ár en lægra fyrir árið í ár en í síðustu grunnspá bankans

Fyrirgreind endurskoðun Hagstofunnar á hagvexti hefur haft veruleg áhrif á mat Seðlabankans á framleiðsluspennu, eins og áður er nefnt. Endurskoðun talna um mannfjölda hefur sömuleiðis haft áhrif. Nýjar upplýsingar sýna meiri fólksfjölgun á árinu 2005 en fyrri mannfjöldaspá Hagstofunnar og það hefur áhrif til lækkunar á framleiðsluspennu.³

Miðað við grunnspá er framleiðsluspenna í fyrra talin meiri nú en áætlað var í júlí vegna meiri hagvaxtar það ár, þótt áhrif meiri fólksfjölgunar verki í gagnstæða átt. Hins vegar er spáð minni framleiðsluspennu í ár en var spáð í júlí vegna nokkru minni hagvaxtar og meiri fólksfjölgunar. Verulegur munur er á milli grunnspár og fráviksspáa um hvenær framleiðsluspennan hverfur. Sé peningastefnunni beitt þannig að verðbólguþröskulur náist á spátímanum eru horfur á að framleiðsluspenna verði nánast horfin í árslok 2007.

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

V Opinber fjármál

Bætt afkoma á yfirstandandi ári eftir metafgang á því síðasta

Horfur eru á töluvert betri afkomu hins opinbera en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Afgangurinn í ár stefnir í um 7% af landsframleiðslu í stað 3%, eins og gert var ráð fyrir í sumar. Horfur fyrir árin 2007 og 2008 eru einnig töluvert betri. Í stað halla á rekstri hins opinbera bæði árin er nú gert ráð fyrir 4% afgangi 2007 og 1½% afgangi árið 2008.

Bættar horfur í ár stafa fyrst og fremst af meiri tekjuafgangi ríkissjóðs árið 2005 en áður var búist við. Gæti hann orðið allt að 5½% af landsframleiðslu. Metnar breytingar milli ára eru hins vegar svipaðar og í síðustu spá. Horfur hjá sveitarfélögum virðast áþekkar og áður með heldur vaxandi halla, sem gæti nálgast 1% af landsframleiðslu á þessu ári.

Horfur á töluvert betri afkomu ríkissjóðs í ár samkvæmt frumvarpi til fjárukalaga

Samkvæmt frumvarpi til fjárukalaga fyrir árið 2006 aukast tekjur ríkissjóðs um 40 ma.kr. frá því sem gert var ráð fyrir í fjárlögum en um 30 ma.kr. umfram verðlagsbreytingar sem orðnar eru frá fjárlögum. Gjöld hækka um 12 ma.kr. en breytast ekki að raunvirði. Þrátt fyrir viðbótar-tekjur er samkvæmt frumvarpinu enn gert ráð fyrir að reglulegar tekjur lækki að raunvirði um 2% eða 7 ma.kr. milli ára og tekjur af óbeinum sköttum lækki um 4½% eða 8 ma.kr. Frumvarpið gerir jafnframt ráð fyrir að raunútgjöld hækki um 1% eða 3 ma.kr. Gangi þessi áætlun eftir verður afgangur ríkissjóðs um 45 ma.kr. eða 4% af landsframleiðslu.

Afkoman enn betri samkvæmt mati Seðlabankans

Horfur virðast á að afkoma ríkissjóðs gæti orðið töluvert betri en frumvarp til fjárukalaga gefur til kynna, eða um 7% af landsframleiðslu. Skýrist fráviknið einkum af því að líklegt virðist að ríkissjóður hafi meiri tekjur af skattlagningu fyrirtækja og fjármagnstekna en sýndar eru í fjárukalagafrumvarpinu og ólíklegt virðist að tekjur af óbeinum sköttum lækki umtalsvert að raunvirði milli 2005 og 2006.

Tekjur ríkissjóðs af fjármagnstekjuskatti og tekjuskatti lögaðila eru mjög nærmar fyrir hagsveiflunni. Hagnaður fyrirtækja í Kauphöll Íslands tvöfaldaðist milli ára bæði árið 2004 og árið 2005 og var á fyrri hluta ársins 2006 um 80% af hagnaði alls ársins 2005. Tekjur ríkissjóðs af tekjuskatti lögaðila (vegna ársins 2004) tvöfölduðust milli ára árið

Tafla V-1 Fjármál hins opinbera 2005-2008¹

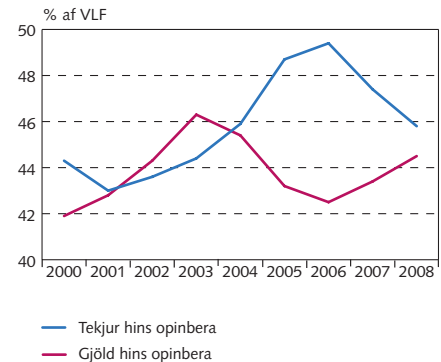
% af landsframleiðslu	2005	2006	2007	2008
Tekjur	48,7	49,4	47,4	45,8
Gjöld	43,2	42,5	43,4	44,5
Afkoma	5,5	7,0	4,0	1,3
Sveifluleiðrétt afkoma	3,4	5,4	3,1	-0,1
Hreinar skuldir ²	5,0	-1,4	-4,8	-5,5
Heildarskuldir	25,8	19,4	15,5	14,6

1. Uppsetning þjóðhagsreikninga. 2. Með innstæðum ríkissjóðs en án lífeyrisskuldbindinga.

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

Mynd V-1

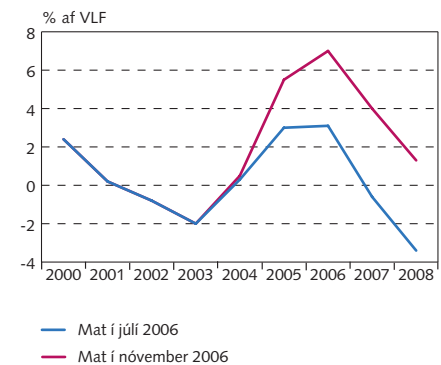
Tekjur og gjöld hins opinbera 2000-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-2

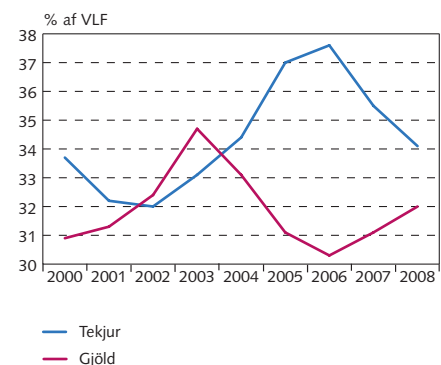
Breyting á spá um tekjujöfnuð hins opinbera 2000-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Tekjur og gjöld ríkissjóðs 2000-2008

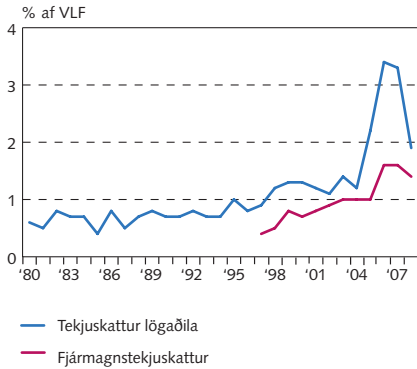


Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-4

Fjármagnsskattar 1980-2008

Tekjuskattur lögaðila og fjármagnstekjuskattur

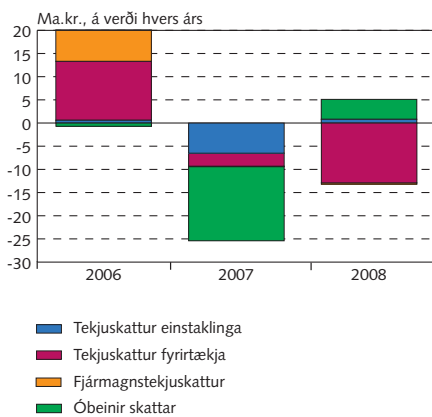


Heimildir: Ríkisskattveitingun, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-5

Helstu breytingar ríkistekna 2005-2008

Breyting frá fyrra ári

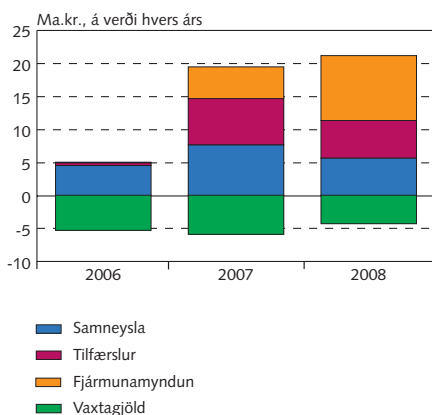


Heimild: Grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-6

Helstu breytingar ríkisútgjalda 2005-2008

Breyting frá fyrra ári



Heimild: Grunnspá Seðlabanka Íslands.

2005 og námu 23 ma.kr. Áætlað er að tekjurnar aukist um 50% í ár, verði 38 ma.kr. og haldist óbreyttar á næsta ári.

Á síðasta ári námu tekjur ríkissjóðs af fjármagnstekjuskatti 14½ ma.kr. (án skattgreiðslna ríkissjóðs). Um 56% framtalinna fjármagnstekna voru söluhagnaður, 22% arður og 20% vextir og hækkuðu allir liðir verulega milli ára árið 2005 og hafa enn hækkað það sem af er þessu ári. Þar sem tekjur ríkissjóðs af fjármagnstekjuskatti eru háðar hagnaði og vaxtastigi er nú áætlað að tekjur af fjármagnstekjuskatti aukist um rúmlega fjórðung á þessu ári, í 18½ ma.kr. Gert er ráð fyrir svipuðum tekjum árið 2007, en að þær lækki nokkuð árið 2008.

Dregur úr tekjuafgangi ríkissjóðs á næsta ári ...

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2007 var lagt fram hinn 2. október. Þar var gert ráð fyrir um 15 ma.kr. afgangi á rekstri ríkissjóðs, en að teknu til-liti til kostnaðar við skattalækkanir sem kynntar voru 9. október sl. má áætla að afgangurinn geti numið tæplega 10 ma.kr. Þessar boðuðu skattalækkanir, ásamt þeim sem áður hafa verið ákveðnar, hafa í för með sér að tekjur ríkissjóðs lækka um 6% að raunvirði milli ára, miðað við verðlagsforsendur fjárlagafrumvarps, eða um 20 ma.kr.

Gert er ráð fyrir að regluleg útgjöld ríkissjóðs hækki um 4% að raunvirði eða 15 ma.kr.¹ Þar af má rekja um helming til framlags rík-isstjórnarinnar vegna endurskoðunar launaliðar kjarasamninga og við-ræðna við samtök aldraðra. Með þessum breytingum versnar afkoma ríkissjóðs um 35 ma.kr. milli ára.

Áætlanir Seðlabankans sýna svipaðar breytingar milli ára, 5% samdrátt rauntekna en um 3% hækkun raungjalda. Samkvæmt því lækkar tekjuafgangur um 35 ma.kr. að raunvirði og verður um 50 ma.kr.

... og enn frekar árið 2008

Á árinu 2008 er áætlað að afkoma ríkissjóðs versni áfram en verði þó jákvæð um 25 ma.kr. eða 2% af landsframleiðslu. Samkvæmt spá Seðlabankans verða breytingar milli ára svipaðar og í langtímaáætlun ríkissjóðs. Rauntekjur lækka um 2½%, að mestu vegna minni tekna af tekjuskatti fyrirtækja. Áætlað er að útgjöld ríkissjóðs aukist um

Tafla V-2 Fjármál ríkissjóðs 2005-2008¹

% af landsframleiðslu	2005	2006	2007	2008
Tekjur	37,0	37,6	35,5	34,1
Gjöld	31,1	30,3	31,1	32,0
Afkoma	5,9	7,3	4,3	2,1
Sveifluleiðrétt afkoma	4,3	6,1	3,7	1,1
Lánsfjárafgangur	11,6	6,9	4,1	1,9
Hreinar skuldir ²	2,9	-3,5	-7,0	-8,6
Heildarskuldir	18,3	11,9	7,7	6,1

1. Uppsetning þjóðhagsreikninga. 2. Með innstæðum ríkissjóðs en án lífeyrisskuldbindinga.

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

1. Reiknað er með afskriftum skatttekna og lífeyrissærslu í meðallagi en fjármagnstekjuskatti ríkisins er sleppt.

4%, mest sökum aukinnar fjárfestingar samkvæmt langtímaáætlun ríkissjóðs og samneysluforsendna spárinnar. Tilfærsluútgjöld aukast einnig, m.a. vegna meira atvinnuleysis.

Fjármál sveitarfélaga

Sveitarfélögin hafa verið rekin með halla sem hefur numið um 0,4% til 0,8% af landsframleiðslu undanfarin ár en skuldir þeirra verið svipað hlutfall landsframleiðslu og í upphafi síðasta áratugar, um 5½%.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands í september sl. voru sveitarfélögin rekin með 4 ma.kr. halla á síðasta ári eða sem nemur 0,4% af landsframleiðslu. Samkvæmt samantekt Sambands sveitarfélaga úr fjárhagsáætlunum yfirstandandi árs var gert ráð fyrir að tekjur sveitarfélaga hækkuðu um 14% milli árana 2005 og 2006, sem gæti gengið eftir miðað við fyrirliggjandi upplýsingar. Vegna meiri verðhækkana en víðast var gert ráð fyrir við samþykkt fjárhagsáætlana stefnir þó í minni raunhækkun tekna en lagt var upp með. Samkvæmt áætlun Seðlabankans hækka tekjur sveitarfélaga um tæp 4% eða 5 ma.kr. að raunvirði, og gert er ráð fyrir svipaðri aukningu útgjalda. Spáð er svipaðri þróun 2007 á heildina litið. Hins vegar er spáð verri afkomu á árinu 2008 þar sem tekjur af útsvari standa í stað vegna samdráttar í atvinnu og tekjur af fasteignagjöldum lækka með lækkandi húsnæðisverði. Gert er ráð fyrir að samneysla sveitarfélaga aukist á árinu 2008 að raunvirði um 3% og fjárfesting um 10%. Halli á rekstri sveitarfélaga yrði samkvæmt því 10 ma.kr. eða 0,8% af landsframleiðslu.

Hagsveiflan hefur létt undir með ríkissjóði

Hagur ríkissjóðs batnar yfirleitt í uppsveiflum. Tekjur hækka þá gjarnan meira en skattleysismörk og er tekjuskattur því greiddur af stærri hluta heildartekna. Einkaneysla vex þá einnig að jafnaði meira en landsframleiðsla, eins og sjá má á mynd V-9. Innflutningur eykst og samsetning neyslunnar breytist í takt við hátt gengi sem jafnan fylgir uppsveiflum hér á landi. Meira er keypt af háskattaðri vöru, og því aukast tekjur af óbeinum sköttum meira en nemur aukningu einkaneyslu. Áhrifin á afkomu sveitarfélaga eru mun minni og fyrst og fremst í gegnum fasteignaskatta, sem eru um 10% af tekjum sveitarfélaga.

Á mynd V-10 er sýnd sveifluleiðrétt afkoma hins opinbera miðað við grunnspá Seðlabankans nú og spána sem birt var í júlí sl. Breytingar stafa einkum af betri afkomu á síðasta ári. Sveifluleiðrættingin árið 2007 er þó metin ívið minni en í júlíspánni. Ástæðan er að reiknað er með minni framleiðsluspennu árið 2007 en í síðustu spá. Árið 2008

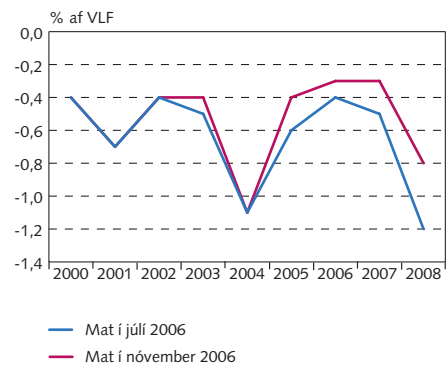
Tafla V-3 Fjármál sveitarfélaga 2005-2008¹

% af landsframleiðslu	2005	2006	2007	2008
Tekjur	12,4	12,6	12,6	12,3
Gjöld	12,8	12,9	12,9	13,1
Afkoma	-0,4	-0,3	-0,3	-0,8
Hreinar skuldir	4,4	4,5	4,6	5,3
Vergar skuldir	7,5	7,6	7,8	8,5

1. Uppsetning þjóðhagsreikninga.

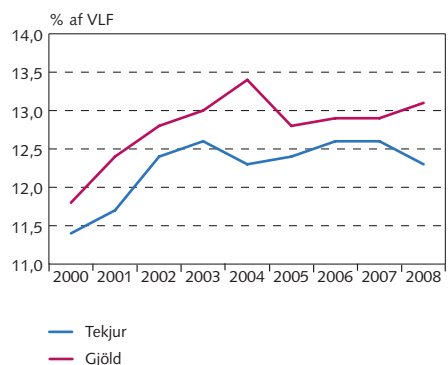
Heimildir: Hagstofa Íslands, fjármálaráðuneytið, Fjársýsla ríkisins, grunnspá Seðlabankans 2006-2008.

Mynd V-7
Tekjujöfnuður sveitarfélaga 2000-2008



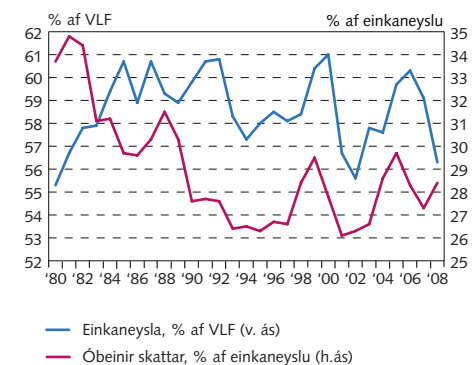
Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-8
Tekjur og gjöld sveitarfélaga 2000-2008



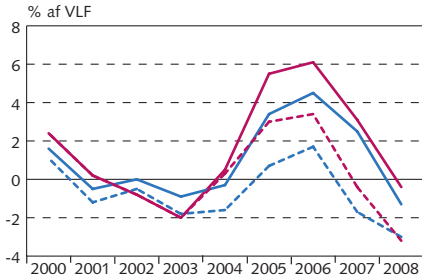
Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-9
Vísendingar um hagsveiflunæmi neysluskatta 1980-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-10
Sveifluleiðrétt afkoma hins opinbera
2000-2008
Samkvæmt spá í júlí og nóvember 2006



— Leiðréttur nú
- - - Leiðréttur í júlí
— Jöfnuður nú
- - - Jöfnuður í júlí

Heimild: Seðlabanki Íslands.

snýst dæmið við og sveifluleiðréttingin er meiri í nýju spánni sökum meiri framleiðsluspennu í grunnspá Seðlabankans nú en í júlí.

Afkoman versnar með auknu aðhaldi peningastefnunnar

Ef miðað er við frávikspá með peningastefnuviðbrögðum versnar afkoma hins opinbera til muna á árunum 2007 og 2008. Samanlagður halli á rekstri hins opinbera bæði árin yrði 20 ma.kr í stað 60 ma.kr. afgangss miðað við grunnspá. Mestu munar um minni tekjur af óbeinum sköttum (samtafs 60 ma.kr.) enda samdráttur einkaneyslu 11½ prósentu meiri bæði árin en í grunnæminu. Þessar niðurstöður undirstrika hve mjög hin góða staða hins opinbera veltur á áframhaldandi hagvexti. Aukin áhrif fyrirtækjaskatta á afkomu ríkisins gera hana e.t.v. enn viðkvæmari en áður.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Atvinnuleysi er líklega nálægt lágmarki á yfirstandandi hagvaxtarskeiði. Eftirspurn eftir vinnuafli er enn mikil, sérstaklega í þjónustugreinum. Samkvæmt könnun meðal stærstu fyrirtækja sem gerð var í september vildu hins vegar færri fyrirtæki í framleiðslugreinum fjölga starfsmönnum á næstu mánuðum en í maí, en meirihluti þeirra telur enn skorta starfsfólk. Aðstreymi erlends vinnuafls bendir til þess að umframeftirspurn eftir vinnuafli verði ekki nema að litlu leyti mætt innanlands. Þrátt fyrir töluvert meiri aukningu erlends vinnuafls undanfarna mánuði en áður var gert ráð fyrir, er líklegt að áfram verði töluverður þrýstingur á laun á næstu misserum.

Atvinnuleysi hefur náð lágmarki

Það sem af er ári hefur atvinnuleysi verið í takt við spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* hinn 6. júlí, eða 1,4%. Skráð atvinnuleysi minnkaði í september í 1% en leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu hefur það haldist óbreytt, 1,3% frá marsmánuði. Spáð er að atvinnuleysi verði svipað til ársloka og það mælist um þessar mundir, en að það aukist lítillega á næsta ári og verði komið í 3,5% árið 2008.

Lítið atvinnuleysi samrýmist ekki verðstöðugleika

Samband atvinnuleysis og verðbólgu í þessari uppsveiflu og þeirri síðustu staðfestir að atvinnuleysi sem er minna en metið jafnvægisatvinnuleysi, í kringum 2½%, samrýmist ekki verðbólguþáttinum (sjá mynd VI-2).¹ Atvinnuleysi hefur verið minna en 2% frá því um mitt síðasta ár og virðist hafa náð lágmarki, en á sama tíma hefur verðbólga aukist úr tæplega 3% í 7,2%. Svipuð þróun varð í síðustu uppsveiflu en þá dró hratt úr atvinnuleysi á vormánuðum ársins 1999 og varð það að teknu tilliti til árstíðarsveiflu minnst 1,1% í október árið 2000. Á sama tíma jókst verðbólga og var orðin 6% ári seinna.

Innlend vinnuafslnotkun eykst enn ...

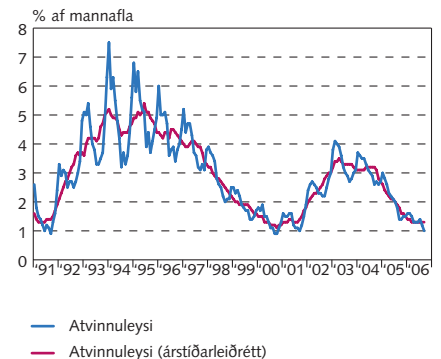
Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands fyrir þriðja fjórðung ársins benda til þess að vinnuafslnotkun hafi enn vaxið töluvert á alla mæliskvarða. Starfandi fólki fjölgaði um 5,7% frá sama tíma árið 2005 og atvinnuþátttaka jókst um 1,1 prósentu og var 84,2%. Horfur eru á að atvinnuþátttakan á þessu ári verði nálægt því sem hún varð mest árið 2001 þegar hún var 83,6%. Heildarvinnustundum fjölgaði meira en starfandi fólki, eða um 6,2%, þar sem meðalvinnutími lengdist um 0,3 klukkustundir á viku. Vinnuafslnotkun, mæld í heildarvinnustundum, jókst töluvert meira á höfuðborgarsvæðinu (7,9%) en á landsbyggðinni (3,2%).

... og ekki dregur úr fjölgun erlendra starfsmanna ...

Nýlegar tölur sýna hvernig umframeftirspurn eftir vinnuafli undanfarnin ár hefur verið mætt með innflutningi vinnuafls. Á síðasta ári

Mynd VI-1

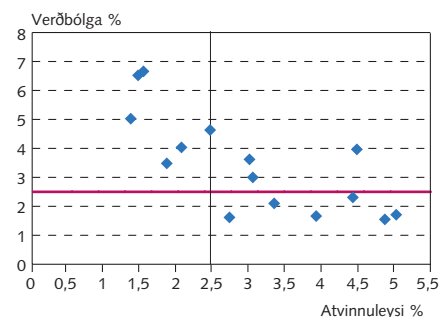
Atvinnuleysi janúar 1991 - september 2006



Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

Atvinnuleysi og verðbólga 1991-2005

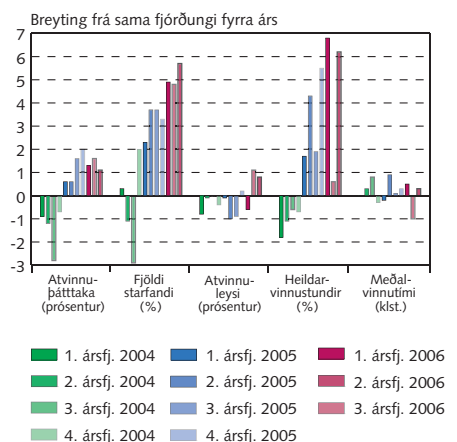


Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun.

Mynd VI-3

Breytingar á vinnuafli

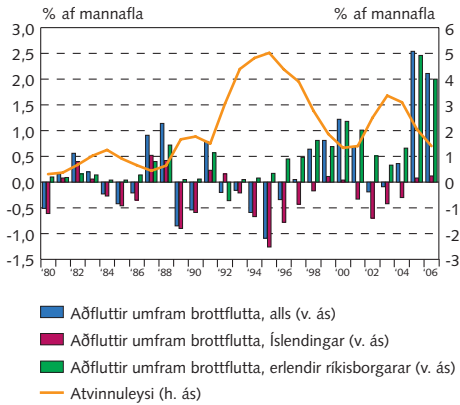
2003-2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

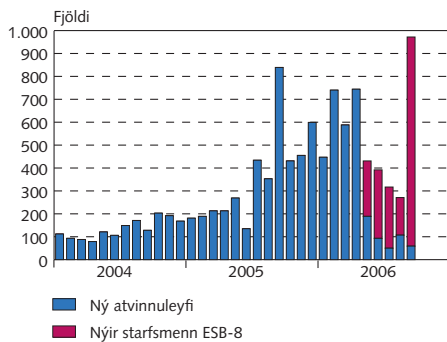
1. Sjá t.d. umfjöllun í Rammagrein 1 „Jafnvægisatvinnuleysi og spenna á vinnumarkaði“ í *Peningamálum* 2001/4, bls. 6-7.

Mynd VI-4
Aðfluttur umfram brottflutta og atvinnuleysi
1980 - júní 2006



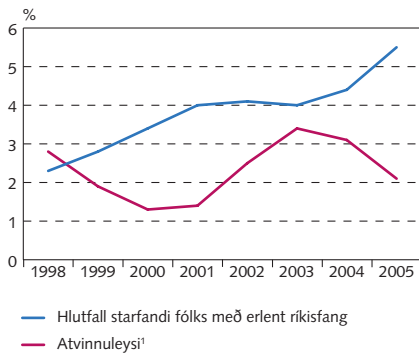
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun.

Mynd VI-5
Ný atvinnuleysi og nýir starfsmenn
frá ESB-8 ríkjum
Janúar 2004 - september 2006



Heimild: Vinnumálastofnun.

Mynd VI-6
Atvinnuleysi og hlutfall starfandi fólks með
erlent ríkisfang 1998-2005



1. Hlutfall af mannafla.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun.

voru erlendir starfsmenn rúmlega 9.000 eða 5,5% starfandi fólks á vinnumarkaði. Á fyrstu sex mánuðum ársins fluttust um 3.000 fleiri erlendir ríkisborgarar til landsins en frá því, en um 3.700 allt árið í fyrra. Fleiri Íslendingar hafa snúið heim en fluttu af landi brott í ár og í fyrra, en eins og í síðustu uppsveiflu eru þeir tiltölulega fáir, u.þ.b. 0,1% af vinnuaflinu.

Frá 1. maí sl. þurfa ríkisborgarar frá nýju Evrópusambandsríkjum átta (ESB-8) ekki atvinnuleysi til að starfa hér á landi, en atvinnurendur sem ráða ríkisborgara þessara ríkja til starfa verða hins vegar að tilkynna um ráðninguna til Vinnumálastofnunar.² Frá 1. maí fram til loka septembermánaðar hefur þannig verið tilkynnt um rúmlega 2.500 starfsmenn og þar af eru tæplega 1.900 nýir á íslenskum vinnumarkaði. Sé þessum skráningum bætt við fjölda nýrra útgefina tímabundinna atvinnuleyfa fjölgaði nýskráningum um tæplega 2.400 eða um 17% miðað við sama tímabil í fyrra. Að auki voru í lok september skráðir rúmlega 800 starfsmenn við störf á vegum starfsmannaleigna.

... þrátt fyrir minni þörf vegna stóriðjuframkvæmda

Rúmlega 30% nýrra atvinnuleyfa fyrstu fjóra mánuði ársins voru gefin út vegna starfsmanna hjá Bechtel eða Impregilo og önnur 10% í tengslum við byggingastarfsemi á Austurlandi. Byggingaverktakar annars staðar en á Austurlandi fengu um 23% atvinnuleyfa, en atvinnurendur í verslun og þjónustu tæp 20%.

Í kjölfar breytinganna 1. maí hafa orðið töluverð umskipti á ákvörðunarstað erlendra starfsmanna sem til landsins koma. Aðeins um 10% kennitalna sem gefnar hafa verið út fyrir erlenda ríkisborgara undanfarnar vikur eru fyrir fólk sem búsett er á Austurlandi. Hins vegar voru rúmlega 40% nýrra atvinnuleyfa sem gefin voru út fyrstu fjóra mánuði ársins vegna starfsmanna sem skráðir voru á Austurlandi, en það er svipað hlutfall og á árunum 2004 til 2005. Þessar tölur eru í samræmi við áætlanir um mannaflapörf vegna stóriðjuframkvæmda á Austurlandi en gert var ráð fyrir að þörf fyrir mannafla næði hámarki á öðrum fjórðungi ársins.

Fleiri komnir til að vera

Um 70% nýrra atvinnuleyfa sem gefin voru út á síðasta ári voru vegna ríkisborgara ESB-8 ríkjanna og 84% þeirra sem gefin höfðu verið út fram til 1. maí á þessu ári þegar lögum var breytt. Í sumar og til ágústloka höfðu verið gefnar út um 4.000 kennitölur til útlendinga sem ekki hafa tekið upp fasta búsetu á Íslandi og þar af voru ríkisborgarar ESB-8 landanna um 60%.³

Helsta breytingin fyrir starfsmenn frá nýju Evrópusambandsríkjum eftir 1. maí sl. er að þeir geta nú komið til landsins án þess að hafa fengið vinnu og virðast þeir gera það í auknum mæli. Jafnframt

2. Við inngöngu 10 nýrra ríkja í Evrópusambandið 1. maí 2004 tóku reglur um frjálsa för launafólks strax gildi hér á landi gagnvart Kýpur og Möltu en ákveðið var að fresta gildistöku þeirra gagnvart Eistlandi, Lettlandi, Litháen, Póllandi, Slóvakíu, Slóveníu, Tékklandi og Ungverjalandi.
3. Ekki eru allir sem fá úthlutað kennitölu komnir hingað til að vinna en gera verður ráð fyrir því að mestur hluti þeirra sé hingað kominn vegna vinnu.

benda tölur þjóðskrár til þess að nú komi hluti þeirra með alla fjölskylduna strax, ólíkt því sem algengast var áður þegar fyrirvinnan kom fyrst og fjölskyldan seinna.⁴ Því má vænta að erlendir starfsmenn í lengist hér á landi í meira mæli, jafnvel þó að verulega dragi úr eftirspurn. Í efnahagslægdinni árin 2001-2003 stóð fjöldi starfandi erlendra ríkisborgara í stað.

Enn vilja um 40% fyrirtækja fjölga starfsmönnum

Niðurstöður könnunar meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sem gerð var í september sýna að færri fyrirtæki hugðust fjölga starfsmönnum á næstu mánuðum en þegar spurt var í maí og að fleiri vilja halda fjölda starfsmanna óbreyttum.⁵ Enn vilja þó tæplega 40% fyrirtækja fjölga starfsmönnum. Á höfuðborgarsvæðinu er hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga starfsmönnum nær óbreytt, en færri fyrirtæki á landsbyggðinni vilja fjölga starfsmönnum.

Mest breyting hefur orðið á afstöðu fyrirtækja í bygginga- og veitustarfsemi. Í september vildi aðeins um fjórðungur fyrirtækja fjölga starfsmönnum en rúmlega 56% í maí. Jafnframt vilja 16% fyrirtækja í byggingariðnaði fækka starfsmönnum nú en aðeins 4% í maí. Vilji til að fjölga starfsmönnum meðal fyrirtækja í iðnaði var töluvert minni í september en í maí. Helmingur fyrirtækja í verslun vildi hins vegar fjölga starfsmönnum en aðeins tæplega fjórðungur í maí.

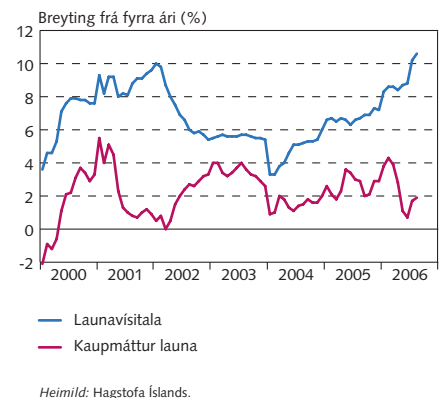
Launahækkunir meiri en þegar mest varð árið 2002

Í kjölfar samkomulags Alþýðusambands Íslands (ASÍ) og Samtaka atvinnulífsins (SA) vegna endurskoðunar kjarasamninga sem tók gildi 1. júlí hækkðu laun á almennum vinnumarkaði um 3,9% milli ársfjórðunga á þriðja fjórðungi ársins. Árshækkun launavísitölu fyrir allan vinnumarkaðinn var 10,8% í september, sem er meiri hækkun en þegar launabólga varð mest árið 2002. Vegna mikilla launabreytinga jókst kaupmáttur meira á þriðja fjórðungi þessa árs en á fjórðungnum á undan, þrátt fyrir að verðbólga ykist úr 7% í 8,2%.

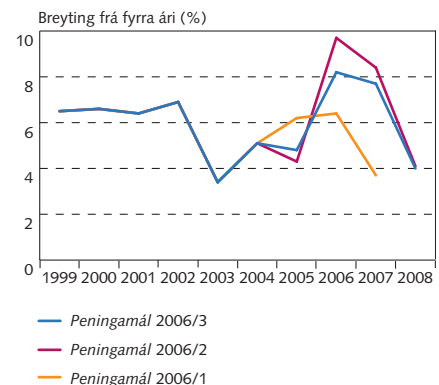
Samkomulag ASÍ og SA hefur haft í för með sér töluvert meiri launabreytingar en spáð var í upphafi árs án þess að framleiðni hafi aukist á móti. Nú er gert ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu aukist um 8,2% milli ára. Þetta er nokkru minni hækkun en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans og kemur tvennt til: Í fyrsta lagi er nú tekið tillit til nýrra upplýsinga um meiri fjölgun erlendra starfsmanna en hingað til hefur verið gert ráð fyrir og launaskrið því minna. Í öðru lagi hafa launabreytingar frá júlí og fram til september verið minni en gert var ráð fyrir. Í ljósi þessa hafa áætlanir bankans um hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á þessu ári verið lækkaðar. Í ljósi mikillar spennu á vinnumarkaði er áfram gert ráð fyrir nokkru launaskriði vegna samninganna frá því í júlí en að það komi síðar fram. Á næsta ári er búist við heldur minni vexti launakostnaðar á framleidda einingu en gert var í júlí, eða 7,7%. Árið 2008 er hins vegar reiknað með sama vexti og síðast.

4. Svipuð þróun hefur átt sér stað annars staðar á Norðurlöndunum undanfarið. Sjá t.d. „The Nordic Labour Market Two Years after the EU Enlargement“. *TemaNord* 2006:558.
5. Könnunin var gerð af Gallup í september sl. fyrir Seðlabanka Íslands, fjármálaráðuneytið og Samtök atvinnulífsins.

Mynd VI-7
Launavísitala og kaupmáttur launa
2000 - september 2006



Mynd VI-8
Launakostnaður á framleidda einingu
1999-2008¹



Launakostnaður á framleidda einingu ekki í samræmi við markmið nema með auknu aðhaldi peningastefnunnar

Þrátt fyrir að spáð sé að launakostnaður á framleidda einingu aukist hægar í ár og á næsta ári en gert var í júlí er útlit fyrir töluvert meiri hækkun en reiknað var með í upphafi árs. Verðbólguþrýstingur frá innlendum vinnumarkaði er því áfram mikill, enda eykst launakostnaður áfram langt umfram það sem samrýmst getur verðbólguþrýstingurinn. Í fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum verður vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu í samræmi við verðbólguþrýsting frá miðju ári 2008.

VII Ytri jöfnuður

Í síðustu *Peningamálum* spáði Seðlabankinn að viðskiptahallinn á þessu ári myndi hjaðna frá fyrra ári. Það mun ekki ganga eftir. Nú stefnir í að hallinn í ár verði mun meiri, eða ríflega fimmtungur af landsframleiðslu. Hugsanlegt er að þetta sé vísbending um að vöxtur eftirspurnar hafi verið vanmetinn, eða að innflutningur fjárfestingarvöru í tengslum við stóriðjuframkvæmdir sé öðruvísi tímasettur en reiknað var með. Innflutningur vöru og þjónustu á fyrri hluta ársins var u.þ.b. í takt við spár en útflutningur nokkru minni. Vöruinnflutningur á þriðja fjórðungi ársins var mjög mikill og gæti bent til meiri vaxtar innflutnings en reiknað var með.

Enn eykst viðskiptahallinn

Á öðrum ársfjórðungi þessa árs nam halli á viðskiptum við útlönd rúmlega 65 ma.kr. Versnaði viðskiptajöfnuðurinn um 7,2 ma.kr. milli ársfjórðunga. Halli var á öllum helstu þáttum viðskipta við útlönd og meiri en á fyrsta ársfjórðungi (sjá mynd VII-1). Stærstur hluti aukningar viðskiptahallans, eða u.þ.b. 4/5 hlutar hans skýrist af meiri fjármunamyndun, en þáttur einkaneyslu var þó öllu meiri á öðrum fjórðungi.

Viðskiptahallann á fyrstu sex mánuðum ársins má að stærstum hluta rekja til vöru- og þjónustuviðskipta. Halli á jöfnuði þáttatekna var þó helmingi meiri en á sama tíma í fyrra. Vaxtagjöld jukust um ríflega 10 ma.kr. á milli fyrsta og annars ársfjórðungs sem er um 42% aukning. Erlendar skuldir þjóðarbúsins jukust hins vegar um ríflega 15% á sama tímabili og því ljóst að aukin vaxtagjöld má að miklu leyti rekja til breytinga á gengi krónunnar og lakari lánskjara.

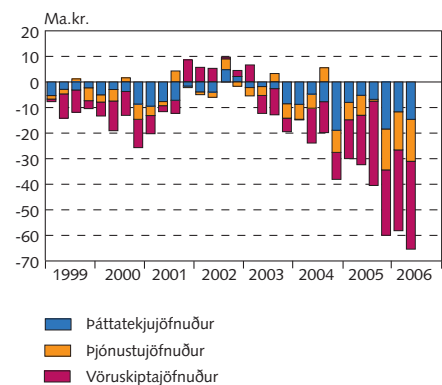
Halli á vöruviðskiptum fyrstu átta mánuði ársins nam alls tæplega 95 ma.kr. en var ríflega 63 ma.kr. á sama tímabili í fyrra mælt á föstu gengi. Líkt og við síðustu útgáfu *Peningamála* er vöruskiptahallinn drifinn áfram af miklum vexti innflutnings. Samkvæmt útreikningum Hagstofu Íslands hefur magn innflutnings aukist um tæp 12% milli ára en heildarverðmæti um tæplega 30%. Á sama tíma hefur magn útflutnings dregist saman um 6% en útflutningsverðmæti aukist um rúm 15%. Sem fyrr er hlutur fjárfestingar- og rekstrarvöru sem tengist stóriðjuframkvæmdum mikill í heildarinnflutningi en framkvæmdir hafa nú náð hámarki og því búist við að stórlega dragi úr þessum þætti innflutnings á næstu mánuðum. Lítið hefur hins vegar dregið úr innflutningi neysluvara það sem af er ári og er bílannflutningur til að mynda enn líflegur þrátt fyrir að hann hafi verið heldur minni undanfarna mánuði en fyrra ári.

Halli á þjónustuviðskiptum við útlönd nam 31 ma.kr. á fyrri helmingi ársins sem er rúmlega tvöföldun frá sama tíma í fyrra. Tekjur af erlendum ferðamönnum voru um 10½ ma.kr. fyrstu sex mánuði ársins en útgjöld íslenskra ferðalanga í útlöndum námu hins vegar ríflega 35 ma.kr.

Erlendar skuldir þjóðarbúsins halda áfram að aukast

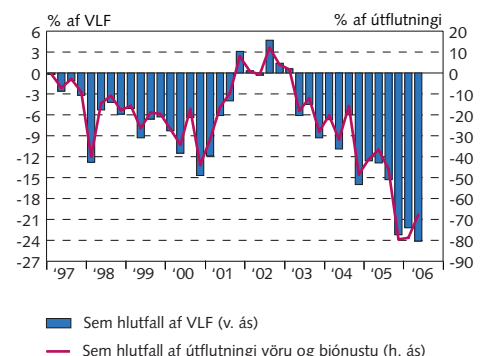
Aukinn viðskiptahalli og frekari veiking krónunnar frá því á fyrsta ársfjórðungi skiluðu sér í versnandi stöðu þjóðarbúsins gagnvart

Mynd VII-1
Undirþættir viðskiptajafnaðar¹
1. ársfj. 1999 - 2. ársfj. 2006



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

Mynd VII-2
Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður
1. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2006

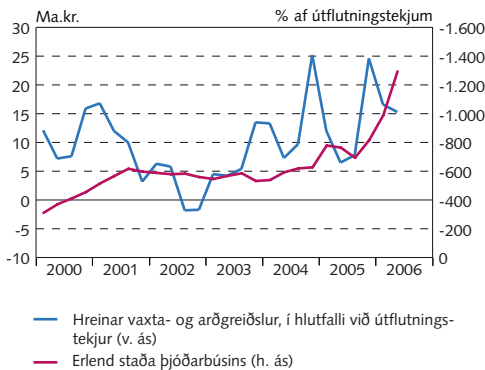


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3

Erlend staða og greiðslur

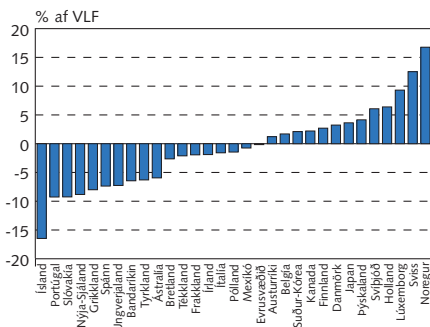
Ársfjórðungstölur 1. ársfj. 2000 - 2. ársfj. 2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-4

Viðskiptajöfnuður OECD-ríkja 2005

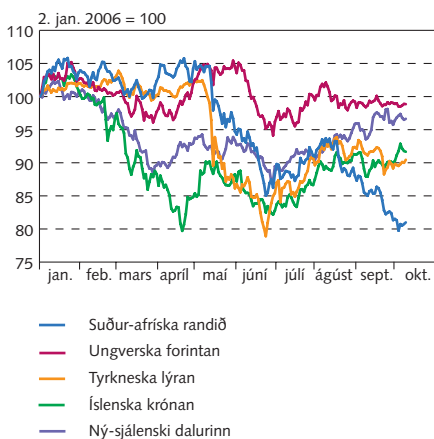


Heimildir: OECD, Reuters EcoWin.

Mynd VII-5

Gengi gjaldmiðla nokkurra hávaxtalanda

gagnvart Bandaríkjadal
2. janúar 2006 - 10. október 2006



Heimild: Reuters EcoWin.

umheiminum á öðrum ársfjórðungi. Alls var hrein staða þjóðarbúsins neikvæð um sem nemur 119% áætlaðrar landsframleiðslu ársins. Erlendar skuldir jukust alls um 646 ma.kr. fyrstu sex mánuði ársins. Bein fjárfesting Íslendinga erlendis jókst um 75 ma.kr. á öðrum ársfjórðungi miðað við sama tímabil í fyrra en bein fjárfesting útlendinga á Íslandi jókst á sama tíma um 35 ma.kr.

Hreinar erlendar vaxta- og arðgreiðslur sem hlutfall af útflutningstekjum hafa aukist til muna milli ára. Á fyrri helmingi ársins 2005 námu þessar greiðslur um 9% af heildarútflutningstekjum Íslands en 16% á fyrri helmingi þessa árs. Hækkun erlendra vaxta mun að öllum líkindum auka á þessa neikvæðu þróun á næstunni. Á móti vegur hins vegar að búast má við auknum útflutningstekjum af álframleiðslu.

Ísland í sérflokkki meðal OECD-ríkja

Að því er varðar viðskiptahallann sker Ísland sig verulega úr í samanburði við önnur OECD-ríki (sjá mynd VII-4), þótt mörg ríki glími við halla á utanríkisviðskiptum um þessar mundir. Árið 2005 nam viðskiptahalli við útlönd um 16,2% af landsframleiðslu. Sé horft á þróun viðskiptahalla OECD-ríkja frá árinu 1960 eru þau ríki sem komast hvað næst okkur Portúgal, þar sem viðskiptahalli nam um 15% árið 1982, Írland með tæplega 13% halla árið 1981 og Noregur með ríflega 12% halla árið 1977.

Þrátt fyrir mikið ójafnvægi í þjóðarbúskapnum hér á landi virðast erlendir fjárfestar ekki hafa misst áhugann á að gefa út skuldabréf í íslenskum krónum. Mjög dró úr útgáfunni í lok fyrsta ársfjórðungs og var útgáfa nýrra bréfa mjög lítil framan af sumri. Um mitt ár glæddist hún hins vegar að nýju og hefur aukist jöfnum skrefum síðan þá þótt mánaðarlegar útgáfur hafi enn ekki náð sama umfangi og þegar mest varð haustið 2005 og í byrjun þessa árs (sjá mynd VII-6). Hæri skammtímavextir og aukin bjartsýni um stöðu íslenskra banka kann að hafa ýtt undir þessi viðskipti. Skýringa er þó líklega ekki síður að leita erlendis því að vaxtamunarviðskipti (e. carry trade) hafa einnig aukist að nýju í öðrum „hávaxtalöndum“ eftir lægð á svipuðum tíma og hér á landi.

Eins og fjallað er um í kafla III hefur vaxtamunur við útlönd aukist verulega á síðustu mánuðum. Þrátt fyrir að stýrivextir hafi hækkað í flestum OECD-ríkjum undanfarna mánuði hafa stýrivextir Seðlabanka Íslands hækkað hlutfallslega meira. Frá júnibyrjun hefur Seðlabankinn hækkað stýrivexti um 1,75 prósentur og skammtímavaxtamunur við útlönd aukist um tæpar 1,3 prósentur (sjá mynd VII-7).

