

# Umfangsmikil aðlögun framundan

Aðhaldssöm peningastefna hefur á undanfögnu hálfu ári skilað töluverðum árangri, þótt enn sé verðbólga langt yfir markmiði og horfur á að svo verði enn um sinn, a.m.k. ef litið er framhjá tímabundnum áhrifum lækkunar neysluskatta á mælda verðbólgu. Verðbólga hefur hjaðnað nokkuð frá því að Seðlabanki Íslands birti þjóðhags- og verðbólguþá í byrjun nóvember sl. og verðbólguhorfur til skamms tíma hafa batnað. Háir stýrivextir stuðla að hægari vexti eftirspurnar og sterkara gengi krónu og hafa þannig komið í veg fyrir að miklum launahækkunum undanfarið ár sé velt viðstöðulítið yfir í verðlag. Of snemmt er þó að fagna sigri í baráttunni við verðbólguna. Hjöðnun hennar skýrist að hluta til af ástæðum sem eru eða gætu reynst skammvinnar, t.d. skattaáhrifum, grunnáhrifum, fremur háu gengi krónu og lækkun eldsneytisverðs. Gríðarlegur viðskiptahalli á síðasta ári er ávísun á aðlögun í þjóðarbúskapnum sem gæti komið fram í þrýstingi á gengi krónunnar, einkum ef aðstæður verða óhagstæðari á erlendum fjármálamörkuðum. Þessar aðstæður munu ráða miklu um það hvenær unnt verður að hefja slökun á peningalegu aðhaldi. Verðbólguþáin sem kynnt er hér á eftir bendir til þess að stýrivextir þurfi að haldast háir þar til síðla árs, jafnvel þótt gengi krónunnar haldist nokkuð stöðugt. Óhagstæðari gengisþróun eða áframhaldandi stórframkvæmdir gætu krafist hærri stýrivaxta og enn síðbúnari slökunar aðhalds en ella. Eftirspurn mun dragast verulega saman á næstu árum gangi grunnþáin eftir. Viðskiptahallinn yrði enn mjög mikill í lok spátímans þrátt fyrir að halli á vöruviðskiptum verði nánast horfinn, sem er vísbending um að gengisþróun kunní að verða óhagstæðari en reiknað er með í spánni.

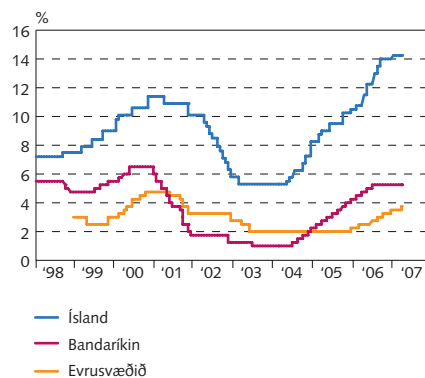
## I Verðbólguhorfur og peningastefnan

### Verðbólga minni en spáð var en mikið ójafnvægi varpar skugga á langtímahorfur

Stýrivextir hækkuðu um 3,75 prósentur á sl. ári, síðast um 0,25 prósentur í desember í 14,25%. Aðhaldssöm peningastefna skilaði þeim árangri að verðbólga varð töluvert minni undanfarið liðlega hálfu ári en spár Seðlabankans í júlí og nóvember höfðu bent til. Verðbólguvæntingar hafa einnig hjaðnað umtalsvert. Háir skammtímavextir og tiltölulega hagstæð erlend fjármálaskilyrði stuðluðu að nokkru sterkara gengi krónunnar sl. fimm mánuði en gert var ráð fyrir í síðustu spá og olíu- og bensínverð á heimsmarkaði lækkaði. Þá hafa laun hækkað minna en reiknað var með í fyrri spám.

Horfur eru á að verðbólga hjaðni töluvert á næstu þremur mánuðum, einkum sökum verulegra grunnáhrifa, þ.e.a.s. áhrifa þess að verðbólguvaldan vorið 2006 hverfur úr tólf mánaða verðbólguþáin. Þeirra gætti reyndar einnig í mars, en meginástæða hjöðunar mældrar verðbólgu þá var þó lækkun neysluskatta. Þrátt fyrir sterk grunnáhrif í mars jókst verðbólga að frátöldum áhrifum lægri neysluskatta í 7,7% og undirliggjandi verðbólga hefur ekki verið meiri frá árinu 2002. Eigi að síður virðist líklegt að nokkuð ört dragi úr bæði undirliggjandi og mældri verðbólgu næstu mánuði. Hversu mikið verðbólgan hjaðnar vegna grunnáhrifa á næstu mánuðum mun að miklu leyti ráðast af því hvort gengi krónunnar helst áfram sterkt.

Mynd I-1  
Stýrivextir seðlabanka  
Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 22. mars 2007



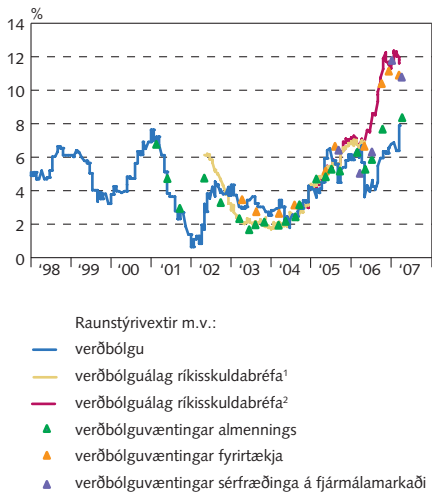
Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 27. mars 2007, en spár byggjast á upplýsingum til 15. mars.

Mynd I-2

Raunstyrivextir

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 27. mars 2007

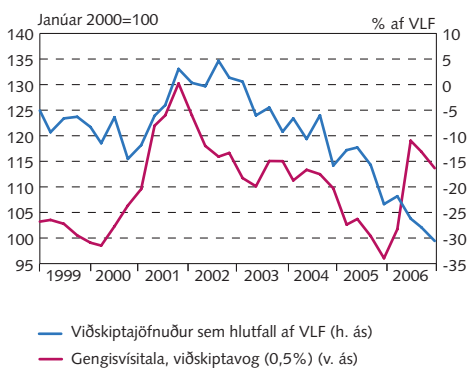


1. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF150914. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3

Viðskiptahalli og gengisþróun

1. ársfj. 1999 - 4. ársfj. 2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

**Eftirspurn hefur vaxið hraðar og viðskiptahalli verið meiri en spáð var**

Þótt nokkuð hafi áunnist stendur hjöðnun verðbólgunnar ekki eins traustum fótum og æskilegt væri. Dregið hefur hægar úr innlendri eftirspurn en áður var reiknað með. Ásamt slökum útflutningi og vaxandi vaxtaútgjöldum þjóðarbúsins leiddi það til þess að viðskiptahallinn jókst verulega á síðari helmingi sl. árs í stað þess að minnka, eins og spáð var. Horfur á að viðskiptahalli verði sjálfbær innan fárra ára hafa því versnað, nema til komi meiri samdráttur innlestrar eftirspurnar en áður hefur verið spáð. Því gæti myndast þrýstingur á gengi krónunnar ef fjármálaleg skilyrði í heiminum verða óhagstæðari og fjármögnun hallans torsóttari. Hröð gengislækkun gæti leitt til þess að tafin áhrif aukins launakostnaðar á síðastliðnu ári kæmu fram í verðlagi og kyntu undir launaskriði.

Horfur til lengri tíma ráðast af því hvernig aðlögunin í þjóðarbúskapnum mun eiga sér stað. Viðskiptahalli af þeirri stærð sem mældist á sl. ári er vísbending um að innlend eftirspurn þurfi að dragast umtalsvert saman til þess að varanlegar forsendur skapist fyrir verðlagsstöðugleika. Síðbúnari hjöðnun en gert var ráð fyrir í fyrri spám Seðlabankans og þar með meiri skuldasöfnun eykur umfang óumflýjanlegrar aðlögunar þjóðarbúskaparins. Einkum virðist fjármunamyndun hafa verið meiri á síðasta ári en fyrr var áætlað og samdráttur á yfirstandandi ári stefnir í að verða minni. Kannanir á viðhorfum fyrirtækja og heimila, vísbendingar af fasteignamarkaði, áframhaldandi vöxtur atvinnu, þrátt fyrir skort á innlendu vinnuafli, og innflutningur fjárfestingarvöru benda til þess að fjármunamyndun sé enn mjög mikil. Framangreindar vísbendingar og önnur haggögn sem birst hafa undanfarna mánuði staðfesta þá skoðun Seðlabankans að varhugavert hafi verið að túlka niðurstöður þjóðhagsreikninga fyrir þriðja fjórðung liðins árs, þ.e.a.s. lítinn vöxt landsframleiðslu, sem vísbendingu um að verulega væri farið að draga úr spennu í þjóðarbúskapnum, eins og haldið hefur verið fram. Forsendur stýrivaxtahækkunar Seðlabankans í desember sl. og yfirlýsingar bankans um nauðsyn langvarandi peningalegs aðhalds standa því óhaggaðar.

**Grunnspá með nýjum hætti**

Þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabanka Íslands er nú birt með nýjum hætti. Grunnspáin er byggð á stýrivaxtaferli sem sérfræðingar bankans telja að stuðli best að framgangi verðbólguþá Seðlabankans. Stýrivaxtaferillinn er valinn með hliðsjón af því markmiði að verðbólga verði því sem næst 2½% innan ásættanlegs tíma og haldist stöðug í nánd við verðbólguþá Seðlabankans eftir það. Þannig er stuðlað að því að peningastefnan veiti verðbólguþá Seðlabankans trúverðuga kjölfestu. Ef verðbólga er nálægt markmiði og verðbólguþá Seðlabankans stöðugar í nánd við markmiðið kann að skapast svigrúm til að taka tillit til sveiflna í hagvexti og atvinnuleysi við ákvörðun stýrivaxtaferilsins, en þær aðstæður eru ekki fyrir hendi nú.

Stýrivaxtaferillinn er birtur með óvissubili til að undirstrika þá óvissu sem umlykur spána. Spár um framleiðsluspennu, verðbólgu og gengi eru birtar með sama hætti. Áhersla er lögð á að stýrivaxtaferillinn byggist á upplýsingum sem liggja fyrir á hverjum tíma og getur hann

Því breyst verulega í tímans rás, eftir því sem nýjar upplýsingar koma í ljós.

Við ákvörðun stýrivaxtaferilsins og þess óvissubils sem honum tengist er tekið tillit til fráviksdæma þar sem framvinda efnahagsmála er önnur en í grunnspánni. Óvissubil stýrivaxtaferilsins er ákveðið með hliðsjón af því skilyrði að þróun verðbólgu verði ásættanleg, a.m.k. til skamms tíma, þótt framvindan verði eins og í fráviksdæmunum.

Önnur breyting á framsetningu grunnspárinnar er að hún spannar lengra tímabil en áður, en það er nauðsynlegt til þess að skýra megi forsendur stýrivaxtaferilsins til hlítar. Ákvörðun stýrivaxtaferils með þeim hætti sem nú er gert er forsenda þess að hægt sé að gera marktæka og sjálfri sér samkvæma spá til lengri tíma.

### Ávinningur af birtingu stýrivaxtaferils

Meginávinningur þess að birta grunnspár með stýrivaxtaferli sem miðar að því að tryggja framgang verðbólgu markmiðsins á spátímanum er þrjúþættur. Í fyrsta lagi ættu gæði spánna að batna þar sem allar upplýsingar sem sérfræðingar Seðlabankans búa yfir eru nýttar. Í öðru lagi ætti þessi tilhögun að koma í veg fyrir að verðbólguþáttur Seðlabankans verði til þess að ýta undir verðbólguvæntingar vegna þess að þær sýni verðbólgu yfir markmiði án þess að gert sé ráð fyrir að Seðlabankinn bregðist við þeim upplýsingum. Í þriðja lagi ættu væntingar einstaklinga, fyrirtækja og markaðsaðila um stýrivaxtaferilinn að verða í betra samræmi við væntingar Seðlabankans sjálfs um framvindu stýrivaxta. Það ætti að flýta fyrir miðlun stýrivaxta um vaxtarófið. Seðlabankinn hefur þó ekki enn gengið jafnlangt í gagnsæisátt og seðlabankar Nýja-Sjálands, Noregs og Svíþjóðar, sem birta væntan vaxtaferil bankastjórnar eða peningastefnunefndar. Meginkostur slíkrar tilhögunar er að áhrif Seðlabankans á væntingar markaðarins um stýrivexti yrðu enn meiri.<sup>2</sup> Bankastjórn Seðlabankans íhugar hvort stíga skuli þetta skref síðar, og þá m.a. í ljósi reynslunnar af þeirri breytingu sem nú hefur verið gerð.

### Háa stýrivexti þarf til þess að verðbólgu markmiðið náist

Grunnspáin sem sýnd er á mynd I-4 og fjallað er nánar um í köflunum á eftir sýnir þann feril stýrivaxta sem sérfræðingar Seðlabankans telja að samrýmist því markmiði að verðbólga verði komin niður í u.þ.b. 2½% á spátímanum (sjá mynd I-4a).<sup>3</sup> Til þess að ná þessu markmiði þurfa stýrivextir að haldast óbreyttir fram á síðasta fjórðung þessa árs, en taka að lækka nokkuð og með vaxandi hraða þegar kemur fram á næsta ár. Hins vegar eru taldar meiri líkur á því að hækka þurfi stýrivexti enn frekar en að hægt verði að hefja lækkun þeirra fyrr en í grunnspánni.

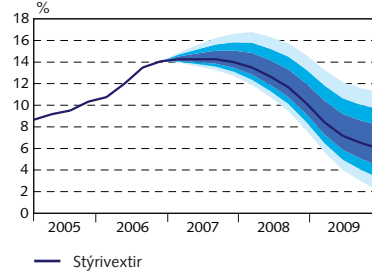
Vegna þess að stýrivaxtaforsenda grunnspárinnar er önnur en í nóvember eru grunnspárnar þá og nú ekki samanburðarhæfar. Til þess að meta hvernig verðbólguhorfur hafa breyst frá nóvemberspánni er nær lagi að bera stýrivaxtaferilinn saman við stýrivaxtaferil sem lá

2. Um þetta er fjallað í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar síðar í þessu hefti *Peningamála*.

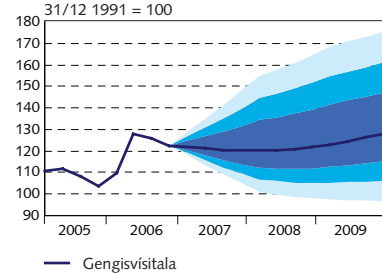
3. Nánar er fjallað um það hvernig óvissubil grunnspárinnar er fengið í rammagrein IX-1.

Mynd I-4  
Grunnspá í *Peningamálu* 2007/1  
Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009

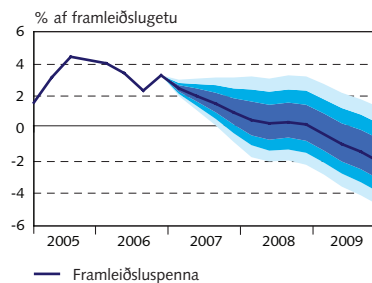
Mynd I-4a  
Stýrivextir



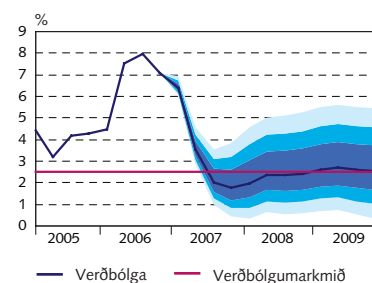
Mynd I-4b  
Gengisvísitala



Mynd I-4c  
Framleiðsluspenna



Mynd I-4d  
Verðbólga



50% óvissibil 75% óvissibil 90% óvissibil

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

að baki fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum í nóvemberhefti *Peningamála*, þótt einnig verði að gera ýmsa fyrirvara um þann sam-  
anburð. Fráviksdæmið í nóvember var mun nær því að vera hrein líkanaspá en grunnspáin nú. Eigi að síður bendir grunnspáin sem hér birtist til þess að ekki þurfi eins háa stýrivexti til þess að ná verðbólgu-  
umarkmiðinu og gert var ráð fyrir í fráviksspánni í nóvember. Skýringin liggur einkum í minni verðbólgu í upphafi, nokkru minni launahækkunum og sterkara gengi framan af spátímanum en búist var við, auk þess sem mat sérfræðinga á ákveðnum þáttum, t.d. á framvindu á húsnæðismarkaði, kemur meira við sögu (sjá mynd I-4d).

