

# 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.

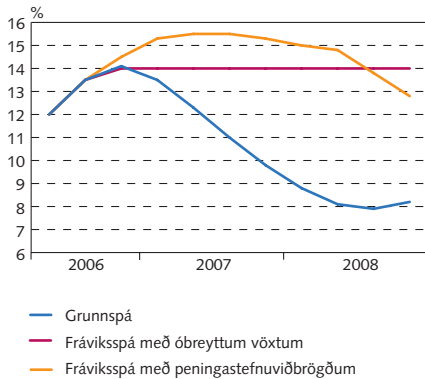
Verðbólguþátturinn í þessu hefti *Peningamála* nær til fjórða ársfjórðungs 2008 og þjóðhagsspá til alls ársins 2008. Yfirlit helstu hagstærða í grunnspánni og fráviksspánni með peningastefnuviðbrögðum er að finna í töflum 1a og b í töfluviðauka.

### 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.

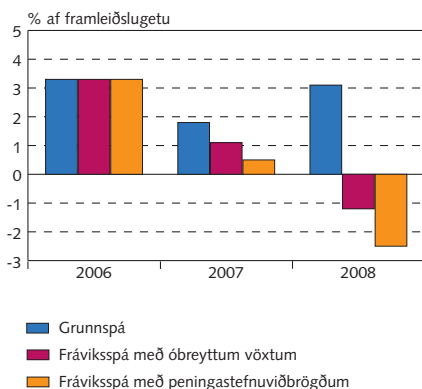
1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 31. október 2006, en spár byggjast á upplýsingum til 17. október.

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 lækandi. 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 vinna 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 þarf 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.<sup>2</sup> Hins vegar bregst peningastefnan við þensluáhrifum aðgerðanna sem tekur að gæta á árinu 2008. Til þess að verðbólguþrýstingur 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

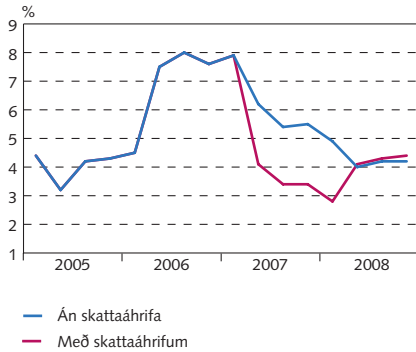
Í síðustu spá Seðlabankans var reiknað með að gengislækkun á fyrri hluta ársins og launakostnaðarauki vegna endurskoðunar kjarasamninga í júní sl. myndu skila sér fljótt í aukinni verðbólgu og að hún næði hámarki í 11% um mitt næsta ár. Nú liggur fyrir að Seðlabankinn ofspáði verðbólgu umtalsvert á þriðja 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 verðbólguþrýstingnum.

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

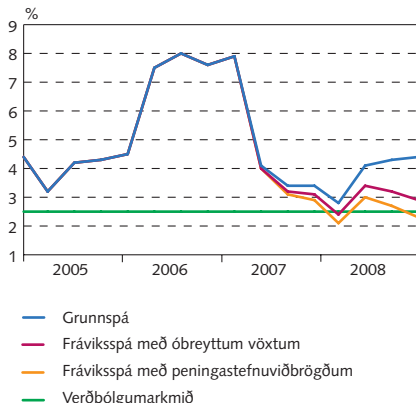
Verðbólguþá út frá grunndæmi með og án skattaáhrifa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

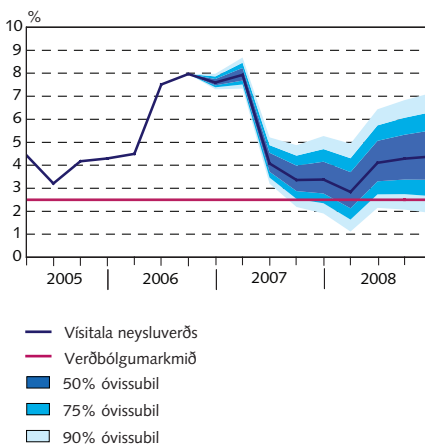
Mismunandi verðbólguferlar



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 eftirspurnar-áhrif 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
Ársméðaltal	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
Ársméðaltal	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
Ársméðaltal	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 hærri 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 hættu sé á að verðbólgu sé vanspáð eitt ár fram í tímann en ofspáð og er talið að hættan 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

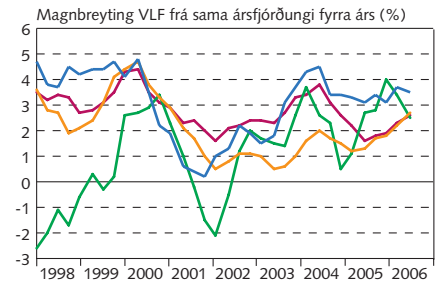
Efnahagsbatinn í Evrópu heldur áfram, en talsvert hefur hægt á hagvexti í Bandaríkjunum. Nokkuð dró úr hagvexti í Japan á öðrum fjórðungi ársins, en útlán eru farin að aukast á ný eftir margra ára samdrátt. Japanski seðlabankinn er tekinn að draga úr slakanum í peningamálum. Framhald þess gæti haft töluverð 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 undanfarnar 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. 2006<sup>1</sup>

Hagvöxtur á helstu viðskiptasvæðum Íslands



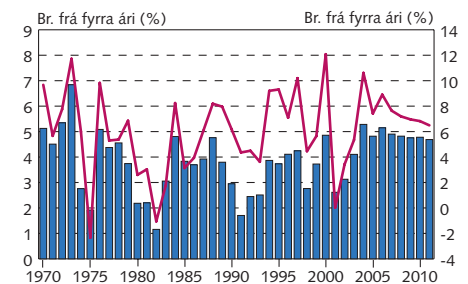
— Bandaríkin  
— Bretland  
— Evrusvæði  
— Japan

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

Mynd II-2

### Alþjóðleg hagþróun 1970 - 2011<sup>1</sup>

Heimsframleiðsla og heimsverslun



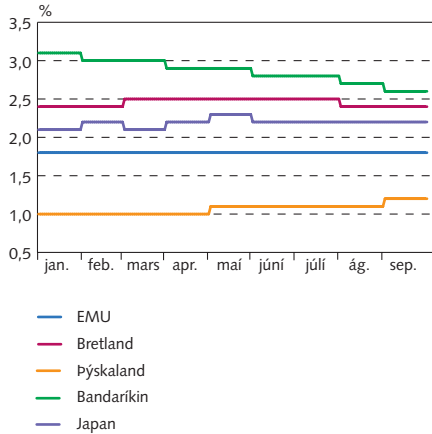
■ Vöxtur heimsframleiðslu (v. ás)  
— Vöxtur heimsverslunar (h. ás)

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

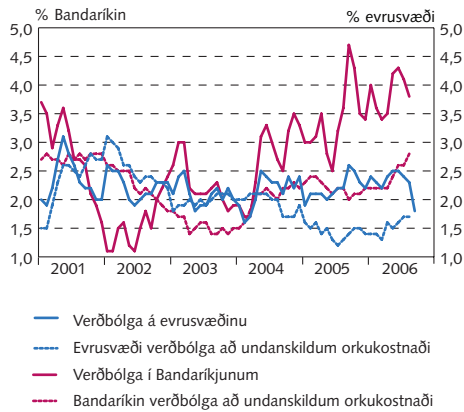


Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd II-4

Verðbólga í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu janúar 2001 - ágúst 2006<sup>1</sup>

Verðbólga með og án orkuverðs



1. Verðbólguáttal 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.

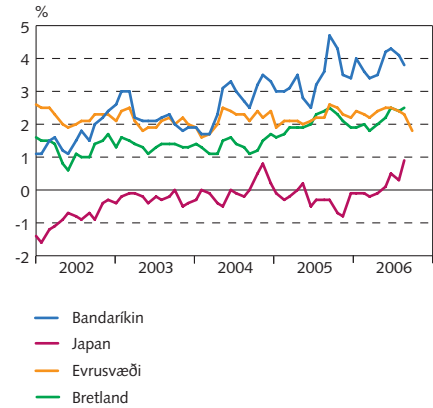
### Áfram hraður vöxtur í nýmarkaðsríkjum Asíu og Mið-Evrópu

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 spáir 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 2006<sup>1</sup>

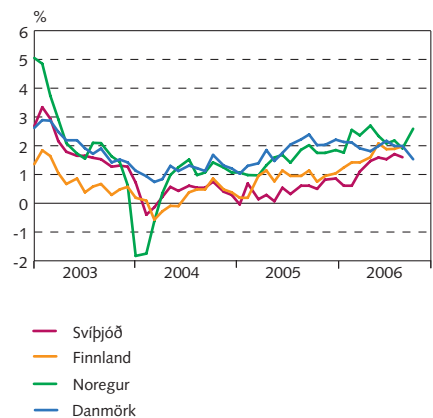


1. Verðbólguatala fyrir evrusvæðið í september er bráðabirgðamat. Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-6

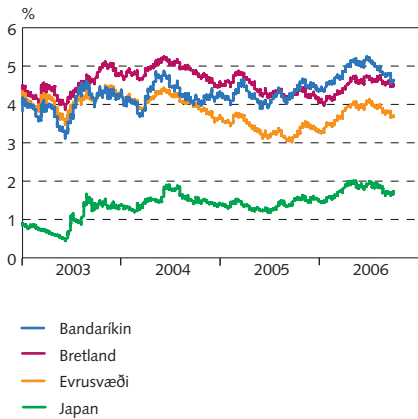
Verðbólguþróun á Norðurlöndunum

Janúar 2003 - september 2006<sup>1</sup>



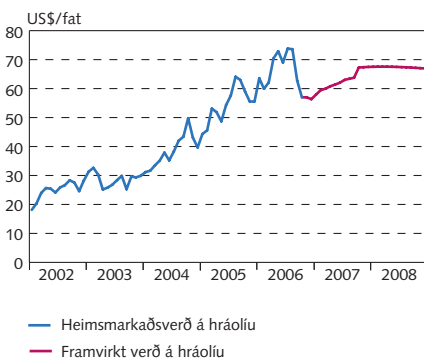
1. Septembertölur vantar fyrir Finnland og Svíþjóð. Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-7  
Vextir 10 ára erlendra ríkisskuldabréfa  
Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 3. október 2006



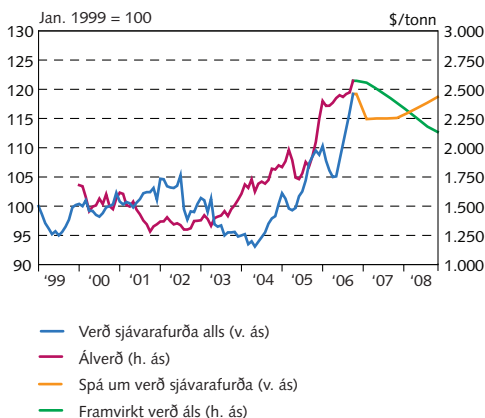
Heimild: Reuters EcoWin.