Erfitt er að ráða í hvað vaxtamunarviðskiptin fela í sér um langtíma styrk krónunnar. Mikilvægur prófsteinn á stöðugleika hennar var um miðjan september þegar kom að fyrstu lotu gjalddaga krónubréfa. Krónan veiktist lítillaga daginn sem um 30 ma.kr. komu á gjalddaga en hafði hins vegar styrkst töluvert dagana þar á undan. Þá vikuna styrktist krónan um 1½% og því vandséð að gjaldeyrisfjárfærslur vegna uppgreiðslu á krónubréfum þennan dag hafi haft marktæk áhrif á gengi krónunnar. Þetta kemur heim og saman við reynslu Nýsjálendinga þar sem vaxtamunarviðskipti hafa verið stunduð um árabíl. Hitt er annað mál að margir fjárfestar kunna að hafa lokað

stöðum sínum þegar krónan lækkaði fyrr á árinu og áhrif gjalddaganna því komið fram löngu fyrr. Hið sama gæti gerst á næsta ári.

Gengisþróun krónunnar á næstu árum mun ráðast af samspiili vaxtamunar við útlönd, væntinga um innlenda efnahagsþróun og alþjóðlegra fjármálaskilyrða. Að því er Ísland áhræfir skiptir þróunin í Evrópu mestu, en einnig er hugsanlegt að efnahagsþróun í fjarlægum heimshlutum, t.d. Kína og Japan hafi veruleg óbein áhrif. Hærrí vextir í Japan gætu dregið verulega úr alþjóðlegum vaxtamunarviðskiptum og haft óbein smitáhrif hér á landi, þótt flestir krónubréfajárfestar séu líklega í Evrópu. Margt bendir til þess að vextir erlendis eigi eftir að hækka töluvert enn og vaxtamunurinn við útlönd minnki því að öðru óbreyttu. Á því gæti þó orðið bið ef hægir á hagvexti í heiminum. Næsta stóra lota uppgreiðslna (80 ma.kr. í september á næsta ári) gæti haft umtalsverð áhrif á gengi íslensku krónunnar, einkum ef dregur úr vaxtamun þangað til. Hins vegar er erfitt að tímasetja þau áhrif.

Gríðarlegur viðskiptahalli ætti að vekja fjárfesta til umhugsunar um áhættu fjárfestingar í íslenskum krónum. Fram að þessu virðast flestir erlendir fjárfestar þó hafa kosið að horfa framhjá viðskiptahallanum. Sterk staða ríkissjóðs hefur fram að þessu verið meðal þeirra þátta sem innlendir og erlendir greiningaraðilar hafa talið vega upp á móti hinu mikla ójafnvægi í þjóðarbúskapnum sem nú ríkir. Slegið hefur verið á gagnrýnisráddir sem bent hafa á gríðarlega mikinn og vaxandi viðskiptahalla þjóðarbúsins með því að benda á mikla lántökugetu ríkissjóðs erlendis í ljósi sterkar stöðu hans. Ef breytingar yrðu á fjárhagslegri stöðu hins opinbera til hins verra gæti það haft umtalsverð áhrif á viðhorf erlendra fjárfesta til viðskiptahallans. Sama á við um viðhorf þeirra til aðhaldsstigs peningastefnunnar. Reynslan sýnir að áhættumat fjárfesta getur breyst snögglega og haft mikil áhrif á vaxtakjör íslenskra lántakenda erlendis.

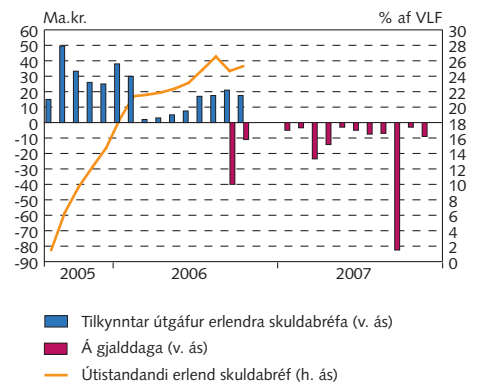
Viðskiptahallinn nær hámarki í ár en lækkar talsvert á næsta ári

Í grunnspá Seðlabankans eykst viðskiptahallinn á þessu ári mjög frá fyrra ári sem er þvert á spána í síðasta hefti *Peningamála*. Spáð er að hallinn nemi tæplega 21% af vergri landsframleiðslu fyrir árið í heild sem er ríflega 5 prósentum meiri halli en í síðustu spá. Í grunnspánni dregur þó mikið úr hallanum á næsta og þarnaesta ári, en þó er enn mikill halli á viðskiptum við útlönd árið 2008 eða sem nemur 8% af vergri landsframleiðslu. Eins og getið var í umfjölluninni um spána í síðasta hefti *Peningamála* var óvissan mest varðandi þætti sem gætu aukið viðskiptahallann og hefur það orðið raunin. Munar þar mest um töluvert minni útflutning á öðrum til fjórða ársfjórðungi. Einnig hefur dregið hægar úr innflutningi en spáð er hraðari samdrætti á næsta ári en í fyrri spá. Í grunnspánni er jafnframt gert ráð fyrir að hækking verðlags útflutnings verði minni á yfirstandandi ári og á því næsta og að verðlag innflutnings hækki meira en lá til grundvallar fyrri spá.

Mun hraðar tekst að vinda ofan af ójafnvægi í viðskiptum við útlönd með aðhaldssamari peningastefnu

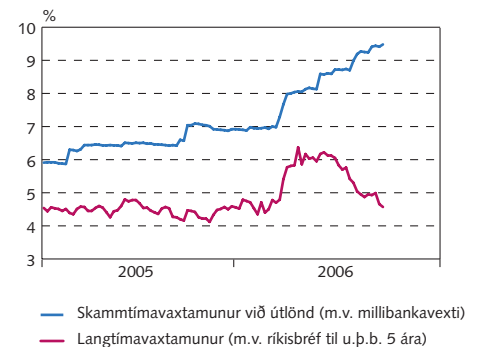
Próist stýrivextir Seðlabankans í takt við forsendur fráviksspár með peningastefnuviðbrögðum dregur mun hraðar úr innlendri eftirspurn

Mynd VII-6
Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum¹



1. Gögn til og með 10. október 2006.
Heimild: Reuters.

Mynd VII-7
Vaxtamunur við útlönd
Vikulegar tölur 4. janúar 2005 - 10. október 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

þegar líða tekur á spátímann, en það stuðlar að minnkandi innflutningi. Þetta hefur þau áhrif að viðskiptahallinn minnkar mun hraðar en í grunnspánni og verður um 1 prósentu minni á næsta ári og um 4% árið 2008 í stað 8% í grunnspánni.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Verðlagspróun

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi minni en reiknað var með

Frá því að Seðlabankinn birti spá sína í júlíbyrjun hefur verðbólga verið nokkru minni en bankinn spáði þá. Á öðrum ársfjórðungi var verðbólga minni en reiknað var með, eða 7,5%.¹ Á þriðja fjórðungi ársins reyndist verðbólga hins vegar 1,5 prósentu minni en spáð var, eða 8%. Skýrist það af hækkun gengis krónunnar frá því í júlí, auk þess sem þróun launakostnaðar á framleidda einingu hefur verið nokkru hagstæðari en reiknað var með. Auk þess hefur lækkun orkuverðs og annarra óreglulegra þátta haft umtalsverð áhrif á neysluverðsvísitöluna.

Grunnáhrif og sveiflukendrir liðir skýra að miklu leyti hjöðnun verðbólgu frá ágústmánuði

Verðbólga hefur hjaðnað lítillega frá síðustu útgáfu *Peningamála*, en þá var hún 8%, eftir að hafa aukist mikið síðan í febrúar. Tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs náði hámarki í 8,6% í ágúst, en var 7,2% í október. Verðbólga er því tæpum 5 prósentum yfir verðbólgu markmiði Seðlabankans.

Minni verðbólga í september og október skýrist einkum af grunnáhrifum verðhækkana fyrir ári og lækkun á verðlagi nokkurra sveiflukendra liða, einkum bensíns. Vísitala neysluverðs hækkaði um 1,5% í september árið 2005 og gætir áhrifa þeirrar hækkunar ekki lengur í vísitölnni. Hjöðnun verðbólgu sl. tvo mánuði felur því ekki í sér nema að hluta vísbendingu um minni verðbólguþrýsting, þótt vissulega sé farið að draga úr vexti innlendar eftirspurnar og gengishækkun krónunnar að undanförunni dragi nokkuð úr þrýstingnum. Gengi krónunnar hefur hækkað um tæplega 12% frá því í byrjun júlí.

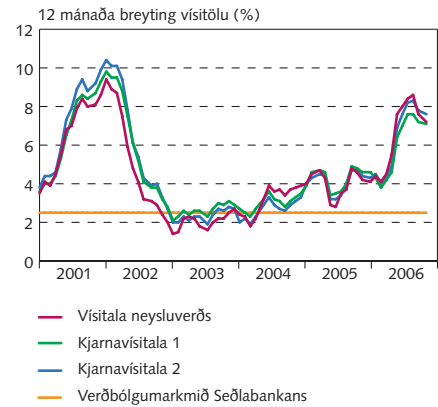
Vísitala neysluverðs án húsnæðis hefur fylgt svipaðri þróun og vísitala neysluverðs. Tólf mánaða hækkun hennar fór í 7% í ágúst, en í októberbyrjun hafði hún hjaðnað í 5,6%. Framlag húsnæðiskostnaðar til hækkunar verðbólgunnar hefur minnkað eilítið frá því í júní en þó má enn rekja 2,8 prósentur af hækkun vísitölnnar á liðnu ári til hækkunar húsnæðisliðarins.

Í október hafði kjarnavísitala 1 hækkað nánast jafn mikið á tólf mánuðum og vísitala neysluverðs og kjarnavísitala 2 nokkru meira, eða um 7,6%.² Verðbólgan hefur því orðið töluvert viðtækari en áður.

Þótt dregið hafi úr framlagi húsnæðisliðarins til verðbólgunnar var hækkun á kostnaði vegna eigin húsnæðis á meðal þátta sem höfðu mest áhrif á vísitölu neysluverðs frá útgáfu *Peningamála* í júlíbyrjun. Einnig hafði hækkun á verðlagi þjónustu einkaaðila og innlendar mat- og drykkjarvöru (annarrar en búvöru og grænmetis) veruleg áhrif, en mikil lækkun bensínverðs vó á móti.

Mynd VIII-1

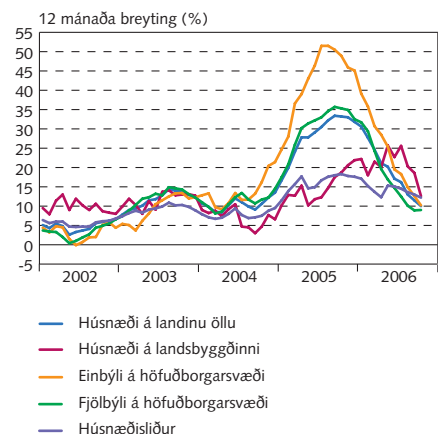
Verðbólga janúar 2001 - október 2006¹



1. Kjarnavísitölur mæla undirleggjandi 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 - október 2006

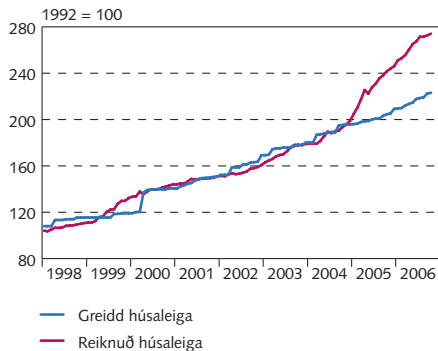


Heimild: Hagstofa Íslands.

1. Það er 0,1 prósentu minna en gert var ráð fyrir í verðbólguþrýstingnum sem birt var í síðasta hefti *Peningamála*, en annar ársfjórðungur var að mestu liðinn þegar sú spá var gerð.

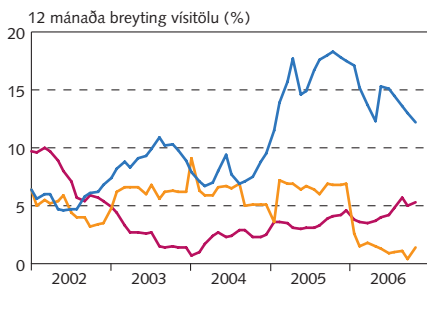
2. Kjarnavísitala 1 undanskilur breytingar á verði búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns og kjarnavísitala 2 einnig verðbreytingar opinberrar þjónustu.

Mynd VIII-3
Greidd og reiknuð húsaleiga
janúar 1998 - október 2006



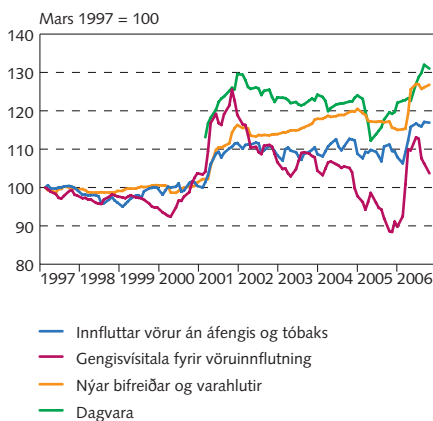
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4
Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta
janúar 2002 - október 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru
mars 1997 - október 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Dregur hægt og sígandi úr húsnæðisverðbólgu

Smám saman hefur dregið úr húsnæðisverðbólgu á undanförunum mánuðum eftir tímabundið bakslag í höðnun hennar í maí. Í októberbyrjun nam ársþækkun húsnæðisþáttarins rúmum 12% samanborið við 15% í júní. Bakslagið í maí skýrðist af því að áhrifa af breytingum sem gerðar voru á húsnæðisliðnum í maí árið 2005 gætti ekki lengur í vísitölunni. Hagstofa Íslands stytta þá viðmiðunartímabil raunvaxtakostnaðar úr fimm árum í tólf mánuði og lækkaði vísitala neysliverðs um 0,45 prósent við þá breytingu. Hin nýja aðferð leiðir til þess að áhrif breytinga á vöxtum húsnæðislána koma fram í vísitölunni á skemmri tíma en áður. Auk þess sem grunnáhrifanna gætir ekki lengur er þessi breyting farin að hafa áhrif til hækkunar í kjölfar hækkunar vaxta á húsnæðislánum.

Reiknuð húsaleiga samanstendur af markaðsverði húsnæðis og vaxtakostnaði af húsnæðislánum. Í kjölfar vaxtahækkana Seðlabankans hafa vextir húsnæðislána hækkað. Áhrifa hærri vaxta fór að gæta í vísitölu neysliverðs í lok síðasta árs og hafa þau aukist á síðustu mánuðum. Áhrif vaxtabreytinga til hækkunar vísitölunnar hafa til þessa numið tæplega 0,6 prósentum. Undanfarna mánuði hefur hægt verulega á hækkun íbúðaverðs. Markaðsverð húsnæðis hafði í október hækkað um 10% á tólf mánuðum en við útgáfu síðustu *Peningamála* nam ársþækkunin rúmlega 17%. Samsetning reiknaðrar húsaleigu hefur því breyst umtalsvert. Síðastliðna þrjú mánuði voru áhrif vaxtabreytinga meginþáttur hækkunar reiknaðrar húsaleigu. Áhrif vaxtahækkana á húsnæðiskostnað gætu numið 0,6-1 prósent til hækkunar vísitölu neysliverðs þegar áhrif vaxtabreytinga hafa komið fram að fullu. Reiknuð húsaleiga gæti því hækkað þótt íbúðaverð standi í stað eða jafnvel lækki.

Hjöðnun húsnæðisverðbólgunnar hefur verið heldur hægari en reiknað var með í síðustu spá Seðlabankans. Enn virðist vera þokkaleg eftirspurn á íbúðamarkaði sem styður við verðið þrátt fyrir minna lánsfjárframboð, hærri fjármagnskostnað og mikla verðbólgu. Markaðsverð húsnæðis hefur hækkað um 0,8% að meðaltali milli mánaða frá áramótum, en síðastliðna þrjú mánuði hefur hægt verulega á verðþækkunum. Ný útlán til íbúðakaupa og fjöldi kaupsamninga hafa jafnframt dregist saman. Ef gripið yrði til örvandi aðgerða, t.d. hækkunar hámarksveðhlutfalls íbúðalánasjóðs á ný, eins og rætt hefur verið, myndi það auka kaupmátt á fasteignamarkaði og fresta aðlöguninni með tilheyrandi verðbólguþrýstingi.

Hækkun gengis veldur því að áhrifa fyrri gengislækkunar á verðlag gætir ekki að fullu

Skörp gengislækkun krónunnar fyrr á árinu kom töluvert hratt fram í verðlagi og gætti áhrifa hennar einkum í verðþækkun nýrra bifreiða, bensíns og innfluttrar mat- og drykkjarvöru. Á undanförunum mánuðum hefur gengi krónunnar styrkst á nýjan leik samhliða umtalsverðum vaxtahækkunum Seðlabankans, aukinni útgáfu erlendra skuldbréfa í krónum og jákvæðara viðhorfi gagnvart íslensku efnahagslífi. Gengisvísitalan hefur lækkað jafnt og þétt síðan í júlíbyrjun og var skráð undir 120 stigum í byrjun október. Gengishækkun krónunnar hefur þegar komið fram í lækkun orku- og matvælavæðs. Að öðru

leyti gætir ekki mikilla áhrifa, líklega vegna þess að áhrif gengislækkunar krónunnar fyrr á árinu voru ekki komin fram að fullu, auk þess sem innlend eftirspurn er ennþá töluvert sterk.

Tólf mánaða verðhækkun innfluttrar mat- og drykkjarvöru náði hámarki í ágúst þegar hún nam tæpum 18% en hafði lækkað í tæp 10% í október. Eins og búast má við hefur dregið nokkuð úr verðhækkunum innfluttrar vöru að undanförmu vegna hækkunar á gengi krónunnar. Í október lækkaði verðlag innfluttrar mat- og drykkjarvöru í fyrsta sinn frá marsmánuði. Verð á nýjum bifreiðum hefur nánast staðið í stað sl. þrjá mánuði. Verðbreytingar á bensíni eru mikill óvissuþáttur í verðbólgunni, enda næmar fyrir tveimur þáttum sem sveiflast hafa mikið á árinu: heimsmarkaðsverði olíu og gengi krónunnar. Áhrif mikilla verðhækkana á bensíni fyrir rúmu ári gengu til baka í september og lækkaði árshækkun bensínverðs úr rúmunum 15% í rúm 6% og í október hafði bensínverð hækkað um 4½% á síðustu tólf mánuðum.³

Undirliggjandi verðbólguþrýstingur nær til flestra undirþátta vísitölunnar

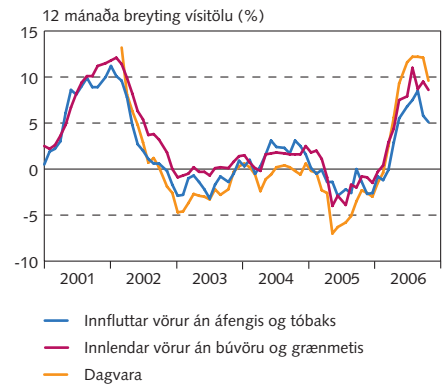
Áhrifa gengislækkunar krónunnar fyrr á árinu gætti einnig í verðhækkun á innlendum vörum. Verðlag innletrar vöru hækkaði töluvert í sumar, einkum búvöru, grænmetis og annarrar innletrar mat- og drykkjarvöru. Innlend framleiðsla er í mörgum tilvikum háð innfluttu hráefni sem hækkaði í verði þegar gengi krónunnar lækkaði, auk þess sem samkeppni við erlendar staðkvæmdarvörur tengir verðlagið við gengisþróun. Laun hafa einnig hækkað töluvert og valdið verðhækkun innletrar vöru. Tólf mánaða verðhækkun innletrar vöru náði hámarki í júlí þegar hún nam 10½% en eftir óvænta verðlækkun matvæla í október var árs-hækkunin rúmlega 8½%. Verð dagvöru lækkaði um 0,7% í október og hafði 0,1 prósent áhrif til lækkunar vísitölunnar.

Verðhækkunarir hafa smám saman orðið almennari á undanförmum mánuðum í stað þess að endurspeglar tiltölulega fáa flokka áður fyrr. Hlutfall undirliða vísitölu neysluverðs sem hækka í verði milli mánaða hefur því hækkað. Ljóst er að undirliggjandi verðbólguþrýstings gætir í fleiri undirliðum en áður, enda hafa verðhækkunarir dagvöru og innflutts varnings tekið við af húsnæðisverðhækkunum sem megin-drifkraftur verðbólgunnar.

Þjónustuverðbólga gæti átt eftir að aukast enn frekar

Verðlag almennrar þjónustu hefur þokast upp á við undanfarna mánuði og hefur hækkað um rúmlega 5% síðustu tólf mánuði. Launatengdir þjónustuliðir hækkuðu töluvert í ágúst vegna launahækkana í kjölfar samkomulags Alþýðusambandsins og Samtaka atvinnulífsins, sem tók gildi 1. júlí sl. Áhrif verðhækkunar almennrar þjónustu á vísitölu neysluverðs námu 0,3 prósentum til hækkunar. Á þriðja fjórðungi ársins hafði vísitala fyrir laun á almennum vinnumarkaði hækkað um rúmlega 11% frá fyrra ári. Í síðustu uppsveiflu varð árshækkun launa mest á fyrsta fjórðungi ársins 2001. Verðhækkun almennrar þjónustu fylgdi

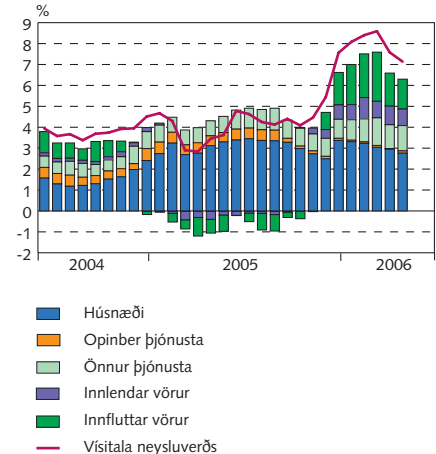
Mynd VIII-6
Vöruverð janúar 2001 - október 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

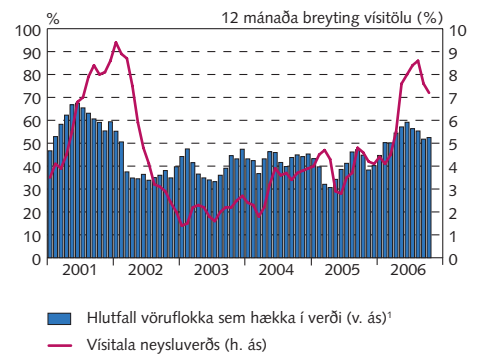
Mynd VIII-7
Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs júní 2004 - október 2006

Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 12 mánuði



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-8
Dreifing verðhækkana vísitölu neysluverðs janúar 2001 - október 2006



1. Notað er 3 mánaða miðsett meðaltal.
Heimild: Hagstofa Íslands.

3. Verðbreytingar á bensíni og olíu vega rúm 6% í vísitölu neysluverðs.

Rammagrein VIII-1

Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Eftirfarandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru um miðjan október 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 meðfylgjandi töflu var spurt nánar um stýrivaxtaferil Seðlabankans þ.e. hvenær og við hvaða gildi hámarki og lágmarki stýrivaxta yrði náð innan spátímabilsins og hver yrði næsta ákvörðun stýrivaxta nú við útgáfu *Peningamála*.

Helstu breytingar frá spá sömu aðila í júní sl. eru að þeir gera nú ráð fyrir eilittlu minni hagvexti á spátímabilinu, töluvert minni verðbólgu, lægri stýrivöxtum og hærra gengi krónunnar á næsta ári. Sérfræðingarnir spá að þessu sinni einnig fyrir um árið 2008.

Sérfræðingar spá mun minni verðbólgu á næsta ári

Sérfræðingarnir spá því að verðbólga milli ársmeðaltala 2005 og 2006 verði tæp 7%, sem er aðeins minna en þeir spáðu í júní. Það er u.þ.b. sama verðbólga og í grunnspá Seðlabankans, sem byggist á væntingum sérfræðinganna um stýrivaxtaþróun næstu ára. Svarendur búast að meðaltali við rúmlega 3% verðbólgu árið 2007 en samkvæmt grunnspá Seðlabankans verður verðbólga nokkru meiri, eða 4½%. Sérfræðingarnir spá einnig eilittlu minni verðbólgu milli ársmeðaltala 2007 og 2008 en Seðlabankinn, eða 3½%. Það er hins vegar meiri verðbólga en spá með peningastefnuviðbrögðum gefur. Samkvæmt henni verður ársverðbólga 2008 nálægt 2,5% markmiði bankans.

Ein helsta breyting frá síðustu könnun í júní er sú að svarendur reikna að meðaltali með því að Seðlabankinn muni hafa náð verðbólgu markmiðinu að ári liðnu. Einn svarenda telur reyndar að nánast engin verðbólga verði eftir eitt ár. Hafa verður í huga við samanburð við fyrri verðbólguþáttspár að í spánunum nú er tekið tillit til fyrirhugaðra aðgerða ríkisstjórnarinnar til að lækka matvöruverð.

Horfur á eilittlu minni hagvexti á spátímabilinu

Sérfræðingarnir spá aðeins minni hagvexti á þessu og næsta ári en í síðustu könnun. Að meðaltali reikna þeir með 4% hagvexti í ár og tæplega 1% á næsta ári. Í grunnspá Seðlabankans er gert ráð fyrir heldur meiri hagvexti á næsta ári eða um 1½%. Sérfræðingarnir eru sammála um að verulega muni draga úr umsvifum í þjóðarbúskapnum á næsta ári og einn svarenda telur að það verði samdráttur. Þeir eru einnig sammála um að hagkerfið taki aftur við sér á árinu 2008 en þó mismikið. Að meðaltali spá þeir rúmlega 3½% hagvexti á árinu 2008 en einn svarenda býst við 6% hagvexti vegna áframhaldandi stóriðjuframkvæmda. Til samanburðar gerir grunnspá Seðlabankans ráð fyrir tæplega 3% hagvexti árið 2008. Samkvæmt fráviksspá bankans með peningastefnuviðbrögðum verður hins vegar tæplega 2% samdráttur á því ári.

Gengi krónunnar í jafnvægi á spátímabilinu

Að undanfögnu hefur gengi krónunnar styrkst á nýjan leik og spá sérfræðingarnir hærra gengi krónunnar á næsta ári en í síðustu könnun. Þeir spá 125 stiga gengisvísitölu hvort sem litið er eitt eða tvö ár fram í tímann. Meirihluti svarenda er sammála því að gengisvísitalan sveiflist á bilinu 122-130 á spátímabilinu en einn svarenda telur að gengi krónunnar verði ívið hærra.

Sérfræðingar spá því að stýrivextir hafi náð hámarki

Stýrivextir Seðlabankans hafa verið hækkaðir þrisvar frá síðustu útgáfu *Peningamála* um alls 1,75 prósentur og eru nú 14%. Sérfræð-

ingarnir gera ráð fyrir að stýrivextir verði lægri að ári en þeir spáðu í júní en spáin er nánast óbreytt til tveggja ára. Að meðaltali spá þeir að stýrivextir verði rúmlega 11% eftir eitt ár og um 9½% eftir tvö ár. Sem fyrr segir var einnig spurt um næstu ákvörðun stýrivaxta og hágildi og lággildi stýrivaxtanna á næstu tveimur árum. Meirihluti sérfræðinganna spáir því að ákveðið verði á vaxtaákvörðunardegnum 2. nóvember nk. að halda stýrivöxtum óbreyttum og að Seðlabankinn taki að lækka vexti á fyrsta fjórðungi næsta árs. Einn svarenda telur hins vegar að nú verði hækkunin um 0,5 prósentur þannig að hágildi stýrivaxta verði 14,5% og að vextir haldist háir á spátímabilinu. Hinir sérfræðingarnir spá því að lággildi stýrivaxta náist á árinu 2008 og eru sammála um að það verði á bilinu 7-8,5%. Einn svarenda gerir ráð fyrir að ný stóriðjufjárfesting hefjist árið 2008. Það endurspeglast í stýrivaxtaspá hans, en samkvæmt henni taka stýrivextir að hækka að nýju þegar liða tekur á það ár.

Lækkun fasteignaverðs í vændum á næsta ári

Nokkur umskipti hafa orðið á hlutabréfamarkaði að undanförunu. Hinn 18. október sl. stóð úrvalsvisitalan í tæplega 6.500 stigum, sem er tæp 20% hækkun frá miðjum júní, þegar markaðsaðilar spáðu síðast fyrir um efnahagsframvindu. Flestir svarendur eru sammála um að hlutabréfaverð haldi áfram að hækka á spátímabilinu og spá því að meðaltali að úrvalsvisitalan muni standa í rúmum 7.100 stigum að ári liðnu. Einn spámannanna telur aftur á móti að hlutabréf muni lækka í verði hvort sem litið er til eins árs eða tveggja.

Í fyrsta sinn bjuggust svarendur að meðaltali við lækkun fasteignaverðs á tímabilinu, eða að meðaltali 1½% lækkun íbúðaverðs á næsta ári.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2006			2007			2008		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (milli ársmt.)	6,9	6,8	7,0	3,1	2,5	3,7	3,4	2,7	4,3
Hagvöxtur	4,0	3,2	5,1	0,8	-0,2	1,7	3,7	2,3	6,0
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann					
Verðbólga	1,8	0,3	3,2	3,4	2,1	4,3			
Gengisvisit. erl. gjaldm.	125	118	130	125	117	130			
Stýrivextir Seðlabankans	11,2	9,5	14,3	9,6	7,0	14,5			
Langtímanafnvextir ²	7,2	3,6	9,5	6,5	3,4	8,2			
Langtímaraunvextir ³	4,8	3,5	7,6	4,5	3,5	7,2			
Úrvalsvisitala aðallista	7.173	6.000	7.800	8.013	6.000	9.100			
Breyting fasteignaverðs	-1,5	-6,0	5,0	-0,1	-3,0	2,9			

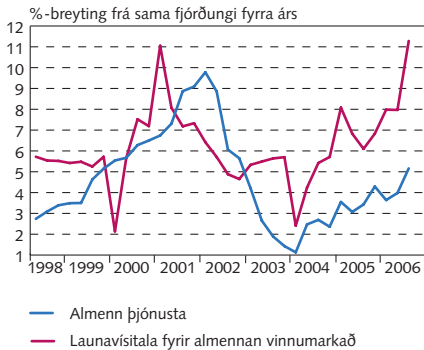
1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi, vexti og úrvalsvisitölu. Sínd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%), gengisvisitölu erlendra gjaldmiðla (stig) og úrvalsvisitölu aðallista (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Giltis hf., KB banka hf., Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.

2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í íbúðabréf (HFF 150644).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-9

Launavísitala fyrir almennan vinnumarkað og almenn þjónusta
2. ársfj. 1998 - 3. ársfj. 2006

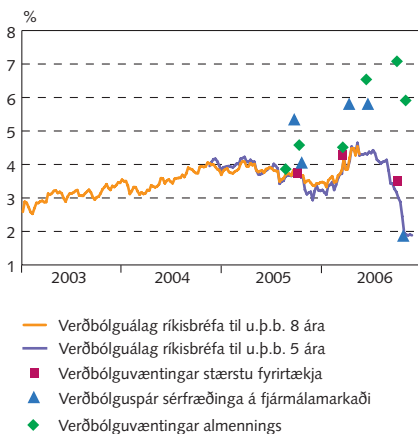


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-10

Verðbólguvæntingar

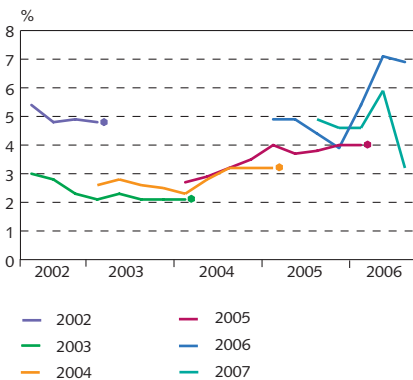
Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 31. október 2006



Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-11

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði um verðbólgu milli ársmeðaltala¹



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

í kjölfarið og náði árshækkun þjónustuverðlags hámarki ári seinna, á fyrsta fjórðungi ársins 2002. Verðlag þjónustu einkaaðila er ekki heldur ónæmt fyrir breytingum á gengi krónunnar. Á undanförunum árum hefur verið fylgni milli þjónustuverðbólgu, launahækkana og gengislækkunar krónunnar. Í ljósi sögulegrar reynslu og miðað við þróun innlendra kostnaðartilefna að undanförunu og er fram líða stundir gæti átt eftir að bæta verulega í þjónustuverðbólgu á næstu mánuðum.

Verðlag opinberrar þjónustu hefur hækkað um aðeins 1½% á síðustu tólf mánuðum. Mest áhrif á þróun verðlags opinberrar þjónustu að undanförunu höfðu lækkun leikskólagjalda um tæplega 8½% í september og hækkun afnotagjalda um 8% í október. Hins vegar er líklegt að lítið verði um opinberar verðhækkningar í vetur í aðdraganda alþingiskosninga.

Verðbólguvæntingar hafa minnkað

Verðbólguvæntingar hafa dregist saman að undanförunu hvort heldur horft er til verðbólguálags skuldabréfa eða væntinga fyrirtækja, sérfræðinga á fjármálamarkaði og almennings. Minni verðbólguvæntingar endurspeglar líklega minni verðbólgu í september og október, tilkynningu um aðgerðir ríkisstjórnarinnar á næsta ári í þeim tilgangi að lækka matvælavæð og aukið aðhald peningastefnunnar.

Samkvæmt könnun Gallup sem gerð var 5. til 18. október væntu einstaklingar að meðaltali tæplega 6% verðbólgu næstu tólf mánuði en væntu 7,3% verðbólgu í ágúst. Verðbólguvæntingar forsvarsmanna fyrirtækja til næsta árs hafa einnig lækkað nokkuð frá því snemma á árinu. Í könnun sem gerð var á viðhorfum stærstu fyrirtækja á Íslandi á tímabilinu 5. til 27. september gerðu stjórnendur þeirra að meðaltali ráð fyrir að verðbólga yrði 3½% næstu tólf mánuði og samtals 5½% á næstu tveimur árum. Það felur í sér að verðbólga verði við verðbólguumarkmið Seðlabankans seinna árið. Í könnun sem gerð var í febrúar sl. væntu þeir að meðaltali rúmlega 4% verðbólgu næstu tólf mánuði.

Samkvæmt könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerð var í október (sjá rammagrein VIII-1) væntu þeir minni verðbólgu á þessu og næsta ári en í könnun sem var gerð í júní, fyrir síðustu útgáfu *Peningamála*. Þeir spá nú að meðaltali tæplega 7% verðbólgu milli ársmeðaltala 2005 og 2006 en spáðu í júní eilittu meiri verðbólgu á þessu ári. Sérfræðingarnir spá því að verðbólga verði rúm 3% árið 2007, en í júní spáðu þeir tæplega 6% verðbólgu. Þessa lækkun verðbólguvæntinga má að stærstum hluta rekja til áhrifa aðgerða ríkisstjórnarinnar til lækkunar matvælavæðs sem leiða mun til tímabundinnar lækkunar mældrar verðbólgu eins og rakið er hér á eftir.

Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað ef miðað er við verðbólguálag skuldabréfa til fimm ára. Markaðsaðilar væntu að meðaltali rúmlega 3% verðbólgu á líftíma bréfanna á tímabilinu 4. júlí til 31. október en við útgáfu síðustu *Peningamála* voru verðbólguvæntingar mældar á þennan hátt tæplega 4½%.

Verðbólguhorfur

Frá því að Seðlabankinn birti mat sitt á verðbólguhorfum til næstu tveggja ára í *Peningamálum* í júlí sl. hafa stýrivextir verið hækkaðir þrisvar sinnum um samtals 1,75 prósentur, og eru nú 14%. Á

sama tíma hefur gengi krónunnar hækkað um tæplega 12%. Verðbólguþátturinn sem birtist hér sýnir sem fyrr meiri verðbólgu til næstu tveggja ára en samrýmist verðbólguþátturinn bankans en horfur hafa hins vegar batnað frá síðustu spá.

Í síðasta hefti *Peningamála* var framsetningu þjóðhags- og verðbólguþáttur breytt og birtist hún hér með sama hætti.⁴ Grunnverðbólguþátturinn byggist á stýrivaxtaferli sem er byggður á mati á væntingum markaðs- og greiningaraðila um þróun stýrivaxta á næstu tveimur árum. Tvær fráviksspár eru birtar til hliðsjónar. Hin fyrri byggist á óbreyttum stýrivöxtum (14%) út spátímabilið en í þeirri síðari er gert ráð fyrir að peningastefnan bregðist við þannig að verðbólguþátturinn Seðlabankans náist á spátímabilinu. Spátímabilið nær að þessu sinni til síðasta fjórðungs ársins 2008.

Verðbólguhorfur hafa batnað en eru enn óviðunandi

Samkvæmt grunnsþá hafa stýrivextir náð hámarki og fara smám saman lækkandi út spátímabilið og enda í rúmlega 8% á síðasta ársfjórðungi 2008. Í spánni felst hægfara lækkun gengis krónunnar og er gengisvísitalan komin í um 130 stig við lok spátímabilsins en það er um 2% hærra gengi en sama ársfjórðungsgildi síðustu grunnsþá.

Samkvæmt grunnsþánni verður verðbólga yfir verðbólguþátturinn bankans allt spátímabilið. Spáin fyrir árið 2007 er hins vegar mun lægri en í síðasta hefti *Peningamála*. Verðbólga fer lægst í 2,8% á fyrsta fjórðungi ársins 2008. Þar sem peningalegt aðhald er ekki nægjanlegt framan af eykst verðbólga hin vegar það sem eftir lifir spátímans og er spáð að hún verði tæplega 4½% eftir tvö ár. Aðhald peningastefnunnar þarf því að vera töluvert meira en markaðs- og greiningaraðilar búast við eigi verðbólguþátturinn að náist á spátímabili.

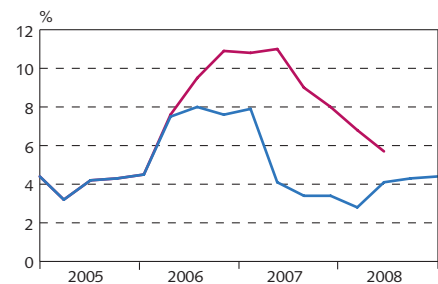
Lækkun óbeinna skatta veldur um sinn verulegri lækkun mældrar verðbólgu

Verðbólguhorfur til tveggja ára samkvæmt grunnsþá hafa batnað nokkuð frá síðustu spá. Þetta á sérstaklega við um verðbólguhorfur á næsta ári og fram á mitt ár 2008. Meginskýring þess að mæld verðbólga á næsta ári verður mun minni en áður var talið er ákvörðun ríkisstjórnarinnar um aðgerðir til að lækka matvælavæðing á Íslandi. Þessar aðgerðir verða til þess að mæld verðbólga lækkar frá öðrum fjórðungi næsta árs til sama fjórðungs ári síðar þegar áhrif aðgerðanna hverfa úr ársbreytingu vísitölu neysluverðs. Eins og fjallað er um í kafla IX hér á eftir ber að líta fram hjá fyrstu áhrifum slíkra aðgerða við mótun peningastefnunnar enda breyta þær ekki undirliggjandi verðbólguþróun þótt mæld verðbólga breytist.⁵

4. Nánar er fjallað um breytta framsetningu verðbólguþátturinn í rammagrein VIII-3 „Breytt framsetning þjóðhags- og verðbólguþátturinn“ í *Peningamálum* 2006/2, bls. 51-53.

5. Í tillögnum er talað um að þessar aðgerðir geti leitt til lækkunar á vísitölu neysluverðs um allt að 2,7%. Seðlabankinn hefur ekki lagt sjálfstætt mat á áhrif þeirra enda liggur ekki fyrir skýr útfærsla á aðgerðunum, sérstaklega ekki á lækkun tolla á kjötvöru. Einnig gæti framkvæmd þeirra átt eftir að breytast í meðferð þings fram til 1. mars þegar þær eiga að taka gildi. Í spám bankans er því miðað við að áhrifin verði heldur minni en getið er um í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og er miðað við að vísitala neysluverðs muni lækka um 2% á öðrum fjórðungi næsta árs.

Mynd VIII-12
Endurskoðuð verðbólguþáttur

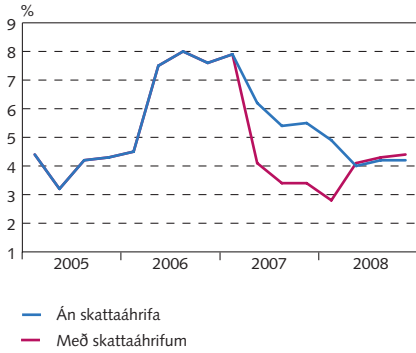


— Grunnsþá í Peningamálum 2006/3
— Grunnsþá í Peningamálum 2006/2

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-13

Verðbólguþá úr frá grunnþæmi með og án skattaáhrifa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hinn eðlilegi mælikvarði við þessar aðstæður væri því vísitala undirliggjandi verðbólgu þar sem bein áhrif skattalækkana hafa verið dregin frá. Mynd VIII-13 sýnir samanburðinn á grunnþá með og án áhrifa skattalækkana. Þar sést að mæld verðbólga lækkar mun hraðar en undirliggjandi verðbólga og er um tveimur prósentum lægri fram á annan ársfjórðung 2008 þegar áhrifin hverfa úr mældri verðbólgu.

Aðgerðir stjórnvalda auka hins vegar kaupmátt ráðstöfunartekna og minnka aðhald í stjórn ríkisfjármála nema sérstakar mótvægisáðgerðir komi til. Komi ekki til sérstakra áðgerða í ríkisfjármálum eða aukins aðhalds peningastefnunnar auka þessar áðgerðir hagvöxt um ½ prósentu á næstu tveimur árum. Þær seinka því aðlögun að jafnvægi í þjóðarbúskapnum og auka verðbólgu þegar líður á spátímann frá því sem ella hefði verið og því verður að beita strangara aðhaldi í peningamálum en ella.

Undirliggjandi kostnaðarverðbólga minni en áður var talið...

Eins og áður hefur komið fram reyndist verðbólga á þriðja ársfjórðungi töluvert minni en Seðlabankinn spáði í sumar. Bendir það til þess að undirliggjandi kostnaðarþrýstingur vegna lækkunar á gengi krónunnar og endurskoðunar kjarasamninga í júní hafi verið ofmetinn og áhrif þeirra á verðbólgu til skamms tíma. Þótt gert sé ráð fyrir að hluti launakostnaðar sem ekki kom fram í sumar komi fram á næstu mánuðum er spáð nokkru minni vexti launakostnaðar á framleidda einingu en í síðustu *Peningamálum*. Minni launaþrýstingur og tæplega 12% sterkara gengi krónunnar valda því að verðbólguhorfur næsta hálfu árs eru mun hagfelldari en spáð var í sumar.

... en áfram er verulegur verðbólguþrýstingur

Þrátt fyrir að vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu sé nú talinn hafa verið nokkru minni en í sumarspánni er hann þó áfram mikill og langt umfram það sem samrýmst getur 2,5% verðbólguþrýstingur bankans, enda atvinnuleysi mjög lítið í sögulegu samhengi og spennan mikil á innlendum vinnumarkaði. Að sama skapi er áfram töluvert framleiðsluspennan til staðar samkvæmt grunnþánni eða líðlega 3% í ár og tæplega 2% á næsta ári. Spennan fer hins vegar vaxandi aftur frá ársbyrjun 2008 en þá er peningalegt aðhald orðið lítið samkvæmt grunnþánni eins og áður hefur komið fram. Á sama tíma er spáð lækkandi gengi krónunnar og verðbólguvæntingum yfir verðbólguþrýstingnum.

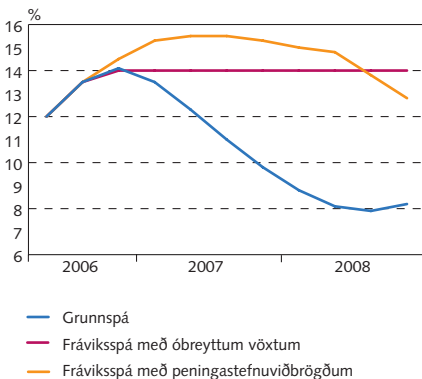
Verðbólguhorfur tvö ár fram í tímann því betri sem peningalegt aðhald er meira

Verðbólguhorfur eitt ár fram í tímann eru svipaðar í grunnþá og fráviksspánum tveimur þrátt fyrir að stýrivaxtaferlarnir séu afar ólíkir eins og sjá má á mynd VIII-14, enda fær peningastefnan litlu breytt um verðbólguhorfur næstu mánaða.

Fráviksspá þar sem vextir eru fengnir með peningastefnuviðbrögðum sem miða að því að verðbólguþrýstingur náist á spátímabilinu felur í sér að stýrivextir þurfi að hækka nokkuð til viðbótar, og vera komnir í um 15½% um mitt næsta ár. Samkvæmt spánni fara stýrivextir smám saman lækkandi á árinu 2007 og verða tæplega 13% við lok spátímabilsins á síðasta fjórðungi ársins 2008.

Mynd VIII-14

Mismunandi stýrivaxtaferlar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eins og sjá má á mynd VIII-15 eru hagvaxtarhorfur á spátím-
anum talsvert lakari í fráviksspánum en í grunnspánni enda aðhalds-
stig grunnspárinnar talsvert minna. Útlit er fyrir samdrátt frá þriðja
fjórðungi ársins 2007 og út árið 2008 í fráviksspá með peninga-
stefnuviðbrögðum. Þá er framleiðsluspenna mun minni í fráviksspám
en í grunnspá þegar litið er eitt ár fram í tímann og slaki kominn í
þjóðarbúskapinn strax á fyrsta ársfjórðungi 2008. Ennfremur er við-
skiptahallinn nánast horfinn. Til samanburðar er enn töluverð spenna
samkvæmt grunnspánni á árinu 2008 og mikill viðskiptahalli enn til
staðar við lok spátímans.