### Snarpur samdráttur eftirspurnar næstu þrjú árin

Að baki þessum horfum liggur um 16% samdráttur innlendrar eftirspurnar árin 2007-2009 og 1% samdráttur landsframleiðslu árið 2009. Það leiðir til þess að framleiðsluspenna hverfur við lok næsta árs og töluverður slaki myndast á árunum 2009-2010 (sjá mynd I-4c). Atvinnuleysi gæti orðið allt að 5% árið 2009 miðað við þessar forsendur. Hjöðnun framleiðsluspennu mun skjóta styrkari stoðum undir hjöðnun verðbólgunnar og er forsenda þess að hægt verði að lækka stýrivexti nokkuð hratt á næsta ári (sjá mynd I-5). Það vekur þá spurningu hvort hægt sé að ná verðbólguumarkmiðinu á lengri tíma með minni tilkostnaði. Þegar frávik verðbólgunnar frá markmiði og ójafnvægi í þjóðarbúskapnum er jafn mikið og um þessar mundir er svigrúm Seðlabankans til þess að beita peningastefnunni til mildunar

sveiflna í þjóðarbúskapnum ákaflega takmarkað. Samdráttur er í raun óhjákvæmilegur og bein afleiðing af ofpenslu fyrri ára. Langdregnari aðlögun að verðbólgu markmiði grefur undan trúverðugleika peningastefnunnar og stuðlar að því að háar verðbólguvæntingar festist í sessi. Gerðist það yrði enn dýrara að vinna bug á verðbólgunni. Í versta falli gæti ótímabær lækkun stýrivaxta leitt til þess að erlendir sem innlendir fjárfestar misstu traust á krónuna. Lækkun gengis sem af því hlytist gæti aukið á samdrátt í stað þess að draga úr honum.

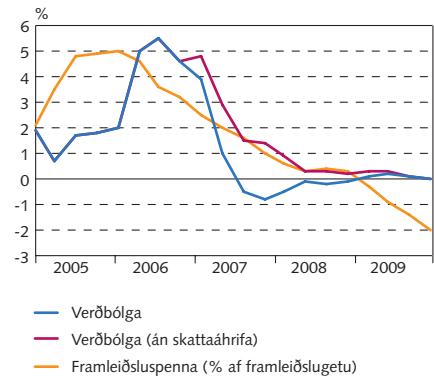
**Veruleg hættu á óhagstæðari gengisþróun sem bregðast þarf við** Þótt betri horfur séu taldar á því en áður að núverandi stýrivextir dugi til þess að ná verðbólgu markmiðinu á spátímanum hvílir sú niðurstaða ekki að öllu leyti á traustum forsendum. Gengi krónunnar er mikilvægur áhrifavaldur verðbólgu. Í grunnspánni er gengi hennar ákvarðað út frá reiknireglu sem tekur tillit til vaxtamunar og raungengis. Samkvæmt þessari reiknireglu helst krónan nokkuð stöðug og sterk á spátímabilinu. Meiri líkur eru þó taldar á að gengi krónunnar verði veikara en í grunnspánni en að það verði sterkara (sjá mynd I-4b). Reynslan sýnir hins vegar að slíkar reiknireglur gefa ekki góðar spár og ber ekki að túlka sem slíkar. Hins vegar er ekki völ á öðru betra. Nokkur óvissa er alla jafna í gengismálum þegar gengi ákvarðast á markaði, en nú um stundir er þessi óvissa óvenju mikil vegna tveggja afla sem togast á: gríðarlegs viðskiptahalla sem þarf að fjármagna og mikils vaxtamunar við útlönd sem líta má á sem nauðsynlega umbun til þeirra sem fjármagna hallann með kaupum á skuldabréfum í íslenskum krónum. Mikilvægt lóð á vogarskál þessara afla er traust markaðarins á peningastefnu Seðlabankans.

Viðhorf á erlendum fjármálamörkuðum eru hins vegar hvíkul og ráðast að nokkru leyti af breytingum á alþjóðlegum fjármálalegum skilyrðum sem eru utan áhrifasviðs Seðlabankans. Ef fjárfestar telja lán til íslenskra aðila áhættumeiri en áður, t.d. í kjölfar hækkandi vaxta í viðskiptalöndunum eða óhagstæðrar efnahagsþróunar innanlands eða í öðrum hávaxtalöndum, gæti fjármögnun viðskiptahallans orðið dýrari. Afleiðingin gæti orðið umtalsverð gengislækkun krónunnar. Í rammagrein IX-2 er lýst fráviksdæmi sem sýnir viðbrögð peningastefnunnar við slíku áfalli. Þar eru metnar afleiðingar þess fyrir peningastefnuna ef gengi krónunnar lækkaði um 20% á þriðja og fjórða fjórðungi þessa árs sakir verri fjármálalegra skilyrða í heiminum. Til þess að ná verðbólgu markmiðinu á spátímanum yrðu stýrivextir að hækka um rúmlega tvær prósentur frá grunnferlinum (sjá myndir I-6 og I-7). Samdráttur eftirspurnar og landsframleiðslu árið 2009 yrði umtalsvert meiri fyrir vikið. Kostnaðurinn við að aðhafast ekkert gæti hins vegar orðið enn meiri ef aðgerðaleyfi leiddi til þess að gengi krónunnar lækkaði enn meira með tilheyrandi áhrifum á verðbólgu. Einkum gæti langtímakostnaðurinn orðið mikill ef þrálát verðbólga græfi undan trausti á peningastefnuna og leiddi til þess að verðbólguvæntingar færðust verulega í aukana á ný.

**Frekari uppbygging áliðnaðar gæti breytt horfunum verulega**

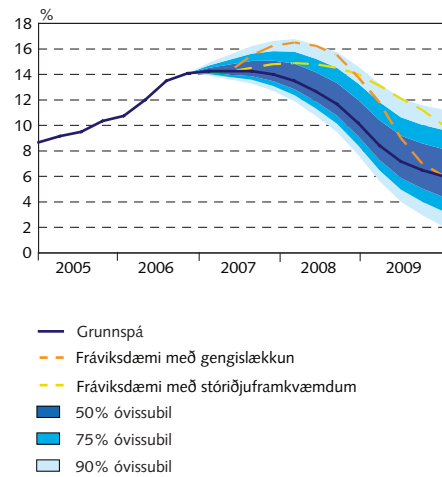
Í öðru fráviksdæmi sem greint er frá í rammagrein IX-2 er gert ráð fyrir því að álbræðslan í Straumsvík verði stækkuð og í kjölfarið ráðist

Mynd I-5  
Frávik verðbólgu frá markmiði og framleiðsluspenna



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6  
Stýrivextir - fráviksdæmi  
Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009

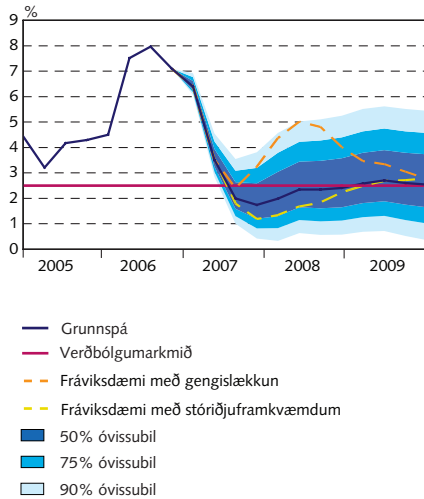


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

Verðbólga - fráviksdæmi

Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í byggingu nýrrar verksmiðju í Helguvík. Einsýnt er að komi til þessara framkvæmda þyrfti að halda vöxtum háum töluvert lengur en gert er ráð fyrir í grunndæminu og jafnvel að hækka þá frekar (mynd I-6). Framleiðsluspenna og spenna á vinnumarkaði yrði áfram umtalsverð. Ef verðbólga markmiðið á að nást á spátímanum gætu stýrivextir fyrst farið að lækka um mitt næsta ár. Framkvæmdirnar og aukinn vaxtamunur sem af þeim leiðir gæti styrkt gengi krónunnar tímabundið og unnið nokkuð á móti meiri framleiðsluspennu til skamms tíma. Verðbólga gæti því lækkað nokkuð um sinn áður en framkvæmdir komast á fulla ferð en þá tæki hún að hækka á ný í átt að markmiði bankans (mynd I-7). Framkvæmdunum myndu hins vegar fylgja enn meiri viðskiptahalli og auknar líkur á þrálátum verðbólguvanda. Þessar niðurstöður ættu að vera stjórnvöldum tilefni til þess að líta vandlega til þjóðhagslegra þátta þegar ákvarðanir eru teknar um framkvæmdir. Æskilegt væri að hægja verulega á slíkum framkvæmdum miðað við þau áform sem lýst er í fráviksdæmum.

**Við hvaða aðstæður getur Seðlabankinn hafið vaxtalækkun?**

Mat Seðlabankans á líklegri stýrivaxtaþróun hefur um langt skeið vikið verulega frá mati markaðs- og greiningaraðila. Seðlabankinn hefur talið væntingar margra þeirra um hvenær hann gæti hafið lækkun stýrivaxta óraunsæjar, enda bentu spár iðulega til þess að verðbólga yrði töluvert yfir markmiði Seðlabankans yrði þessum vaxtaferli fylgt. Síðustu kannanir benda þó til þess að dregið hafi töluvert úr mun á milli þessara væntinga og mats sérfræðinga bankans (sjá mynd I-8).

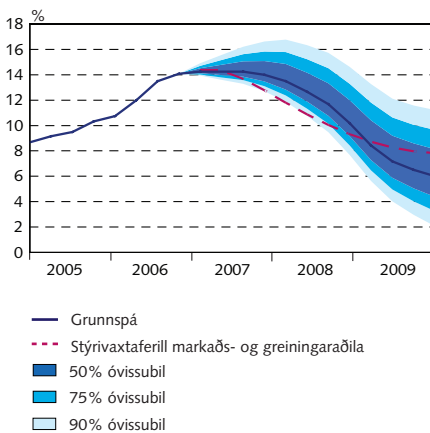
Því hefur stundum verið haldið fram að vegna þess að verulega hafi hægt á vexti eftirspurnar séu nægar forsendur vaxtalækkunar fyrir hendi. Þetta er misskilningur. Í fyrsta lagi er ástæða til að áréttu að Seðlabankinn hefur verðbólga markmiði en ekki skammtíma hagvaxtarmarkmiði, enda er hugmyndin á bakvið verðbólga markmiði að verðlagsstöðugleiki stuðli að aukinni hagsæld til langs tíma litið. Því aðeins hefur hagvöxtur áhrif á stefnu bankans umfram það sem leiðir af sambandi hagvaxtar, framleiðsluspennu og verðbólgu, að verðbólga sé nálægt markmiði og að horfur séu á því að svo verði áfram þótt Seðlabankinn taki nokkurt tillit til hagvaxtar í ákvörðunum sínum, þ.e. að trúverðugleika verðbólga markmiðsins sé ekki teft í tvísýnu. Í öðru lagi er ekki sjálfgefið að dragi úr framleiðsluspennu þótt hægt hafi á hagvexti. Það veltur á því hversu hratt framleiðsla hefur vaxið umfram framleiðslugetu. Þótt dragi úr framleiðsluspennu gæti eftir sem áður dregið hægar úr henni en samrýmist verðbólga markmiðinu. Í þriðja lagi ráðast möguleikar Seðlabankans til slökunar að mjög miklu leyti af því hvort ytri jöfnuður þjóðarbúsins sé svo nálægt sjálfbærri stöðu að gengi krónunnar hvíli ekki eingöngu á miklum vaxtamun milli Íslands og útlanda. Meðan vinnumarkaðurinn einkennist af jafn mikilli spennu og ríkt hefur undanfarin misseri er brýnt að gengi krónunnar veikist ekki um of. Að öðrum kosti er hætt við að launaskrið aukist og leiði til þess að verðbólga verði þrálát, einkum ef traust á peningastefnuna veikist.

Atvinnuleysi sem samrýmist verðstöðugleika gæti verið á bilinu 2½-3%. Lækkun vaxta gæti hafist töluvert áður en atvinnuleysi er orðið svo mikið, en stefnan í átt til jafnvægis þarf a.m.k. að vera afdráttarlaus.

Mynd I-8

Stýrivextir

Grunnsþá og væntingar markaðs- og greiningaraðila  
Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Til þess að ráðlegt sé að hefja lækkun stýrivaxta þarf að draga hratt úr undirliggjandi verðbólgu og horfur á að verðbólguþróunin verði náð innan tiltölulega skamms tíma að verða góðar. Verðbólguþróun þarf með öðrum orðum að vera varanleg að mati Seðlabankans. Þetta þýðir að Seðlabankinn mun ekki hlaupa eftir fyrstu merkjum um verðbólguþróun heldur leggja mat á undirliggjandi verðbólguþróun og verðbólguhorfur. Í því sambandi er rétt að ítreka að lækkun mældrar verðbólgu vegna skattalækkunar telst ekki varanleg. Samkvæmt grunnspánni eru horfur á að verðbólgan hjaðni nokkuð ört jafnvel að skattaáhrifunum fráöldum (sjá mynd I-9), sem er forsenda þess að unnt verði að hefja lækkun stýrivaxta fyrir árslok. Varanleika verðbólguþróunar verður einnig að meta í ljósi þess hvort viðskiptahallinn stefni nægilega hratt í sjálfbæra stöðu. Meðan verulegur skortur er á vinnuafli verða forsendur fyrir varanlegri þróun verðbólgu afar veikar.

### Seðlabankinn mun bregðast óhikað við frávikum

Með stýrivaxtasþánni sem birt er í þessu hefti *Peningamála* hefur verið tekið mikilvægt skref í þá átt að gera framkvæmd peningastefnunnar gagnsærri og skilvirkari en hingað til. Einn helsti tilgangur þess er að auðvelda markaðsaðilum að sjá fyrir hvernig Seðlabankinn bregst við breytingum á verðbólguhorfum og haga eigin viðbrögðum í samræmi við það. Vaxtaferillinn í grunnspánni og tveimur fráviksdæmum gefur ágæta yfirsýn yfir hvernig seðlabanki sem hefur stöðugt verðlag að markmiði bregst við mismunandi efnahagslegum aðstæðum. Seðlabankinn mun halda áfram að vinna að endurbótum á framkvæmd og framsetningu peningastefnunnar með markmið bankans að leiðarljósi.

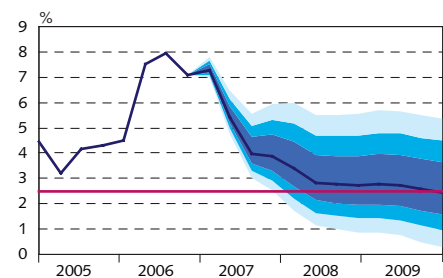
### Seðlabankinn leitar leiða til þess að auka skilvirkni peningastefnunnar

Á undanförunum árum hafa af og til komið upp efasemdir um skilvirkni peningastefnunnar. Að nokkru leyti hefur þessi umræða verið ýkjukennnd, þótt ýmislegt hafi skert áhrifamátt peningastefnunnar á undanförunum árum. Ísland er heldur ekki eina landið þar sem komið hafa upp slíkar efasemdir um virkni peningastefnunnar á dögum hnattvæðingar. Nýlega hefur nokkuð verið fjallað um hugsanlegar afleiðingar þess að fjármálaþyrntæki færi bókhald sitt í erlendum gjaldmiðlum í stað krónu. Hefur því verið haldið fram að slík ráðstöfun gæti jafnvel gert peningastefnuna óvirka. Það er misskilningur, eins og fjallað er um í viðauka 1. Hins vegar er mikilvægt að gildandi reglum sé framfylgt, hverjar sem þær eru.

Hinu er ekki að leyna að ýmsir hnökrar hafa verið á virkni markaða sem mikilvægir eru fyrir miðlun peningastefnunnar. Henni hefur því að sumu leyti verið áfátt á undanförunum árum. Vaxtamyndun á peningamarkaði hefur t.d. ekki verið með eðlilegum hætti en það hefur birst í óhóflega miklu fráviki ávöxtunar á peningamarkaði frá stýrivöxtum og miklum sveiflum í vöxtum á daglánamarkaði. Seðlabankinn hefur gripið til ráðstafana sem virðast þegar hafa stuðlað að virkari vaxtamyndun á þeim markaði. Verðmyndun á skuldabréfamarkaði hefur ekki síður verið áfátt, m.a. vegna lítillar skuldabréfaútgáfu ríkis-

Mynd I-9

Verðbólga (án áhrifa skattalækkana)  
Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009



— Grunnspá  
— Verðbólguþróun  
■ 50% óvissibil  
■ 75% óvissibil  
■ 90% óvissibil

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

sjóðs. Seðlabankinn leggur áherslu á að ríkissjóður sinni því hlutverki að viðhalda virkum skuldabréfamarkaði með nægri skuldabréfaútgáfu, jafnvel þótt fjárpörf ríkissjóðs kalli ekki á slíkt. Forsenda þess að sjálfstæð peningastefna skili tilætluðum árangri og að eiginn gjaldmiðill sinni hlutverki sínu er að verðmyndun á skuldabréfa- og gjaldeyris- mörkuðum sé eðlileg. Seðlabankinn mun halda áfram að leita leiða til að auka skilvirkni peningastefnunnar á öllum sviðum. Mikilvægasta framlag Seðlabankans á þessu sviði er þó að reka trúverðuga peningastefnu sem veitir verðbólguvæntingum næga kjölfestu.