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.

### Skammtíavextir á uppleið en langtíavextir 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. Skammtíavextir hafa hækkað í takt við stýrivexti en langtíavextir hafa hins vegar lækkað nokkuð frá því um mitt sumar. Langtíavextir 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 Asíuríkjum eftir langtímaríkisskuldabréfum í stað skemmri bréfa gæti einnig skýrt að hluta til breytingar á skammtí- og langtíavöxtum. Væntingar fjárfesta um að stýrivaxtahækkunarferli Seðlabanka Bandaríkjanna sé lokið eða að líða undir lok gætu einnig skýrt þessa þróun langtíavaxta.

### 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 loðnaflí 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 fiskveiðiarí sem hófst hinn 1. september sl. en á liðnu fiskveiðiarí. 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.

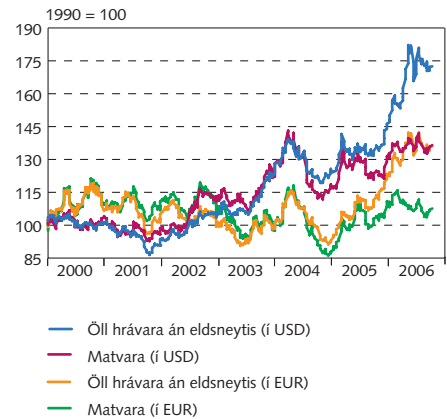
### Útflutningur mun dragast saman á þessu ári en aukast á næstu árum

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

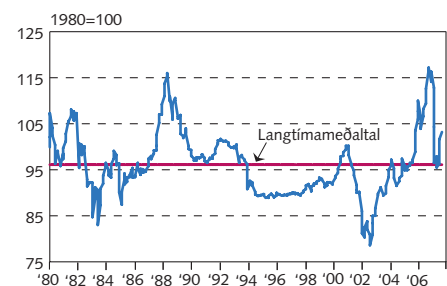


Heimild: Reuters EcoWin.

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 <sup>1</sup>			Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>2</sup>		
	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 <sup>3</sup>	31,4	-0,4	-10,8	-7,6	2,6	-13,8
Verð eldsneytis í erlendra mynt <sup>4</sup>	21,2	0,2	2,0	-4,8	-4,8	5,0
Alþjóðleg verðbólga <sup>5</sup>	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 <sup>6</sup>	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 vagnu 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

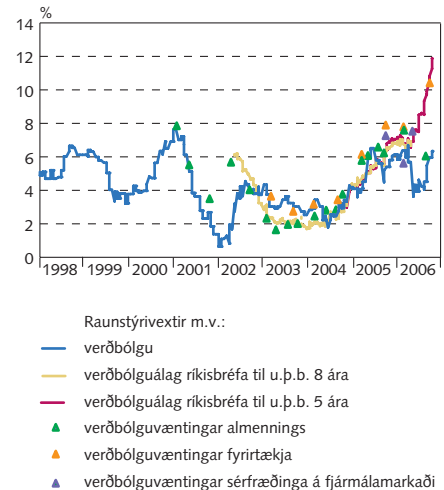
Þrátt fyrir umtalsverða hækkingu stýrivaxta frá því í sumar hefur ávöxtunarkrafa óverðtryggðra langtímaskuldabréfa ríkisins lækkað um 1,2-1,3 prósent að meðaltali í október samanborið við júnímánuð. Í meginatriðum endurspeglar lækkunin væntingar um að stýrivextir Seðlabankans lækki fljótlega. Það má 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

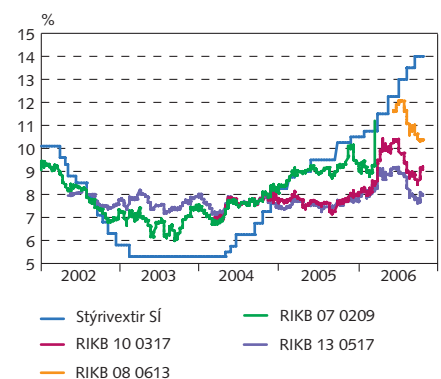


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

#### Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa og stýrivextir Seðlabanka Íslands

Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 31. október 2006

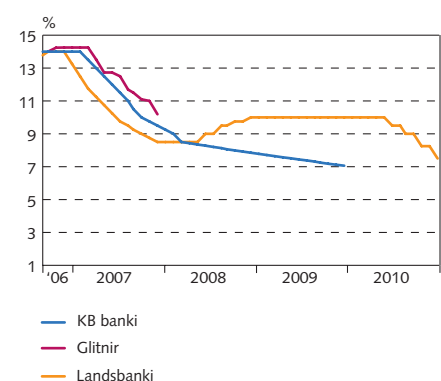


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

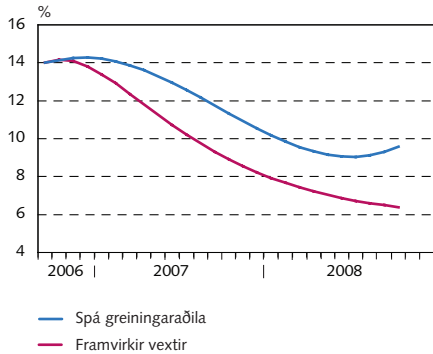
#### Nýjstu stýrivaxtaspar þriggja stærstu viðskiptabankanna

Mánaðarmeðaltöl



Heimildir: Glitnir, KB banki, Landsbanki Íslands.

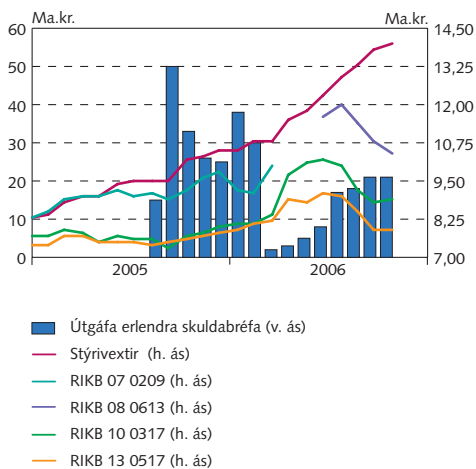
Mynd III-4  
Stýrivextir Seðlabanka Íslands samkvæmt framvirkum vöxtum og spám greiningaraðila  
September 2006 - október 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5  
Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum og vaxtaþróun<sup>1</sup>

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 heildarútlánum 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

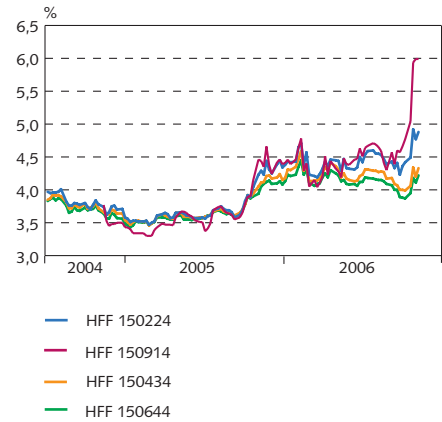
Gengisbundin útlán til heimilanna hafa aukist töluvert undanfarna mánuði, jafnvel þegar tekið hefur verið tillit til gengisáhrifa. Hagstæðari skilyrði til erlendra lántöku á fyrri hluta þessa árs skýra það að hluta, þótt ekki hafi dregið úr aukningunni eftir að krónan fór að styrkjast á nýjan leik. Hlutfall 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 útlánavöxtur lánakerfisins til heimila eykst. Útlánavöxtur 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

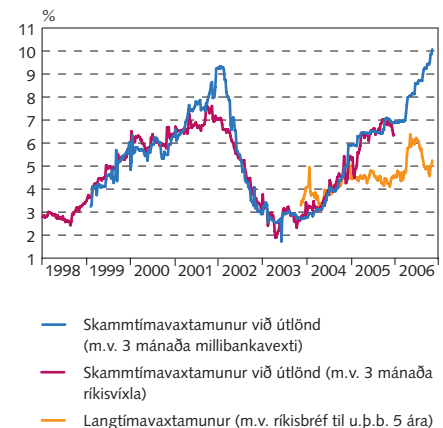


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

#### Vaxtamunur við útlönd

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 31. október 2006



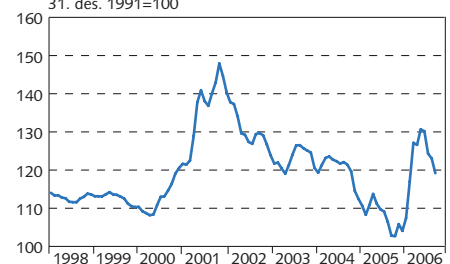
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

#### Vísitala gengisskráningar

Meðaltal mánaðar janúar 1998 - október 2006

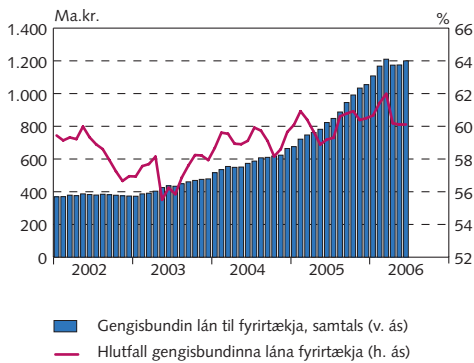
31. des. 1991=100



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

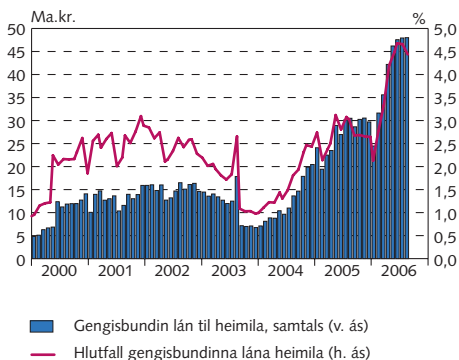
Gengisbundin lán fyrirtækja og hlutfall þeirra af heildarútlánum 2002 - 2006<sup>1</sup>



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 2006<sup>1</sup>

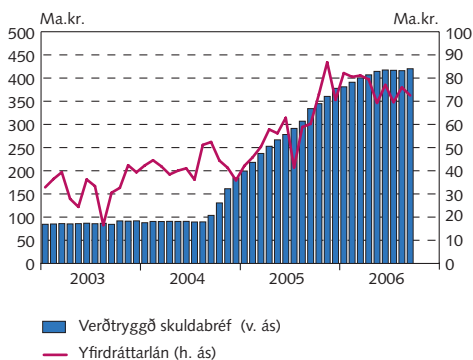


1. Hlutfall gengisbundinna lána heimila af útlánunni innlánsstofnana, íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar. Gengisbundin lán hafa verið leiðrétt fyrir áætluðum gengisbreytingum. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Útlán innlánsstofnana til heimila<sup>1</sup>

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

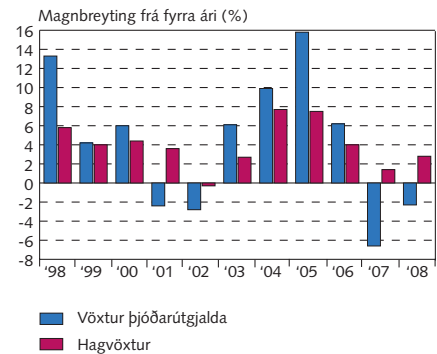
Vöxtur fjárfestingar í ár verður líklega meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Þá var áætlað að fjárfesting dragist saman á þriðja og fjórða fjórðungi ársins miðað við sömu fjórðunga árið áður. Þetta virðist ekki ætla að ganga eftir. Vöxtur einkaneyslu er hins vegar í takt við sumarspána. 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 júlispánni.

