

## Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum<sup>1</sup>

# Verðbólguhorfur lakari til tveggja ára

Horfur í þjóðarbúskapnum eru í stórum dráttum þær sömu og lýst var í Peningamálum 2005/1 í mars. Þjóðarbúskapurinn einkennist enn af miklu og vaxandi ójafnvægi sem birtist hvað skýrast í gríðarlegri hækkun íbúðaverðs, afar hröðum vexti útlána og vaxanda halla á utanríkisviðskiptum. Hagvísar sem birst hafa frá útgáfu Peningamála í mars benda ekki til að dregið hafi úr vexti eftirspurnar, nema síður sé. Hins vegar hefur dregið nokkuð úr verðbólgu undanfarna tvo mánuði. Verðbólguhjöðnunin á sér þó tíma-bundnar orsakir, t.d. gengishækkun krónunnar, breytta meðferð vaxtakostnaðar í húsnæðislið vísitölu neysliverðs og verðstríð lágvöruverðsverslana. Ekkert af þessu hefur áhrif á verðbólguhorfur til næstu tveggja ára. Þvert á móti hafa horfurnar heldur versnað, enda var gengi krónunnar á spádegi nokkru lægra en miðað var við í mars. Að auki ýtir meiri hækkun húsnæðisverðs en gert var ráð fyrir í mars undir einkaneyslu á næsta ári.

## I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar

### Forsendur nýrrar spár

Spáin sem hér birtist er uppfærsla á þjóðhags- og verðbólguþátt Seðlabankans sem birtist í mars. Í uppfærslu felst að einungis mikilvægustu forsendum er breytt í ljósi framvindunnar og nýjustu upplýsinga, en annars er byggt á sömu forsendum og í marsspá.<sup>2</sup>

Eins og endranær byggist spáin á því að stýrivextir og gengisvísitala krónunnar haldist óbreytt frá miðjum maí, þ.e.a.s. miðað er við að stýrivextir verði 9% og gengisvísitalan nálægt gildinu 116. Gengi krónunnar í uppfærðu spánni er því 6% lægra en í marsspánni. Verðbólguþáttur nær til annars ársfjórðungs 2007.

### Efnahagshorfur lítið breyttar frá síðustu spá

Efnahagshorfur til næstu tveggja ára hafa lítið breyst frá því í mars, enda tiltölulega skammur tími liðinn og lítið um nýjar upplýsingar sem gætu gefið tilefni til verulegs endurmats. Áfram eru horfur á miklum hagvexti á næstu tveimur árum með tilheyrandi spennu í þjóðarbúskapnum. Horfur eru á heldur meiri framleiðsluspennu en síðast var spáð. Því mun reyna verulega á þanþol hagkerfisins og hagstjórn ef tryggja á að jafnvægi náist á ný án harkalegrar aðlögunar efnahagslífsins.

Helstu breytingar frá því í mars sl. eru að stýrivextir Seðlabankans hafa hækkað lítillega, gengi krónunnar hefur lækkað og húsnæðisverð hækkað meira en þá var reiknað með. Hærra húsnæðisverð eykur hvata til íbúðafjárfestingar og hvort tveggja eykur verðmæti húsnæðis einstaklinga. Aukinn húsnæðisauður veldur heldur meiri vexti einkaneyslu á næsta ári en spáð var í mars, þrátt fyrir hærri stýrivexti. Veikara gengi krónunnar beinir þessari auknu eftirspurn að

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem lágu fyrir 27. maí 2005, en spár byggjast á upplýsingum til 17. maí.

2. Heildstæðar þjóðhags- og verðbólguþáttar eru birtar síðari hluta mars- og septembermánaða, en uppfærslur í júní og desember. Tímasetning heildstæðra spáa miðast við að fyrir liggji þjóðhagsreikningar um liðið ár í mars og hálf tveggja mánuða ári í september.

Tafla I-1 Uppfærð þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

	Forsendur um stýrivexti og gengi <sup>1</sup>					
	Núverandi spá			Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>2</sup>		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Stýrivextir Seðlabankans (%)	6,14	8,85	9,00	-	0,17	0,25
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla <sup>3</sup>	121,0	114,2	116,0	-	4,4	6,4

	Ný þjóðhagsspá					
	Magnbreyting frá fyrra ári (%)			Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>2</sup>		
	Núverandi spá					
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
<i>Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar</i>						
Einkaneysla	7,5	8,0	7,0	-	-	0,4
Samneysla	3,6	2,5	2,6	-	-	0,1
Fjármunamyndun	12,8	34,2	-8,0	-	0,7	-0,1
Atvinnuvegafjárfesting	12,9	52,8	-13,9	-	0,5	-0,9
Án stóriðju, skipa og flugvéla	6,7	1,7	-1,6	-	-1,0	1,2
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	3,0	21,9	9,9	-	2,4	0,3
Fjárfesting hins opinbera	27,3	-11,6	-4,7	-	-0,6	3,4
Þjóðarútgjöld	7,7	12,4	2,4	-	-0,1	0,2
Útflutningur vöru og þjónustu	8,3	4,0	7,6	-	-0,9	-1,8
Innflutningur vöru og þjónustu	14,3	18,5	-1,2	-	-1,1	-1,2
Verg landsframleiðsla	5,2	6,6	6,2	-	0,2	0,1
<i>Aðrar lykilstærðir</i>						
Viðskiptajöfnuður (% af vergri landsframleiðslu)	-8,1	-12,0	-10,1	-	0,2	-0,8
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu hagkerfisins)	1,1	3,3	4,4	-	0,2	0,3
Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %)	4,5	6,0	6,1	-	-	0,1
Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %)	3,1	2,5	2,5	-	-	0,1
Atvinnuleysi (% af mannafla)	3,1	2,1	1,9	-	-0,2	-0,2

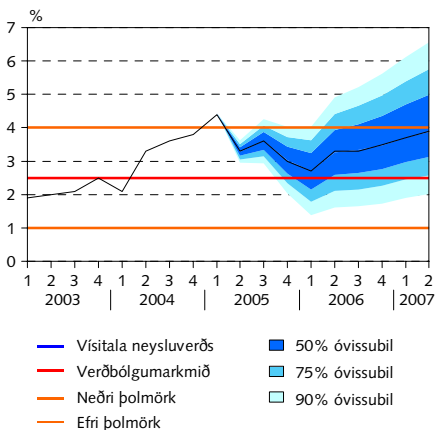
1. Ársmeðaltöl miðað við óbreytta vexti og gengi frá spádegi. 2. Breyting frá *Peningamálum* 2005/1. 3. Breyting frá síðustu spá er prósentubreyting gengisvísitölu.

verulegu leyti að innlendum framleiðslupáttum sem endurspeglast í heldur minni vexti innflutnings. Útflutningsspáin hefur jafnframt verið endurskoðuð til lækkunar, þrátt fyrir lægra raungengi, m.a. vegna nýrra upplýsinga um aflahorfur.

Mynd I-1

Verðbólguþáttur Seðlabankans

Spátímabil: 2. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Verðbólguhorfur hafa heldur versnað frá því í mars

Lægra gengi krónunnar og meiri framleiðsluspenna valda því að verðbólguhorfur næstu tveggja ára hafa heldur versnað frá spánni sem birtist í *Peningamálum* 2005/1. Ef litið er eitt ár fram í tímann eru horfurnar áþekkar og síðast. Gert er ráð fyrir að dragi nokkuð úr verðbólgu á næstu mánuðum og að hún verði komin nálægt verðbólguþáttum Seðlabankans á fyrri hluta næsta árs. Upp frá því eykst verðbólga á ný samkvæmt spánni. Verður hún 3,7% í ársbyrjun 2007 að óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar, en það er nokkru meiri verðbólga til tveggja ára en spáð var í mars, en þá var reiknað með rétt rúmlega 3% verðbólgu á þessu tímabili. Eins og í síðustu spám er óvissumat spárinnar samhverft til næsta árs en skekk upp á við litið til tveggja ára. Slagsiðan er þó heldur minni en í mars þar sem hluti gengislækkunarinnar sem reiknað var með í mati á spáóvissunni þá er þegar kominn fram og því hluti af meginspánni nú.

## Tafla 1-2 Uppfærð verðbólguþá Seðlabanka Íslands

Breyting vísitölu neysluverðs á milli tímabila

	Breyting frá fyrri ársfjórðungi	Ársfjórðungsbreyting á ársgrundvelli	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður
<i>Liðin verðbólga (%)</i>			
2004:1	0,3	1,3	2,1
2004:2	1,7	7,0	3,3
2004:3	0,5	1,9	3,6
2004:4	1,3	5,2	3,8
2005:1	0,9	3,7	4,4

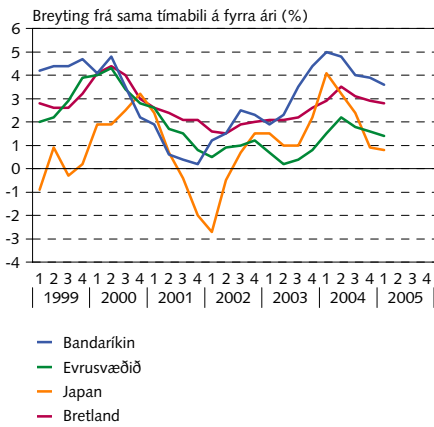
<i>Verðbólguþá (%)</i>			
2005:2	0,6	2,4	3,3
2005:3	0,8	3,1	3,6
2005:4	0,7	2,9	3,0
2006:1	0,6	2,4	2,7
2006:2	1,1	4,6	3,3
2006:3	0,8	3,4	3,3
2006:4	0,8	3,4	3,5
2007:1	0,8	3,3	3,7
2007:2	1,3	5,4	3,9

	Breyting milli ára	Breyting yfir árið
<i>Liðin verðbólga (%)</i>		
2003	2,1	2,4
2004	3,2	4,0
<i>Verðbólguþá (%)</i>		
2005	3,6	3,0
2006	3,2	3,6

Meginástæða verri verðbólguhorfa síðan í mars er lægra gengi krónunnar, sem ásamt öðrum þáttum stuðlar að meiri framleiðsluspennu en spáð var í mars. Líkur á að Seðlabankinn nái verðbólguþámiðinu á spátímabilinu hafa því minnkað að óbreyttum stýrivöxtum. Til þess að svo megi verða þarf að auka aðhald peningastefnunnar enn frekar.

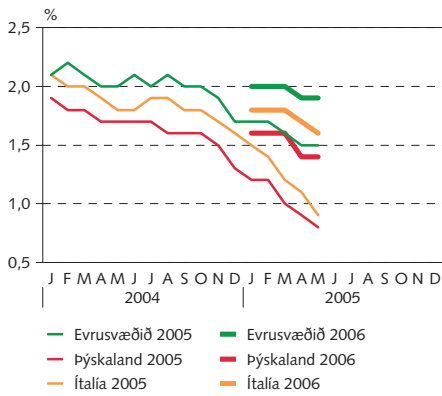
Mynd II-1

Hagvöxtur í Bandaríkjunum, Japan, Bretlandi og á evrusvæði 1. ársfj. 1999 - 1. ársfj. 2005



Mynd II-2

Hagvaxtarspár fyrir evrusvæðið, Þýskaland og Ítalíu<sup>1</sup>



1. Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í.  
Heimild: Consensus Forecasts.

## II Ytri skilyrði

Horfur um ytri skilyrði eru ívið lakari nú en í mars. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum hefur dvínað nokkuð og hagvaxtarhorfur versnað, verðlag útfluttra sjávarafurða hefur lækkað lítillega, en er þó töluvert hærra en á sama tíma fyrir ári, og aflahorfur eru aðeins lakari. Útflutningsspáin hefur því verið endurskoðuð aðeins niður á við, bæði í ár og á næsta ári.

### Hagvaxtarhorfur í þróuðum löndum heims heldur lakari en áfram mikill vöxtur í Kína

Hagvaxtarhorfur í helstu löndum heims hafa versnað á undanförunum mánuðum, sérstaklega á meginlandi Evrópu og í Japan. Hækkun olíuverðs hefur haft töluvert áhrif á hagvöxt á þessum svæðum. Hagvöxtur í Bandaríkjunum á fyrsta fjórðungi þessa árs var einnig minni en búist hafði verið við. Þótt horfur séu ekki eins bjartar og áður, eru líkur á ágætis hagvexti í heiminum í heild á þessu ári. Verðbólga er almennt lítil og vextir lágir. Kína og Bandaríkin halda áfram að leiða hagvöxtinn og flest nýmarkaðslönd fylgja fast á hæla þeim.

Spár um hagvöxt á evrusvæðinu árið 2005 hafa lækkað nokkuð undanfarna mánuði, einkum sökum minni hagvaxtar í Þýskalandi og á Ítalíu. Hægari vöxt má einkum rekja til hærra olíuverðs. Í lok síðasta árs benti framvirkt olíuverð til þess að verð myndi lækka á þessu ári, niður í u.þ.b. 40 dali fatið, en nú er gert ráð fyrir að meðalverð á þessu ári verði nálægt 50 dalir fatið.

Hagvöxtur í Bandaríkjunum hjaðnaði fyrr en búist var við og því hafa spár fyrir árið í heild lækkað. Á fyrsta fjórðungi þessa árs hægði á vexti bæði einkaneyslu og fjárfestingar fyrirtækja, en viðskiptahallinn hélt áfram að aukast. Innflutningur óx um 14,7% á fyrsta ársfjórðungi, en útflutningur um 7% (sjá nánari umfjöllun um viðskiptahalla Bandaríkjanna í rammagrein 1).

## Rammagrein 1

### Viðskiptahalli Bandaríkjanna

#### Viðskiptahalli Bandaríkjanna eykst, einkum gagnvart Kína...

Viðskiptahalli Bandaríkjanna hefur haldið áfram að aukast í ár. Eins og fjallað var um í *Peningamálum* 2005/1 eru ýmsar skýringar á vaxandi viðskiptahalla, meðal annars minnkandi sparnaður einkageirans og aukinn halli á rekstri ríkissjóðs. Vöruskiptahalli Bandaríkjanna, sem er meginhluti viðskiptahallans, hefur aukist við öll helstu viðskiptalöndin en mest við Kína. Frá miðjum tíunda áratugnum hefur hallinn á viðskiptum við Kína aukist úr nánast engu upp í tæplega 200 milljarða dala á ársgrundvelli á síðasta fjórðungi ársins 2004, eða sem nam tæplega 30% af heildarvöruskiptahalla Bandaríkjanna. Hallinn jókst sérstaklega hratt eftir að Kína hlaut aðild að Heimsviðskiptastofnuninni (WTO) árið 2002 og verulega dró úr viðskiptahindrununum. Innflutningur Bandaríkjanna á olíu og öðrum hrávörum og iðnaðarvörum hefur einnig aukist verulega.

#### ...en hefur verið auðveldlega fjármagnaður til þessa

Ólíkt því sem gerðist undir aldamótin, þegar vaxandi viðskiptahalli var að töluverðu leyti fjármagnaður með beinni fjárfestingu og kaupum erlendra aðila á hlutabréfum í bandarískum fyrirtækjum, hefur viðskiptahalli Bandaríkjanna að undanförunni verið að miklu

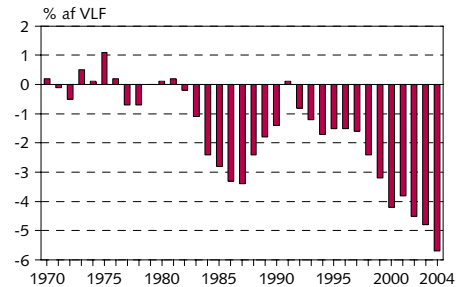
leyti fjármagnaður með kaupum erlendra aðila, meðal annars seðlabanka, á bandarískum skuldabréfum. Erlendir fjárfestar hafa aukið til muna stöðu sína í bandarískum eignum og eiga nú um 45% af útistandandi bandarískum ríkisskuldabréfum og yfir 10% af hlutafé bandarískra fyrirtækja. Það er rúmlega tvöfalt meira en fyrir áratug. Hingað til hefur gengið greiðlega að fjármagna viðskiptahallann. Seðlabankar í Asíu hafa verið stórir kaupendur bandarískra ríkisskuldabréfa. Að vissu leyti má segja að sparnaður Asíuríkja endurspeglar vilja þeirra til að byggja upp varasjóði eftir þann skell sem þau urðu fyrir árin 1996 til 1998. En einnig hafa seðlabankar Asíuríkja gripið inn í gjalddeyrismarkaði til þess að halda gengi gjaldmiðla sinna föstu gagnvart Bandaríkjadal. Ljóst er að þessi fjármögnun getur ekki haldið áfram endalaust en erfitt er að segja hvenær umskipti verða, hve hratt eða með hvaða hætti aðlögun á sér stað. Hugsanlegt er að hún verði meðal annars með frekari lækkun Bandaríkjadals en orðin er en aukinn hagvöxtur í Evrópu og hægari vöxtur í Bandaríkjunum gætu einnig stuðlað að betri jöfnuði.

### Lækkun Bandaríkjadals hefur haft lítil áhrif á viðskiptahallann til þessa

Lækkun Bandaríkjadals hefur til þessa haft lítil sem engin áhrif á viðskiptahallann. Þar með er ekki sagt að hún muni ekki draga úr honum til lengri tíma litið. Þekkt er að milliríkjaviðskipti bregðast við breytingum á gengi gjaldmiðla með töluverðri töf.<sup>1</sup> Með tímanum ætti þó að draga úr innflutningi og útflutningur að aukast af völdum lækkunar sem nú þegar hefur orðið á gengi Bandaríkjadals. Vegna þess að útflutningur er ekki nema 2/3 hlutar innflutnings mun það taka viðskiptahallann langan tíma að minnka verulega. OECD gerir ráð fyrir að viðskiptahalli Bandaríkjanna muni ná hámarki árið 2006.

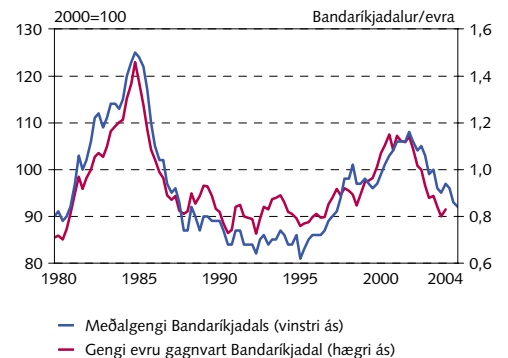
Verði hagvöxtur í Bandaríkjunum áfram meiri en í flestum helstu viðskiptalöndum þeirra aukast líkur á að gengi Bandaríkjadals þurfi að lækka enn frekar til þess að knýja fram sjálfbæran ytri jöfnuð. Ekki eru horfur á að aukinn hagvöxtur á meginlandi Evrópu muni leiða til minni viðskiptahalla í Bandaríkjunum í bráð því hagvaxtarspár fyrir evrusvæðið sýna minni hagvöxt en áður var búist við. Hins vegar kunna að vera meiri líkur á að dalurinn lækki gagnvart gjaldmiðlum í Asíu en Evrópu enda eru það seðlabankar í Asíu sem fjármagna hallann að miklu leyti og til þessa hefur gengi dalsins einkum lækkað gagnvart evru. Á móti kemur að vaxtamunur á milli Bandaríkjadals og evru hefur aukist, sem styrkir dalinn.

Mynd 1  
Viðskiptajöfnuður Bandaríkjanna 1970-2004



Heimild: EcoWin.

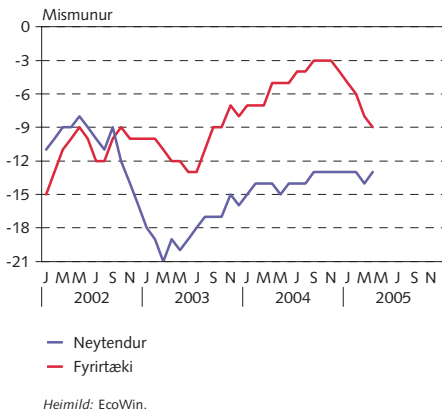
Mynd 2  
Gengi Bandaríkjadals 1980-2005



Heimildir: EcoWin, OECD.