## II Ytri skilyrði og útflutningur

Ytri skilyrði þjóðarbúsins eru á heildina litið mjög góð. Aflabrögð á sl. ári voru reyndar í slakara lagi, en horfur hafa batnað nokkuð á þessu ári. Þyngra vegur að verð sjávarafurða og áls er með hæsta móti og erlend fjármálaleg skilyrði enn afar hagstæð. Á hinn bóginn einkennist staða alþjóðlegra efnahagsmála sem fyrr af verulegu ójafnvægi, sem gæti haft neikvæð áhrif á framvindu efnahagsmála hér á landi þegar fram líða stundir. Vegna aukinnar álframléiðslu mun útflutningur aukast hratt í ár og á næsta ári. Hins vegar er í spánni gert ráð fyrir að álverð lækki og olíuverð hækki á næstu tveimur árum í samræmi við framvirk verð. Viðskiptakjör versna því verulega á árunum 2008 og 2009 samkvæmt spánni.

### Hagvöxtur á evrusvæðinu í fyrra hinn mesti frá aldamótum

Í fyrra var hagvöxtur á evrusvæðinu 2,6%, sem er sá mesti frá árinu 2000. Hagvöxturinn er í vaxandi mæli knúinn áfram af innlendi eftirspurn. Efnahagsbatinn hefur því náð að skjóta sterkari rötum en þegar hann var að miklu leyti knúinn af vexti útflutnings. Vöxtur innlendrar eftirspurnar skýrist meðal annars af því að atvinnuleysi hefur dregist saman. Það stóð í 8,3% í janúar árið 2006, en var komið niður í 7,5% í desember.

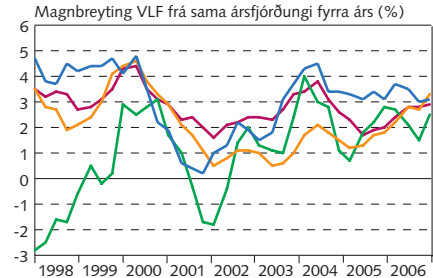
Hækkun virðisaukaskatts í Þýskalandi virðist hafa haft minni áhrif á einkaneyslu en búist var við. Hins vegar er mögulegt að skattahækkunin hafi ekki enn skilað sér að fullu í hærra verði til neytenda. Almennigur á evrusvæðinu er hins vegar bjartsýnn. Vísitala sem mælir viðhorf neytenda á evrusvæðinu hefur ekki verið hærrí rúm fimm ár (sjá mynd II-2). Íbúðaverð á evrusvæðinu hækkaði að meðaltali um 7% á síðasta ári og mun meira í einstökum aðildarlöndum. Til dæmis hækkaði húsnæðisverð í Frakklandi um 15% á árinu, eins og gerst hefur undanfarin þrjú ár. Verðbólga á evrusvæðinu var talsvert yfir 2% mestan hluta ársins 2006. Undir lok ársins lækkaði verðbólga þó talsvert í kjölfar lækkunar olíuverðs. Í febrúar mældist hún 1,9%, en það er í samræmi við verðbólgu markmið Seðlabanka Evrópu. Ekki er hægt að útiloka talsverðar sveiflur í verðbólgu á þessu ári meðal annars með tilliti til fyrrnefndrar skattahækkunar í Þýskalandi og grunnáhrifa sveiflna í olíuverði. Til lengri tíma litið er útlit fyrir talsverðan undirliggjandi verðbólguþrýsting, einkum vegna launahækkana og undangenginnar hækkunar olíu- og hrávöruverðs, sem gæti átt eftir að koma fram í verði til neytenda.

### Lægð á húsnæðismarkaði dregur úr hagvexti í Bandaríkjunum

Samkvæmt bráðabirgðatölum var hagvöxtur í Bandaríkjunum 3,3% árið 2006. Eftir mikinn vöxt á fyrsta ársfjórðungi dró talsvert úr honum það sem eftir lifði árs. Samdráttur í húsnæðisfjárfestingu var helsti dragbiturinn á hagvöxt, en undanfarna þrjú ársfjórðunga dróst íbúðafjárfesting saman um 16% á ársgrundvelli, en það er mesti samdráttur sem mælt hefur frá árinu 1990. Vanskil hafa aukist hjá þeim hópi lántakenda sem nýtur minnsts lánstrausts (e. sub-prime mortgage borrowers). Lægðin á fasteignamarkaði hefur þó enn sem komið er ekki breiðst út til annarra geira. Atvinnuástand er gott og hagnaður

Mynd II-1

Alþjóðleg hagþróun  
1. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2006  
Hagvöxtur á helstu viðskiptasvæðum Íslands

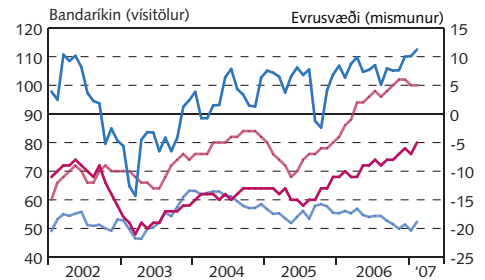


— Bandaríkin  
— Bretland  
— Evrusvæði  
— Japan

Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-2

Væntingavísitölur á evrusvæði og í  
Bandaríkjunum  
Janúar 2002 - febrúar 2007



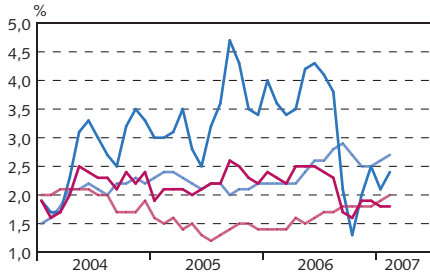
— Bandaríkin, neytendur  
— Bandaríkin, fyrirtæki  
— Evrusvæðið, neytendur  
— Evrusvæðið, fyrirtæki

Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-3

Verðbólga í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu janúar 2004 - febrúar 2007

Verðbólga með og án orkuverðs



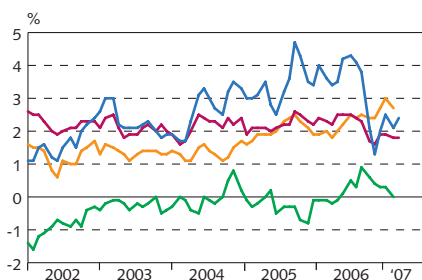
— Bandaríkin verðbólga  
— Bandaríkin verðbólga að undanskildu orkuverði  
— Evrusvæði verðbólga  
— Evrusvæði verðbólga að undanskildu orkuverði

Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-4

Verðbólguþróun á helstu viðskiptasvæðum Íslands

Janúar 2002 - febrúar 2007<sup>1</sup>



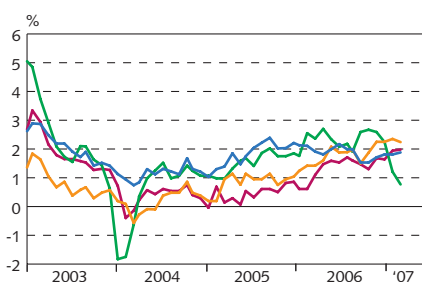
— Bandaríkin  
— Evrusvæði  
— Bretland  
— Japan

1. Tölur fyrir febrúar ná aðeins til Evrusvæðisins og Bandaríkjanna.  
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-5

Verðbólguþróun á Norðurlöndunum

Janúar 2003 - mars 2007



— Danmörk  
— Svíþjóð  
— Finnland  
— Noregur

Heimild: Reuters EcoWin.

fyrirtækja með ágætum og einkaneysla jókst verulega á árinu þrátt fyrir bakslag á fasteignamarkaði.

Eigi að síður er búist við að samdráttur íbúðafjárfestingar dragi verulega úr hagvexti framan af yfirstandandi ári. Ef minni eftirspurn leiðir til lækkunar íbúðaverðs mun draga úr jákvæðum auðsáhrifum sem hafa verið einn helsti drifkraftur útgjaldaaukningar heimilanna. Spáð er að dragi úr vexti innflutnings þegar líður á árið en að vöxtur útflutnings aukist talsvert. Viðskiptahallinn ætti því að minnka nokkuð. Dregið hefur úr verðbólgu í Bandaríkjunum undanfarna mánuði í kjölfar lækkunar olíuverðs, en kjarnaverðbólga án orkuverðs er á svipuðu róli.

### Góður hagvöxtur í Bretlandi og á Norðurlöndunum í fyrra

Hagvöxtur í Bretlandi jókst á liðnu ári og nam 2,7%, en hagvöxtur árið 2005 var hinn minnsti í þrettán ár. Spáð er að hagvöxtur í ár verði álika mikill og í fyrra. Fjárfesting jókst um 6% milli ára og einkaneysla um 2%. Verðbólga í janúar var enn yfir markmiði Englandsbanka, en hafði þó lækkað milli mánaða úr 3% í 2,7%.

Hagvöxtur jókst á Norðurlöndunum á liðnu ári og mikið frá árinu áður. Samkvæmt spám Consensus Forecast (CF) er hins vegar útlit fyrir að heldur dragi úr hagvexti í ár og á næsta ári. Þannig spáir CF að hagvöxtur verði á bilinu 2-2½% í Danmörku, á bilinu 2½-3% í Finnlandi og um og yfir 3% í Noregi en þar hefur húsnæðisverð hækkað að töluvert. Uppgangurinn hefur jafnvel verið enn meiri í Svíþjóð en þar mældist 4½% hagvöxtur í fyrra. Eins og á hinum Norðurlöndunum er hins vegar gert ráð fyrir að heldur hægi á hagvexti á þessu ári, þótt áfram verði hann kröftugur eða 3½%, skv. spá CF.

### Efnahagsbatinn í Japan skýtur rötum og sem fyrr er mikill hagvöxtur í Kína

Enn ríkir talsverð óvissa um sjálfbærni efnahagsbatans í Japan. Tölur um hagvöxt á síðasta fjórðungi liðins árs benda til talsverðs efnahagsbata. Hagvöxtur var hins vegar nokkuð brokkgengur á árinu. Eftir viðunandi vöxt á fyrsta ársfjórðungi dró talsvert úr honum á öðrum og þriðja ársfjórðungi, en milli þriðja og fjórða ársfjórðungs nam vöxturinn 5,5% á ársvarða, sem er mesti vöxtur um þriggja ára skeið. Vöxturinn undir lok ársins náði til flestra geira, en mesta aukning mældist í fjárfestingu og einkaneyslu. Hagvöxtur fyrir árið í heild var 2,2%, sem er talsvert minna en flestar spár á síðastliðnu ári bentu til. Mismunurinn skýrist þó einna helst af breytingum á aðferðum við útreikning og framsetningu þjóðhagsreikninga. Horfur fyrir árið 2007 eru ágætar. Lítið atvinnuleysi ætti að styðja við einkaneyslu og fjárfesting fyrirtekja jókst undir lok síðasta árs. Þó er búist við að hagvöxturinn verði minni í ár en í fyrra, t.d. spáir CF 1,9% hagvexti.

Í Kína er mikill hagvöxtur um þessar mundir og benda opinberar hagtölur til þess að vöxturinn á síðasta ári hafi verið 10,7%. Vöxtur fjármunamyndunar var afar ör í fyrra. Áætlað er að hún hafi aukist um 24%, eftir 26% vöxt árið áður. Smásala jókst um tæp 14% og útflutningur um 30%. Þrátt fyrir mikinn vöxt sýna opinberar tölur aðeins 1,7% verðbólgu í fyrra. Líklegt er að hagvöxtur í ár verði heldur minni meðal annars vegna þess að búist er við frekari aðgerðum stjórnvalda til að draga úr fjárfestingu.

## Enn mikil óvissa um þróun ytri skilyrða

Áframhaldandi hraður vöxtur heimsframleiðslunnar gæti ýtt undir launabólgu og áframhaldandi hækkun hrávöruverðs. Ör vöxtur peningamagns og útlána á seinni hluta ársins 2006, ekki síst á evrusvæðinu (sjá mynd II-6), gæti bent til þess að verðbólguþrýstingur eigi eftir að aukast til lengri tíma litið. Launahækkunar hafa verið hóflegar undanfarin ár bæði í Evrópu og í Bandaríkjunum. Haldi vöxtur eftirspurnar í Evrópu áfram að aukast gæti það ýtt undir launahækkunar og kallað á auknið peningalegt aðhald. Seðlabanki Evrópu hefur smám saman dregið úr slakanum í peningamálum sem ríkt hefur undanfarin ár og ekki eru horfur á öðru en að áfram verði dregið úr slakanum í smáum skrefum. Verði þörf fyrir hraðari breytingar myndi það auka líkur á að ójafnvægið sem nú ríkir í heimsbúskapnum leiði til harkalegrri aðlögunar í þeim löndum þar sem ójafnvægi er mest, þ.á m. Íslandi.

## Möguleiki á harðri lendingu í Bandaríkjunum

Annar óvissuþáttur eru hugsanleg áhrif þess að meira dragi úr hagvexti í Bandaríkjunum en nú er gert ráð fyrir, eða jafnvel að til samdráttar komi. Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* hefur núverandi hagvaxtarskeið í heiminum að miklu leyti verið knúið áfram af mikilli eftirspurn í Bandaríkjunum þótt þáttur Kína hafi farið ört vaxandi. Þrátt fyrir að drifkraftur vaxtar heimsframleiðslunnar sé nú að vissu marki dreifðari en undanfarin ár, eins og endurspeglast í aukinni eftirspurn í Evrópu og Japan, er ljóst að samdráttur í Bandaríkjunum myndi hafa mikil áhrif á þjóðarþúskap flestra landa. Hættan á samdrætti gæti aukist ef mikil hækkun olíuverðs færi saman við umtalsverða lækkun Bandaríkjadals og leiddi til aukins verðbólguþrýstings. Samdrátturinn á húsnæðismarkaðnum gæti fyrir vikið orðið meiri en ella og lækkun fasteignaverðs haft neikvæð áhrif á einkaneyslu.<sup>1</sup>

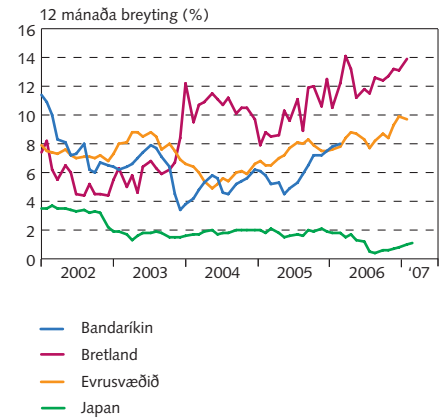
## Offjárfesting í Kína gæti leitt til samdráttar

Gríðarleg fjárfesting hefur verið í Kína síðustu ár. Hraði uppbyggingarinnar felur í sér nokkra hættu á offjárfestingu og vandamálum í fjármálakerfinu. Aukin útlánatöp gætu bent til þess að útlánaaukningin hafi verið of hröð. Mikil eftirspurn eftir ódýrum neysluvörum í heiminum hefur hingað til viðhaldið mikilli fjárfestingu í framleiðslugeiranum. Efnahagslægd í Bandaríkjunum myndi hins vegar draga úr vexti innflutnings Bandaríkjanna frá Kína og þar með vextinum í Kína, nema aukin einkaneysla í Evrópu eða annars staðar vegi upp á móti. Hægari vöxtur í Bandaríkjunum og Kína gæti haft töluverð áhrif á hrávöruverð, þ.m.t. álverð. Áhrifin gætu því orðið umtalsverð hér á landi. *Global Insight* áttar að ef hagvöxtur í Kína minnkaði um 5 prósentur muni það draga úr vexti heimsframleiðslunnar um 0,3 prósentur.

## Olíuverð gæti hækkað verulega á ný

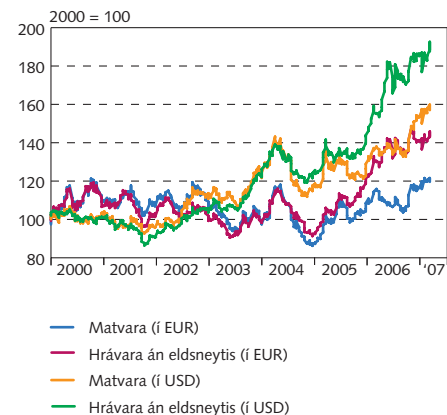
Olíuverð hefur lækkað talsvert á undanförunum mánuðum en það skýrist meðal annars af mildum vetri á norðurhvara veraldar. Olíuverð er hins vegar háð mikilli óvissu um þessar mundir og virðast meiri líkur

Mynd II-6  
Vöxtur breiðs peningamagns (M3)  
Janúar 2002 - janúar 2007



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-7  
Hrávöruverð á heimsmarkaði  
Vikulegar tölur 7. janúar 2000 - 16. mars 2007



Heimild: Reuters EcoWin.