### 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

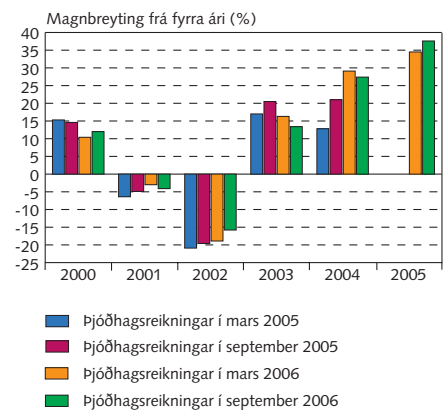
Vöxtur þjóðarútgjalda og hagvöxtur 1998-2008<sup>1</sup>



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) <sup>1</sup>	24,0	30,0	22,4	16,2	ágúst	.	16,2
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) <sup>1</sup>	27,1	23,3	9,3	5,0	ágúst	.	5,0
Bifreiðar til einknota <sup>1</sup>	54,9	51,9	10,9	1,5	ágúst	.	1,5
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki <sup>1</sup>	35,7	12,6	9,3	4,6	ágúst	.	4,6
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður <sup>1</sup>	20,6	12,4	12,2	10,0	ágúst	.	10,0
Mat- og drykkjarvörur <sup>1</sup>	12,4	6,1	5,8	6,8	ágúst	.	6,8
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) <sup>1</sup>	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.<sup>1</sup> 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.

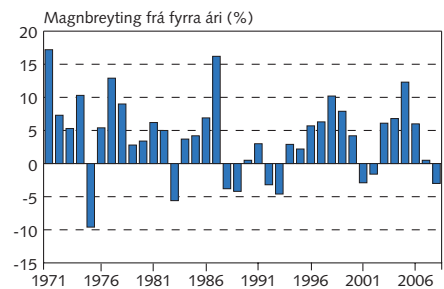
Í sumar spáði bankinn 6,2% vexti einkaneyslu í ár, stöðnun á næsta ári og 7,7% samdrætti árið 2008. Nú er gert ráð fyrir að einkaneysla aukist um 6% á þessu ári, spáð er ½% vexti á næsta ári og 3% samdrætti árið 2008. Samdráttur einkaneyslu á árinu 2008 er mun meiri í fráviksspánum tveimur þar sem peningastefnan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

### Endurnýjuð bjartsýni heimila

Flestar vísbendingar 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

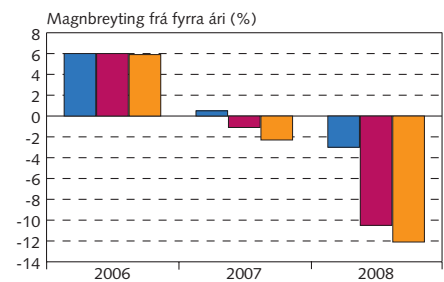
Vöxtur einkaneyslu 1971-2008<sup>1</sup>



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

Mynd IV-4

Vöxtur einkaneyslu 2006-2008

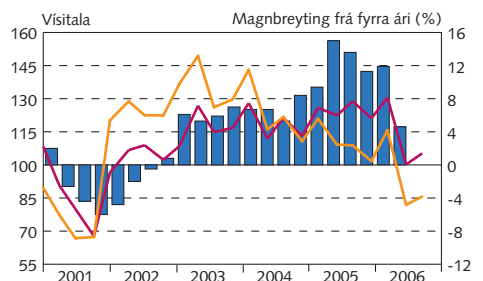


■ Grunnspá  
■ Frávikspá með óbreyttum vöxtum  
■ Frávikspá með peningastefnuviðbrögðum

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup  
1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2006<sup>1</sup>

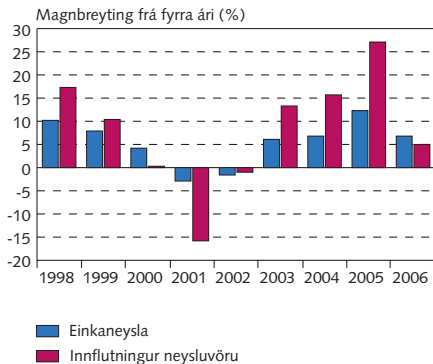


■ Vöxtur einkaneyslu (h. ás)  
— Væntingavísitala Gallup (v. ás)  
— Væntingavísitala Gallup til sex mánaða (v. ás)

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

Mynd IV-6

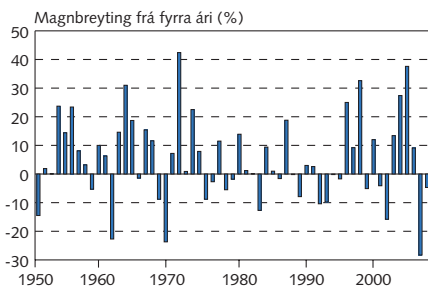
Vöxtur einkaneyslu og innflutnings neysluvöru 1998-2005 og 1. - 3. ársfj. 2006<sup>1</sup>



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

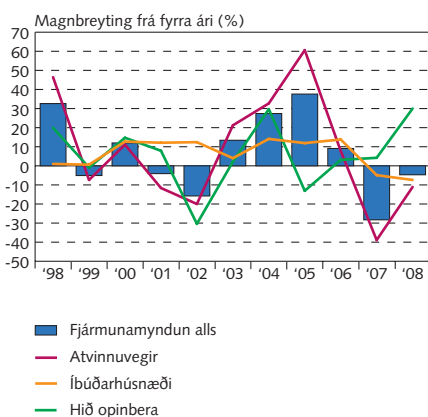
Vöxtur fjármunamyndunar 1950-2008<sup>1</sup>



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

Mynd IV-8

Vöxtur fjármunamyndunar og helstu undirflokka hennar 1998-2008<sup>1</sup>



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 stóriðjufrárfestingin 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

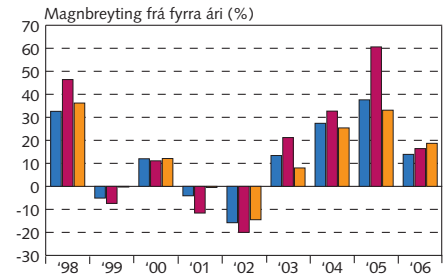
Samkvæmt könnun Gallup á viðhorfum forsvarsmanna stærstu fyrirtækja á Íslandi, sem gerð var í september, eru stjórnendur almennt jákvæðari og bjartsýnni á aðstæður í efnahagslífinu en í síðustu könnun. Enn fleiri telja nú að aðstæður í efnahagslífinu verði betri á næstu misserum. Bjartsýni þeirra birtist 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. 2006<sup>1</sup>

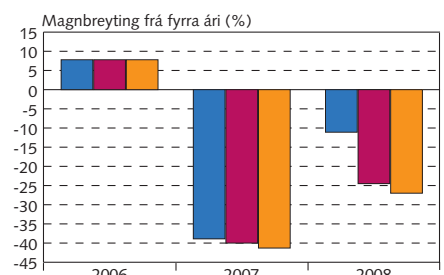


■ Fjármunamyndun alls  
■ Fjármunamyndun atvinnuvega  
■ Innflutningur fjárfestingarvöru

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

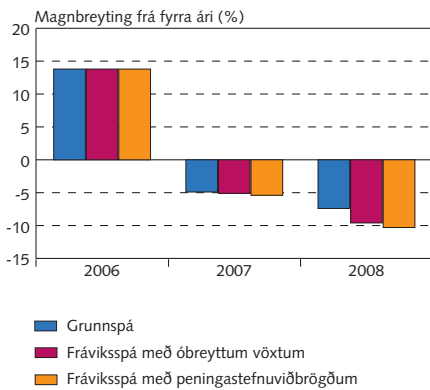
Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar 2006-2008



■ Grunnspá  
■ Fráviksspá með óbreyttum vöxtum  
■ Fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum

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.

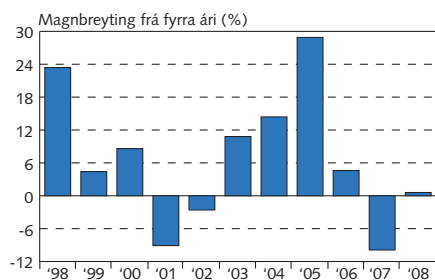
### Innflutningur

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 1998-2008<sup>1</sup>



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 júlíspánni. 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.<sup>2</sup> 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.

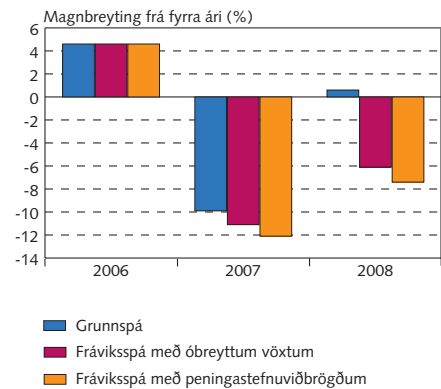
### Heldur minni hagvöxtur til skamms tíma ...

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 júlíspánni. 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 júlíspánni 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 júlíspánni eru sterkari.