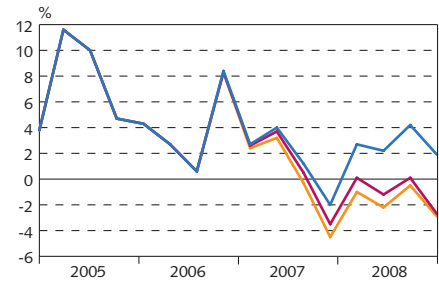
Strangara peningalegt aðhald í fráviksspám en í grunnspá
styður enn frekar við gengi krónunnar sem er heldur sterkara en í
grunnspánni. Hærra gengi, ásamt meiri slaka, kemur fram í batn-
andi verðbólguhorfum þegar líður á spátímenn. Verðbólguþækkun
bankans næst tímabundið í fráviksspánum á fyrsta fjórðungi 2008 en
verðbólga eykst aftur þegar áhrif skattabreytinga stjórnvalda hverfa.
Ólíkt grunnspánni lækkar verðbólga hins vegar aftur í báðum fráviks-
spánum og er við markmiðið á síðasta ársfjórðungi 2008 samkvæmt
spánni með peningastefnuviðbrögðum en tveimur ársfjórðungum
síðar samkvæmt spánni með óbreyttum stýrivöxtum á spátímabilinu.

Tafla VIII-1 Helstu ósamhverfir óvissuþættir grunnspár

Óvissuþáttur	Skýring
Gengisþróun	Mikill viðskiptahalli ásamt auknum verðbólguvæntingum næstu árin geta þrýst niður gengi krónu
Einkaneysla	Lækkun eignaverðs og vaxandi greiðslubyrði gæti minnkað einkaneyslu umfram það sem grunnspá gerir ráð fyrir
Opinber fjármál	Aðhald mögulega minna en gert er ráð fyrir í grunnspá - sérstaklega í ljósi komandi kosningaárs Áhrif skattalækkana á væntingar um framtíðartekjur eru hugsanlega vanmetin
Launakostnaður	Launaskrið vegna samkomulags ASÍ og SA er hugsanlega vanmetið
Alþjóðleg efnahagsmál	Erlendir vextir geta hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir og þannig aukið greiðslubyrði erlendra lána umfram það sem grunnspá gerir ráð fyrir
Miðlunarferli peningastefnunnar	Verði miðlun peningastefnunnar skilvirkari getur verðbólga lækkað hraðar en í grunnspánni
Áform um stóriðjuframkvæmdir	Ákvarðanir um stóriðjuframkvæmdir árið 2008 geta aukið bjartsýni og stutt við gengi og eftirspurn

Áhættumat Seðlabankans	Eitt ár fram í tímann	Tvö ár fram í tímann
Penningamál 2006/1	Upp á við	Upp á við
Penningamál 2006/2	Upp á við	Samhverft
Penningamál 2006/3	Upp á við	Upp á við

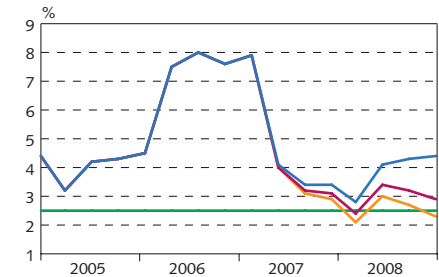
Mynd VIII-15
Mismunandi hagvaxtarferlar



— Grunnspá
— Fráviksspá með óbreyttum vöxtum
— Fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-16
Mismunandi verðbólguferlar



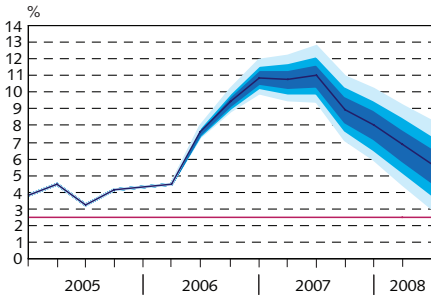
— Grunnspá
— Fráviksspá með óbreyttum vöxtum
— Fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum
— Verðbólguþækkun

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-17

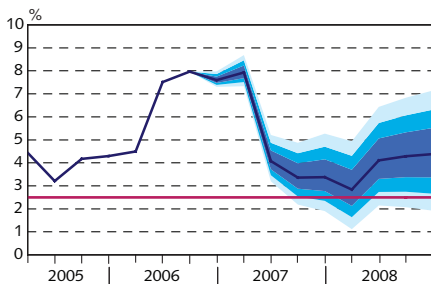
Síðasta verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá
(í Peningamálum 2006/2)

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



Ný verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá

Spátímabil: 4. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2008



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

Myndirnar sýna óvissubíl verðbólguþá Seðlabankans. 90% líkur eru taldar á því að verðbólga verði innan alls slyggða svæðisins, 75% líkur á að verðbólga verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spá er lengra fram í tímann og endurspeglast það í vikkum óvissubílum. Óvissan í spánum er talin heldur minni en endurspeglast í sögulegum spáskekkjum sem eru nokkuð litlaðar af þróuninni á árunum 2001-2002. Nánari útlitun á því hvernig líkindadreifing verðbólguþá Seðlabankans er reiknuð út er að finna í viðauka 3 í Peningamálum 2005/1. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hætta á að gengi krónunnar gefi eftir hefur aukist

Óvissuþættir spárinnar eru í meginatriðum þeir sömu og í síðustu spám bankans. Helsta breytingin er aukin hætta á að krónan lækki meira en reiknað var með í síðustu spá, þá sérstaklega vegna mikils viðskiptahalla. Fari svo gæti verðbólga orðið meiri framan af spátím- anum en grunnþá bendir til.

Líkt og í síðustu spá gæti lækkun eignaverðs, einkum fast- eignaverðs, leitt til minni einkaneyslu en gert er ráð fyrir í grunnþá. Það, ásamt hattu á hraðari hækkun erlendra vaxta en gert er ráð fyrir í spánni, getur haft neikvæð áhrif á innlenda eftirspurn á seinni hluta spátímabilsins. Verði ákveðið að ráðast í frekari stóriðjuframkvæmdir þegar á árinu 2008 gæti það aukið bjartsýni áður en framkvæmdir hefjast og stuðlað að gengishækkun krónunnar og örvað innlenda eftirspurn umfram það sem grunnþá gerir ráð fyrir. Aðrir óvissuþættir hafa lítið breyst frá síðustu spá. Helstu ósamhverfir óvissuþættir grunnverðbólguþá Seðlabankans eru teknir saman í töflu VIII-1.

Að teknu tilliti til ofangreindra breytinga frá síðustu spá og mati á undirliggjandi áhrifaþáttum verðbólguþá Seðlabankans fæst eilittu meiri slagsíða upp á við í áhættumati verðbólguþá Seðlabankans eitt ár fram í tím- ann en í júlí sl. Slagsíðan upp á við tvö ár fram í tímann hefur jafnframt aukist og er líkindadreifingin tvö ár fram í tímann nú bjögð upp á við en var samhverf síðast. Skýringin liggur í því að aukin hætta á geng- islækkun þegar horft er eitt ár fram í tímann smitast yfir á næsta ár á eftir. Mynd VIII-17 sýnir mat á líkindadreifingu verðbólguþá Seðlabankans. Í ljósi þess að ójafnvægi í þjóðarbúskapnum er enn til staðar má álykta að óvissa um verðbólguhorfur á spátímanum sé meiri en ella.

Verðbólguþá næst ekki á spátímanum nema hækkun stýrivaxta komi til

Tafla VIII-2 sýnir mögulegt bil verðbólgu út frá líkindadreifingu grunn- verðbólguþá Seðlabankans. Eins og áður hefur komið fram er peningalegt aðhald í grunnþánni ekki nægilegt til að 2,5% verðbólguþá bankans náist á spátímanum. Líkur á að verðbólga verði á bilinu 1- 4% hafa hins vegar aukist verulega frá síðustu spá. Enn eru þó litlar líkur á að verðbólguþá Seðlabankans náist á því tveggja ára tímabili sem grunnþáin nær til. Ef aðhaldsstig er aukið til samræmis við frávikssþá með peningastefnuviðbrögðum aukast hins vegar líkur á að markmið- ið náist á spátímabilinu verulega.

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%
4. ársfj. 2006	<1	<1	<1	<1	99
3. ársfj. 2007	<1	10	10	63	27
3. ársfj. 2008	1	8	9	30	61

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

IX Stefnan í peningamálum

Stýrivextir Seðlabanka Íslands eru nú hærra en þeir hafa verið frá því að núverandi fyrirkomulag skráningar slíkra vaxta var tekið upp árið 1997. Að stýrivaxtahækkuninni í júlí meðtalinni hafa þeir verið hækkaðir um 1,75 prósentur frá því að spáin sem birtist í júlíhefti *Peningamála* var gerð. Eftir að hafa aukist hratt í júlí og ágúst en hjaðnað í september var tólf mánaða verðbólga í byrjun október svipuð og í júní. Á þriðja fjórðungi ársins reyndist verðbólga nokkru minni en gert var ráð fyrir í júlísþánni, en var enn langt yfir markmiði Seðlabankans.

Miðað við mælda verðbólgu hafa raunstýrivextir því ótvírætt hækkað. Þeir hafa einnig hækkað umtalsvert á flesta aðra mælikvarða, því að auk verulegrar hækkunar stýrivaxta virðist hafa dregið úr verðbólguvæntingum á mörkuðum og meðal fyrirtækja. Í ágúst voru verðbólguvæntingar heimila hins vegar hinar hæstu frá 2001. Vaxtamunur við útlönd hefur aukist verulega og gengi krónunnar styrkst. Hins vegar hefur miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið að sumu leyti miðað aftur á bak. Að vísu má túlka umtalsverða lækkun á ávöxtun ríkisbréfa til tveggja og fimm ára sem vísbendingu um lægri verðbólguvæntingar, en ávöxtun verðtryggðra bréfa lækkaði einnig uns áhrifa af fyrirhuguðum skattalækkunum fór að gæta. Lækkun ávöxtunarkröfunnar má líklega að nokkru leyti rekja til erlendra fjármálaskilyrða og aukinna vaxtamunarviðskipta, enda hefur gengi ýmissa hávaxtagjaldmiðla hækkað verulega á sama tíma og krónan. Einnig eru aðgerðir ríkisstjórnarinnar til lækkunar matvælavæðs til þess fallnar að beina eftirspurn fjárfesta frá verðtryggðum skuldabréfum og að óverðtryggðum bréfum og þrýsta þannig upp ávöxtunarkröfu verðtryggðu bréfanna og lækka verðbólguálag óverðtryggðu bréfanna.

Að því gefnu að gengi krónunnar gefi ekki verulega eftir á næstu misserum virðast verðbólguhorfur til næstu tveggja ára heldur betri en þegar Seðlabankinn mat þær í sumarbyrjun og töluvert betri horft til skemmri tíma. Það skýrist einkum af nokkru minni verðbólgu á þriðja fjórðungi þessa árs en spáð var í júlí og herra gengi krónunnar en þá var reiknað með. Laun hafa ennfremur hækkað minna en spáð var í byrjun júlí. Á hinn bóginn telst framleiðsluspenna nú hafa verið heldur meiri á síðasta ári en síðast var reiknað með, þótt jafnframt séu vísbendingar um að hraðar muni draga úr henni á þessu og næsta ári. Það snýst hins vegar við árið 2008 enda er stýrivaxtaferill grunnspárinnar nokkru lægri en í síðustu spá en það endurspeglar spá fjárfesta og greiningaraðila um hratt minnkandi aðhaldsstig peningastefnunnar. Verðbólga fer því heldur vaxandi í grunnspánni þegar líður að lokum spátímans en þrátt fyrir það eru verðbólguhorfur til tveggja ára heldur betri en síðast. Verðbólga við lok tveggja ára spátímabilsins er þó enn yfir markmiði Seðlabankans. Í því felast mikilvæg skilaboð. Spáferill sem byggist á peningastefnureglu bendir hins vegar til þess að ná megi markmiðinu með nokkurri viðbótavaxtahækkun.

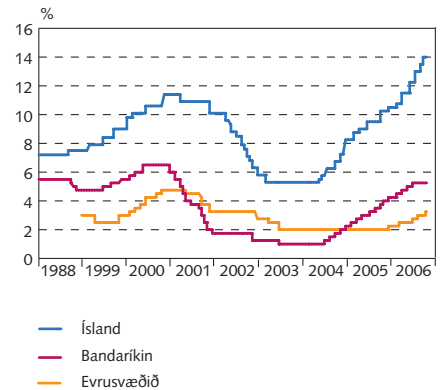
Verðbólguhorfur mjög háðar gengisþróun

Verðbólguhorfur til næstu tveggja ára verður einnig að meta í ljósi þess hve mjög þær eru háðar tiltölulega hagstæðri gengisþróun. Sterkari króna átti nokkurn þátt í hjöðnun verðbólgunnar í september

Mynd IX-1

Stýrivextir seðlabanka

Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 18. október 2006

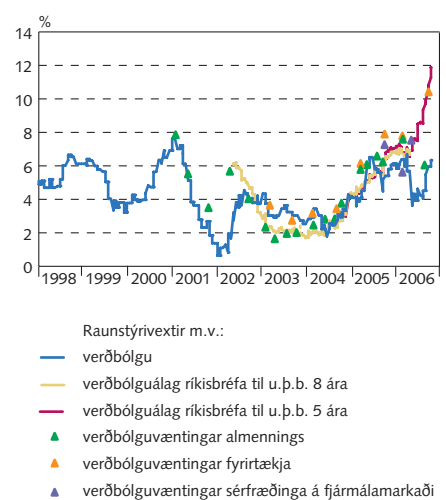


Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-2

Raunstýrivextir

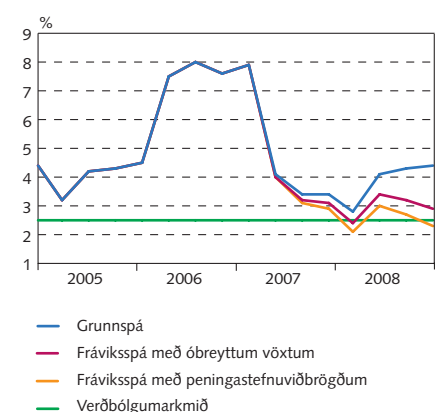
Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 31. október 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-3

Mismunandi verðbólguferlar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein IX-1

Hvað gerist ef gengi krónunnar gefur verulega eftir?

Gengi krónunnar er einn helsti óvissuþáttur þeirra spáferla sem Seðlabankinn birtir í þessu hefti *Peningamála*. Því er spáð með þjóðhagslíkani bankans út frá þeim stýrivaxtaferli sem liggur til grundvallar hverri spá. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að gengi krónunnar lækki smám saman út spátímabilið en í fráviksspánum hækkar það hins vegar nokkuð út spátímabilið enda meira peningalegt aðhald í þeim spám.

Alkunna er að afar erfitt, ef ekki ógerlegt, er að spá fyrir um gengissveiflur. Núverandi aðstæður í þjóðarbúskapnum eru ekki til þess fallnar að gera það auðveldara. Um leið er ljóst að gengisbreytingar geta haft veruleg áhrif í litlu og opnu hagkerfi eins og því íslenska. Óvissa vegna gengispróunar torveldar því spágerð og framkvæmd framsýnnar peningastefnu.

Reynslan sýnir að veður skipast oft skjótt í lofti og óvæntar gengisbreytingar hafa stundum gert niðurstöður spáa gagnslausar og verðbólguáhrif gengislækkunar hafa stundum grafið undan aðhaldi peningastefnunnar á skömmum tíma. Hröð gengislækkun krónunnar fyrr á þessu ári er gott dæmi um það. Mikilvægt er því að gera sér grein fyrir mögulegum áhrifum helstu óvissuþátta á þróun efnahagsmála og taka tillit til þeirra við mótun peningastefnunnar.

Áhrif 20% gengislækkunar á fyrsta fjórðungi næsta árs

Í þessari rammagrein eru skoðuð áhrif þess ef gengi krónunnar lækkaði um 20% á fyrsta fjórðungi næsta árs.¹ Bornir eru saman þrjár spáferlar sem fengnir eru með hermunum þjóðhagslíkansins: Í fyrsta lagi spáferill sem byggist á peningastefnuviðbrögðum án gengisskellsins. Þetta er önnur fráviksspáa, sem rætt er um í megintexta þessa heftis *Peningamála*. Í öðru lagi verðbólguferill sem byggist á sömu forsendu um þróun stýrivaxta en með gengislækkuninni á fyrsta fjórðungi næsta árs. Loks er spáferill sem byggist á því að peningastefnan bregðist við verðbólguáhrifum gengisskellsins með því að herða aðhaldið enn frekar.

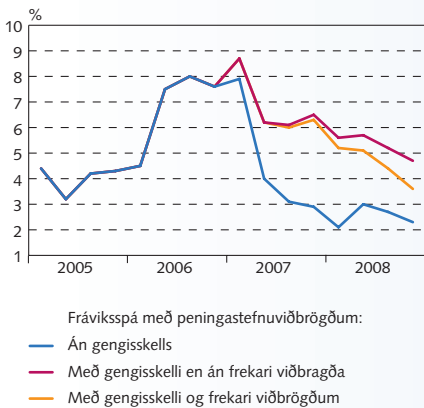
Verðbólga yrði mikil og langvarandi og kallaði á stóruakið peningalegt aðhald...

Ekki kemur á óvart að verðbólguþróunin verður afar óhagstæð ef gengið lækkar um 20% á fyrsta fjórðungi næsta árs. Í stað hraðrar verðbólguhjónunar yrði verðbólga enn um 7% á næsta ári sem er svipað og spáð er fyrir yfirstandandi ár. Ef peningastefnan bregst ekki sérstaklega við gengisskellnum verður hún enn tæp 5% við lok spátímabilsins og verðbólguþrögn Seðlabankans næst ekki fyrr en undir lok þessa áratugar. Ekki er hægt að útiloka að hjónunin tæki enn lengri tíma ef háar verðbólguvæntingar festust í sessi vegna aðgerðaleysis bankans. Því er ljóst að Seðlabankinn gæti aldrei horft aðgerðalaus á slíka framvindu. Verðbólgan hjaðnar hraðar í hermunum þar sem peningastefnan bregst við gengisskellnum, en vegna þess að áhrifa herts aðhalds gætir með þó nokkurri töf er verðbólguþróunin svipuð fram á mitt ár 2008. Verðbólguþrögn næst á fyrri hluta ársins 2009 með því að stýrivextir hækki á örfáum mánuðum í 18% og haldist óbreyttir til ársloka 2008.

... sem gæti leitt til verulegs samdráttar í efnahagslífinu

Gengislækkun hefur jákvæð áhrif á vöxt útflutnings en auknið peningalegt aðhald leiðir til meiri samdráttar innlendrar eftirspurnar, einkum á árunum 2008 og 2009. Útflutningsáhrifin eru þyngrri á metunum á næsta ári og hagvöxtur yrði því meiri á því ári. Samdráttur innlendrar eftirspurnar vegur hins vegar mun þyngra þegar fram í sækir og hagvaxtarhorfur eru mun dekkri upp úr miðju ári 2008 og til loka þessa áratugar í tilviki gengislækkunarinnar.

Mynd 1
Áhrif 20% gengislækkunar á fyrsta ársfjórðungi 2007 á verðbólgu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Í framhaldinu er gengi krónunnar spáð af þjóðhagslíkani Seðlabankans sem gerir ráð fyrir styrkingu krónunnar í kjölfarið, mismikilli eftir því hvaða stýrivaxtaferill er lagður til grundvallar.

og stuðlaði almennt að minni verðbólgu á þriðja fjórðungi ársins en spáð var og hefur það áhrif fram á næsta ár. Afar óvíst er hins vegar hvort styrkur krónunnar stenst til lengdar og reiknað er með í spánni sem birtist í þessu hefti. Alþjóðlegar aðstæður sem leitt hafa til styrkingar ýmissa hávaxtagjaldmiðla gætu auðveldlega gengið til baka (sjá kafla II um ytri skilyrði). Þótt vaxtamunur hafi aukist að undanfögnu kann hækkun erlendra vaxta að draga úr honum á ný að óbreyttum innlendum vöxtum. Ekki síst gætu hærrí vextir í Evrópu og Japan dregið úr vaxtamunarviðskiptum sem haft hafa veruleg áhrif á miðlunarferli peningastefnunnar hér á landi undanfarið ár.

Hækkun erlendra vaxta gæti haft meiri áhrif hér á landi en í flestum öðrum löndum í ljósi þess að nú stefnir í að viðskiptahallinn á þessu ári verði mun meiri en spáð var í júlí. Eftir því sem dýrara verður að fjármagna hallann mun þrýstingur á gengi krónunnar að líkindum aukast. Mikill viðskiptahalli, sem stefnir í fimmtung af landsframleiðslu á þessu ári, kann einnig að vera vísbending um meiri vöxt innlendrar eftirspurnar en til þessa hefur mælst líkt og gerðist árin 2004 og 2005. Því gæti framleiðsluspenna í ár verið vanmetin og þar með verðbólguþrýstingur á næsta ári. Í rammagrein IX-1 er greint frá dæmi þar sem gengisþróunin er óhagstæðari en gert er ráð fyrir í spánum hér að framan og leiðir annaðhvort til langvarandi verðbólguþrýstingar eða töluvert hærri stýrivaxta, fylgi viðbrögð Seðlabankans einfaldri peningastefnureglu.

Peningastefnan tekur ekki mið af skammtímasveiflum í verðbólgu og öðrum vísbendingum

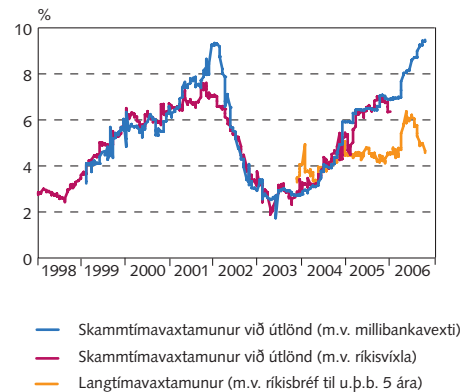
Þessi staða leiðir hugann að því hvert sé æskilegt vægi á milli skammtíma- og langtímasjónarmiða þegar metið er samræmi verðbólguþrýstingar og peningastefnu. Á megináherslan að vera á nýlega verðbólgu, ýmsar samtímasvísendingar um stöðu efnahagsmála, þjóðhags- og verðbólguþrýstingur til miðlungslangs tíma eða hagvísar er vísa lengra fram á veginn, t.d. viðskiptahalla, eignaverðspróun, útlánaþróun og vöxt peningamagns?

Í umfjöllun um peningastefnu Seðlabankans gætir tilhneigingar til þess að gera mjög mikið úr nýjustu upplýsingum á hverjum tíma. Eftir að dró úr verðbólgu í september töldu ýmsir það nægilegt tilefni fyrir Seðlabankann til að slaka strax á aðhaldinu. Mæld verðbólga og ýmsar vísbendingar sem berast með mánaðar- eða meiri tíðni, t.d. vísbendingar af húsnæðismarkaði, eru hins vegar mjög sveiflukenndar. Taka verður tillit til þessara sveiflueiginleika við framkvæmd peningastefnunnar. Því er jafnan nauðsynlegt að bíða frekari staðfestingar áður en stefnunni í peningamálum er kúvent. Þá er mikilvægt að greina hvað liggur að baki mánaðarlegra sveiflna. Hjöðnun tólf mánaða verðbólgu í september var t.d. að verulegu leyti sprottin af grunnáhrifum, þ.e.a.s. af hækkun fyrir ári sem ekki hafði lengur áhrif á tólf mánaða verðbólguþrýsting, og öðrum sveiflum sem ætla má að séu tímabundnar. Ótækt væri að peningastefnan brygðist við slíku skammtímaflökti í verðbólgu, enda getur Seðlabankinn engin áhrif haft á þá verðbólgu sem liðin er.

Þar með er þó ekki staðhæft að nýliðin verðbólga skipti engu máli. Mat á verðbólguhorfum er ekki óháð liðinni verðbólgu. Ákveðin

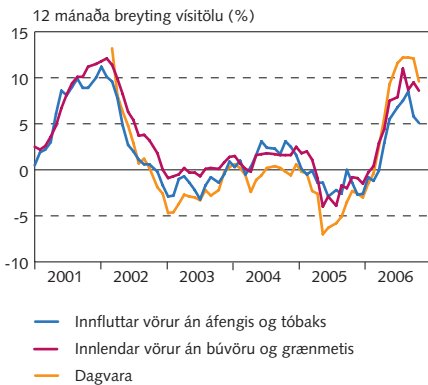
Mynd IX-4
Vaxtamunur við útlönd

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 10. október 2006



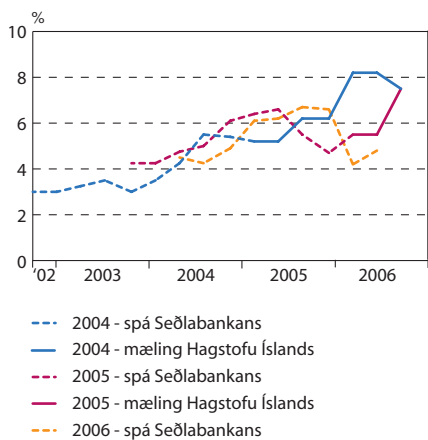
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-5
Vöruverð janúar 2001 - október 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IX-6
Hagvöxtur samkvæmt spám Seðlabankans samanborið við mældan hagvöxt



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

tregða er í verðbólguferlinu sem veldur því að liðin verðbólga, eða a.m.k. undirliggjandi verðbólga, er nokkuð sterk vísbending um framtíðarverðbólgu. Að hluta til er þetta vegna áhrifa liðinnar verðbólgu á verðbólguvæntingar og þess vegna á breytingu launa, gengis og annarra kostnaðarliða. Háar verðbólguvæntingar geta svo stuðlað að hraðari miðlun þessara kostnaðartilefna út í almennt verðlag. Þótt peningastefnunni sé ætlað að vera framsýn standa seðlabankar líkt og aðrir frammi fyrir þeirri óhjákvæmilegu staðreynd að allt það sem vitað er um framtíðina liggur í fortíðinni – í sumum tilvikum jafnvel nokkuð fjarlægri fortíð. Þannig hafa endurskoðaðar upplýsingar um hagvöxt á árunum 2004 og 2005, sem bárust á þessu ári, breytt mati Seðlabankans á verðbólguhorfum töluvert.

Ástæða til að gefa langtímvísbindingum um verðbólgu meiri gaum

Þjóðhagsspár Seðlabankans og verðbólguþspár sem þeim tengjast gegna mikilvægu hlutverki við mótun peningastefunnar. Umtalsverðar breytingar sem oft verða á þjóðhagsreikningum, bæði hérlandis og erlendis, frá fyrstu áætlunum til endanlegra talna fela í sér hættu á skekkjum í spágerðinni, fyrir utan skekkjur sem stafa af ófullkomnum líkönum eða röngu mati sérfræðinga bankans. Að auki er mat á framleiðsluspennu mikilli óvissu undirorpið og því meiri sem nær dregur endamörkum mældra haggagna og matið teygir sig fram á sjálfan spátímann. Stærsti óvissuþátturinn er þó oftast ófyrirsjáanlegar sveiflur í gengi krónunnar, sem á örskömmum tíma geta gjörbreytt verðbólguhorfum, eins og gerðist á þessu ári.

Óvissan sem fólgin er í spánum setur framsýnni peningastefnu veruleg takmörk. Vegna þess hve mikil óvissa er um spánnar kann að vera skynsamlegt að leggja ekki allt sitt traust á þær heldur gefa ýmsum samtímvísbindingum um framvindu efnahagslífsins, t.d. aðstæðum á vinnumarkaði, meiri gaum.¹ Óvissan getur einnig falið í sér rök fyrir því að beina aukinni athygli að ýmsum langtímvísbindingum um verðbólguþrýsting, s.s. útlána- og peningamagnsvexti, framvindu á eignamörkuðum og ekki síst viðskiptajöfnuði. Að sama skapi gefa viðvarandi háar verðbólguvæntingar og hækkan launakostnaðar á framleidda einingu, sem eru langt umfram það sem samrýmist verðbólguþrýstingum bankans, vísbendingu um undirliggjandi langtímvæðbólguvanda.

Þegar Hagstofa Íslands birti endurskoðaðar þjóðhagstölur fyrr í ár varð ljóst að Seðlabankinn hafði verulega vanmetið umsvifin í efnahagslífinu árin 2004 og 2005. Löngu áður lá fyrir að viðskiptahallinn var miklu meiri en líkön bankans höfðu bent til. Enn á ný stefnir í mun meiri halla á viðskiptum við útlönd á árinu 2006 en áætlað var í fyrri spám bankans. Það kann að vera vísbending um að enn einu sinni hafi vöxtur eftirspurnar verið vanmetinn. Viðskiptahalli sem stefnir í u.þ.b. fimmtung landsframleiðslu í ár er einnig ótvíræð vísbending um

1. Margar af þessum vísbendingum eru auðvitað skýribreytur í þjóðhags- og verðbólguvískönum Seðlabankans. Hins vegar hafa þær ekki endilega áhrif á fyrstu mælingar. Þannig gæti ástand á vinnumarkaði gefið vísbendingu um spennu í þjóðarþúskapnum sem hefur enn ekki komið fram í þjóðhagsreikningum og því ekki heldur í mati á framleiðsluspennu.

þrýsting á gengi krónunnar síðar, þótt ekki sé unnt að geta sér til um hvenær hann kemur fram.

Vandasöm tímasetning viðbragða

Vandinn sem Seðlabankinn stendur frammi fyrir er að ákveða hvenær heppilegast verður að bregðast við þeim þrýstingi, því að jafnvel þótt telja verði verulegar líkur á lækkun gengisins í ljósi viðskiptahallans er hvorki hægt að tímasetja hana né gera sér í hugarlund hversu aðhaldssama peningastefnu þarf til þess að verðbólguáhrif gengisaðlögunarinnar verði ekki meiri en samrýmist verðbólguþrýstingnum. Ótímabær viðbrögð gætu orðið til þess að auka á skammtímainnstreymi fjármagns af spákaupmennskutoga sem síðan getur snúist í andhverfu sína á einu andartaki þegar síst skyldi. Á hinn bóginn gætu síðbúin viðbrögð aukið á samdrátt ef gengi krónunnar lækkar um leið og verulega dregur úr umsvifum í þjóðarþúskapnum. Vegna þess að áhrif mikillar og skyndilegrar gengislækkunar á efnahag fyrirtækja og heimila stuðla að samdrætti er þó líklegt að fórnarkostnaður strangs peningalegs aðhalds sé ekki mikill – og ekki útilokað að hann sé minni en enginn, eins og Seðlabankinn hefur áður haldið fram.

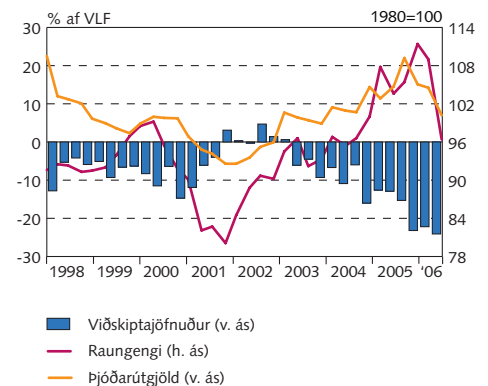
Með hliðsjón af ofangreindu má álykta að þrátt fyrir að formlega sé sjóndeildarhringur peningastefnunnar u.þ.b. tvö ár þurfi peningastefnan að horfa bæði skemmra og lengra fram á veginn. Háar verðbólguvæntingar, sögulega lítið atvinnuleysi, mikil hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og mikill viðskiptahalli benda til þess að umtalsverðs verðbólguþrýstings kunnir að gæta umfram það sem gert er ráð fyrir í spám bankans, ekki aðeins á tveggja ára spátímabilinu heldur hugsanlega einnig síðar. Ekki er sjálfgefið að heppilegast sé að bregðast strax við slíkum framtíðarþrýstingi. Hins vegar hlýtur það að hafa áhrif á ákvarðanir bankans um hvenær hann telur að óhætt verði að lækka stýrivexti. Að sama skapi er ljóst að Seðlabankinn muni bregðast hart við ef þróunin verður önnur en samrýmst getur verðbólguþrýstingnum bankans.

Breytingar á óbeinum sköttum hafa ekki áhrif á peningastefnuna

Ríkisstjórnin hefur nú tilkynnt breytingar á virðisaukaskatti á matvælum o.fl. auk tollalækkana sem að öðru óbreyttu munu leiða til umtalsverðrar lækkunar vísitölu neysluverðs. Skattabreytingar af þessu tagi ættu ekki að hafa áhrif á mótun peningastefnunnar þótt þær hafi áhrif á mælda verðbólgu, enda breyta þær engu um undirliggjandi verðbólgu.² Vegna þess hve mikilvægt er að gera sér grein fyrir undirliggjandi verðbólgu er verðbólguþrýstingnum í sumum löndum byggt á vísitölum kjarnaverðbólgu þar sem áhrifum skattabreytinga hefur verið eytt. Svo er ekki hér á landi. Hin formlega viðmiðun peningastefnunnar er vísitala neysluverðs, en ekki kjarnavísitölunnar sem hér eru reiknaðar. Þær eru hins vegar hafðar til hliðsjónar og leggur

Mynd IX-7

Vöxtur innlendrar eftirspurnar, viðskiptajöfnuður og raungengi 1998-2006

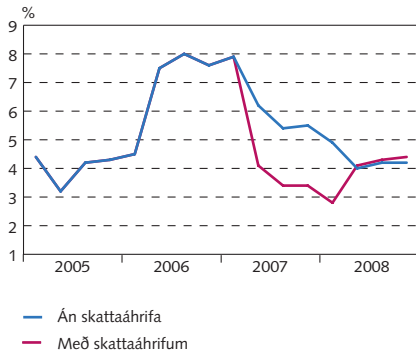


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2. Það sama á við um inngríp stjórnvalda í almenna verðlagsþróun eins og ákvörðun um verðstöðvun á heildsöluverði mjólkurafurða á næstu tólf mánuðum. Seðlabanki Kanada miðar t.d. framkvæmd peningastefnu sinnar við kjarnaverðbólgu sem undanskilur fyrstu áhrif óbeinna skatta. Sjá t.d. Þórarinn G. Pétursson (2002), „Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar“, *Peningamál*, 2002/4, bls. 52-61.

Mynd IX-8

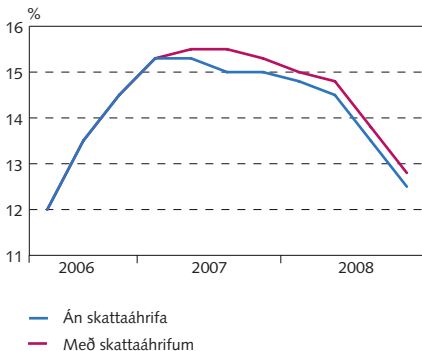
Verðbólguþá út frá grunndæmi með og án skattaáhrifa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-9

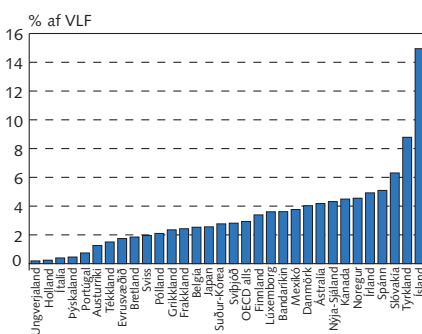
Stýrivextir út frá peningastefnureglu með og án skattaáhrifa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-10

Vöxtur innlendrar eftirspurnar í ríkjum OECD árið 2005



Heimildir: OECD, Reuters EcoWin.

Seðlabankinn sjálfstætt mat á undirliggjandi verðbólgu, eins og fjallað er um í kafla VIII.

Lækkun virðisaukaskatts mun hafa áhrif á mælda verðbólgu á tímabilinu frá öðrum ársfjórðungi 2007 til jafnlengdar árið 2008 (sjá mynd IX-8). Að því tímabili loknu ættu áhrifin að vera hverfandi. Við ákveðnar aðstæður gætu slíkar aðgerðir haft annarrar umferðar áhrif í gegnum launaþróun, en vegna þess að þegar hefur verið samið um töluverðar viðbótarlaunahækkanir virðist ólíklegt að svo verði nú. Ekki er heldur útilokað að verðbólguvæntingar einstaklinga verði fyrir einhverjum áhrifum. Á móti kemur að skattalækkunin eykur kaupmátt og hefur í för með sér að aðhald ríkisfjármála minnkar komi ekki til sérstakra mótvægisáðgerða af hendi stjórnvalda. Þessi eftirspurnaráhrif geta leitt til meiri undirliggjandi verðbólgu.

Eins og sjá má á mynd IX-9 valda þessar aðgerðir því á heildina lítið að Seðlabankinn þarf að halda stýrivöxtum tímabundið hærra, eða sem nemur 0,25-0,5 prósentum, heldur en ella hefði verið. Raunstýrivextir gætu hins vegar orðið mjög háir ef miðað er við vísitölu neysluverðs. Hinn eðlilegi mælikvarði við þessar aðstæður verður hins vegar undirliggjandi verðbólga þar sem bein áhrif skattalækkana hafa verið dregin frá.

Auk þess að lækka neysluskatt mun minna aðhald í opinberum framkvæmdum en áður var tilkynnt og ef af yrði rýmkun útlánareglna Íbúðalánasjóðs ýta undir eftirspurn á næstu misserum. Þetta er ótímabær slökun á aðhaldi.

Eru stýrivextir óeðlilega háir?

Seðlabankinn hefur verið gagnrýndur fyrir að hafa hækkað stýrivexti meira en góðu hófi gegnir. Aðhald stýrivaxta verður hins vegar að meta í ljósi efnahagslegra aðstæðna. Hvort heldur horft er til vaxtar landsframleiðslu, innlendrar eftirspurnar, viðskiptahalla eða atvinnuleysis sker efnahagsþróunin á Íslandi sig úr því sem gerist meðal annarra þróaðra landa. Verðbólgan er einnig mun meiri. Í því ljósi eru stýrivextir á Íslandi ekki sérstaklega háir. Ísland er vissulega í hópi landa þar sem raunstýrivextir eru hvað hæstir, en sker sig ekki úr í samanburði við lönd sem búa við svipaða verðbólgu og eiga að baki langvarandi verðbólguvanda.³

Hámark stýrivaxta gæti verið í augsýn en lengra er í að þeir verði lækkaðir

Frávíksspá með peningastefnureglu sem miðast við að verðbólgu-markmiðið náist á spátímanum bendir til þess að stýrivextir þurfi að hækka í rúmlega 15% og haldast þar um tíma. Í annarri frávíksspá þar sem gert er ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum út tímabilið verður verðbólga heldur meiri, en munurinn er tiltölulega lítill. Í frávíksspá með peningastefnureglu er hins vegar hægt að lækka stýrivexti fyrr

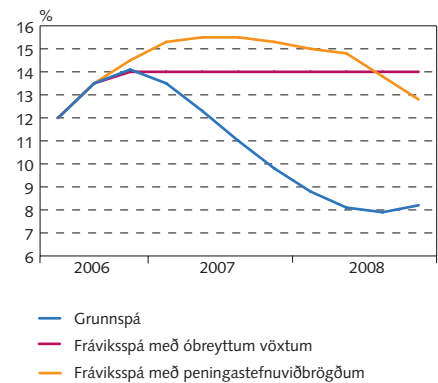
3. Sem dæmi má nefna Brasilíu, þar sem raunstýrivextir eru rúmlega 10%, og Tyrkland, þar sem raunstýrivextir eru um 7½%. Miðað við 14% stýrivexti Seðlabanka Íslands og rúmlega 7% verðbólgu eru raunstýrivextir hér á landi tæplega 7%. Við samanburð á stýrivöxtum milli landa og við aðra markaðsvexti þarf einnig að umbreyta stýrivöxtum í flata vexti (forvexti) en þeir vextir eru núna um 13,1% hér á landi.

og hraðar. Nú virðist þurfa mun lægri stýrivexti til þess að ná markmiðinu en reiknað var með sl. sumar. Þótt vextir þurfi enn að hækka samkvæmt frávíksspá má því segja að sjái fyrir endann á vaxtahækkunarferlinu. Þessi mikli munur undirstrikar auðvitað þá óvissu sem jafnan ríkir um spárnar.

Að því mun koma að aðstæður skapist til að lækka stýrivexti. Sá tími er þó enn nokkuð langt undan. Að gefnum stýrivaxtaferlinum sem grunnspáin gengur út frá næst verðbólgu markmiðið ekki á næstu tveimur árum, jafnvel þótt gengisbreytingar séu hóflegar. Þá verður einnig að hafa í huga að þótt dregið hafi úr vexti eftirspurnar er slíkt ójafnvægi enn til staðar í þjóðarbúskapnum að næsta víst má telja að hratt minnkandi vaxtamunur við útlönd hefði í för með sér verulega gengislækkun krónunnar með tilheyrandi verðbólguáhrifum. Forsenda þess að hægt sé að lækka vexti umtalsvert án þess að fórna verðbólgu markmiðinu er að Seðlabankinn hafi náð tókum á verðbólgu og verðbólguvæntingum. Það gerist tæplega nema innlend eftirspurn dragist nægilega mikið saman til þess að hún samrýmist framleiðslugetu og ytri jöfnuður komist í sjálfbært horf.

Þegar verðbólguhorfur hafa batnað nægilega til þess að unnt verði að lækka stýrivexti mun Seðlabankinn að óbreyttu taka fyrstu skrefin af varfærni. Því hefur verið haldið fram að brýnt sé að Seðlabankinn lækki vexti hratt á næsta ári eða jafnvel fyrr, í því skyni m.a. að verða fær um að auka aðhald á ný ef stórframkvæmdir hefjast árið 2008. Þessar staðhæfingar byggjast á misskilningi. Hafi vextir bankans verið óþarflega háir í aðdraganda slíkra framkvæmda þýðir það einfaldlega að minni eða engin þörf verður fyrir hækkun þeirra þegar ný fjárfestingarbylgja ríður yfir, enda hefði slík stefna skapað meira rými fyrir framkvæmdirnar en ella. Aðhaldið er spottið af því hversu háir vextirnir eru á hverjum tíma en ekki af vaxtabreytingum sem slíkum.

Mynd IX-11
Mismunandi stýrivaxtaferlar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla IX-1 Útgáfudagar Peningamála og vaxtaákvörðunardagar
2006 - 2007

Dagsetning vaxtaákvörðunar	Greinargerð	Vikur frá síðasta vaxtaákvörðunardegi
21. desember 2006	Fréttatilkynning	7
8. febrúar 2007	Fréttatilkynning	7
29. mars 2007	Peningamál 2007/1	7
17. maí 2007	Fréttatilkynning	7
5. júlí 2007	Peningamál 2007/2	7
6. september 2007	Fréttatilkynning	9
1. nóvember 2007	Peningamál 2007/3	8

Verðbólgu markmiðið áfram í fyrirrúmi

Þótt verðbólguhorfur hafi batnað frá miðju ári er lækkun stýrivaxta ekki í auglýsni. Eins og getið var hér að framan eru enn vísbendingar um að stýrivextirnir þurfi að hækka nokkuð enn eigi verðbólgu markmiðið að nást innan tveggja ára. Sýn Seðlabankans á horfur í vaxtamálum er því töluvert önnur en birtist í stýrivaxtaspám sumra greinenda, sem gert hafa ráð fyrir hraðri lækkun stýrivaxta snemma á næsta ári, jafnvel þótt það sé talið leiða til aukinnar verðbólgu síðar. Að mati Seðlabankans væri slík framvinda með öllu óviðunandi. Markmið pen-

ingastefnunnar er varanlegur verðstöðugleiki, ekki aðeins tímabundin verðbólguhjöðnun. Í samræmi við lagalegar skyldur bankans verður verðbólguþakmiðið í fyrirrúmi við framkvæmd peningastefnunnar. Seðlabankinn er einnig sannfærður um að þannig sé langtímahagsmunum þjóðarinnar best borgið. Reynist það nauðsynlegt til þess að tryggja framgang verðbólguþakmiðsins mun Seðlabankinn hækka vexti frekar og ekki lækka þá fyrr en hann verður sannfærður um að slíkt samrýmist verðbólguþakmiðinu til langframa.

Viðauki 1

Miðlunarferli peningastefnu í Þjóðhagslíkani Seðlabankans

Þjóðhagslíkan Seðlabankans er mikilvægt tæki til að leggja mat á framvindu efnahagsmála og meta áhrif aðgerða Seðlabankans. Í því tiliti skiptir sköpum að miðlunarferli peningastefnunnar sé vel skilgreint í líkaninu. Í þessari rammagrein er litið á hvernig miðlunarferli peningastefnunnar lítur út í nýju ársfjórðungslegu þjóðhagslíkani Seðlabankans, sem gengur undir skammstöfuninni QMM (Quarterly Macroeconomic Model).¹

Miðlunarferli peningastefnu lýsir því hvernig vaxtabreytingar seðlabanka hafa áhrif á vexti á fjármálamarkaði, eignaverð, gengi gjaldmiðils, neyslu- og fjárfestingarákvarðanir einstaklinga og fyrirtækja og með því heildareftirspurn, verðbólguvæntingar og að lokum verðbólgu.² QMM hefur á að skipa öllum helstu farvegum miðlunarferlis peningastefnu.³ Niðurstöður hermana með líkaninu gefa til kynna að miðlunarferli peningastefnunnar í QMM sé í góðu samræmi við niðurstöður fyrri rannsókna á miðlunarferlinu hérlendis og reynslu annarra þjóða.

Peningastefnureglur

Stýrivextir fylgja einfaldri peningastefnureglu í QMM.⁴ Í flestum tilvikum er um svokallaða Taylor-reglu (sjá Taylor, 1993, 1999) að ræða þar sem stýrivextir víkja frá jafnvægisvöxtum eftir því sem verðbólga víkur frá verðbólgu markmiði og eftirspurn víkur frá framleiðslugetu.⁵ Stýrivextir í QMM geta einnig fylgt svokallaðri Orphanides-reglu (sjá Orphanides o.fl., 2000) sem er útgáfa af Taylor-reglu sem byggist á mismun hagvaxtar og vaxtar framleiðslugetu í stað framleiðsluspennustigsins sjálfs. Við fyrstu sýn virðist þetta ekki skipta miklu máli en niðurstöður rannsókna benda til að minni óvissa umlyki mat á vexti framleiðslugetunnar en stigi hennar (sjá Orphanides, 2003). Erceg og Levin (2003) meta peningastefnureglu af þessu tagi og telja hana lýsa betur hegðun bandaríska seðlabankans en hefðbundin Taylor-regla.