1. Samkvæmt mati *Global Insight* gæti vöxtur heimsframleiðslunnar orðið á bilinu 0,5-0,7 prósentum minni en nú er spáð verði þróunin á þennan veg.

á hækkun en lækkun. Helstu óvissuþættir á framboðshlið tengjast meðal annars pólitískri óvissu og spennu í Mið austurlöndum, þjóðnýt-ingaráformum í Venesúela, Rússlandi, Ekvador og Bólivíu auk árása á hagsmuni olíuframleiðenda í Nígíeríu.

### Aflabrogð slök í fyrra en horfur betri í ár

Heildaraflí á seinasta ári var hinn minnsti frá árinu 1992. Hér skiptir mestu að loðnuafllinn dróst saman um 410 þús. tonn, rækjuafllinn um helming og botnfiskafllinn um 1% frá fyrra ári. Aflaverðmæti á föstu verði minnkaði um 4,7% á árinu 2006. Mælt á föstu gengi jókst útflutningsverðmæti sjávarafurða um 1%, en magnið dróst saman um rúmlega 6% milli ára. Verðlag sjávarvöru í erlendri mynt hækkaði um u.þ.b. 7%.

Um sl. áramót var nokkru meira óveitt af aflamarki fiskveiðiársins sem hófst hinn 1. september sl. en um áramótin 2005/06, sérstaklega í verðmætari tegundum. Gera má ráð fyrir að þessar aflaheimildir verði nýttar á vor- og sumarmánuðum.

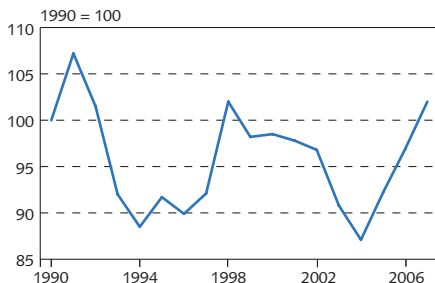
Aflamark í þorski á yfirstandandi fiskveiðiári er nokkru minna en á sl. fiskveiðiári en aflamark í öðrum tegundum botnfisks lítið breytt frá fyrra ári. Karfastofninn hefur minnkað síðustu misseri og í kjölfarið mun aflinn dragast saman á næstu árum. Horfur eru á að afli annarra botnfisktegunda en þorsks verði svipaður eða meiri á þessu ári en í fyrra. Horfur um loðnuafllann eru að jafnaði mjög óljósar, en nokkur loðna fannst í byrjun vetrarvertíðar og leyfður afli var ákveðinn 300 þús. tonn eða um 65% meiri afli en veiddist á sl. ári. Loðnuvertíðin hefur gengið vel. Verulegt magn hefur farið í matvælaframleiðslu og verð á loðnumjöli hefur ekki verið hærra um árabíl. Verulegur búhnykkur er því í auknum loðnuafli. Þá er talið að síldaraflinn aukist um 25 þús. tonn á þessu ári, en verðmæti hans hefur aukist mjög undanfarin ár vegna betri nýtingar og hærra hlutfalls matvælavinnslu.

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að útflutningur sjávarafurða aukist um 4% að raungildi, í stað 2% samdráttar í síðustu spá. Erfitt er að leggja mat á afla og útflutningsverðmæti sjávarafurða árið 2008. Mikil óvissa er um loðnustofninn og aflinn mjög sveiflukenndur milli ára. Dökkar horfur um karfastofninn gætu leitt til þess að leyfilegur afli djúpkarfa verði minnkaður enn frekar á næsta ári. Hins vegar má gera ráð fyrir óbreyttum afla annarra botnfisktegunda. Líklegt er að leyfilegur kolmunnaafli verði minnkaður á næsta ári. Loðnuafllinn er stærsti óvissuþátturinn varðandi verðmæti heildaraflans og útflutning á næsta ári. Í spánni er reiknað með að verðmæti aflans og útflutningur hans muni standa í stað á næsta ári.

### Verð sjávarafurða nálægt sögulegu hámarki

Markaðsverð sjávarafurða tók að hækka undir árslok 2004 og hefur farið hækkanði síðan (sjá mynd II-8). Verðlag sjávarafurða (án fersk-fisks) í erlendri mynt hækkaði um 8,4% milli árunna 2004 og 2005 og meðalverðhækkunin á sl. ári nam 7,3%. Ferskur fiskur, ísaður eða kældur, hefur hækkað meira en aðrar botnfiskafurðir að jafnaði seinustu árin. Því má gera ráð fyrir að virk verðhækkun hafi verið nokkru meiri en hér er sýnt. Lengst af var verðhækkunin borin uppi af mikilli hækkun botnfiskafurða, sérstaklega sjófrýstra afurða, sem hafa hækka-

Mynd II-8  
Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli<sup>1</sup>



1. Staðvirk með veginni neysluverðsvisitölu í helstu viðskiptalöndunum. Árlégar tölur 1990-2006, nýjasta gildi er fyrir janúar 2007. Heimild: Hagstofa Íslands.

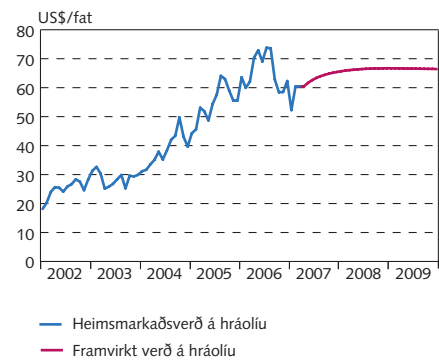
að um u.þ.b. þriðjung frá árinu 2004. Á seinustu átján mánuðum hafa bræðsluafurðir hækkað gífurlega í verði eða um þrjá fjórðu frá miðju ári 2005. Markaðsástand er gott á nær öllum mörkuðum botnfiskafurða og samkeppnisstaða íslenskra afurða hefur verið sterk. Eftirspurn hefur farið vaxandi um leið og dregið hefur úr framboði. Eftirspurn og sala á kældum sjávarafurðum og tilbúnum fiskréttum fer vaxandi. Aukin áhersla neytenda á ferskleika og hollustu, sérstaklega efnaðri neytenda, hefur ýtt undir neyslu sjávarafurða. Þannig jókst neysla sjávarafurða á hvert heimili í Bretlandi, stærsta markaði Íslendinga með sjávarafurðir, um 6% á sl. ári og sala á ferskum sjávarafurðum enn meira eða um 10%. Þetta hefur þrýst verðinu upp undanfarin tvö ár. Skoðun flestra markaðsaðila er að ekki séu tæk á að knýja fram umtalsverðar verðhækkanir umfram það sem náðst hefur og að verðlag í byrjun árs 2007 sé nálægt efri mörkum. Nokkrar verðhækkanir eru þó taldar líklegar á næstu mánuðum en þó mun minni en sést hafa á undanförunum misserum. Svipaða sögu er að segja af fiskmjöli og lýsi, eftirspurn fer vaxandi vegna aukins fiskeldis í Norður-Evrópu, Suður-Ameríku og Asíu. Hún hefur knúið verðið upp en á sama tíma og dregið hefur úr framboði vegna minni afla bræðslufisks. Líkur eru taldar á því að verðið haldist óbreytt í stórum dráttum á næstu misserum. Í grunnspánni er gert ráð fyrir því að verðlag sjávarafurða hækki um rúmlega 5% milli ársins 2006 og þessa árs, um 3% á því næsta og 2% árið 2009 (sjá mynd II-9).

### Framvirkt verð bendir til hækkandi olíuverðs og lækkandi álverðs

Frá því síðsumars 2006 tók olíuverð að lækka og í janúar sl. hafði verðið lækkað um 30% frá hámarki í júlí árið 2006, en hefur hækkað nokkuð eftir það. Á fyrsta fjórðungi þessa árs var olíuverð að meðaltali 12% lægra en meðalverð sl. árs. Framvirkt verð fer hækkandi í ár og fram á það næsta (sjá mynd II-9). Í spánni er reiknað með að meðalverð olíu í ár verði um 5% lægra en að meðaltali árið 2006. Gert er ráð fyrir að þróunin snúist við á seinni hluta þessa árs og að olíuverð verði um 7% hærra á næsta ári en það var að meðaltali á þessu ári. Árið 2009 er síðan gert ráð fyrir nánast óbreyttu verði frá árinu áður.

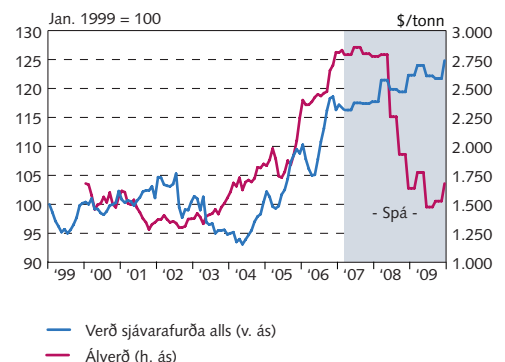
Álverð hefur hækkað gríðarlega á undanförunum árum og hefur nær tvöfaldast frá árslokum 2003. Ál hefur þó hækkað minna en ýmsir aðrir málmar, t.d. kopar. Verðhækkun málna hefur verið knúin áfram af örum vexti eftirspurnar í Kína og öðrum Asíulöndum, auknum hagvexti í þróuðum löndum og hækkandi framleiðslukostnaði vegna hærra raforku- og súrálsvæðs. Sakir mikillar sölu hefur gengið á birgðir um leið og verð hefur hækkað. Notkun umframframleiðslu er talin hafa verið á bilinu 300-400 þús. tonn á sl. ári. Á fyrri helmingi þessa árs er áfram búist við að birgðastaða verði þröng og framleiðsla anni vart eftirspurn, en að jafnvægi ríki á milli notkunar og framleiðslu síðar á árinu. Verðið ætti því að haldast hátt eitthvað fram eftir árinu. Hins vegar er reiknað með offramboði á næsta ári. Þá er gert ráð fyrir að álframleiðsla aukist á ný á heimsvísu en eftirspurn standi í stað eða dragist jafnvel saman. Þá er talið að framleiðslukostnaður taki að lækka, auk þess sem áhrifa vogunarsjóða og spákaupmanna gæti síður. Framvirkir samningar benda til þess að álverð taki að lækka á síðari hluta þessa árs og lækki enn frekar á næstu árum (sjá mynd

Mynd II-9  
Heimsmarkaðsverð á hráolíu  
Mánaðarlegar tölur janúar 2002 - desember 2009



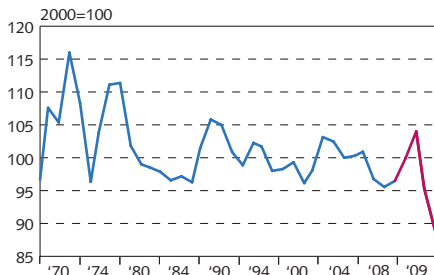
Heimildir: Bloomberg, NYMEX, Reuters EcoWin.

Mynd II-10  
Verð á sjávarafurðum (í erl. gjaldmiðli) og áli



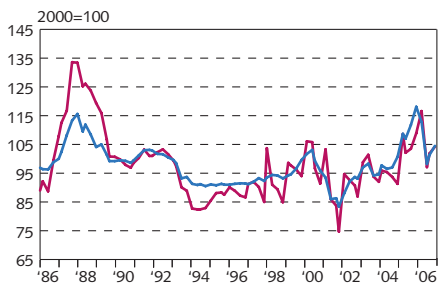
Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, NYMEX, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11  
Viðskiptakjör vöru og þjónustu<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12  
Raungengi  
1. ársfj. 1986 - 4. ársfj. 2006



— Raungengi m.v. hlutfallslegan launakostnað  
— Raungengi m.v. hlutfallslegt neysluverð

Heimild: Seðlabanki Íslands.

II-10). Í spánni er reiknað með að álverð verði að meðaltali um 13% hærra í ár en í fyrra, en lækki um allt að fjórðungi á næsta ári og enn frekar á árinu 2009.

### Viðskiptakjör hagstæð í fyrra

Viðskiptakjör bötnuðu talsvert á árinu 2006, eða um 3,6%, en spáð hafði verið að þau mundu versna um 1,3%. Þetta skýrist af því að verð á sjávarafurðum og áli hækkaði hlutfallslega meira á liðnu ári en verð innflutningsvara. Alls námu viðskiptakjaraáhrifin um 1,1% af landsframleiðslu fyrra árs. Viðskiptakjörin hafa því batnað um 4½% frá árinu 2004 en árið var hið lakasta frá því að mælingar hófust (sjá mynd II-11). Spáð er að viðskiptakjör vöru og þjónustu batni á þessu ári um 4,1% en versni um 8,4% á næsta ári vegna lægra álverðs.

Vegna lækkunar gengis krónunnar í fyrra lækkaði raungengi miðað við verðlag um 6,4% á árinu. Raungengi miðað við laun lækkaði um tæplega 1%, en hækkun launa hér á landi umfram launahækkunarir í helstu viðskiptalöndunum eyddi ávinningi gengislækkunarinnar að mestu leyti. Samkeppnisstaða útflutningsfyrirtækja batnaði því talsvert, einkum ef miðað er við raungengið á síðasta fjórðungi ársins 2005, en ekki til jafns við gengislækkun krónunnar.

### Útflutningur mun aukast mikið á árinu

Búist er við 75% vexti útflutnings álafurða í ár og um 50% aukningu á næsta ári. Ennfremur er spáð um 4% vexti útflutnings sjávarafurða í ár í stað 2% samdráttar í síðustu spá. Ekki er búist við að útflutningur annarrar iðnaðarvöru breytist mikið frá fyrra ári. Spáð er nokkru minni vexti útflutnings vöru og þjónustu í ár en spáð var í nóvember, en meiri vexti á næsta ári. Skýrist breytingin einkum af því að horfur eru á að álútflutningur aukist nokkru síðar en áður var reiknað með.

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

	Núverandi spá <sup>1</sup>			Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>2</sup>	
	2007	2008	2009	2007	2008
Útflutningur vöru og þjónustu	9,6	16,7	4,5	-3,9	2,5
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	4,0	0,0	0,0	6,0	-
Útflutningsframleiðsla stóriðju	74,9	49,6	0,8	1,8	14,6
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	5,4	3,0	2,0	2,4	1,0
Verð áls í USD <sup>3</sup>	13,3	-25,8	-25,0	13,7	-15,0
Verð eldsneytis í erlendri mynt <sup>4</sup>	-5,3	6,9	0,3	-5,5	4,9
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	4,1	-8,4	-6,6	5,3	-5,5
Alþjóðleg verðbólga <sup>5</sup>	1,9	1,9	1,9	-0,3	-
Alþjóðlegur hagvöxtur <sup>5</sup>	2,4	2,4	2,5	-0,1	0,2
Alþjóðlegir skammtímavextir <sup>6</sup>	4,1	4,0	4,0	1,0	0,8

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

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

### III Fjármálaleg skilyrði

Peningastefna Seðlabankans hefur haft veruleg áhrif á ávöxtun og væntingar á markaði frá útgáfu síðasta heftis *Peningamála* í nóvember. Væntingar markaðsaðila um framvindu stýrivaxta eru í betra samræmi við yfirlýsingar Seðlabankans um að vöxtum þurfi að halda háum uns varanleg hjöðnun verðbólgu að markmiði er tryggð. Sökum breyttra væntinga hefur miðlun peningastefnunnar um óverðtryggða vaxtarófið miðað hraðar áfram, en minni eftirspurn í tengslum við krónubréfaútgáfu og nýlegar ráðstafanir Seðlabankans til að stuðla að eðlilegri vaxtamyndun á peningamarkaði hafa líklega einnig haft nokkuð að segja.

Hækkun ávöxtunarkröfu verðtryggðra íbúðabréfa í kjölfar tilkynningar ríkisstjórnarinnar um lækkun óbeinna skatta hefur ekki gengið til baka nema að litlu leyti. Líklegt verður að teljast að hækkunin sé meiri en nemur áhrifum tímabundinnar lækkunar verðbólgu á verðbréfanna. Hægt hefur á útlánaaukningu lánakerfisins undanfarna mánuði og á sama tíma hefur hlutdeild gengisbundinna útlána aukist. Skuldatryggingarálag íslensku bankanna hefur farið lækkanði frá miðju síðasta ári og fjármögnun þeirra erlendis orðið auðveldari. Hugsanlegt er að það leiði til lægra vaxtaálags á gengistryggð útlán hér á landi og ýti undir gengisbundin útlán enn frekar.