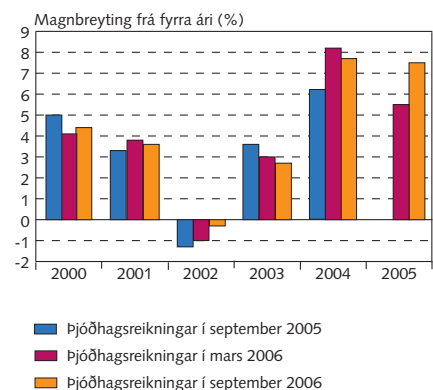
2. Áætlanir og bráðabirgðatölur um landsframleiðslu árin 2002 og 2003 hafa einnig breyst. Fyrsta áætlun fyrir árið 2002 sýndi ½% samdrátt. Í ársbyrjun í fyrra var talið að samdrátturinn hafi verið 2,1%. Í endurskoðun Hagstofunnar á hagvexti árin 1990-2003 sem birtist síðastliðið haust var samdrátturinn 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



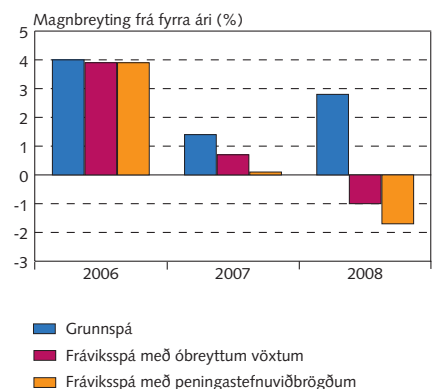
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14  
Endurskoðun á hagvexti



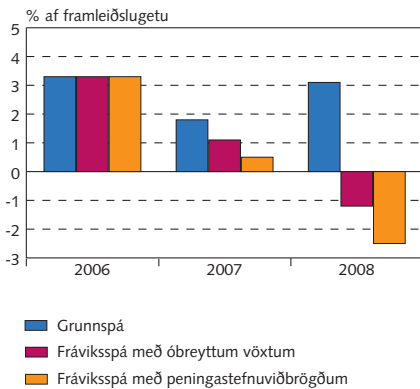
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-15  
Hagvöxtur 2006-2008



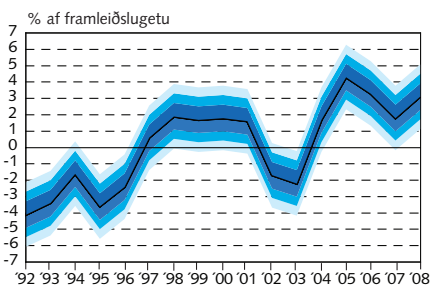
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16  
Framleiðsluspenna 2006-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17  
Framleiðsluspenna/framleiðsluslaki  
skv. grunnspá 1992-2008<sup>1</sup>



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.<sup>3</sup>

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 2005-2008<sup>1</sup>

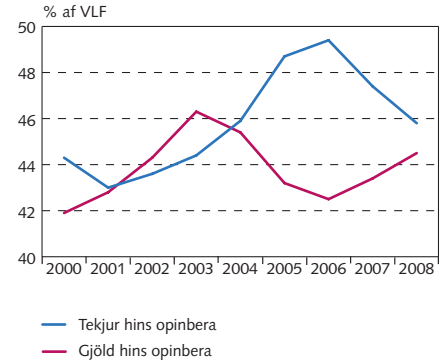
% af landsframleiðslu	2005	2006	2007	2008
Tekjur	48,7	49,4	47,4	45,8
Gjöld	43,2	42,5	43,4	44,5
Afkoma	5,5	7,0	4,0	1,3
Sveifluleiðrétt afkoma	3,4	5,4	3,1	-0,1
Hreinar skuldir <sup>2</sup>	5,0	-1,4	-4,8	-5,5
Heildarskuldir	25,8	19,4	15,5	14,6

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

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

Mynd V-1

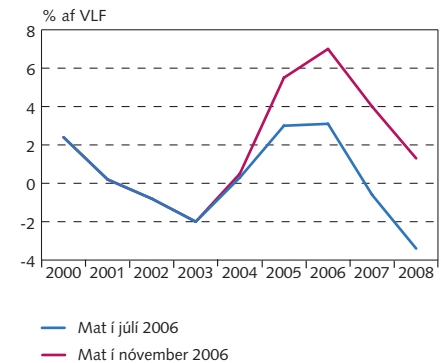
Tekjur og gjöld hins opinbera 2000-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-2

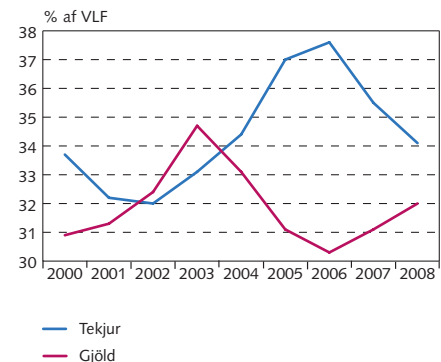
Breyting á spá um tekjujöfnuð hins opinbera 2000-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Tekjur og gjöld ríkissjóðs 2000-2008

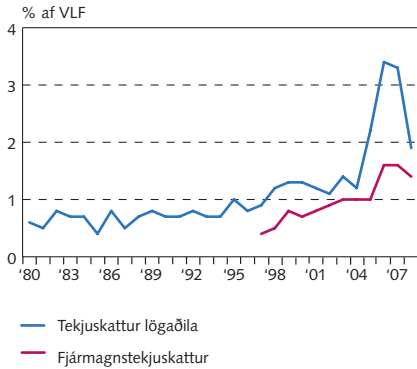


Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-4

Fjármagnsskattar 1980-2008

Tekjuskattur lögaðila og fjármagnstekjuskattur

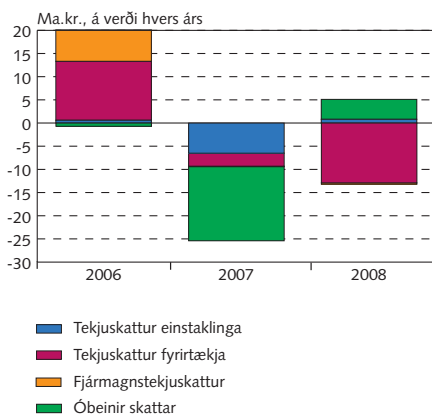


Heimildir: Ríkisreikningur, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-5

Helstu breytingar ríkitekna 2005-2008

Breyting frá fyrra ári

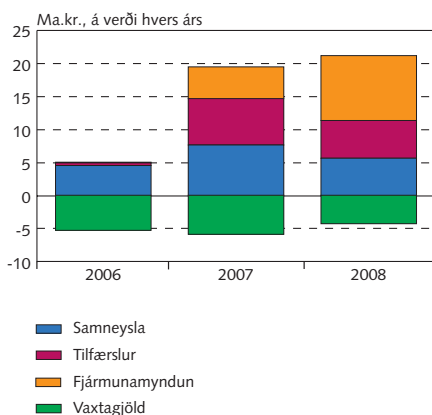


Heimild: Grunnspá Seðlabanka Íslands.

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.<sup>1</sup> 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 2005-2008<sup>1</sup>

% 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 <sup>2</sup>	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 júlispánni. Ástæðan er að reiknað er með minni framleiðsluspennu árið 2007 en í síðustu spá. Árið 2008

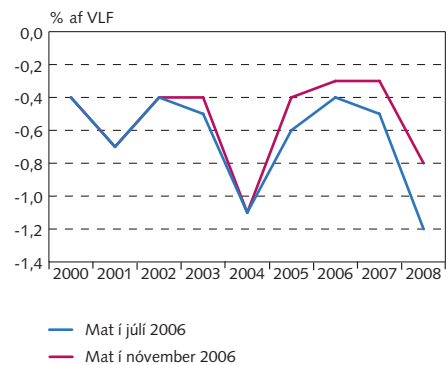
Tafla V-3 Fjármál sveitarfélaga 2005-2008<sup>1</sup>

% 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.

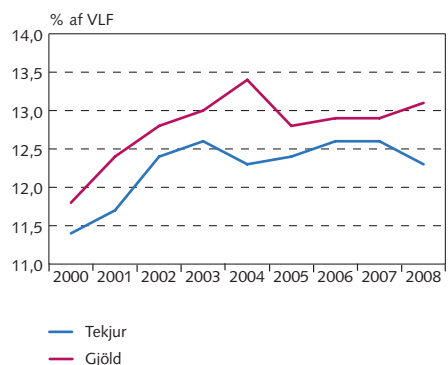
Heimildir: Hagstofa Íslands, fjármálaráðuneytið, Fjársýsla ríkisins, grunnspá Seðlabankans 2006-2008.

Mynd V-7  
Tekjujöfnuður sveitarfélaga 2000-2008



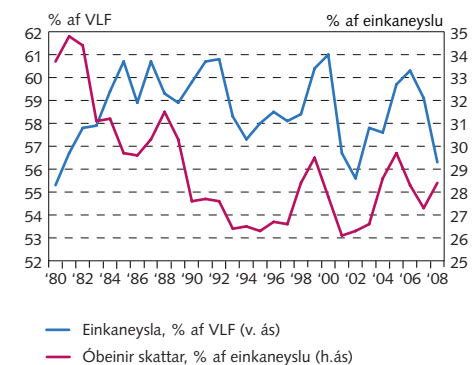
Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-8  
Tekjur og gjöld sveitarfélaga 2000-2008



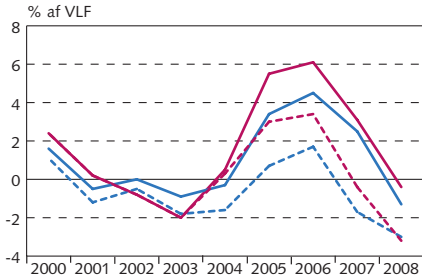
Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

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 (samtals 60 ma.kr.) enda samdráttur einkaneyslu 11½ prósentu meiri bæði árin en í grunnspá. 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).<sup>1</sup> 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 ...