1. Samkvæmt útreikningum OECD er hlutfallsleg verðteygni bandaríksk útflutnings 0,1 milli ársfjórðunga, 0,4 á einu ári og 0,6 til lengri tíma litið. Samkvæmt J-kúrfu-kenningunni gæti viðskiptahallinn jafnvel aukist í upphafi. Samkvæmt kenningunni veldur verðlækkun tafarlausrí lækkuð útflutningsverðlags og hækkun innflutningsverðlags en vegna þess að það tekur tíma að ganga frá nýjum pöntunum og gera viðskiptasamninga kemur aukið magn útflutnings og samdráttur innflutnings fram með töluverðri töf. Því getur vöru-skiptahallinn versnað áður en hann tekur að batna. Í Bandaríkjunum hefur þó verið mikil tregða í aðlögun innflutningsverðlags þar sem framleiðendur hafa haft tilhneigingu til að halda verði stöðugu í Bandaríkjadöllum til þess að verja markaðshlutdeild sína.

Mynd II-3  
Væntingavísitölur á evrusvæði  
janúar 2002 - apríl 2005



Hagvöxtur í Kína hefur hins vegar haldið áfram af fullum krafti og nam 9,5% á fyrsta fjórðungi ársins. Þótt búist sé við að nokkuð dragi úr hagvexti þegar líður á árið er gert ráð fyrir að hann verði mikill á árinu í heild.

### Hagvaxtarhorfur helstu ríkja Evrópu áfram slakar

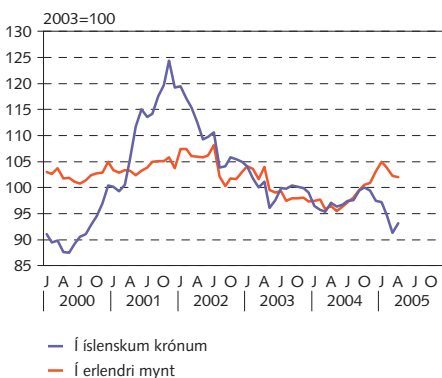
Ekki eru horfur á að hagvöxtur í Evrópu glæðist í bráð og má ætla að hátt olíuverð hafi seinkað efnahagsbatanum enn frekar. Eins og áður hefur verið nefnt hafa hagvaxtarspár verið lækkaðar undanfarið, einkum spár fyrir Þýskaland og Ítalíu. Hagvöxtur í Þýskalandi á fyrsta fjórðungi í ár var reyndar mun meiri en búist var við, eða 1%. Vegna þess að vöxturinn var að mestu drifinn af auknum útflutningi, en innlend eftirspurn dróst saman, eru hagvaxtarhorfur á þessu ári þó ekki taldar hafa batnað til muna. Útflutningur kann að vera viðkvæmur fyrir áframhaldandi styrkleika evrunnar og sveiflum í heimsverslun. Væntingar um hagvöxt á Ítalíu hafa einnig minnkað verulega. Á fyrsta fjórðungi þessa árs dróst framleiðsla saman frá fyrra ári annan ársfjórðunginn í röð og telst því tæknilega hafa verið um samdráttarskeið að ræða. Horfur um hagvöxt á árinu í heild eru mjög slakar og eru ástæðurnar svipaðar og í Þýskalandi. Einkum eru horfur ítalsks iðnaðar daprar, en samkvæmt nýjustu tölum hefur hann átt erfitt með að fóta sig í aukinni samkeppni á heimsmarkaði og hefur hlutfall ítalsks útflutnings í heimsútflutningi farið minnkandi.

Viðhorfस्कannanir sýna að væntingar þjónustu- og iðnfyrirtækja á evrusvæðinu um framtíðina hafa haldið áfram að dvína, en væntingar neytenda hafa lítið breyst það sem af er ári. Vöxtur þjónustu-geira hefur verið meiri en á flestum öðrum sviðum, en nýjustu tölur benda til þess að dregið hafi úr vexti í þessum geira, einkum á Ítalíu og í Þýskalandi. Vöxtur einkaneyslu á evrusvæðinu er lítill þótt hann hafi heldur glæðst. Hækkun olíuverðs og hátt gengi evru draga úr hagnaði fyrirtækja. Því er ólíklegt að þau auki fjárfestingu og mannaráðningar á næstunni. Á meðan atvinnuhorfur eru jafn tvísýnar og nú má gera ráð fyrir að neytendur haldi að sér höndum.

### Slakur hagvöxtur í Evrópu hefur ekki haft umtalsverð áhrif á verðlag sjávarafurða

Efnahagslægðin á meginlandi Evrópu virðist hvorki hafa haft umtalsverð áhrif á eftirspurn né verðlag íslenskra sjávarafurða. Markaðshorfur flestra sjávarafurða eru allgóðar um þessar mundir. Þó hefur nokkurrar sölutregðu gætt á ferskfiskmarkaði undanfarna mánuði, líklega vegna tímabundinna áhrifa aukins framboðs frá Noregi og Færeyjum. Á fyrstu fjórum mánuðum þessa árs var verð sjávarafurða í heild um 7% hærra í erlendri mynt en á sama tíma árið 2004. Mest hækkaði verð sjófrysta afurða, eða um 18%, en verð landfrystra afurða hækkaði um tæp 4% og saltfisks aðeins um tæplega 2%. Markaðsaðilar telja almennt að verð helstu tegunda botnfiskafurða, frystra, saltaðra og ferskra, muni halda áfram að hækka á þessu ári, enda eftirspurn vaxandi og samkeppnisstaða íslenskra afurða sterk. Lítils háttar verðlækkun botnfiskafurða í mars sl. má rekja til árstíðarbundinnar verðlækkunar á saltfiski. Markaður í austanverðri Evrópu fyrir frystar afurðir er í vexti og verðlagshorfur eru taldar góðar að því er áhrærir mjöl- og lýsisverð.

Mynd II-4  
Ætlað verðlag sjávarafurða<sup>1</sup>  
janúar 2000 - apríl 2005



### Þorsstofninn minni en áður var talið en ástand annarra stofna virðist gott

Nýafstaðið togararall Hafrannsóknarstofnunar gefur til kynna að þorskárgangurinn árið 2003 hafi verið nokkru lakari en meðalár-gangur og árgangurinn árið 2004 til muna lakari. Þannig var stofn-vísitala þorsks 16% lægri en þegar mælt var á síðasta ári.

Endanlegar tillögur Hafrannsóknarstofnunar um leyfilegan heild-arafla botnfisktegunda á næsta fiskveiðiári liggja þó ekki enn fyrir. Niðurstöðurnar kunna að benda til þess að aflahámark þorsks verði minnkað á næstu fiskveiðiárum, þótt ekki sé víst að það verði á kom-andi fiskveiðiári, sem hefst 1. september næstkomandi. Á móti vegur að ástand ýsu- og ufsastofnsins er með besta móti og er því líklegt að hámarksafli þessara tegunda verði aukinn á komandi fiskveiðiári. Líklegt er að aflahámark annarra mikilvægra tegunda verði lítt breytt á milli fiskveiðiára, nema hvað nokkur óvissa er um aflahámark grálúðu.

### Minni vöxtur aflaverðmætis en gert var ráð fyrir í mars

Afli fyrstu fjögurra mánaða þessa árs var umtalsvert meiri en á sama tíma í fyrra og ætla má að heildarbotnfiskaflinn verði nokkru meiri á þessu ári en í fyrra. Hins vegar er erfiðara að segja til um væntanlegan ársafla uppsjávarfiska því að jafnan er mikil óvissa um heildarlöðnu-afla ársins þar sem sumar- og haustveiði hefur verið afar sveiflukennnd undanfarnin ár. Þó er líklegt að afli uppsjávarfiska í heild á þessu ári muni aukast nokkuð frá seinasta ári, þar sem löðnuafllinn fyrstu fjóra mánuði ársins er orðinn meiri en allt árið í fyrra. Einnig verður síldar-aflinn að öllum líkindum nokkru meiri þar sem hámarksafli af norsk-íslensku síldinni var aukinn nú nýverið, en á móti kemur að kolmunna-aflinn mun væntanlega dragast lítilliga saman.

Á heildina litið má þó búast við að heildaraflinn í ár verði nokkru meiri en á síðasta ári og aukist einnig á næsta ári. Í spánni er þó gert ráð fyrir heldur minni vexti en í marsspánni, sem stafar af heldur lakara ástandi fiskstofna en þá var reiknað með.

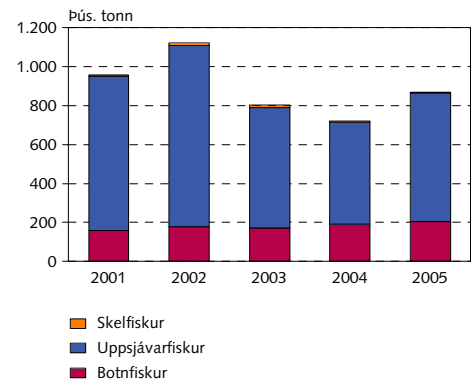
Horfur um verð sjávarafurða á þessu ári eru óbreyttar frá mars-spánni. Hins vegar er gert ráð fyrir heldur meiri verðhækkun á næsta ári. Það nær þó ekki að vega upp minni vöxt afls. Aflaverðmæti og útflutningsframleiðsla sjávarafurða eykst því heldur hægar á spátíma-bilinu en reiknað var með í mars.

### Raungengi náði sautján ára hámarki á fyrsta fjórðungi ársins en hefur lækkað á öðrum fjórðungi

Gengi krónunnar lækkaði nokkuð frá því að það náði hámarki hinn 21. mars síðastliðinn og gekk gengishækkunin fyrstu þrjá mánuði ársins til baka. Í spá Seðlabankans að þessu sinni er gert ráð fyrir óbreyttu gengi frá 17. maí, en það felur í sér að í ár verði meðalgengi krónu um 5,7% hærra en í fyrra.

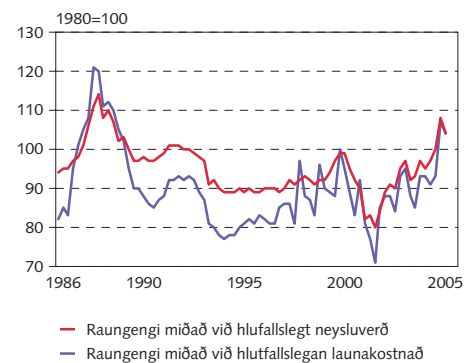
Raungengi náði hámarki á fyrsta fjórðungi þessa árs, og hafði þá ekki verið jafn hátt í sautján ár, en hefur lækkað það sem af er öðrum ársfjórðungi, bæði vegna lægra nafngengis og minni verðbólgu. Þar sem horfur eru á að innlend verðbólga og hækkun launakostnaðar á einingu verði meiri en í viðskiptalöndunum mun raungengi hækka meira á milli ára en nafngengið. Að gefnu óbreyttu nafngengi frá 17.

Mynd II-5  
Aflamagn í janúar-apríl 2001-2005



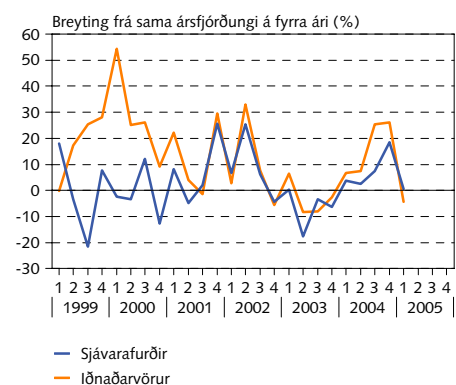
Heimild: Fiskistofa Íslands.

Mynd II-6  
Raungengi krónunnar  
1. ársfj. 1986 - 2. ársfj. 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

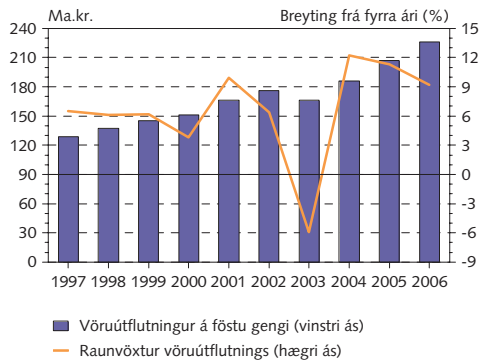
Mynd II-7  
Vöxtur vöruútflutnings 1999-2005<sup>1</sup>



1. Á föstu gengi m.v. vöruútflutningsvog.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8

Raunvöxtur vöruútflutnings 1997-2006<sup>1</sup>



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

maí mun raungengi, skilgreint sem hlutfallslegt neysluverðlag, hækka að meðaltali um u.þ.b. 8% á þessu ári, en verða nánast óbreytt á því næsta. Miðað við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu verður hækkinin heldur meiri, eða um 10% á þessu ári og 2% á því næsta.

### Horfur á nokkrum vexti útflutnings í ár þrátt fyrir samdrátt vöruútflutnings á fyrsta fjórðungi ársins

Reiknað er með að útflutningur vaxi heldur minna í ár og á næsta ári en gert var ráð fyrir í mars. Það má rekja til þess að útflutningur sjávarafurða eykst minna bæði árin en reiknað var með í marsspánni og að á næsta ári er spáð heldur minni vexti þjónustuútflutnings og annars útflutnings en áls. Í heild er áætlað að útflutningur vöru og þjónustu aukist um 4% á þessu ári og um 7½% á næsta ári.

Horfur eru á að vöruútflutningur á þessu ári muni aukast nokkuð, þótt hann hafi einungis vaxið um 2% á fyrstu fjórum mánuðum ársins. Útflutningur sjávarafurða jókst einungis um 0,5% og iðnaðarvöru um 1,5%. Útflutningur lyfja og lækningatækja dróst saman á fyrstu fjórum mánuðum ársins, en útflutningur bæði áls og kísiljárns jókst. Samdráttur lyfjaútflutnings á fyrstu fjórum mánuðum þessa árs er þó væntanlega tímabundinn og gert er ráð fyrir að lyfjaútflutningur muni aukast nokkuð í ár. Óveruleg aukning í útflutningi sjávarafurða verður ekki skýrð með minni afla eða minna aflaverðmæti, þar sem bæði magn og verðmæti aflans var meira í ár en á sama tíma fyrir ári. Líklegt er að breytingar birgðastöðu eða t.d. tímasetningar sölu og afskipana skýri samdráttinn og hann sé því tímabundinn.

Tafla II-1 Helstu forsendur um þróun ytri skilyrða

	Núverandi spá <sup>1</sup>			Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>2</sup>		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	8,1	3,0	2,0	-	-1,0	-2,5
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	-0,9	6,0	3,0	-	0,0	1,0
Verð áls í erlendri mynt	9,6	2,9	-3,4	-	-1,3	4,8
Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt	-3,5	7,7	0,6	-	-2,0	0,3
Verð innfluttrar neysluvöru í erlendri mynt	2,5	2,5	2,3	-	0,2	0,1
þar af eldsneytisverð í erlendri mynt	35,9	27,9	9,7	-	-6,1	12,9
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-2,6	3,4	-2,1	-	1,5	-1,1
Erlendir skammtíma vextir	2,3	2,6	3,0	-	0,0	0,0

1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá Peningamálum 2005/1.

Heimild: Seðlabanki Íslands.



### III Fjármálaleg skilyrði

#### Erlendir langtímavextir hafa lækkað frá marsmánuði

Eftir að hafa orðið aðhaldssamari á tímabilinu frá nóvember til mars, eins og greint var frá í *Peningamálum* 2005/1, hafa fjármálaleg skilyrði á heildina lítið lítið breyst. Aðhald erlendra fjármálalegra skilyrða hefur minnkað og gengi krónunnar lækkað, en innlendir skammtímavextir á hinn bóginn hækkað lítillega.

Eins og fram hefur komið er efnahagsbatinn í Evrópu enn hægur og almennt ekki búist við hröðum bata á næstunni. Hagnaður fyrirtækja hefur aukist en ekki fjárfesting í sama mæli. Þessar aðstæður, góðar verðbólguhorfur og lágir stýrivextir Seðlabanka Evrópu hafa stuðlað að lágum vöxtum skuldabréfa á evrusvæðinu og ekki virðist útlit fyrir umtalsverða breytingu á þessu ári. Reyndar voru vextir tíu ára þýskra ríkisskuldabréfa í sögulegu lágmarki um miðjan maí. Langtímavextir í Bandaríkjunum hafa einnig lækkað lítillega, þrátt fyrir hækkingu skammtímavaxta og mikinn halla á opinberum fjármálum og viðskiptum við útlönd. Áhættuálag á vexti fyrirtækja og nýmarkaðsríkja, sem mjög hefur lækkað undanfarin ár, hefur hins vegar hækkað nokkuð, en er þó áfram tiltölulega lágt í sögulegu samhengi.

#### Innlendir raunstýrivextir hafa þokast upp

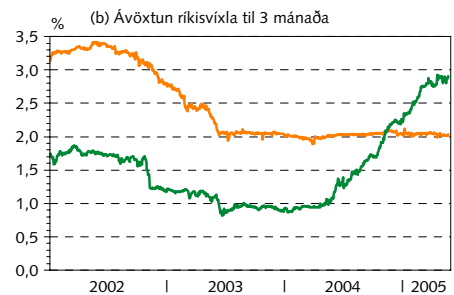
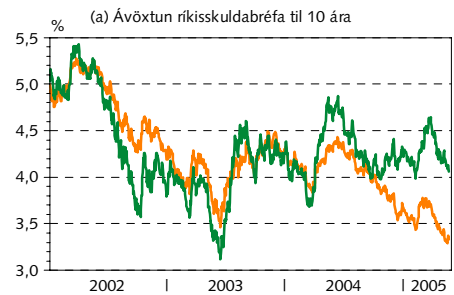
Seðlabankinn hækkaði vexti um 0,25 prósentur í mars og eru stýrivextir bankans nú 9%. Þar sem fyrirfram var búist við jafnmikilli eða meiri vaxtahækkun höfðu vextir á peningamarkaði aðlagast þessari hækkingu áður en hún var tilkynnt og hafa þeir lítið breyst síðan. Mat á raunstýrivöxtum Seðlabankans hefur verið örðugleikum háð vegna þess að verðtrygðri skuldabréfaflokkurinn sem notaður hefur verið til viðmiðunar var á gjalddaga í apríl. Engar nýjar upplýsingar liggja fyrir um verðbólguvæntingar fyrirtækja og einstaklinga frá því í mars, en miðað við væntingar heimila sem komu fram í könnun í febrúar eru væntir raunvextir um 5%, en ívið hærrí ef miðað er við verðbólguvæntingar fyrirtækja. Í ljósi þess að verðbólguvæntingar einstaklinga hafa tilhneigingu til að elta fyrri tíma verðbólgu og að verðbólgan hefur hjaðnað nokkuð frá því í mars er líklegt að miðað við verðbólguvæntingar þeirra hafi raunstýrivextir hækkað nokkuð umfram vaxtahækkun Seðlabankans í mars. Ef miðað er við verðbólgu sl. tólf mánuði hafa raunstýrivextir hækkað umtalsvert undanfarna mánuði og hafa verið yfir 6% undanfarna vikur. Mynd III-3 sýnir raunstýrivexti Seðlabankans miðað við ýmsa mælikvarða. Á heildina lítið má álykta að raunstýrivextir Seðlabankans hafi þokast nokkuð upp á við frá marsmánuði.

#### Ávöxtun ríkisbréfa með u.þ.b. tveggja ára líftíma hefur hækkað en hún hefur lækkað á bréfum með lengri líftíma

Miðlun breytinga á stýrivöxtum um óverðtrygðða vaxtarófið kemur fyrst og fremst fram í töluverðri hækkingu vaxta á ríkisbréfum með u.þ.b. tveggja ára líftíma. Frá því í mars hafa vextir þeirra þó lítið breyst og voru orðnir nálægt 9% nokkru áður en vextir Seðlabankans voru hækkaðir í mars. Ávöxtun ríkisbréfa með fimm til átta ára líftíma hefur heldur lækkað frá því fyrir vaxtabreytinguna. Sem fyrr virðist

Mynd III-1

Erlend vaxtaþróun  
2. janúar 2002 - 23. maí 2005  
(daglegar tölur)



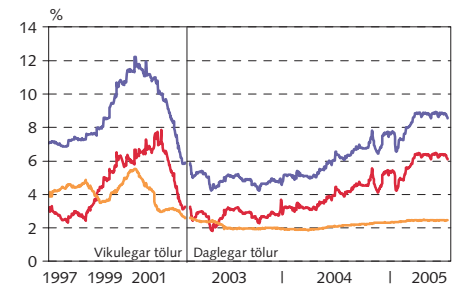
— Bandaríkin  
— Evrusvæði

Heimildir: EcoWin, Eurostat.