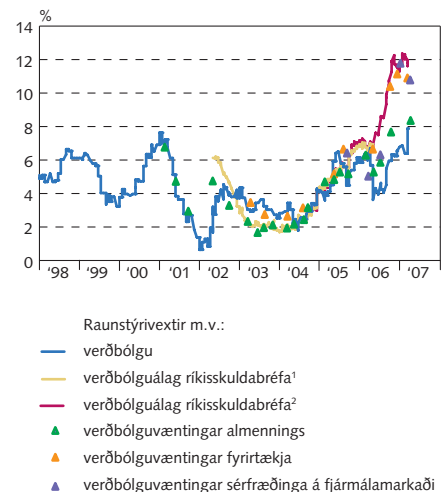
Innlendur fjármálamarkaður og gengi krónunnar eru viðkvæm fyrir breytingum á erlendum fjármálalegum skilyrðum. Glöggð dæmi þess mátti sjá í febrúarlok þegar lækkun hlutabréfaverðs í Kína olli snöggum umskiptum í áhættumati fjárfesta og hafði í för með sér minni vaxtamunarviðskipti. Í kjölfarið lækkaði gengi krónunnar og hlutabréfa hér á landi tímabundið, eins og víða um heim.

#### Minnkandi verðbólga eykur aðhald peningastefnunnar

Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hafa stýrivextir verið hækkaðir um 0,25 prósentur, og eru nú 14,25%. Raunstýrivextir hafa hækkað miðað við flesta mælikvarða. Miðað við liðna verðbólgu hafa þeir hækkað um 1,5 prósentur. Ef tekið er mið af nýlegri könnun á verðbólguvæntingum fyrirtækja til tólf mánaða hafa raunstýrivextir hins vegar lækkað um u.þ.b. ½ prósentu, en hækkað álíka mikið ef miðað er við verðbólguvæntingar almennings. Raunvexti sem metnir eru út frá verðbólguálagi ríkisskuldabréfa er óvenju erfitt að túlka um þessar mundir vegna lækkunar neysluskatta sem truflað hefur markaðinn. Hækkun sem rekja mátti til þess að ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa snarhækkaði í aðdraganda skattalækkunarinnar hefur gengið aðeins til baka, en þó minna en gera hefði mátt ráð fyrir. Því virðist mega álykta að á mörkuðum sé þess nú vænst að raunstýrivextir haldist háir mun lengur en áður var talið. Líklegt er að raunstýrivextir miðað við liðna verðbólgu hækki næstu mánuðina, því að fyrirséð er að draga muni úr verðbólgu tímabundið í kjölfar lækkunar óbeinna skatta og vegna grunnáhrifa.

Mynd III-1  
Raunstýrivextir

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 27. mars 2007

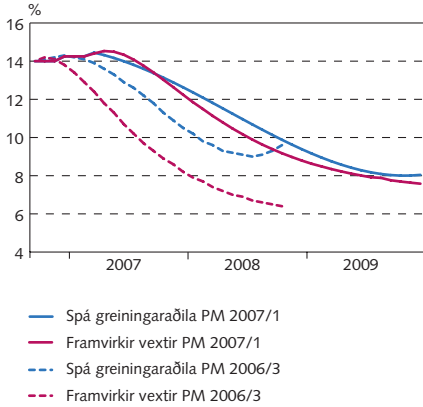


1. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF150914. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

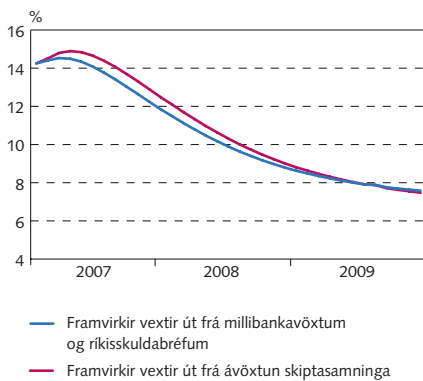
Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum og spám greiningaraðila  
September 2006 - desember 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum  
Febrúar 2007 - desember 2009

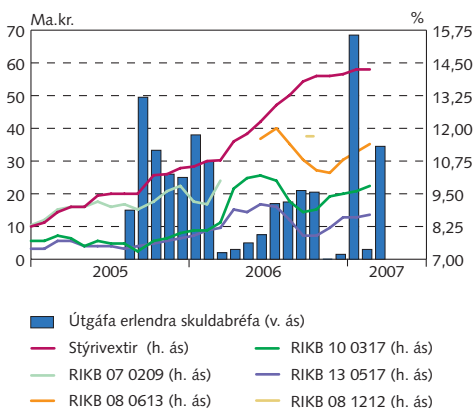


Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum og vaxtaþróun<sup>1</sup>

Ágúst 2005 - mars 2007



1. Gögn til og með 27. mars 2007.  
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

## Væntingar um að stýrivöxtum verði haldið háum lengur en áður var gert ráð fyrir

Breytingar á framvirka vaxtaferlinum benda til þess að fjárfestar vænta nú að stýrivextir verði hækkaðir lítillega áður en þeir taka að lækka. Orðið hefur töluverð breyting frá ferlinum sem birtur var í síðustu *Peningamálum*. Þá mátti lesa út úr framvirkum vöxtum að fjárfestar væntu þess að stýrivextir myndu ekki hækka frekar. Líklegt er þó að ekki séu uppi væntingar um stýrivaxtahækkanir heldur megi að mestu leyti skýra breytingarnar með lausafjárskorti á peningamarkaði undanfarnar vikur. Hann hefur leitt til þess að vextir á peningamarkaði hafa verið mjög háir, jafnvel hærri en daglánavextir Seðlabankans.<sup>1</sup> Seðlabankinn greip til ráðstafana til að stuðla að eðlilegri vaxtamyndun á peningamarkaði sem fólust í því að leyfa viðskiptaböndkunum að nota nokkra flokka krónubréfa sem veð í viðskiptum við bankann.

Lausafjárskorturinn á peningamarkaði hefur torvelað túlkun væntinga um framvindu stýrivaxta út frá fölgnum framvirkum vöxtum. En hvað sem líður óvissu um marktækni breytinga á skemmri enda framvirka vaxtaferilsins virðist ótvírætt að fjárfestar gera nú ráð fyrir að stýrivöxtum verði haldið háum lengur en þeir reiknuðu með fyrir fjórum mánuðum líkt og sjá má á mynd III-2. Eins og áður hefur verið fjallað um í *Peningamálum* hefur eftirspurn eftir óverðtryggðum skuldabréfum samhliða útgáfu krónubréfa valdið því að fölgni framvirka vaxtaferillinn hefur líklega ekki endurspeglad nægjanlega vel væntingar fjárfesta um þróun stýrivaxta. Þrátt fyrir töluverða útgáfu krónubréfa sl. mánuði virðist sem áhrif hennar á ávöxtun óverðtryggðra skuldabréfa hafi dvínað og gæti það skýrt að hluta hækkan framvirkra vaxta frá útgáfu síðustu *Peningamála*.

Framvirkir vextir út frá ávöxtun í skiptasamningum í tengslum við krónubréfaútgáfuna benda einnig til þess að væntingar markaðsaðila hafi breyst og þeir geri nú ráð fyrir að vöxtum verði haldið háum lengur en áður. Ferillinn gefur reyndar til kynna væntingar um að stýrivextir verði hækkaðir enn frekar en líklega liggur fyrrnefnd skýring þar að baki, þ.e.a.s. lausafjárskortur á peningamarkaði. Nokkrir erlendir greinendur hafa þó spáð vaxtahækkan. Úr framvirkum vöxtum í skiptasamningum má lesa að fjárfestar geri ráð fyrir að vöxtum verði haldið háum aðeins lengur en ef miðað er við framvirka vexti sem eru reiknaðir út frá ávöxtun á innlendum peninga- og skuldabréfamarkaði.

## Áhrif peningastefnunnar á óverðtryggða vexti hafa aukist

Líklegt er að breyttar væntingar um stýrivexti eigi þátt í því að nú er aftur orðið betra samræmi milli ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisbréfa og yfirlýsinga Seðlabankans í síðustu heftum *Peningamála*. Einnig virðist kröftug krónubréfaútgáfa undanfarna mánuði hafa haft minni eftirspurnaráhrif á skuldabréfamarkaði en áður. Frá því

1. Nánar er farið yfir ástæður lausafjárskorts sem gert hefur vart við sig á millibankamarkaði í kaflanum Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans.



að útgáfan hófst í ágústmánuði árið 2005 hefur hún haft hamlandi áhrif á miðlun peningastefnunnar í gegnum vaxtaróf óverðtryggðra skuldabréfa. Stafar það af eftirspurn eftir óverðtryggðum ríkisbréfum vegna skiptasamninga sem fylgja útgáfunni. Íslensku bankarnir eru hins vegar farnir að leita annarra leiða til að verja sig fyrir vaxtaáhættu en að fara inn á skuldabréfamarkaðinn, en það dregur úr þrýstingi á verð skuldabréfanna.

### Þróun á erlendum mörkuðum hefur töluverð áhrif á ávöxtun á innlendum skuldabréfamarkaði

Sambætting íslensks fjármálamarkaðar við erlenda markaði hefur aukist til muna á undanförunum árum. Verulegt umfang vaxtamunarviðskipta hefur enn frekar ýtt undir þá þróun. Krónubréfaútgáfan er dæmi um slík vaxtamunarviðskipti, en fjöldi erlendra fjárfesta sækir beint inn á íslenskan fjármálamarkað. Aukin sambætting innlends fjármálamarkaðar við útlönd birtist m.a. í vaxandi fylgni á milli gengis krónunnar og ávöxtunar skuldabréfa á evrópskum fjármálamarkaði sem og annarra hávaxtagjaldmiðla (sjá myndir III-6 og III-7). Ávöxtun innlendra og erlendra skuldabréfa fylgist einnig að til lengri tíma litið (sjá mynd III-8). Líklegt er að fjárfestar sem taka þátt í vaxtamunarviðskiptum með fjáreignir í íslenskum krónum taki margir lán til að fjármagna viðskiptin á erlendum fjármálamörkuðum, t.d. í Evrópu og Japan. Ennfremur er líklegt að sami hópur fjárfesta stundi sams konar viðskipti í öðrum hávaxtagjaldmiðlum. Breytingar á fjármálaskilyrðum á erlendum mörkuðum þar sem þessir fjárfestar fjármagna kaup sín eða breytingar í löndum annarra hávaxtagjaldmiðla geta því haft veruleg áhrif á gengi krónunnar og þróunina á innlendum fjármálamarkaði. Breytt áhættumat fjárfesta til vaxtamunarviðskipta getur sömuleiðis haft veruleg áhrif á umfang slíkra viðskipta og því innlendan markað og gengi krónunnar.

Í febrúar í fyrra hafði gengislækkun krónunnar í kjölfar þess að Fitch Ratings breytti horfum um lánshæfi ríkissjóðs úr stöðugum í neikvæðar um hríð áhrif á aðra hávaxtagjaldmiðla og vaxtamunarviðskipti víða um heim. Á vormánuðum breyttust væntingar fjárfesta til verðbólguþróunar í Bandaríkjunum skyndilega og búist var við hraðari hækkun stýrivaxta en áður. Í kjölfarið dró úr vaxtamunarviðskiptum og gengi hávaxtagjaldmiðla gaf eftir, einnig krónan, en um sumarið jukust vaxtamunarviðskipti á ný. Önnur bylgja reið yfir í febrúar sl. í kjölfar lækkunar hlutabréfa í Kína. Allir þessir atburðir undirstrika hve næmir íslenskir markaðir eru orðnir fyrir alþjóðlegum hræringum.

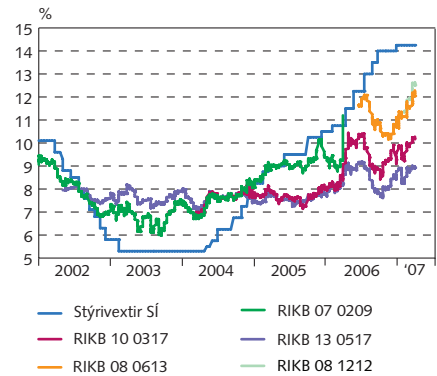
### Ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa enn há

Í kjölfar þess að ríkisstjórnin tilkynnti um lækkun óbeinna skatta í október sl. hækkaði ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa og hefur haldist há síðan. Á þetta helst við um tvo styttri flokkana en áhrif væntinga um lægri verðbólgu til skamms tíma eru minni á lengri flokkana þar sem langtímavaxtahorfur vega þyngra. Hækkun tveggja stystu flokkanna má þó ekki einungis rekja til væntinga um lægri verðbólgu enda ólíklegt að hjöðnun verðbólgu í kjölfar lækkunar

Mynd III-5

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa og stýrivextir Seðlabanka Íslands

Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 27. mars 2007

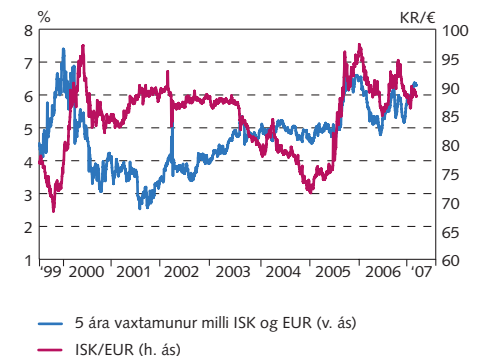


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6

5 ára vaxtamunur og gengi krónunnar gagnvart evru

Daglegar tölur 1. júlí 1999 - 27. mars 2007<sup>1</sup>

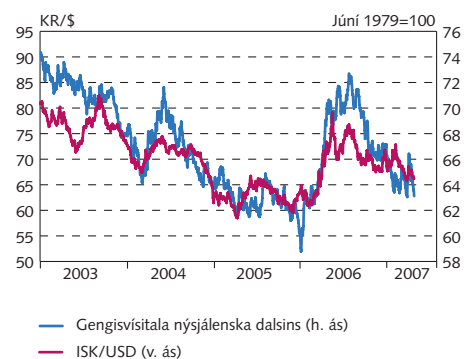


1. Vikulegar tölur fram til ársins 2004.  
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Gengi krónu gagnvart Bandaríkjadal og gengisvísitala nýsjálenska dalsins

Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 27. mars 2007

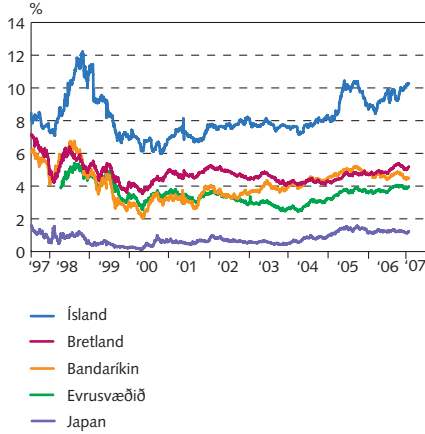


Heimildir: Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Ávöxtunarkrafa 5 ára erlendra  
ríkisskuldabréfa

Daglegar tölur 9. júlí 1997 - 27. mars 2007<sup>1</sup>

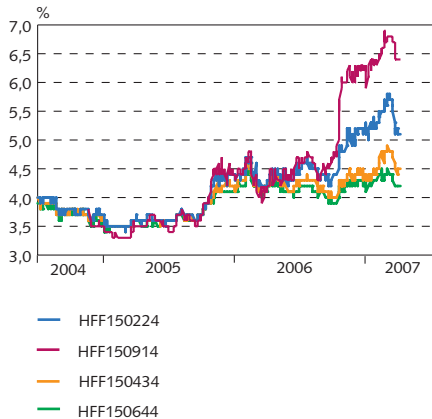


1. Vikulegar tölur fram til ársins 2004.  
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Ávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 27. mars 2007



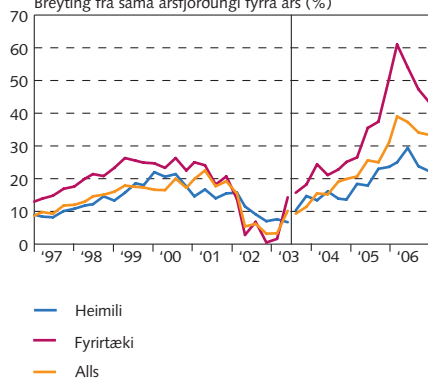
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Útlánaaukning lánakerfisins<sup>1</sup>

1. ársfj. 1997 - 4. ársfj. 2006

Breyting frá sama ársfjórðungi fyrra árs (%)



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

óbeinna skatta vegi upp þá lækkun sem orðið hefur á verði bréfanna. Hræringar eftir birtingu verðbólguatalna í mars benda til þess að áhrif aðgerðanna hafi verið ofmetin. Hækkun ávöxtunarkröfunnar mun því hugsanlega ganga enn frekar til baka þegar áhrif lækkunar verðbólgu eru komin inn í verð bréfanna. Hækkunina má þó að hluta skýra með öðrum þáttum. Líkt og lesa má út frá framvirkum vöxtum og spám greiningaraðila gera fjárfestar nú ráð fyrir að stýrivöxtum verði haldið háum lengur en áður var gert ráð fyrir en það eykur áhuga þeirra á löngum bréfum umfram þau stuttu. Einnig hafa verðbólguvæntingar lækkað á síðastliðnum mánuðum sem dregur enn frekar úr áhuga fjárfesta eftir styttri verðtryggðum bréfum.