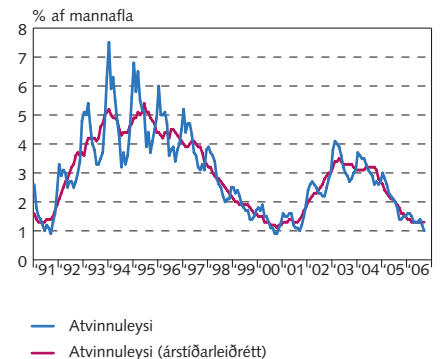
Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands fyrir þriðja fjórðung ársins benda til þess að vinnuafslnotkun hafi enn vaxið töluvert á alla mæliskvarða. Starfandi fólki fjölgaði um 5,7% frá sama tíma árið 2005 og atvinnuþátttaka jókst um 1,1 prósentu og var 84,2%. Horfur eru á að atvinnuþátttakan 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

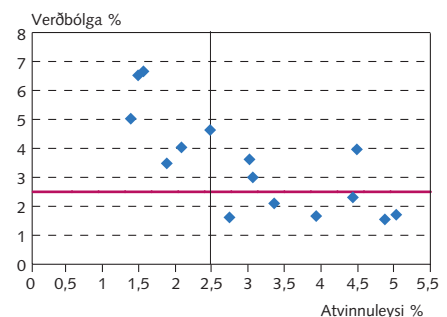
Atvinnuleysi janúar 1991 - september 2006



Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

Atvinnuleysi og verðbólga 1991-2005

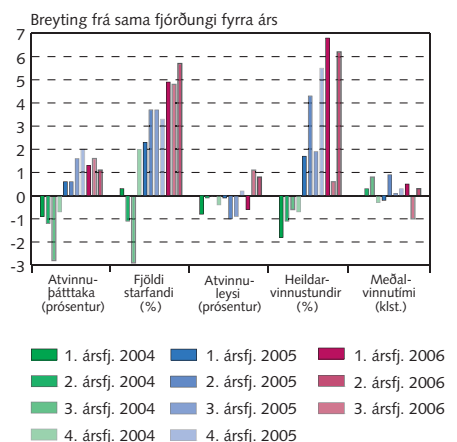


Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun.

Mynd VI-3

Breytingar á vinnuafli

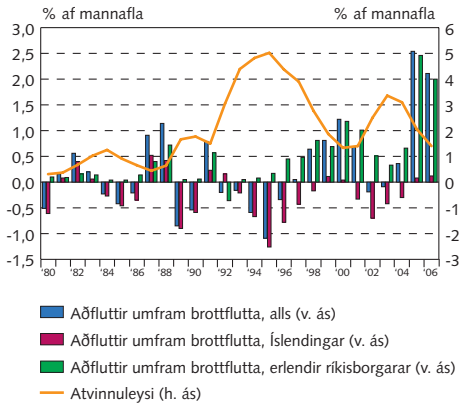
2003-2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

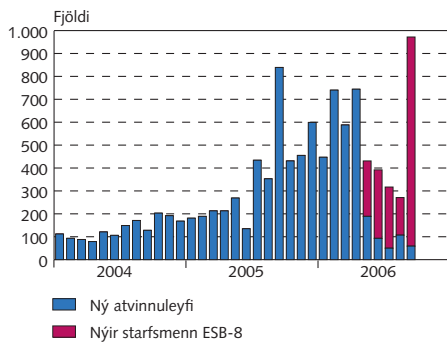
1. Sjá t.d. umfjöllun í Rammagrein 1 „Jafnvægisatvinnuleysi og spenna á vinnumarkaði“ í *Peningamálum* 2001/4, bls. 6-7.

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



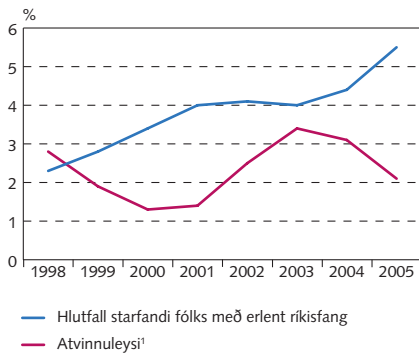
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun.

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.<sup>2</sup> 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%.<sup>3</sup>

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.<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup> 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.

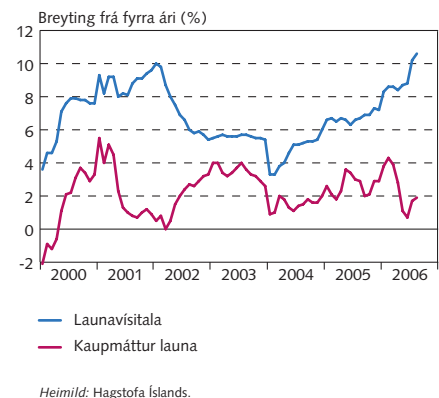
### Launahækkunir meiri en þegar mest varð árið 2002

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%.

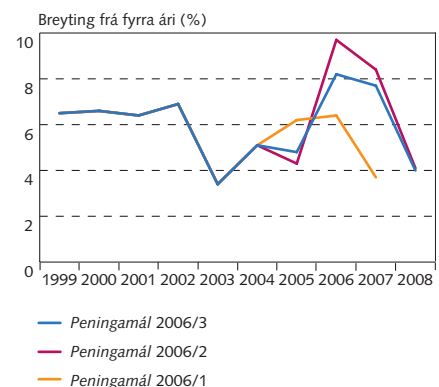
Samkomulag ASÍ og SA hefur haft í för með sér töluvert meiri launabreytingar en spáð var í upphafi árs án þess að framleiðni hafi aukist á móti. Nú er gert ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu aukist um 8,2% milli ára. Þetta er nokkru minni hækkun en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans 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  
1999-2008<sup>1</sup>



### **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 frávíksspá 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.

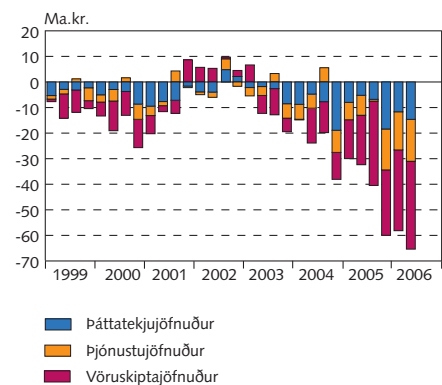
Halli á vöruviðskiptum fyrstu átta mánuði ársins nam alls tæplega 95 ma.kr. en var ríflega 63 ma.kr. á sama tímabili í fyrra mælt á föstu gengi. Líkt og við síðustu útgáfu *Peningamála* er vöruskiptahallinn drifinn áfram af miklum vexti innflutnings. Samkvæmt útreikningum Hagstofu Íslands hefur magn 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

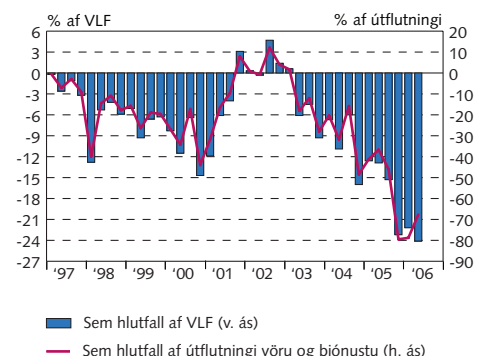
Aukinn viðskiptahalli og frekari veiking krónunnar frá því á fyrsta ársfjórðungi skiluðu sér í versnandi stöðu þjóðarbúsins gagnvart

Mynd VII-1  
Undirþættir viðskiptajafnaðar<sup>1</sup>  
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

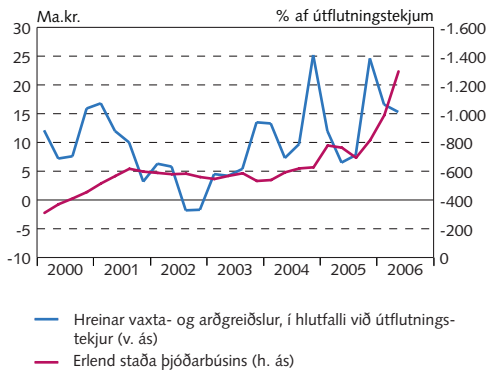


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3

Erlend staða og greiðslur

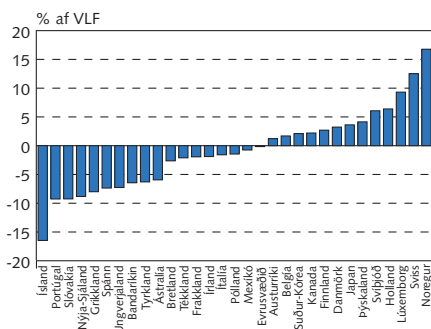
Ársfjórðungstölur 1. ársfj. 2000 - 2. ársfj. 2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-4

Viðskiptajöfnuður OECD-ríkja 2005

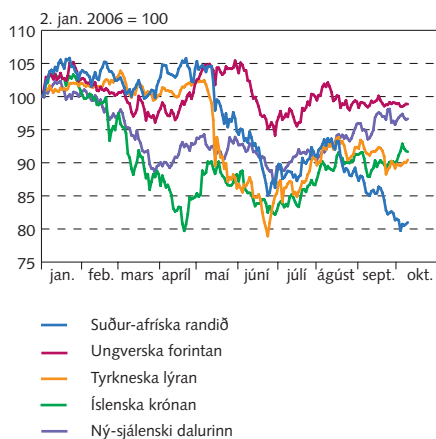


Heimildir: OECD, Reuters EcoWin.

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.

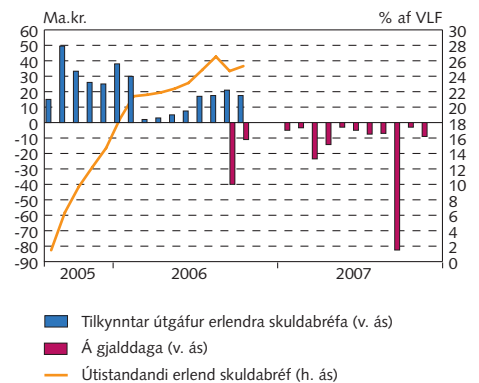
### Viðskiptahallinn nær hámarki í ár en lækkar talsvert á næsta ári

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

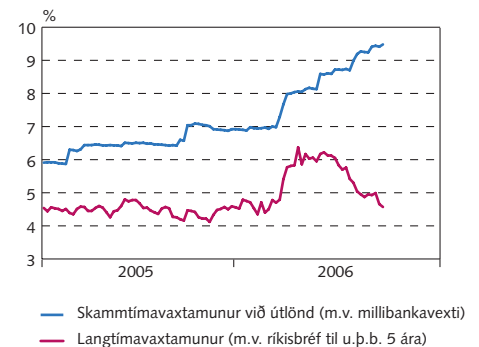
Próist stýrivextir Seðlabankans í takt við forsendur fráviksspár með peningastefnuviðbrögðum dregur mun hraðar úr innlendri eftirspurn

Mynd VII-6  
Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum<sup>1</sup>



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%.<sup>1</sup> 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.