1. Í viðauka 1, bls. 59-61, í *Peningamálum* 2006/1 er stutt kynning á ársfjórðungslíkani Seðlabankans og samanburður við eldra líkan bankans. Ítarlega er gerð grein fyrir nýju líkani bankans í grein Ásgeirs Daníelssonar, Lúðvíks Eliássonar, Magnúsar F. Guðmundssonar, Björns Haukssonar, Ragnhildar Jónsdóttur, Þorvarðar T. Ólafssonar og Þórarins G. Péturssonar (2006).
2. Ítarlega umfjöllun um miðlunarferli peningastefnunnar er að finna í grein Þórarins G. Péturssonar (2001).
3. Væntingafarvegurinn, sem lýsir áhrifum peningastefnu á væntingar markaðsaðila um stýrivexti, gengi og verðbólgu í framtíðinni, er þó nokkrum takmörkunum háður í núverandi mynd líkansins. Í því eru heldur engin fjármálahröðunaráhrif enda erfitt að gera grein fyrir hrakvals- og freistnivandamálum í líkani af þessu tagi.
4. Við spágerð í tengslum við útgáfu *Peningamála* eru einnig gerðar spár sem byggjast á tveimur öðrum stýrivaxtaferlum: Annars vegar spá sem byggist á forsendu um óbreytta stýrivexti á spátímabilinu og hins vegar spá sem byggist á stýrivaxtaferli sem endurspeglar væntingar markaðs- og greiningaraðila um þróun stýrivaxta á spátímabilinu. Hin síðarnefnda hefur verið grunnspá bankans frá *Peningamálum* 2006/2 en fram að því þjónaði sú fyrrnefnda sem grunnspá.
5. Í rammagrein 5, bls. 23-25, í *Peningamálum* 2002/2 er nánari umfjöllun um Taylor-reglu.

Áhrif á vexti

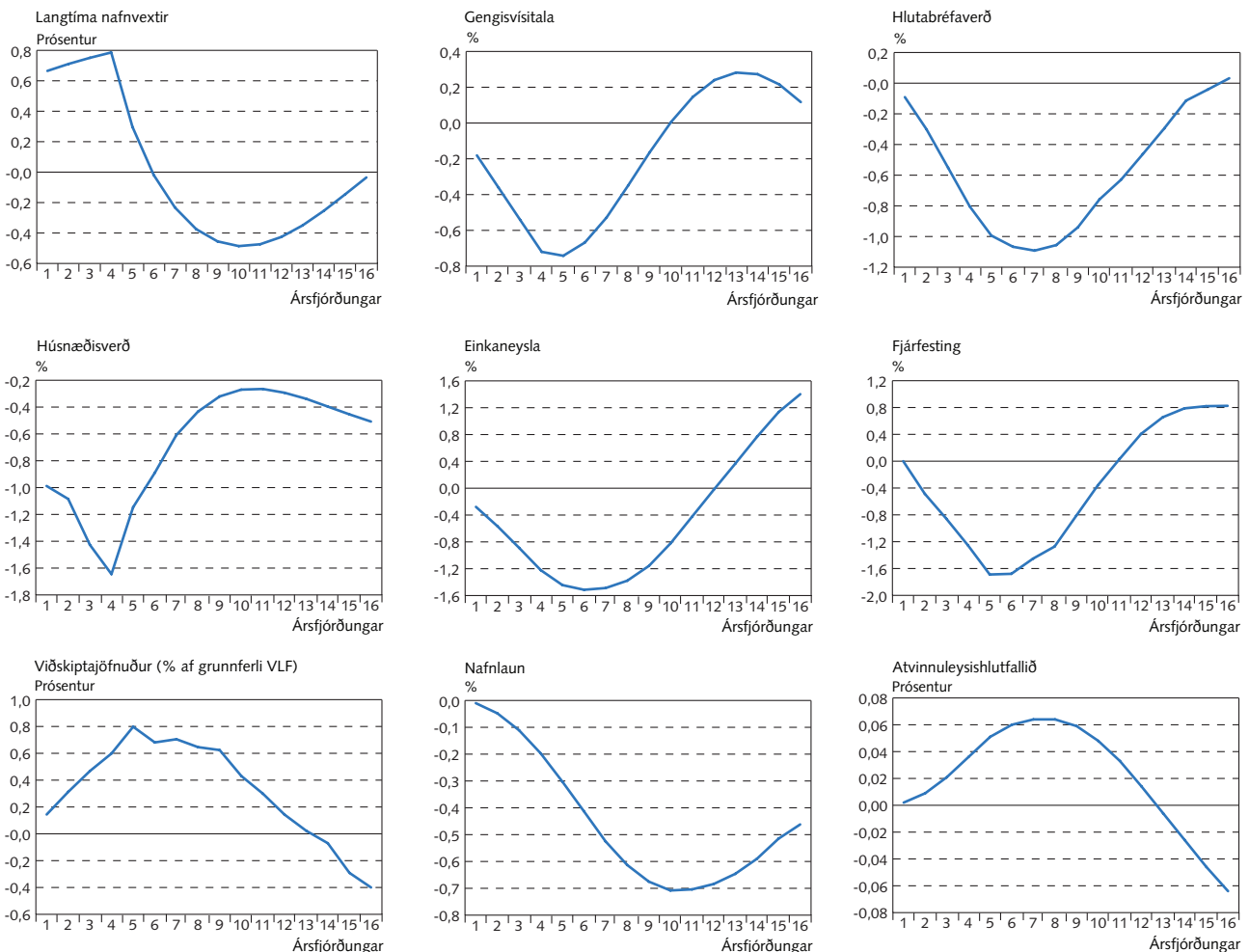
Til að bregða upp mynd af miðlunarferlinu í QMM má líta á niðurstöður hermunar á áhrifum ófyrirséðrar hækkunar stýrivaxta um 1 prósentu sem endist í eitt ár. Stýrivextir fylgja því peningastefnureglu en eru einni prósentu hærri í eitt ár en hún kveður á um.⁶

Áhrif stýrivaxta á markaðsvexti eru oft nefnd meginmiðlunarferli peningastefnunnar. Í QMM er ekki gerður greinarmunur á stýrivöxtum og vöxtum skammtímaverðbréfa á peningamarkaði.⁷ Í líkaninu leiðir hækkun stýrivaxta til hækkunar langtímanafnvaxta sem hækka samtundis um 0,7 prósentur en eftir það halda áhrif hækkunarinnar áfram að seytlast inn uns þau ná hámarki eftir rúmt ár í um 0,8 prósentna hækkun.

6. Rétt er að hafa í huga að myndunum er einungis ætlað að gefa einfalda mynd af raunverulegum áhrifum peningastefnunnar sem geta verið mismunandi hverju sinni. Þær er því ekki hægt að nota til að spá blint fyrir um það hvernig hagkerfið bregst ávallt við breytingum á peningastefnunni.
7. Rannsóknir á tengslum stýrivaxta og skammtímavaxta á markaði benda til þess að hækkun stýrivaxta skili sér nær samtundis í hækkun millibanka- og ríkisvaxta þótt hækkunin sé ekki alltaf jafnmikil.

Mynd 1

Viðbrögð ýmissa hagstærða við 1 prósentu hækkun stýrivaxta í eitt ár (frávik frá grunnþæmi)



Hækkun stýrivaxta leiðir einnig til tímabundinnar hækkunar verðtryggðra langtímavaxta í líkaninu, ef breyttar verðbólguvæntingar veða ekki þyngra á metunum. Verðtryggðir vextir skipta mestu máli fyrir útgjalda- og fjárfestingarákvarðanir einstaklinga og fyrirtækja. Hækkun þeirra dregur smám saman úr bæði einkaneyslu og fjárfestingu í líkaninu. Heildareftirspurnin dregst því saman og sömuleiðis þrýstingur á notkun framleiðsluþátta, sem er mældur með framleiðsluspennu. Samdráttur heildareftirspurnar leiðir einnig til minni eftirspurnar eftir innfluttri vöru og þjónustu, meira atvinnuleysis og minni húsnæðiseftirspurnar. Lægri framleiðsluspenna dregur að lokum úr verðbólguþrýstingi, hvort sem um verð neysluvara er að ræða eða verð húsnæðis og vinnuafis (þ.e. launa).

Í líkaninu er einnig tekið tillit til svokallaðra annarrar umferðar áhrifa þegar fyrirtæki og einstaklingar, sem urðu ekki fyrir beinum áhrifum vaxtahækkunarinnar, verða einnig fyrir áhrifum. Þessi áhrif birtast m.a. í því að samdráttur heildareftirspurnar leiðir til lækkunar launatekna heimila og því ráðstöfunartekna þeirra í líkaninu.

Áhrif á eignaverð

Eins og sjá má á mynd 1 leiðir hækkun stýrivaxta um 1 prósentu til lækkunar bæði hlutabréfa- og húsnæðisverðs í líkaninu. Hermunin gefur til kynna að áhrif stýrivaxta á húsnæðisverð nái hámarki eftir u.þ.b. eitt ár en tvö ár fyrir hlutabréfaverð. Lækkun hlutabréfaverðs og markaðsvirðis langtímaskuldabréfa leiðir til minni fjármálaauðs heimila. Lækkun húsnæðisverðs dregur jafnframt úr íbúðafjárfestingu og hvort tveggja stuðlar að samdrætti húsnæðisauðs heimila. Heildarauður heimila minnkar því fyrir tilstilli vaxtahækkunarinnar. Það dregur úr einkaneyslu og því heildareftirspurn.

Áhrif á gengi

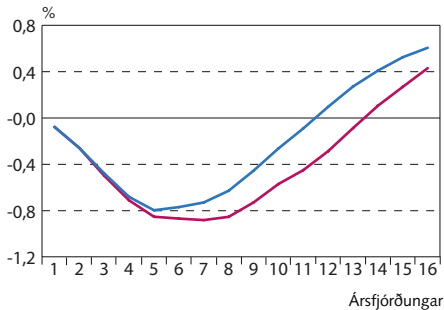
Áhrif stýrivaxtabreytinga á gengi gjaldmiðils eru mjög mikilvæg í miðlunarferli peningastefnu í litlu opnu hagkerfi eins og því íslenska. Í QMM stuðlar hækkun stýrivaxta um 1 prósentu að gengisstyrkingu krónunnar sem leiðir til skammvinnrar hækkunar raungengis þar sem innlent verðlag bregst seinna við. Gengi krónunnar styrkist samstundis um 0,2% og heldur áfram að styrkjast uns það nær hámarki um 0,8% sterkara en fyrir hækkunina. Þessi þróun er ekki í takt við óvarið vaxtajafnvægi sem gerir ráð fyrir að gengið styrkist strax um 1% og veikist svo smám saman þannig að vænt ávöxtun erlendra og innlendra fjáreigna sé jöfn. Hins vegar er hún í samræmi við niðurstöður alþjóðlegra rannsókna og fyrri rannsókna á miðlunarferlinu héraendis (sjá Eichenbaum og Evans, 1995, og Þórarinn G. Pétursson, 2001).

Gengisstyrkingin dregur úr útflutningsmagni og útflutningsverðlag í innlendum gjaldmiðli lækkar. Eftirspurn eftir innlendum vörum í samkeppni við innfluttar vörur, sem hafa lækkað í verði, dregst sömuleiðis saman. Eftirspurn er þannig beint út úr þjóðarbúskapnum og verðbólguþrýstingur minnkar. Líkanið leitast einnig við að taka tillit til annarrar umferðar áhrifa sem birtast í því að geta fyrirtækja til lánsfjáröflunar, fjárfestingar og launahækkana dregst saman. Að lokum hefur gengisstyrkingin bein áhrif á verðlag innfluttrar vöru og þjónustu og þar með verðbólgu í líkaninu.

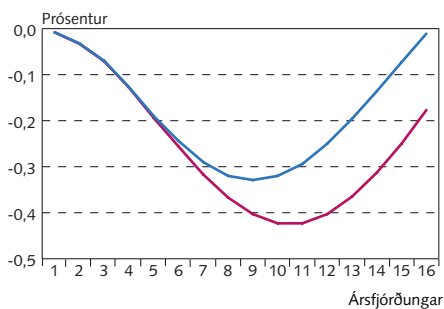
Mynd 2

Viðbrögð við 1 prósentu hækkun stýrivaxta í eitt ár

Landsframleiðsla (frávik frá grunnþæmi)



Verðbólga (frávik frá grunnþæmi)



— Taylor-regla
— Orphanides-regla

Áhrif á efnahagsumsvif og verðbólgu

Áhrifa 1 prósentu hækkunar stýrivaxta á framleiðslustig hagkerfisins fer að gæta eftir u.þ.b. einn ársfjórðung en þau ná hámarki eftir um fimm ársfjórðunga og er framleiðslustigið þá um 0,8% lægra en ella. Áhrif á einkaneyslu og fjárfestingu eru enn meiri en birtast í heildarframleiðslustiginu þar sem áhrifin á viðskiptajöfnuð eru jákvæð. Áhrif stýrivaxtahækkunarinnar á verðbólgu koma seinna fram og er það í samræmi við niðurstöður rannsókna. Verð er tregbreytanlegt og verðbólga helst nær óbreytt fyrstu þrjú ársfjórðungana í kjölfar aukins peningalegs aðhalds. Eftir það minnkar hún og hjöðnun hennar nær hámarki eftir um níu ársfjórðunga þegar verðbólga er 0,3-0,4 prósentum lægri en ella, eftir því við hvora peningastefnuregluna er miðað. Þessar niðurstöður eru einnig í góðu samræmi við lærdóm fyrir rannsókna fyrir Ísland og önnur lönd.

Heimildir

- Ásgeir Daniélfsson, Lúðvík Elíasson, Magnús F. Guðmundsson, Björn Hauksson, Ragnhildur Jónsdóttir, Þorvarður T. Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2006). „QMM: A Quarterly Macroeconomic Model of the Icelandic Economy“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, útgáfa væntanleg.
- Erceg, Christopher, og Andrew T. Levin, (2003). „Imperfect Credibility and Inflation Persistence“, *Journal of Monetary Economics*, 50, 915-944.
- Orphanides, Athanasios, (2003). „The Quest for Prosperity without Inflation“, *Journal of Monetary Economics*, 50, 633-663.
- Orphanides, Athanasios, Richard D. Porter, David Reifschneider, Robert Tetlow, og Frederico Finan, (2000). „Errors in the Measurement of the Output Gap and the Design of Monetary Policy“, *Journal of Economics and Business*, 52, 117-141.
- Taylor, John B., (1993). „Discretion versus Policy Rules in Practice“, *Carnegie-Rochester Conferences on Public Policy*, 39, 195-214.
- Taylor, John B. (ritstjóri), (1999). *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, Chicago.
- Þórarinn G. Pétursson, (2001). „Miðlunarferli peningastefnunnar“, *Peningamál* 2001/4, bls. 59-74.

Viðauki 2

Skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabanka Íslands

Seðlabankinn hefur birt verðbólguþátt tvö ár fram í tímann í *Peningamálum* frá því að formlegt verðbólguþáttmið var tekið upp í mars árið 2001. Seðlabankinn birtir nú verðbólguþátt til tveggja ára þrisvar á ári að gefinni forsendu um stýrivaxtaþróun.

Jafnan ríkir mikil óvissa um efnahagsframvinduna. Því leggur Seðlabankinn ekki síður áherslu á áhættumat spánna en einstök spáð gildi þegar bankinn metur verðbólguhorfur. Við ákvarðanir í peningamálum er horft til alhliða mats á efnahagshorfum þar sem spár eru mikilvæg vísbending en ekki sú eina. Meginverðbólguþáttinn er aðeins ein af mörgum hugsanlegum útkomum. Líklegast er að verðbólgan verði nálægt meginverðbólguþáttinn gangi forsendur spárinnar eftir en búast má við verulegum frávikum, sérstaklega ef lykilorðforsendur spárinnar breytast.

Liður í áhættumatinu er mat á líkindadreifingu verðbólguþáttarinnar, þ.e.a.s. áætlaðar líkur á mismunandi útkomum á verðbólgu í framtíðinni. Þar er horft á undirliggjandi áhrifaþætti verðbólguþróunarinnar sem geta leitt til frávikna frá meginferli spárinnar. Sem dæmi um slíka óvissuþætti má nefna alþjóðlega efnahagsþróun, innlenda eftirspurn og þróun á fjármála- og gjaldeyrismörkuðum. Útreikningi á líkindadreifingu verðbólguþáttanna er lýst nánar í viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1. Vegna þess að verðbólga og óvissa um verðbólguþróun hefur verið mikil undanfarin ár er hugsanlegt að notkun sögulegra spáskekkna leiði til ofmats á þeirri óvissu sem framundan er, eða muni a.m.k. gera það síðar. Greining á fyrri spám er gagnleg til að varpa ljósi á hversu stórt hlutverk þær ættu að leika við ákvarðanir í *Peningamálum*. Því má þó ekki gleyma að ákvarðanir sem getið er um í *Peningamálum* miða oft að því að koma í veg fyrir að spárnar standist.

Einu sinni á ári birtir Seðlabankinn samantekt á skekkjum í verðbólguþátt sínum miðað við ýmsa mælikvarða, síðast í *Peningamálum* 2005/2. Þá er gerð úttekt á óvissubili spárinnar með dreifingu mældrar verðbólgu eftir að bankinn tók upp verðbólguþáttmið. Enn sem komið er byggist mat á staðalfrávikum spáskekkna á tiltölulega fáum mælingum, en áreiðanlegra mat ætti að fást þegar fram líða stundir. Allt þar til í síðasta hefti *Peningamála* var í grunnspá gengið út frá að stýrivöxtum yrði haldið óbreyttum á spátímanum en það gerir samanburð við fyrri spár erfiðari.

Seðlabankinn hefur birt verðbólguþátt allt að einu ári fram í tímann um árabíl. Tafla 1 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólguþáttum Seðlabankans allt að fjóra ársfjórðunga fram í tímann frá árinu 1994. Meðalskekkja (bjögun) sýnir meðalfrávik verðbólguþátt frá eiginlegri verðbólgu og þannig hvort verðbólgu hefur kerfisbundið verið of- eða vanspáð. Samkvæmt þeim mælikvarða hefur verðbólgu verið vanspáð tvo, þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann, og því meira því

lengra sem horft er fram í tímann. Staðalfrávik er mælikvarði á hversu langt spágildi er frá réttu gildi að meðaltali. Frávik frá réttu meðaltali eykst eftir því sem spárnar ná lengra fram í tímann, sem endurspeglar meiri óvissu eftir því sem horft er lengra fram á veginn.

Tafla 1 Skekkjur í verðbólguþám Seðlabankans frá 1. ársfj. 1994

	Einn ársfj.	Tvo ársfj.	Þrjú ársfj.	Fjóra ársfj.
Meðalskekkja	0,0	-0,2	-0,3	-0,5
Staðalfrávik	0,4	0,9	1,4	1,6

Tafla 2 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik spáskekkna frá öðrum fjórðungi ársins 2001, annars vegar eitt og hins vegar tvö ár fram í tímann en alls hafa nú verið birtar átján verðbólguþám sem ná fjóra ársfjórðunga fram í tímann og fjórtán spár sem ná átta ársfjórðunga fram í tímann og hægt er að bera saman við tölur um raunverulega verðbólgu. Verðbólgu hefur verið vanspáð meira ef lítið er tvö ár fram í tímann en eitt ár fram í tímann, en munurinn er ekki mikill.

Tafla 2 Skekkjur í verðbólguþám Seðlabankans frá 2. ársfj. 2001

	Fjöldi mælinga	Meðalskekkja (%)	Staðalfrávik (%)
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	18	-0,6	1,6
Átta ársfjórðungar fram í tímann	14	-0,9	1,7

Miðað við síðustu athugun á spáskekkjum, sem birtist í *Peningamálaum* 2005/2, hefur meðalskekkja aukist bæði eitt og tvö ár fram í tímann. Staðalfrávik eitt ár fram í tímann hefur þó minnkað um 0,3 prósentur en aukist um 0,5 prósentur horft tvö ár fram í tímann. Staðalfrávik er nú meira ef lítið er til tveggja ára en til eins árs, en því var öfugt farið við síðustu athugun á spáskekkjum. Þrátt fyrir að nú séu fleiri mælingar en í síðustu athugun er úrtakið enn of lítið til að hægt sé að draga víðtækar ályktanir af niðurstöðunum með nokkurri vissu.

Tafla 3 sýnir dreifingu mældrar verðbólgu með tilliti til verðbólguþám annars vegar fjóra og hins vegar átta ársfjórðunga fram í tímann. Ef úrtak verðbólguþáa væri nægilega stórt mætti vænta þess að helmingur spánna yrði innan 50% óvissubils, þrír fjórðu innan 75% óvissubils og níu af hverjum tíu innan 90% óvissubils líkindadreifingarinnar. Samanburður á dreifingu spáskekkna og gefinni líkindadreifingu leiðir í ljós að hin raunverulegu hlutföll eru lægri þegar horft er til verðbólguþáa Seðlabankans fjóra ársfjórðunga fram í tímann en hærri átta ársfjórðunga fram í tímann.

Af sextán spám sem ná eitt ár fram í tímann eru einungis fimm innan 50% óvissubils (31% tilvika). Níu mælingar liggja innan 75% óvissubilsins (56% tilvika) og tólf innan 90% óvissubils (75% til-

Tafla 3 Dreifing mældrar verðbólgu með tilliti til verðbólguþám

	Fjöldi mælinga	50%	75%	90%
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	16 ¹	5 (31%)	9 (56%)	12 (75%)
Átta ársfjórðungar fram í tímann	12	6 (50%)	11 (90%)	12 (100%)

1. Í *Peningamálaum* 2004/1 og 2004/3 var einungis birt punktspá. Því er um 16 mælingar að ræða í töflu 3 samanborið við 18 í töflu 2.

vika). Af spánum tólf sem ná tvö ár fram í tímann eru sex innan 50% óvissubilsins (50% tilvika), ellefu innan 75% bilsins (90% tilvika) og allar tólf innan 90% óvissubils. Verðbólga var því nær miðju líkindadreifingarinnar en búist var við og dreifingin sagði til um. Hafa verður þó í huga að tiltölulega fáar mælingar liggja hér að baki, auk þess sem líkindadreifingar verðbólgu spáa frá mismunandi tímum eru háðar þar sem þær skarast.

Samanburður á verðbólgu spám Seðlabankans og greiningaraðila

Ef verðbólgu spár Seðlabankans, fjármálaráðuneytisins og greiningaraðila eru bornar saman kemur í ljós að spárnar eru oftast á svipuðu reki, eins og sjá má í töflu 4. Árið 2004 spáðu greiningaraðilar að meðaltali að verðbólga yrði 3% að ári liðnu og fjármálaráðuneytið spáði á sama tíma 3,3% verðbólgu á árinu 2005. Seðlabankinn var sömu skoðunar og spáði að meðaltali árið 2004 að verðbólga yrði 3,3% að ári liðnu að gefnum forsendum um óbreytta stýrivexti og gengi (tekið er meðaltal af útgefnum spám yfir tiltekið ár). Verðbólga milli ársmeðaltala reyndist vera 4% árið 2005. Greiningaraðilar spáðu hins vegar að meðaltali árið 2004 að verðbólga yrði 3,6% á árinu 2006 en fjármálaráðuneytið spáði á sama tíma 3,3% verðbólgu tvö ár fram í tímann. Seðlabankinn gerði ráð fyrir 3,2% verðbólgu á árinu 2006 að gefnum forsendum um óbreytta stýrivexti og gengi.

Árið 2005 spáðu greiningaraðilar að meðaltali 4,3% verðbólgu eitt ár fram í tímann en fjármálaráðuneytið 3,7% verðbólgu. Grunnspá Seðlabankans að gefnum forsendum um óbreytta stýrivexti og gengi hljóðaði upp á 3,2% verðbólgu á árinu 2006. Nú stefnir í að verðbólga verði tæp 7% á árinu 2006.

Tafla 4 Samanburður á verðbólgu spám

	Spár árið 2004	
	1 ár fram í tímann	2 ár fram í tímann
Greiningaraðilar	3,0	3,6
Fjármálaráðuneytið	3,3	3,3
Seðlabankinn	3,3	3,2
Hagstofa Íslands – mæld verðbólga	4,0	-

	Spár árið 2005	
	1 ár fram í tímann	2 ár fram í tímann
Greiningaraðilar	4,3	5,3
Fjármálaráðuneytið	3,7	3,7
Seðlabankinn	3,2	3,7

Aukin bjartsýni á innlendum mörkuðum

Bjartsýni hefur einkennt þróun innlendra markaða frá síðari hluta júnímánaðar. Gengisvísitala krónunnar hefur lækkað um nálægt 10 af hundraði og innlendum hlutabréfamarkaður hækkað um 20% á sama tíma. Fyrstu gjalddagar jöklabréfa voru um miðjan september og virtust ekki hafa teljandi áhrif á gjaldeyrismarkaði. Þrír stærstu viðskiptabankarnir tilkynntu allir að þeir hefðu tryggt endurfjármögnun sína út árið 2007 en þá falla samanlagt rúmlega 11 ma. evra af erlendum lánum bankanna í gjalddaga. Kraftur færðist í vaxtamunarviðskipti á tímabilinu og nokkuð hefur verið um útgáfu nýrra krónubréfa hjá erlendum aðilum. Útboð á hlutabréfum í Exista heppnaðist vel og hefur félagið verið skráð í Kauphöllina. Icelandair var selt frá FL Group til hóps innlendra fjárfesta og verður einnig skráð á markað. Seðlabankinn hækkaði vexti í þriggung, um samtals 1,75 prósentur og hafa verðbólguvæntingar lækkað frá miðju ári.

Alþjóðlegt viðskiptaumhverfi

Vel hefur árað í heimsbúskapnum undanfarin misseri. Nokkuð hefur þó dregið úr þeirri bjartsýni sem var ríkjandi á fyrri hluta ársins. Óvissa er um framhaldið varðandi vaxtabreytingar bandaríska seðlabankans en þar togast á lakari hagvaxtarhorfur og aukinn verðbólguþrýstingur. Húsnæðismarkaður er tekinn að kólna í Bandaríkjunum og er jafnvel talið að það geti orðið dragbitur á hagvöxt á næstu misserum.

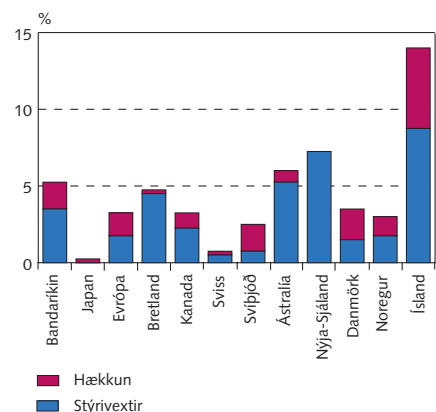
Evrópski seðlabankinn hefur hækkað vexti um 1,25 prósentur á þessu ári til að stemma stigu við auknum verðbólguþrýstingi. Hagvöxtur hefur verið vaxandi á svæðinu en þróun mála ræðst ekki síst af framvindunni í Þýskalandi. Boðaðar skattahækkningar þar í landi á næsta ári gætu dregið úr hagvexti og enn er ekki að sjá neinar breytingar á skipulagi hins ósveigjanlega vinnumarkaðar sem talinn er standa í vegi fyrir framförum þar.

Í Japan hækkaði seðlabankinn vexti í sumar úr núlli í 0,25 prósentur. Hagvöxtur hefur náð sér á strik eftir tímabil stöðnunar sem staðið hefur meira og minna í fimmtán ár.

Lág verðbólga í iðnríkjum og áframhaldandi hagvöxtur bendir til þess að vextir muni haldast lágir víðast hvar og þar með helst sá mikli vaxtamunur sem er á milli Íslands og helstu viðskiptalanda. Eftir óróa á fyrsta ársfjórðungi, þegar krónan og fleiri hávaxtamýntir voru undir miklum þrýstingi, virðist sem stöðutaka vegna vaxtamunar hafi fengið aukinn vind í seglin á alþjóðamörkuðum. Ólíkt því sem áður var er íslenska krónan nú hluti af alþjóðlegum eignasöfnum og merkja má ákveðna breytingu í hegðun á gengi hennar. Þar sem innlendir markaðir verða sífellt næmari fyrir alþjóðlegri efnahagsþróun getur órói og óvissa á erlendum mörkuðum haft mikil áhrif hér á landi. Framboð fjármagns á alþjóðamörkuðum hefur verið mikið undanfarin ár en reynslan sýnir að það getur breyst með skömmum fyrirvara. Komi til þess gæti verið erfiðara að fjármagna viðskiptahalla er fram í sækir. Sérstakt áhyggjuefni er hinn mikli neikvæði þáttatekjufjöfnuður sem Ísland stendur frammi fyrir. Hann er áætlaður um 4% af VLF árlega næstu 2-3 ár. Þessi liður er sérlega næmur fyrir hækkanandi vöxtum og lakari lánskjörum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Mynd 1

Stýrivextir nokkurra seðlabanka og hækkun frá áramótum



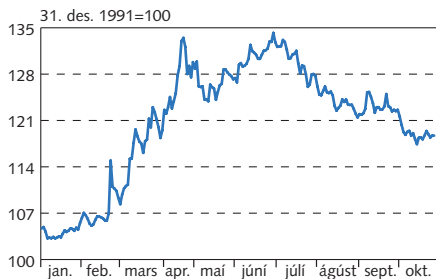
Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Upplýsingar í greininni miðast við 26. október 2006.

Mynd 2

Vísitala gengisskráningar

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 27. október 2006

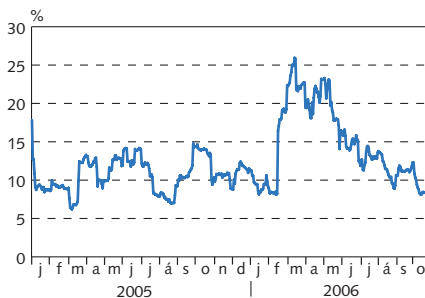


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Flökt krónu gagnvart Bandaríkjadal

Daglegar tölur 3. janúar 2005 - 27. október 2006



Heimild: Reuters.

Aukning á vaxtamunarviðskiptum

Frá síðastliðnu hausti hafa erlendir aðilar tekið þátt í markaðsviðskiptum hérlendis í meira mæli en áður. Mikill áhugi hefur verið á gjald-eyrismarkaði, krónumarkaði og skuldabréfamarkaði en enn er áhugi á innlendum hlutabréfum takmarkaður.

Háir vextir á krónumarkaði hafa verið helsta aðráttarafi erlendra fjárfesta. Seðlabankinn hækkaði vexti í þriggja mánaða innlendra vaxta og LIBOR-vaxta er nú tæpar 10 prósentur ef miðað er við gengiskörfu krónunnar en var í lok júní 8,6 prósentur. Útistandandi eru um 270 ma.kr. í skuldabréfum útgefnum af erlendum aðilum í íslenskum krónum. Stærstur hluti þessara bréfa er í eigu erlendra fjárfesta. Ætla má að útgefendur þeirra hafi með samningum við innlendar fjármálastofnanir losað sig að miklu leyti út úr skortstöðu sinni gagnvart krónum. Staða framvirkra samninga bankakerfisins bendir til þess að gnóttstaða með krónum gegnum peninga- og gjaldeyrismarkaðinn nemi um 430 ma.kr. Þá er ótalin eign erlendra aðila í ríkisbréfum og ríkistryggðum húsbúðum en hún gæti numið um 20% af útistandandi fjárhæð bréfa eða um 120 ma.kr. Við þessa miklu stöðutöku með krónum bætist viðskiptahalli sem á þessu ári er áætlaður um 200 ma.kr.

Ísland er minnsta hagkerfi í heiminum sem hefur eigin gjaldmiðil og fljóttandi gengi. Framangreind stöðutaka með krónum á sér fáar hliðstæður ef miðað er við veltu á gjaldeyrismarkaði eða landsframleiðslu. Komi styggð að þeim fjárfestum sem halda framangreindum stöðum gæti það valdið miklum og skyndilegum þrýstingi á gengi krónunnar. Íslenski gjaldeyrismarkaðurinn er þó mun betur í stakk búinn til að miðla miklu flæði en áður enda hefur veltan á markaðnum margfaldast undanfarin ár og fjölbreyttari hópur fjárfesta er þátttakandi í krónuviðskiptum. Gott almennt efnahagsástand dregur einnig úr líkum á að krónan verði fyrir miklum og skyndilegum þrýstingi.

Gjaldeyrismarkaður – krónan styrkist og velta eykst

Íslenska krónan hefur styrkst nær samfleytt frá lokum júnímánaðar. Vísitalan var skráð 134,23 stig í lok júní en lækkaði um 11,6% til loka október.

Aftur hefur dregið úr gengisflökti á innlendum gjaldeyrismarkaði eftir óróatímabil frá febrúar og fram í júní. Flöktið undanfarna mánuði er litlu meira en það var á síðari hluta ársins 2005 og fram í febrúar. Velta hefur einnig aukist mikið á gjaldeyrismarkaði á þessu ári. Með sama áframhaldi gæti veltan orðið um 4.500 ma.kr. sem er rúmlega tvöföldun frá árinu 2005 en þá var heildarvelta á markaðnum um 2.077 ma.kr. Til samanburðar nam veltan á árinu 2004 um 948 ma.kr. Skýringuna á þessari aukningu er vafalítið að finna í auknum áhuga alþjóðlegra fjárfesta á íslenskum krónum.

Gjalddagar jöklabréfa og útgáfa

Fyrstu krónubréfin sem gefin voru út af erlendum aðilum féllu í gjalddaga í byrjun september. Alls hefur um jafnvirði 51 ma.kr. jöklabréfa fallið í gjalddaga á tímabilinu en á móti kemur ný útgáfa sem nemur samanlagt 59 ma.kr. Útgefendur nýrra skuldabréfa eru ekki nema að

litlu leyti útgefendur þeirra bréfa sem hafa fallið í gjalddaga og útgáfudagar standast ekki á við gjalddaga þeirra sem fyrir eru. Litilla áhrifa hefur gætt vegna þessara hreyfinga á gjaldeyrismarkaði en ákveðnar vísbendingar eru um að stöðutaka með krónunni hafi aukist og hún fari í auknum mæli fram í gegnum gjaldeyris- og peningamarkaðinn. Framvirk erlend staða viðskiptabankanna þriggja var í lok þriðja ársfjórðungs 430 ma.kr. eins og fyrr segir.

Gjaldeyrisforði minnkar

Reiknaður í íslenskum krónum hefur gjaldeyrisforði Seðlabankans dregist saman frá byrjun júlí í takt við styrkingu krónunnar. Forðinn stendur í 71 ma.kr. Haldið hefur verið áfram að greiða niður erlendar skuldir ríkissjóðs og í því skyni hefur bankinn keypt 5 m. Bandaríkjadala á innlendum gjaldeyrismarkaði í viku hverri. Gjaldeyrissinstæður ríkissjóðs í Seðlabankanum nægja nú til greiðslu þeirra erlendu skuldbindinga sem falla á ríkið það sem eftir er af árinu. Eins og áður hefur verið tilkynnt mun bankinn kaupa gjaldeyri á markaði til loka ársins 2006 í sama mæli og hann hefur gert undanfarna mánuði í því skyni að styrkja gjaldeyrisforðann. Framhaldið mun ráðast af aðstæðum á markaði, þörfum ríkissjóðs og áætlunum um æskilega forðastærð og verða áform bankans í því efni kynnt sérstaklega. Á næsta ári falla á ríkissjóð um 208 m. Bandaríkjadala í formi gjalddaga og vaxta af erlendum lánum.

Á árinu 2007 mun Seðlabankinn halda áfram reglulegum kaupum á gjaldeyri á innlendum millibankamarkaði. Stefnt er að því að kaupa 3 milljónir Bandaríkjadala tvisvar í viku í stað 2,5 milljóna í ár. Fjárhæð einstakra viðskipta verður þar með hin sama og lágmarksfjárhæðin sem gildir í reglulegum viðskiptum viðskiptavaka á millibankamarkaði. Um það bil tveir þriðju hlutar þess gjaldeyris sem keyptur verður á næsta ári verða seldir ríkissjóði vegna greiðslu afborgana og vaxta af erlendum lánum. Það sem umfram verður rennur til styrkingar gjaldeyrisforða bankans.

Erlendar eignir Seðlabankans eru nú innan við 10 ma.kr. lægri en erlendar skuldir ríkissjóðs. Nú eru til skoðunar í Seðlabankanum hugmyndir um að tengja saman erlendar eignir Seðlabankans og erlendar skuldir ríkissjóðs. Það myndi fela í sér að öll gjaldeyrissáhætta og megnið af vaxtaáhættu þessara aðila yrði varin. Hliðstæðum aðferðum er beitt hjá seðlabönkum Danmerkur, Kanada og Nýja-Sjálands. Slík breyting hefði engin áhrif á krónumarkað eða gjaldeyrismarkað.

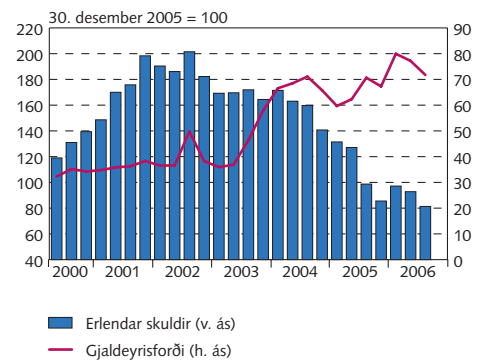
Endurfjármögnun bankanna

KB banki tilkynnti í lok september að hann hefði lokið endurfjármögnun þeirra erlendu lána sem falla í gjalddaga til ársloka 2007. Áður hafði sams konar tilkynning borist frá Glitni og Landsbanka. Mikill hluti erlendra skulda stóru bankanna þriggja fellur í gjalddaga á næsta ári eða sem svarar um 11 ma. evra. Við það bætist fjárpörf vegna útlánavaxtar á tímabilinu sem enn er óljóst hver verður. Komið höfðu fram efasemdir á markaðnum um möguleika bankanna á að endurfjármagna sig. Þeir hafa lítið sótt á Evrópumarkað í ár en með lántökum í Bandaríkjunum tókst að tryggja góða lausafjárstöðu næstu misseri. Kjörin reyndust þó lakari en verið hafði síðastliðin ár en bankarnir munu hafa

Mynd 4

Gjaldeyrisforði og vergar erlendar skuldir ríkissjóðs

Ársfjórðungstölur, 2000-2006

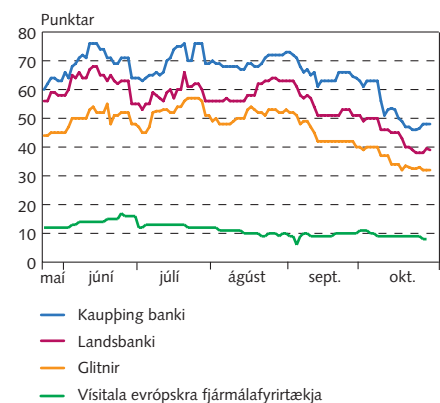


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Skuldatryggingar íslenskra banka og vísitala evrópskra fjármálafyrirtækja

Daglegar tölur 23. maí 2006 - 27. október 2006

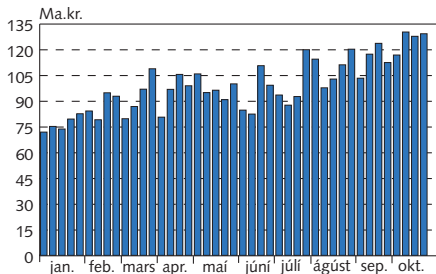


Heimildir: Bloomberg, Reuters.

Mynd 6

Staða endurhverfa viðskipta Seðlabankans

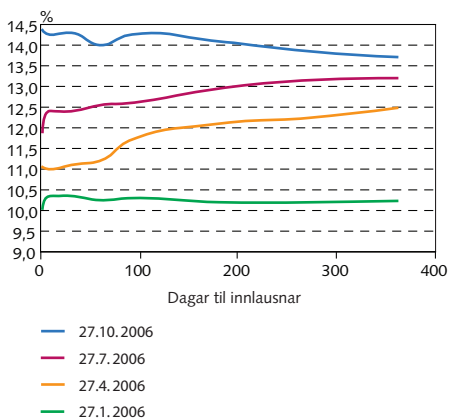
Vikulegar tölur 3. janúar 2006 - 24. október 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Tímaróf vaxta á krónumarkaði

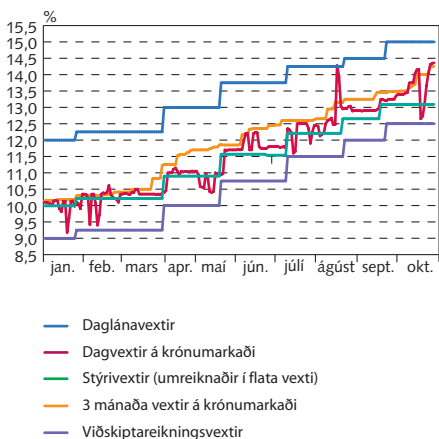


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Vextir á krónumarkaði og stýrivextir Seðlabankans

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 27. október 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

metið það svo að eyða þyrfti óvissu um aðgang þeirra að fjármagni. Það virðist hafa heppnast ef tekið er mið af þróun hlutabréfaverðs og skuldatrygginga (e. CDS) undanfarnar vikur. Mikill hluti endurfjármögnunarinnar er til þriggja, fimm og tíu ára og hefur því dregið mjög úr þeirri áhættu sem getur skapast ef bankar fjármagna stóran hluta starfseminnar með skammtímalánum.

Eftir að ljóst varð að íslensku bankarnir höfðu lokið erlendri fjármögnun út árið 2007 tóku greiðslufallstryggingar á skuldir þeirra loks að lækka. Enn vantar talsvert á að bankarnir nái þeim kjörum sem þeir nutu lengst af árið 2005. Nokkur munur er á verði fimm ára skuldatrygginga bankanna þriggja. Framan af því tímabili sem gögn Seðlabanka Íslands ná yfir gerði markaðurinn hins vegar lítinn greinarmun á bönkunum þremur.

Í september lækkaði lánshæfismatsfyrirtækið Moody's þá einkunn KB banka sem snýr að fjárhagslegum styrk í C úr C+. Breytingin kom ekki á óvart ef marka má viðbrögð á hlutabréfamarkaði og markaði fyrir skuldatryggingar. Moody's hafði haft einkunn fyrir fjárhagslegan styrk á athugunarlista frá því í apríl.

Peningamarkaður

Veltan á REIBOR-markaði það sem af er árinu er að meðaltali minni en árið 2005 og munar þar mest um litla veltu fyrstu fjóra mánuði ársins. Frá því í maí hefur veltan hins vegar aukist mikið og var ágúst veltumesti mánuðurinn hingað til en þá var veltan um 193 ma.kr.

Staðan á peningamarkaði var rúm fram að hausti en síðan virðist sem hún hafi farið að þröngjast. Það sýndi sig í vaxandi mun á milli-bankavöxtum og vöxtum í endurhverfum viðskiptum. Líklega má leita skýringa á þessari þróun í hækkandi innstæðum ríkissjóðs í Seðlabankanum og auknum áhuga erlendra aðila á fjárfestingu í krónum. Nýtt met var slegið í endurhverfum viðskiptum 10. október en þá námu þau 130 ma.kr. og hefur leitnin verið upp á við frá byrjun júlímánaðar. Önnur skýring á hækkandi vöxtum gæti verið að skortur á skuldabréfum sem nota má í endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann sé farinn að gera vart við sig hjá fjármálastofnunum.

Sáralítill velta hefur verið á víxlamarkaði allt þetta ár og hefur aukin útgáfa ríkissjóðs á víxlum litlu breytt í því sambandi. Velta síðasta árs var mun meiri en þá var viðskiptavökum á víxlamarkaði greidd veltutengd þóknun. Aukin dýpt í víxlaútgáfu ríkissjóðs og annarra aðila svo sem fjármálastofnana gæti orðið til að blása auknu lífi í íslenskan víxlamarkað.

Skuldabréfamarkaður

Verðbólguáætlunir í september og október sýndu minni verðbólgu en spár Seðlabankans frá því fyrr á árinu gerðu ráð fyrir og sáust greinileg merki þess á skuldabréfamarkaði. Auk þess tilkynntu stjórnvöld um talsverðar breytingar á óbeinum sköttum sem miða að því að lækka matarreikning heimilanna um allt að 16%. Breytingarnar sem koma til framkvæmda í mars eiga að valda allt að 2,7% lækkun á vísitölu neysluverðs. Hvort tveggja hefur valdið miklum hreyfingum á skuldabréfamarkaði. Ávöxtunarkrafa á lengri flokkum ríkisbréfa lækkaði frá miðju sumri til loka október um 1,06-1,26 prósentur. Mynd 7 af tíma-

rófi vaxta sýnir vel þær miklu breytingar sem orðið hafa á verðbólguvæntingum markaðarins undanfarið.

Mikill söluþrýstingur myndaðist á verðtryggð bréf í kjölfar yfirlýsingar stjórnvalda. Ávöxtunarkrafa flokka íbúðabréfa rauk upp í október en krafan á lengri flokkana hafði þá lækkað um 20-40 punkta frá miðju ári. Ávöxtunarkrafa stysta flokks íbúðabréfa hefur hækkað töluvert frá miðjum ágúst svo sem sjá má á mynd 10. En hækkinin á lengri flokkunum þremur hefur þó að einhverju leyti gengið til baka. Þróunin undanfarið lýsir mikilli bjartsýni að því er varðar verðbólguhorfur og mjög hefur dregið úr verðbólguvæntingum. Markaðurinn gerir því ráð fyrir að hratt dragi úr verðbólgu þrátt fyrir viðvarandi spennu á vinnumarkaði, mikinn viðskiptahalla og boðaðar skattabreytingar sem verða að teljast þensluhvetjandi þegar til lengri tíma er litið.

Lánasýslan hóf útgáfu á nýjum tveggja ára ríkisbréfaflokki í júní en það var hluti af áætlun um að styrkja vaxtaferilinn til tveggja ára og bæta þannig miðlun peningastefnunnar út vaxtarófið. Flokkurinn hefur nú náð þeirri stærð sem stefnt var að eða 15 ma.kr. Nýr tveggja ára ríkisbréfaflokkur verður svo boðinn út í desember.

Hlutabréfamarkaður

Innlendur hlutabréfamarkaður tók við sér á þriðja ársfjórðungi og hefur ICEX-15 hlutabréfavísitalan hækkað um 24% frá því að hún náði lágmarki, 5.240 stigum í júlí. Hinn 25. október var vísitalan í 6.500 stigum. Hæst var hún tæplega 7.000 stig í febrúar á þessu ári en lækkaði hratt í kjölfar umrótisins á markaðnum sem hófst í febrúar og stóð fram á sumar.

KB banki seldi hlut sinn í Exista í ágúst. Mikil eftirspurn var eftir bréfunum og fengu fjárfestar helming þess sem þeir sóttust eftir. KB banki hafði áður lýst því yfir að til stæði að selja hluti bankans í félaginu til hluthafa í KB banka m.a. til að bregðast við gagnrýni um gagnkvæm eignatengsl í félögunum tveimur. Hlutafé í Exista var skráð í Kauphöll Íslands þann 15. september.