Hækkun ávöxtunarkröfu íbúðabréfa frá 9. október 2006 fram til 27. mars 2007 um 0,3-1,5 prósentur hefur einungis leitt til 0,05 prósentna hækkunar útlánsvaxta Íbúðalánasjóðs. Það skýrist af því að sjóðurinn hefur einungis tekið tilboðum í tvo lengri flokkana frá því að ávöxtunarkrafan tók að hækka. Álitamál er hvort sjóðurinn geti haldið uppteknum hætti miklu lengur og þurfi að taka tilboðum í styttri flokkana. Útlánsvextir sjóðsins munu því líklega hækka enn frekar á næstu mánuðum lækki ávöxtunarkrafa íbúðabréfa ekki því meira.

**Dregur úr vexti verðtryggðra útlána en hlutur gengisbundinna lána í skuldum heimila eykst**

Á fjórða fjórðungi sl. árs dró úr útlánavexti lánakerfisins, en hann náði sögulegu hámarki á fyrsta fjórðungi sl. árs. Gengisbundin útlán hafa hins vegar aukist talsvert undanfarna mánuði, einnig til heimila, sem til þessa hafa ekki tekið mikið af gengisbundnum lánum. Hlutfall gengisbundinna lána til heimila er nú rúmlega 5% samanborið við rúmlega 2% fyrir ári. Fyrir aukinni notkun gengisbundinna útlána kunna að vera nokkrar ástæður. Í fyrsta lagi lækkaði gengi krónunnar á síðasta fjórðungi liðins árs, en það kann að hafa orðið til þess að heimili og fyrirtæki meti erlenda lántöku hagstæðari en áður. Í öðru lagi kunna fjármálfyrirtæki að hafa verið treg til þess að veita verðtryggð lán vegna væntanlegrar lækkunar neysliverðsvisitölnunnar í mars. Í þriðja lagi hefur umræðan um vaxtaokur og vaxtamun e.t.v. orðið til þess að beina aukinni lánsfjárefirtisþurn heimila að gengisbyggðum lánum.

Þrátt fyrir vaxandi hlutdeild gengistryggðra lána í skuldum heimila ráðast fjármálaleg skilyrði þeirra að langmestu leyti af innlendri vaxtaþróun og framboði lánsfjár. Vextir verðtryggðra útlána hafa hækkað nokkuð undanfarna mánuði. Eins og áður segir voru vextir Íbúðalánasjóðs nýlega hækkaðir og eru vextir lána án uppgreiðsluálags einungis 0,1 prósentu lægri en þeir voru áður en fyrirkomulagi útboða sjóðsins var breytt árið 2004. Að því leyti hafa skilyrði heimilanna til endurfjármögnunar og nýrrar lántöku versnað töluvert. Líklegra er að útlánsvextir sjóðsins hækki á næstunni fremur en lækki. Á hinn bóginn hefur framboð lánsfjár aukist nokkuð. Íbúðalánasjóður hækkaði nýverið hámarksveðhlutfall lána sinna úr 80% í 90% og hámarkslán úr 17 m.kr. í 18 m.kr. Sumir viðskiptabankar hafa einnig hækkað láns- hlutföll og rýmkað lánaskilmála.

Áhrif nýlegra hræringa á fjármálaleg skilyrði fyrirtækja markast af því að tæplega 60% skulda þeirra við lánakerfið eru gengisbundin. Gengisbreytingar hafa minni langtímaáhrif á fyrirtæki en heimili hafi þau tekjur í erlendum gjaldmiðlum, auk þess eru gengisvarnir þeim ódýrari og aðgengilegri. Hins vegar getur gengishagnaður eða –tap þeirra orðið umtalsvert. Nokkur stór fyrirtæki sem hafa þorra tekna í innlendum gjaldmiðli en fjármagna starfsemi sína að miklu leyti með erlendum lánum urðu fyrir umtalsverðu bókhaldslegu gengistapi á sl. ári. Fjármálaleg staða flestra fyrirtækja virðist þó enn vera nokkuð sterk. Aukin lántaka á undanförunum tveimur árum hefur enn sem komið er ekki leitt til aukinna vanskila. Vanskilahlutfall útlána innlánsstofnana hefur ekki verið lægra síðastliðin sex ár. Mikil útlánaaukning gæti eigi að síður átt eftir að koma fram í auknum vanskilum þegar innlend eftirspurn dregst saman og atvinnuleysi tekur að rísa á ný.

### Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa versnað nokkuð en framboð lánsfjár aukist

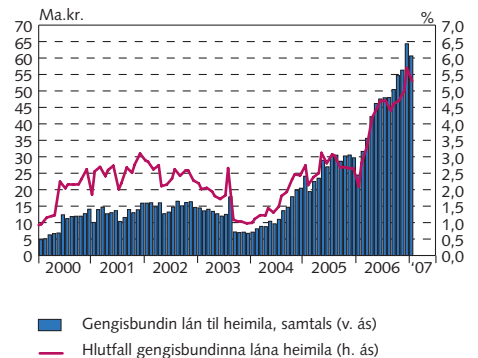
Á heildina litið er niðurstaðan sú að fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa versnað lítillga frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Útlánsvextir í krónum hafa almennt hækkað, bæði óverðtryggðra skammtímalána og verðtryggðra langtímalána. Vextir gengistryggðra lána hafa einnig hækkað lítillga. Þar við bætist að verðbólgan undanfarið ár hefur hækkað höfuðstól og þar með þyngt greiðslubyrði verðtryggðra útlána. Greiðslubyrði erlendra lána hefur einnig hækkað undanfarið ár vegna gengislækkunar krónunnar, en frá nóvembermánuði hefur krónan lengst af verið heldur sterkari en hún var um miðbik ársins. Þótt hækkan útlánsvaxta feli í sér óhagstæðari skilyrði til nýrrar lántöku en áður, vega hækkuð láns hlutföll og hámarkslán á móti.

### Framvinda á erlendum mörkuðum gæti haft umtalsverð áhrif á þróun innlendra fjármálalegra skilyrða á næstunni

Þótt stýrivextir Seðlabankans hafi mikilvæg áhrif á fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hefur framvinda á erlendum mörkuðum töluverð áhrif á að hve miklu leyti breytingar á stýrivöxtum miðlast um vaxtarófið og á gengi krónunnar, eins og fjallað var um hér á undan. Vegna aukins vægis gengistryggðra lána fara bein og óbein áhrif erlendra fjármálalegra skilyrða vaxandi. Framvinda innlendra efnahagsmála getur einnig haft umtalsverð áhrif á þau kjör sem innlendum fjármálastofnunum bjóðast á erlendum fjármálamörkuðum, eins og greinilega kom í ljós á síðasta ári. Þá versnuðu kjör íslensku bankanna umtalsvert umfram erlenda keppinauta. Í kjölfarið fylgdu erfiðleikar við fjármögnun þeirra á Evrópumarkaði. Vaxtakjör íslensku bankanna virðast hafa batnað frá seinni hluta síðasta árs, a.m.k. ef lækkan skuldatrygginga þeirra undanfarna mánuði telst marktæk vísbending um það. Í kjölfar þess að Moody's hækkaði lánshæfismat íslensku bankanna í febrúar, og margra annarra evrópskra banka, í hæsta flokk lækkuðu skuldatryggingar bankanna enn frekar. Sú lækkan hefur þó að hluta gengið til baka þar sem tilkynnt hefur verið að

Mynd III-11

Gengisbundin lán heimila og hlutfall þeirra af heildarútlánum janúar 2000 - janúar 2007<sup>1</sup>

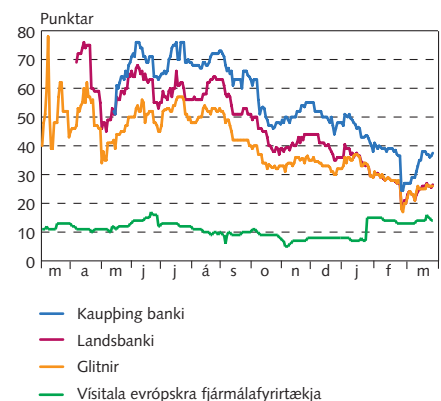


1. Hlutfall gengisbundinna lána heimila af útlánunum innlánsstofnana, íbúðalánasjóðs og líffeyrissjóða í lok hvers mánaðar. Gengisbundin lán hafa verið leiðrétt fyrir áætluðum gengisbreytingum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

Skuldatryggingar íslenskra banka og vísitala evrópskra fjármálafyrirtækja

Daglegar tölur 7. mars 2006 - 27. mars 2007



Heimild: Reuters.

Moody's muni í byrjun apríl birta nýtt mat á láns hæfi bankanna enda hefur ný aðferðafræði fyrirtækisins verið gagnrýnd harðlega. Samt sem áður er aðgangur bankanna að lánsfé mun greiðari en lengi vel á sl. ári sem hugsanlega mun skila sér í lægra álagi á erlend lán til heimila og fyrirtækja. Það gæti þá aukið enn frekar áhuga á geng-istryggðum lánum.

## IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Undanfarin ár hefur þjóðarbúskapurinn einkennst af miklu ójafnvægi. Ör vöxtur innlendrar eftirspurnar hefur leitt til þess að framleiðsla hefur aukist hraðar en framleiðslugeta. Framleiðsluspenna hefur því myndast sem birtist í verðbólguþrýstingi á vörumarkaði og launaþrýstingi á vinnumarkaði. Vöxtur innlendrar eftirspurnar hefur ítrekað reynst meiri en spáð var og aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi hefur látið bíða eftir sér. Við slíkar aðstæður er ólíklegt að verðlag og laun breytist í samræmi við verðbólguþrýsting Seðlabankans. Spáin sem kynnt er hér á eftir leiðir í ljós að forsenda þess að takist að vinna ofan af ójafnvæginu er að þjóðarútgjöld dragist verulega saman. Til þess að kalla fram þann samdrátt sem þarf til þess að framleiðsluspenna minnki og verðbólga hjaðni að markmiði Seðlabankans þurfa stýrivextir að haldast óbreyttir fram á síðasta fjórðung þessa árs.

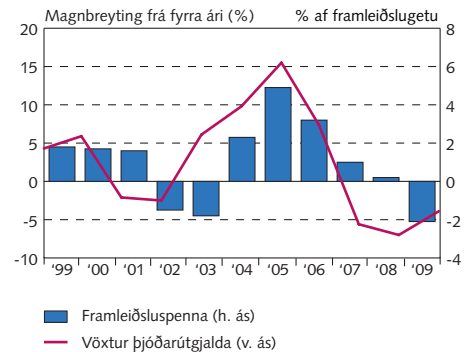
### Breytt framsetning grunnspár

Grunnspár Seðlabankans hafa oft dregið upp mynd af framvindu efnahagsmála sem er í ósamræmi við verðbólguþrýsting bankans. Eins og rakið er í fyrsta kafla felur slík tilhögun í sér verulegan vanda. Grunnspáin sem hér er kynnt bregður upp mynd af því hvernig sérfræðingar Seðlabankans telja að peningastefnan geti stuðlað að þeirri aðlögun efnahagslífsins sem nauðsynleg er til þess að verðbólguþrýsting bankans náist innan ásettans tíma. Stýrivaxtaferillinn sem liggur til grundvallar spánni er valinn af sérfræðingunum með markmiði Seðlabankans að leiðarljósi, í stað þess að byggjast á væntingum markaðsaðila um framvindu stýrivaxta eða á óbreyttum vaxtaferli út spátímann (sjá umfjöllun um könnun á mati sérfræðinga í rammagrein IV-1). Með þessari tilhögun má segja að Seðlabankinn endurheimti yfirráð yfir eigin grunnspá. Spár sem fela í sér framvindu efnahagsmála sem ekki samrýmist verðbólguþrýstingunni eru því úr sögunni.<sup>1</sup>

### Framleiðsluspennan horfin og undirliggjandi verðbólga á markmiði við árslok 2008 eftir öran samdrátt þjóðarútgjalda

Samkvæmt grunnspánni mun aðlögun framleiðslu að framleiðslugetu eiga sér stað á þessu og næsta ári (nánari sundurgreiningu á grunnspánni er að finna í töflu 1 í viðauka 3). Við árslok 2008 er framleiðsluspennan horfin og undirliggjandi verðbólga (án skattabreytinga) jöfn verðbólguþrýsting Seðlabankans (sjá nánar í kafla IX). Megindrífkraftur aðlögunarinnar er snarpur samdráttur fjárfestingar, en einkaneysla stendur nánast í stað í ár og dregst þó nokkuð saman á næsta ári. Forsenda þess að aðlögunin verði nægilega mikil til þess að verðbólguþrýsting náist er að stýrivextir haldist háir allengi eftir að verðbólga tekur að hjaðna. Gert er ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum fram á síðasta fjórðung þessa árs, en að þá taki þeir að lækka og verði liðlega 10% að meðaltali á síðasta fjórðungi næsta árs. Leggja ber ríka

Mynd IV-1  
Vöxtur þjóðarútgjalda og framleiðsluspenna 1999-2009<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Breytt framsetning grunnspár gerir samanburð við eldri grunnspár erfiðari viðfangs þar sem þær byggðust á öðrum stýrivaxtaferli sem samrýmdu ekki alltaf mati bankans. Nánari umfjöllun um mikilvægi undirliggjandi stýrivaxtaferils í spám seðlabanka er í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar í þessu hefti *Peningamála*.

áherslu á að framvinda stýrivaxta er metin út frá þeim upplýsingum sem nú liggja fyrir um framvindu efnahagsmála. Um þessi gögn og túlkun þeirra ríkir mikil óvissa. Því getur stýrivaxtaferillinn af ýmsum ástæðum orðið annar í reynd.

Hagvöxtur verður lítill á þessu og næsta ári samkvæmt spánni, a.m.k. samanborið við vöxt árána 2004 og 2005. Jákvætt framlag utanríkisviðskipta, einkum vegna aukningar álútflytnings og samdráttar í innflutningi fjárfestingarvöru, heldur uppi jákvæðum hagvexti í ár og á næsta ári þrátt fyrir verulegan samdrátt þjóðarútgjalda. Hins vegar er spáð 1% samdrætti landsframléiðslu árið 2009. Það yrði í fyrsta skipti frá árinu 2002 sem landsframléiðslan dregst saman og samdrátturinn yrði hinn mesti frá árinu 1992. Verði aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi hraðari en hér er gert ráð fyrir yrði hægt að lækka vexti fyrir. Það gæti þá stutt við efnahagsbata fyrir en ella. Hægari aðlögun gæti hins vegar orðið til þess að samdráttur yrði að lokum meiri.

### Gengispróunin enn stærsti óvissupátturinn

Í grunnspánni næst jafnvægi í þjóðarbúskapnum fyrir tilstilli innri aðlögunar fremur en aðlögunar gengis. Innlend eftirspurn dregst saman uns jafnvægi kemst á milli framléiðslu og framléiðslugetu. Samdráttur þjóðarútgjalda hefur í för með sér verulegan samdrátt innflutnings. Á sama tímabili eykst útflutningur ört sökum vaxandi álframléiðslu. Halli á vöru- og þjónustujöfnuði dregst því hratt saman. Engu að síður helst viðskiptahallinn mikill til loka spátímabilsins (sjá kafla VII), en það skýrist af miklum hreinum vaxtagreiðslum til útlanda. Þrállátt mikið ytra ójafnvægi í þjóðarbúskapnum felur í sér verulega hættu á að gengispróunin verði óhagfelldari en reiknað er með í grunnspánni. Aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi yrði þá með öðrum hætti. Próun gengisins er því að líkindum stærsti óvissupáttur grunnspárinnar (sjá nánar í rammagrein IX-2).

### Aðlögun innlendar eftirspurnar seinni á ferðinni og hægari en í síðustu grunnspá

Samkvæmt bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga Hagstofu Íslands sem birtar voru um miðjan mars var vöxtur þjóðarútgjalda 7,4% á síðasta ári. Það er rúmlega einni prósentu meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í síðasta hefti *Penningamála*. Munurinn stafar einkum af meiri vexti fjárfestingar og samneyslu en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni. Aðlögun innlendar eftirspurnar að jafnvægi á því lengra í land en áður var spáð.

Um leið staðfestu bráðabirgðatölur Hagstofunnar þær áhyggjur sem Seðlabankinn lýsti yfir í nóvember að vöxtur fjárfestingar yrði líklega meiri á árinu 2006 en fyrstu ársfjórðungstölur gerðu ráð fyrir. Bankinn taldi að mun meiri viðskiptahalli en spáð var gæti verið vís-bending um meiri vöxt fjárfestingar en bráðabirgðatölurnar sýndu.

Í grunnspánni er gert ráð fyrir minni samdrætti þjóðarútgjalda í ár en reiknað var með í nóvember, eða um 5½%. Ástæðan er einkum minni samdráttur fjárfestingar. Vegna þess að stýrivaxtaferillinn er ákveðinn með hliðsjón af verðbólgu-markmiðinu verður samdráttur innlendar eftirspurnar síðar á spátímabilinu hins vegar nægur til að koma á jafnvægi framléiðslu og framléiðslugetu.