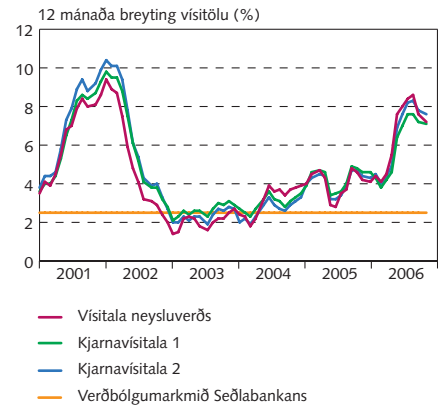
Vísitala neysluverðs án húsnæðis hefur fylgt svipaðri þróun og vísitala neysluverðs. Tólf mánaða hækkun hennar fór í 7% í ágúst, en í októberbyrjun hafði hún hjaðnað í 5,6%. Framlag húsnæðiskostnaðar til hækkunar verðbólgunnar hefur minnkað eilítið frá því í júní en þó má enn rekja 2,8 prósentur af hækkun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

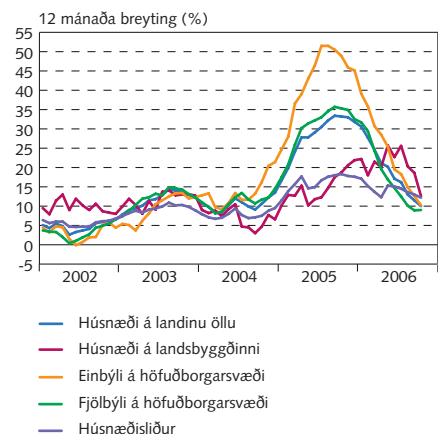
Verðbólga janúar 2001 - október 2006<sup>1</sup>



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

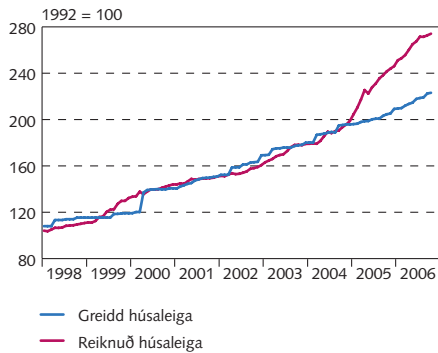


Heimild: Hagstofa Íslands.

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.

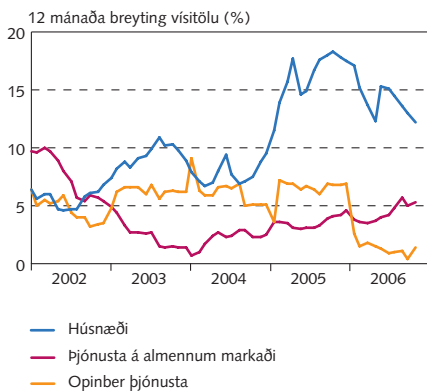
2. Kjarnavísitala 1 undanskilur breytingar á verði búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns og kjarnavísitala 2 einnig verðbreytingar opinberrar þjónustu.

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



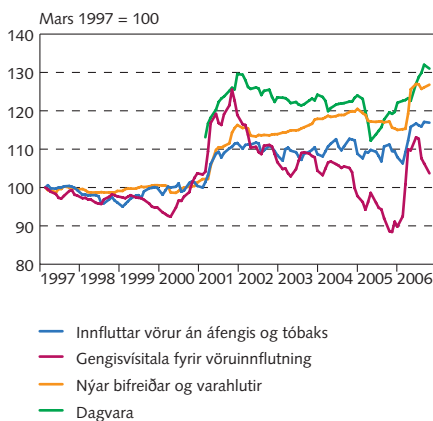
Heimild: Hagstofa Íslands.

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 þrjá mánuði voru áhrif vaxtabreytinga meginskýring 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 þrjá 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 matvælaverðs. 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 rúmu 15% í rúm 6% og í október hafði bensínverð hækkað um 4½% á síðustu tólf mánuðum.<sup>3</sup>

### Undirliggjandi verðbólguþrýstingur nær til flestra undirþátta vísitölunnar

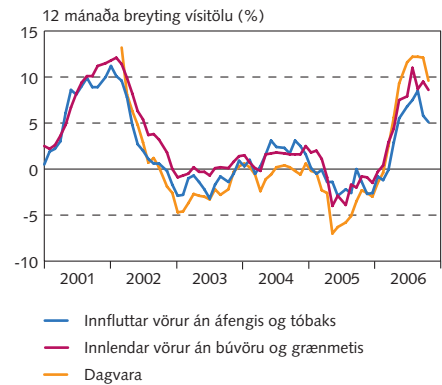
Áhrifa gengislækkunar krónunnar fyrr á árinu gætti einnig í verðhækkun á innlendum vörum. Verðlag innlendar vöru hækkaði töluvert í sumar, einkum búvöru, grænmetis og annarrar innlendar mat- og drykkjarvöru. Innlend framleiðsla er í mörgum tilvikum háð innfluttu hráefni sem hækkaði í verði þegar gengi krónunnar lækkaði, auk þess sem samkeppni við erlendar staðkvæmdarvörur tengir verðlagið við gengisþróun. Laun hafa einnig hækkað töluvert og valdið verðhækkun innlendar vöru. Tólf mánaða verðhækkun innlendar 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

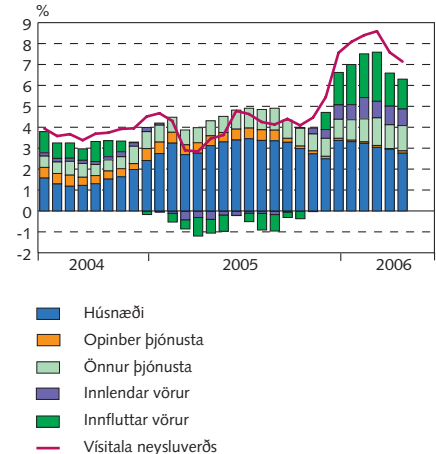
Mynd VIII-6  
Vöruverð janúar 2001 - október 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

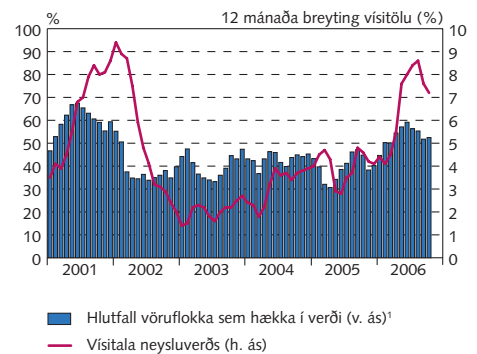
Mynd VIII-7  
Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs júní 2004 - október 2006

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 stýrivaxtaspa 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 fjármálamarkaði<sup>1</sup>

	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 <sup>2</sup>	7,2	3,6	9,5	6,5	3,4	8,2			
Langtímaraunvextir <sup>3</sup>	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			

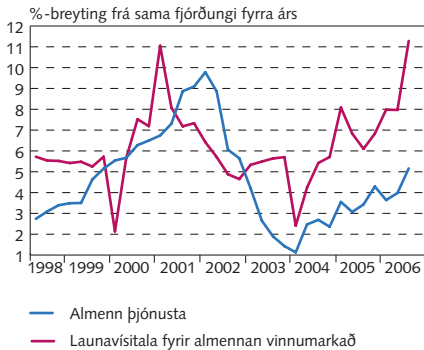
1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi, vexti og úrvalsvisitölu. Sínd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%), gengisvisitölu erlendra gjaldmiðla (stig) og úrvalsvisitölu aðallista (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Giltis hf., KB banka hf., Landsbanka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

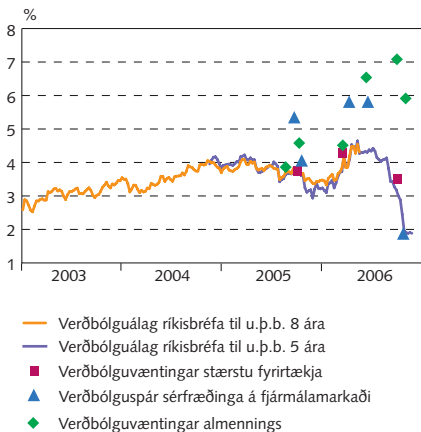


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-10

Verðbólguvæntingar

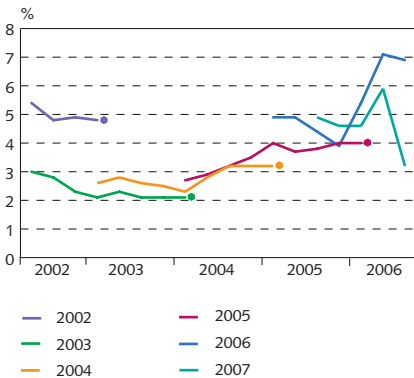
Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 31. október 2006



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 ársmeðaltala<sup>1</sup>



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%. Verðbólguþáin sem birtist hér sýnir sem fyrr meiri verðbólgu til næstu tveggja ára en samrýmist verðbólguþáin bankans en horfur hafa hins vegar batnað frá síðustu spá.

Í síðasta hefti *Peningamála* var framsetningu þjóðhags- og verðbólguþáa breytt og birtist hún hér með sama hætti.<sup>4</sup> Grunnverðbólguþáin 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 verðbólguþáin Seðlabankans náist á spátímabilinu. Spátímabilið nær að þessu sinni til síðasta fjórðungs ársins 2008.

### Verðbólguhorfur hafa batnað en eru enn óviðunandi

Samkvæmt grunnspá 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 grunnspár.

Samkvæmt grunnspánni verður verðbólga yfir verðbólguþáin 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 hins 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 verðbólguþáin að náist á spátímabili.

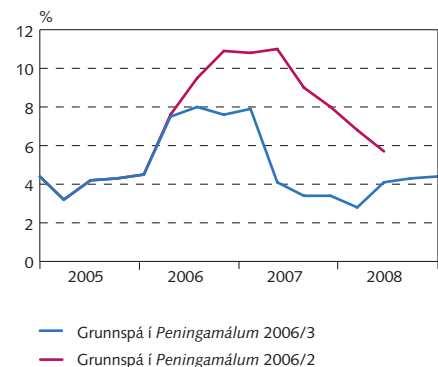
### Lækkun óbeinna skatta veldur um sinn verulegri lækkun mældrar verðbólgu

Verðbólguhorfur til tveggja ára samkvæmt grunnspá 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.<sup>5</sup>

4. Nánar er fjallað um breytta framsetningu verðbólguþáa í rammagrein VIII-3 „Breytt framsetning þjóðhags- og verðbólguþáa“ 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.

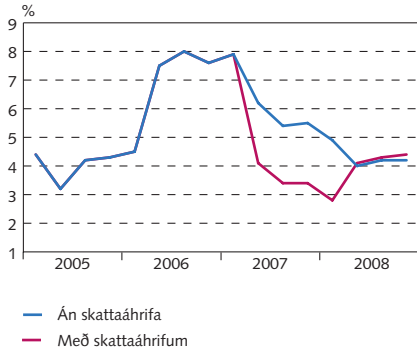
Mynd VIII-12  
Endurskoðuð verðbólguþá



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 hálfra 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.