Mynd III-2

Innlendir og erlendis skammtímavextir

Vikulegar tölur janúar 1997 - janúar 2003,  
daglegar tölur 3. febrúar 2003 - 23. maí 2005

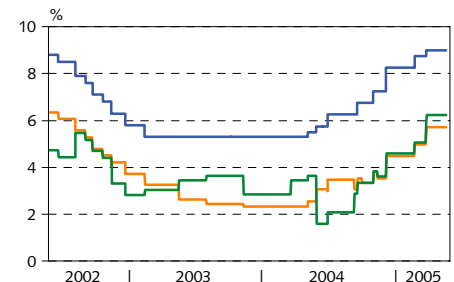


— Vextir þriggja mánaða ríkisvixla erlendis (viðskiptavegnir)  
— Vextir þriggja mánaða ríkisvixla, Ísland  
— Vaxtamunur

Mynd III-3

Raunstýrivextir Seðlabankans

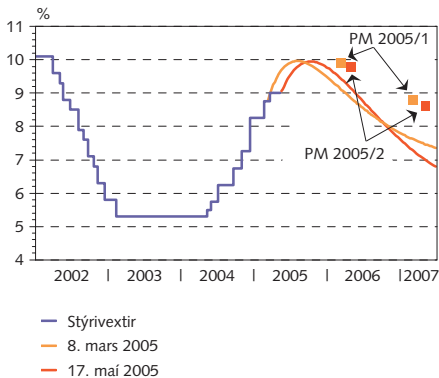
Daglegar tölur 22. maí 2002 - 20. maí 2005



— Stýrivextir Seðlabankans  
— Raunstýrivextir miðað við verðbólguþá 1 ár fram í tímann  
— Raunstýrivextir miðað við verðbólguþá 2 ár fram í tímann

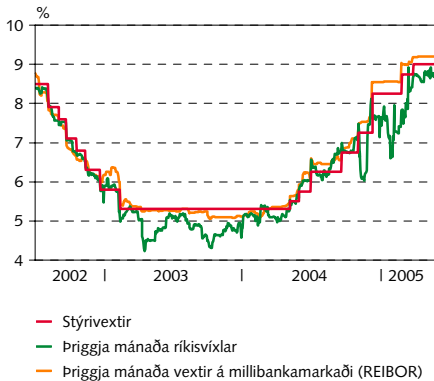
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4  
Stýrivextir Seðlabankans 2002-2007



Gular og rauðar línur sýna framvirka vexti. Kassar sýna vaxtaspár samkvæmt könnunum meðal greiningaraðila fyrir útgáfu Peningamála (PM) 2005/1 og 2005/2.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

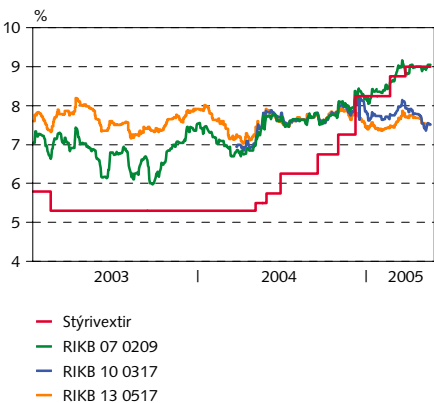
Mynd III-5  
Stýrivextir og aðrir skammtímamarkaðsvextir  
Daglegar tölur 1. júlí 2002 - 23. maí 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6  
Stýrivextir Seðlabankans  
og ávöxtunarkrafa ríkisbréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 23. maí 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

miðlun stýrivaxtabreytinga um óverðtryggða vaxtarófið benda til þess að markaðsaðilar vænti þess að vextir Seðlabankans nái hámarki fljótlega og lækki svo tiltölulega fljótt á ný.

Vextir óverðtryggðra útlána bankanna hafa hækkað nokkurn veginn í takt við stýrivexti Seðlabankans. Verðtryggðir útlánsvextir hafa hins vegar haldist óbreyttir í stórum dráttum undanfarna mánuði í takt við vaxtaþróun á íbúðalánamarkaði. Þó eru vísendingar um að meðalalag á kjörvexti bankanna hafi lækkað nokkuð.

### Markaðsaðilar vænta áframhaldandi hækkunar stýrivaxta

Hækkun stýrivaxta Seðlabankans 22. mars sl. virðist nokkuð í samræmi við væntingar markaðsaðila, svo sem lesa má út úr vaxtaferli óverðtryggðra markaðsvaxta. Að sama skapi virðist markaðurinn vænta um 0,25 prósentu hækkunar vaxta við útgáfu þessa heftis *Peningamála*.

Eins og í mars sl. gefa framvirkir vextir til kynna að stýrivextir bankans nái hámarki á seinni hluta þessa árs þegar þeir verða um 10%, þótt nú sé búist við að hámarkið náist heldur seinna en síðast var gert ráð fyrir. Eins og í mars bera framvirkir vextir með sér væntingar um að stýrivextir taki að lækka nokkuð hratt þegar kemur fram á næsta ár og að þeir verði komnir í tæplega 7% eftir tvö ár, sem eru heldur lægri vextir en vænst var í mars.

Eins og áður gera greiningaraðilar hins vegar ráð fyrir að stýrivextir haldist háir lengur en lesa má út úr framvirkum vöxtum og að þeir lækki nokkru hægar (sjá nánar í rammagrein 4). Ef vaxtarófið felur í sér raunhæfa vísbendingu um væntingar markaðsaðila má draga þá ályktun að heldur meiri bjartsýni gæti meðal þeirra um það hvenær Seðlabankinn tekur að lækka vexti á ný en hjá greiningardeildum.

### Enn bættir í útlánavöxtinn

Undanfarna mánuði hefur enn bætt í mikinn útlánavöxt innlánsstofnana. Ef horft er fram hjá áhrifum hærra gengis og vísitölubindingar höfðu innlend útlán innlánsstofnana í apríllök aukist um rúmlega 47% á tólf mánuðum. Á móti hefur dregið úr útlánum íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða. Í lok mars höfðu útlán þessara lánastofnana aukist um tæplega 21% á einu ári. Þessi mikli vöxtur endurspeglar tiltölulega hagstæð fjármálaleg skilyrði og afnám takmarkana á útlán til einstaklinga. Í apríllök höfðu bankar og sparissjóðir veitt fasteignaveðlán til einstaklinga að andvirði u.þ.b. 200 ma.kr. frá því að bankarnir hófu sókn sína inn á húsnæðisveðlánamarkaðinn í ágúst í fyrra. Að undanskildum mánuðinum október til desember, þegar veitt lán í hverjum mánuði námu meira en 30 ma.kr., hafa mánaðarlegar lánveitingar verið nokkuð stöðugar, eða nálægt 20 ma.kr. Útlán lífeyrissjóða til sjóðfélaga virðast hafa tekið við sér á fyrsta fjórðungi ársins eftir verulegan samdrátt síðastliðið haust í kjölfar innkomu bankanna á fasteignaveðlánamarkaðinn.

Mikill vöxtur er enn í gengisbundinni verðbréfaútgáfu og erlendri lántöku innlánsstofnana. Í mars nam tólf mánaða aukning gengisbundinnar verðbréfaútgáfu og erlendra lána innlánsstofnana rúmlega 64% en í mars í fyrra var tólf mánaða vöxturinn rúmlega 69%.

Ársvöxtur peningamagns og sparifjár hefur undanfarna mánuði verið nálægt 15%. Þetta er heldur minni vöxtur en þegar hann var mestur árið 2003, en þó augljóslega meiri en til lengdar fær samrýmst stöðugu verðlagi.

Gengi krónunnar hefur lækkað nokkuð frá því að spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 2005/1 var gerð, eða um 6% miðað við dagsetningar spánna. Lækkun gengis krónunnar er e.t.v. veigamesta breytingin sem orðið hefur á fjármálalegum skilyrðum frá því í mars og felur í sér nokkra slökun. Aukinnar óvissu kann hins vegar að gæta um gengisþróun. Gæti það dregið úr eftirspurn eftir erlendu lánsfé, þrátt fyrir að gengið sé nú lægra en áður.

### Fjármálaleg skilyrði heimila hafa lítið breyst þrátt fyrir hærri skammtíavexti

Fjármálaleg skilyrði heimila ráðast einkum af þróun verðtryggðra útlánsvaxta, einkum húsnæðisveðlána sem þau hafa tekið í ríkum mæli að undanförmu. Þessir vextir hafa haldist lítt breyttir frá því á haustmánuðum. Tiltölulega litlar breytingar hafa orðið á vöxtum lána í erlendum gjaldmiðlum sem einstaklingum standa til boða en vextir yfirdráttarlána hafa hækkað í takt við stýrivexti Seðlabankans. Heimilin hafa haldið áfram að endurfjármagna skuldir sínar með því að taka húsnæðisveðlán til að greiða upp eldri og óhagkvæmari lán og má ætla að hagræði einstaklinga af endurfjármögnun eldri lána vegi enn sem komið er þyngra en aukin greiðslubyrði sakir hærri vaxta á yfirdráttarlánum. Hingað til virðast einstaklingar þó ekki hafa notað þessi lán í ríkum mæli til þess að greiða niður yfirdráttarskuldir.<sup>3</sup>

### Lægra gengi bætir fjármálaleg skilyrði sumra fyrirtækja

Lækkun á gengi krónunnar frá mars hefur mun meiri áhrif á fjármálaleg skilyrði fyrirtækja en heimila, en eins og fjallað var um í *Peningamálum* 2005/1 geta þessi áhrif verið nokkuð mismunandi eftir starfsemi þeirra. Á heildina lítið ætti lægra gengi að fela í sér minna aðhald fjármálalegra skilyrða, þ.e.a.s. auka hagnað fyrirtækja og gera lán í erlendum gjaldmiðli hagkvæmari vegna þess að þar með verður vænt breyting á genginu frá núverandi stöðu þess minni en ella. Á hinn bóginn eykur gengislækkunin greiðslubyrði af eldri gengisbundnum lánum, sem á undanförmum árum hafa verið ríflega helmingur af útistandandi skuldum fyrirtækja. Sé meginhluti tekna fyrirtækis ekki einnig í erlendum gjaldmiðli kann þetta að fela í sér nokkurt aðhald. Auk gengislækkunar krónunnar felur hátt gengi hlutabréfa í sér hagstæð fjármálaleg skilyrði skráðra fyrirtækja.

Á móti vegur að skammtíavextir hafa hækkað, þótt ekki hafi orðið mikil breyting þar á frá því í mars. Á heildina lítið eru því fjármálaleg skilyrði fyrirtækja líklega svipuð og í mars og e.t.v. ívið betri.

Mynd III-7  
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra langtímaskuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 23. maí 2005



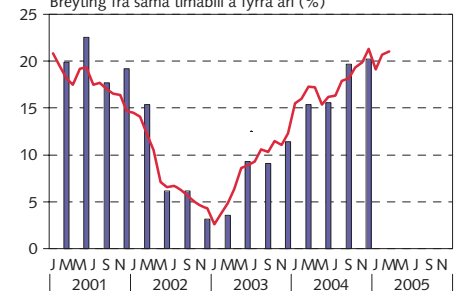
— Íbúðabréf (HFF 150434)  
— Spariskírteini (RIKS 151001)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8  
Vöxtur útlána janúar 2001 - mars 2005

Útlán lánakerfis í lok hvers ársfjórðungs, útlán innlánsstofnana, íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar

Breyting frá sama tímabili á fyrra ári (%)

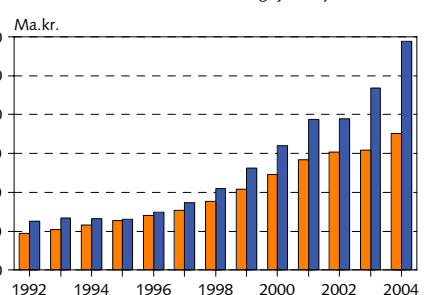


■ Lánakerfið  
— Innlánsstofnanir, íbúðalánasjóður og lífeyrissjóðir

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9  
Útlán til heimila og fyrirtækja 1992-2004

Staða útlána lánakerfis til heimila og fyrirtækja í lok árs<sup>1</sup>



■ Útlán til heimila  
■ Útlán til fyrirtækja

1. Lánaflokkun var breytt á árinu 2003.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Sjá ritið *Fjármálastöðugleika* 2005, sem kom út í apríl.

## IV Innland eftirspurn og framleiðsla

Frá því að síðasta spá Seðlabankans var gerð í mars sl. liggja ekki fyrir nýjar upplýsingar úr þjóðhagsreikningum. Breytingar á horfum frá marsspánni endurspeglar því fyrst og fremst lækkun gengis krónunnar og breytingar á nokkrum hagvísnum sem ástæða þótti til að taka tillit til við endurmat spárinnar.

Hagvöxtur á síðasta ári var 5,2% meiri en árið á undan, og útlit er fyrir að hagvöxtur verði enn meiri í ár og á næsta ári. Horfurnar eru í stórum dráttum svipaðar og þær voru í mars, þótt heldur bæti í vöxtinn, meðal annars vegna lægra gengis. Hærra íbúðaverð ætti einnig að örva einkaneyslu og íbúðafjárfestingu. Eins og í marsspánni er gert ráð fyrir afar örum vexti einkaneyslu í ár og á næsta ári. Fremur virðist hafa bætt í vöxtinn á fyrsta fjórðungi þessa árs og hefur spáin fyrir næsta ár verið endurskoðuð örlítið upp á við. Lækkun gengis krónunnar felur í sér að eftirspurn er í auknum mæli beint inn í þjóðarbúskapinn. Hún eykur því heldur á framleiðsluspennu frá því sem var í marsspánni.

### Einkaneysla

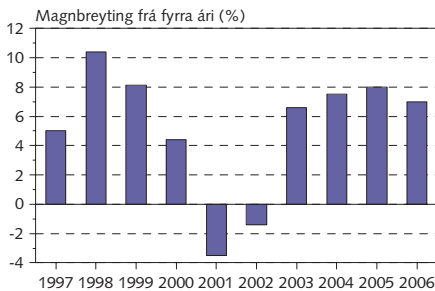
Í mars spáði Seðlabankinn að vöxtur einkaneyslu á þessu ári yrði um 8% en rúmlega 6½% á því næsta. Á síðasta fjórðungi sl. árs jókst einkaneysla um 9,2% sem er töluvert meira en fyrr á árinu. Vísbendingar það sem af er þessu ári benda til þess að vöxtur einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi verði að minnsta kosti jafn kröftugur og á ársfjórðungnum á undan. Enn eru sömu öfl að verki og í lok síðasta árs; aukið framboð lánsfjár á lágum vöxtum, möguleikar til að taka eigið fé út úr húsnæði, kröftugur vöxtur kaupmáttar ráðstöfunartekna og áframhaldandi hækkun eignaverðs. Í uppfærðri spá bankans er gert ráð fyrir að húsnæðisauður heimila vaxi hraðar en í marsspánni vegna meiri hækkunar húsnæðisverðs og aukinnar fjárfestingar. Það hvetur til enn frekari einkaneyslu að öðru óbreyttu og því gerir bankinn nú ráð fyrir að einkaneysla vaxi heldur meira á næsta ári en spáð var í mars. Spáin fyrir þetta ár er hins vegar óbreytt.

Eins og áður hefur komið fram hafa fjármálaleg skilyrði heimila lítið breyst frá því að *Peningamál* komu út í mars. Verðtryggðir útlánsvextir hafa lítið breyst en vextir yfirdráttarlána hafa hækkað í takt við stýrivexti Seðlabankans, en aðeins lítil hluti lána heimilanna ber vexti sem stýrivextir hafa tiltölulega skjót áhrif á.

Væntingar heimilanna það sem af er ári eru svipaðar og á sama tíma fyrir ári, ef marka má væntingavísitölu Gallup. Eins og undangengið ár líta heimilin framtíðina ekki eins björtum augum og nútíðina og stafar það líklega að einhverju leyti af því að staða þeirra er mjög góð. Umræða um aukna verðbólgu og önnur merki um ójafnvægi í þjóðarbúskapnum hafa að auki neikvæð áhrif á væntingar þeirra um framtíðina.

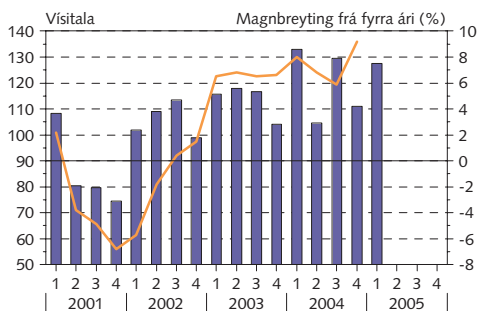
Eins og áður segir styður hækkun eignaverðs það sem af er ári áfram við einkaneyslu. Hlutabréfaverð hafði hækkað um 22% frá áramótum hinn 19. maí, en um tæp 27% frá sama tíma í fyrra. Hækkun fasteignaverðs, sem tók nýjan vaxtarkipp í kjölfar aukins framboðs lánsfjár í lok síðasta sumars, heldur áfram. Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu var tæplega 18% hærra fyrstu fjóra mánuði ársins en á sama

Mynd IV-1  
Vöxtur einkaneyslu 1997-2006<sup>1</sup>



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

Mynd IV-2  
Einkaneysla og væntingavísitala Gallup<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2001 - 1. ársfj. 2005



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

Tafla IV-1 Vísendingar um einkaneyslu árið 2004 og á fyrstu fjórum mánuðum ársins 2005

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Ársfjórðungslegar tölur					Nýjasta tímabil		
	2004:1	2004:2	2004:3	2004:4	2005:1	Breyting miðað við		
						Mánuður	1 mánuð	uppsafnað frá ársbyrjun
Dagvöruvelta (raunbreyting)	3,8	3,4	4,3	3,3	7,2	apríl 2005	7,2	14,3
Greiðslukortavelta (raunbreyting) <sup>1</sup>	9,7	9,7	4,9	11,2	11,2	apríl 2005	12,0	35,3
þar af innanlands	8,9	8,6	4,0	9,8	9,8	apríl 2005	11,9	7,1
þar af erlendis	27,3	29,1	18,4	34,0	35,6	apríl 2005	35,0	35,3
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)	35,8	28,4	19,5	44,3	61,4	apríl 2005	66,8	64,4
Almennur innflutningur (magnbreyting) <sup>2</sup>	23,7	18,7	13,6	16,0	15,1	apríl 2005	.	13,8
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) <sup>2</sup>	14,5	15,3	14,5	15,7	22,1	apríl 2005	.	23,3
Bifreiðar til einkanota <sup>2</sup>	24,4	24,2	24,6	35,0	56,7	apríl 2005	.	57,5
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki <sup>2</sup>	21,7	19,4	16,3	17,1	36,3	apríl 2005	.	36,5
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður <sup>2</sup>	10,7	9,9	8,8	7,5	16,9	apríl 2005	.	17,2
Mat- og drykkjarvörur <sup>2</sup>	13,8	11,8	10,5	10,2	6,8	apríl 2005	.	6,8
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) <sup>2</sup>	36,9	38,3	23,8	19,3	36,9	apríl 2005	.	26,8
Væntingavísitala Gallup	18,0	-11,7	5,5	-3,2	-1,7	apríl 2005	4,0	-1,8
Mat á núverandi ástandi	66,1	13,8	23,1	19,8	21,2	apríl 2005	31,0	24,6
Væntingar til sex mánaða	2,4	-22,3	-3,5	-14,7	-13,7	apríl 2005	-10,1	-15,4

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

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

tíma í fyrra. Samkvæmt spá Seðlabankans um íbúðafjárfestingu má gera ráð fyrir að framboð húsnæðis á höfuðborgarsvæðinu gæti orðið nokkru meira en eftirspurn þegar líða tekur á næsta vetur og má því gera ráð fyrir að dragi úr hækun húsnæðisverðs.