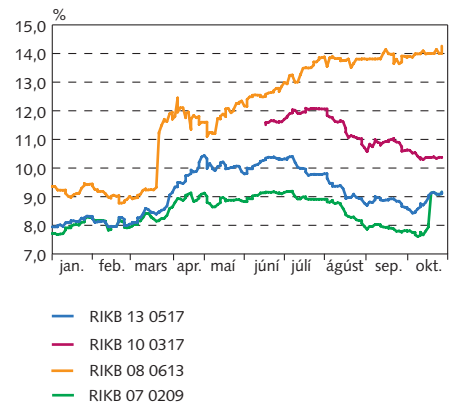
FL Group tilkynnti í byrjun október að til stæði að skrá Icelandair Group í Kauphöll Íslands fyrir árslok 2006. Heildarvirði félagsins er talið um 43 ma.kr. en Glitnir sölutryggði 51% hlut í félaginu og seldi til kjölfestufjárfesta. Til stendur að bjóða almenningi og fagfjárfestum að kaupa hluti í félaginu í almennu útboði.

Í september var tilkynnt að OMX í Svíþjóð og Eignarhaldsfélag Verðbréfabings (EV), eigandi Kauphallar Íslands, hafa undirritað samning um samruna OMX og EV. OMX býður nú þegar aðgang að um 80% verðbréfamarkaðar á Norðurlöndunum og í Eystrasaltsríkjunum, þ.e. að öllum mörkuðum á svæðinu að þeim norska undanskildum.

Mynd 9

Ávöxtun ríkisbréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 27. október 2006

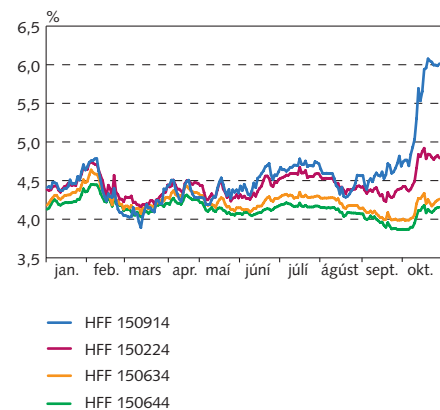


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Raunávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 27. október 2006

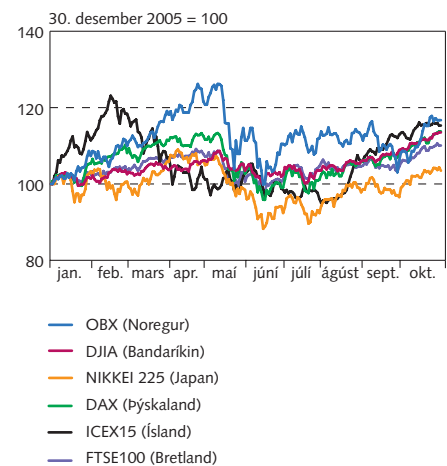


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Þróun nokkurra hlutabréfavísitalna

Daglegar tölur 30. desember 2005 = 100



Heimild: Reuters.

Hræringar innan peningahagfræðinnar og starfsemi seðlabanka

Meiri samhljómur er nú á milli lærdóma um framkvæmd peningastefnu sem draga má af hagfræðikenningum, rannsóknum, reynslu og líkönum. Í greininni verður fjallað um framþróun síðustu tveggja áratuga, einkum innan peningahagfræðinnar, og hvernig hún hefur treyst undirstöður peningastefnu seðlabanka víða um heim. Svokölluð nýkeynesísk hagfræði er í lykilhlutverki þessarar þróunar en nokkuð víðtæk sátt hefur skapast um þá nálgun á undanförunum árum. Enn eru þó mörg álitamál óútkljáð og ljóst að nýkeynesísk hagfræði mun taka frekari breytingum á næstunni. Aðlögun hennar að opnu hagkerfi hefur t.d. reynst vandasöm. Þessar hræringar innan hagfræðinnar hafa haft áhrif á starf seðlabanka, þ.á m. Seðlabanka Íslands. Aukið gagnsæi í mótun og kynningu peningastefnu, áhersla á stýrivaxtaferil næstu missera í stað stakrar vaxtaákvörðunar og nýjungar í spágerð eru atriði sem má rekja til framþróunar hinnar nýkeynesísku hagfræði. Vaxandi áhersla er lögð á að til þess að hámarka áhrif á verðbólguvæntingar þurfi peningastefna að vera kerfisbundin, trúverðug og gagnsæ.

Inngangur

Seðlabankar taka einkum mið af fernu við mótun peningastefnu: Í fyrsta lagi nýjstu kenningum innan hagfræðinnar hverju sinni. Í öðru lagi niðurstöðum rannsókna m.a. á miðlunarferli peningastefnu og ákvörðunarþáttum verðbólgu. Í þriðja lagi fenginni reynslu af aðgerðum í peningamálum og loks spám líkana sem eiga að endurspeglar lærdóm fræða, rannsókna og reynslu. Mikil gróska hefur einkennt öll þessi svið að undanförunum. Hraðar framfarir hafa átt sér stað innan þjóðhagfræðinnar, einkum á sviði peningahagfræði. Niðurstöður umfangsmikilla rannsókna liggja fyrir er lúta að miðlun peningastefnu, eiginleikum verðbólgu og mótun bestu hugsanlegu peningastefnu (e. optimal monetary policy). Aðgerðir seðlabanka virðast hafa skilað árangri á undanförunum árum þar sem verðbólga hefur haldist lág þrátt fyrir öflugan hagvöxt og hátt olíuverð. Þó ber að nefna að nokkur ágreiningur ríkir um ástæður lágrar verðbólgu og hvort peningayfirvöld eigi í raun skilinn stærstan hluta heiðursins (sjá t.d. Rogoff, 2006). Loks hefur ný kynslóð líkana litið dagsins ljós sem tekur mið af framförum á sviði fræðikenninga og rannsókna og lærdómi reynslunnar.

Mun meiri samhljómur en áður er á milli lærdóma um markmið, mótun og framsetningu (e. communication) aðgerða í peningamálum sem seðlabankar geta dregið af ýmsum stoðum peningastefnunnar, þ.e. hagfræðikenningum, rannsóknum, reynslu og líkönum. Samhljómurinn er hins vegar ekki alger. Enn eru mörg álitamál uppi, einkum að því er varðar tilhögun peningamála í litlu opnu hagkerfi eins og því íslenska. Mikilvægt er að átta sig á þeirri fótfestu sem peningayfirvöld hafa öðlast með þessum aukna samhljómi. Um leið er hins vegar brýnt

1. Höfundur er hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Höfundur þakkar Arnóri Sighvatssyni, Ásgeiri Danielssyni, Þórami G. Péturssyni, Ragnhildi Jónsdóttur, Karen Vignisdóttur, Tómasi Erni Kristinssyni og málstofugestum á fyrirlestri í Seðlabanka Íslands þann 23. maí 2006 fyrir gagnlegar ábendingar. Höfundur er einn ábyrgur fyrir þeim annmörkum sem eru á þessari grein. Skoðanir, sem koma fram í greininni, eru höfundar og þurfa ekki að endurspeglar skoðanir Seðlabanka Íslands. Nokkur hluti greinarinnar byggist á nýútkominni rannsóknarritgerð höfundar, "The New Keynesian Phillips Curve: In Search of Improvements and Adaptation to the Open Economy", *Central Bank of Iceland Working Papers* No. 31.

að ræða hversu langt þetta samræmi nær, fara yfir þau atriði sem enn er deilt um og beina rannsóknum að þeim.

Undirstöður peningastefnu í lokuðu hagkerfi

Vegna þeirrar gjár sem fyrir u.þ.b. tuttugu árum var á milli kenninga hagfræðinnar, rannsókna og líkana um peningastefnuna og raunverulegrar framkvæmdar hennar má segja að seðlabankar hafi starfað í hálfgerðu fræðilegu tómarúmi. Nútímapeningastefnan hvílir hins vegar á nokkuð traustum fræðilegum og empírískum grunni sem dregur upp nokkuð samræmdar leiðbeiningar fyrir framkvæmd stefnunnar. Þetta samrunaferli fræða og framkvæmdar teygir sig yfir a.m.k. tuttugu ára tímabil, en þróunin hefur verið mjög hröð á síðustu árum. Samrunaferlinu má skipta í fernt:

Í fyrsta lagi hafa framfarir innan þjóðhagfræðinnar og peningahagfræðinnar fært fræðin nær þeim hugmyndum sem seðlabankar hafa haft um mikilvægi og virkni peningastefnu. Í öðru lagi hefur umgjörð, framsetning og mótun aðgerða í peningamálum tekið breytingum sem hafa sett mark sitt á fræðin. Upptaka verðbólgu markmiðs er líklega skýrasta dæmið um þetta. Í þriðja lagi hafa orðið nokkur umskipti á viðfangsefnum rannsókna. Kastljós þeirra beinist í auknum mæli að áhugasviðum seðlabanka. Loks hefur átt sér stað uppstokkun í líkanasmíði í ljósi nýrrar þekkingar. Fræðimenn innan háskóla og sérfræðingar seðlabanka vinna nú saman hörðum höndum að þróun nýkeynesískra heildarjafnvægislíkana. Hér verður gerð nánari grein fyrir þessum fjórum atriðum.

Fræðikenningar

Á síðustu tuttugu árum hefur þjóðhagfræðin breyst úr klofinni og að mörgu leyti undirstöðulausri fræðigrein í heildstæðari grein sem er byggð á nokkuð traustum míkrohagfræðilegum grunni (e. microeconomic foundation). Leitin að þessum grunni þjóðhagfræðinnar stóð sem hæst fyrir um tuttugu árum. Keynesísk líkön, sem sátu í háseti þjóðhagfræðinnar á blómaskeiði hennar á sjötta og sjöunda áratug síðustu aldar, höfðu steytt á skeri óðaverðbólgu áttunda áratugarins og harðri gagnrýni hagfræðinga á borð við Edmund S. Phelps (1967), Milton Friedman (1968) og Robert E. Lucas (1976). Raunhagsveiflukenningin (e. real business cycle theory) naut vaxandi hylli innan þjóðhagfræðinnar á þessum tíma en samkvæmt henni hefur peningastefna engu hlutverki að gegna. Í þeim líkönum ríkir fullkomin samkeppni, verð og laun eru auðbreytanleg og hagkerfið er ætíð í jafnvægi. Hagkerfið sveiflast úr einu kyrrstæðu jafnvægi (e. steady state) í annað fyrir tilstilli búhnykkja og áfalla sem eiga uppruna sinn í tækniframförum, smekk fólks eða ríkisfjármálum. Þetta var verulega á skjön við reynslu seðlabanka og niðurstöður rannsókna sem sýndu fram á tregbreytanleika launa og verðs. Þeirri skoðun óx engu að síður ásmegin meðal fræðimanna innan háskóla að seðlabankar ættu að halda að sér höndum þar sem aðgerðir þeirra væru áhrifalittlar og gerðu meira ógagn en gagn. Helst var viðurkennt að óvænt stefnubreyting í peningamálum gæti haft einhver áhrif.

Á síðustu árum hefur skapast nokkuð víðtæk sátt um hina svokölluðu nýkeynesísku nálgun. Nýkeynesísk hagfræði sameinar annars

vegar heildarjafnvægisnálgun í anda raunhagsveifluskólans og hins vegar skýrt hlutverk markaðsbresta í anda Keynes og Phelps. Heildarjafnvægisnálgunin felur í sér að jafnvægisambönd eru leidd út frá háþörfunarfanda framsýnna heimila, fyrirtækja og stjórnvalda í peninga- og ríkisfjármálum við skilyrði óvissu. Þetta treystir hagfræðilegan grunn nýkeynesískra líkana samanborið við forvera þeirra og veitir þeim nokkra vörn gegn gagnrýni Lúkasar (e. the Lucas critique).² Tilvist markaðsbresta af ýmsu tagi, t.d. ófullkomin samkeppni, tregbreytanlegt verð, misleitni (e. heterogeneity) á vinnumarkaði og upplýsingavandi á mörkuðum, felur í sér að peningastefna gegnir mikilvægu hagstjórnarhlutverki.

Umræða líðandi stundar um viðeigandi framsetningu nýkeynesískra líkana, sem endurspeglast að nokkru í þessari grein, gefur þó til kynna að enn séu ýmis álitamál til staðar. Ólíkar aðferðir standa enn andspænis hvorar öðrum og gefa tilefni til ólíkra stefnuráðlegginga. Krugman (2000) og Mankiw (2006) tala báðir um að vopnahlé ríki en ekki sátt um þessa nálgun. Saga þjóðhagfræðinnar einkennist af tíðum byltingum og gagnbyltingum og því er of snemmt að spá fyrir um líftíma nýkeynesísku nálgunarinnar.

Framfarir hagfræðikenninga eru ekki bundnar við þjóðhagfræðina. Fyrir tuttugu árum var peningahagfræðin á undanhaldi og á skjön við bæði nýjustu strauma innan þjóðhagfræðinnar og þá mynd sem seðlabankar höfðu af mikilvægi og virkni peningastefnu. Walsh (2006) bendir á að líkön peningahagfræðinnar á þessum tíma hafi verið kyrrstæð (e. static) líkön án vel skilgreinds hagfræðilegs grunns og samkvæmt þeim var stjórnþeki seðlabanka enn peningamagn í umferð þótt flestir seðlabankar beittu vaxtastýringu fremur en stýringu á framboði peninga.

Helsti vaxtarbroddur peningahagfræðinnar á þessum tíma fólst í greiningu á getu peningayfirvalda til að standa við skuldbindingar sínar um að tryggja verðlagsstöðugleika miðað við þær hvatir sem seðlabankastjórnar standa frammi fyrir í starfi sínu (sjá Kydland og Prescott, 1977, og Barro og Gordon, 1983). Þessi vaxtarbroddur fylgdi í kjölfar áherslna á framsýnar væntingar og uppgangs stofnanahagfræðinnar. Meginhugsunin í þessum greinaskrifum var að þó að æskilegt sé að seðlabankar haldi verðbólgu lágrí, geti þeir ekki skuldbundið sig til að tryggja verðlagsstöðugleika á trúverðugan hátt. Búist almenningur við lágrí verðbólgu í takt við yfirlýsingar peningayfirvalda sé of freistandi fyrir seðlabanka að reyna að draga úr atvinnuleysi og stuðla að auknum hagvexti með því að leyfa verðbólgunni að vera aðeins hærri en stefnt

2. Lucas (1976) lagði áherslu á mikilvægi væntinga í hagfræðilíkönum og möguleg áhrif stefnubreytinga stjórnvalda í peninga- og ríkisfjármálum á þessar væntingar. Hann benti á að óráðlegt sé að treysta um of á tölfræðilegt samband á milli hagstærða og reyna að nýta það í hagstjórnarlegum tilgangi. Væntingar taki mið af breyttri stefnu, sem geti leitt til þess að tölfræðilegt samband á milli hagstærða breytist. Líkön, sem eiga að greina áhrif hagstjórnaraðgerða, þurfi að taka mið af því að aðgerðirnar breyti hegðun fólks. Þessi gagnrýni Lúkasar beindist einkum að Phillipsferli þess tíma, sem virtist benda til þess að peningayfirvöld gætu valið á milli þess að lágmarka atvinnuleysi eða verðbólgu. Gagnrýnin hefur hins vegar almennari skírskotun. Heildarjafnvægislíkön, sem ganga út frá háþörfunarfanda heimila og fyrirtækja við skilyrði óvissu, eru ekki jafn viðkvæm fyrir þessari gagnrýni þar sem hegðun markaðsaðila tekur mið af stefnumörkun stjórnvalda í peninga- og ríkisfjármálum. Stuðlagildi í jafnvægis-skilyrðum DSGE-líkana eru því vel skilgreind föll af undirliggjandi kerfislagnum stuðlagildum framleiðslu- og nytjafalla auk verðaðlögunarferilsins.

var að. Almennigur átti sig á þessum hvötum, trúi að peningayfirvöld falli fyrir freistingunni og búist því við meiri verðbólgu en stefnt er að. Aðgerðir seðlabanka til að draga úr atvinnuleysi leiði því einungis til aukinnar verðbólgu án nokkurs ábata í formi lækkunar atvinnuleysis eða aukins hagvaxtar. Þetta er svokallaður tímaósamkvæmnisvandi (e. time inconsistency problem) peningayfirvalda.³ Meðal aðferða, sem hafa verið ræddar í þessum greinaskrifum, til að leysa þennan trúverðugleikavanda er að ráða „íhaldssaman“ (e. conservative) seðlabankastjóra, beita hvatasamningum eða markmiðsreglum (e. target rules) (sjá yfirlitsgrein Perssons og Tabellinis, 1990).

Nýkeynesíska nálgunin hefur skapað sameiginlegan grundvöll fyrir þjóð- og peningahagfræði. Fyrir tuttuðu árum tókust á heildarjafnvægisnálgunin, sem var ríkjandi innan þjóðhagfræðinnar, og minni líkön (t.d. AS-AD) án vel skilgreinds hagfræðilegs grunns, sem voru algengust innan peningahagfræðinnar.⁴ Nú ganga báðar greinar hagfræðinnar út frá nýkeynesísku nálguninni. Þetta hefur stuðlað að betur skilgreindum líkönum fyrir miðlunarferli peningastefnunnar við skilyrði ófullkominnar samkeppni og tregbreytanlegs verðs.

Framfarir í peningahagfræði einskorðast hins vegar ekki við sameiginlegan grundvöll nýkeynesísku hagfræðinnar. Á undanförunum árum hafa orðið nokkrar mikilsverðar framfarir innan peningahagfræðinnar sem hafa haft áhrif á stefnumótun seðlabanka í peningamálum. Meðal þeirra eru mat og þróun á peningastefnureglum (Taylor, 1993) og útleiðsla svokallaðs Taylor-lögmáls, sem kveður á um meiri breytingu stýrivaxta en verðbólgu til að tryggja verðlagsstöðugleika. Lögmálið beinir kastljósinu að mikilvægi raunstýrivaxta og hversu brýnt sé að raunstýrivextir hækki til að draga úr verðbólgu og öfugt.

Áhersla nýkeynesískrar hagfræði á væntingar og framsýna hegðun á markaði hefur sömuleiðis mikil áhrif á framkvæmd peningastefnu, líkt og Walsh (2006) bendir á. Ef verðbólguvæntingar markaðsaðila eru megindrifkraftur verðbólgu skiptir sköpum að peningastefnan sé kerfisbundin, trúverðug og gagnsæ til að hafa sem mest áhrif á þessar væntingar. Þessi væntingafarvegur í miðlunarferli peningastefnunnar gefur peningayfirvöldum í raun færi á nýju stjórnþæki, þ.e. þeim möguleika að draga úr eða auka verðbólgu með því að hafa áhrif á væntingar. Þetta hefur leitt af sér víðtæka umræðu um kosti og galla peningastefnu með og án skuldbindingar (e. commitment vs. discretion) sem er ólík þeirri umræðu sem áður var vísað til og var allsráðandi á níunda og tíunda áratug síðustu aldar. Kjarni núverandi umræðu snýr að þeim ábata sem hlýst af því að peningayfirvöld skuldbindi sig til að halda verðbólgu niðri jafnvel þótt enginn tímaósamkvæmnisvandi sé til staðar. Það geta seðlabankar gert t.d. með lögbundnu verðbólgu markmiði og gagnsæi í mótun, kynningu og framkvæmd peningastefnu. Slíkar

3. Stefna er samkvæm í tíma ef aðgerðir sem eru áætlaðar á tímabili t og eiga að taka gildi á tímabili $t+i$ eru enn æskilegar (e. optimal) þegar tímabil $t+i$ rennur upp. Stefna er hins vegar ósamkvæm í tíma ef aðgerðirnar eru ekki enn þá bestu aðgerðirnar þegar tímabil $t+i$ rennur upp (einungis vegna þess að tími hefur liðið, ekki vegna nýrra upplýsinga o.s.frv.).

4. AS-AD-líkön peningahagfræðinnar byggðust oftast á Lúkasarframboðsfalli og svo hefðbundnu IS-LM-líkani á eftirspurnarhlíðinni. Lucas (1972) setti fram framboðsfall þar sem framleiðsluspenna (frávik landsframleiðslu frá framleiðslugetu) er fall af óvæntri verðbólgu. Framleiðsla vikir því einungis frá framleiðslugetu þegar verðbólga er meiri en vænst er.

aðgerðir eru líklegar til að veita verðbólguvæntingum betri kjölfestu og stuðla að hagstæðara samspili sveiflna í verðlagi og framleiðslu.

Walsh (2006) vekur athygli á hversu ólíkar leiðbeiningar líkönin gáfu, sem nutu hylli allt frá áttunda áratug síðustu aldar til loka þess tíunda. Þau gáfu til kynna að peningastefna væri einungis árangursrík ef peningayfirvöldum tækist að koma markaðsaðilum á óvart. Nú er áhersla lögð á gagnsæi, trúverðugleika og kerfisbundnar aðgerðir til að reisa skorður við að verðbólguvæntingar víki verulega frá verðbólgu-markmiði.

Reynslan

Jákvæð reynsla síðustu ára af aðgerðum peningayfirvalda er annað atriði sem hefur stuðlað að aukinni sátt um skipan peningamála og framkvæmd peningastefnu. Reynslan af aðgerðum seðlabanka á áttunda áratugnum og byrjun þess níunda var afar slæm. Verðbólga fór víða úr böndunum og atvinnuleysi jókst. Ágreiningur ríkti um lausnir á vandanum og jafnvel þau tæki sem peningayfirvöld ættu að beita í baráttunni gegn verðbólgunni. Hins vegar skapaðist víðtækari sátt um að verðlagsstöðugleiki ætti að vera meginmarkmið peningastefnunnar. Síðan þá hefur birt yfir peningayfirvöldum. Verðbólga hefur víðast hvar haldist lág þrátt fyrir að hagvöxtur hafi lengst af verið mikill. Mikilvægar umbætur hafa átt sér stað í starfi seðlabanka víða um heim er lúta að umgjörð, markmiðum og mótun peningastefnunnar auk framfara í miðlun upplýsinga um aðgerðir í peningamálum. Þessar úrbætur hafa stuðlað að brýnum breytingum innan peningahagfræðinnar.

Þekktasta dæmið var þegar Seðlabanki Nýja-Sjálands tók fyrstur upp formlegt verðbólgu-markmið snemma árs 1990. Síðan þá hefur ríkjum sem byggja á lögbundnu verðbólgu-markmiði fjölgað ört og fræðileg umfjöllun um peningamál gengur í mörgum tilfellum út frá því vísu að peningayfirvöld starfi samkvæmt verðbólgu-markmiði. Reynslan af upptöku þess hefur undirstrikað mikilvægi verðbólgu-spáa sem millistjórnstækis seðlabanka. Æ fleiri seðlabankar birta reglulega verðbólgu-spár í sérstökum verðbólgu-gúskýrslum. Slík skrif hafa undirstrikað mikilvægi orðræðunnar í miðlun upplýsinga um aðgerðir í peningamálum. Aukin áhersla hefur verið lögð á gagnsæi í túlkun upplýsinga og rökstuðning vaxtaákvæðana. Nú er oft rætt um hve mikið gagnsæið eigi að vera. Noregsbanki hefur gengið hvað lengst og birtir þann stýrivaxtaferil sem hann telur að tryggji framgang verðbólgu-markmiðsins á hverjum tíma (sjá t.d. Woodford, 2005a, Svensson, 2006, og Qvigstad, 2006).

Glíma Japana við verðhjöðunarvandann er annað dæmi um reynslu af framkvæmd peningastefnu sem hefur skilað sér inn í peningahagfræðina. Hún opnaði augu manna fyrir hættum verðhjöðunargildrunnar. Í kjölfarið breyttu seðlabankar víða um heim verðbólgu-markmiðum sínum til að forðast of lága verðbólgu eða verðhjöðnun og fræðimenn hófust handa við að þróa líkön til að takast á við vandan. Í þeim er einmitt lögð áhersla á mikilvægi væntingafarvegarins í miðlunarferli peningastefnunnar (sjá t.d. Gauti B. Eggertsson, 2003, 2006).

Þá hafa lágir vextir og lausafjárnótt allra síðustu ára vakið upp spurningar um hvort rétt sé að verðstöðugleiki sé eina lokamarkmið

peningastefnunnar. White (2006) og Borio (2006) eru talsmenn víð-ara sjónarhorns og benda á að verðlagsstöðugleiki sé engin trygging fyrir þjóðhagslegum stöðugleika. Horfa þurfi til lengri tíma til að meta áhrif mögulegs fjármálalegs óstöðugleika sem getur byggst upp vegna aðgerða í peningamálum. Umræður um hvort seðlabankar eigi að bregðast við bóllum á eignamörkuðum eru angi af sama meiði.

Loks hefur Greenspan (2003, 2004, 2005) ítrekað fært rök fyrir mikilvægi áhættustjórnunar (e. risk management) við ákvörðun peningastefnu. Blinder og Reis (2005) telja áhættu-stjórnunarnálgunina frábrugðna hreinni hámarksálgun (e. optimization approach) við peningastjórnun. Greenspan notaði títt dæmið um vaxtalækkun Seðlabanka Bandaríkjanna haustið 1998 sem árangursríka áhættustjórnun. Þá völdu bandarísk peningayfirvöld að tryggja sig fyrir hugsanlegum afleiðingum gengishruns rússnesku rúblunnar og gjaldþrots vogunarsjóðsins Long Term Capital Management þótt afar litlar líkur væru taldar á að þessir atburðir hefðu áhrif á bandarískt efnahagslíf.

Rannsóknir

Þriðja mikilvæga atriðið sem hefur treyst grundvöll ákvörðunartöku í peningamálum er að finna í viðfangsefnum og niðurstöðum rannsókna. Fyrir u.þ.b. tuttugu árum sýndu rannsóknir fram á að Phillipsferillinn, eitt mikilvægasta hagfræðisamband peningayfirvalda á þeim tíma, var „horfinn“ því að bæði verðbólga og atvinnuleysi jukust á áttunda áratugnum. Kastljós rannsókna beindist einnig að öðru en viðfangsefnum peningayfirvalda m.a. vegna uppgangs raunhagsveifluskólans. Umskipti áttu sér hins vegar stað á nýjan leik á tíunda áratugnum þegar hagsveiflurannsóknir og tímaraðagreining á eiginleikum verðbólgu og miðlunarferli peningastefnunnar jukust. Hagsveiflurannsóknir jukust til muna með uppgangi raunhagsveifluskólans en gagnstætt spá hans sýndu þær fram á að peningastefnan getur haft áhrif vegna tregbreytanlegs verðs og launa. Þetta hvatti til frekari rannsókna á miðlunarferli peningastefnunnar sem nutu góðs af aukinni notkun tímaraðgreiningar og framförum á því sviði. Í kjölfar þessara rannsókna og tilkomu peningastefnureglna fylgdu rannsóknir þar sem leitast er við að finna bestu hugsanlegu peningastefnuregluna miðað við þá mynd sem rannsóknir hafa dregið upp af miðlunarferlinu og eiginleikum verðbólgu.

Líkön

Loks hefur algjör uppstökkun orðið í gerð hagfræðilíkana á síðustu árum. Fyrir tuttugu árum var himinn og haf á milli stóru þjóðhagslíkananna, sem seðlabankar nýttu við spágerð, og smærri heildarjafnvægislíkana, sem voru allsráðandi innan raunhagsveifluskólans. Líkön peningahagfræðinnar tilheyrðu hvorugum floknum en voru harðlega gagnrýnd af bæði seðlabönkum og háskólafræðimönnum raunhagsveifluskólans.

Bilið á milli fræðilegra þjóðhagslíkana og hagnýtra spalíkana seðlabanka hefur minnkað á undanförunum árum. Gerð þjóðhagslíkana innan seðlabanka hefur hneigst frá hinum stóru líkönum, sem voru vinsæl á áttunda áratugnum, í átt til meðfærilegri, smærri og miðlungsstórra líkana, sem henta vel til greininga sem hjálpa til við mótun peningastefnu við óvissu. Gagnrýni á eldri og stærri líkönin sneri

að ýmsum þáttum, t.d. skorti á hagfræðilegum grunni, meðhöndlun væntinga, spágetu þeirra samanborið við einföld tímaraðalíkön, undirliggjandi aðferðafræði og framsetningu efnahagslegs taps í tengslum við verðbólguhjöðnun. Svo að vitnað sé til orða Pesarans og Smiths (1995): „Líkönin gáfu ekki rétta mynd af gögnunum [, ...] gáfu ekki rétta mynd af fræðunum [... og] nýttust ekki sem skyldi við hagnýta spágerð og stefnumörkun“, (Pesaran og Smith, 1995: 65-66).

Nýkeynesísk líkön eru nýjasta kynslóð líkana og hafa þau náð mikilli útbreiðslu á stuttum tíma, bæði innan fræðigreinarinnar og meðal seðlabanka. Miðlunarferli peningastefnunnar er í forgrunni í þessum líkönum og framsetning þeirra er í takt við það sjónarmið að meginhlutverk peningayfirvalda sé að veita verðbólguvæntingum trúverðuga kjölfestu. Í næsta kafla verður litið nánar á þessi líkön.

Nýkeynesísk líkön

Nýkeynesísk líkön eru meðfærilegur rammi til greiningar á bestu mögulegu peningastefnu. Sambland dýnamskra hámarksörkunarðilla, tregbreytanlegra nafnstærða (e. nominal rigidities) og annarra markaðsbresta eykur skilning á miðlun ýmissa gerða áfalla og gefur kost á að finna bestu hugsanlegu peningastefnuna út frá velferðargreiningu.

Nýkeynesísk líkön sameina lykilþætti frá (i) einföldum (kyrrstæðum) líkönum, eins og t.d. IS-LM-líkaninu, (ii) keynesískum áherslum á mikilvægi ófullkominnar samkeppni, verðálags (e. mark ups) og kostnaðarsamra verðbreytinga, og (iii) tímatengdum heildarjafnvægislíkönum, sem eiga rætur í raunhagsveifluskólanum.

Lítið nýkeynesískt líkan fyrir lokað hagkerfi samanstendur í grófum dráttum af þremur þáttum: Í fyrsta lagi væntingabundnum IS-ferli, sem er í raun Euler-jafna fyrir hámarksörkunarvanda heimilanna.⁵ Ferillinn lýsir eftirspurnarhlið hagkerfisins og tengir raunumsvifin í hagkerfinu við væntanleg (og stundum liðin) raunumsvif og raunvexti. Í öðru lagi verðmyndunarjöfnu, þ.e. nýkeynesíska Phillipsferlinum, sem má leiða út frá ýmiss konar verðmyndunarhegðun fyrirtækja (sjá Roberts, 1995). Ferillinn lýsir framboðshlið hagkerfisins og skýrir verðbólgu með væntanlegri (og stundum liðinni) verðbólgu og mælikvarða umfram eftirspurnar. Loks er peningastefnuregla, sem annaðhvort er tilgreind beint eða leið út frá lágmarksörkun á tapfalli seðlabanka. Stýrivextir eru því iðulega ákvarðaðir með viðbragðsfalli þar sem peningayfirvöld bregðast við framleiðsluspennu (e. output gap) og verðbólgu, væntri eða liðinni.⁶

5. Euler-jafna er lausnarskýrði fyrir hámarksörkunarvanda heimila og lýsir því hvernig neysla heimila verður að þróast í tíma til að hámarka nytjar heimila á líftíma þeirra miðað við útgjaldaskorður. Sem dæmi má nefna að ef heimili velja að draga örlítið úr núverandi neyslu og nýta sparnaðinn til að auka neyslu á síðari tímabilum, kveður Euler-jafnan svo á að jaðarkostnaður og jaðarábati þessarar ákvörðunar verði að vera jafn. Í einföldum litlum þriggja jafna nýkeynesískum líkönum er notast við línulega nálgun af þessari Euler-jöfnu (oftast að gefinni 0% verðbólgu í kyrrstæðu jafnvægi) og hún skrifuð á framleiðsluspennuformi þar sem í þeim er hvorki fjárfesting né ríkisútgjöld og einkaneysla því jöfn framleiðslunni.

6. Mörgum stærri líkönum seðlabanka má einnig skipta niður í þrennt með þessum hætti þrátt fyrir að þau byggist á nákvæmari skiptingu heildareftirspurnar og flóknari verð- og launamyndun. Eftirspurnarhlið slíkra líkana samanstendur af jöfnum sem skýra einkaneyslu, fjárfestingu og nettóútflutning m.a. með þróun raunvaxta og raungengis. Framboðshliðin samanstendur af jöfnum fyrir verð- og launamyndun og tengslum gengisbreytinga og verðlags.

Lítið nýkeynesískt líkan bregður því upp mjög stílfærðri mynd af grunnþáttum hagkerfisins ásamt því að leitast við að ná kjarnanum í miðlunarferli peningastefnunnar. Umfangsmikil greinaskrif um bestu hugsanlegu peningastefnu í slíkum líkönum hafa verið birt á undanförunum árum, t.d. Taylor (1999), Svensson (1999), Clarida, Galí og Gertler (1999), Woodford (2003) og Walsh (2003).

Litróf nýkeynesískra líkana nær frá þessum litlu þriggja jafna líkönum upp í flóknari DSGE-heildarjafnvægislíkön (e. dynamic stochastic general equilibrium models) þar sem jafnvægisambönd eru leidd út frá háværkunarvanda framsýnna heimila, fyrirtækja og stjórnvalda við skilyrði óvissu og ýmissa markaðsbresta. DSGE-þjóðhagslíkön, sem eru notuð við gerð ársfjórðungslegra efnahagsþáa í seðlabönkum víða um heim, t.d. BEQM-líkanið í Englandsbanka, TOTEM-líkanið í Seðlabanka Kanada og JEM-líkanið í Japansbanka, eru flóknari að gerð þar sem þau leitast við að hafa vel skilgreint kyrrstætt jafnvægi samhliða því að halda nákvæmt bókhald yfir tengsl stofn- og flæðistærða.

DSGE-líkön eru metnaðarfull tilraun til að samtvinnu framfarir innan þjóðhagfræðinnar, spágerðar sem byggist á hagfræðikenningum (e. structural forecasting) og framkvæmdar peningastefnu í reynd. Ágreiningur er enn um nákvæma uppbyggingu DSGE-líkana og árangur þeirra við að sameina samkvæmni við fræðin og samræmi við niðurstöður hagrannsóknna.

Mörg viðfangsefni eru enn óleyst: Í fyrsta lagi, hvernig haga skuli nákvæmri framsetningu hagfræðilegs grunns þessara líkana að því er varðar markaðsbresti, verðmyndun og væntingar. Í öðru lagi hefur ýmsum aðferðum verið beitt til að meta DSGE-líkön, bæði klassískri nálgun og bayesískum aðferðum, en aðrir eru hlyntari notkun hermána (e. calibration). Í þriðja lagi þarf að gera fleiri prófanir á spágetu DSGE-líkana. Loks er aðlögun DSGE-líkana að opnu hagkerfi aðkallandi rannsóknarefni.

Aðlögun DSGE-líkana til notkunar við stefnumörkun í reynd er fyrirferðarmikið rannsóknarviðfangsefni í mörgum helstu seðlabönkum og efnahagsstofnunum heims. Kastljósið hefur meðal annars beinst að nýkeynesíska Phillipsferlinum. Fátt skiptir meira máli fyrir seðlabanka, sem vilja fylgja framsýnni peningastefnu, en að geta spáð fyrir um verðbólgu til skamms og meðallangs tíma. Nýkeynesíska Phillipsferillinn er því í lykilhlutverki í litlum DSGE-líkönum þegar kemur að því að spá og greina verðbólguhorfur.

Nýkeynesíska Phillipsferillinn og verðbólguþáa

Verðbólguþáa til skamms tíma er eitt af meginviðfangsefnum þjóðhagfræðinnar og gegnir lykilhlutverki í líkanagerð og við mótun peningastefnu. Ýmsar úrbætur í líkanagerð hafa verið gerðar er miða að því að skýra betur og spá fyrir um verðbólguþáa. Í gamla IS-LM-líkáninu voru verð og laun föst og ekkert svigrúm fyrir verðaðlögunarferli. Líkt og í mörgum öðrum líkönum, sem voru notuð við greiningu í peningamálum á áttunda og níunda áratug síðustu aldar, voru jafnvægis-skilyrði IS-LM-líkansins ekki afrakstur háværkunar markaðsaðila (nánari umræðu um veikleika IS-LM-líkansins má nálgast í McCallum og Nelson, 1999). Phillipsferillinn kom einnig til sögunnar án mörkhagfræðilegs grunns sem einfalt tölfræðilegt samband á milli launa-verðbólgu og atvinnuleysis.

Síðustu tveir áratugir tuttugustu aldarinnar voru umrótasamt en um leið afkastamikið skeið þar sem Phillipsferillinn kom aftur fram á sjónarsviðið sem heilsteyptara hagfræðisamband með traustari míkro-hagfræðilegan grunn en áður. Nýkeynesíski Phillipsferillinn er nú megináðferðin við hönnun hagfræðilíkana til að skýra launa- og verðþróun og lykilsamband í nútíma hagfræðilíkönum. Hann er engu að síður enn mjög umdeildur.

Einkum er deilt um hversu vel nýkeynesíski Phillipsferillinn samrýmist niðurstöðum rannsókna um eiginleika verðbólguþróunar og miðlun peningastefnu. Hann á t.d. erfitt með að framkalla þá verðbólgutregðu sem er algeng í reynd þótt hún hafi reyndar farið minnkandi samfara lækkandi verðbólgu á undanförunum árum. Framsýni ferilsins gerir það einnig að verkum að aðgerðir í peningamálum hafa strax áhrif á verðbólgu í nýkeynesískum líkönum og peningayfirvöld geta því stuðlað að verðbólguhjöðnun án tilheyrandi fórnarkostnaðar í formi lægri hagvaxtar og aukins atvinnuleysis. Þetta er á skjön við reynslu seðlabanka af eigin aðgerðum.

Í meginhluta rannsóknarritgerð sinnar ræðir höfundur (sjá Þorvarður Tjörvi Ólafsson, 2006) þær leiðir sem hafa verið reyndar til að bæta úr þessum erfiðleikum nýkeynesíska Phillipsferilsins. Vinsæl úrlausnarleið er að gera ráð fyrir að aðeins hluti fyrirtækja verðleggi vörur og þjónustu sína á framsýnan hátt en hinn hlutinn verðleggi vörur sínar í takt við liðna verðbólgu. Með þessu fæst svokölluð blönduð útgáfa (e. hybrid form) af nýkeynesíska Phillipsferlinum sem stuðlar að meiri tregðu í verðbólguþróun. Harðar deilur hafa staðið um þetta blandaða form á síðastliðnum árum. Að undanförunu hefur kastljósið beinst að því að innleiða tregbreytanlegar raunstærðir (e. real rigidities) af ýmsu tagi í nýkeynesísk líkön til að leysa þau vandamál sem blandaði Phillipsferillinn á við að etja. Athyglin hefur einkum beinst að markaðsbrestum á vinnumarkaði og fjármálamarkaði. Frumlegar tilraunir til að innleiða misræmi framboðs og eftirspurnar á vinnumarkaði (e. search and matching frictions) og fyrirtækjabundið fjármagn (e. firm-specific capital) gefa tilefni til aukinnar bjartsýni um að í náninni framtíð muni draga úr ósamræmi nýkeynesíska Phillipsferilsins og niðurstaðna rannsókna um eiginleika verðbólguþróunar og miðlun peningastefnu (sjá t.d. Walsh, 2005, Christoffel og Linzert, 2005, Woodford, 2005b, og Christoffel o.fl., 2006).

Spurningu Krugmans (2000), um hvort þessi aðferð myndi eiginlegan míkro-hagfræðilegan grunn fyrir framboðshlið þessara líkana eða hvort sífellt sé verið að finna nýjar míkro-hagfræðilegar afsakanir fyrir formi nýkeynesíska Phillipsferilsins, er hins vegar enn ósvarað.

Peningastefna í opnu hagkerfi og nýkeynesísk hagfræði

Umfjöllunin hér að framan gefur til kynna að enn séu nokkur álitamál uppi þegar kemur að undirstöðum peningastefnu í lokuðu hagkerfi, þótt meiri samhljómur sé á milli þeirra nú en áður. Meiri óvissa ríkir um aðgerðir í peningamálum í opnu hagkerfi. Innlimun opinna hagkerfisþátta í DSGE-heildarjafnvægislíkön er eitt meginviðfangsefni rannsókna nú um stundir. Hagfræði opinna hagkerfa hefur fleygt fram á undanförunum árum en enn er mörgum spurningum ósvarað

og aðlögun nýkeynesískrar hagfræði að opnu hagkerfi hefur reynst þrautinni þyngri. Gengishagfræðin hefur einkum reynst henni þrándur í götu. Það kemur ekki á óvart. Gengishagfræðin er eitt mest krefjandi svið þjóðhagfræðinnar og afar umdeilt efni þegar kemur að mótun peningastefnu. Gjarnan er litið á gengishagfræðina sem grein fulla af ráðgátum.⁷ Þrotlaus vinna hagfræðinga við þróun líkana til spágerðar í gengismálum hefur reynst hálfgerð Sisyfosarvinna. Þrátt fyrir umfangsmiklar rannsóknir hefur ekki heldur tekist að kortleggja samband verðbólgu og gengis með fullnægjandi hætti. Því kemur ekki á óvart að líkanasmíð og mótun framsýnnar peningastefnu sé mun erfiðari við þær aðstæður. Þetta á enn frekar við um mjög lítið opið hagkerfi eins og það íslenska þar sem sveiflur í gengi gjaldmiðilsins geta haft víðtækari áhrif á efnahagslífið en í stærri hagkerfum.

Ný þjóðhagfræði opinna hagkerfa

Hin svokallaða nýja þjóðhagfræði opinna hagkerfa (e. new open economy macroeconomics - NOEM) er viðleitni til að laga nýkeynesíska hagfræði að opnu hagkerfi. Hún hefur veitt aukna innsýn í alþjóðlega miðlun áfalla, ólíka verðmyndunarhegðun og samhæfingu í hagstjórn. DSGE-líkön fyrir opið hagkerfi eru enn nokkuð brothætt þar sem nákvæm framsetning þeirra liggur ekki fyrir og ólík nálgun gefur tilefni til mismunandi hagstjórnarráðlegginga. Þetta gildir að sjálfsgöðu einnig um DSGE-líkön fyrir lokað hagkerfi en ekki að sama marki.

Ör vöxtur hefur verið í greinaskrifum í hinni nýju þjóðhagfræði opinna hagkerfa síðan brautryðjendaskrif Maurice Obstfelds og Kenneth Rogoffs litu dagsins ljós árið 1995. Líkönin í fyrstu greinunum, t.d. Obstfeld og Rogoff (1995) og Betts og Devereaux (1996, 2000), voru án óvissu (e. deterministic models). Obstfeld og Rogoff (1998, 2000) innleiddu óvissu í líkönin og það hefur síðan verið meginreglan (sjá yfirlitsgrein Lane, 2001, um fyrstu bylgju NOEM-skrifanna og Bowman og Doyle, 2003, sem ræða áhrif NOEM á peningastefnu).

Einn meginstyrkleiki DSGE-heildarjafnvægislíkana er að þau opna dyrnar fyrir velferðargreiningu og geta því svarað gildislægum hagskjórnarspurningum. Gildi fyrstu DSGE-heildarjafnvægislíkananna fyrir opið hagkerfi voru settar nokkrar skorður þar sem peningamagn var meginstjórnþæki peningastefnu í stað vaxtastýringar í þeim líkönum. Í nýkeynesískum líkönum fyrir lokað hagkerfi er peningastefna sett fram sem einföld peningaregla að hætti Taylors (1993) eða leidd út frá tapsfalli peningayfirvalda. Þetta hefur gerst með þó nokkurri töf í DSGE-líkönunum opinna hagkerfa. Fyrstu dæmin um notkun peningareglna í nýkeynesísku líkani fyrir opið hagkerfi eru Ball (1999), Svensson (2000) og Batini, Harrison og Millard (2001).

Algeng niðurstaða í fyrstu greinum hinnar nýju þjóðhagfræði opinna hagkerfa var að mótun bestu hugsanlegrar peningastefnu væri í grundvallaratriðum eins í opnu og í lokuðu hagkerfi (sjá t.d. Ball, 1999, og Clarida o.fl. 2001, 2002). Að baki þessari niðurstöðu (e. isomorphic

7. Helstu ráðgáturnar eru sambandsleysisráðgátan (e. exchange rate disconnect puzzle), ráðgátan um kaupmáttarjafnvægiskenninguna (e. purchasing power parity puzzle) og framtíðarþjögunargátan (e. forward bias puzzle). Sarno (2005) veitir gott yfirlit yfir helstu ráðgátur gengishagfræðinnar og framfarir við að leysa þær.

result) liggja strangar forsendur um að lögmálið um eitt verð haldi og að áhrif gengisbreytinga skili sér að fullu inn í verðlag innlendra neysluvara. Lögmálið um eitt verð tiltekur að hlutfallslegt verð eins vara eigi að vera hið sama óháð því hvar varan er seld þegar viðskipti á milli landa eru frjáls og kostnaðarlaus. Þessar forsendur eru á skjön við niðurstöður umfangsmikilla rannsókna og sígild viðhorf um virkni peningastefnu (sjá t.d. Engel 1993, 1999, 2002, Campa og Goldberg 2002, og Marazzi o.fl., 2005).

Nýlegar rannsóknir staðfesta þetta og sýna að innleiðing opinna hagkerfisþátta hefur mikilvægar afleiðingar í för með sér fyrir líkanagerð, verðbólguþróun og framkvæmd peningastefnu. Svensson (2000) telur helstu afleiðingarnar vera að (i) nýir farvegir myndast í miðlunarferli peningastefnunnar, (ii) frekari áhersla verði á framsýna hegðun og hlutverk væntinga, og (iii) taka þurfi tillit til miðlunar erlendra áfalla á innlent efnahagslíf.⁸

Verðmyndun fyrirtækja hefur hlotið mun meiri athygli í greina-skrifum hinnar nýju þjóðhagfræði opinna hagkerfa en áður. Forsendur um verðmyndun fyrirtækja skipta sköpum í hvaða DSGE-heildarjafnvægislíkani sem er, bæði fyrir opið og lokað hagkerfi. Framsetning á verðmyndun er mun flóknari í líkönum fyrir opið en lokað hagkerfi. Í fyrsta lagi þarf hún að taka tillit til valkosta fyrirtækja varðandi þann gjaldmiðil sem þau verðleggja vörur sínar í. Í öðru lagi þarf að gera ráð fyrir mögulegum áhrifum erlendar samkeppni á verðmyndun innanlands. Loks þurfa líkönin að lýsa hver áhrif gengisbreytinga á verðmyndun eru og að hve miklu leyti gengissveiflur skila sér inn í verðlag.