### Einkaneysla stendur í stað í ár en dregst svo ört saman

Kröftugur vöxtur einkaneyslu hefur verið önnur meginstoð mikils hagvaxtar undangengin ár. Vöxturinn hefur verið drifinn áfram af mikilli hækkun eignaverðs (sérstaklega húsnæðisverðs, sbr. mynd IV-2) sem birst hefur í aukinni hreinni eign heimilanna, auknu framboði lánsfjár, sem stuðlað hefur að verulegri skuldasöfnun, örum vexti ráðstöfunartekna og væntingum um áframhaldandi vöxt launatekna og eignaverðs. Draga fór úr vexti einkaneyslu upp úr miðju ári 2005 og var ársvöxturinn kominn niður í líðlega 1% á síðasta fjórðungi sl. árs. Hjóðnun vaxtarins á seinni hluta síðasta árs var samkvæmt áætlunum Hagstofunnar nokkru hraðari en spár Seðlabankans á síðasta ári gerðu ráð fyrir og lesa mátti út úr vísbendingum um einkaneyslu.

Samkvæmt grunnsþánni mun áfram draga úr vexti einkaneyslu og samdráttur láta á sér kræla um mitt þetta ár. Einkaneysla stendur að meðaltali í stað í ár en dregst ört saman til loka spátímabilsins sem nær til ársloka 2009. Gangi spáin eftir verður þróun einkaneyslu með svipuðum hætti og á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar (sjá mynd IV-3). Hún er hins vegar langvinnari og dýpri en viðsnúningurinn á fyrstu tveimur árum þessa áratugar. Aukinn kaupmáttur ráðstöfunartekna og hækkun eignaverðs er megindrífkrafturinn í ár, enda eru væntingar heimila í hæstu hæðum samkvæmt nýlegum könnunum. Þegar fram í sækir þyngist greiðslubyrði heimila vegna mikillar skuldasöfnunar fyrri ára og hækkandi raunvaxta. Ráðstöfunartekjur og einkaneysla dragast því saman á næstu tveimur árum. Lækkun húsnæðisverðs og aukið atvinnuleysi draga enn frekar úr neyslu heimilanna þegar líða fer á spátímabilið.

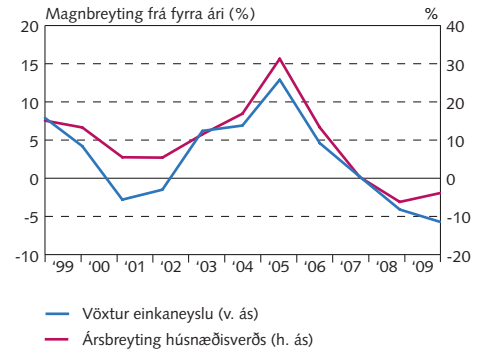
### Eru bjartsýni heimilanna engin takmörk sett?

Væntingavísitala Gallup hækkaði um 21 stig í febrúar, eða um 17% frá fyrri mánuði, og náði hæsta gildi frá upphafi. Íslenskir neytendur virðast því hafa mikla tiltrú á efnahags- og atvinnulífina um þessar mundir. Undirvísitölur sem gefa vísbendingu um mat heimilanna á efnahagslífinu á hverjum tíma og atvinnuástandinu hafa ekki mælst hærrí frá upphafi. Líklegar skýringar eru lækkun matvöruverðs, hækkun launa og gengis krónunnar auk áframhaldandi hækkunar eignaverðs, sem virðist veða þyngra í hugum almennings en háir vextir, mikil verðbólga og viðvarandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Veður geta þó skipast skjótt í lofti. Fyrir ári náði væntingavísitalan hámarki rétt áður en gengi krónunnar lækkaði verulega og vaxandi efasemda gætti um íslenskt efnahagslíf og fjármálakerfi.

### Meiri vöxtur fjárfestingar í fyrra en fyrstu tölur gáfu til kynna líkt og Seðlabankinn taldi líklegt

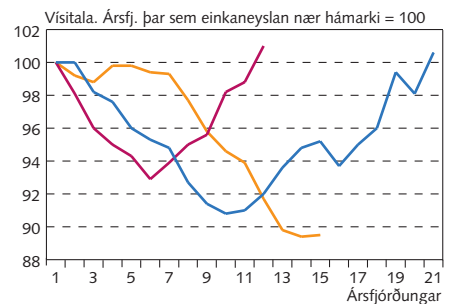
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst fjármunamyndun um 13% á síðasta ári en í nóvember gerði Seðlabankinn ráð fyrir um 9% vexti. Hagstofan endurskoðaði tölur um vöxt atvinnuvegafjárfestingar og íbúðafjárfestingar á fyrstu þremur ársfjórðungum upp á við en vöxtur opinberrar fjárfestingar er nú talinn minni en áður. Í nóvember taldi Seðlabankinn, eins og áður segir, verulegar líkur á að vöxtur fjárfestingar í fyrra hefði verið meiri en fyrstu tölur bentu til, m.a. í ljósi vísbendinga um meiri viðskiptahalla en spáð var.

Mynd IV-2  
Vöxtur einkaneyslu og þróun húsnæðisverðs 1999-2009<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

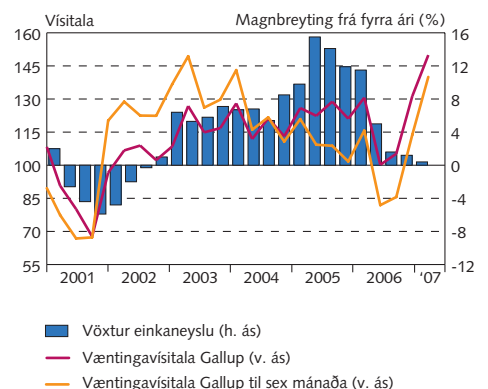
Mynd IV-3  
Samanburður á þróun einkaneyslu eftir að hún náði hámarki 1991, 2000 og 2006<sup>1</sup>



— 1. ársfj. 1991 - 2. ársfj. 1996  
— 4. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2002  
— 2. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2009

1. Árstíðarleiðrétt einkaneysla. Gögn fyrir árið 1997 eru fengin úr gagnagrunni þjóðhagslíkans Seðlabankans.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

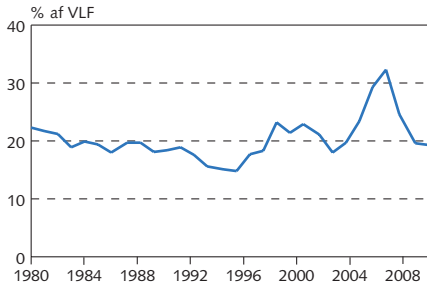
Mynd IV-4  
Einkaneysla og væntingavísitala Gallup 1. ársfj. 2001 - 1. ársfj. 2007<sup>1</sup>



1. Væntingavísitala í lok ársfjórðungs. Gildi vísitölu fyrir 1. ársfj. 2007 er fyrir febrúar og vöxtur einkaneyslu á fjórðungnum er spá Seðlabankans.  
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

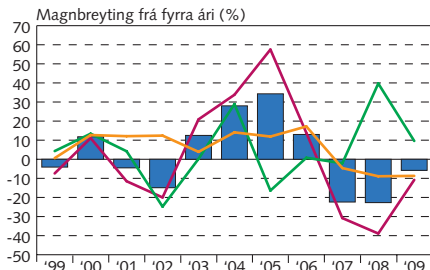
Fjármunamyndun sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 1980-2009<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Vöxtur fjármunamyndunar og helstu undirflokka hennar 1999-2009<sup>1</sup>



■ Fjármunamyndun alls  
— Atvinnuvegir  
— Íbúðarhúsnæði  
— Hið opinbera

1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Samdráttur fjárfestingar á spátímabilinu færir hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu í um fimmtung á ný

Undanfarin þrjú ár hefur vöxtur fjárfestingar verið hinn mesti frá stríðslokum. Vöxturinn skýrist að mestu leyti af fjárfestingu í ál- og orkuverum, en hefðbundin atvinnuvegafjárfesting og íbúðafjárfesting hefur einnig aukist mikið. Hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu hefur því hækkað og var um þriðjungur á síðasta ári. Til samanburðar var fjárfesting að jafnaði u.þ.b. fimmtungur af landsframleiðslu árin 1980 til 2003. Eftir snarpan samdrátt verður hlutfallið aftur komið niður í u.þ.b. fimmtung landsframleiðslu á seinni hluta spátímabilsins.

Í ár dregst fjárfesting engu að síður minna saman samkvæmt grunnspánni en spáð var í nóvember, eða um liðlega 22% í stað 28%. Samdrátturinn í ár skýrist nær eingöngu af samdrætti fjárfestingar í stóriðju og orkuverum. Fjárfesting í stóriðju og orkuverum nam um 117 ma.kr. á síðasta ári en verður um 52 ma.kr. í ár og um 13 ma.kr. á því næsta.<sup>2</sup> Gert er ráð fyrir að önnur atvinnuvegafjárfesting standi í stað frá fyrra ári.

Svör forsvarsmanna fyrirtækja í könnun Gallup frá því í febrúar í ár gefa vísbendingu um óbreytta fjárfestingu í ár frá fyrra ári, nema hjá fyrirtækjum er tengjast stóriðjufjárfestingu. Veruleg fjárfesting verður í flugvélum, fiskiskipum, verslunarmiðstöðvum, stórmörkuðum, skrifstofuhúsnæði og ráðstefnu- og tónlistarhúsi á austurbakka Reykjavíkurhafnar. Fjárfesting í þessum verkefnum gæti numið a.m.k. 40 ma.kr. í ár og svipaðri upphæð á næsta ári.

Spáð er áframhaldandi samdrætti fjárfestingar fram á síðasta fjórðung ársins 2009. Þá hefst hægfara bati. Samdráttur fjárfestingar, einkum atvinnuvegafjárfestingar og íbúðafjárfestingar, ber ásamt samdrætti einkaneyslu þungann af aðlögun þjóðarbúskaparins að framleiðslugetu á næstu árum.

### Íbúðafjárfesting jókst um 17% í fyrra

Bráðabirgðatölur Hagstofunnar sýna að íbúðafjárfesting jókst um 17% í fyrra. Það er mesti vöxtur íbúðafjárfestingar frá árinu 1973. Í marshefti *Peningamála* á síðasta ári spáði Seðlabankinn um 25% vexti yfir árið og byggðist spáin m.a. á mikilli hagnaðarvon í ljósi þess að húsnæðisverð hafði hækkað langt umfram byggingarkostnað. Að auki var litið til vísbendinga um innflutning byggingarefnis o.fl. Í júlíhefti *Peningamála*, eftir að Hagstofan birti bráðabirgðatölur um vöxt fyrsta fjórðungs ársins 2006, var spáin lækkuð í 15% og í tæplega 14% í nóvemberheftinu, eftir að tölur fyrir fyrri helming ársins lágu fyrir. Þegar fyrstu tölur fyrir árið allt liggja fyrir áætlað Hagstofan að íbúðafjárfesting hafi aukist um 17%, eins og áður segir.

Í grunnspánni dregst íbúðafjárfesting saman út spátímabilið. Spáð er um 4½% samdrætti í ár og um 9% samdrætti hvort árið 2008 og 2009. Reiknað er með að húsnæðisverð hækki lítillega að nafnvirði í ár, en lækki nokkuð árin 2008 og 2009. Húsnæðisverð

2. Í grunnspánni er ekki gert ráð fyrir frekari stóriðjufjárfestingu eftir að framkvæmdunum á Austurlandi lýkur. Í rammagrein IX-2 er greint frá fráviksspá þar sem áhrif frekari stóriðjuframkvæmda í tengslum við nýtt álver í Helgúvík og stækkun álversins í Straumvík eru metin.



lækkar því töluvert seinna en í nóvemberspánni, enda vísbendingar um að enn séu töluverð umsvif á fasteignamarkaði. Framboð lánsfjár hefur aukist nokkuð á ný að undanfögnu. Íbúðalánasjóður hækkaði hámarksveðhlutföll úr 80% í 90%. Vextir nýrra íbúðalána hjá sjóðnum hafa einungis hækkað um 0,05 prósentur þrátt fyrir verulega hækkun ávöxtunarkröfu íbúðabréfa. Þá hafa viðskiptabankarnir verið duglegir að auglýsa íbúðalán í erlendum gjaldmiðlum og einn þeirra boðið ákveðnum hópi mögulegra viðskiptavina upp á 100% íbúðalán með takmarkaðri afborgun fyrstu árin.

### Mikill vöxtur innflutnings í fyrra en vaxandi merki um samdrátt eftir því sem leið á árið

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst innflutningur um tæplega 9% í fyrra. Það er næstum tvöfalt meiri vöxtur en spáð var í nóvember. Vöxtur innflutnings endurspeglar jafnan vöxt þjóðarútgjalda. Ársvöxtur innflutnings nam 35% þegar hann náði hámarki á þriðja fjórðungi 2005. Þá var vöxtur þjóðarútgjalda einnig mestur, eða 22%. Síðan hægði á vexti innflutnings og þjóðarútgjalda, einkum eftir að gengi krónunnar lækkaði á fyrsta fjórðungi sl. árs og eftir að stór-iðjufjárfesting náði hámarki.

Spáð er 10% samdrætti innflutnings á þessu ári. Það eru nær óbreyttar horfur frá nóvemberspánni. Framvindan á árunum 2008 og 2009 endurspeglar samdrátt þjóðarútgjalda. Spáð er að innflutningur haldi áfram að dragast saman út spátímabilið.

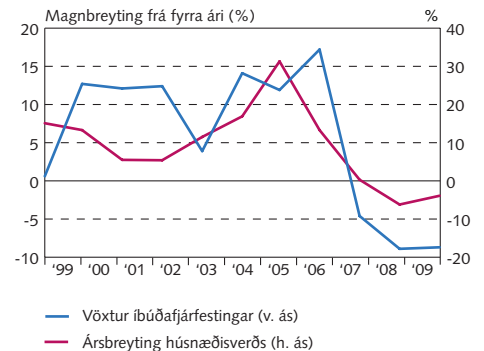
### Minni hagvöxtur í fyrra en spáð var, lítil vöxtur í ár og á næsta ári og samdráttur árið 2009

Hagvöxtur var 2,6% í fyrra, samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar, en í nóvember spáði Seðlabankinn 4% vexti. Þjóðarútgjöld jukust hins vegar meira en spáð var. Minni hagvöxtur skýrist því af mun neikvæðara framlagi utanríkisviðskipta til hans en spáð var, en það vegur þyngra en meiri vöxtur fjármunamyndunar. Samdráttur útflutnings var tæplega tvöfalt meiri og vöxtur innflutnings næstum tvöfalt meiri en spáð var í nóvember.

Spáð er litlum hagvexti í ár og á næsta ári. Þjóðarútgjöld dragast ört saman, en jákvætt framlag utanríkisviðskipta heldur hagvexti jákvæðum. Stóraukinn álútfletningur vegur þar þyngst, en lækkun álverðs dregur þó úr áhrifum þess á útflutningstekjur. Á árinu 2009 er spáð 1% samdrætti. Rétt er að leggja áherslu á að óvissa í spánni eykst verulega eftir því sem líður á spátímabilið.

Mynd IV-7

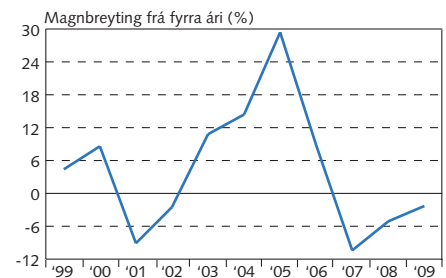
Vöxtur íbúðafjárfestingar og þróun húsnæðisverðs 1999-2009<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

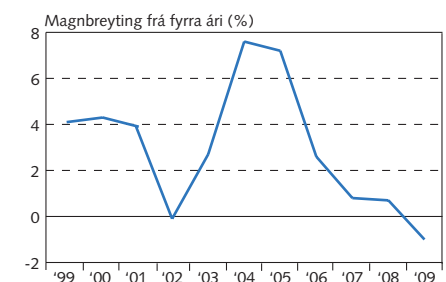
Vöxtur innflutnings 1999-2009<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

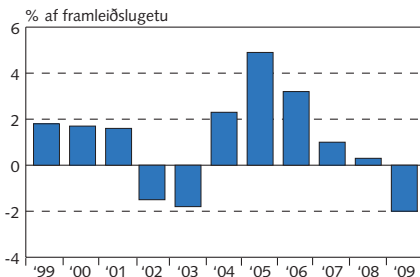
Hagvöxtur 1999-2009<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

Framleiðsluspenna 1999-2009<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Framleiðsluspennan heldur áfram að hjaðna og slaki myndast í ársbyrjun 2009

Mat á framleiðsluspennu er mikilli óvissu háð, en er um leið afar mikilvægt fyrir stefnumörkun seðlabanka í peningamálum. Áætlað er að framleiðsluspenna hafi verið um 3,2% á síðasta ári. Minni áætluð framleiðslugeta og minni hagvöxtur vega álíka þungt í matinu og því er áætluð framleiðsluspenna nær óbreytt frá síðustu spá. Ástæða þess að framleiðslugeta er nú áætluð minni en í nóvemberhefti *Peningamála* er að fjármagnsstofninn er nú metinn minni. Framleiðsluspennan heldur áfram að hjaðna á næstu misserum. Hún verður 1% í ár, u.þ.b. jafnvægi ríkir á næsta ári. Í ársbyrjun 2009 myndast slaki og verður hann 2% á árinu öllu. Slakinn nær síðan hámarki um mitt ár 2010.