Bankar og sparisjóðir höfðu í lok apríl veitt fasteignaveðlán til heimilanna fyrir u.þ.b. 200 ma.kr. frá því að sókn þeirra hófst á húsnæðisveðlánamarkaði í ágúst sl. og virðist ekkert lát á útlánavextinum. Þótt dregið hafi úr útlánum Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða á fyrri hluta ársins er vöxtur útlána lánakerfisins til heimilanna mjög mikill.

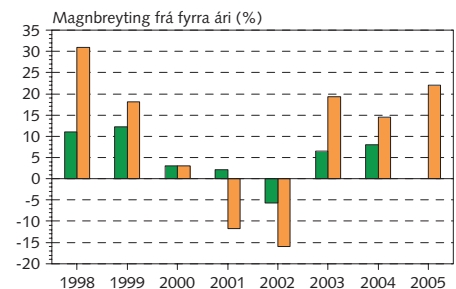
Hátt gengi krónunnar hefur ýtt undir eftirspurn eftir innfluttum vörum og þjónustu. Innflutningur bifreiða til einkanota og annarrar varanlegrar neysluvöru til heimilanna, og greiðslukortavelta erlendis jukust meira á fyrsta fjórðungi ársins en í nokkrum fjórðungi í fyrra. Hins vegar hægði á innflutningi mat- og drykkjarvöru. Þótt gengi krónunnar sé enn hátt hefur það lækkað nokkuð frá því sem gengið var út frá í síðustu spá og kann það að draga úr neyslu innfluttrar vöru og þjónustu.

## Samneysla

Að frátöldum mánaðarlegum yfirlitum um ríkisfjármálin hafa engar nýjar upplýsingar verið birtar um samneyslu frá því að síðasta spá Seðlabankans var birt í mars. Í fjárlögum fyrir árið 2005 er gert ráð fyrir að útgjöld ríkis og almannatrygginga aukist um 1½% frá fyrra ári. Það sem af er ári hafa þessi útgjöld hækkað um 2% umfram hækun verðlags frá sama tíma í fyrra, sem er óverulegt frávik sé horft til ársins í heild. Þessar tölur gefa ekki tilefni til að breyta þeim forsendum sem lágu til grundvallar síðustu spá. Eins og í mars er því gert ráð fyrir að samneysla vaxi um 2½% í ár og næsta ár. Gert er ráð fyrir að vöxturinn verði heldur minni hjá ríkissjóði, en að hann verði á bilinu 3% til 4% hjá sveitarfélögum og almannatryggingum.

Mynd IV-3

Vöxtur einkaneyslu og innflutnings neysluvöru á fyrsta ársfjórðungi 1998-2005



■ Einkaneysla  
■ Innflutningur neysluvöru

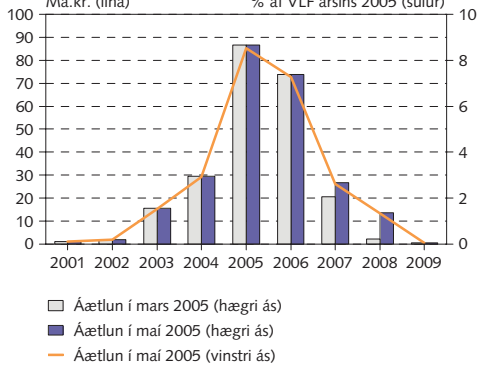
Heimild: Hagstofa Íslands.

## Rammagrein 2

### Staða stóriðjuframkvæmda

Mynd 1  
Heildarkostnaður vegna stóriðjuframkvæmda 2001-2009

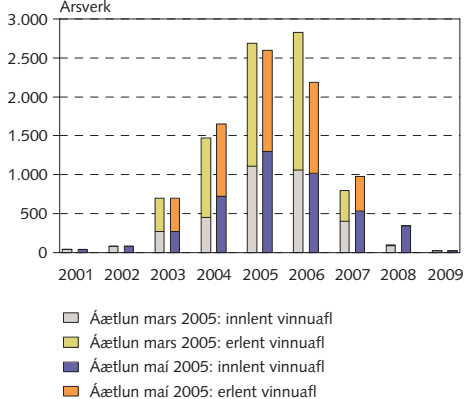
Bygging Fjarðaáls, stækkun Norðuráls og tengd orkuöflun  
Ma.kr. (lína) % af VLF ársins 2005 (súlur)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Vinnuafslnotkun vegna stóriðjuframkvæmda 2001-2009

Bygging Fjarðaáls, stækkun Norðuráls og tengd orkuöflun  
Ársverk



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Í apríl sömdu Norðurál annars vegar og Orkuveita Reykjavíkur og Hitaveita Suðurnesja hins vegar um kaup Norðuráls á 70 MW viðbótarorku. Samkomulagið gerir Norðuráli kleift að auka ársframleiðslu sína í 260 þús. tonn. Núverandi framleiðslugeta Norðuráls er um 90 þús. tonn á ári, en stækkun álbræðslunnar sem þegar stendur yfir mun auka árlega framleiðslugetu fyrirtækisins í 212 þús. tonn á síðari hluta ársins 2006 og í 220 þús. tonn í byrjun árs 2007. Upp úr miðju ári 2007 verður hafist handa við enn frekari stækkun verksmiðjunnar og er áætlað að aukningu framleiðslugetu hennar um 40 þús. tonn verði lokið á síðari hluta ársins 2008. Talið er að kostnaður við þennan síðasta áfanga og tilheyrandi orkuöflun muni nema u.þ.b. 17 ma.kr. Um þriðjungur viðbótarfjárfestingarinnar mun falla til árið 2007 en tveir þriðju hlutar árið 2008. Gangi þessar áætlanir eftir verður heildarframleiðslugeta álverksmiðjanna þriggja, Ísals (Alcan), Norðuráls (Century Aluminium) og Fjarðaáls (Alcoa) 765 þús. tonn árið 2008, en í ár nemur hún u.þ.b. 270 þús. tonn. Framleiðslugetan eykst því um rúmlega 180%.

## Fjármunamyndun

Litlar breytingar hafa orðið á horfum um fjármunamyndun frá marsmánuði, en þá spáði Seðlabankinn tæplega 34% vexti fjármunamyndunar á þessu ári og tæplega 8% samdrætti á því næsta. Upplýsingar sem komið hafa fram síðan, breyta ekki þeirri niðurstöðu að neinu marki.

### Vöxtur fjármunamyndunar atvinnuveganna svipaður og spáð var í mars

Í spá Seðlabankans í mars sl. var tekið tillit til þess að aukinn þungi framkvæmda við stóriðju hafði færst yfir á árið í ár, ekki einungis frá

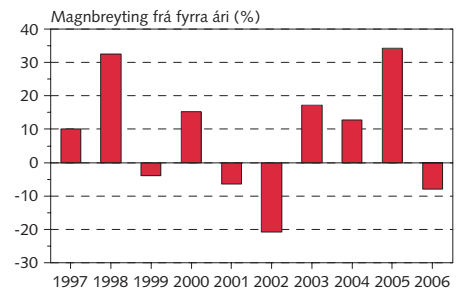
árinu 2004 heldur einnig frá árunum 2006 og 2007. Nú er spáð tæplega 53% vexti fjármunamyndunar atvinnuveganna í ár, sem er svipað og spáð var í mars. Á næsta ári dregur úr þunga stóriðju- og virkjanaframkvæmda en nú er gert ráð fyrir heldur meiri samdrætti á næsta ári en áður, eða tæplega 14%. Viðbótarfjárfesting Norðuráls, Orkuveitu Reykjavíkur og Hitaveitu Suðurnesja sem gengið var frá samningum um í apríl sl. fellur til á árunum 2007 og 2008 og hefur því ekki áhrif innan spátímabilsins (sjá rammagrein 2). Gert er ráð fyrir svipuðum vexti atvinnuvegafjárfestingar án stóriðju í ár og í mars-spánni, og áfram er reiknað með samdrætti á næsta ári.

Uppgjör skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands gætu e.t.v. gefið tilefni til að spá meiri vexti. Velta þeirra jókst um 27% í fyrra og framlegð og hagnaður var með besta móti. Miðað við uppgjör sem fyrir liggja eftir fyrsta fjórðung í ár virðist staða þeirra sterk þótt þau sýni aðeins lakari afkomu en í sama fjórðungi í fyrra. Fjárfesting þeirra var þó tiltölulega lítil hluti af heildarfjármunamyndun atvinnuveganna á sl. ári, eða tæplega 17% af annari fjármunamyndun atvinnuvega en þeirri er tengist stóriðju, eða skipa- og flugvéla kaupum. Vöxturinn hefur enn fremur að nokkru leyti átt sér stað erlendis. Um fjórir fimmtu hlutar veltuaukningar síðasta árs komu að utan, annaðhvort sem tekjur af útflutningi eða vegna starfsemi erlendis.

Sú rekstrarstærð sem skiptir einna mestu máli varðandi fjárfestingu er veltufé frá rekstri, en það er það fjármagn sem fyrirtæki hafa út úr starfsemi sinni til fjárfestingar og afborgana af lánunum. Veltufé skráðra fyrirtækja frá rekstri jókst um nær þriðjung á sl. ári og nam tæplega 10% af veltu. Heldur stærri hluta veltufjár var varið til hreinnar fjárfestingar í fyrra en árið áður, en þar sem hluta þess var varið til fjárfestingar erlendis hafði það ekki samsvarandi áhrif á innlenda

Mynd IV-4

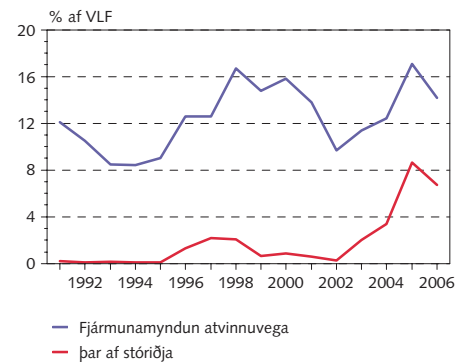
Vöxtur fjármunamyndunar í heild 1997-2006<sup>1</sup>



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

Mynd IV-5

Fjármunamyndun atvinnuvega og stóriðju 1991-2006



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

Tafla IV-2 Veltufé frá rekstri og fjárfesting skráðra atvinnufyrirtækja árin 2003 og 2004

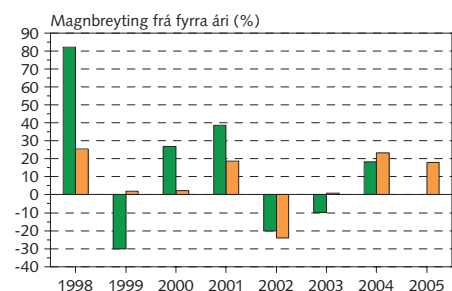
Öll skráð atvinnufyrirtæki	2003	2004
Veltufé frá rekstri	32.412	40.310
Hrein fjárfesting (m.kr.) <sup>1</sup>	12.123	16.836
sem hlutfall af veltufé (%)	37	42
<i>Sjávarútvegur</i>		
Hrein fjárfesting (m.kr.) <sup>1</sup>	2.018	3.283
sem hlutfall af veltufé (%)	31	39
<i>Iðnfyrirtæki</i>		
Hrein fjárfesting (m.kr.) <sup>1</sup>	3.580	3.911
sem hlutfall af veltufé (%)	35	27
<i>Upplýsinga- og samskiptatækni</i>		
Hrein fjárfesting (m.kr.) <sup>1</sup>	3.333	3.305
sem hlutfall af veltufé (%)	42	34
<i>Flutningafyrirtæki</i>		
Hrein fjárfesting (m.kr.) <sup>1</sup>	2.347	4.451
sem hlutfall af veltufé (%)	41	61

1. Hrein fjárfesting í varanlegum rekstrarfjármunum.

Heimild: Ársreikningar fyrirtækja birtir á vef Kauphallar Íslands ([www.icex.is](http://www.icex.is)).

Mynd IV-6

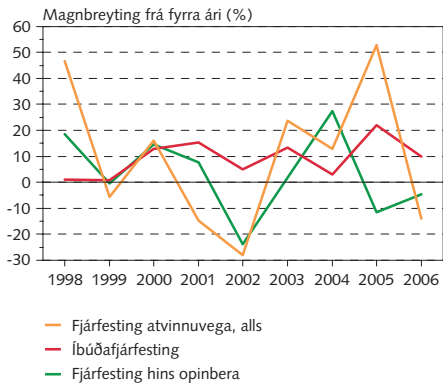
Vöxtur fjármunamyndunar og innflutnings fjárfestingarvöru á fyrsta ársfjórðungi 1998-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-7

Vöxtur fjármunamyndunar atvinnuvega, íbúðafjárfestingar og opinberrar fjárfestingar 1998-2006<sup>1</sup>



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

fjármunamyndun. Að teknu tilliti til fjárfestingar erlendis má ætla að fjárfesting þessara fyrirtækja innanlands hafi numið um 12 ma.kr. á liðnu ári.

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja eru á heildina litið svipuð og við útkomu *Peningamála* í mars, en þær breytingar sem orðið hafa snerta fyrirtæki misjafnlega (sjá nánari umfjöllun um fjármálaleg skilyrði fyrirtækja í kafla III). Lækkun gengis krónunnar frá marsmánuði felur í sér að lántaka í erlendum gjaldmiðli er hagstæðari og hagnaður ætti jafnframt að verða meiri í samkeppnisgeiranum. Hvort tveggja ýtir undir fjárfestingu. Hærra gengi hlutabréfa felur einnig í sér hagstæðari fjármálaleg skilyrði, sem geta ýtt undir fjármunamyndun.

Gengisþróun krónunnar undanfarið ár hefur að líkindum einnig haft mismunandi skammtímaáhrif á fjárfestingu fyrirtækja. Hátt raungengi hefur neikvæð áhrif á afkomu og þar með fjárfestingaráform þeirra fyrirtækja sem bera verulegan hluta rekstrarkostnaðar í krónum en hafa tekjur í erlendum gjaldmiðlum, eins og sjávarútvegsfyrirtækja og fyrirtækja í ferðaþjónustu. Hátt raungengi kann einnig að hafa haft neikvæð áhrif á fjárfestingu þeirra fyrirtækja sem eru í beinni samkeppni innanlands við erlenda framleiðslu. Á móti kemur að hátt gengi hefur í för með sér að hagkvæmt er að flytja inn fjárfestingarvöru og sjást þess greinileg merki í innflutningstölum. Innflutningur fjárfestingarvöru jókst um 22% á fyrsta fjórðungi þessa árs frá sama tíma í fyrra. Mest jókst innflutningur flutningatækja til atvinnurekstrar (án flugvéla og skipa) eða um 74%. Innflutningur vélbúnaðar jókst einnig töluvert eða um 42% en hann skýrist að mestu af innflutningi tækjabúnaðar vegna stóriðjuframkvæmda.

Tafla IV-3 Afkoma skráðra atvinnufyrirtækja 2003-2004 og á 1. ársfjórðungi 2004-2005

% af veltu	Framlegð		Hagnaður		Framlegð		Hagnaður	
	2003	2004	2003	2004	Jan.-mars 2004	Jan.-mars 2005	Jan.-mars 2004	Jan.-mars 2005
	Sjávarútvegur	21,3	18,1	8,7	11,7	19,7	14,6	12,4
Iðnaður	16,3	18,1	7,5	11,2	17,4	15,2	11,6	9,2
Sala sjávarafurða	1,5	3,1	0,3	0,6	2,1	3,0	1,2	1,3
Flutningar	10,7	7,0	2,3	4,1	-0,5	1,7	-0,8	1,2
Samskiptatækni og hugbúnaður	17,6	20,2	3,6	8,9	9,2	7,8	5,1	8,2
Ýmsar greinar	17,6	27,5	5,4	15,5	12,7	12,8	7,0	11,1
Samtals	12,1	12,1	6,6	4,3	9,4	8,3	5,9	6,6

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Fjármunamyndun hins opinbera

Í síðustu þjóðhagsspá Seðlabankans í mars sl. var gert ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera drægist saman um 11% á þessu ári og 8% á því næsta. Horfur fyrir þetta ár eru nánast óbreyttar frá marsmánuði. Greiðslutölur ríkisins fyrir fyrsta ársfjórðung þessa árs sýna 20-25% samdrátt fjárfestingarútgjalda, en varhugavert er að draga sterkar ályktanir af árshlutatölum. Á næsta ári er hins vegar gert ráð fyrir minni samdrætti fjárfestingar en spáð var í mars sl. eða rúmlega 4½%. Gangi það eftir verður hlutfall fjárfestingar ríkisins af landsframléiðslu lægra en verið hefur í tuttugu ár eða um 2¾%.



## Fjárfesting í íbúðarhúsnæði

Í mars spáði Seðlabankinn því að fjárfesting í íbúðarhúsnæði ykist um tæplega 20% á þessu ári, sem var töluvert meira en í desemberspá bankans. Samkvæmt þjóðhagsyfirliti Hagstofunnar jókst fjárfesting í íbúðarhúsnæði aðeins um 3% í fyrra, sem er minni vöxtur en árið 2003 og mun minna en Seðlabankinn o.fl. höfðu spáð. Líklegt er að minni vöxtur en reiknað hafði verið með í fyrra þýði að vöxturinn í ár verði frekar meiri þar sem hluti fjárfestingarinnar sem áætluð hafði verið árið 2004 mælist í ár. Þess vegna var fjárfesting í íbúðarhúsnæði endurskoðuð upp á við í mars. Nú er því gert ráð fyrir enn meiri vexti íbúðarfjárfestingar í ár. Spáð er tæplega 22% vexti á þessu ári og um 10% vexti á því næsta. Meiri vöxtur íbúðarfjárfestingar skýrist af hækkun íbúðaverðs umfram það sem reiknað hafði verið með. Undanfarna tólf mánuði hefur húsnæðisverð á landinu öllu hækkað um 27,8% á meðan vísitala byggingarkostnaðar hefur einungis hækkað um 6,7%. Í spá bankans er gert ráð fyrir því að hækkun húsnæðisverðs verði tæplega 30% á öllu árinu sem er um 5 prósentum meiri hækkun en gert var ráð fyrir í mars.

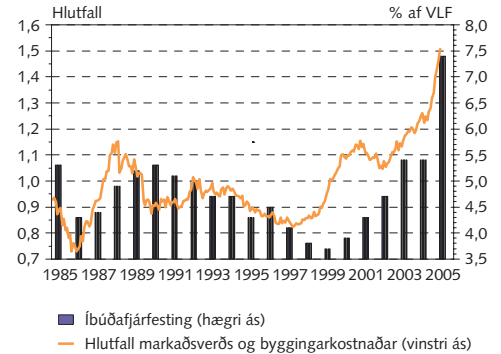
Íbúðamarkaðurinn einkennist enn af meiri eftirspurn en framboð fær annað, enda eru þeir áhrifaþættir sem stutt hafa við eftirspurnina að undanförunu enn fyrir hendi og jafnvel enn hagstæðari en í fyrra. Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann aukist tvöfalt meira í ár en í fyrra, eða um rúm 4% og um tæp 6% á næsta ári. Hrátt dregur úr atvinnuleysi og hagstæð lánskjör eru enn fyrir hendi. Skortur er á ákveðnum tegundum íbúða. Verð einbýlishúsa á höfuðborgarsvæðinu hafði t.d. hækkað í maí um 43% frá sama mánuði í fyrra. Til lengri tíma litíð má gera ráð fyrir að minnkandi fjölskyldustærð auki eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði á mann og að fólk ráðist fyrr á ævinni í íbúðarkaup. Líklegt er að þróun kaupmáttar ráðstöfunartekna að undanförunu og hagstæð lánskjör ýti undir þá þróun. Allir þessir þættir ættu að örva eftirspurn og stuðla að hækkun húsnæðisverðs svo lengi sem framboð nær ekki að mæta eftirspurninni.