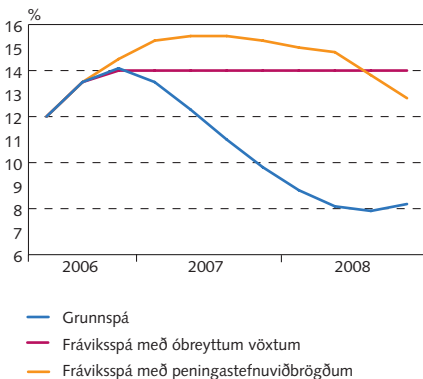
### Verðbólguhorfur tvö ár fram í tímann því betri sem peningalegt aðhald er meira

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.

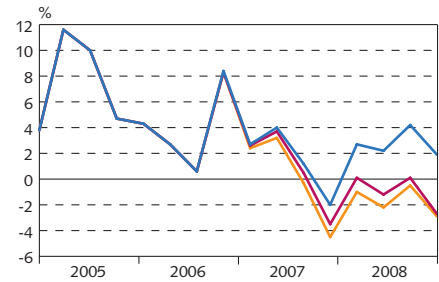
Strangara peningalegt aðhald í fráviksspám en í grunnspá  
styður enn frekar við gengi krónunnar sem er heldur sterkara en í  
grunnspánni. Hærra gengi, ásamt meiri slaka, kemur fram í batn-  
andi verðbólguhorfum þegar líður á spátímans. Verðbólguþröngun  
bankans næst tímabundið í fráviksspánum á fyrsta 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

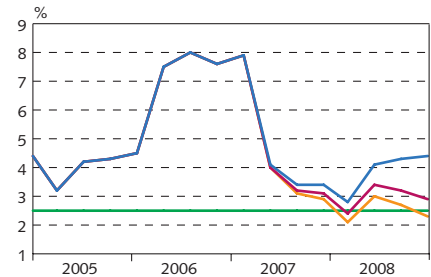
Mynd VIII-15  
Mismunandi hagvaxtarferlar



— Grunnspá  
— Fráviksspá með óbreyttum vöxtum  
— Fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-16  
Mismunandi verðbólguferlar



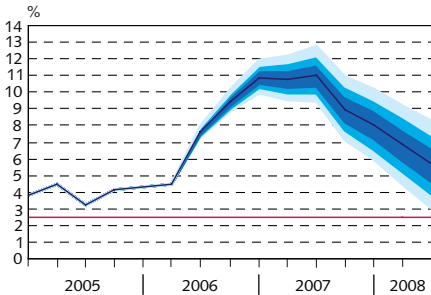
— Grunnspá  
— Fráviksspá með óbreyttum vöxtum  
— Fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum  
— Verðbólguþröngun

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-17

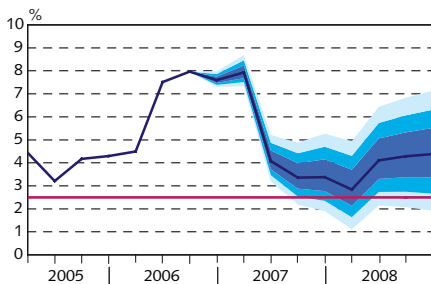
Síðasta verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá  
(í Peningamálum 2006/2)

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



Ný verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá

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



- Vísitala neysluverðs
- Verðbólguþámið
- 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 litáðar 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 hættu 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 hættu 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 hættu 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 þjóðarþáttum er enn til staðar má álykta að óvissa um verðbólguhorfur á spátímnum sé meiri en ella.

### Verðbólguþámið næst ekki á spátímnum 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% verðbólguþámið bankans náist á spátímnum. Líkur á að verðbólga verði á bilinu 1- 4% hafa hins vegar aukist verulega frá síðustu spá. Enn eru þó litlar líkur á að verðbólguþámið 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 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 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 júlispánni, 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.

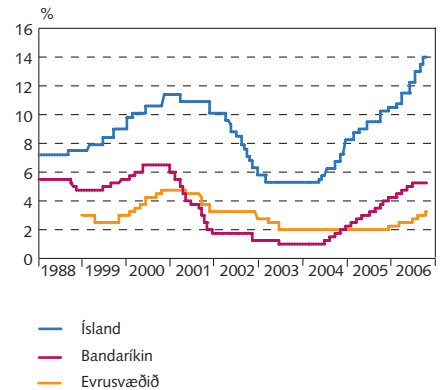
### Verðbólguhorfur mjög háðar gengisþróun

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

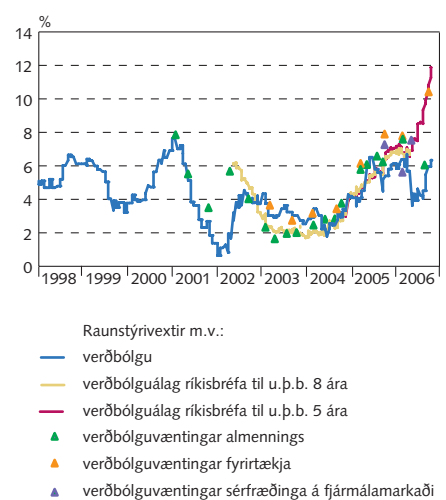


Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-2

#### Raunstýrivextir

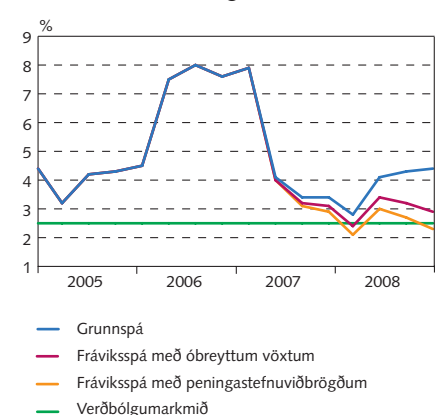
Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 31. október 2006



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.<sup>1</sup> 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 stóraukið peningalegt aðhald...

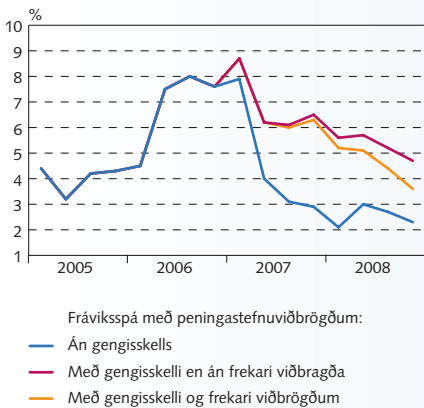
Ekki kemur á óvart að verðbólguþróunin verður afar óhagstæð ef gengið lækkar um 20% á fyrsta fjórðungi næsta árs. Í stað hraðrar verðbólguhjónunar yrði verðbólga enn um 7% á næsta ári sem er svipað og spáð er fyrir yfirstandandi ár. Ef peningastefnan bregst ekki sérstaklega við gengisskellnum verður hún enn tæp 5% við lok spátímabilsins og verðbólguþröngun Seðlabankans næst ekki fyrir 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. Verðbólguþröngun 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 aukin 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

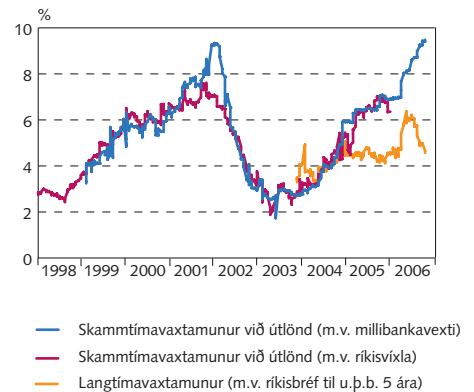
Þessi staða leiðir hugann að því hvert sé æskilegt vægi á milli skammtíma- og langtímasjónarmiða þegar metið er samræmi verðbólguþrýstingar og peningastefnu. Á megináherslan að vera á nýlega verðbólgu, ýmsar samtímasvísendingar um stöðu efnahagsmála, þjóðhags- og verðbólguþrýstingur til miðlungslangs tíma eða hagvísa 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 verðbólguþrýstingum, 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

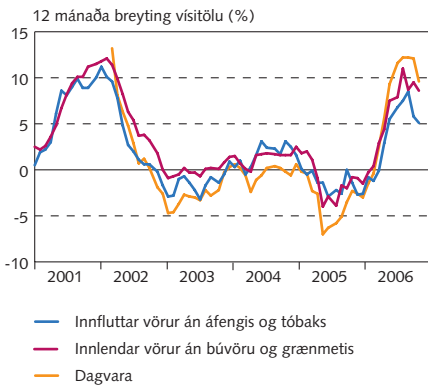
Mynd IX-4  
Vaxtamunur við útlönd

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 10. október 2006



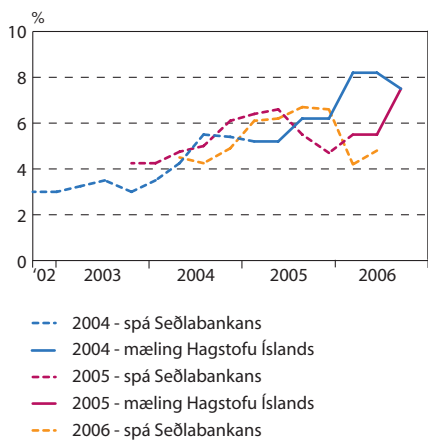
Heimild: Seðlabanki Íslands.

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 langtímvísbendingum um verðbólgu meiri gaum

Þjóðhagsspár Seðlabankans og verðbólguþáttur 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 samtímvísbendingum um framvindu efnahagslífsins, t.d. aðstæðum á vinnumarkaði, meiri gaum.<sup>1</sup> Óvissan getur einnig falið í sér rök fyrir því að beina aukinni athygli að ýmsum langtímvísbendingum 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 verðbólguvíkölönun 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.