Ólíkar forsendur um verðmyndun virðast kannski skipta litlu máli við fyrstu sýn. Niðurstöður rannsókna benda hins vegar til að gjörólíkar niðurstöður um heppilegasta gengisfyrirkomulagið líta dagsins ljós eftir því hvernig verðmyndun er gengið út frá. Forsendur um verðmyndun skipta sömuleiðis sköpum þegar kemur að útleiðslu nýkeynesíska Phillipsferilsins fyrir opið hagkerfi sem er í aðalhlutverki í litlum DSGE-heildarjafnvægislíkönum að því er varðar að skilja og spá fyrir um verðbólguþróun. Donald L. Kohn, varaformaður bankastjórnar bandaríska seðlabankans vék nýverið að mikilvægi verðmyndunar í ræðu: „Ég er með langan lista af verðbólгурáðgátum. Svör við þeim myndu gera mig að betri hagstjórnaraðila en að mestu leyti velta svör við þessum gátum á betri skilningi á því hvernig launþegar og fyrirtæki ákvarða laun og verð.“ (Kohn, 2005).

Verðbólguþróun í litlu opnu hagkerfi og nýkeynesíski Phillipsferillinn

Framsetning á verðmyndun í DSGE-heildarjafnvægislíkönum fyrir opið hagkerfi hefur veruleg áhrif á útleiðslu nýkeynesíska Phillipsferilsins, eins og áður segir. Aðlögun hans að opnu hagkerfi hefur reynst afar vandasöm enda er þar glímt við mun meiri vanda en í lokuðu hagkerfi. Míkróhagfræðilegur grunnur hans er veikari þar sem framsetning

8. Svensson ræðir ekki áhrif þess að gengisbreytingar skili sér ekki að fullu inn í innlent verðlag (e. incomplete exchange rate pass-through).

verðmyndunar er flóknari og innleiðing ýmiss konar tregbreytanlegra raunstærða, í anda þess sem Christoffel og Linzert (2005) og Woodford (2005b) hafa gert í lokuðu hagkerfi, er mun erfiðari í opnu hagkerfi, einkum á tímum aukinnar hnattvæðingar. Greinaskrif hinnar nýju þjóðhagfræði opinna hagkerfa hafa þó stuðlað að framförum í aðlögun Phillipsferilsins að opnu hagkerfi, einkum með því að koma fram með betri líkön fyrir verðmyndun og samband verðbólgu og gengis. Rannsóknir Batinis, Jacksons og Nickells (2000, 2005) og Balakrishnans og López-Salidos (2002) eru góð dæmi um hagnýta notkun fræðilegs framlags hinnar nýju þjóðhagfræði opinna hagkerfa. Þau sýna að nýkeynesískur Phillipsferill fyrir opið hagkerfi getur lýst verðbólguþróun í Bretlandi. Verð innfluttra aðfanga er sjálfstæð breyta í ferlinum í takt við framfarir fræðanna og þróun líkana fyrir verðmyndun í opnu hagkerfi (nánari umfjöllun um aðlögun nýkeynesíska Phillipsferilsins má nálgast í fyrrgreindri rannsóknarritgerð höfundar).

Verðbólguþróun gegna mikilvægu hlutverki við mótun framsýnnar peningastefnu. Alkunna er að gengi gjaldmiðla getur haft áhrif á verðbólgu með því að verka á verð innfluttra vara og aðfanga, auk þess sem það getur haft áhrif á verðbólguvæntingar. Gengisbreytingar hafa eftirspurnaráhrif þar sem þær breyta hlutfallslegu verði innlendra og innfluttra vara en það hvetur einstaklinga til að hliðra eftirspurn sinni á milli þessara vara eftir því hvorar eru hlutfallslega ódýrari hverju sinni. Gengisbreytingar hafa sömuleiðis framboðsáhrif þar sem t.d. styrking innlends gjaldmiðils lækkar verðlag innfluttra vara, sem vega þungt í vísitölu neysluverðs, og hafa því bein áhrif til lækkunar verðbólgu (sjá nánari umfjöllun í Þórarinn G. Pétursson, 2001).

Lítill opin hagkerfi flytja venjulega inn stærri hluta sinna neysluvara en stærri hagkerfi. Þess vegna er gengið eitt mikilvægasta hlutfallsverð slíkra hagkerfa. Gengisbreytingar skipta því mun meira máli fyrir verðbólgu í litlum opnum en stórum hagkerfum. Hins vegar er nær ómögulegt að spá fyrir um gengissveiflur og það gerir mótun framsýnnar peningastefnu, sem byggist á verðbólguþróun, mun erfiðari í framkvæmd í litlum opnum en í stórum lokuðum hagkerfum. Fótfasta peningayfirvalda við stefnumótun er því ekki eins sterk og ákjósanlegt væri. Sterkar vísbendingar eru um að samband verðlags og gengis hafi breyst á undanförunum árum þannig að tímabundnar gengisbreytingar skili sér seinna og í minna mæli út í verðlag neysluverðu en áður (sjá umfjöllun í Þorvarður Tjörvi Ólafsson, 2005). Áhrifin eru þó mun meiri í litlu opnu hagkerfi eins og því íslenska en í stærri lokaðri hagkerfum. Mjög stutt er síðan fyrstu DSGE-heildarjafnvægislíkönin með takmörkuðum áhrifum gengis á verðlag litlu dagsins ljós og tiltölulega fáar greinar fjalla um æskilega mótun peningastefnu í slíkum líkönum.⁹

9. Sjá t.d. Smets og Wouters (2002), Justiano og Preston (2004), Lindé, Nessén og Söderström (2004), Monacelli (2005), Corsetti og Pesenti (2005), Corsetti, Dedola og Leduc (2005), og Liu (2006).

Seðlabanki Íslands og nýkeynesísk hagfræði

Markmið, mótun og framsetning aðgerða Seðlabanka Íslands í peningamálum hafa tekið stakkaskiptum á undanförunum árum. Framþróunin hefur endurspeglad þær framfarir sem var lýst hér að framan. Verðbólgu­markmið var tekið upp í mars árið 2001 og líkt og annars staðar fylgdu stórau­knar áherslur á spágerð og markvissa framsetningu á röksemdum aðgerða bankans. Síaukið gagnsæi við mótun og kynningu peningastefnu Seðlabankans sést glögg­gt af orðræðu *Peningamála* og endurbótum á spám bankans. Seðlabankinn hefur leitast við að veita verðbólguvæntingum betri kjölfestu og draga úr óvissu á mörkuðum með því að veita meiri upplýsingar um líklega þróun stýrivaxta næstu misserin. Þetta hefur bankinn m.a. gert með beittari og opinskárrí orðræðu, með því að tjá sig um þær væntingar sem lesa má út úr framvirkum vöxtum á markaði, með því að birta stýrivaxtaferla sem samkvæmt hermunum líkans bankans tryggja að verðbólgu­markmiðinu verði náð á spátímabilinu og með því að koma á föstum vaxtaákvörðunardögum. Gagnsæið hefur einnig birst í breytingum á spám bankans. Grunnspá bankans hefur breyst frá því að miðast við óbreytta stýrivexti út spátímabilið yfir í að ganga út frá stýrivaxtaferli sem endurspeglar væntingar markaðs- og greiningaraðila um þróun stýrivaxta á næstu misserum. Englandsbanki og sænski seðlabankinn hafa t.d. valið sömu leið.

Rannsóknarstarf Seðlabankans hefur einnig aukist til muna frá því að undirbúningur að upptöku verðbólgu­markmiðs hófst. Rannsóknir hafa beinst að kortlagningu miðlunarferlis peningastefnunnar, hag­ sveiflurannsóknnum og eiginleikum verðbólguþróunar. Þá hefur ómæld vinna verið lögð í þróun nýs ársfjórðungslegs þjóðhagslíkans (QMM) sem tók við af eldra líkani í upphafi ársins (sjá Ásgeir Daníelsson o.fl., 2006). Nýja líkanið er ekki nýkeynesískt, jafnvægis­kilyrði þess eru ekki afrakstur há­mörkunar markaðsaðila heldur útkoma tölfraeðilegs mats á (langtíma)samböndum ýmissa hagstærða.¹⁰ Samræmi við gögnin er því sett skör hærra en samkvæmni við fræðin með tungutaki Pagans (2003).¹¹

Aðferðir Seðlabankans við verðbólgu­spár hafa jafnframt tekið breytingum í á­ranna rás (sjá t.d. rammagrein VIII-1 á bls. 46-47 í *Peningamálum* 2006/1). Greina má skýra tilhneigingu í þróun verðbólgu­spágerðar bankans til að byggja í auknum mæli á nýkeynesískum áherslum. Framleiðsluspenna fékk aukið vægi í spám bankans á árinu 2002 og í nýju ársfjórðungslíkani bankans er verðbólgu­spárjafnan

10. Val á jöfnum og skamm- og langtímaskilyrðum í QMM byggist ekki eingöngu á tölfraeðilegu mati, einnig er litið til dýnamískra eiginleika líkansins í heild (sjá nánar í Ásgeir Daníelsson o.fl., 2006).

11. Fukac og Pagan (2006) skipta þjóðhagslíkönum seðlabanka niður í fjórar kynslóðir þar sem DSGE-heildarjafnvægislíkón skipa fjórðu kynslóðina. QMM-líkan Seðlabankans skipar sér í flokk annarrar kynslóðar líkana. Þau líkón eru mun minni en fyrstu kynslóðar líkónin og leggja áherslu á skýra framsetningu framboðshliðar með framleiðslufalli og notkunar villuleiðréttingarformsins (e. error correction form) til að lýsa skammtímaeiginleikum helstu efnahagssambanda. Mikilvægi framsýnna væntinga í QMM-líkaninu er reyndar meira í takt við þriðju kynslóð líkana. Megineinkenni þriðju kynslóðarinnar er að líkónin byggjast á skýrri framsetningu há­mörkunarvanda framsýnna heimila og fyrirtækja sem gefur vel skilgreint kyrrstætt jafnvægi, en það reyndist oft erfitt að finna slíkt í annarri kynslóð líkana. Fjórdá kynslóðin kynnir til sögunnar ófullkomna samkeppni og flóknari verð- og launamyndun sem breytir til muna dýnamískum eiginleikum þessara líkana frá þriðju kynslóð líkana þar sem fullkomin samkeppni og auðbreytanleg verð og laun réðu ríkjum.

Phillipsferill sem er býsna nýkeynesískur þótt hann sé ekki leiddur út frá verðmyndun fyrirtækja. Óvæntar gengisbreytingar hafa öðru hverju torvelað verðbólguþágerð og verðbólguþáfar af þeim sökum með tilheyrandi vaxandi verðbólguvæntingum hafa grafið undan aðhaldi peningastefnu Seðlabankans, nú síðast á vormánuðum.¹² Slíkar ófyrirséðar gengissveiflur eru skapraun fyrir peningayfirvöld og spágerðarfólk víða um heim en í sumum tilfellum er það einkum tímasetning gengisbreytinganna sem er óvænt, formerki og umfang er oft minna undrunarefni.

Af ofansögðu er ljóst að undirstöður peningastefnu Seðlabanka Íslands hafa að mörgu leyti styrkst verulega á undanförunum árum. Bankinn hefur lagað markmið stefnu sinnar og miðlun upplýsinga um rök fyrir aðgerðum sínum í peningamálum að því sem best þykir og nýtt ársfjórðungslíkan ætti að efla greiningu hans á þróun og horfum í efnahagsmálum. Í nýjustu skýrslu OECD um Ísland er einmitt vikið að því að þó að Seðlabankinn sé lítil stofnun einkennist greining, spágerð og miðlun hans af óvenju mikilli færni og fagmennsku (sjá OECD, 2006).

Seðlabankinn stefnir að enn frekari eflingu þessara stöða. Bankinn er t.d. mjög áhugasamur um DSGE-líkön og hefur þegar hafið undirbúning að gerð slíks líkans. Líkanasmíð er hins vegar afar tímafrek og oft er skynsamlegt að skipta henni niður í nokkra áfanga, einkum í ljósi þess að bankinn býr þegar yfir nýju þjóðhagslíkani. Fyrsta skrefið er að líta yfir landslagið og safna nýjustu þekkingu um líkön af þessu tagi. Þessari grein, auk fyrrgreindrar rannsóknarritgerðar, er ætlað að vera liður í því starfi. Næsti áfangi er gerð nýkeynesíks líkans til að nýta til spágerðar, greiningar á hagstjórnarspurningum og til samanburðargreiningar við niðurstöður annarra líkana bankans.¹³ Sömuleiðis stendur yfir vinna við að meta jafnvægisraungengi og framleiðslugetu hagkerfisins sem leika stórt hlutverk í nýkeynesískum líkönum þar sem þau skýra sveiflur hagkerfisins frá jafnvægisgildum. Allir þessir þættir ættu að stuðla að traustari undirstöðum peningastefnu Seðlabankans í framtíðinni.

Niðurlag

Engin ládeyða umlykur starf seðlabanka. Peningahagfræðinni fleygir fram, seðlabankar ganga í auknum mæli fram fyrir skjöldu og gera breytingar á mótun og framsetningu aðgerða sinna í takt við lærdóm fræðanna auk þess sem örar framfarir eiga sér stað í líkanagerð um allan heim. Nýkeynesíska nálgunin er í hraðri mótun og kvíslast um flestar greinar þjóðhagfræðinnar. Aragrúi greina og rannsóknarritgerða lítur dagsins ljós í hverjum mánuði þar sem nýkeynesísku nálguninni er beitt á klassísk viðfangsefni hagfræðinnar. Seðlabankar þurfa að fylgjast vel

12. Seðlabankinn hefur lengi tekið gengisþróun inn í óvissumat verðbólguþáa. Í nýja líkaninu er gengi krónunnar spáð með blandaðri jöfnu þar sem megindrifkraftarnir eru vaxtamunur við útlönd og aðlögun raungengis að kaupmáttarjafnvægi. Grunnspá bankans tekur nú mið af þeim gengisferli (miðað við þann vaxtaferil sem byggist á væntingum markaðs- og greiningaraðila) í stað þess að ganga út frá óbreyttri gengisvísitölu frá spádegi og út spátímabilið.

13. Hunt (2006) og Honjo og Hunt (2006) hafa metið lítið nýkeynesískt líkan fyrir Ísland með bayesískri aðferð og verður m.a. byggt á því við gerð hins nýja jafnvægislíkans.

með þróuninni og vera virkir þátttakendur í áframhaldandi framþróun fræða og rannsókna á þessu sviði til að bæta eigin verðbólguþágerð og stefnumótun. Seðlabankar njóta meðbyrs nú um stundir þar sem breiðari sátt ríkir meðal fræðimanna um mikilvægi peningastefnu og aðferðir við uppbyggingu líkana til að greina þróun og horfur í peninga- og efnahagsmálum.

Í þessari grein hefur verið leitast við að veita yfirlit yfir þróun síðustu tveggja áratuga þar sem aukin sátt hefur skapast á milli þess sem undirstöður peningastefnunnar ráðleggja seðlabönkum um aðgerðir í peningamálum. Sömuleiðis hefur verið reynt að kortleggja hversu langt þessi samhljómur nær og bent á nokkur viðfangsefni sem deilur hafa staðið um.

Seðlabanki Íslands hefur þegar tileinkað sér margt af því sem framfarir síðustu ára hafa lagt áherslu á. Skref hafa verið stigin til að stuðla að því að peningastefna bankans sé kerfisbundin, trúverðug og gagnsæ.

Heimildir:

- Ásgeir Daníelsson, Lúðvík Elíasson, Magnús F. Guðmundsson, Björn Hauksson, Ragnhildur Jónsdóttir, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson, (2006). "QMM – A Quarterly Macroeconomic Model of the Icelandic Economy", *Central Bank of Iceland Working Paper*, væntanleg.
- Balakrishnan, Ravi, og J. D. López-Salido, (2002). "Understanding UK Inflation: the Role of Openness", *Bank of England Working Paper* No. 164.
- Ball, Laurence, (1999). "Policy Rules for Open Economies", í John Taylor (ritstj.) *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, Chicago, 127-144.
- Barro, Robert J., og David B. Gordon, (1983). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model", *Journal of Political Economy* 91 (4), 589-610.
- Batini, Nicoletta, Richard Harrison og Stephan P. Millard, (2001). "Monetary Rules for an Open Economy", *Norges Bank Working Paper* 2001/4.
- Batini, Nicoletta, Brian Jackson og Stephen Nickell, (2000). "Inflation Dynamics and the Labour Share in the UK", *External MPC Unit Discussion Paper* No. 2.
- Batini, Nicoletta, Brian Jackson og Stephen Nickell, (2005). "An Open-economy New Keynesian Phillips Curve for the U.K.", *Journal of Monetary Economics* 52, 1061-1071.
- Betts, Caroline, og Michael B. Devereux, (1996). "The Exchange Rate in a Model of Pricing-to-Market", *European Economic Review* 40, 1007-1021.
- Betts, Caroline, og Michael B. Devereux, (2000). "Exchange Rate Dynamics in a Model of Pricing-to-Market", *Journal of International Economics* 50, 215-244.
- Blinder, Alan S., og Ricardo Reis, (2005). "Understanding the Greenspan Standard", kynnt á ráðstefnu Seðlabanka Kansasborgar: *Understanding the Greenspan Era: Lessons for the Future*, í Jackson Hole, Wyoming, 25.-27. ágúst 2005.
- Borio, Claudio, (2006). "Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century", *BIS Working Papers* No. 216.
- Bowman, David, og Brian Doyle, (2003). "New Keynesian Open-Economy Models and Their Implications for Monetary Policy", *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, No. 762.
- Campa, José Manuel, og Linda S. Goldberg, (2002). "Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?", *NBER Working Paper Series* No. 8934.
- Christoffel, Kai, og Tobias Linzert, (2005). "The Role of Real Wage Rigidity and Labor Market Frictions for Unemployment and Inflation Dynamics", *ECB Working Paper Series* No. 556.
- Christoffel, Kai, Keith Küster og Tobias Linzert, (2006). "Identifying the Role of Labor Markets for Monetary Policy in an Estimated DSGE Model", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies* No. 17/2006.

- Clarida, Richard, Jordi Galí, og Mark Gertler, (1999). "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature* 37 (4), 1661-1707.
- Clarida, Richard, Jordi Galí og Mark Gertler, (2001). "Optimal Monetary Policy in Open Versus Closed Economies: An Integrated Approach", *American Economic Review* 91 (2), 248-252.
- Clarida, Richard, Jordi Galí og Mark Gertler, (2002). "A Simple Framework for International Monetary Policy Analysis", *Journal of Monetary Economics* 49 (5), 879-904.
- Corsetti, Giancarlo, og Paolo Pesenti, (2005). "International Dimensions of Optimal Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics* 52, 281-305.
- Corsetti, Giancarlo, Luca Dedola og Sylvain Leduc, (2005). "DSGE Models of High Exchange-Rate Volatility and Low Pass-through", *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper Series No. 845*.
- Engel, Charles, (1993). "Real Exchange Rates and Relative Prices: An Empirical Investigation", *Journal of Monetary Economics* 32, 35-50.
- Engel, Charles, (1999). "Accounting for U.S. Real Exchange Rate Changes", *Journal of Political Economy* 107, 507-538.
- Engel, Charles, (2002). "The Responsiveness of Consumer Prices to Exchange Rates: A Synthesis of Some New Open Economy Macro Models", *The Manchester School Supplement*, 1-15.
- Friedman, Milton, (1968). "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review* 58 (1), 1-17.
- Fukac, Martin, og Adrian Pagan, (2006). "Issues in Adopting DSGE Models for Use in the Policy Process", *CAMA Working Paper Series No. 10/2006*.
- Gauti B. Eggertsson, (2003). "How to Fight Deflation at Zero Nominal Interest Rates: Committing to being Irresponsible", *IMF Working Paper No. 03/64*.
- Gauti B. Eggertsson, (2006). "The Deflation Bias and Committing to Being Irresponsible", *Journal of Money, Credit and Banking* 38 (2), 283-321.
- Greenspan, Alan (2003). "Opening Remarks", erindi á ráðstefnu Seðlabanka Kansasborgar *Monetary Policy under Uncertainty: Adapting to a Changing Economy* í Jackson Hole í Wyoming 28.-30. ágúst 2003.
- Greenspan, Alan (2004). "Risk and Uncertainty in Monetary Policy", *American Economic Review* 94, 33-40.
- Greenspan, Alan (2005). "Reflections on Central Banking", kynnt á ráðstefnu Seðlabanka Kansasborgar *Greenspan Era: Lessons for the Future* í Jackson Hole í Wyoming 25.-27. ágúst 2005.
- Honjo, Keiko, og Benjamin Hunt (2006). "Stabilizing Inflation in Iceland", *IMF Working Paper*, væntanleg.
- Hunt, Benjamin, (2006). "Simple Efficient Policy Rules and Inflation Control in Iceland", *Central Bank of Iceland Working Paper No. 30*.
- Justiano, Alejandro, og Bruce Preston, (2004). "Small Open Economy DSGE Models: Specification, Estimation and Model Fit", *Columbia University Department of Economics Working Paper*.
- Kohn, Donald L., (2005). "Modelling Inflation: A Policymaker's Perspective", ræða flutt á ráðstefnu *International Research Forum on Monetary Policy* í Frankfurt am Main 20. maí 2005.
- Krugman, Paul R., (2000). "How Complicated Does the Model Have To Be?", *Oxford Review of Economic Policy* 16 (4), 33-42.
- Kydland, Finn E., og Edward C. Prescott, (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy* 85 (3), 473-491.
- Lane, Philip R., (2001). "The New Open Economy Macroeconomics: A Survey", *Journal of International Economics* 54 (2), 235-266.
- Lindé, Jesper, Marianne Nessén og Ulf Söderström, (2004). "Monetary Policy in an Estimated Open-Economy Model with Imperfect Pass-through", *Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 167*.
- Liu, Philip, (2006). "A Small New Keynesian Model of the New Zealand Economy", *Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series No. DP/2006/03*.

- Lucas, Robert E., Jr., (1972). "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory* 4, 103-124.
- Lucas, Robert E., Jr., (1976). "Economic Policy Evaluation: A Critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, 19-46.
- Mankiw, N. Gregory, (2006). "The Macroeconomist as Scientist and Engineer", handrit.
- Marazzi, Marion, Nathan Sheets og Robert Vigfusson, auk Jon Faust, Joseph Gagnon, Jaime Marquez, Robert Martin, Trevor Reeve, John Rogers, (2005). "Exchange Rate Pass-Through to U.S. Import Prices: Some Evidence", *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers* No. 833.
- McCallum, B., og Edward Nelson, (1999). "An Optimizing IS-LM Specification for Monetary Policy and Business Cycle Analysis", *Journal of Money, Credit and Banking* 31 (3), 296-316.
- Monacelli, Tommaso, (2005). "Monetary Policy in a Low Pass-through Environment", *Journal of Money, Credit and Banking* 37 (6), 1047-1066.
- Obstfeld, Maurice, og Kenneth Rogoff, (1995). "Exchange Rate Dynamics Redux", *Journal of Political Economy*, 103, 624-660.
- Obstfeld, Maurice, og Kenneth Rogoff, (1998). "Risk and Exchange Rates", *NBER Working Paper* No. 6694.
- Obstfeld, Maurice, og Kenneth Rogoff, (2000). "New Directions for Stochastic Open Economy Models", *Journal of International Economics* 50, 117-153.
- OECD, (2006). *OECD Economic Surveys: Iceland*, OECD.
- Pagan, Adrian, (2003). *Report on Modelling and Forecasting at the Bank of England*, Bank of England, London.
- Persson, Torsten, og Guido Tabellini (ritstj.), (1990). *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, Harwood Academic, Sviss.
- Pesaran, M. Hashem og Ron Smith, (1995). "The Role of Theory in Econometrics", *Journal of Econometrics*, 67 (1), 61-79.
- Phelps, Edmund S., (1967). "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, 34 (135), 254-281.
- Qvigstad, Jan F., (2006). "When Does an Interest Rate Path "Look Good"? Criteria for an Appropriate Future Interest Rate Path", *Norges Bank Working Paper* 2006/5.
- Roberts, John M., (1995). "New Keynesian Economics and the Phillips Curve", *Journal of Money, Credit and Banking* 27, 975-984.
- Rogoff, Kenneth, (2006). "Impact of Globalization on Monetary Policy", kynnt á ráðstefnu Seðlabanka Kansasborgar *The New Economic Geography: Effects and Policy Implications* í Jackson Hole í Wyoming 24.-26. ágúst 2006.
- Sarno, Lucio, (2005). „Viewpoint: Towards a Solution to the Puzzles in Exchange Rate Economics: Where do We Stand?“, *Canadian Journal of Economics* 38 (3), 673-708.
- Smets, Frank, og Raf Wouters, (2002). "Openness, Imperfect Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics* 49, 947-981.
- Svensson, Lars, (1999). "How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability", kynnt á ráðstefnu Seðlabanka Kansasborgar: *New Challenges for Monetary Policy*, í Jackson Hole, Wyoming, 26.-28. ágúst 1999.
- Svensson, Lars, (2000). "Open Economy Inflation Targeting", *Journal of International Economics* 50, 155-185.
- Svensson, Lars E.O., (2006). "The Instrument-Rate Projection under Inflation Targeting: The Norwegian Example", handrit frá febrúar 2006.
- Taylor, John B., (1993). "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conferences on Public Policy*, 39, 195-214.
- Taylor, John B., (1999). "Staggered Price and Wage Setting in Macroeconomics", 15. kafli í J.B. Taylor og M. Woodford (ritstj.), *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier.
- Walsh, Carl E., (2003). *Monetary Theory and Policy*, 2. útgáfa, MIT Press.

- Walsh, Carl E., (2005). "Labour Market Search, Sticky Prices, and Interest Rate Policies", *Review of Economic Dynamics* 8 (4), 829-849.
- Walsh, Carl E., (2006). "The Contribution of Theory to Practice in Monetary Policy: Recent Developments", ráðstefnuritgerð kynnt á *Monetary Theory: A Journey from Theory to Practice: An ECB Colloquium held in Honour of Prof. Otmar Issing*, í Frankfurt, 16.-17. mars 2006.
- White, William R., (2006). "Is Price Stability Enough?", *BIS Working Papers* No. 205.
- Woodford, Michael, (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
- Woodford, Michael, (2005a). "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness", ritgerð kynnt á ráðstefnu Seðlabanka Kansasborgar: *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, í Jackson Hole, Wyoming, 25.-27. ágúst 2005.
- Woodford, Michael, (2005b). "Firm-Specific Capital and the New Keynesian Phillips Curve", *International Journal of Central Banking* 1 (2), 1-46.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson, (2005). „Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum“, *Peningamál* 2005/4, 55-83.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson, (2006). "The New Keynesian Phillips Curve: In Search of Improvements and Adaptation to the Open Economy", *Central Bank of Iceland Working Paper* No. 31.
- Þórarinn G. Pétursson, (2001). „Miðlunarferli peningastefnunnar“, *Peningamál* 2001/4, 59-74.

Peningastefnan og stjórnæki hennar

Markmið og framkvæmd 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.

Bankinn tilkynnir vaxtaá­kvarðanir á fyrirfram ákveðnum dögum. Í aðdraganda vaxtaákvörðunar efnir bankastjórn til peningastefnu­funda. Tilhögun þeirra er nánar lýst í starfsreglum, um undirbúning, rökstuðning og kynningu á­kvarðana í peningamálum sem settar eru í samræmi við ákvæði laga um Seðlabanka Íslands. Þær eru birtar á vef bankans www.sedlabanki.is.

Helstu stjórnæki 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.

Yfirlit vaxta Seðlabankans 20. október 2006

Viðskiptaform	Vextir nú (%)	Síðast breytt	Breyting (prósentur)	Vextir fyrir ári (%)
Viðskiptareikningar	12,50	21. sept. 2006	0,50	8,00
Daglán	15,00	21. sept. 2006	0,50	11,00
Innstæðubréf til 90 daga	-	11. júlí 2006	-	9,75
Bindiskylda	12,75	21. sept. 2006	0,50	8,75
Endurhverf viðskipti (ávöxtun)	14,00	19. sept. 2006	0,50	9,50
Innstæðubréf til 7 daga (ávöxtun)	13,85	19. sept. 2006	0,50	9,35

Föst viðskiptaform:

- Viðskiptareikningar geyma óráðstafað fé lánastofnana. Þeir eru uppgjörsreikningar vegna greiðslujöfnunar milli innlánsstofnana og millibankaviðskipta, þar á meðal viðskipta við Seðlabankann. Vextir þessara reikninga mynda gólf fyrir daglánavexti á millibankamarkaði.
- Daglán eru veitt að ósk lánastofnana og tryggð með sömu verðbréfum og hæf eru í endurhverfum viðskiptum. 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 stjórnæki Seðlabankans. Vikulega eru haldin uppboð á 7 daga samningum. Lánastofnanir þurfa að leggja fram hæf verðbréf, en þeim er nánar lýst í reglum Seðlabankans nr. 997 frá 10. desember 2004. 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.
- Inngrípum á gjaldeyrismarkaði er einungis beitt, samkvæmt yfirlýsingunni um verðbólgu markmið frá 2001, telji Seðlabankinn það nauðsynlegt til þess að stuðla að verðbólgu markmiði sínu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað stöðugleika fjármálakerfisins.

Annáll efnahags- og peningamála

Júlí 2006

Hinn 1. júlí var lánshlutfall Íbúðalánasjóðs lækkað tímabundið úr 90% í 80% og hámarkslán úr 18 milljónum króna í 17 milljónir. Voru þessar breytingar hluti af aðhaldsaðgerðum ríkisstjórnarinnar.

Hinn 4. júlí tilkynnti Glitnir banki hf. að kaupum á sænska verðbréfa-fyrirtækinu Fischer Partners Fondkommission AB væri lokið eftir að skilyrðum kaupsamnings hefði verið fullnægt. Kaupverð var 3,7 ma.kr.

Hinn 6. júlí 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 13%. Vextir á daglánnum og af bundnum innstæðum hækkuðu um 0,5 prósentur en aðrir vextir hækkuðu um 0,75 prósentur. Allir vextir bankans hækkuðu 11. júlí. Bankastjórn ákvað jafnframt að meta þörf fyrir frekara aðhald um miðjan ágúst og að birta tilkynningu um stýrivexti að morgni 16. ágúst.

Hinn 17. júlí lækkaði alþjóðlega matsfyrirtækið Standard & Poor's láns-hæfismat Íbúðalánasjóðs vegna langtímaskuldbindinga í íslenskum krónum úr AA+ í AA-. Jafnframt var sjóðurinn tekinn af athugunarlista. Láns-hæfismat fyrir langtímaskuldbindingar í erlendri mynt var staðfest AA- og A-1+ fyrir skammtímaskuldbindingar í íslenskum krónum og erlendri mynt. Horfur um breytingar á matinu eru neikvæðar fyrir skuldbindingar í erlendri mynt en stöðugar fyrir skuldbindingar í íslenskum krónum.

Ágúst 2006

Hinn 16. ágúst var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að hækka stýrivexti bankans, þ.e. vexti í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir, um 0,5 prósentur í 13,5%. Vextir á daglánnum og af bundnum innstæðum hækkuðu um 0,25 prósentur en aðrir vextir bankans um 0,5 prósentur. Vextir á innstæðubréfum til 7 daga og vextir í endurhverfum viðskiptum hækkuðu 22. ágúst en aðrir vextir 21. ágúst.

September 2006

Hinn 12. september lækkaði alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investor Service mat sitt á fjárhagslegum styrkleika Kaupþings banka hf. úr C+ í C. Um leið staðfesti matsfyrirtækið láns-hæfiseinkunnirnar A1 fyrir langtímaskuldbindingar og P-1 fyrir skammtímaskuldbindingar. Horfur um breytingar á matinu eru stöðugar.

Hinn 12. september tilkynnti Glitnir banki hf. að gengið hefði verið frá útgáfu víkjandi skuldabréfa að fjárhæð 250 milljónir Bandaríkjadala, eða um 18 ma.kr. Útgáfan telst til eiginfjárpáttar A (e. Tier 1).

Hinn 14. september var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að hækka stýrivexti bankans, þ.e. vexti í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir, um 0,5 prósentur í 14%. Aðrir vextir Seðlabankans voru einnig hækkaðir um 0,5 prósentur. Vextir á inn-

stæðubréfum til 7 daga og vextir í endurhverfum viðskiptum hækkuðu 19. september en aðrir vextir 21. september.

Hinn 25. september tilkynnti Landsbanki Íslands hf. að kaupum á Cheshire Guernsey Limited, banka á eyggi Guernsey í Ermasundi, væri lokið eftir að skilyrðum kaupsamnings hefði verið fullnægt og var hann tekinn inn í samstæðureikning Landsbankans frá og með lokum þriðja ársfjórðungs 2006. Tilkynnt var að breyta ætti nafni bankans í Landsbanki Guernsey Limited.

Töflur og myndir

Töflur og myndir miðast almennt við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu 27. október 2006 en fjármálamarkaðagögn frá 29. september 2006. Skýringar á merkingu tákna eru á bls. 2.

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

- 109 Mynd 19 Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 3. ársfj. 2006
- 109 Mynd 20 Erlend staða Þjóðarbúsins 1980-2005
- 110 Mynd 21 Lánsfjárafgangur og lántökur ríkissjóðs 1991-2005
- 110 Mynd 22 Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs 2004-2006
- 111 Mynd 23 Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1991-2005
- 111 Mynd 24 Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2005
- 112 Mynd 25 Veltubreyting milli ára 1998/1 - 2006/3
- 112 Mynd 26 Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar 1. ársfj. 1980 - 3. ársfj. 2006
- 113 Mynd 27 Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2005
- 113 Mynd 28 Hlutabréfaverð 1998-2006
- 114 Mynd 29 Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka 2000-2005
- 114 Mynd 30 Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða 2000-2005
- 118 Mynd 31 Verðbólga 1940-2008
- 118 Mynd 32 Hagvöxtur 1945-2008
- 118 Mynd 33 Viðskiptajöfnuður 1945-2008
- 118 Mynd 34 Raungengi krónunnar 1960-2005
- 118 Mynd 35 Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2008
- 118 Mynd 36 Raunávöxtun og peningamagn 1960-2005
- 119 Mynd 37 Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001
- 119 Mynd 38 Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970 og 2005
- 120 Mynd 39 Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2005
- 120 Mynd 40 Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970 og 2005

Tafla 1a Grunnþjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans

	Þjóðhagsþá							
	Núverandi þá				Breyting frá síðustu þá (prósentur)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<i>Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar¹</i>								
Einkaneysla	12,3	6,0	0,5	-3,0	0,4	-0,2	0,3	4,7
Samneysla	3,3	2,2	3,0	2,7	0,1	-0,7	-0,9	-0,1
Fjármunamyndun	37,5	9,1	-28,3	-4,7	3,0	4,3	-8,7	6,3
Atvinnuvegafjárfesting	60,5	7,8	-38,9	-11,1	3,6	4,7	-7,0	10,8
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	11,9	13,8	-4,9	-7,4	1,6	-1,1	-8,7	-7,0
Fjárfesting hins opinbera	-13,1	3,1	4,2	30,0	0,4	13,0	-21,7	12,4
Þjóðarútgjöld	15,8	6,2	-6,6	-2,3	0,9	0,9	-2,4	3,9
Útflutningur vöru og þjónustu	7,1	-2,9	13,5	14,2	3,6	-4,3	2,3	0,2
Innflutningur vöru og þjónustu	28,9	4,6	-9,9	0,6	0,5	1,0	-3,9	2,7
Verg landsframleiðsla	7,5	4,0	1,4	2,8	2,0	-0,8	-0,4	3,3

Ýmsar lykilstærðir

Landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	1.012	1.134	1.218	1.283	16	-29	-81	-87
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-16,2	-20,8	-11,7	-8,0	0,3	-5,4	-3,7	-7,0
Launak. á framl. einingu (br. milli ársmeðaltala)	4,8	8,2	7,7	4,0	0,5	-1,5	-0,7	-0,1
Atvinnuleysi (% af mannafla)	2,1	1,4	2,0	3,4	-	0,1	0,1	-0,1

Stýrivextir og gengi

Stýrivextir (%)	9,4	12,6	11,6	8,2	-	0,3	-0,1	-0,9
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ²	108,7	122,6	126,7	127,9	-	-2,2	-3,1	-2,7

Ársfjórðungur	Verðbólguþá		
	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður	Breyting frá síðustu þá (prósentur)	Ársfjórðungsþýning á ársgrundvelli (%)
2006:1	4,5	-	4,5
2006:2	7,5	-0,1	14,3
2006:3	8,0	-1,5	7,5
2006:4	7,6	-3,3	4,3
2007:1	7,9	-2,9	5,8
2007:2	4,1	-6,9	-1,1
2007:3	3,4	-5,6	4,6
2007:4	3,4	-4,6	4,4
2008:1	2,8	-4,0	3,6
2008:2	4,1	-1,6	3,9
2008:3	4,3	...	5,3
2008:4	4,4	...	4,7

Breyting milli ársmeðaltala

2005	4,0	-
2006	6,9	-1,2
2007	4,6	-5,1
2008	3,9	...

1. Magnbreytingar frá fyrra ári (%). 2. 31. desember 1991 = 100. Breyting frá síðustu þá er prósentubreyting gengisvísitölu.

Tafla 1b Þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans með peningastefnuviðbrögðum

Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar ¹	Þjóðhagsþá							
	Núverandi þá				Breyting frá síðustu þá (prósentur)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Einkaneysla	12,3	5,9	-2,3	-12,1	0,4	0,5	3,6	-0,2
Samneysla	3,3	2,2	3,0	2,7	0,1	-0,7	-0,9	-0,1
Fjármunamyndun	37,5	9,1	-30,1	-15,1	3,0	4,6	-4,5	1,2
Atvinnuvegafjárfesting	60,5	7,8	-41,3	-27,0	3,6	5,1	-1,6	4,0
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	11,9	13,8	-5,4	-10,3	1,6	-1,0	-7,2	-7,4
Fjárfesting hins opinbera	-13,1	3,1	4,2	30,0	0,4	13,0	-21,7	12,4
Þjóðarútgjöld	15,8	6,1	-8,7	-9,6	0,9	1,3	0,4	-
Útflutningur vöru og þjónustu	7,1	-2,9	13,3	13,6	3,6	-4,4	2,0	0,3
Innflutningur vöru og þjónustu	28,9	4,6	-12,1	-7,4	0,5	1,6	-0,9	-1,4
Verg landsframleiðsla	7,5	3,9	0,1	-1,7	2,0	-0,6	1,2	0,5
<i>Ýmsar lykilstærðir</i>								
Landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	1.012	1.134	1.199	1.188	16	-26	-54	-97
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-16,2	-20,8	-10,7	-4,0	0,3	-5,6	-5,2	-7,2
Launak. á framl. einingu (br. milli ársmeðaltala)	4,8	8,2	7,3	1,9	0,5	-1,5	-0,4	-0,3
Atvinnuleysi (% af mannafla)	2,1	1,4	2,0	3,8	-	0,1	-	-0,1
<i>Stýrivextir og gengi</i>								
Stýrivextir (%)	9,4	12,7	15,4	14,1	-	-1,5	-1,4	6,2
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ²	108,7	122,5	124,8	121,3	-	-1,9	-3,4	-8,0
<i>Verðbólguþá</i>								
Ársfjórðungur	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður		Breyting frá síðustu þá (prósentur)		Ársfjórðungsbreyting á ársgrundvelli (%)			
2006:1	4,5		-		4,5			
2006:2	7,5		-0,1		14,3			
2006:3	8,0		-1,5		7,5			
2006:4	7,6		-3,3		4,2			
2007:1	7,9		-2,8		5,7			
2007:2	4,0		-6,7		-1,4			
2007:3	3,1		-5,3		4,1			
2007:4	2,9		-4,2		3,5			
2008:1	2,1		-3,5		2,3			
2008:2	3,0		-1,1		2,1			
2008:3	2,7		...		2,9			
2008:4	2,3		...		1,8			
<i>Breyting milli ársmeðaltala</i>								
2005	4,0		-					
2006	6,9		-1,2					
2007	4,4		-4,8					
2008	2,5		...					

1. Magnbreytingar frá fyrra ári (%). 2. 31. desember 1991 = 100. Breyting frá síðustu þá er prósentubreyting gengisvísitölu.

Tafla 2 Helstu mánaðarlegar vísbendingar

	Verðlag		Gengi		Peningamarkaður		Skuldabréfamarkaður ⁴				Peningastærðir (í lok tímabils) ⁵					
	% -breyting vísitölu neysluverðs ¹		% -breyt. meðal-gengis krónu ^{1,2}		Endurhverf verð-bréfa kaup		3 mán. RIKS-RIKIS- vixlar		13 0517		15 1001		150644		M3	
	sl. 1 m.	sl. 12 m.	sl. 1 m.	sl. 12 m.	bréfa kaup	verð- bréfa kaup	REIBOR ³	3 mán. RIKS- vixlar	RIKB 13 0517	RIKS 15 1001	HFF 150644	Grunnfé	M3	Útlán- innláns- stofnana	Erlent lánsfé ⁶	
2000	5,0	5,0	-0,1	-0,1	11,40	11,40	12,0	11,5	5,4	5,4	.	-10,4	11,2	26,2	83,4	
2001	6,7	6,7	-16,7	-16,7	10,10	10,10	12,5	10,0	5,1	5,1	.	-14,2	14,9	13,4	30,1	
2002	4,8	4,8	3,0	3,0	5,80	5,80	6,2	5,8	4,9	4,9	.	17,2	15,3	0,9	-2,8	
2003	2,2	2,2	6,4	6,4	5,30	5,30	5,1	4,8	4,3	4,3	.	-33,5	17,5	14,8	67,3	
2004	3,1	3,1	2,1	2,1	8,25	8,25	8,6	7,4	3,6	3,6	.	77,7	15,0	39,5	59,2	
2005	4,0	4,0	11,4	11,4	10,50	10,50	10,2	9,7	4,1	4,1	.	23,1	23,2	51,5	96,4	
2005																
Janúar	0,1	4,0	1,9	7,2	8,25	8,25	8,6	7,1	7,4	3,5	3,5	3,9	17,1	37,0	61,3	
Febrúar	0,2	4,5	1,6	7,8	8,75	8,75	9,0	7,8	7,4	3,4	3,5	-13,1	15,5	40,0	71,0	
Mars	0,8	4,7	2,2	12,1	9,00	9,00	9,2	8,7	7,7	3,6	3,6	14,7	14,9	41,4	64,5	
Apríl	0,2	4,3	-2,3	11,1	9,00	9,00	9,2	8,8	7,7	3,5	3,5	-23,4	17,5	47,6	70,4	
Mai	-0,5	2,9	-2,6	8,6	9,00	9,00	9,2	8,6	7,5	3,6	3,6	52,0	18,9	53,5	84,5	
Júní	0,7	2,8	2,3	10,4	9,50	9,50	9,3	9,2	7,5	3,6	3,6	36,0	20,7	53,3	94,6	
Júlí	0,1	3,5	1,3	11,5	9,50	9,50	9,3	9,4	7,3	3,7	3,7	-18,2	19,1	54,8	110,4	
Ágúst	0,2	3,7	0,5	11,5	9,50	9,50	9,3	9,3	7,4	3,6	3,6	-10,9	21,1	50,5	100,7	
September	1,5	4,8	2,6	14,7	10,25	10,25	10,0	8,4	7,7	3,6	3,7	-5,4	12,9	55,8	82,6	
Október	0,6	4,6	3,5	18,1	10,25	10,25	10,1	9,7	7,8	4,0	4,0	-6,4	19,4	49,0	91,6	
Nóvember	-0,2	4,2	0,1	16,5	10,25	10,25	10,1	9,7	7,8	4,2	4,1	15,7	27,2	53,7	97,9	
Desember	0,4	4,1	-3,0	8,2	10,50	10,50	10,2	9,7	7,8	4,1	4,1	23,1	23,2	51,5	96,4	
2006																
Janúar	0,3	4,4	1,7	8,0	10,75	10,75	10,3	10,2	8,3	4,5	4,4	-3,9	17,9	51,2	95,7	
Febrúar	-0,1	4,1	-3,1	3,1	10,75	10,75	10,4	14,1	7,9	4,0	4,1	40,8	20,8	51,8	113,4	
Mars	1,1	4,5	-8,2	-7,4	10,75	10,75	11,3	12,4	8,6	4,4	4,2	85,2	26,4	57,0	126,1	
Apríl	1,1	5,5	-8,0	-12,8	11,50	11,50	11,7	12,0	9,1	4,3	4,2	64,6	26,3	57,8	121,3	
Mai	1,4	7,6	0,4	-10,1	12,25	12,25	11,9	12,6	8,9	4,0	4,1	44,9	22,3	52,2	94,0	
Júní	1,2	8,0	-3,1	-14,9	12,25	12,25	12,5	12,6	9,1	4,4	4,2	8,5	20,1	53,7	96,4	
Júlí	0,5	8,4	0,4	-15,7	13,00	13,00	12,6	13,5	8,9	4,5	4,2	36,8	21,1	52,2	78,7	
Ágúst	0,3	8,6	4,7	-12,2	13,50	13,50	13,3	13,7	8,0	4,3	4,1	50,4	17,9	47,2	80,0	
September	0,6	7,6	1,0	-13,5	14,00	14,00	13,5	14,2	7,8	4,1	3,9	30,7	17,8	42,2	81,3	
Október	0,2	7,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

1. Árstölur eru breytingar milli ársmeðaltala. 2. M.v. opinbera gengisskráningarsíttölu krónunar og meðalgengi hvers tímabils. Jákvaett formerki táknar styrkingu gengisins. 3. Meðalavöxtun á millbankamarkaði lánaðstofnana með krónum. 4. Fyrir sparskrifteini og líbúðabréf er sýnd ávöxtun umfram verðbreytingu. Vörskipti með líbúðabréf hófust í júlí 2004, áður eru sýndar tölur um húsbírf. 5. Árstölur eru breytingar yfir ár. Útlán til innlendra aðila eingöngu frá janúar 2002. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 6. Erlendar skuldir innlánsstofnana.