Útgefin byggingarleyfi gefa vísbendingu um horfur á íbúðarfjárfestingu, því að í langflestum tilvikum þýða byggingarleyfi að fljótlega eftir útgáfu leyfis er hafist handa við byggingu. Áætlanir byggingarfulltrúa um útgefin byggingarleyfi árið 2004 og á þessu ári gefa vísbendingu um öran vöxt fjárfestingar í íbúðarhúsnæði í ár.<sup>4</sup>

Á árunum 2000 til 2002 var velta á fasteignamarkaði vegna nýs húsnæðis<sup>5</sup> og fjöldi kaupsamninga nokkuð stöðugur. Upp úr miðju ári 2003 jókst hvort tveggja töluvert, en eftir innkomu banka og sparisjóða á húsnæðisveðlánamarkaðinn í ágúst í fyrra tók markaðurinn kipp. Samningum hefur aðeins fækkað og lítilliga dregið úr veltu það sem af er ári, en vöxturinn frá sama tíma í fyrra er mikill. Á fyrsta þriðjungi ársins var velta á fasteignamarkaði vegna nýs húsnæðis 83% meiri en á sama tíma í fyrra og samningum fjölgaði um 63%.

Mynd IV-8

Markaðsverð íbúða, byggingarkostnaður og íbúðarfjárfesting 1985-2005<sup>1</sup>

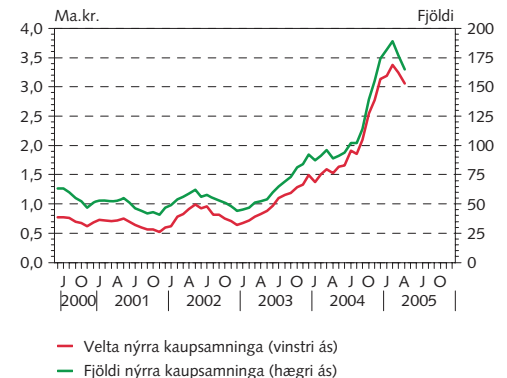


1. Gula línan sýnir hlutfall vísitalna íbúðaverðs í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu og byggingarkostnaðar, eftir að báðar vísitölur hafa verið norm-aliseraðar á meðaltal árunna 1985-2004. Spá Seðlabankans um íbúðarfjárfestingu 2005.  
Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

Velta og fjöldi kaupsamninga með nýtt húsnæði júní 2000 - apríl 2005

Sex mánaða hreyfanleg meðaltöl



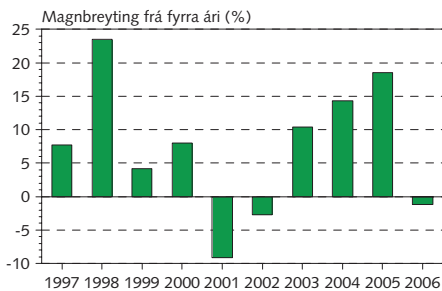
Heimild: Fasteignamat ríkisins.

4. Útgefin byggingarleyfi í fyrra voru 20% fleiri en árið áður og það sem af er ári nemur fjölgunin 10%. Komi fjölgunin í fyrra að nokkru leyti fram í auknu byggingarmagni í ár og útgefnum byggingarleyfum á eftir að fjölga frekar á árinu er ekki fjarri lagi að álykta að fimmtings aukning kunni að vera framundan.

5. Nýtt húsnæði er hér skilgreint sem húsnæði byggt á síðustu tólf mánuðum.

Mynd IV-10

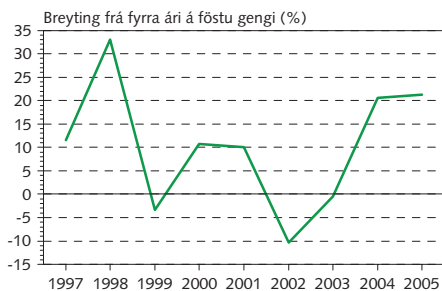
Vöxtur innflutnings 1997-2006<sup>1</sup>



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

Mynd IV-11

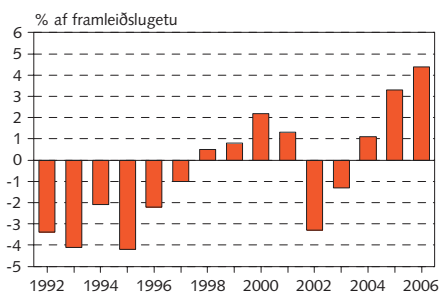
Vöruinnflutningur fyrstu fjóra mánuði ársins 1997-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-12

Framleiðsluspenna/framleiðsluslaki 1992-2006<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabanka Íslands fyrir árin 2005-2006.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Innflutningur

Spáð er heldur minni vexti innflutnings á þessu og næsta ári en í mars. Áhrif lægra gengis vega þar þyngra en áhrif ívið meiri vaxtar innlendar eftirspurnar. Spáð er 18½% vexti innflutnings á þessu ári, sem er u.þ.b. prósentu minni vöxtur en spáð var í mars. Stóriðjuframkvæmdir kalla á mikinn innflutning og spáð er áframhaldandi vexti einkaneyslu. Á næsta ári er reiknað með að innflutningur dragist saman um rúma prósentu, en þá mun innflutningur tengdur stóriðjuframkvæmdum verða minni en í ár, auk þess sem hægja mun á vexti einkaneyslu.

Á fyrstu fjórum mánuðum ársins 2005 jókst vöruinnflutningur af miklum krafti, eða um 21% frá sama tíma í fyrra á föstu gengi. Innflutningur flutningatækja, bæði fólksbíla og flutningatækja til atvinnurekstrar, jókst sérlega mikið. Einnig jókst innflutningur eldsneytis, varanlegrar neysluvöru og annarrar fjárfestingarvöru töluvert. Hátt raungengi og væntanlega hraður vöxtur einkaneyslu hafa ýtt undir innflutning það sem af er ári. Gengi krónunnar hefur þó lækkað nokkuð að undanförmu. Í spánni er engu að síður gert ráð fyrir að gengi krónunnar á þessu ári verði tæplega 6% hærra en á síðasta ári.

## Hagvöxtur og framleiðsluspenna

Vöxtur landsframleiðslunnar í fyrra var ríflega 5% samkvæmt áætlun Hagstofunnar. Miðað við óbreytta stýrivexti og gengi eru horfur á að hagvöxtur verði einnig kröftugur í ár og á næsta ári. Spáð er að landsframleiðslan aukist um rúmlega 6½% í ár, og rúmlega 6% á næsta ári. Þetta er svipuð spá og birt var í mars. Munurinn liggur einkum í meiri vexti fjármunamyndunar í ár, einkum fjárfestingar í íbúðarhúsnæði. Á næsta ári er reiknað með ívið meiri vexti einkaneyslu en áður, auk þess sem fjárfesting hins opinbera er talin verða meiri en áður var gert ráð fyrir. Lægra gengi dregur úr innflutningi, en á móti kemur að spáð er að útflutningur vaxi hægar bæði árin en reiknað var með í mars. Ofangreint endurmat á hagvaxtarhorfum leiðir til heldur meiri framleiðsluspennu næstu tvö árin en spáð var í mars.

## V Fjármál hins opinbera

Mikill tekjuauki vegna uppsveiflu í efnahagslífinu verður líklega til þess að afkoma hins opinbera batnar meira í ár en áætlanir fjármálaráðuneytisins gera ráð fyrir. Afgangur á opinberum búskap gæti aukist úr ½% af landsframleiðslu árið 2004 í ríflega 1½% árið 2005 og meira en 2% árið 2006. Hagsveifluáhrifin ganga til baka þegar hægir á efnahagslífinu en uppgreiðsla skulda getur þá létt róðurinn. Afgangur á rekstri hins opinbera, leiðréttur fyrir áhrifum hagsveiflunnar, er metinn svipaður og í marsspánni.

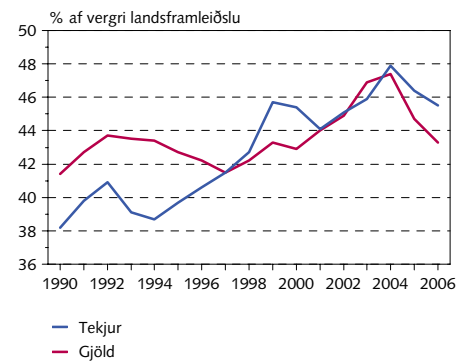
### Afkoma ríkissjóðs í ár gæti orðið betri en samkvæmt nýjustu spá fjármálaráðuneytis ef útgjöld fara ekki úr böndum

Afkoma ríkissjóðs árið 2004 virðist hafa orðið eilítið betri en búist var við, eða 9 ma.kr. afgangur í stað 6 ma.kr. samkvæmt fjárukalögum. Viðbótin stafar af auknum skatttekjum. Á fjárlögum ársins 2005 var gert ráð fyrir um 10 ma.kr. afgangi án tekna af sölu Símans. Í nýjustu áætlunum fjármálaráðuneytisins frá apríl 2005 er reiknað með að tekjur ríkisins hækki um 6½% milli árána 2004 og 2005 og skatttekjur um rúm 7½%. Gjöld eru talin hækka um 5% sem er ½% raunlækkun. Vegur þyngst samdráttur í fjárfestingu. Samneysla og tilfærslur eiga að vaxa um ríflega 1% umfram verðlag. Afgangur á rekstri ríkis og almannatrygginga er talinn verða um 14 ma.kr. Áætlað er að afkoma ríkissjóðs verði svipuð á árinu 2006.

Afkoma ríkissjóðs í ár gæti hins vegar orðið enn betri en í spá fjármálaráðuneytisins. Horfur eru á að launatekjur hækki umfram skattleysismörk og tekjur af neyslu- og innflutningssköttum hækka líklega meira en nemur vexti eftirspurnar og innflutnings. Þessa sér nokkurn stað í mánaðarlegum afkomutölum ríkissjóðs. Á fyrsta fjórðungi ársins 2005 jukust skatttekjur um 23% frá sama tíma árið 2004, tekjuskattur einstaklinga um 13% og óbeinir skattar um 23%. Í greiðslutölum fjárlaga er gert ráð fyrir 6% hækkun skatttekna á milli ára. Ljóst er að miklar tekjur á fyrstu mánuðum ársins stafa af sérstökum aðstæðum, ekki síst háu gengi krónunnar. Útgjöld ríkisins á fyrsta fjórðungi ársins 2005 voru samkvæmt greiðslutölum 8% hærri en fyrir ári, sem er óverulegt frávik frá markmiði fjárlaga fyrir árið í heild. Vegna góðrar afkomu var ákveðið að greiða upp 6 ma.kr. af erlendum lánum umfram fyrri áætlanir.

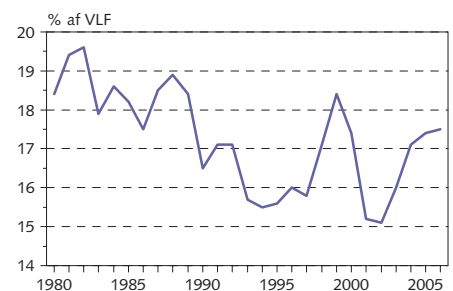
Miðað við spár Seðlabankans má ætla að tekjur ríkissjóðs hækki um rúm 10% milli árána 2004 og 2005 og skili allt að 10 ma.kr. umfram síðustu áætlanir fjármálaráðuneytisins. Ekki er hins vegar sérstök ástæða til að ætla að útgjöld vaxi langt umfram áætlanir þess. Í ljósi þess hve markmið fjárlaga um ½% raunsamdrátt útgjalda eru metnaðarfull gæti þó reynst erfitt að koma í veg fyrir framúrkeyslur. Ef útgjöld haldast nærri áætlun gæti afgangur á ríkissjóði að meðtöldum almannatryggingum orðið nálægt 20 ma.kr. á þessu ári. Ef útgjöld verða samkvæmt langtímaáætlun ráðuneytisins gæti afgangur á ríkissjóði og almannatryggingum á næsta ári orðið sambærilegur. Útgjaldastýring gæti hins vegar orðið erfiðari viðfangs í aðdraganda alþingiskosninga vorið 2007.

Mynd V-1  
Tekjur og gjöld hins opinbera 1990-2006<sup>1</sup>



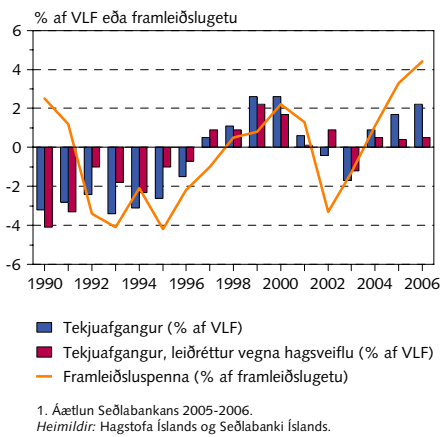
1. Áætlun Seðlabankans 2005-2006.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2  
Óbeinir skattar ríkissjóðs 1980-2006<sup>1</sup>



1. Áætlun Seðlabankans 2004-2006.  
Heimildir: Ríkisreikningur (skattar á vörur og þjónustu og stimpilgjöld), Seðlabanki Íslands (áætlun 2004-2006).

Mynd V-3  
Hagsveiflan og afkoma ríkissjóðs 1990-2006<sup>1</sup>



**Draga ætti úr halla á rekstri sveitarfélaga á næsta ári, en sveitarstjórnarkosningar gætu leitt til meiri útgjalda en áætlað er** Samkvæmt áætlun fjármálaráðuneytisins hækka tekjur sveitarfélaga um rúm 8% á þessu ári og útgjöld álíka mikið. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir meiri hækkun launatekna og þ.a.l. útsvarstekna en í spá fjármálaráðuneytisins. Að auki hækkuðu sum sveitarfélög útsvarshlutfall. Fasteignagjöld hækka vegna verðhækkana, þótt nokkur sveitarfélög hafi gefið hækkunir eftir að hluta. Tekjuhækkun ársins gæti orðið allt að 12%, sem myndi bæta afkomu sveitarfélaganna um 2-3 ma.kr. að óbreyttum útgjaldaáætlunum.

Á næsta ári má gera ráð fyrir að tekjur sveitarfélaganna aukist enn í takt við fasteignaverðshækkun á þessu ári og hækkun launatekna árið 2006. Líkur eru á 1% tekjuauka til viðbótar ef farið verður að nýlegum tillögum nefndar á vegum ríkis og sveitarfélaga um tekjustofna hinna síðarnefndu. Í síðustu áætlunum er gert ráð fyrir að útgjöld vaxi um rúmlega 4% umfram verðmæti landsframleiðslu, sem er heldur minna en meðalvöxtur frá árinu 1998, þ.e. frá því að rekstur grunnskóla fluttist til sveitarfélaganna. Miðað við spá Seðlabankans má ætla að tekjur hækki um tæp 10% eða um 5% umfram verð landsframleiðslu. Ef áfram er reiknað með um 4% raunvexti útgjalda gæti halli á rekstri sveitarfélaga samkvæmt þessu lækkað í u.þ.b. 1 ma.kr. á næsta ári. Samkvæmt reynslu kunna sveitarstjórnarkosningar vorið 2006 hins vegar að hafa áhrif á útkomuna í ár og á næsta ári.

#### Aukinn afgangur á rekstri hins opinbera árin 2005 og 2006 stafar einkum af auknum skatttekjum

Samkvæmt ofangreindu má ætla að tekjur hins opinbera<sup>6</sup> vaxi um rúmlega 3% umfram verðmæti landsframleiðslu á þessu ári og rúm 4% árið 2006, en að útgjöld vaxi um tæplega 1% umfram verðlag á þessu ári og u.þ.b. 3% á því næsta. Miðað við spá Seðlabankans lækka því tekjur hins opinbera hlutfallslega úr 48% af landsframleiðslu árið 2004 í 46½% á þessu ári og 45½% á árinu 2006 en hlutfall útgjalda lækkar úr 47½% árið 2004 í 45% í ár og 43½% á næsta ári. Afgangur á rekstri hins opinbera gæti orðið ríflega 1½% af landsframleiðslu í ár og allt að 2½% á árinu 2006.

Að hluta skýrist batinn af því að ríkið eykur útgjöld sín hægar en nemur hagvexti, en að mestu leyti stafar hann af áhrifum aukinna skatttekna. Á mynd V-3 má sjá að afkoma hins opinbera leiðrétt fyrir áhrifum hagsveiflunnar er töluvert lakari en óleiðrétt afkoma gefur til kynna og er afgangurinn minni en hann var í síðustu uppsveiflu.

6. Til búskapar hins opinbera teljast ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. Almannatryggingar eru fjármagnaðar af ríkinu og í reynd undirdeild í rekstri þess.

## VI Vinnumarkaður og launapróun

### Spenna framundan á vinnumarkaði

Búast má við að spenna á vinnumarkaði vaxi, verði umframeftirspurn eftir vinnuafli ekki mætt með innflutningi vinnuafls. Verulega hefur dregið úr atvinnuleysi og vinnuafslnotkun hefur aukist jafnt og þétt frá sl. hausti. Launaskrið hefur verið lítið í sögulegu ljósi, en tók að gera vart við sig í lok síðasta árs, aðallega í greinum þar sem umfram- eftirspurn hefur verið eftir vinnuafli.

### Vinnuafslnotkun eykst enn en atvinnuþátttaka er undir meðaltali

Vinnuafslnotkun jókst enn á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama fjórðung árið 2004 samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Merki um umskipti mátti sjá þegar á síðasta fjórðungi ársins 2004 þegar starfandi fólki tók að fjölga. Heildarvinnustundum fjölgaði hins vegar ekki né jókst atvinnuþátttaka fyrr en á fyrsta fjórðungi yfir- standandi árs. Atvinnuástandið á landsbyggðinni – einkum meðal kvenna – virðist fara batnandi gagnstætt því sem gerðist á árinu 2004.

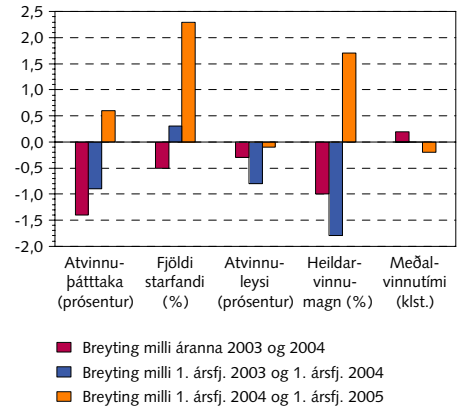
Fjölgun starfandi skýrist nánast eingöngu af fjölgun í yngstu (16-24 ára) og elstu aldurshópnum (55-74 ára). Atvinnuþátttaka er enn töluvert undir meðaltali síðustu þrettán ára og jafnvel minni en á fyrsta fjórðungi ársins 2003 þegar slakinn á vinnumarkaði varð mestur. Innlend vinnuafslnotkun gæti því aukist enn frekar að því gefnu að framboð sé í samræmi við eftirspurn.

Miðað við fjölda lausra starfa hjá vinnumiðlum virðist svo ekki vera. Það sem af er ári hafa laus störf hjá vinnumiðlum verið um 60% fleiri en á haustmánuðum árið 2000 þegar þau urðu flest í síð- ustu uppsveiflu.<sup>7</sup> Útgáfa atvinnuleyfa hefur einnig aukist nokkuð og á það við um flestar atvinnugreinar. Einungis rúmlega fjórðungur nýrra atvinnuleyfa á síðasta ári var tengdur stóriðjuframkvæmdum þrátt fyrir að notkun erlends vinnuafls við þær hafi verið meiri en upp- haflega var gert ráð fyrir. Vinnuálastofnun býst við að aðeins verði komið til móts við lítinn hluta (10-30%) mannaflaparfar við stóriðju- framkvæmdir fram til ársins 2007 með innlendu vinnuafli.

### Töluvert hefur dregið úr atvinnuleysi á árinu

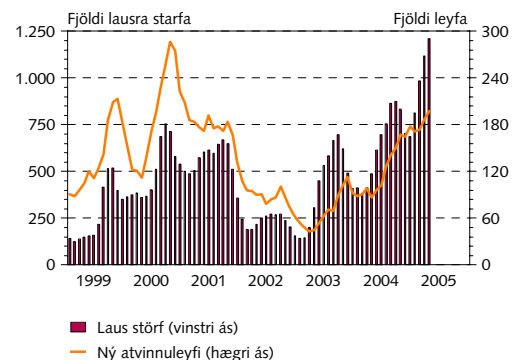
Hratt hefur dregið úr atvinnuleysi á árinu. Að teknu tilliti til árstíðar- sveiflu var atvinnuleysi 2,1% í apríl sl. og hafði minnkað um 0,6 pró- sentur frá desembermánuði en um 1,3 prósentur frá sumarmánuðum árið 2004. Það sem af er ári hefur árstíðarleidd atvinnuleysi verið 2,3%, jafn mikið og gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans að atvinnuleysi yrði á árinu öllu. Í endurskoðaðri spá er reiknað með heldur minna atvinnuleysi á þessu ári en gert var í mars, eða 2,1%. Þó er ekki útilokað að árstíðarleidd atvinnuleysi aukist eitthvað á næstu mánuðum eins og á sama tíma í fyrra. Gert er ráð fyrir að enn dragi úr atvinnuleysi á næsta ári og að það verði 1,9% að meðaltali á árinu 2006.