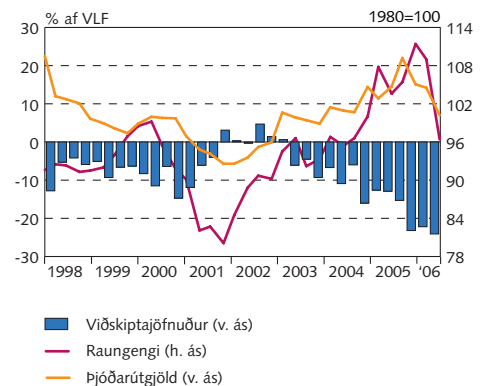
Með hliðsjón af ofangreindu má álykta að þrátt fyrir að formlega sé sjóndeildarhringur peningastefnunnar u.þ.b. tvö ár þurfi peningastefnan að horfa bæði skemmra og lengra fram á veginn. Háar verðbólguvæntingar, sögulega lítið atvinnuleysi, mikil hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og mikill viðskiptahalli 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.<sup>2</sup> 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

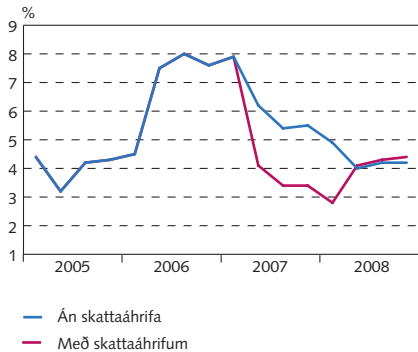


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

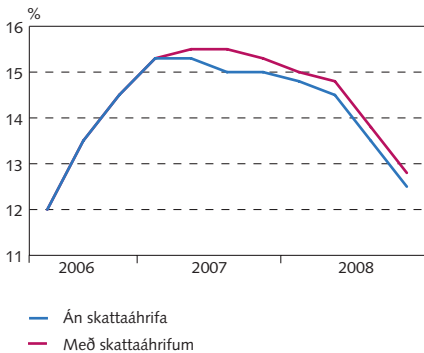
Verðbólguþá út frá grunndæmi með og án skattaáhrifa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-9

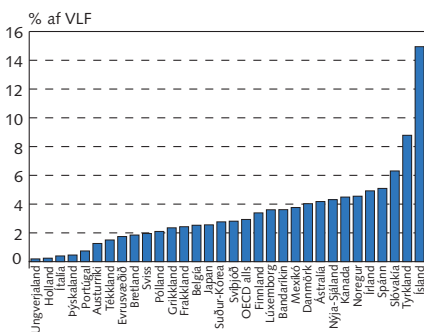
Stýrivextir út frá peningastefnureglu með og án skattaáhrifa



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.<sup>3</sup>

### 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

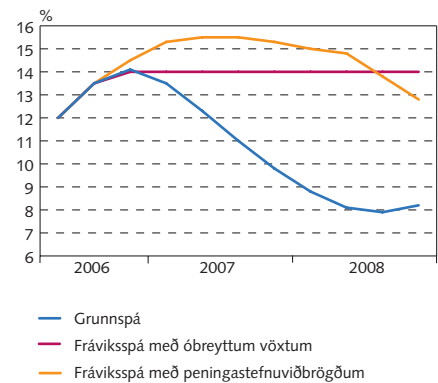
3. Sem dæmi má nefna Brasilíu, þar sem raunstýrivextir eru rúmlega 10%, og Tyrkland, þar sem raunstýrivextir eru um 7½%. Miðað við 14% stýrivexti Seðlabanka Íslands og rúmlega 7% verðbólgu eru raunstýrivextir hér á landi tæplega 7%. Við samanburð á stýrivöxtum milli landa og við aðra markaðsvexti þarf 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 tökum 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 sprottið 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 tilfelli 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).<sup>1</sup>

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.<sup>2</sup> QMM hefur á að skipa öllum helstu farvegum miðlunarferlis peningastefnu.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> 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 verðbólguþröðum og eftirspurn víkur frá framleiðslugetu.<sup>5</sup> 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

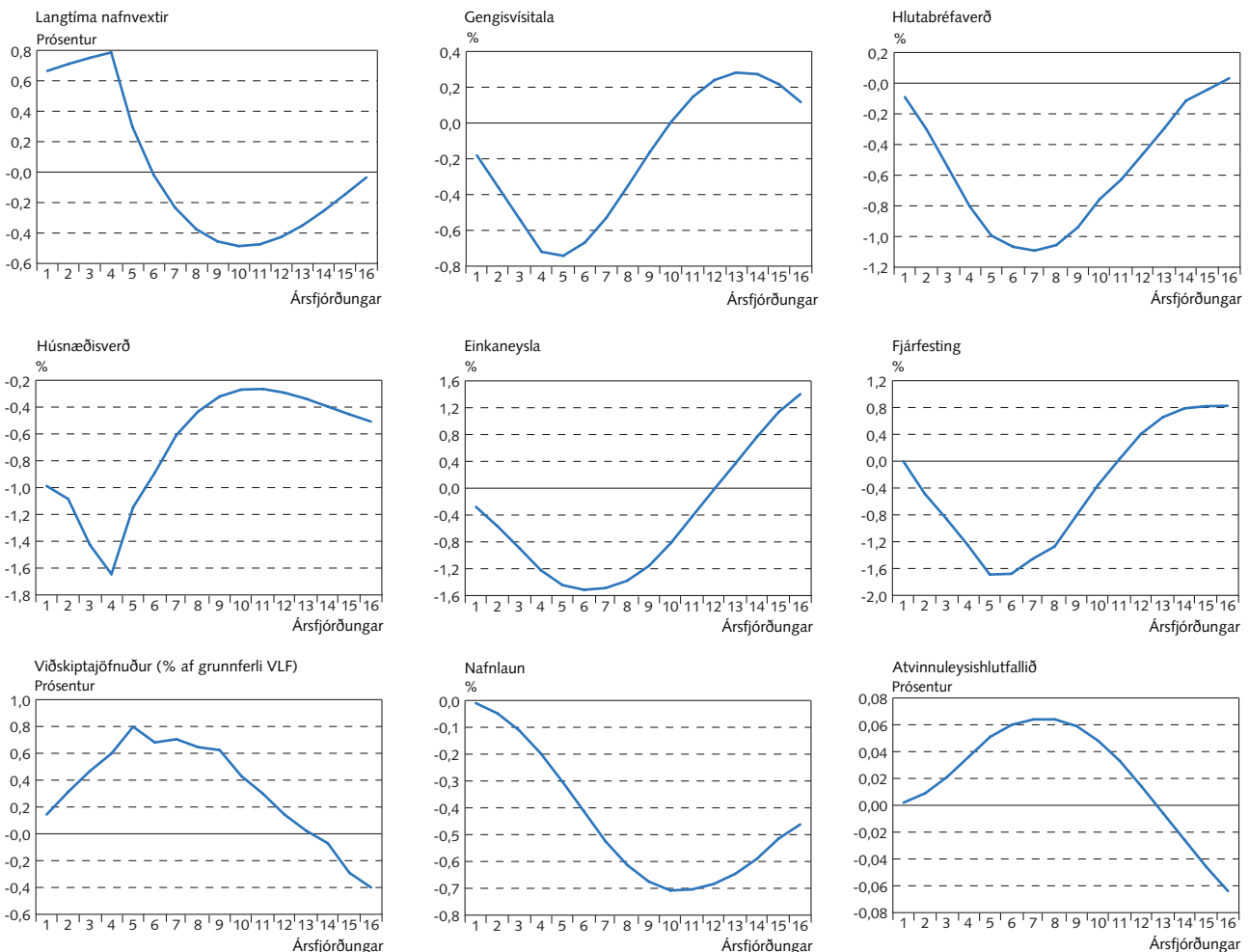
Til að bregða upp mynd af miðlunarferlinu í QMM má líta á niðurstöður hermunar á áhrifum ófyrirséðrar hækkunar stýrivaxta um 1 prósentu sem endist í eitt ár. Stýrivextir fylgja því peningastefnureglu en eru einni prósentu hærri í eitt ár en hún kveður á um.<sup>6</sup>

Áhrif stýrivaxta á markaðsvexti eru oft nefnd meginmiðlunarferli peningastefnunnar. Í QMM er ekki gerður greinarmunur á stýrivöxtum og vöxtum skammtímaverðbréfa á peningamarkaði.<sup>7</sup> 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

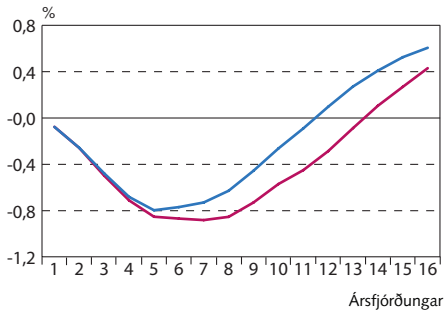
Áhrif stýrivaxtabreytinga á gengi gjaldmiðils eru mjög mikilvæg í miðlunarferli peningastefnu í litlu opnu hagkerfi eins og því íslenska. Í QMM stuðlar hækkun stýrivaxta um 1 prósentu að gengisstyrkingu krónunnar sem leiðir til skammvinnrar hækkunar raungengis þar sem innlent verðlag bregst seinna við. 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.

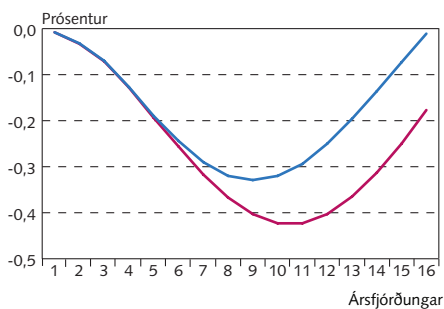
Mynd 2

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 verðbólguþám Seðlabanka Íslands

Seðlabankinn hefur birt verðbólguþám tvö ár fram í tímann í *Peningamálum* frá því að formlegt verðbólguþám mið var tekið upp í mars árið 2001. Seðlabankinn birtir nú verðbólguþám 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. Meginverðbólguþámin er aðeins ein af mörgum hugsanlegum útkomum. Líklegast er að verðbólgan verði nálægt meginverðbólguþáminni gangi forsendur spárinnar eftir en búast má við verulegum frávikum, sérstaklega ef lykilorð forsendur spárinnar breytast.

Liður í áhættumatinu er mat á líkindadreifingu verðbólguþámarinnar, þ.e.a.s. áætlaðar líkur á mismunandi útkomum á verðbólgu í framtíðinni. Þar er horft á undirliggjandi áhrifaþætti verðbólguþróunarinnar sem geta leitt til fráviks frá meginferli spárinnar. Sem dæmi um slíka óvissuþætti má nefna alþjóðlega efnahagsþróun, innlenda eftirspurn og þróun á fjármála- og gjaldeyrismörkuðum. Útreikningi á líkindadreifingu verðbólguþámarinnar er lýst nánar í viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1. Vegna þess að verðbólga og óvissa um verðbólguþróun hefur verið mikil undanfarið 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 verðbólguþám 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 verðbólguþám mið. 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 verðbólguþám allt að einu ári fram í tímann um árabíl. Tafla 1 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólguþám Seðlabankans allt að fjóra ársfjórðunga fram í tímann frá árinu 1994. Meðalskekkja (bjögun) sýnir meðalfrávik verðbólguþámarinnar 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 <sup>1</sup>	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