Tafla 2 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísbendingar

Staða (ma.kr.)	Gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði		Hrein kaupsl sem hlutfall af vöruinn- erl. skt.sk. flutningi ⁷ lánastofn. ⁸		Vöru- skipta- jöfn. (ma.kr.)		Vöru- útflyt- útflyt. (fob) (ma.kr.)		Vöru- innflyt- (fob) (ma.kr.)		Útlf. verð sjátturða, 12 máh. % -br. ⁹		Raun- gengi ísl. krónu ¹⁰		Vinnurmarkaður		Ríkisfrjálmál		Eignaverð		
	(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	5,7	-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	-0,7	-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	-7,4	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	-8,1	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	107,1	2,1	6,8	8,5	64,7	31,0							
2005																					
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	6,7	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	6,7	5,7	51,8	34,1							
Mái	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	6,3	5,3	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	6,7	4,9	38,0	40,4							
September	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							
Oktober	59,5	2,7	0,16	3,2	-5,5	16,0	21,6	10,3	116,6	1,4	6,9	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							
Desember	67,3	2,9	0,16	3,5	-9,4	13,7	23,1	5,1	114,1	1,5	7,2	8,5	64,7	31,0							
2006																					
Janúar	68,5	2,8	0,17	1,4	-8,4	17,0	25,5	6,0	116,3	1,6	8,3	38,0	69,6	25,3							
Febrúar	72,1	2,9	0,12	1,3	-7,7	14,7	22,4	4,5	112,8	1,6	8,6	30,8	74,9	21,7							
Mars	79,9	2,8	0,10	1,6	-13,3	19,9	33,3	4,2	104,3	1,5	8,6	25,4	50,5	20,9							
Apríl	66,2	2,2	0,08	1,5	-8,0	19,1	27,1	4,9	96,5	1,3	8,4	19,4	35,7	17,7							
Mái	70,4	2,3	0,1	1,8	-10,9	23,9	34,9	6,8	97,9	1,3	8,7	18,5	41,3	13,2							
Júní	76,8	2,4	0,1	1,5	-15,6	23,4	39,0	8,3	95,5	1,3	8,8	16,1	32,4	13,1							
Júlí	74,3	2,4	0,1	1,7	-19,0	16,2	35,2	10,7	96,2	1,4	10,2	17,2	22,4	7,5							
Ágúst	72,6	2,4	0,1	1,6	-11,6	16,6	28,2	10,7	101,6	1,2	10,6	14,6	28,6	10,8							
September	71,3	2,4	...	1,4	-7,6	22,3	29,9	10,1	103,2	1,0	10,8	...	36,8	10,5							
Oktober	...	...	...	1,5	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

7. Gjaldveysisforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvinnuflutnings sl. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru erlendar skammtimaskuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka. 9. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 10. Raungengi miðað við hlutfallsleg verðlag á Íslandi og í 17 helstu vöðskiptalöndum. 1980 = 100. Meðaltal tímabils. 11. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 12. Greiðslugrunnur. An eignasölu. Leibrétt fyrir þrjár vikur gíalda jan. - nov. 2004. 13. Árstölur eru breyting yfir ár. 14. Iðuðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjó sveitarfélög). Árstölur eru breyting yfir ár. Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Ríkisbókhald, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 3 Verðlagspróun

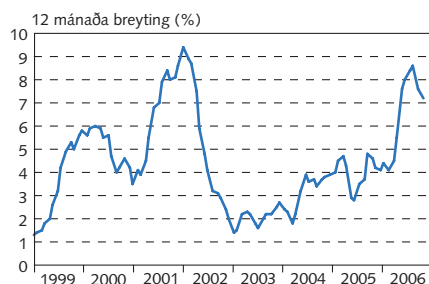
	2006									
	feb.	mars	apríl	maí	júní	júlí	ágúst	sep.	okt.	
Vísitala neysluverðs (maí 1988 = 100)	249,5	252,3	255,2	258,9	261,9	263,1	264,0	265,6	266,2	
<i>1 mánaðar %-breytingar:</i>										
Vísitala neysluverðs	-0,1	1,1	1,1	1,4	1,2	0,5	0,3	0,6	0,2	
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	0,6	1,0	-0,5	0,5	2,2	2,0	-0,3	1,1	0,5	
Búvara og grænmeti	0,7	-0,7	0,3	-1,2	4,3	0,8	0,9	1,9	-1,1	
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks	-1,5	2,8	2,8	3,2	0,8	-0,4	-0,3	1,0	-0,2	
Bensín	1,1	-0,1	6,7	6,5	-2,4	3,5	1,3	-3,3	-4,1	
Húsnæði	0,7	0,9	1,4	1,6	1,7	0,6	0,6	0,5	0,4	
Opinber þjónusta	-0,1	0,0	-0,2	-0,0	-0,0	0,3	0,2	-0,5	1,3	
Önnur þjónusta	0,3	0,4	0,1	0,7	0,3	0,9	1,2	-0,2	0,4	
Samræmd neysluverðsvísitala ESB ¹	-0,2	1,1	0,8	1,2	1,3	0,4	0,5	0,8	...	
<i>12 mánaða %-breytingar:</i>										
Vísitala neysluverðs	4,1	4,5	5,5	7,6	8,0	8,4	8,6	7,6	7,2	
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	0,4	2,9	4,4	7,5	7,9	11,0	8,7	9,5	8,6	
Búvara og grænmeti	2,7	4,0	6,2	10,8	12,5	10,1	11,9	11,7	9,1	
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks	-1,2	-0,1	2,9	5,5	6,8	7,5	8,5	5,8	5,1	
Bensín	13,9	10,7	18,0	21,0	18,3	15,8	15,2	6,3	4,4	
Húsnæði	15,2	13,7	12,3	15,3	15,1	14,5	13,6	13,0	12,2	
Opinber þjónusta	1,5	1,8	1,5	1,3	0,9	1,0	1,1	0,4	1,4	
Önnur þjónusta	3,6	3,5	3,7	4,0	4,2	4,8	5,7	5,0	5,3	
Samræmd neysluverðsvísitala ESB ¹	1,2	2,0	3,3	4,8	5,7	6,3	7,1	6,1	...	
Vísitala byggingarkostnaðar ²	3,8	3,9	4,2	5,3	6,9	7,1	11,8	11,5	11,4	
Fasteignaverð ³	21,7	20,9	17,7	13,2	13,1	7,5	10,8	...	...
<i>Verðlag erlendis og á heimsmarkaði, 12 mán. %-br.</i>										
Vísitala neysluverðs í Bandaríkjunum	3,6	3,4	3,5	4,2	4,3	4,1	3,8	2,1	...	
Vísitala neysluverðs á evrusvæði ⁴	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	...	
Hrávöruverð (án olíu) á heimsmarkaði	18,0	13,8	24,6	36,7	30,5	34,0	32,7	...	...
Oliuverð ⁵	31,4	16,0	37,8	44,7	26,3	28,0	13,7	-1,0	...	

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 hráolía.

Heimildir: EcoWin, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

Mynd 1

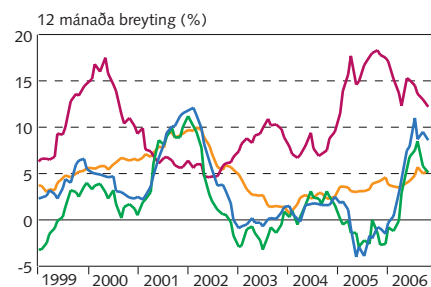
Vísitala neysluverðs
janúar 1999 - október 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2

Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna
janúar 1999 - október 2006



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

Heimild: Hagstofa Íslands.

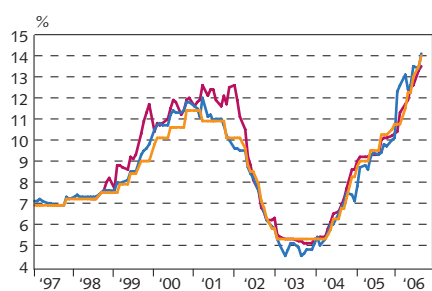
Tafla 4 Vextir

Allar tölur eru í %	Ársmeðaltöl ¹			Í lok mánaðar 2006						
	2003	2004	2005	mars	apríl	maí	júní	júlí	ágúst	sept.
<i>Vextir Seðlabanka Íslands</i>										
Viðskiptareikningar lánastofnana	2,9	3,7	7,7	9,25	10,00	10,75	10,75	11,50	12,00	12,50
Bindiskyldureikningar	4,2	4,9	8,5	10,00	10,75	11,50	11,50	12,00	12,25	12,75
Daglán, forvextir	7,8	8,3	11,0	12,25	13,00	13,75	13,75	14,25	14,50	15,00
Endurhverf verðbréfa kaup	5,4	6,1	9,4	10,75	11,50	12,25	12,25	13,00	13,50	14,00
<i>Ávöxtun á peningamarkaði²</i>										
REIBOR, yfir nótt	5,1	6,1	8,9	10,4	11,1	11,7	11,8	12,5	12,9	13,4
REIBOR, 1 mán.	5,3	6,1	9,1	11,1	11,1	11,7	11,9	12,4	12,9	13,4
REIBOR, 3 mán.	5,3	6,3	9,4	11,3	11,7	11,9	12,5	12,6	13,3	13,5
REIBOR, 6 mán.	5,5	6,5	9,5	11,4	12,1	12,1	12,8	13,0	13,5	13,6
Ríkisvixlar, 3 mán.	5,0	6,1	8,9	12,6	13,1	12,4	12,6	13,5	13,4	14,1
Ríkisvixlar, 6 mán. ³	5,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Ávöxtun á skuldabréfamarkaði⁴</i>										
Ríkisbréf (RIKB 07 0209)	6,8	7,5	9,0	12,0	11,6	12,3	12,9	13,9	13,8	13,9
Ríkisbréf (RIKB 10 0317)	.	7,6	7,7	9,1	10,4	9,9	10,3	9,8	8,8	8,6
Ríkisbréf (RIKB 13 0517)	7,6	7,6	7,6	8,6	9,1	8,9	9,1	8,9	8,0	7,8
Spariskirteini (RIKS 15 1001)	4,4	3,9	3,7	4,4	4,3	4,0	4,4	4,5	4,3	4,1
Íbúðabréf (HFF 15 0914) ⁵	.	3,5	3,7	4,4	4,3	4,3	4,6	4,7	4,6	4,7
Íbúðabréf (HFF 15 0224) ⁵	.	3,8	3,8	4,4	4,5	4,3	4,5	4,6	4,4	4,4
Íbúðabréf (HFF 15 0434) ⁵	.	3,8	3,7	4,3	4,3	4,1	4,3	4,3	4,1	4,0
Íbúðabréf (HFF 15 0644) ⁵	.	3,7	3,7	4,2	4,2	4,1	4,2	4,2	4,1	3,9
<i>Útlánsvextir banka og sparisjóða⁶</i>										
Óverðtryggð skuldabréf, meðalvextir	12,0	12,2	14,8	16,2	17,0	17,5	17,6	18,3	18,8	18,8
Verðtryggð skuldabréf, meðalvextir	9,1	8,0	7,2	6,8	6,8	7,0	7,1	7,2	7,2	7,2
<i>Vextir skv. 10. gr. laga nr. 25/1987 / laga nr. 38/2001⁷</i>										
Dráttarvextir í íslenskum krónum	17,3	17,3	20,3	21,5	21,5	21,5	21,5	23,5	23,5	23,5

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 tölfraðilegar 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.

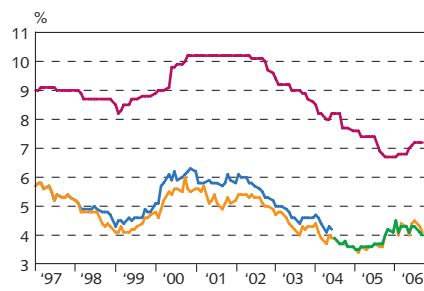
Mynd 3
Ávöxtun á peningamarkaði
janúar 1997 - september 2006
Í lok mánaðar



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

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



— 25 ára húsbréf
— Verðtryggð skuldabréfalán banka
— 15 ára spariskirteini
— 30 ára íbúðabréf

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Peningastærðir og útlán

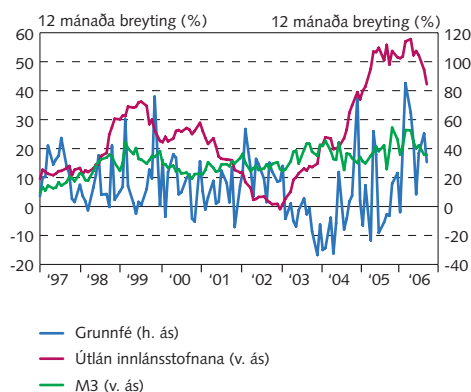
	Staða í ma.kr. sep. '06	% -breyting yfir ár			1 mán. breyt. í ma.kr.			12 mán. %-breyting		
		2003	2004	2005	júl'06	ág.'06	sep.'06	sep.'04	sep.'05	sep.'06
<i>Úr reikningum Seðlabankans</i>										
Erl. eignir til skamms tíma, nettó	71,1	.	.	.	-2,8	-1,7	-1,3	.	.	.
Kröfur á ríkissjóð og ríkisstofnanir, nettó	-106,1	.	.	.	-13,1	-7,4	-1,0	.	.	.
Kröfur á innlánsstofnanir	101,4	-65,2	32,2	144,8	20,6	0,1	-8,6	-82,7	409,5	107,1
Grunnfé	35,8	-33,5	77,7	23,1	7,7	-6,2	-10,4	-8,3	-5,4	30,7
Seðlar og mynt í umferð	9,8	9,4	9,0	14,8	-0,2	-0,2	-0,5	10,3	19,6	1,7
Sjóður og innstæður innlánsstofnana	26,0	-46,7	121,0	25,6	7,9	-6,0	-9,9	-13,9	-15,0	46,5
<i>Úr reikningum innlánsstofnana</i>										
Seðlabankaliðir, nettó	-75,7	.	.	.	-13,2	-5,6	-1,4	.	.	.
Skammtímaastaða, nettó	-77,5	.	.	.	-14,0	-5,8	-0,4	.	.	.
Útlán og markaðsverðbréf ¹	3.795,9	28,2	40,4	75,7	7,5	-61,1	99,7	32,0	69,2	50,3
Útlán ²	2.870,1	22,8	43,0	67,6	-23,3	-60,9	70,9	33,4	69,1	47,0
Opinberir aðilar	14,4	8,1	1,6	-16,1	0,0	-1,5	0,2	-3,4	8,2	-9,4
Fjálmálastofnanir aðrar en bankar	27,5	-45,2	.	.	2,0	-0,4	-2,1	.	-2,8	19,8
Atvinnuvegir	1.486,0	15,5	2,1	25,1	17,8	-22,7	47,7	34,1	39,3	46,4
Einstaklingar	662,6	9,9	8,1	12,7	2,4	0,7	9,4	25,0	126,0	36,6
Erlendir aðilar	668,5	.	63,1	117,9	-46,1	-36,4	14,8	99,0	150,9	65,6
Markaðsskuldabréf	426,7	38,3	22,1	64,9	9,0	12,2	-11,1	14,7	44,7	59,1
Innlend útlán og markaðsverðbréf	2.792,1	22,6	35,6	54,2	24,0	-20,9	92,6	25,0	53,3	40,4
Innlend útlán	2.201,5	14,8	39,5	51,5	22,7	-24,4	56,1	26,6	55,8	42,2
Innstæður	1.080,3	22,5	13,5	29,7	3,2	-39,8	230,6	20,1	19,6	61,1
Innlendar innstæður	728,0	.	.	0,0	9,5	-18,9	8,4	135,3	12,8	18,0
Verðbréfaútgáfa	2.653,7	106,1	78,8	100,3	-61,6	125,5	-32,8	82,6	91,7	66,7
Innlend verðbréfaútgáfa	205,7	4,9	25,3	52,8	3,6	6,5	-6,7	17,1	58,0	51,9
Erlendar skuldir alls ³	3.251,4	67,3	59,2	96,4	-103,5	54,0	59,9	65,0	82,6	81,3
<i>Úr reikningum bankakerfisins</i>										
Erlendar eignir, nettó	-823,4	18,5	25,9	55,0	-7,5	15,7	-45,0	12,4	47,5	38,6
Innlend útlán og markaðsverðbréf	2.457,9	21,6	36,0	44,2	20,8	-34,5	76,9	25,9	46,4	40,3
Peningamagn (M1) ⁴	199,2	22,6	30,1	23,5	-8,2	-3,1	12,1	17,1	22,3	21,2
Peningamagn og alm. sparifé (M2) ⁵	336,5	18,4	28,0	25,6	-9,1	-13,1	9,1	19,7	17,3	18,5
Peningamagn og sparifé (M3) ⁶	737,9	17,5	15,0	23,2	9,3	-19,1	7,8	18,3	12,9	17,8
Peningamagn, sparifé og verðbréf (M4) ⁷	943,6	15,5	16,4	27,7	12,9	-12,7	1,1	18,1	19,0	23,8

1. Ríkisvixlar, 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 *Peningamáli* 2005/3 tákna 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

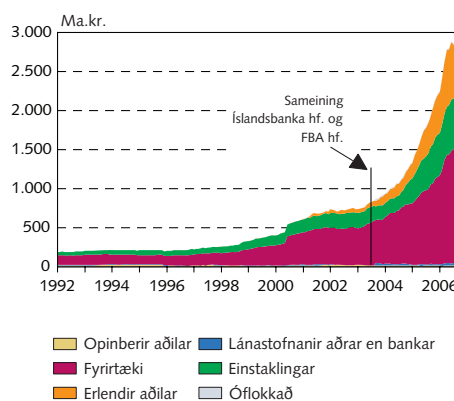
Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana og grunnfé janúar 1997 - september 2006



Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Útlánaflokkun innlánsstofnana janúar 1992 - september 2006¹



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 hækkuðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Reikningar lánakerfisins¹

Staða í ma.kr.	jún.'06	% -breyting yfir ár						3 mán. %-br. til loka		
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	des.'05	mar.'06	jún.'06
Eignir										
Innlend útlán og verðbréfaeign	4.184,9	17,2	19,2	3,2	11,8	19,7	30,8	4,1	7,7	13,7
Bankakerfi ²	2.622,6	44,4	13,8	8,0	22,4	36,9	50,9	6,9	10,8	13,9
Ymis lánaþyrtaeki	757,4	-3,8	20,8	-2,0	8,0	15,1	8,3	7,5	3,0	3,6
Íbúðalánasjóður	418,9	12,0	18,1	11,5	14,1	0,3	-10,5	1,4	-2,1	-1,0
Bindiskyld lánaþyrtaeki ³	301,3	-34,9	30,3	-41,4	-19,0	133,6	75,5	31,1	11,9	10,5
Önnur lánaþyrtaeki ⁴	37,2	17,2	16,1	9,0	0,8	-2,4	-23,8	-30,3	5,2	6,9
Lífeyrissjóðir	936,4	4,6	16,4	12,2	13,4	16,5	19,2	5,0	5,6	4,9
Tryggingarfélag	76,2	24,1	12,2	6,3	14,8	4,1	36,3	2,9	4,6	6,5
Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir ⁵	328,6	-14,0	22,3	39,2	47,0	38,9	9,3	3,5	-7,0	9,0
Útlönd	4.188,1	39,6	29,5	-4,6	30,5	41,4	76,5	5,5	22,4	27,2
Lánasjóðir ríkisins	291,0	0,0	31,9	-2,9	-1,2	-4,3	-11,3	-3,3	-3,2	3,5
Milli samtala	9.200,3	18,4	21,6	3,1	19,2	27,8	43,0	5,5	12,0	16,4
frá dragast innbyrðis viðskipti	-5.015,4	20,4	25,4	2,9	30,3	38,6	56,2	6,8	16,2	18,9
Eignir = skuldir	4.184,9	17,2	19,2	3,2	11,8	19,7	30,8	4,1	7,7	13,7
Skuldir										
Innlendar skuldir	2.736,8	7,1	14,1	7,2	19,4	16,5	16,5	7,7	11,7	0,7
Innlán og seðlar	655,4	11,1	14,9	13,4	21,9	9,8	9,8	4,1	10,2	-0,4
Skuldabréf og víxlar	356,9	10,1	6,7	0,2	45,2	25,9	25,9	-6,2	-3,8	34,7
Tryggingarsjóður	56,5	11,5	15,6	4,4	4,7	2,3	2,3	-2,3	11,6	0,1
Lífeyrissjóðir	1.344,4	9,9	13,7	4,9	21,1	19,8	19,8	7,4	9,2	4,1
Eigið fé lánastofnana	735,1	14,3	26,0	19,4	19,7	71,0	71,0	13,6	9,4	3,3
Annað, nettó	-411,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Erlendar skuldir, nettó	1.448,1	50,2	31,0	-4,8	-5,7	28,7	28,7	7,9	16,2	20,6

Flokkun útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins⁶

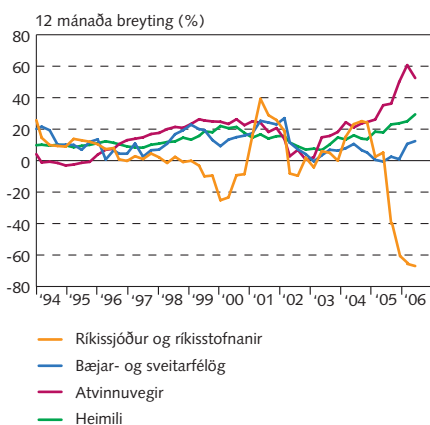
Ríkissjóður og ríkisstofnanir	61,3	-8,6	25,8	1,8	0,0	24,1	-60,9	-36,5	-20,6	0,0
Bæjar- og sveitarfélög ⁷	133,3	15,9	23,0	4,1	6,3	5,1	0,9	-1,6	6,2	4,7
Atvinnuvegir ⁷	2.748,8	22,5	20,7	0,6	18,2	24,5	50,0	12,2	17,5	7,0
Heimili ⁷	1.241,6	17,6	15,5	7,0	14,7	13,6	23,7	5,8	7,1	6,8

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlaðar tölur að hluta. 2. Í maí 2003 sameinaðist eignarlegan Glitnir Íslandsbanka og færðist við það frá bindiskyldum lánaþyrtaekjum yfir til bankakerfis. 3. Bindiskyld lánaþyrtaeki 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 lánaþyrtaeki eru: Lánasjóður landbúnaðarins, Framleiðnisjóður landbúnaðarins, Lánasjóður sveitarfélaga og Bygðastofnun. 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. ISAT 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 - 2. ársfj. 2006
Útlán flokkuð eftir lántakendum¹

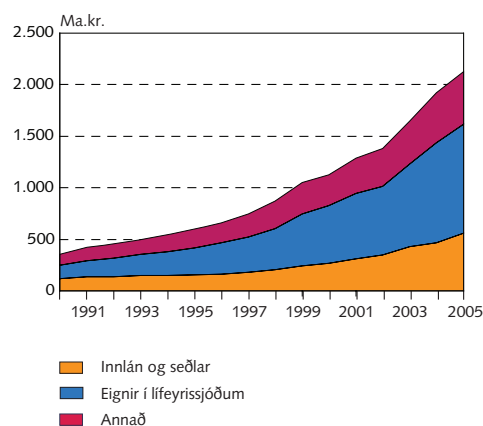


1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ISAT 95 staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Flokkun innlendra skulda lánakerfisins
1990-2005

Staða í árslok á verðlagi hvers tíma



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	ág. '06	júní '06	júlí '06	ág. '06	júní '06	júlí '06	ág. '06
Peningamarkaður ¹	39,4	84,1	78,7	2,5	12,1	5,0	-1,7	-55,4	-52,9
Skuldabréfamarkaður ²	1.734,2	2.768,8	3.641,9	5,8	-0,4	2,0	61,9	52,8	55,0
þar af spariskirteini ríkissjóðs	45,1	27,2	23,0	-3,2	-6,3	0,8	-7,1	-12,2	-11,9
þar af húsbref	98,2	53,6	45,6	-2,0	-2,2	-0,9	-30,0	-29,5	-28,6
þar af íbúðabref	340,3	393,4	434,7	2,0	1,7	1,3	14,7	11,8	13,9
Hlutabréfamarkaður	1.083,7	1.815,9	2.111,9	-4,5	-3,2	14,6	35,9	27,8	35,8
Hlutdeildarskirteini verðbréfasjóða	272,7	328,2	414,1	-7,3	9,7	-5,9	25,5	35,8	25,2

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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 8 Vinnumarkaður

Breytingar vísitalna eru í % en aðrar breytingar sýna fjölgun/fækkun leyfa og starfa	Meðaltöl			1 mán. breyting			12 mán. breyting		
	2004	2005	sep. '06	júlí '06	ág. '06	sep. '06	júlí '04	ág. '05	sep. '06
Launavísitala (1990=100)	215,6	230,1	249,0	0,9	0,7	0,5	5,3	6,9	10,8
Raunlaun (1990=100) ¹	133,9	137,4	139,5	2,9	0,3	-0,1	1,8	2,0	3,0
Fjöldi útgefinna atvinnuleyfa	3.750	6.362	342	-638	185	-181	-109	843	-933
Laus störf hjá vinnumiðlunum um land allt	668	1.379	811	-56	61	-101	140	954	-1211
Höfuðborgarsvæðið	204	475	653	-214	61	-100	163	239	-15

Meðaltal tímabils	2004	2005	2006	júlí '06	ág. '06	sep. '06	júlí '04	ág. '05	sep. '06
Fjöldi atvinnulausra	4893	4564	3119	2184	1948	1628	3891	2267	1628
Atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)	3,4	3,1	2,1	1,4	1,2	1,0	2,6	1,4	1,0
Árstíðarleiddrett atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)	.	.	.	1,3	1,3	1,3	3,2	1,8	1,3

Ársfjórðungslegar mælingar	Meðaltöl			3 mán. %-breyting			12 mán. %-breyting		
	2004	2005	I '06	I '06	II '06	III '06	II '04	III '05	III '06
Launavísitala (1990=100)	215,5	230,1	256,1	4,4	1,5	3,1	5,1	6,8	10,6
Laun á almennum vinnumarkaði	196,9	210,6	235,0	4,5	1,0	3,9	5,4	6,1	11,3
Laun opinberra starfsmanna og bankamanna	246,3	262,4	290,9	4,2	2,4	1,7	4,8	7,7	9,6

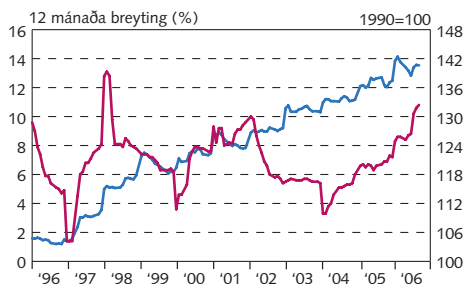
1. Staðvirt með neysluverðsvisitölu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Þróun launa og kaupmáttar
janúar 1996 - september 2006

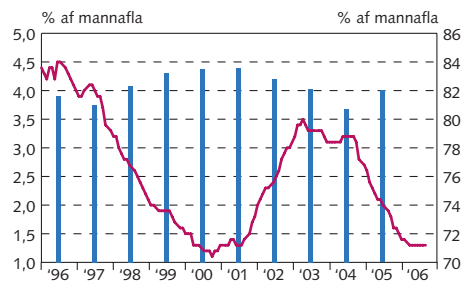
Raunlaun eru launavísitala staðvirt með visitölu neysluverðs



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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Atvinnuleysi og atvinnuþátttaka¹
janúar 1996 - september 2006

■ Atvinnuþátttaka (h. ás)
— Atvinnuleysi (árstíðaleiðrätt) (v. ás)

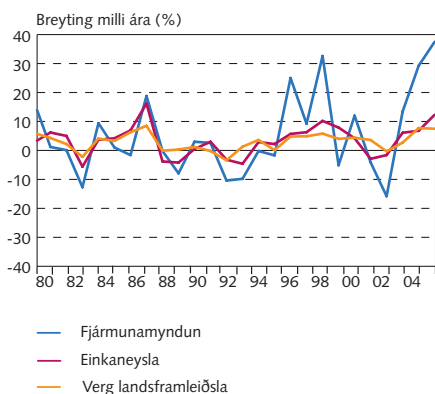
1. Vinnuálastöfnun Hagstofunnar 1996-2005.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

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

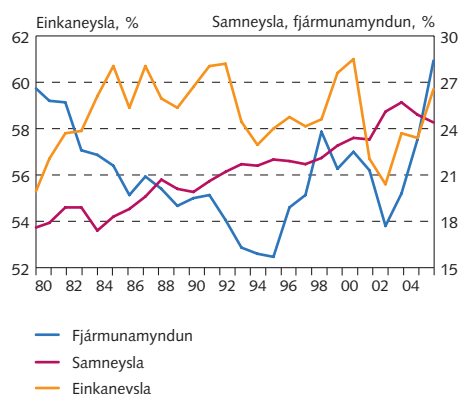
Milljarðar króna	2000	2001	2002	2003	2004	Áætlun 2005
Verg landsframleiðsla (VLF), verðlag hvers árs	679,3	764,5	804,7	830,6	915,3	1.012,2
Viðskiptajöfnuður, verðlag hvers árs	-69,4	-33,4	12,5	-40,1	-91,0	-162,8
VLF, fast verðlag ¹	679,3	703,9	701,8	720,7	775,9	834,1
<i>Magnbreytingar í %¹</i>						
Einkaneysla	4,2	-2,9	-1,6	6,1	6,8	11,9
Samneysla	4,3	3,1	5,1	1,6	2,9	3,3
Fjármunamyndun	12,0	-4,1	-15,8	13,4	29,2	34,5
Atvinnuvegir	11,1	-11,6	-20,0	21,3	32,6	60,5
Íbúðarhúsnæði	12,7	12,1	12,4	3,9	14,1	11,9
Hið opinbera	14,7	7,9	-30,4	2,1	29,8	-13,1
Þjóðarútgjöld	6,0	-2,4	-2,8	6,1	9,9	15,8
Útflutningur vöru og þjónustu	4,3	7,4	3,8	1,6	8,4	7,1
Vöruútflutningur	-1,3	7,2	6,6	-1,2	9,2	-0,1
Þjónustuútflutningur	16,2	7,7	-1,7	7,3	7,0	19,9
Innflutningur vöru og þjónustu	8,6	-9,1	-2,6	10,8	14,4	28,9
Vöruinnflutningur	2,8	-10,0	-3,4	7,3	15,8	25,2
Þjónustuinnflutningur	21,5	-7,3	-1,0	17,2	12,1	35,7
Verg landsframleiðsla (VLF)	4,4	3,6	-0,3	2,7	7,7	7,5
Vergar þjóðartekjur	2,7	2,6	3,8	-0,3	4,4	8,6
Viðskiptakjör og þjónustuviðskipta	-2,4	0,3	0,6	-4,1	-1,3	0,9
<i>Hlutföll af VLF (%)</i>						
Einkaneysla	61,0	56,7	55,6	57,8	57,6	59,7
Fjármunamyndun	22,5	21,3	17,7	19,8	23,3	37,5
Viðskiptajöfnuður	-10,2	-4,4	1,6	-4,8	-9,9	-16,1
Þjóðhagslegur sparnaður	12,7	16,7	19,3	14,8	13,2	12,3

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

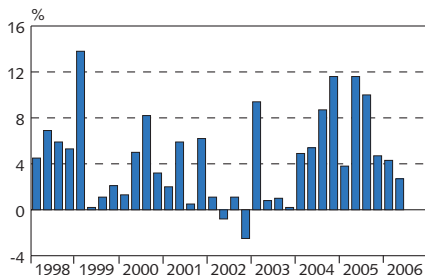
Milljónir króna á verðlagi hvers árs	Einka- neysla	Sam- neysla	Fjármuna- myndun	Birgða- breyt.	Þjóðarút- gjöld	Út- flutn.	Inn- flutn.	Verg lands- framleiðsla
2003: 1.ársfj.	112.747	52.449	37.692	2.261	205.150	70.906	-67.695	208.361
2003: 2.ársfj.	120.132	53.005	40.137	-353	212.921	67.861	-78.552	202.230
2003: 3.ársfj.	120.851	53.920	43.918	34	218.723	80.326	-87.508	211.541
2003: 4.ársfj.	125.979	54.127	42.878	-3.395	219.589	69.460	-80.559	208.489
2004: 1.ársfj.	122.822	55.961	46.292	3.412	228.488	73.098	-79.431	222.155
2004: 2.ársfj.	132.266	57.083	49.461	-1.108	237.703	75.170	-94.599	218.274
2004: 3.ársfj.	131.164	58.070	57.670	-3.596	243.308	90.028	-96.826	236.509
2004: 4.ársfj.	140.858	57.172	59.441	374	257.845	78.607	-98.106	238.346
2005: 1.ársfj.	138.211	59.768	59.060	4.068	261.108	72.780	-95.141	238.747
2005: 2.ársfj.	154.825	61.689	65.955	-4.904	277.565	88.218	-115.734	250.049
2005: 3.ársfj.	151.207	62.932	83.052	2.093	299.283	87.933	-121.989	265.228
2005: 4.ársfj.	159.543	62.717	79.888	-2.119	300.028	75.392	-11.7244	258.176
2006: 1.ársfj.	159.529	66.538	82.727	719	309.513	73.824	-120.879	262.458
2006: 2.ársfj.	174.412	69.069	78.458	794	322.733	96.619	-147.999	271.352
<i>Magnbreyting frá sama ársfjórðungi árið áður (%)¹</i>								
2003: 1.ársfj.	6,1	1,9	12,7	.	7,7	5,9	1,3	9,4
2003: 2.ársfj.	5,3	2,1	13,8	.	6,4	-3,8	10,8	0,8
2003: 3.ársfj.	5,9	1,4	13,2	.	5,7	4,0	16,4	1,0
2003: 4.ársfj.	7,0	1,1	13,9	.	4,8	0,6	13,8	0,2
2004: 1.ársfj.	6,7	3,0	22,4	.	9,1	4,9	16,9	4,9
2004: 2.ársfj.	6,7	3,7	20,0	.	8,2	6,1	13,8	5,4
2004: 3.ársfj.	5,3	3,6	28,7	.	7,8	10,3	7,5	8,7
2004: 4.ársfj.	8,4	1,1	37,7	.	14,4	12,2	20,4	11,6
2005: 1.ársfj.	9,4	2,5	26,5	.	11,4	2,0	23,6	3,8
2005: 2.ársfj.	15,0	3,3	34,0	.	14,5	21,5	26,8	11,6
2005: 3.ársfj.	13,6	3,8	47,6	.	22,0	3,3	33,9	10,0
2005: 4.ársfj.	11,3	3,8	39,5	.	15,1	2,6	30,3	4,7
2006: 1.ársfj.	11,9	4,1	36,6	.	14,2	-5,3	23,6	4,3
2006: 2.ársfj.	4,6	2,7	6,5	.	7,0	-5,9	6,3	2,7

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 - 2. ársfj. 2006¹

Magnbreyting vergrar landsframl. yfir fjóra ársfjórðunga

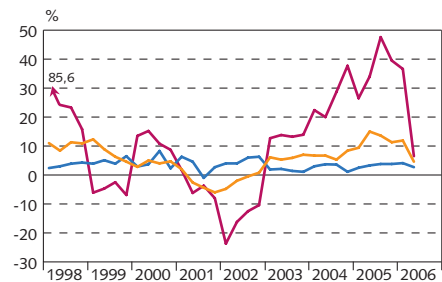


1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 14

Undirþættir hagvaxtar
1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2006¹

Magnbreytingar frá sama fjórðungi árið áður



— Samneysla — Fjármunamyndun
— Einkaneysla

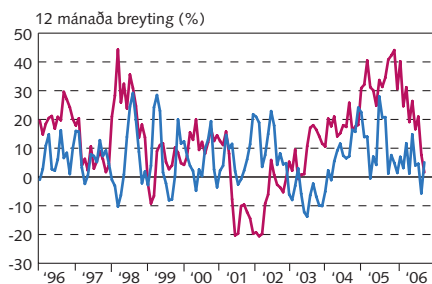
1. Bráðabirgðatölur 2004 og áætlaðar tölur 2005.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Tafla 10 Greiðslujöfnuður¹ (frh. á næstu síðu)

Vöruviðskipti	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í % m.v.		
	2002	2003	2004	2005	Jan.-sep. '06	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Vöruskiptajöfnuður	13,1	-16,9	-37,8	-94,5	-102,2	.	.	.
Útfluttar vörur f.o.b.	204,3	182,6	202,4	194,4	173,2	4,5	4,2	5,5
Útfluttar vörur án skipa og flugvéla	202,0	181,2	201,6	184,7	166,6	8,0	11,0	7,0
Sjávarafurðir	128,6	113,7	121,7	110,1	94,5	7,3	4,0	1,7
Ál og kísiljárn	43,5	40,3	42,6	42,1	45,4	23,5	37,6	28,6
Aðrar iðnaðarvörur	14,5	21,6	28,4	24,7	21,1	-2,6	4,1	-0,0
Innfluttar vörur f.o.b.	191,2	199,5	240,2	288,9	275,4	2,2	9,4	19,8
Innfluttar vörur án skipa og flugvéla	180,0	195,7	231,7	276,8	271,4	5,0	12,6	24,2
Neysluvörur	59,5	66,3	77,2	92,1	78,2	-0,4	-3,3	11,8
Fjárfestingarvörur (án flutn.tækja)	38,6	46,1	52,8	67,2	73,4	13,3	32,8	47,0

Þjónustu- og þáttaviðskipti	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í % m.v.		
	2002	2003	2004	2005	2. ársfj. '06	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Þjónustujöfnuður	-0,7	-9,2	-14,4	-31,3	-16,4	.	.	.
Útflutt þjónusta, alls	101,2	105,6	113,9	128,7	30,3	-17,6	-11,3	5,3
Samgöngur	48,5	50,2	63,2	68,3	14,3	-31,5	-24,5	-7,4
Ferðalög	22,8	24,5	26,1	25,8	6,9	3,0	8,7	8,6
Önnur þjónusta	29,9	30,9	24,6	34,6	9,1	-1,2	3,6	33,8
Innflutt þjónusta, alls	-101,9	-114,8	-128,3	-160,0	-46,7	2,2	11,4	27,4
Samgöngur	-38,6	-39,7	-48,8	-55,5	-13,2	-18,2	-8,4	10,1
Ferðalög	-33,4	-39,8	-48,5	-61,2	-20,8	17,1	22,8	33,6
Önnur þjónusta	-29,9	-35,3	-31,0	-43,2	-12,8	7,7	21,6	43,3
Jöfnuður þáttatekna	-2,0	-13,9	-38,9	-36,7	-14,0	.	.	.
Tekjur	27,1	28,7	32,9	90,2	37,1	62,4	90,1	156,7
Laun	5,4	6,2	5,6	4,6	1,2	-7,2	9,9	0,4
Vextir	4,7	4,3	8,8	21,5	16,8	262,6	256,5	248,0
Ávöxtun hlutafjár ³	16,9	18,2	18,5	64,0	19,1	12,8	42,8	146,2
Gjöld	-29,1	-42,6	-71,8	-126,8	-51,1	79,6	88,9	101,2
Laun	-0,7	-0,5	-0,8	-1,5	-0,5	23,7	55,4	95,6
Vextir	-29,2	-29,4	-35,5	-61,1	-35,9	135,2	134,1	129,6
Ávöxtun hlutafjár ³	0,8	-12,7	-35,5	-64,3	-14,7	14,8	32,5	72,5
Rekstrarframlög	1,2	-1,2	-1,2	-1,7	-0,6	83,0	116,7	142,9
Viðskiptajöfnuður	12,5	-40,1	-91,0	-162,8	-65,4	.	.	.

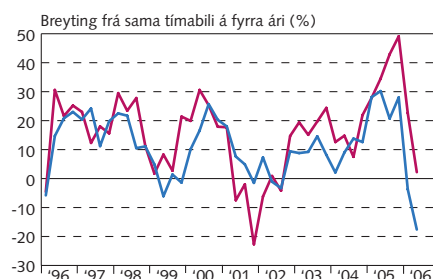
Mynd 15
Vöruútflutningur og vöruinnflutningur
janúar 1996 - september 2006
Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal á föstu gengi



— Innflutt vara
— Útflutt vara

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

Mynd 16
Útflutt og innflutt þjónusta
1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2006
Á föstu gengi



— Útflutt þjónusta
— Innflutt þjónusta

Nýjstu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

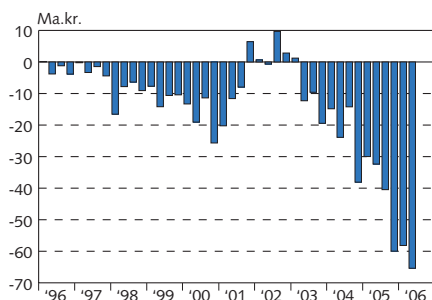
Tafla 10 Greiðslujöfnuður (frh.)¹

	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í ma.kr. m.v.		
	2002	2003	2004	2005	2. ársfj. '06	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Fjármagnsjöfnuður	-9,0	18,8	116,1	102,7	122,9	.	.	.
Fjárframlög	-0,1	-0,4	-0,2	-1,7	-0,5	0,1	-0,1	-0,9
Fjármagnshreyfingar ⁴	-8,9	19,2	116,3	104,4	123,4	143,0	85,9	31,9
Hreyfingar án forða	-3,3	42,6	130,5	109,1	112,0	131,4	81,8	31,9
Bein fjárfesting, nettó	-21,9	-3,7	-129,5	-290,8	-10,5	131,8	143,1	75,9
Erlendis	-29,9	-29,1	-181,2	-444,2	-14,7	129,4	141,4	-25,0
Á Íslandi	8,0	25,5	51,7	153,4	4,1	2,3	1,7	100,9
Verðbréfavíðskipti, nettó	13,6	230,0	466,4	769,6	167,1	-172,3	-265,2	-228,9
Erlend verðbréf	-28,9	-45,4	-115,4	-295,2	-20,0	37,1	8,6	-144,3
Hlutafé	-23,8	-40,6	-111,0	-205,8	4,8	39,1	26,6	-61,3
Skuldaskjöl	-5,1	-4,8	-4,4	-89,4	-24,8	-1,9	-18,0	-83,0
Innlend verðbréf	42,5	275,4	581,8	1.064,7	187,1	-209,4	-273,7	-84,5
Hlutafé	4,5	-3,6	20,2	5,3	23,2	23,6	28,8	15,2
Skuldaskjöl	38,0	278,9	561,6	1.059,5	163,9	-233,0	-302,5	-99,8
Aðrar fjármagnshreyfingar, nettó ⁴	5,0	-183,8	-206,4	-369,6	-44,5	171,9	203,9	184,9
Eignir	-30,4	-156,1	-237,6	-687,5	-47,2	281,7	73,6	-160,6
Skuldir	35,5	-27,7	31,2	317,9	2,7	-109,8	130,3	345,5
Gjaldeyrisforði (- aukning)	-5,7	-23,4	-14,2	-4,7	11,4	11,6	4,1	0,1
Skekkiur og vantalið, nettó	-3,5	21,3	-25,0	60,1	-57,5	.	.	.
<i>Liðir til skýringa:</i>								
Skuldabréf, lán o.fl., nettó	32,3	67,0	336,6	595,7	105,9	-51,4	-112,6	2,1
Eignir	-41,2	-184,3	-256,2	-781,7	-60,6	291,4	59,7	-243,6
Seðlabankinn	-5,7	-23,3	-14,2	-4,7	11,4	11,6	4,1	0,1
Hið opinbera	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-
Innlánsstofnanir	-35,3	-162,6	-220,8	-726,5	-72,0	267,1	43,3	-227,1
Aðrir	-0,3	1,7	-21,2	-50,5	-0,0	12,7	12,2	-16,6
Skuldir	73,5	251,3	592,8	1.377,4	166,5	-342,8	-172,3	245,7
Seðlabankinn	4,8	-15,9	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Hið opinbera	9,7	-10,4	9,9	-32,3	-14,8	-11,6	-1,6	-31,8
Innlánsstofnanir	49,4	264,3	582,9	1.302,5	173,9	-306,6	-160,7	191,2
Aðrir	9,5	13,2	-0,1	107,1	7,7	-24,4	-9,7	86,5

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 lækun á erlendri eign eða skuldaaukningu, en flæði frá landinu er með neikvæðu formerki, þ.e. eignaukning eða endurgreiðsla skulda.