Mynd VI-1  
Breytingar á vinnuafli 2003-2005



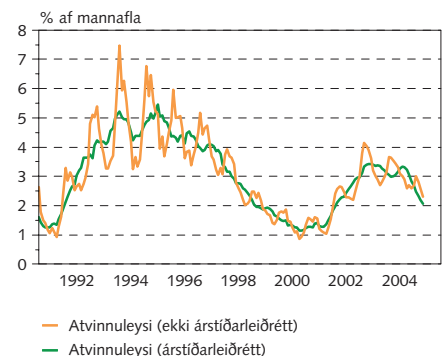
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-2  
Fjöldi lausra starfa hjá vinnumiðlum og nýrra atvinnuleyfa 1999-2005<sup>1</sup>



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

Mynd VI-3  
Atvinnuleysi janúar 1991 - apríl 2005



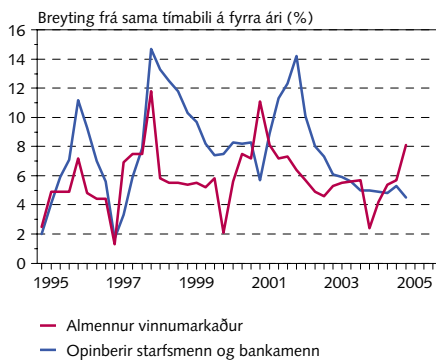
Heimildir: Vinnuálastofnun og Seðlabanki Íslands.

7. Sjá þó umfjöllun um laus störf í Rannveig Sigurðardóttir (2005) „Ráðgátur á vinnumark- aði“, Peningamál 2005/1, bls. 87-97.

Mynd VI-4

Laun á almennum markaði, hjá opinberum starfsmönnum og bankamönnum

Ársfjórðungslegar tölur 1. ársfj. 1995 - 1. ársfj. 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

### Enn bólar ekki á launaskriði

Laun höfðu hækkað um 8,1% á almennum vinnumarkaði á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama tíma í fyrra en einungis um 4,5% hjá hinu opinbera. Mismunandi tímasetningar kjarasamninga skýra hvers vegna laun á almennum vinnumarkaði undanfarið ár hafa hækkað töluvert meira en hjá hinu opinbera. Áhrif nýsamþykktara kjarasamninga stærsta hluta ríkisstarfsmanna munu koma fram af fullum þunga í launavísitölu Hagstofunnar á næstu mánuðum.

Í sögulegu ljósi hefur launaskrið verið lítið innan greina þar sem umframeftirspurn eftir vinnuafli hefur verið hvað mest. Vísbendingar sem komið hafa fram síðan Seðlabankinn lagði mat á launaþróun í mars benda ekki til að launaskrið hafi verið meira en þá var gert ráð fyrir. Er því reiknað með svipaðri launaþróun og í mars. Útlitið er hins vegar tvísýnt í ljósi hugsanlegrar endurskoðunar launaliðar kjarasamninga á almennum markaði í haust. Einnig gæti kostnaður við breytingar á launatöflum hjá ríkinu á næsta ári orðið meiri en nú er gert ráð fyrir.

## VII Ytri jöfnuður

Ytri jöfnuður þjóðarbúsins versnaði verulega á síðasta ári, eins og greint var frá í *Peningamálum* 2005/1, og hefur versnað enn frekar það sem af er þessu ári. Því eru áfram horfur á metviðskiptahalla í ár, en á heildina litið eru horfur um ytri jöfnuð svipaðar og í marsspánni.

### Mesti vöruskiptahalli frá árinu 1998 á fyrsta fjórðungi ársins

Þrátt fyrir að vöruskiptajöfnuður á fyrstu mánuðum ársins sé ekki alltaf góð vísbending um framhaldið, gefur þróunin það sem af er ári ekki tilefni til að ætla annað en að spáin um viðskiptajöfnuð þessa árs geti gengið eftir. Hraður vöxtur innflutnings og samdráttur útflutnings leiddi til 11,6 ma.kr. halla á vöruviðskiptum við útlönd á fyrsta fjórðungi ársins. Halli marsmánaðar var 5,9 ma.kr. og hefur aðeins þrisvar verið jafn mikill í einum mánuði á undanförunum tíu árum, reiknaður á föstu verðlagi. Miðað við lauslega áætlaða landsframleiðslu á fyrsta fjórðungi ársins 2005, hefur vöruskiptahalli sem hlutfall af vergri landsframleiðslu ekki verið meiri á þessum árstíma frá árinu 1998 (sjá mynd VII-1) og er t.d. meiri en metárið 2000. Innflutningur fyrstu þrjú mánuði ársins var 22,4% meiri á föstu gengi en á sama tímabili árið áður.

### Áfram stefnir í metviðskiptahalla á árinu

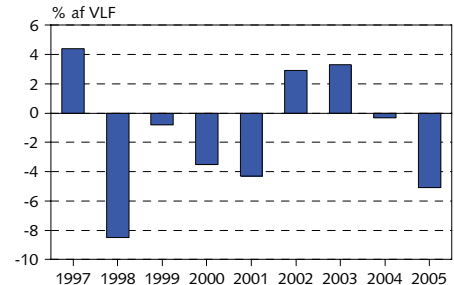
Viðskiptahalli ársins 2004 var tæplega 70 ma.kr., eða sem nam u.p.b. 8% af vergri landsframleiðslu. Ríflega helmingur hallans var tilkominn vegna halla á vöruviðskiptum, en þjónustujöfnuður versnaði einnig, einkum af völdum aukinna útgjalda vegna ferðapjónustu og samgangna. Halli á þáttatekjum nam 17,7 ma.kr., en mikil vaxtagjöld voru greidd undir lok ársins. Erlendar skuldir hækkuðu um 40% á árinu. Skýrir það að miklum hluta auknar vaxtagreiðslur, en hækkun erlendra skammtímavaxta hefur einnig haft nokkur áhrif á vaxtabyrðina. Undirstrikar þróunin hversu næmur viðskiptajöfnuðurinn er fyrir breytingum erlendra vaxta.

Á þessu ári er spáð að viðskiptahallinn slái nýtt met og muni nema um 12% af landsframleiðslu, sem er svipað og spáð var í mars. Reiknað er með minni vexti innflutnings en í síðustu spá, enda er gengi krónunnar lægra en þá. Engu að síður er gert ráð fyrir að hlutfall innflutnings af vergri landsframleiðslu muni ná hámarki á þessu ári, en spáð er mikilli aukningu innflutnings í tengslum við stóriðjuframkvæmdir (sjá mynd VII-3). Minni vöxtur innflutnings dregur þó ekki úr viðskiptahallanum, því að einnig er gert ráð fyrir minni vexti útflutnings en í marsspánni. Það skýrist af því að spá um vöxt útflutnings sjávarafurða hefur verið lækkuð eins og áður hefur komið fram. Einnig aukast vaxtagreiðslur til útlanda vegna lægra gengis en í síðustu spá. Viðskiptahalli ársins er því svipaður og í síðustu spá.

Á næsta ári er reiknað með því meiri viðskiptahalla en spáð var í mars sl., eða sem nemur 10% af vergri landsframleiðslu. Munar þar mestu að reiknað er með minni vexti útflutnings en áður, sem má m.a. rekja til minni sjávarafra en spáð var í mars. Spáð er meiri vexti þjóðarútgjalda, einkum einkaneyslu. Þótt lægra gengi dragi úr innflutningi og viðskiptahalla hafa vöxtur þjóðarútgjalda og hærri vaxtagreiðslur gagnstæð áhrif.

Mynd VII-1

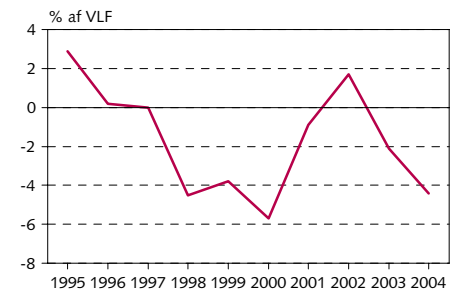
Vöruskiptajöfnuður sem hlutfall af vergri landsframleiðslu janúar-mars 1997-2005<sup>1</sup>



1. Fyrir árið 2005 er miðað við áætlun Seðlabanka Íslands um verga landsframleiðslu á fyrsta ársfjórðungi.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-2

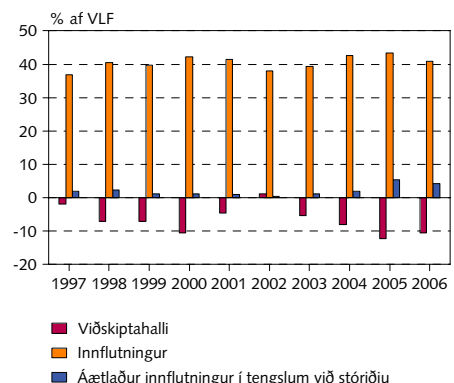
Vöruskiptajöfnuður sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 1995-2004



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3

Viðskiptahalli, innflutningur og áætlaður innflutningur í tengslum við stóriðju 1997-2006<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans fyrir 2005-2006.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Eins og greint var frá í síðustu *Peningamálum* hefur viðskiptahallinn að þessu sinni myndast við nokkuð aðrar aðstæður en ríktu á árinu 2000. Raungengi er mun hærra og erlendir vextir hafa verið í sögulegu lágmarki. Halli á þáttatekjujöfnuði hefur því ekki aukist í samræmi við vöxt erlendra skulda, sem hafa fjórfaldast á síðastliðnum sjö árum, en vaxtabyrðin hefur einungis rúmlega tvöfaldast á sama tíma. Líklegt þykir að vextir erlendis muni hækka á næstunni, en í spá Seðlabankans er sem fyrr gert ráð fyrir hægfara hækkun þeirra. Tæplega 15% erlendra skulda þjóðarbúsins eru í Bandaríkjadöllum. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur hækkað vexti um 2 prósentur frá því í júní árið 2004 og má því ætla að greiðslubyrði skammtímalána í Bandaríkjadöllum hafi aukist nokkuð. Á hinn bóginn eru langtímavextir enn lágir og hafa jafnvel lækkað undanfarna mánuði. Skammtímaxvextir hafa haldist nánast óbreyttir á evrusvæðinu og þróun langtímavaxta verið svipuð. Burtséð frá nokkurri hækkun áhættuálags á vexti hafa því líklega ekki orðið umtalsverðar breytingar á vaxtakjörum þjóðarbúsins frá því í mars. Ef vextir og vaxtaálag hækka munu vaxtagreiðslur Íslands aukast og viðskiptahallinn aukast sem nemur u.þ.b.  $1\frac{1}{3}$  prósentu af landsframleiðslu fyrir hverja prósentu af hækkun meðalvaxta á skuldum þjóðarbúsins.<sup>8</sup> Áhrifin gætu því orðið umtalsverð víki vaxtaþróunin frá því sem gengið er út frá í spánni.

8. Hreinar erlendar skuldir (án áhættufjármagns) þjóðarbúsins námu rúmlega 129% af vergrí landsframleiðslu í lok árs 2004.



## VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

### Verðlagspróun

Dregið hefur úr verðbólgu frá því að síðasta verðbólguþspá Seðlabankans var birt í mars. Minni verðbólgu má rekja til áhrifa sterkara gengis krónunnar á verðlag innfluttrar vöru og aukinnar samkeppni á dagvörumarkaði. Breyting á aðferð Hagstofu Íslands við útreikning vaxta af húsnæðislánum í húsnæðislið vísitölunnar leiddi einnig til lækkunar vísitölu neysluverðs í maí.

#### Breytt aðferð hefur í för með sér lækkun húsnæðisliðar

Verðbólga fór yfir efri þolmörk verðbólguþspá Seðlabankans í febrúar og jókst enn í mars en þá varð tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 4,7%. Í apríl og maí dró úr verðbólgu, fyrst og fremst vegna áhrifa sterkara gengis og aukinnar samkeppni á dagvörumarkaði. Breytt aðferð Hagstofunnar við útreikning vaxtakostnaðar af húsnæðislánum í húsnæðislið vísitölunnar hafði einnig í för með sér að vísitalan var 0,45% lægri í maí en ella hefði orðið, en vísitalan í heild lækkaði um 0,54% á milli apríl og maí. Breytingin fólst í því að viðmiðunartímabil meðalraunvaxta í húsnæðislið vísitölunnar var stýtt úr fimm árum í tólf mánuði (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 3). Eftir þessa breytingu munu áhrif vaxtabreytinga koma fyrr og sterkar fram í vísitölu neysluverðs en áður. Tólf mánaða verðbólga var 2,9% í maí en hefði verið um 3,4% hefði aðferðin verið óbreytt.

Breytingar á kjarnavísitölunum tveimur sem Hagstofan birtir gefa vísbendingu um undirliggjandi verðbólgu. Hækkun þeirra hefur verið heldur meiri en heildarvísitölunnar það sem af er ári, fyrst og fremst vegna þess að verðlækkun búvöru á árinu kemur ekki fram í kjarnavísitölunum. Bil sem myndaðist á milli neysluverðsvísitölunnar og kjarnavísitalanna á miðju síðasta ári er því nánast horfið. Í maí var tólf mánaða hækkun kjarnavísitölu 1 3,4% og hækkun kjarnavísitölu 2 var 3,2%. Að meðaltali var verðbólga á fyrsta fjórðungi þessa árs í samræmi við verðbólguþspá Seðlabankans frá því í mars sl., eða 4,4%.

#### Gengishækkun krónunnar veldur verðlækkun innfluttrar vöru ...

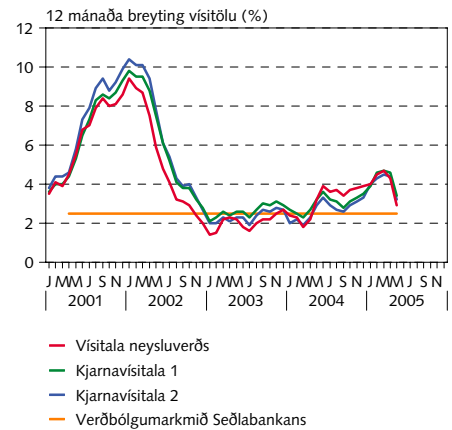
Gengishækkun krónunnar hefur haft töluverð áhrif á þá liði neysluverðsvísitölunnar sem næmastir eru fyrir gengisbreytingum. Í mars var gengi krónunnar að meðaltali 11% hærra en fyrir ári en tók að veikjast undir lok mars. Gengishækkun krónunnar fram eftir marsmánuði hefur haft nokkur áhrif á verð innfluttrar vöru, en áhrifin hafa væntanlega ekki verið komin fram að fullu þegar krónan tók að veikjast á ný.

Innfluttar mat- og drykkjarvörur eru með gengisnæmstu þáttum vísitölu neysluverðs. Í maí hafði þessi þáttur vísitölunnar lækkað um rúmlega 12% á einu ári. Lækkunin skýrist þó ekki eingöngu af gengishækkun krónunnar sem hækkaði um 7½%, heldur hefur verðsamkeppni í lágvöruverslunum einnig stuðlað að verðlækkun. Verð innfluttrar vöru sem er ónæmara fyrir skammtímagengisbreytingum krónunnar, t.d. nýrra bifreiða og varahluta, hefur einnig lækkað lítillega undanfarið ár og hefur lækkunin verið mest frá áramótum.

Bensínverð er einnig næmt fyrir gengisbreytingum, en verðhækkun á heimsmarkaði vegur á móti áhrifum hærra gengis. Bensín-

Mynd VIII-1

Verðbólga janúar 2001 - maí 2005<sup>1</sup>

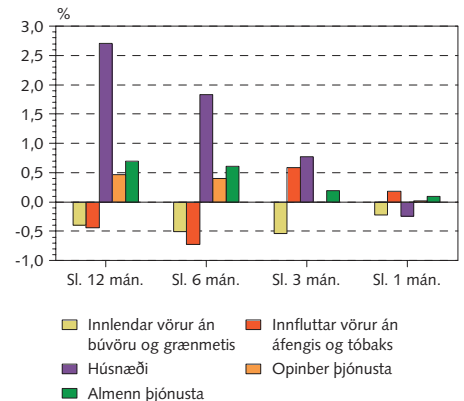


1. Í kjarnavísitölu 1 eru teknir út ymsir sveiflukenndir liðir, þ.e.a.s. búvara, grænmeti, ávextir og bensín. Í kjarnavísitölu 2 er að auki undanskilið verðlag opinberra þjónustu. Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-2

Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs í maí 2005

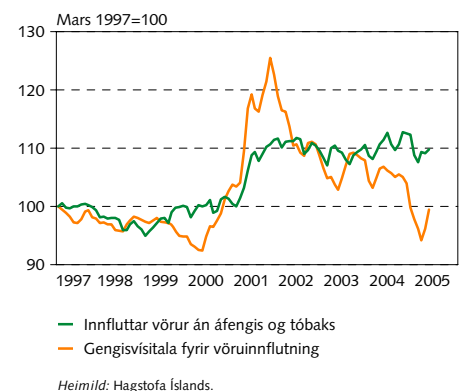
Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 1, 3, 6 og 12 mánuði



Heimild: Hagstofa Íslands.

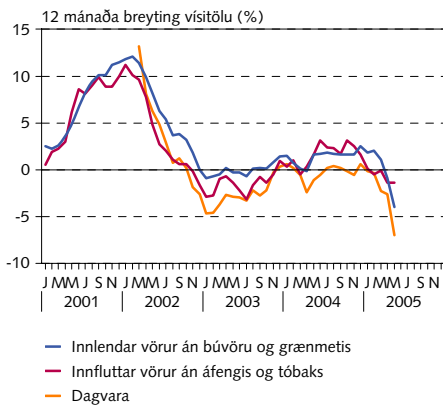
Mynd VIII-3

Gengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - maí 2005



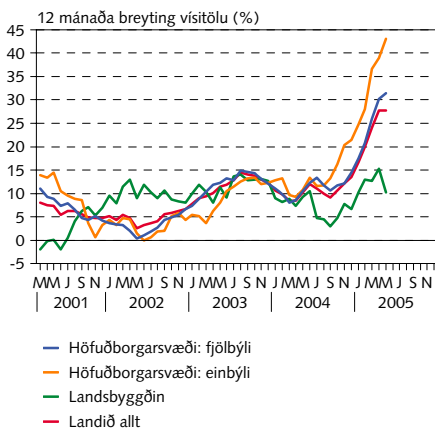
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4  
Vöruverð janúar 2001 - maí 2005



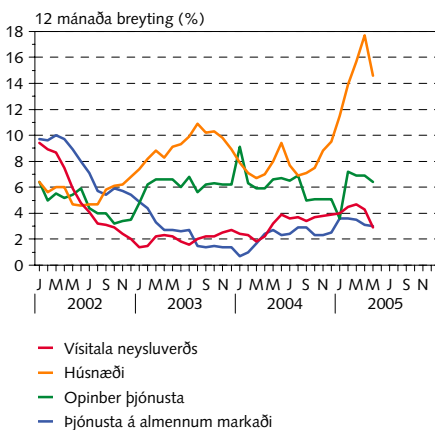
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5  
Markaðsverð íbúðarhúsnæðis  
mars 2001 - maí 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6  
Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta  
janúar 2002 - maí 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

verð hefur hækkað töluvert frá mars og var í maí 6,2% hærra en fyrir ári. Áfengi og tóbak hefur einnig hækkað nokkuð þótt dregið hafi úr hækkingunum á vormánuðum. Tólf mánaða verðlækkun innfluttrar vöru nam því aðeins 0,9% í maí, en ef horft er fram hjá áhrifum bensíns, áfengis og tóbaks nam árslækkunin 2,8%.