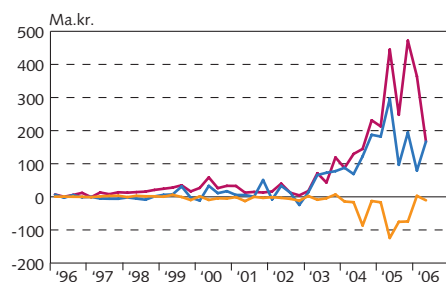
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 17
Viðskiptajöfnuður
1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2006
Á gengi hvers tíma



Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 18
Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar
1. ársfj. 1996 - 2. 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	sep. '05	des. '05	mars '06	júní '06
Hrein staða við útlönd	-596,3	-579,7	-557,9	-665,7	-828,9	-697,3	-820,0	-993,6	-993,6
Erlendar eignir	415,9	409,4	708,2	1.153,5	2.398,4	1.899,2	2.508,9	3.115,7	3.115,7
Bein fjárfesting	86,8	101,3	122,5	245,0	597,0	458,9	642,5	639,2	639,2
Eigið fjármagn	66,8	82,3	110,5	210,6	461,3	410,6	539,1	531,2	531,2
Lán til tengdra félaga	19,9	19,0	12,1	34,3	135,7	48,3	103,4	108,0	108,0
Erlend markaðsverðbréf	197,3	159,7	262,3	374,2	627,6	565,2	695,6	892,7	892,7
Hlutabréf	184,8	149,3	239,2	356,4	528,2	510,1	589,7	756,4	756,4
Skuldaskjöl	12,5	10,4	23,1	17,8	99,4	55,1	106,0	136,2	136,2
Aðrar fjáreignir en forði	95,2	111,2	265,2	468,7	1.106,5	804,4	1.103,5	1.504,0	1.504,0
Gjaldeyrisforði	36,6	37,2	58,1	65,6	67,3	70,7	67,3	79,9	79,9
Erlendar skuldir alls	1.012,2	989,1	1.266,1	1.824,7	3.244,5	2.596,5	3.329,0	4.109,3	4.109,3
Bein fjárfesting á Íslandi	70,7	64,3	84,6	127,4	252,0	149,6	252,1	278,8	278,8
Eigið fjármagn	62,9	56,1	61,8	94,1	228,3	105,7	228,4	254,8	254,8
Lán frá tengdum félögum	7,8	8,2	22,8	33,3	23,7	44,0	23,7	23,9	23,9
Innlend markaðsverðbréf	471,3	490,2	776,1	1.302,3	2.302,9	1.926,5	2.387,3	2.812,8	2.812,8
Hlutfé	12,1	35,7	42,5	86,6	141,7	118,3	234,4	237,3	237,3
Skuldaskjöl	459,2	454,4	733,6	1.215,7	2.161,2	1.808,2	2.152,9	2.575,5	2.575,5
Aðrar erlendar skuldir	470,2	434,6	405,4	395,1	689,6	520,3	689,6	1.017,7	1.017,7
Löng lán	377,0	296,2	259,2	213,3	363,7	232,9	363,7	318,1	318,1
Skammtímaskuldir	93,2	138,4	146,2	181,8	325,9	287,5	325,8	699,6	699,6
<i>Liðir til skýringar</i>									
Áhættufjármagn, nettó	188,8	150,5	234,6	388,7	770,1	701,1	745,6	879,5	879,5
Skuldabréf, lán o.fl., nettó	-785,1	-730,2	-792,5	-1.058,5	-1.574,3	-1.398,4	-1.565,7	-1.873,1	-1.873,2
Seðlabankinn	21,7	20,8	58,1	65,5	67,2	70,5	67,2	79,5	79,5
Hið opinbera	-239,8	-227,2	-220,9	-212,4	-169,1	-176,7	-171,7	-183,9	-183,9
Innlánsstofnanir	-373,7	-361,8	-471,1	-778,2	-1.287,8	-1.137,2	-1.284,5	-1.564,5	-1.564,5
Aðrir gearar	-193,2	-162,0	-158,6	-133,5	-184,7	-155,0	-176,7	-204,3	-204,3
<i>Hlutföll af landsframleiðslu (%)¹</i>									
Hrein erlend staða	-76,3	-69,9	-70,2	-82,1	-86,2	-92,2	-86,2	-88,6	-88,6
Hreinar erlendar skuldir ²	100,4	99,3	100,1	130,6	161,4	147,0	161,4	167,6	167,6
Vergar erlendar skuldir ²	118,9	142,7	144,3	198,8	293,8	244,4	293,8	322,8	322,8
Langtímaskuldir	96,9	109,1	110,0	159,9	245,2	204,4	245,2	249,1	249,1
Skammtímaskuldir	22,0	33,6	34,3	38,9	48,6	40,0	48,6	73,7	73,7

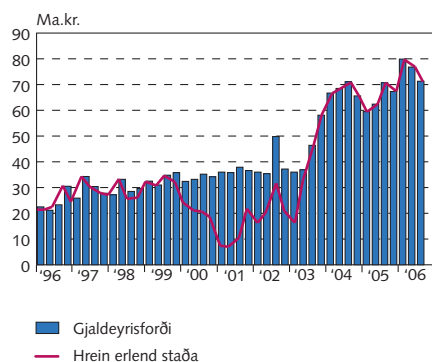
1. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á sambærilegt gengi m.v. SDR. Skuldastaða í lok ársfjórðungs er reiknuð beint í hlutfalli við ætlaða landsframleiðslu ársins. 2. Án áhættufjármagns.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða
Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 3. ársfj. 2006

Á gengi hvers tíma

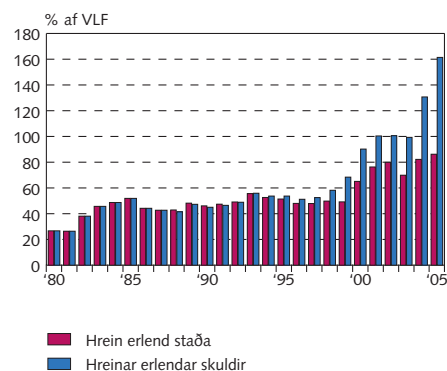


Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 20

Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2005¹

í árslok



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

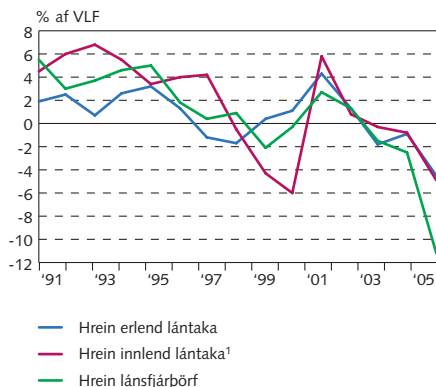
Tafla 12 Yfirlit um fjármál ríkissjóðs¹

Fjárhæðir eru í ma.kr.	Rekstrargrunnur (skv. ríkisreikn.)			Jan.-des.		% -breyt. milli ára	Maí-ágúst		% -breyt. milli ára
	2003	2004	2005	2004	2005		2005	2006	
Tekjur	274,6	302,4	421,2	280,7	399,3	42,2	105,0	121,5	15,7
Gjöld	280,7	300,4	308,4	280,4	308,4	10,0	100,6	109,3	8,6
Afgangur	-6,1	2,0	112,8	0,3	90,9	.	4,4	12,2	.
Viðskiptareikningar, nettóinnheimta	8,9	-3,8	-19,7	-0,6	-1,3	.	-1,2	-1,0	.
Lánveitingar, nettó (innstreymi)	5,7	26,3	13,7	26,4	13,7	.	5,0	0,1	.
Hlutafjárviðskipti og stofnfé	4,8	-0,7	11,1	-0,4	10,6	.	0,0	0,0	.
Afgangur fyrir lántökur	13,3	23,8	117,9	25,7	113,9	.	8,2	11,4	.
Lífeyrissjóðir og ógreiddir vextir ²	-9,9	-12,8	-9,3	-10,8	-5,5	.	-1,4	-1,3	.
Hreinar, formlegar lántökur	-2,9	-3,6	-49,6	-6,6	-52,1	.	-1,7	17,9	.
Stuttar innlendar	8,5	-6,0	-0,5	-6,0	-0,5	.	5,0	5,7	.
Langar innlendar	4,6	11,3	-1,4	8,5	-3,9	.	4,0	8,5	.
Erlendar	-16,0	-8,9	-47,7	-9,1	-47,7	.	-10,6	3,7	.
Greiðslujöfnuður	0,5	7,4	58,9	8,3	56,3	.	5,1	27,9	.
<i>Helstu tekna- og útgjaldaliðir</i>									
Tekjur alls	259,2	274,6	302,4	280,7	399,3	42,2	219,3	246,1	12,2
Tekjuskattur einstaklinga	5,1	58,0	65,0	62,6	69,0	10,3	43,1	48,2	11,8
Aðrir tekju- og eignarskattar ³	27,5	30,8	38,3	26,4	39,0	47,5	21,9	33,1	51,4
Virðisaukaskattur	76,3	80,9	96,4	91,1	111,2	22,1	72,5	80,7	11,2
Vörugjöld og innflutningskattar ⁴	14,6	16,9	20,3	20,8	26,3	26,6	17,4	18,7	7,4
Tryggingagjöld	23,4	26,3	28,4	27,8	32,3	16,2	21,1	24,3	15,3
Aðrir skattar ⁵	23,6	25,9	27,3	32,1	37,1	15,5	24,6	25,5	3,5
Vextir, arður og leiga	18,7	14,4	14,1	12,0	16,6	38,7	12,4	6,3	-48,9
Eignasala/endurmat fyrirtækja	11,7	12,0	1,1	0,2	58,5	.	0,3	0,5	85,7
Aðrar tekjur ⁶	8,3	9,3	11,6	7,8	9,3	19,4	6,0	8,7	46,8
Gjöld alls ⁷	280,7	300,4	308,4	280,4	308,4	10,0	294,5	314,3	6,7
Rekstrargjöld	110,1	138,9	145,1	136,1	154,1	13,2	143,6	163,3	13,7
Rekstrar- og neyslutilfærslur	129,5	124,4	130,5	111,5	120,9	8,4	115,1	123,8	7,6
Fjármagnskostnaður	15,3	14,2	13,4	13,1	17,7	35,2	18,5	9,6	-47,9
Viðhald	6,3	5,0	4,9	3,7	3,6	-0,4	3,5	4,0	13,7
Fjárfesting	19,6	18,0	14,4	16,1	12,1	-24,6	13,8	13,5	-1,7

1. Fyrstu þrjú dalkar á rekstrargrunni skv. ríkisreikningi, hinir sex skv. greiðslubókhaldi. 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 bensini, vörugjöld af ökutækjum, almenn innflutningsgjöld. 5. Þyngst vega bifreiðagjöld og tekjur af áfengi. 6. Dómsmálsgjöld, leyfisgjöld, sektir o.fl. 7. Breytt bókun gjalda gerir samanburð 2003 til 2005 varhugaverðan.

Heimild: Ríkisreikningur, mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

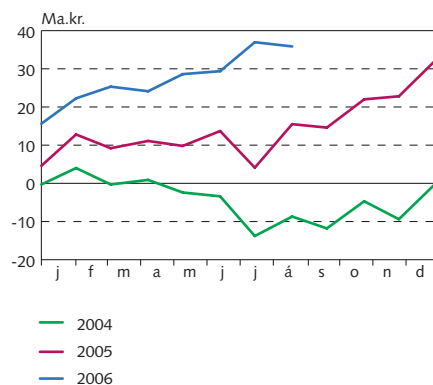
Mynd 21
Lánsfjárafgangur og lántökur ríkissjóðs
1991-2005



1. Þ.m.t. hækkun lífeyrisskuldbindinga og ógreiddra vaxta til langs tíma.
Heimild: Ríkisreikningur.

Mynd 22
Mánaðarlegur tekjuafgangur
ríkissjóðs 2004-2006

Frá ársbyrjun til loka mánaðar án eignasölu



Heimild: Mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

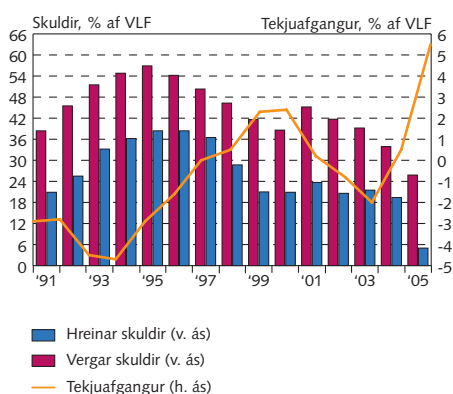
Tafla 13 Fjármál hins opinbera¹

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	420,1	493,0
Útgjöld	193,1	205,0	213,3	240,0	264,0	284,6	327,2	356,8	384,8	415,5	437,4
Tekjuafgangur/halli	-13,4	-7,7	-0,1	2,8	14,6	16,6	1,3	-6,2	-16,3	4,6	55,6
Hreinar skuldir ²	174,6	187,2	192,0	167,7	131,6	141,8	181,2	165,7	178,5	177,6	50,8
Vergar skuldir	267,6	274,4	279,4	280,5	271,5	278,0	354,6	340,7	341,6	326,6	275,9
<i>Ríkissjóður³</i>											
Tekjur	141,4	155,7	162,4	184,0	213,9	228,9	246,0	257,8	275,0	315,0	374,0
Útgjöld	153,5	163,2	159,6	177,0	196,4	209,8	239,5	261,1	288,1	302,7	314,6
Tekjuafgangur/halli	-12,1	-7,4	2,8	7,0	17,5	19,1	6,5	-3,3	-13,1	12,3	59,4
Hreinar skuldir	150,7	163,9	167,7	138,3	103,5	110,5	150,7	133,0	142,3	134,3	31,5
Vergar skuldir	232,6	239,2	241,6	237,8	226,0	228,5	298,3	281,1	277,2	253,0	196,1
<i>Sveitarfélög</i>											
Tekjur	40,9	46,9	55,5	62,9	69,9	77,7	89,5	99,8	104,3	114,9	125,9
Útgjöld	42,3	47,4	58,5	67,2	72,8	80,3	94,8	102,8	107,6	122,7	129,9
Tekjuafgangur/halli	-1,4	-0,4	-3,0	-4,3	-2,9	-2,6	-5,3	-3,0	-3,4	-7,8	-4,0
Hreinar skuldir ²	25,1	24,2	25,0	30,1	28,7	31,7	30,7	32,8	36,3	43,5	47,1
Vergar skuldir	35,6	35,7	38,4	43,3	46,1	49,8	56,6	60,2	64,9	74,1	80,3
<i>Hið opinbera, % af VLF</i>											
Tekjur	39,6	40,4	40,5	41,5	44,4	44,3	43,0	43,6	44,4	45,9	48,7
Útgjöld	42,5	42,0	40,5	41,0	42,1	41,9	42,8	44,3	46,3	45,4	43,2
Tekjuafgangur/halli	-2,9	-1,6	0,0	0,5	2,3	2,4	0,2	-0,8	-2,0	0,5	5,5
Hreinar skuldir ²	38,4	38,4	36,5	28,7	21,0	20,9	23,7	20,6	21,5	19,4	5,0
Vergar skuldir	58,9	56,3	53,1	47,9	43,2	40,9	46,4	42,3	41,1	35,7	27,3

1. Hið opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. Tekjur og gjöld eru hér samkvæmt uppgjöri Hagstofunnar samkvæmt þjóðhagsreikningakerfi Sameinuðu þjóðanna. Stærstu frávik frá framsetningu fjárlaga og ríkisreikningi felast í meðferð skattafskrifta, lífeyrisskuldbindinga og hagnaðar af eignasölu. 2. Bankainnstæður ríkissjóðs látnar lækka hreinar skuldir. 3. Með almannatryggingum. 4. Skuldatölur sveitarfélaga 2003-5 eru áætlun Seðlabankans.

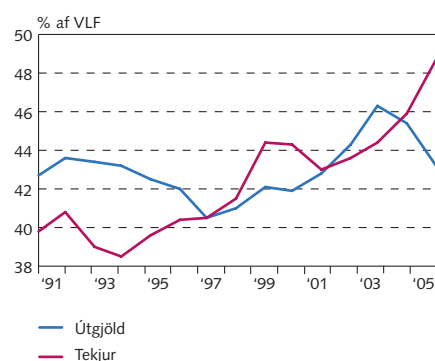
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 23
Skuldir og tekjuafgangur hins
opinbera 1991-2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabanka Íslands.

Mynd 24
Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Tafla 14 Velta eftir atvinnugreinum¹

Ma.kr.	Janúar-júní			% -breyting frá fyrra ári, janúar-júní ²		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Samtals iðnaður	182,7	184,8	210	6,2	1,1	13,7
Iðnaður án fiskiðnaðar	118,0	115,4	137	6,1	-2,2	18,8
Iðnaður án fiskiðnaðar og stóriðju	95,1	95,0	108	6,4	0,0	13,8
Smásöluverslun (án eldsneytis)	96,1	104,9	114	6,4	9,1	8,8
Heildsala	179,3	202,7	230	16,2	13,1	13,2
Heildsala án eldsneytis	155,0	175,6	197	17,7	13,3	11,9
Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð	52,4	66,5	93	21,0	26,9	40,3
Samtals	791,7	848,9	964	12,0	7,2	13,5
Samtals án eldsneytis	724,0	796,0	931	13,4	9,9	16,9

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

112

Tafla 15 Raungengi íslensku krónunnar¹

Raungengi (1980 = 100)	Meðalstaða árs					3. ársfj. 2006	% -breyting frá fyrra ári		
	2001	2002	2003	2004	2005		I '06	II '06	III '06
m.v. hlutfallslegt neysluverðlag	83,7	88,5	94,1	97,2	107,1	100,9	1,1	-6,9	-4,3
m.v. hlutfallslegan launakostnað á einingu	74,4	77,6	81,5	81,0	89,5	91,3	3,4	-4,1	8,4
% -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	-6,5
Erlent verðlag	1,6	1,6	2,3	2,1	1,7	2,0	1,8	2,3	2,3
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	2,9	-13,0	5,7	6,3	3,2	10,2	-4,1
Erlend framleiðni	3,0	3,3	4,2	3,0	4,1	4,0	2,0	2,6	2,2
Innlend framleiðni	6,2	1,3	2,2	2,0	0,2	4,1	6,7	3,2	2,3
Erlend laun	3,0	3,3	4,2	3,0	4,1	4,0	2,0	2,6	2,2
Innlend laun	7,1	5,5	5,6	8,4	5,4	5,5	4,5	7,0	11,0
Raungengi miðað við hlutfallsleg laun	1,0	1,7	0,9	-13,4	4,3	5,0	-0,6	10,4	0,4

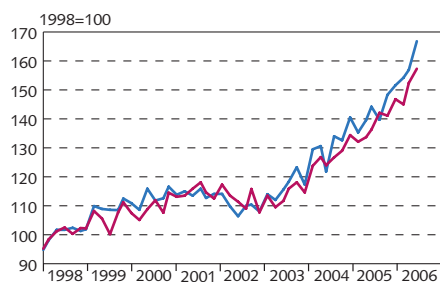
1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlanir.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

Veltubreyting milli ára 1998/1 - 2006/3

Tveggja mánaða tímabil, raunvirt og árstíðarleidd



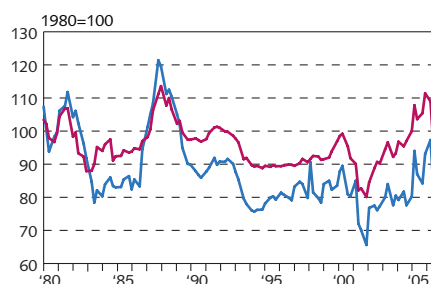
— Velta innanlandsgreina
— Heildarvelta

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar

1. ársfj. 1980 - 3. 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	júli '06	1 mán. %-br.		12 mán. %-breytingar		
					ág. '06	sep. '06	sep. '04	sep. '05	sep. '06
Verðvísitala íbúðarhúsnæðis á höfuðb.svæði ²	177,7	200,5	271,3	313,1	0,4	0,4	12,1	38,9	9,6
Verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæði ²	160,7	179,9	201,3	304,0	0,5	0,5	10,9	36,1	8,9
Verð veiðiheimilda (meðalverð tímabils, kr./kg.)									
Verð varanlegra þorsheimilda (kr./kg.)	1.223	1.126	1.363	1.895	3,3	1,9	-10,4	32,7	32,9
Leiguverð þorsheimilda (kr./kg.)	117	119	124	155	-	-	-2,5	6,0	25,0
Hlutafjármarkaður									
Vísitölur, 31. des. 1997 = 1.000	Í árslok				29. sep.	% -breyting til 29. sep. 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	6.335,8	5,8	15,7	7,6	36,8
Heildarvísitala aðallista	1.436,2	2.075,2	3.167,4	5.107,5	5.800,2	5,9	15,4	6,3	35,7
Atvinnugreinavísitölur, 31. des. 2004 = 100 ³									
Sjávarútvegur (ICEXFISH)	107,3	100,0	120,7	130,1	130,1	3,4	8,4	7,9	4,2
Fjármálaþjónusta (ICEX40)	.	.	.	189,6	189,6	4,4	14,7	5,4	.
Nauðsynjavörur (ICEX30)	.	.	.	152,7	152,7	5,3	20,0	10,8	.
Heilbrigðisgeiri (ICEX35)	.	.	.	171,4	171,4	2,8	8,1	13,0	.

1. Breytingar eru reiknaðar út frá 3 mán. hreyfanlegum meðaltölum. 2. Janúar 1994=100. Staðgreiðsluverð. 3. Hinn 1. apríl 2005 voru teknar upp nýjar atvinnugreinavísitölur. 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.

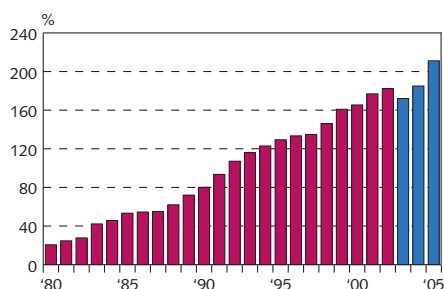
Tafla 17 Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja

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.

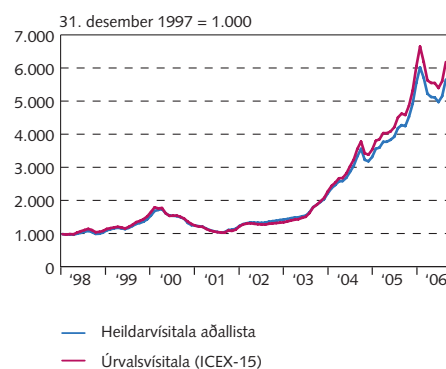
Mynd 27
Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2005¹



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

Mynd 28
Hlutabréfaverð 1998-2006

Mánaðarleg meðaltöl janúar 1998 - september 2006



Heimild: Kauphöll Íslands.

Tafla 18 Afkoma fyrirtækja

Úr reikningum hlutafélaga í Kauphöll Íslands ¹	Jan.-des.		% af veltu		Jan.-júní		% 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	33,8	51,9	10,8	10,2
Sjávarútvegur	2,6	2,5	19,3	16,2	5,1	7,1	23,8	31,4
Samgöngur	8,9	13,2	8,7	7,4	108,0	12,0	8,9	7,2
Upplýsingatækni	3,9	4,9	12,2	9,7	2,5	2,8	10,1	6,4
Iðnaður og framleiðsla	16,2	24,7	19,4	15,9	13,2	23,1	22,5	15,5
Hagnaður eftir skatta	17,1	36,4	6,9	8,5	9,6	4,1	3,1	0,8
Sjávarútvegur	1,8	0,9	13,6	6,4	2,6	-3,6	12,3	-16,0
Samgöngur	5,8	20,1	5,7	11,7	2,7	-0,6	2,2	-0,3
Upplýsingatækni	1,2	1,6	3,9	3	0,6	-1,8	2,6	-4,3
Iðnaður og framleiðsla	9,2	11,4	11	3,3	4,3	7,9	7,4	5,3
Eiginfjárlutfall fyrirtækja í Kauphöll Íslands	35,8	36	.	.	34,9	30,0	.	.
Arðsemi eigin fjár félaga í Kauphöll Íslands	11,9	8,7	.	.	6,4	2,1	.	.
Fjöldi hlutafélaga í úrtaki	18	18	18	18	23	23	23	23

Úr reikningum viðskiptabanka ²	2001	2002	2003	2004	2005	2.ársfj. 2006	% breyting milli ára	
							03-04	04-05
Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna								
Hreinar vaxtatekjur	24,8	23,9	30,5	45,8	79,1	66,9	50,1	72,8
Aðrar rekstrartekjur	8,2	15,6	40,9	66,2	120,2	81,5	61,9	81,6
Hreinar rekstrartekjur	33,0	39,5	71,4	112,0	199,3	148,4	56,9	78,0
Rekstrargjöld	20,7	22,8	39,1	52,4	71,4	57,7	34,2	36,2
Framlag í afskriftareikning	5,7	7,3	11,4	11,4	10,5	7,7	0,3	-7,9
Tekju- og eignarskattur	0,5	1,7	2,5	8,2	21,3	14,0	222,1	160,2
Hagnaður ársins	6,0	7,7	16,3	42,9	95,2	72,8	163,3	121,6
Heildareignir í lok tímabils	816,7	836,1	1.450,8	2.968,9	5.418,5	7.386,9	104,6	82,5
Eigð fé í lok tímabils	48,8	52,5	97,7	246,1	400,9	503,6	151,8	62,9

% í lok tímabils

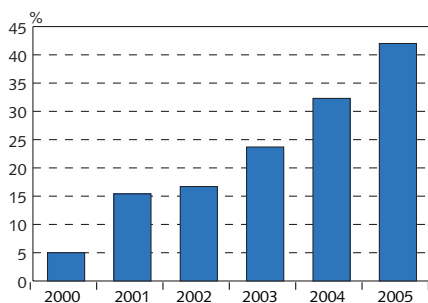
Arðsemi eigin fjár	15,4	16,7	23,7	32,3	42,0	38,0	.	.
Kostnaðarlutfall ³	62,9	57,6	54,8	46,8	35,8	39,0	.	.
Eiginfjárlutfall alls	11,2	11,4	12,0	12,9	12,6	13,3	.	.
Eiginfjárlutfall A (T1)	8,3	8,7	9,3	10,1	10,2	9,8	.	.

1. Byggt á reikningum allra félaga í Kauphöll Íslands nema fjármála- og tryggingarfyrirtækja. Paraðar tölur hverra tveggja ára. 2. Þrjár 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

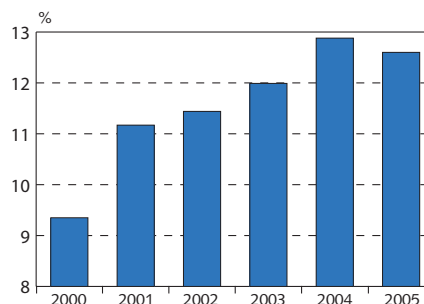
Arðsemi eigin fjár stærstu viðskiptabanka¹
2000-2005



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

Mynd 30

Eiginfjárlutfall viðskiptabanka¹ 2000-2005



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

Tafla 19 Erlendur samanburður

Skv. nýjstu upplýsingum fyrir hvert land	ESB-25	E-12	USA	UK	Japan	Svíþjóð	Noregur	Finnland	Danmörk	Ísland
Verðbólga sl. 12 mán.	1,9	1,6	2,1	3,6	0,6	1,5	2,6	1,5	1,5	7,2
Atvinnuleysi ¹	8,0	7,9	4,6	5,5	4,2	4,9	3,4	7,9	4,2	1,3
Hagvöxtur ²	2,2	2,7	2,9	2,8	2,5	4,8	2,1	6,6	3,6	2,7
Óverðtryggðir langtímavextir (nafnávöxtun) ³	.	3,7	4,6	4,9	1,2	3,6	4,1	3,7	3,7	9,2
Verðtryggðir langtímavextir (raunávöxtun) ³	.	.	2,7	1,9	.	1,2	.	.	.	4,3
Skammtímavextir ⁴	3,4	3,3	5,1	5,0	0,4	2,8	3,4	3,5	3,6	13,7

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	14,2	26,4	22,9	37,1	23,9	23,8	12,1
Jöfnuður hins opinbera, % af VLF	.	-2,4	-3,8	-3,2	-5,2	2,7	15,8	2,4	4,0	3,0
Vergar skuldir hins opinbera, % af VLF	.	77,5	64,1	47,2	172,1	59,3	53,9	48,6	43,0	28,0
Útgjöld hins opinbera, % af VLF	.	47,7	36,6	45,1	36,9	56,4	42,9	50,8	53,0	44,0
Viðskiptajöfnuður, % af VLF	0,3	-0,2	-6,4	-2,6	3,6	6,1	16,8	2,7	3,2	-16,5

1. Árstíðarleiðrétt. 2. Hagvöxtur yfir fjóra ársfjórðunga. Árstíðarleiðrétt, 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	4,9	2,6	3,1	4,1	5,3	4,9	5,1	4,9
Evrusvæði	3,0	3,9	1,9	0,9	0,8	2,1	1,3	2,6	1,9
Bretland	3,0	3,8	2,4	2,1	2,7	3,3	1,9	2,6	2,4
Bandaríkin	4,4	3,7	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,4	2,6
Japan	-0,2	2,9	0,4	0,1	1,8	2,3	2,6	2,8	2,2
Önnur nýmarkaðs- og þróunarríki ²	4,8	5,2	1,7	3,2	2,5	4,0	3,1	3,6	3,3
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	2,2	2,1	2,1	2,2	2,3	2,2
Bretland	2,2	1,3	2,2	3	3,1	2,6	2,2	2,3	2,2
Bandaríkin	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,5	2,5
Japan	-0,3	-0,4	-0,8	-0,9	-0,3	0,0	-0,6	0,3	0,5
Atvinnuleysi									
Evrusvæðið	9,2	8,2	7,8	8,3	8,7	8,9	8,6	7,9	7,6
Bretland	6,0	5,5	5,1	5,2	5,0	4,8	4,8	5,3	5,1
Bandaríkin	4,2	4,0	4,7	5,8	6,0	5,5	5,1	4,7	5,0
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 hópnum „Önnur nýmarkaðs- og þróunarríki“ eru 146 ríki. 3. Breyting neysluverðs. 4. Tekjujöfnuður hins opinbera, ríkis, sveitarfélaga og almennatrygginga. 5. Ávöxtun 10 ára ríkisskuldabréfa.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, OECD.

Tafla 21 Sögulegar hagtolur

Ár	Verðlag ¹		Gengi		Vextir		Peningastærðir		Hlutfall gjaldehyrisforða og vöruinnfl. ⁵	Erlendar skuldir % af VLF ⁶	Hagvöxtur			
	Vísitala neysluverðs ¹	Verðbólga	Medal gengisvísitala ²	Medal gengisvísitala ²	Medal-ávöxtun spariskirteina ⁴	Alm. skuldabréflán banka (raunáv.) óverðtr.	%-breyting yfir ár	Útlán innlánsst.						
			neyslaverð	laun	meðal-ávöxtun spariskirteina ⁴	óverðtr.	M3	lánakerfis						
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	2,3	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	2,5	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	2,9	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	3,0	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	5,5	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	5,0	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	5,2	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	7,7	35,2	42,1	31,4	2,4	49,4	8,5
1988	104,6	25,4	202,6	109,4	113,4	8,7	11,8	9,2	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	7,8	27,2	25,2	33,8	3,0	56,8	0,3
1990	145,5	14,8	283,7	97,3	87,6	7,0	9,3	8,0	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	9,2	14,4	11,6	15,4	3,2	56,0	-0,2
1992	161,2	3,7	285,0	99,8	90,8	7,4	11,8	9,3	3,8	5,3	11,8	4,0	58,8	-3,4
1993	167,8	4,1	308,8	94,4	82,7	6,7	11,5	9,1	6,5	5,0	11,1	4,3	66,7	1,3
1994	170,3	1,5	324,8	89,3	76,1	5,0	9,5	7,9	2,3	-1,3	4,5	2,6	63,4	3,6
1995	173,2	1,7	322,3	89,4	79,4	5,6	10,1	8,7	2,2	0,0	5,9	2,4	63,4	0,1
1996	177,1	2,3	322,9	89,7	80,3	5,5	10,5	8,9	6,8	11,8	9,3	3,0	62,5	4,8
1997	180,3	1,8	318,7	90,5	82,9	5,3	11,1	9,0	8,7	12,7	11,8	2,6	64,5	4,9
1998	183,3	1,7	313,6	91,9	82,5	4,7	11,8	8,8	15,1	30,3	15,1	2,2	69,5	5,8
1999	189,6	3,4	313,1	93,6	83,7	4,4	8,0	8,6	17,1	22,8	17,3	2,6	82,0	4,0
2000	199,1	5,0	313,3	96,2	84,7	5,1	12,7	9,5	11,2	26,2	17,2	2,1	101,5	4,4
2001	212,4	6,7	376,3	83,7	73,2	5,1	9,4	10,2	14,9	13,4	19,2	2,1	118,9	3,6
2002	222,5	4,8	365,2	88,5	76,9	5,2	13,7	10,1	15,3	0,9	3,2	2,5	122,5	-0,3
2003	227,3	2,2	343,3	94,1	80,5	4,4	9,4	9,1	17,5	14,8	11,8	3,5	142,7	2,7
2004	234,2	3,1	336,3	97,2	79,7	3,9	8,3	8,0	15,0	39,5	19,7	3,6	198,8	7,7
2005	243,6	4,0	301,8	107,1	89,6	3,7	10,7	7,2	23,2	51,5	30,8	2,9	293,8	7,5

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

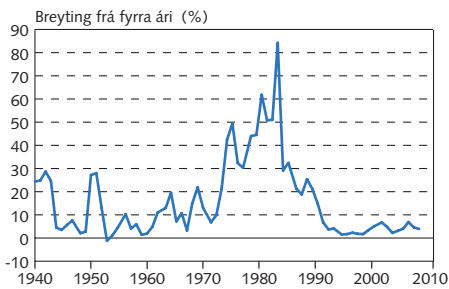
Tafla 21 (frh.) Sögulegar hagtölur

	Þjóðhagsstærðir (%-breyt. milli ára)		Útanríkisviðskipti (%-breyt. milli ára) ⁷			Viðsk.- jöfn., % af VLF	Hið opinbera (% af VLF) ⁸			Vinnurkaður (% af mannafla)		Laun (%-breyt. milli ára)		
	Einka- neysla	Fiár- muna- myndun	Þjóðar- útgjöld	Út- flutn.	Inn- flutn.		Við- skipta- kjör	Jöfn- uður	Tekjur	Útgjöld	Atv.- leysi	Atv.- þátttaka	Raun- laun ⁹	Kaupm. ráð- stöf. tekna á mann
1977	12,9	11,5	15,0	8,9	20,6	1,2	-2,3	-0,2	30,5	30,7	0,3	72,5	.	15,5
1978	9,0	-5,5	2,1	15,2	3,7	1,8	1,2	0,1	31,0	30,9	0,3	73,6	.	8,5
1979	2,8	-1,8	3,4	6,3	2,5	2,6	-0,7	0,9	32,4	31,4	0,4	73,0	.	2,0
1980	3,4	13,9	5,9	2,7	3,0	3,9	-2,0	1,3	35,1	33,8	0,3	74,1	.	1,1
1981	6,2	1,2	5,6	3,2	7,1	5,8	-4,1	1,3	36,3	35,0	0,4	76,8	0,7	5,4
1982	5,0	0,1	5,0	-8,9	-0,6	9,0	-8,0	1,7	37,4	35,7	0,8	77,6	1,7	2,2
1983	-5,6	-12,7	-8,6	11,0	-9,7	16,0	-1,9	-2,0	35,6	37,6	1,0	77,4	-16,7	-12,5
1984	3,7	9,4	6,4	2,4	9,2	20,4	-4,6	2,2	36,6	34,4	1,3	77,6	-3,1	-2,5
1985	4,2	1,0	2,7	11,1	9,4	27,1	-3,9	-1,6	35,2	36,9	0,9	79,3	1,2	10,8
1986	6,9	-1,6	4,5	5,9	1,0	33,2	0,5	-4,0	35,3	39,3	0,7	80,9	5,7	9,5
1987	16,2	18,8	15,7	3,3	23,3	39,5	-3,4	-0,8	35,5	36,3	0,4	84,1	9,0	25,8
1988	-3,8	-0,2	-0,6	-3,6	-4,6	48,9	-3,4	-2,0	39,2	41,2	0,6	80,1	2,2	-2,7
1989	-4,2	-7,9	-4,4	2,9	-10,3	60,6	-1,3	-4,5	39,1	43,6	1,7	78,7	-9,1	-9,4
1990	0,5	3,0	1,5	0,0	1,0	70,3	-2,1	-3,3	38,8	42,1	1,8	77,5	-4,9	-4,6
1991	3,0	2,6	3,5	-5,9	5,3	75,4	-4,0	-2,9	40,5	43,5	1,5	76,2	1,4	2,1
1992	-3,2	-10,4	-4,6	-2,0	-6,0	78,2	-2,4	-2,8	41,6	44,5	3,1	75,5	-0,8	-2,7
1993	-4,6	-9,8	-2,9	6,5	-7,5	80,5	0,7	-4,5	39,7	44,3	4,4	75,3	-2,6	-7,6
1994	2,9	-0,2	1,7	9,3	3,8	82,6	1,9	-4,8	39,3	44,1	4,8	75,4	-0,3	0,0
1995	2,2	-1,7	2,2	-2,3	3,6	84,7	0,7	-3,0	40,4	43,4	5,0	75,7	2,8	2,7
1996	5,7	25,0	6,8	9,9	16,5	87,9	-1,8	-1,6	41,3	42,9	4,4	76,4	4,0	4,4
1997	6,3	9,2	5,8	5,6	8,0	89,8	-1,8	0,0	40,5	40,6	3,9	76,6	3,6	8,5
1998	10,2	32,6	13,3	2,5	23,4	92,6	-6,8	0,5	41,6	41,1	2,8	77,1	7,6	8,6
1999	7,9	-5,1	4,2	3,9	4,4	95,7	-6,8	2,3	44,3	42,0	1,9	77,3	3,3	6,8
2000	4,2	12,0	6,0	4,3	8,6	100,0	-10,2	2,4	44,4	42,0	1,3	77,3	1,6	5,4
2001	-2,9	-4,1	-2,4	7,4	-9,1	109,3	-4,4	0,2	42,9	42,8	1,4	77,5	2,0	1,4
2002	-1,6	-15,8	-2,8	3,8	-2,6	114,3	1,6	-0,8	43,8	44,6	2,5	77,3	2,3	-0,1
2003	6,1	13,4	6,1	1,6	10,8	116,6	-4,8	-2,0	44,5	46,5	3,4	76,6	3,4	5,2
2004	6,8	29,2	9,9	8,4	14,4	119,9	-9,9	0,3	45,6	45,3	3,1	76,3	1,6	3,4
2005	11,9	34,5	15,8	7,1	28,9	123,0	-16,1	3,0	47,0	44,0	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 greiðslufjöfnunar. Raunvitt með neysluverðsvísitölu. Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 31
Verðbólga 1940-2008¹

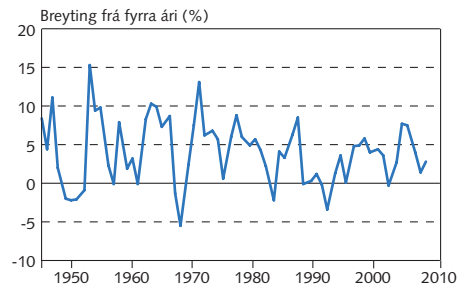
Árleg meðaltöl visitölu neysluverðs



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

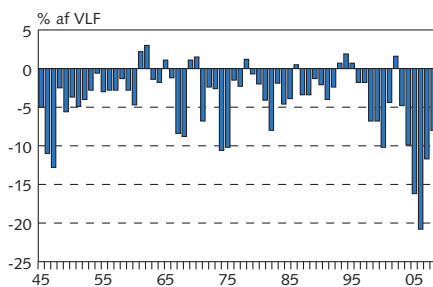
Mynd 32
Hagvöxtur 1945-2008¹

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu milli ára



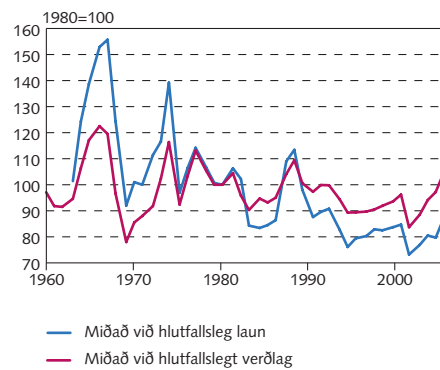
1. Bráðabirgðatölur 2005. Spá 2006-2008.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33
Viðskiptajöfnuður 1945-2008¹



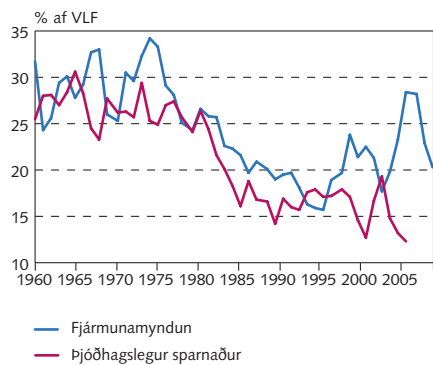
1. Bráðabirgðatölur 2005. Spá 2006-2008.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 34
Raungengi krónunnar 1960-2005¹



1. Bráðabirgðatölur 2005.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

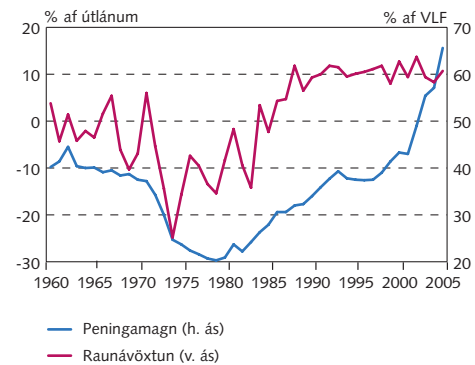
Mynd 35
Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2008¹



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

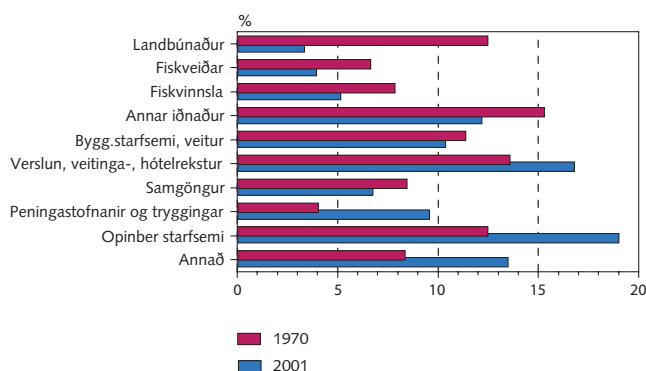
I. Mannfjöldi og vinnuafli (þús. manns)		1970	2005
Mannfjöldi í árslok		204,8	299,9
yngri en-16 ára		70,6	70,2
16-74 ára		127,3	212,8
eldri en 74 ára		7,0	16,9
Árleg fjölgun síðustu 5 ára (%)		1,1	1,1
Vinnuafli (þús. ársverk)		82,7	152,1
þ.a. karlar		54,7	87,7
þ.a. konur		28,0	64,5
II. Hlutfallsleg atvinnuskipting (%)		1970	2001
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		1970	2005
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	1.012,2
Verg landsframleiðsla, ma. USD		0,5	16,1
Þjóðartekjur á íbúa í þús. USD		2,0	52,5
VLF á mann í þús. USD m.v. kaupmáttarjafnvægi (PPP) ²		2,7	36,4
Verg fjármunamyndun, % af VLF		25,3	28,4
Vergur þjóðhagslegur sparnaður, % af VLF		26,1	12,3
Hreinn þjóðhagslegur sparnaður, % af HÞF ³		13,8	0,3
Útflutningur vöru og þjónustu, % af VLF		46,4	32,0
Samneysla, % af VLF		12,7	24,4
Heildarútgjöld hins opinbera, % af VLF ⁴		28,9	45,3
Heildarskattar, % af VLF ⁴		28,9	38,9
V. Fjármagn og skuldir		1970	2005 ¹
% af VLF nema annað sé tekið fram			
Fjármunaeign, % af VLF		3,4	3,4
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	65,6
Útlán og markaðsskuldabréf lánakerfis		484,8	342,4
Skuldir atvinnuvega		53,6	215,7
Skuldir heimila		21,2	107,5
Markaðsverðmæti hlutabréfa		.	177,4

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 þjóðframleiðsla, þ.e. verg þjóðframleiðsla að frádragnum afskriftum. 4. Á þjóðhagsreikningagrunni.

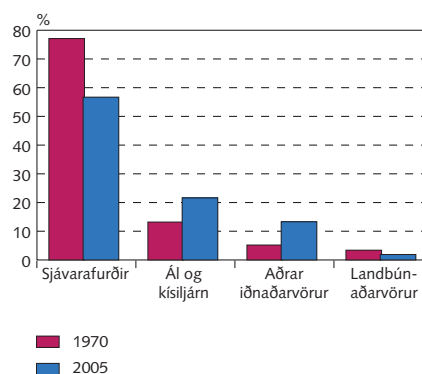
Heimildir: Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Þjóðhagsstofnun, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 37
Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 38
Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970 og 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

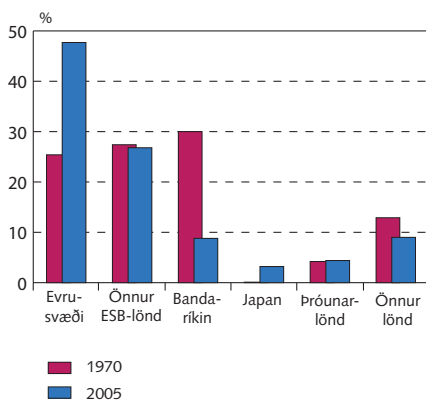
Tafla 23 Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum¹

	% af heild						Ma.kr.	
							Jan.-sep.	
	1970	1980	1990	2000	2005	2006	2005	2006
Vöruútflutningur, fob								
Evrópusambandið	52,8	52,3	70,7	67,4	74,6	72,7	144,9	125,9
Evrusvæði	25,4	30,2	37,6	42,3	47,7	50,3	92,8	87,2
Önnur Evrópusambandslönd	27,4	22,0	33,1	25,1	26,8	22,3	52,1	38,7
þar af Bretland	13,2	16,5	25,3	19,3	17,8	15,6	34,6	27,1
Önnur Vestur-Evrópulönd	2,8	2,3	3,4	7,8	5,9	8,2	11,5	14,2
Önnur Austur-Evrópulönd og fyrrum Sovétríki ²	9,6	8,8	2,9	1,4	1,1	2,3	2,1	4,0
þar af Rússland	6,8	5,4	2,5	0,4	1,0	2,2	2,0	3,8
Bandaríkin	30,0	21,6	9,9	12,2	8,8	7,5	17,1	13,1
Japan	0,1	1,5	6,0	5,2	3,2	2,5	6,3	4,4
Önnur OECD-lönd	0,5	0,6	0,5	2,0	1,5	1,2	2,9	2,1
Þróunarlönd ³	4,2	12,9	5,5	3,0	4,4	5,1	8,6	8,8
Önnur lönd	0,0	0,0	1,1	1,0	0,4	0,4	0,9	0,7
Alls	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	194,4	173,2
Vöruinnflutningur, cif								
Evrópusambandið	64,9	58,0	59,9	57,0	61,6	60,7	193,5	181,3
Evrusvæði	32,0	33,2	35,5	33,5	33,7	34,4	105,8	102,8
Önnur Evrópusambandslönd	33,0	24,8	24,4	23,6	27,9	26,3	87,6	78,5
þar af Bretland	14,3	9,5	8,1	9,0	5,8	5,3	18,1	15,9
Önnur Vestur-Evrópulönd	5,4	8,1	5,2	9,7	9,5	10,5	29,7	31,2
Önnur Austur-Evrópulönd og fyrrum Sovétríki ²	10,4	10,9	6,5	5,7	0,9	0,6	2,9	1,7
þar af Rússland	7,2	9,7	5,0	1,8	0,5	0,4	1,5	1,1
Bandaríkin	8,2	9,4	14,4	11,0	9,3	7,0	29,3	20,8
Japan	2,9	4,0	5,6	4,9	5,3	5,1	16,5	15,2
Önnur OECD-lönd	0,4	5,8	3,7	4,5	3,8	5,3	11,8	15,8
Þróunarlönd ³	7,2	2,7	3,1	5,6	8,6	9,9	26,9	29,5
Önnur lönd	0,6	1,1	1,4	1,5	1,0	1,0	3,2	3,0
Alls	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	313,9	298,5

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.

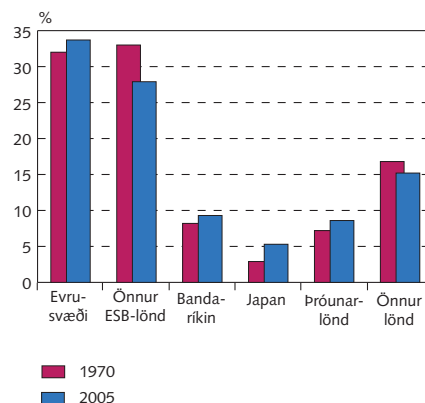
Heimild: Hagstofa Íslands.

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.