### ... og verðlag innlendirar vöru hefur lækkað hratt undanfarna mánuði

Aukin samkeppni í lágvöruverðsverslunum er ein helsta skýring verðlækkunar innlendirar vöru að undanfögnu. Verð innlendirar vöru hafði í maí lækkað um 4,3% frá sama tíma í fyrra og um tæplega 7% eftir að samkeppni jókst í lágvöruverðsverslunum í febrúar. Mest hefur verð innlands grænmetis lækkað, en tólf mánaða verðlækkun þess nam tæplega 12% í maí. Búvörur án grænmetis hafa einnig lækkað talsvert í verði eftir nokkra hækkingu í lok síðasta árs.

### Markaðsverð húsnæðis hækkar áfram hröðum skrefum

Þótt árshækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs hafi verið nokkru minni í maí en í apríl, eða 14,6%, sakir fyrrnefndrar breytingar á aðferð við mat vaxta jókst undirliggjandi árshraði húsnæðisverðbólgunnar. Markaðsverð húsnæðis hækkaði um 2,3% á milli mánaða og um tæplega 28% á tólf mánuðum. Sem fyrr var hækkingin mest á höfuðborgarsvæðinu, en húsnæðisverð á landsbyggðinni hefur einnig tekið við sér.

Enn sjást þess ekki merki að verulega dragi úr verðhækkingu húsnæðis í bráð. Meginástæður hennar eru auknar ráðstöfunartekjur og aukið framboð lánsfjár sem hefur aukið eftirspurn eftir húsnæði töluvert, og hraðar en svo að framboð geti komið til móts við hana. Áætlanir byggingarfulltrúa á höfuðborgarsvæðinu benda hins vegar til þess að framboð kunni að aukast nokkuð er líða tekur á árið og á næsta ári.

Hækkingu verðlags opinberrar þjónustu undanfarið ár hefur verið töluvert meiri en vísitölunnar í heild og nam árshækkunin 6,4% í maí. Verð þjónustu einkaaðila hefur einnig hækkað umfram verðbólgu markmið Seðlabanka Íslands. Í maí hafði það hækkað um 3% frá sama tíma árið 2004. Þróunin undirstrikar það sem áður hefur komið fram að verðbólga kemur einkum fram á sviðum þar sem erlendar samkeppni gætir síst. Undantekning frá því er verðlækkun búvöru.

### Verðbólguvæntingar

Engar áreiðanlegar nýjar upplýsingar um verðbólguvæntingar eru fyrir hendi frá því í mars. Undanfarið ár hefur verðbólguálag ríkisskuldabréfa til þriggja og fimm ára verið notað sem mælikvarði á verðbólguvæntingar markaðsaðila. Vegna skorts á verðtryggðum viðmiðunarflokki (þeim sem notaður hefur verið var á gjalddaga í apríl), er ekki lengur hægt að reikna verðbólguálag með þessum hætti. Um mánaðamótin febrúar/mars gerði IMG Gallup könnun á verðbólguvæntingum almennings sem sýndi væntingar um 4% verðbólgu næstu tólf mánuði. Verðbólguvæntingar almennings virðast fremur taka mið af liðinni verðbólgu en spám. Því er hugsanlegt að þær hafi hjaðnað að einhverju leyti frá síðustu könnun, sem var gerð þegar verðbólgan var í hámarki.

Hækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs er meginrót verðbólgunnar undanfarið ár. Að honum frátöldum var vísitala neysluverðs í byrjun maí óbreytt frá maí í fyrra. Aðferðirnar sem beitt er við útreikning húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs hafa því verið nokkuð til umræðu. Meðal annars hefur verið fjallað um þær í *Peningamálum* auk þess sem formaður bankastjórnar Seðlabankans vék að þeim í ræðu sinni á ársfundi bankans 30. mars sl. (sjá bls. 45-53). Við útreikning vísitölnunnar í byrjun maí var beitt nýrri aðferð við áætlun meðalvaxta í húsnæðislið hennar sem leiddi til þess að vísitalan var 0,45% lægri en ella, en vísitalan í heild lækkaði um 0,54% á milli apríl og maí. Um þýðingu breytinganna fyrir peningastefnuna er fjallað á bls. 36. Hér fylgir greinargerð Hagstofu Íslands um breytinguna. Hún var birt í Hagtíðindum 3. maí sl. (millifyrirsögnum er sleppt):

„Í júlí 2004 var kerfi langtímalána Íbúðalánasjóðs breytt þegar tekin voru upp peningalán, ÍLS-veðbréf, með lægri raunvöxtum en áður. Fljótlega eftir þetta hófu bankar að bjóða hagstæð lán til húsnæðiskaupa og jókst þá framboð langtímalána til einstaklinga mjög. Í kjölfarið fylgdu aukin viðskipti með húsnæði og hækkaði húsnæðisverð verulega.

Hagstofan tók tillit til þeirrar vaxtalækkunar, sem varð við kerfisbreytinguna í júlí 2004, enda leiddi hún til lægra raunvaxtastigs en verið hafði. Í nýja lánakerfinu eru vextirnir ákvarðaðir mánaðarlega. Í upphafi var talið líklegt að þeir myndu breytast mun tíðar en verið hafði sem gæti valdið verulegum skammtímasveiflum á vísitölnni. Af þessum sökum var í ágúst 2004 ákveðið að miða raunvexti í vísitölnni við meðaltal þeirra undanfarin fimm ár og þeim breytt mánaðarlega þannig að í hvert sinn væri felldur brott einn mánuður og nýjum mánuði bætt við. Með þessu væri tryggt að áhrifin af vaxtalækkuninni kæmu fram í útreikningnum án þess að vaxtabreytingar yllu skammtímasveiflum í vísitölnni. Vextir til húsnæðiskaupa lækkuðu úr 5,1% í 4,8% í júlí 2004 og voru í lok ársins komnir í 4,15%. Þeir hafa verið óbreyttir síðan og telja verður líklegt að komin sé fram langtímalækkun á raunvöxtum.

Að fenginni þessari reynslu og í ljósi framkominna sjónarmiða í þessum efnum telur Hagstofan rétt að stytta viðmiðunartímabil vaxtanna í tólf mánuði og taka þannig áhrif af breytingum vaxta hraðar inn í útreikninginn en áður. Miðað er við að aðferðinni sé haldið óbreyttri til næstu grunnskipta í mars 2006 og verði hún endurmetin þá. Verði vextir stöðugir á því tímabili munu áhrifin af breytingu vaxtanna á verðmælinguna fjara út.

Samsetning raunvaxtanna sem notuð er við útreikninginn, hefur einnig verið endurmetin eins og gert er árlega í tengslum við grunnskipti vísitölnunnar í mars. Vöxtum af eigin fjármögnun húsnæðis, er haldið föstum en þeir eru ríflega helmingur af vog vaxta í húsnæðislið vísitölnunnar. Aðrir vextir eru breytilegir en þar er um að ræða vexti af ÍLS-lánum, húsnæðislánum frá bönkum og lífeyrissjóðum ásamt lánum sem tekin eru yfir við kaup fasteigna. Vextirnir eftir þessar breytingar eru um 3,7% að meðaltali.

Heildarlækkun vísitölu neysluverðs vegna lækkunar vaxtanna miðað við tólf mánaða meðaltal þeirra nemur um 0,9% frá júlí 2004 til apríl 2005 og þegar hafa verið tekin með áhrif vaxtalækkunar sem nema um 0,45% til lækkunar vísitölnni í mælingu hennar í maí 2005."

## Rammagrein 3

### Breyting á útreikningi meðalvaxta í húsnæðislið vísitölu neysluverðs

## Rammagrein 4

### Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem fram komu í könnun Seðlabankans í byrjun maí. Líkt og undanfarið voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., Kaupþings banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.

Eftir að hafa greint töluvert á um líklega framvindu í febrúar sl. eru sérfræðingarnir nú meira sammála um efnahagsþróun næstu missera. Almenn virðist gæta meiri bjartsýni en áður: Verðbólguþáttur hafa lækkað og hagvaxtarspár hækkað.

Sérfræðingar á fjármálamarkaði telja að verðbólgan árið 2005 verði að meðaltali 3,8% og nánast hin sama á milli ársmeðaltala árána 2004 og 2005 sem er rétt undir þölmörkum verðbólguþáttur Seðlabankans. Spá Seðlabankans um verðbólgu þetta ár er nokkru lægri en sérfræðinganna en rétt er að minna á að í henni er reiknað með óbreyttum stýrivöxtum og gengisvísitölu á spátímabilinu. Bankinn spár 3% verðbólgu yfir árið 2005 og 3,6% milli ársmeðaltala árána 2004 og 2005. Svarendur hafa mjög ólíkar skoðanir á verðbólguhorfum á næsta ári sem sjá má í meðfylgjandi töflu. Að meðaltali álíta þeir að verðbólga yfir árið hækki nokkuð, í 5,3%, en verði 4,9% á milli ársmeðaltala 2005 og 2006. Til samanburðar gerir Seðlabankinn ráð fyrir 3,6% verðbólgu yfir næsta ár en 3,2% á milli ársmeðaltala árána 2005 og 2006.

Hagvaxtarspá svarenda hefur farið hækkanði frá því í nóvember og munur hæstu og lægstu gilda er minni en áður. Að meðtali búast þeir við 6,2% hagvexti í ár og 5,3% á næsta ári. Seðlabankinn spár heldur meiri vexti: 6,6% árið 2005 og 6,2% árið 2006.

Sérfræðingar á fjármálamarkaði telja að gengisvísitalan verði 122 stig eftir tólf mánuði sem er töluvert lægra gengi en verið hefur undanfarnar vikur en gengisvísitalan hefur risið nokkuð síðustu vikur eftir að hafa farið niður í rúm 106 stig seinni hluta mars sl. Þeir gera svo ráð fyrir frekari veikingu gengisins síðar og telja að gengisvísitalan standi í tæpum 130 stigum eftir tvö ár. Þetta er mjög svipuð gengisspá og í febrúar.

Stýrivextir Seðlabanka Íslands voru hækkaðir 29. mars sl. í 9%. Sérfræðingarnir reikna með frekari vaxtahækkunum næstu mánuði og spá tæplega 10% stýrivöxtum að ári og litlum breytingum næsta ár á eftir.

Verð hlutabréfa hefur hækkað mikið það sem af er árinu en svarendur gera ráð fyrir að hægi á þeirri þróun. Skoðanir eru þó mjög skiptar og einn aðili spár verðlækkun hlutabréfa eftir eitt ár og frekari lækkun eftir tvö ár.

Eins og undanfarið spá allir því að fasteignir hækki áfram í verði hvort sem horft er eitt eða tvö ár fram á við – en minna en undanfarið enda hefur húsnæðisverð hækkað mjög ört á skömmum tíma.

#### Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði<sup>1</sup>

	2005			2006		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	3,8	3,0	4,5	5,3	4,0	7,0
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	3,7	3,5	4,0	4,9	3,9	6,4
Hagvöxtur	6,2	6,0	6,5	5,3	5,0	5,5
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla	122,5	115,0	133,0	129,5	127,0	133,0
Stýrivextir Seðlabankans	9,8	9,3	10,0	8,6	7,3	10,0
Langtímanafnvextir <sup>2</sup>	7,6	7,5	7,6	7,2	7,0	7,4
Langtímaraunvextir <sup>3</sup>	3,6	3,2	4,0	3,5	3,3	3,7
Breyting úrvalsvísitölu aðallista	6,8	-15,0	15,0	15,2	-19,3	35,0
Breyting fasteignaverðs	10,9	7,5	15,0	14,6	7,5	20,8

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

## Verðbólguþá Seðlabankans

Eins og áður hefur komið fram birtir Seðlabankinn einungis uppfærða þjóðhags- og verðbólguþá að þessu sinni. Heildstæð þá verður næst birt í september.

Stýrivextir Seðlabankans hafa hækkað um ¼ úr prósentu frá því að síðasta verðbólguþá bankans var gerð í mars og voru þeir 9% á spádegi nú. Á sama tíma hefur gengi krónunnar lækkað um 6%. Í spánni er miðað við óbreytta stýrivexti og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla nálægt 116 stigum út spátímabilið.

### Verðbólguhorfur hafa heldur versnað

Frá því að Seðlabankinn birti síðast verðbólguþá í mars sl. hafa verðbólguhorfur til næstu tveggja ára heldur versnað. Gengi krónunnar sem miðað er við í spánni er 6% lægra en í marsspánni og horfur eru á meiri vexti eftirspurnar. Aðrar forsendur, t.d. um miðlun gengisbreytinga út í verðlag, hafa lítið breyst.

Verðbólguhorfur til næsta árs eru nokkuð áþekkar og í síðustu spá. Spáð er heldur minni verðbólgu á næsta ársfjórðungi, sem skýrist af breyttri aðferð Hagstofunnar við mat á vaxtakostnaði húsnæðislána í vísitölu neysluverðs sem greint er frá í rammagrein 3. Eftir ár er spáð að verðbólgan verði 2,7%, sem er svipað og í síðustu spá, hvort sem miðað er við sama ársfjórðung eða sömu lengd spátímabils.

Þegar líður á spátímabilið er spáð heldur meiri verðbólgu en gert var í mars. Það á sérstaklega við um annan ársfjórðung næsta árs þegar ofangreind kerfisbreyting hættir að hafa áhrif á mælingu verðbólgunnar. Þá er spáð tæplega 1 prósentu meiri verðbólgu en í marsspánni. Eftir tvö ár er munurinn hins vegar minni. Þá er gert ráð fyrir að verðbólga verði 3,7%, samanborið við rúmlega 3% verðbólgu í síðustu spá.

Sem fyrr segir byggist spáin á óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar frá spádegi. Spá með breytilegum vöxtum og gengi er ekki birt að þessu sinni, en gefur svipaða sýn á verðbólguhorfur til næstu tveggja ára og sambærileg spá sem birt var í mars. Gengi krónunnar fellur tiltölulega hratt á næstu misserum samkvæmt slíkri spá og verðbólguhorfur til tveggja ára því lakari en í meginspánni, þrátt fyrir heldur hærra stýrivexti framan af spátímabilinu. Munurinn á spám með föstum vöxtum annars vegar og breytilegum vöxtum hins vegar er þó minni nú en í mars, enda er hluti af gengislækkuninni í fráviks-spánni í mars fólgin í meginspánni nú. Munurinn á gengisferlum spánna er því minni en í mars.

### Áhættumat verðbólguþárárinnar nánast óbreytt frá síðustu spá

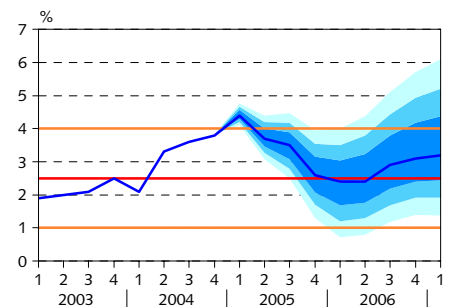
Óvissa ríkir um verðbólguhorfur nú sem endranær. Meginspá bankans lýsir þeirri framvindu sem talin er líklegust miðað við að stýrivextir og gengi krónunnar haldist óbreytt út spátímabilið, en mikilvægt er að horfa til allrar líkindadreifingar spárinnar við ákvarðanir í peningamálum.

Helstu óvissuþættir verðbólguþárárinnar hafa lítið breyst frá því að Seðlabankinn birti síðast verðbólguþá í mars sl., nema hvað líkur á skarpru gengislækkun hafa eitthvað minnkað, enda er gengi krónunnar veikara en í síðustu spá. Óvissa spárinnar er því áfram talin

Mynd VIII-7

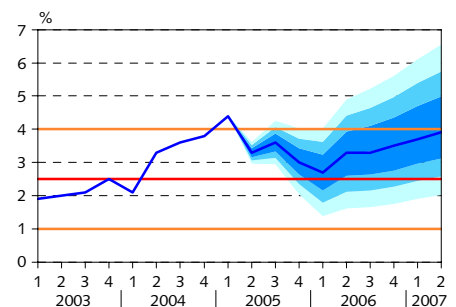
Síðasta verðbólguþá Seðlabankans  
(í Peningamálum 2005/1)

Spátímabil: 1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2007



Ný verðbólguþá Seðlabankans

Spátímabil: 2. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2007



- Vísitala neysluverðs
- Verðbólguþámið
- Neðri þölmörk
- Efri þölmörk
- 50% óvissubil
- 75% óvissubil
- 90% óvissubil

Myndirnar sýna óvissubil verðbólguþárárinnar. 90% líkur eru taldar á því að verðbólga verði innan alls skyggaðs svæðisins, 75% líkur á að verðbólga verði innan tveggja dekksta svæðanna og 50% líkur á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann og endurspeglast það í víðara óvissubili. Óvissan í spánum er talin heldur minni en endurspeglast í sögulegum spáskekkjum sem eru nokkuð litáar af þróuninni á árunum 2001-2002.

Tafla VIII-1 Helstu ósamhverfir óvissuþættir verðbólguþspár

Óvissuþáttur	Skýring	Áhrif á verðbólgu
Einkaneysla	Áhrif breytinga á lánamarkaði í formi lægri langtímavaxta og aukins aðgengis að lánsfé og möguleg auðsáhrif á einkaneyslu geta verið vanmetin	Hætta á að eftirspurnarþrýstingur sé vanmetinn og verðbólgu því vanspáð
Gengisþróun	Áhrif sterks gengis á innlent verðlag geta verið vanmetin Mikill viðskiptahalli og væntingar um aukna verðbólgu næstu árin geta þrýst gengi krónunnar niður	Verðbólgu til skemmri tíma gæti verið ofspáð Hætta á að gengi krónunnar lækki og verðbólgu því vanspáð
Launaþróun	Möguleiki á að slæmar verðbólguhorfur og útkoma annarra kjarasamninga setji launalið kjarasamninga á almennum vinnumarkaði í uppnám	Hætta á að launahækkanir verði meiri en spáð er og verðbólgu því vanspáð
Opinber fjármál	Möguleiki á að aðhald í opinberum fjármálum verði minna en gert er ráð fyrir – sérstaklega í ljósi kosningaára framundan Möguleiki á að áhrif skattalækkanaáætlana á væntingar um framtíðartekjur séu vanmetin og að eftirspurnaráhrif áforma verði því meiri	Hætta á að eftirspurnarþensla verði meiri í hagkerfinu en spáð er og verðbólgu því vanspáð
Eignaverð	Húsnæðisverð gæti hækkað meira á næstu misserum en gert er ráð fyrir Möguleiki á lækkun eignaverðs sem dragi úr einkaneyslu þegar liða tekur á spátímabilið	Verðbólgu til skemmri tíma gæti verið vanspáð Hætta á að eftirspurnarþensla verði minni í hagkerfinu en spáð er og verðbólgu því ofspáð
Áhættumat	<i>Eitt ár fram í tímann</i>	<i>Tvö ár fram í tímann</i>
<i>Peningamál 2004/2</i>	Samhverft	Upp á við
<i>Peningamál 2005/1</i>	Samhverft	Upp á við
<i>Peningamál 2005/2</i>	Samhverft	Upp á við

nokkurn veginn samhverf litið til eins árs en nokkuð meira upp á við litið tvö ár fram í tímann. Tafla VIII-1 sýnir yfirlit yfir helstu ósamhverfu óvissuþætti spárinnar og þau áhrif sem þeir hafa á líkindadreifingu verðbólguþspárinnar. Mynd VIII-7 sýnir mat bankans á líkindadreifingu verðbólguþspárinnar. Dreifing marsspárinnar er einnig sýnd til samanburðar. Útreikningi á líkindadreifingu verðbólguþspárinnar er lýst í viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1.

Tafla VIII-2 sýnir mögulegt bil verðbólgu út frá líkindadreifingu spárinnar. Líkur á því að verðbólga verði innan þolmarka eftir tvö ár hafa heldur minnkað frá síðustu spá, enda heldur meiri verðbólgu spáð.

Tafla VIII-2 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

Ársfjórðungur	Verðbólga				
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	yfir 4%
2. ársfj. 2005	< 1	< 1	< 1	> 99	< 1
1. ársfj. 2006	< 1	39	40	55	5
1. ársfj. 2007	< 1	11	11	41	48

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

## IX Stefnan í peningamálum

### Fjármálaleg skilyrði svipuð og í mars

Stýrivextir Seðlabankans voru hækkaðir um 0,25 prósentur í tengslum við útgáfu *Peningamála* í mars. Í inngangi ritsins var ákvörðun bankans rökstudd og þess meðal annars getið að eðlilegt væri að taka tillit til verulegrar hækkunar á gengi krónunnar við ákvarðanir í peningamálum, enda fæli gengishækkunin í sér aukið aðhald. Frá því að spáin var gerð hefur gengi krónunnar lækkað nokkuð á ný. Gengið sem miðað er við í verðbólguþáttinum sem kynnt er hér að framan er 6% lægra en í marsspánni. Gengislækkunin hefur í för með sér að verðbólguhorfur verða lakari en ella auk þess sem hún felur í sér nokkra slökun á peningalegu aðhaldi.

Að gengislækkuninni frátalinni hafa ekki orðið miklar breytingar á fjármálalegum skilyrðum frá því í mars. Raunstýrivextir hafa heldur þokast upp á við á flesta tiltæka mælikvarða, en eru þó ekki mjög háir í sögulegu samhengi. Á hinn bóginn hafa erlendir langtímavextir lækkað, þrátt fyrir hækkun stýrivaxta bandaríska seðlabankans í mars og í maí. Hækkandi áhættuálag á vexti gæti þó vegið nokkuð á móti.

### Þörf fyrir aukið peningalegt aðhald þrátt fyrir tímabundna hjöðnun verðbólgu

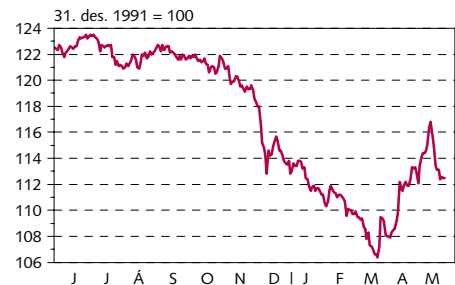
Viðfangsefni peningastefnunnar um þessar mundir er að beita því aðhaldi sem þarf til þess að tryggja stöðugleika verðlags á næstu árum við aðstæður sem einkennast af vaxandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Ójafnvægið kemur einkum fram í gríðarlegri hækkun fasteignaverðs og vaxandi halla á viðskiptum við útlönd. Verðbólga hefur einnig verið meiri en 2,5% verðbólguþáttmiðað, þótt dregið hafi úr henni frá því í mars.

Að hækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs frátalinni mælist verðbólgan hins vegar engin. Þar sem hækkun húsnæðisliðarins endurspeglar hækkun eignaverðs, sem kemur flestum heimilum til góða og er auk þess líkleg til að ganga að hluta til baka síðar, er eðlilegt að spurt sé hvort nauðsynlegt sé að herða aðhald peningastefnunnar meira en þegar hefur verið gert.

Til þess að peningastefna skili árangri þarf hún að horfa fram á veg fremur en um öxl. Þótt dregið hafi úr verðbólgu sl. tvo mánuði og hún birtist fyrst og fremst í hækkun fasteignaverðs, benda flestir hagvísar og spár bankans, sem greint er frá hér að framan, til þess að enn sé veruleg hætta á of mikilli verðbólgu á næstu tveimur árum. Ekki má láta það villa sér sýn að dregið hefur úr verðbólgu sl. tvo mánuði enda gerðist það fyrst og fremst sökum hækkunar á gengi krónunnar og breyttra aðferða við útreikning á húsnæðislið vísitölu neysluverðs. Áhrif verðstriðs á dagvörumarkaði kunna einnig að vera tímabundin. Hvert sem litið er blasa við merki um umtalsvert ójafnvægi. Má þar nefna öran vöxt veltu, innflutnings, útlána innlánsstofnana og tekna ríkissjóðs, vaxandi viðskiptahalla og hraða hækkun fasteignaverðs. Mikill vöxtur þessara hagstærða er ávísun á verðbólgu síðar, verði ekkert gert til að draga úr honum, jafnvel þótt hátt gengi krónunnar mildi verðlagsáhrifin um þessar mundir. Hátt gengi krónunnar er raunar ein af mörgum birtingarmyndum ójafnvægis í þjóðarbúskapnum

Mynd IX-1

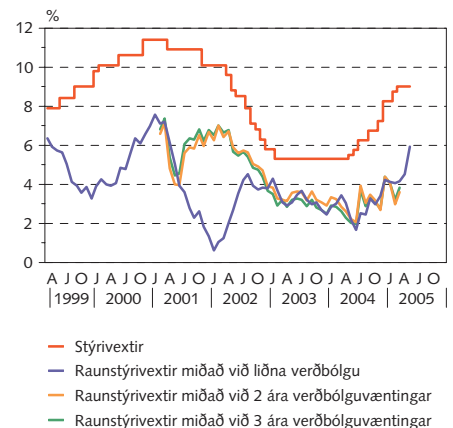
Gengisskráningarsvísitala krónunnar  
27. maí 2004 - 27. maí 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-2

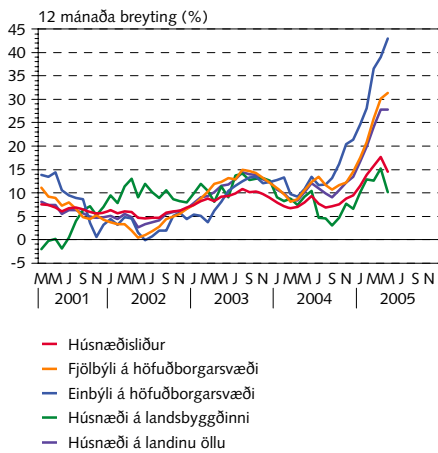
Stýrivextir og raunstýrivextir miðað við liðna verðbólgu og verðbólguvæntingar<sup>1</sup>  
mars 1999 - maí 2005



1. Ríkisbréfaflakurinn RIKB 05 var á gjalddaga 1. apríl sl. og eftir það skortir því upplýsingar um verðbólguvæntingar byggðar á reiknuðu verðbólguálagi.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-3

Hækkun húsnæðisliðar og markaðsverðs  
húsnæðis mars 2001 - maí 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

um. Þegar tekið er tillit til þess að afar líklegt er að gengið lækki til lengri tíma lítið eru rökin fyrir ströngu aðhaldi í peningamálum ljós.

### Breytt aðferð við mat á vaxtakostnaði hefur engin áhrif á peningastefnuna

Breytt aðferð við mat á vaxtakostnaði í húsnæðislið vísitölu neysluverðs leiddi til þess að verðbólga í maí mældist u.þ.b. ½ prósentu minni en ella (sjá rammagrein 3). Sumir hafa dregið þá ályktun af þessari minnkun mældrar verðbólgu að hún kunni að verða Seðlabankanum tilefni til að draga úr aðhaldi peningastefnunnar. Þetta er misskilningur. Í fyrsta lagi var vitað að vaxtakostnaður í vísitölunni væri nokkuð ofmetinn að því gefnu að lækkun vaxta á fasteignaveðlánnum frá því sl. sumar væri varanleg. Aðgerðir í peningamálum hafa verið teknar með þá vitneskju í farteskinu. Í því sambandi er rétt að minna á að þótt tólf mánaða hækkun vísitölu neysliverðs sé hinn formlegi mælikvarði á framgang verðbólgu markmiðsins er hún ekki vérlænt markmið Seðlabankans, heldur ber honum einnig að horfa til annarra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu þegar ákvarðanir í peningamálum eru teknar. Í öðru lagi er mikilvægt að peningastefnan sé framsýn eftir því sem frekast er kostur. Þess vegna gegna verðbólguþáttur til tveggja ára mikilvægu hlutverki við ákvarðanir í peningamálum. Nýleg breyting á aðferð Hagstofunnar við mat á vaxtakostnaði hefur fyrst og fremst áhrif á mat á liðinni verðbólgu mældri sem tólf mánaða breyting á vísitölu neysliverðs. Eftir rúmlega eitt ár verða áhrif breytingarinnar að mestu gengin um garð. Breytt aðferð hefur því engin áhrif á verðbólguhorfur til tveggja ára. Jafnvel er ekki loku fyrir það skotið að breytingin verði til þess að verðbólgan mælist meiri en ella eftir tvö ár, þ.e.a.s. ef raunvextir á fasteignaveðlánnum hækka. Ef horft er til langs tíma á þessi kerfisbreyting ekki að hafa nein áhrif á mælda verðbólgu.

### Styttra viðmiðunartímabil gæti skapað vanda við framkvæmd peningastefnunnar

Það leiðir hugann að því hvort hin nýja aðferð Hagstofunnar, þ.e.a.s. að miða við tólf mánaða meðaltal raunvaxta við mat á vaxtakostnaði vegna eigin húsnæðis í stað fimm ára meðaltals, sé að öllu leyti heppileg frá sjónarhóli peningastefnunnar. Styttra viðmiðunartímabil gæti leitt til þess að breyting á stýrivöxtum hefði áhrif á vísitöluna í gegnum vaxtakostnað eigin húsnæðis, t.d. þannig að hækkun stýrivaxta leiði til þess að mæld verðbólga aukist. Þetta er óheppilegt að því leyti að aukið aðhald getur þannig orðið tilefni enn meira aðhalds og svo koll af kolli, eða hið gagnstæða. Þessi vandi leiddi t.d. til þess að þegar Bretar tóku upp verðbólgu markmið snemma á tíunda áratugnum var ákveðið að nota sérstaka vísitölu án vaxtakostnaðar sem viðmið. Aðstæður hér eru þó ekki að öllu leyti sambærilegar og í Bretlandi. Í fyrsta lagi eru vextir húsnæðislána hér á landi almennt fastir en ekki breytilegir eins og í Bretlandi. Miðlun breytinga á stýrivöxtum til vaxta á húsnæðislánum er því með mun óbeinni hætti hér en þar og áhrifin reyndar stundum minni en engin, eins og nýleg dæmi sanna. Að auki eru lánin almennt verðtryggð. Undir eðlilegum kringumstæðum má þó ætla að stýrivaxtabreytingar hafi einhver tímabundin áhrif á vexti



húsnæðislána og ekki er loku fyrir það skotið að áhrifin geti við ákveðin skilyrði verið nokkuð sterk. Ef svo færi væri sá möguleiki einnig fyrir hendi að Seðlabankinn horfði fram hjá áhrifum vaxta-breytinga á vísitölu neysluverðs við ákvarðanir í vaxtamálum, rétt eins og bankinn getur gert þegar sveiflur verða á bensínverði eða öðrum þáttum utan áhrifasviðs hans. Þá kæmi einnig til greina að reikna sér-staka vísitölu án vaxtakostnaðar til þess að hafa til hliðsjónar, líkt og kjarnavísitölurnar tvær sem Hagstofan reiknar nú.

### **Engin togstreita á milli markmiðs um verðlagsstöðugleika og fjármálastöðugleika**

Gríðarlega hröð hækkun fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu og hækkun hlutabréfaverðs að undanfögnu vekur nokkurn ugg. Hækkun eignaverðs kyndir undir vexti eftirspurnar og um síðir kann verð-hækkunin að ganga til baka að einhverju leyti og gæti þá magnað samdrátt ef svo bæri undir. Hækkun fasteignaverðs á sér nú stað á sama tíma og óhjákvæmilegt er að auka aðhald peningastefnunnar verulega af öðrum ástæðum. Aðgerðir í peningamálum er miða að því að koma í veg fyrir að stórframkvæmdir á þessu ári og því næsta raski verðlagsstöðugleika munu óhjákvæmilega hafa áhrif á eignamarkaðinn. Nokkuð fyrirsjáanlegt er hvenær dregur úr umsvifum framkvæmda, þ.e.a.s. að því gefnu að framkvæmdir við ný álíka stór verk-efni hefjist ekki þegar hinum fyrri lýkur árið 2007. Því má draga þá ályktun að líkur á umskiptum á fasteignamarkaði aukist þegar dregur að framkvæmdalokum eða í kjölfar þeirra. Því kynni að vera ástæða til varfærni á sviði peningamála þegar að því kemur til að forðast of hraða lækkun eignaverðs, en hún gæti grafið undan stöðugleika fjármálakerfisins. Þetta skapar þó enga togstreitu við framkvæmd peningastefnunnar eins og málum er nú háttað, a.m.k. enn sem komið er. Hvort heldur litið er á málin frá sjónarhóli verðbólgu-markmiðsins eða fjármálastöðugleika eru sterk rök fyrir ströngu aðhaldi peningastefnunnar nú, til að draga úr fyrirsjáanlegu ójafnvægi í þjóðarbúskapnum í aðdraganda þess að umsvifin fara að minnka á ný og til að minnka líkur á þörf fyrir enn sterkari aðhaldsaðgerðir síðar, þegar e.t.v. verður stutt í umskipti á eignamarkaði. Að auki er rétt að minna á að útbreidd verðtrygging fjárskuldbindinga leiðir til þess að lægri vextir og meiri verðbólga er kostur sem dregur ekki endilega úr þeim erfiðleikum sem gætu orðið í fjármálakerfinu vegna lækkunar eignaverðs. Því er ekkert tilefni til að hvika frá markmiðinu um stöðugt verðlag.

## Viðauki 1

# Skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabanka Íslands

Verðbólguþáttur og greining á efnahagshorfum er einn af hornsteinum í ákvörðunarferli Seðlabankans í peningamálum. Vegna tímatafa í miðunarferli peningastefnunnar er mikilvægt fyrir bankann að hafa sem gleggsta sýn á líklega framvindu verðbólgu og efnahagsmála á hverjum tíma.

Frá því að verðbólguþáttur var tekið upp í mars 2001 hefur Seðlabankinn birt verðbólguþáttur til tveggja ára í ársfjórðungsriti sínu, *Peningamálum*. Spáin hefur verið birt með mati á óvissu spárinnar enda ríkir jafnan mikil óvissa um efnahagsframvinduna og því að vissu leyti villandi að birta eingöngu punktspá. Með óvissubílinu er tekið tillit til ýmissa þátta sem geta leitt til verulegra frávik frá punktspánni. Nefna má breytingar í heimsbúskapnum og þróun gengis auk ýmissa innlendra efnahagsþátta. Seðlabankinn leggur jafnframt áherslu á að við mat á verðbólguþáttum til næstu tveggja ára og ákvörðun um möguleg viðbrögð peningastefnunnar við spánni sé horft til áhættumats spárinnar ekki síður en til punktspárinnar.

Seðlabankinn birtir einu sinni á ári samantekt á skekkjum í verðbólguþáttum sínum, síðast í *Peningamálum* 2004/2. Við mat á verðbólguþáttum er horft á meðalskekkju (bjögun) og staðalfrávik spáskekkju. Meðalskekkja sýnir hvert meðalfrávik spánna frá eiginlegri verðbólgu er og þar með hvort verðbólgu hefur kerfisbundið verið ofeða vanspáð. Staðalfrávik er mælikvarði á hversu langt spágildið er frá réttu gildi að meðaltali.

Seðlabankinn hefur um árabíl birt verðbólguþáttur allt að einu ári fram í tímann. Tafla 1 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólguþáttum bankans frá árinu 1994. Bæði meðalskekkja og staðalfrávik aukast eftir því sem spárnar ná lengra fram í tímann, enda eykst óvissan því lengra sem horft er fram á veginn. Engin merki eru þó um að Seðlabankinn hafi kerfisbundið van- eða ofspáð verðbólgu á þessu tímabili.

Tafla 1 Skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabankans  
1. ársfj. 1994 – 1. ársfj. 2005

%	Spá fram í tímann um			
	einn ársfj.	tvo ársfj.	þrjú ársfj.	fjóra ársfj.
Meðalskekkja	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Staðalfrávik	0,4	0,8	1,3	1,6

Frá því að verðbólguþáttur var tekið upp í mars 2001 hefur Seðlabankinn einnig birt verðbólguþáttur tvö ár fram í tímann. Tafla 2 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik spáskekkja frá því að bankinn tók upp verðbólguþáttur. Eins og sjá má er lítil munur á meðalskekkju eins og tveggja ára spánna en staðalfrávik spáskekkja tveggja ára spárinnar virðist heldur minna. Það gæti skýrst af því að peninga-

stefnan hefur meiri tök á að hafa áhrif á verðbólgu lengra fram í tímann vegna áðurnefndra tafa í miðlunarferli peningastefnunnar. Fjöldi mælinga er hins vegar enn sem komið er það lítilt að ekki er hægt að draga of víðtækar ályktanir. Samanburður á töflum 1 og 2 sýnir að staðalfrávik eins árs spáskekkna er svipað eftir að bankinn tók upp verðbólguþröskulmörk (1,5%) og á öllu tímabilinu (1,6%). Til samanburðar má geta að staðalfrávik árlegrar verðbólgu á þessum tímabilum er á bilinu 2 til 2½%.

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

	Fjöldi mælinga	Meðalskekkja (%)	Staðalfrávik (%)
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	13	-0,3	1,5
Átta ársfjórðungar fram í tímann	9	-0,4	1,2

Í töflu 3 má sjá hversu vel óvissumat Seðlabankans, eins og það birtist í líkindadreifingu verðbólguþröskulmörkanna, lýsir dreifingu mældrar verðbólgu eftir að bankinn tók upp verðbólguþröskulmörk. Fyrir liggur samanburður á tólf spám fjóra ársfjórðunga fram í tímann við mælda verðbólgu. Af þeim hafa fimm verið innan 50% óvissubils (42% tilvika), átta innan 75% óvissubils (67% tilvika) og ellefu innan 90% óvissubils (92% tilvika). Ein spá var utan 90% óvissubils en hún var gerð á öðrum ársfjórðungi ársins 2001, rétt áður en mikil gengislækkun krónunnar hófst. Dreifing spáskekkna á þessu tímabili virðist því í ágætu samræmi við gefna líkindadreifingu. Níu spár, sem ná átta ársfjórðunga fram í tímann, liggja jafnframt fyrir. Af þessum níu voru fimm innan 50% óvissubils (56% tilvika) og allar níu innan 75% óvissubils. Líkindadreifing verðbólguþröskulmörkanna tvö ár fram í tímann hefur því ofmetið mælda dreifingu verðbólgu eftir tvö ár.

Tafla 3 Dreifing mældrar verðbólgu með tilliti til verðbólguþröskulmörkanna

	Fjöldi mælinga	Fjöldi mælinga innan tilgreinds óvissubils		
		50%	75%	90%
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	12 <sup>1</sup>	5	8	11
Átta ársfjórðungar fram í tímann	9	5	9	9

1. Í Peningamálu 2004/1 var einungis birt punktspá. Því er um 12 mælingar að ræða í töflu 3 samanborið við 13 í töflu 2.

Að lokum má geta þess að þegar spáspekkjur bankans eru skoðaðar í samhengi við gengisþróun þess tímabils, sem spáð var til, má sjá nokkuð skýrt samband milli gengisfrávíks og spáskekkju þegar spáð er eitt ár fram í tímann. Þetta samband er ekki eins ljóst þegar spáð er tvö ár fram í tímann því að spár sem gerðar eru til tveggja ára virðast ekki eins næmar fyrir gengisbreytingum og spár sem gerðar eru til eins árs. Þetta bendir til þess að sveiflur í gengi krónunnar hafi fyrst og fremst áhrif á verðbólguþróun til skemmri tíma en síður á langtímaverðbólgu. Það má meðal annars skýra með því að víki gengi krónunnar umtalsvert frá því sem samrýmst getur verðbólguþröskulmörkinu til lengri tíma litið kallar slíkt á viðbrögð peningastefnunnar sem leiðrétta frávik. Það er líka hægt að skoða samband milli gengisfrávíks og spáskekkju þegar spáð er eitt ár fram í tímann. Þetta samband er ekki eins ljóst þegar spáð er tvö ár fram í tímann því að spár sem gerðar eru til tveggja ára virðast ekki eins næmar fyrir gengisbreytingum og spár sem gerðar eru til eins árs. Þetta bendir til þess að sveiflur í gengi krónunnar hafi fyrst og fremst áhrif á verðbólguþróun til skemmri tíma en síður á langtímaverðbólgu. Það má meðal annars skýra með því að víki gengi krónunnar umtalsvert frá því sem samrýmst getur verðbólguþröskulmörkinu til lengri tíma litið kallar slíkt á viðbrögð peningastefnunnar sem leiðrétta frávik.