## Rammagrein IV-1 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Fyrir hvert hefti *Peningamála* gerir Seðlabankinn könnun á mati sérfræðinga á horfum í efnahagsmálum. Könnunin var gerð um miðjan mars og voru þátttakendur greiningardeildir Glitnis hf., Kaupþings hf., Landsbanka Íslands hf. og Askar Capital hf. Helstu breytingar frá spá sömu aðila í október sl. eru að þeir gera nú ráð fyrir eilittlu meiri verðbólgu, auknum hagvexti og hækkingu fasteignaverðs á þessu ári. Hins vegar spá þeir minni hagvexti en áframhaldandi hækkingu fasteignaverðs á næsta ári.

### Horfur á að mæld verðbólga nálgist verðbólguþröskulmið

Sérfræðingarnir spá því að verðbólga milli ársmeðaltala 2006 og 2007 verði 3½%, örlitlu meira en þeir spáðu í október sl. Spá þeirra miðast við melda verðbólgu og gætir áhrifa lækunar óbeinna skatta og vörugjalda á verðbólgu. Lítil munur er á meðalspá sérfræðinganna og grunnspá Seðlabankans. Þess ber hins vegar að gæta að grunnspá Seðlabankans byggist á stýrivaxtaferli sem sérfræðingar bankans telja að stuðli best að framgangi verðbólguþröskulmiðsins. Í spám sérfræðinga greiningardeilda næst verðbólguþröskulmið nokkru seinna en í grunnspá Seðlabankans. Þeir spá áfram 3½% verðbólgu milli ársmeðaltala 2007 og 2008, en í grunnspá Seðlabankans verður verðbólga undir verðbólguþröskulmiði, eða 2,3%, enda reiknað með nokkru hærri stýrivöxtum. Meðalspá sérfræðinga greiningardeilda um verðbólgu milli ársmeðaltala 2008 og 2009 er mjög svipuð spá Seðlabankans. Í báðum tilvikum verður verðbólga nálægt verðbólguþröskulmiðinu.

### Hagvaxtarhorfur ágætar á spátímabilinu

Sérfræðingarnir telja að aðlögun efnahagslífsins að jafnvægi feli í sér svipaðan hagvöxt og var á síðasta ári. Þeir reikna að meðaltali með 2½% hagvexti í ár og rúmlega 3% á næsta ári. Sérfræðingarnir eru nokkuð sammála um hagvaxtarhorfur, en einn svarenda býst þó við rúmlega 4% hagvexti á næsta ári enda telur sá miklar líkur vera á áframhaldandi stóriðjuframkvæmdum. Hagvöxtur í grunnspá Seðlabankans er töluvert minni, eða tæplega 1% í ár og á næsta ári. Ef horft er lengra fram í tímann búast svarendur að meðaltali við rúmlega 3% hagvexti á árinu 2009.

### Spá um gengisþróun nánast óbreytt frá síðustu könnun

Gengi krónunnar hefur verið nokkuð stöðugt undanfarna mánuði. Sérfræðingarnir spá 126 stiga gengisvísitölu eftir tólf mánuði en eilittlu sterkara gengi ári síðar. Spáin er nánast óbreytt frá síðustu könnun í október sl. Sérfræðingarnir eru reyndar mjög ósammála

um gengisþróun ef litið er eitt ár fram í tímann og munar 20 stigum á hæsta og lægsta spágildi. Ef litið er tvö ár fram í tímann eru þeir sammála um að gengisvísitalan verði á bilinu 120-127 stig.

### Sérfræðingar spá hraðri lækkun stýrivaxta

Stýrivextir Seðlabankans eru nú 14,25% og voru hækkaðir um 0,25 prósentur í desember sl. Að meðaltali er spá sérfræðinganna nánast óbreytt frá síðustu könnun. Þeir spá því að stýrivextir verði rúmlega 11% eftir eitt ár, rúmlega 9% eftir tvö ár og 8% eftir þrjú ár. Meirihluti þeirra spáir því að ákveðið verði á vaxtaákvörðunardeginum 29. mars nk. að halda stýrivöxtum óbreyttum. Hins vegar er breyting frá útgáfu síðustu *Peningamála* að meirihluti svarenda reiknar með að Seðlabankinn taki að lækka vexti á þriðja fjórðungi þessa árs. Í síðustu könnun bjuggust þeir við að lækkun vaxta myndi hefjast fyrr. Einn svarenda telur hins vegar að vextir verði hækkaðir um 0,25 prósentur og að vextir haldist háir á spátímabilinu. Nokkur munur er á spám sérfræðinganna um lággildi stýrivaxta á næstu árum. Spáð er að vextir verði lægstir frá 5,5% til 10% í lok áratugarins.

### Horfur á hækkun eignaverðs á spátímabilinu

Hlutabréfaverð hefur hækkað töluvert frá áramótum og virðist mikil bjartsýni vera ríkjandi á hlutabréfamarkaði. Hinn 21. mars sl. stóð úrvalsvísitalan í tæplega 7.500 stigum, sem er um 15% hækkun frá miðjum október. Sérfræðingarnir eru flestir á þeirri skoðun að hlutabréfaverð haldi áfram að hækka og spá meiri hækkun en í síðustu könnun. Að meðaltali spá þeir að úrvalsvísitalan standi í rúmum 8.000 stigum að ári liðnu.

Sérfræðingarnir búast við hækkun fasteignaverðs á spátímabilinu sem er töluvert breyting frá síðustu könnun, enda virðist hús-næðisverðbólga hafa tekið við sér á ný frá áramótum. Að meðaltali spá þeir að fasteignaverð hækki um rúmlega 3% á næstu tólf mánuðum. Enginn reiknar með lækkun fasteignaverðs á spátímabilinu en einn svarenda telur að það muni standa í stað á næstu tólf mánuðum þannig að raunverð fasteigna lækki.

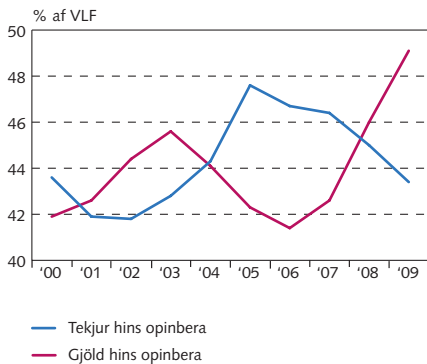
### Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði<sup>1</sup>

	2007			2008			2009		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (milli ársmt.)	3,5	2,8	4,2	3,5	2,1	4,2	2,6	1,5	3,3
Hagvöxtur	2,4	1,5	3,4	3,2	2,3	4,1	3,2	2,6	3,5
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann					
Verðbólga	3,4	2,1	4,6	3,1	2,5	3,4			
Gengisvísit. erl. gjaldmiðla	126	115	135	124	120	127			
Stýrivextir Seðlabankans	11,3	9,8	14,0	9,2	6,0	13,0			
Langtímanafnvextir <sup>2</sup>	8,1	7,4	8,5	7,6	7,0	8,0			
Langtímaraunvextir <sup>3</sup>	3,8	3,5	4,0	3,6	3,4	3,8			
Úrvalsvísitala aðallista	8.063	7.000	8.820	8.930	7.000	10.143			
Breyting fasteignaverðs	3,1	0,0	5,0	3,2	0,0	7,6			

1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi, vexti og úrvalsvísitölu. Sýnd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%), gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig) og úrvalsvísitölu aðallista (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Glitnis hf., Kauppings hf., Landsbanka Íslands hf. og Askar Capital hf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í íbúðabréf (HFF 150644).

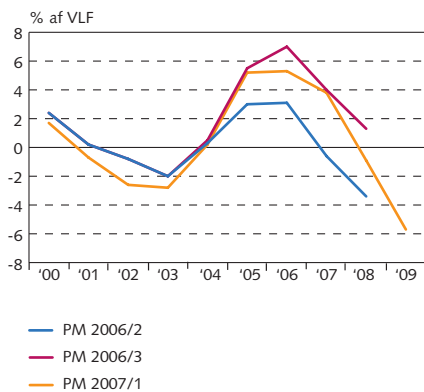
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-1  
Tekjur og gjöld hins opinbera 2000-2009<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2  
Breyting á spá um tekjujöfnuð hins opinbera 2000-2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

## V Opinber fjármál

Afgangur á rekstri hins opinbera var álíka mikill á síðasta ári og á árinu 2005, eða sem nam um 5,3% af landsframleiðslu. Horfur eru á góðri afkomu á þessu ári, um 4% af landsframleiðslu. Hins vegar er líklegt að afgangurinn snúist í halla á næsta ári og horfur fyrir 2009 eru talsvert verri. Óvissan í spánni fer vaxandi eftir því sem líður á spátímann.

### Hlutfall tekna lækkar ...

Hlutfall opinberra tekna af landsframleiðslu lækkar örlítið í ár. Miðað við grunnspá Seðlabankans er gert ráð fyrir að hlutfall tekna hins opinbera lækki úr 46½% af landsframleiðslu árið 2006 í 43½% árið 2009 vegna skattalækkana, samdráttar í einkaneyslu og minnkandi skatttekna af fjármagnstekjum og hagnaði fyrirtækja á árunum 2008-2009.

### ... og hlutfall útgjalda hækkar ...

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að hlutfall útgjalda hins opinbera hækki úr 41½% af landsframleiðslu árið 2006 í 49% af landsframleiðslu í lok spátímabilsins. Stafar hækkunin af því að gert er ráð fyrir svipaðri hækkun samneyslu og undanfarin ár en hægari vexti landsframleiðslu. Einnig er reiknað með miklu fjárfestingaráttaki ríkissjóðs á árunum 2008 og 2009 og hlutfallslegri hækkun á tilfærslum ríkissjóðs og almannatrygginga úr 6½% af landsframleiðslu árið 2006 í 8½% árið 2009. Hækkun tilfærslna má að mestu rekja til aukinna lífeyrisgreiðslna almannatrygginga og atvinnuleysisbóta í kjölfar vaxandi atvinnuleysis.

### ... og afgangur snýst í halla á spátímabilinu

Með lækkandi tekjum og vaxandi útgjöldum snýst rekstrarafkoma hins opinbera úr rúmlega 5% afgangi af landsframleiðslu árið 2006 í tæplega 6% halla á árinu 2009, enda felur grunnspáin í sér töluverð umskipti í þjóðarbúskapnum á tímabilinu.

### Afkoma sveitarfélaga snýst úr halla í afgang vegna breytinga á aðferðafræði

Vegna breytinga Hagstofu Íslands á aðferðum við gerð ársfjórðungsreikninga fyrir samneyslu í þjóðhagsreikningum og nýjum áætlunum fyrir árið 2006 sem birtar voru um miðjan mars sl. urðu talsverðar

Tafla V-1 Fjármál hins opinbera 2005-2009<sup>1</sup>

% af landsframleiðslu	2005	2006	2007	2008	2009
Tekjur	47,6	46,7	46,4	45,0	43,4
Gjöld	42,3	41,4	42,6	46,0	49,1
Afkoma	5,2	5,3	3,8	-0,9	-5,7
Sveifluleiðrétt afkoma	3,4	3,4	3,1	-0,5	-4,8
Hreinar skuldir <sup>2</sup>	2,8	0,7	-6,3	-4,7	6,5
Heildarskuldir	25,0	33,5	27,3	28,3	34,1

1. Uppsetning þjóðhagsreikninga. 2. Með bankainnstæðum en án lífeyrisskuldbindinga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, spá Seðlabankans fyrir árin 2007-2009.

breytingar á áður birtum tölum fyrir hið opinbera allt frá árinu 1998. Mælist afkoma hins opinbera verri en áður á árunum 1998-2005. Mest munar 2% af landsframleiðslu árið 2002. Einna mestum tíðindum sætir breytt mat á afkomu sveitarfélaga árið 2005, en nú er talið að rekstur þeirra hafi skilað 5½ ma.kr. afgangi í stað 4 ma.kr. halla samkvæmt fyrri tölum. Breytingin nemur 6½% af tekjum sveitarfélaga og 0,8% af landsframleiðslu. Jafnframt breytast ýmsar fjárhæðir umtalsvert. Nú er áætlað að tekjur ríkissjóðs hafi numið 362 ma.kr. árið 2005 í stað 373 ma.kr. áður. Breyting á gjaldahlið var heldur minni og afgangur á rekstri ríkissjóðs er nú áætlaður 11 ma.kr. minni árið 2005 en áður var talið eða 46 ma.kr.

### Minni skatttekjur ríkissjóðs og meiri útgjöld árið 2006 ...

Afgangur á rekstri ríkissjóðs árið 2006 að meðtöldum almannatryggingum varð rúmlega 60 ma.kr. eða 5% af landsframleiðslu. Í *Peningamálum* í nóvember sl. var gert ráð fyrir 78 ma.kr. afgangi. Tæplega helming lækkunarinnar má rekja til breytts mats á útkomu ársins 2005, afganginn til minni tekna af skattlagningu fyrirtækja og af óbeinum sköttum. Einnig var í nóvember gert ráð fyrir tæplega 1% raunhækkun ríkisútgjalda en samkvæmt fyrstu tölum hækkuðu þau um rúmlega 1%.

### ... og verri horfur á þessu ári

Horfur á rekstri ríkissjóðs eru töluvert verri á þessu ári en áætlað var í nóvember. Áætlað er að tekjuafgangur verði einni prósentu minni en þá var talið og nemi rúmlega 3% af landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir að útgjöld hækki um 5% að raungildi í stað 4% áður. Vega tilfærsluútgjöld þyngst í aukningunni, einkum lífeyrisbætur og framlög til lífeyrissjóða vegna örorkubóta. Hins vegar er áætlað að rauntekjur ríkissjóðs lækki minna en áður var talið, eða 3% í stað 6%, vegna meiri tekna af skattlagningu fyrirtækja og fjármagnstekna.

### Afgangur á ríkissjóði snýst í halla árið 2008 ...

Á næsta ári er útlit fyrir að rekstrarafgangur ríkissjóðs snúist í halla sem nemi tæplega 1% af landsframleiðslu. Áætlað er að tekjur lækki um 7-8% að raungildi sökum minni vaxtar tekna af skattlagningu fyrirtækja og af neyslusköttum, sem skýrist af samdrætti einkaneyslu og innflutnings. Útgjöld ríkissjóðs hækka um tæp 5% að raungildi, mest vegna stórauðinnar fjárfestingar.

Tafla V-2 Fjármál ríkissjóðs 2005-2009<sup>1</sup>

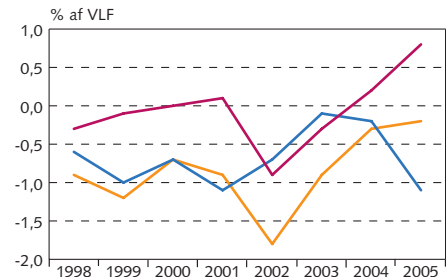
% af landsframleiðslu	2005	2006	2007	2008	2009
Tekjur	35,6	34,7	34,3	32,7	31,0
Gjöld	30,8	29,9	31,0	33,4	35,5
Afkoma	4,8	4,8	3,3	-0,7	-4,6
Sveifluleiðrétt afkoma	3,5	3,5	2,8	-0,4	-3,9
Lánsfjárafgangur	8,4	-2,2	3,0	0,2	-3,4
Hreinar skuldir <sup>2</sup>	0,8	0,3	-3,9	-2,7	6,9
Heildarskuldir	18,2	26,3	21,6	22,3	27,0

1. Uppsetning þjóðhagsreikninga. 2. Með bankainnstæðum en án lífeyrisskuldbindinga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, spá Seðlabankans fyrir árin 2007-2009.

Mynd V-3

Breyting á mati á sögulegri afkomu  
 hins opinbera 1998-2005  
 Milli eldri og nýrri talna



— Ríkissjóður  
 — Sveitarfélög  
 — Hið opinbera

Heimild: Hagstofa Íslands.

### ... sem eykst verulega árið 2009

Á árinu 2009 er gert ráð fyrir að tekjur ríkissjóðs lækki um 9% að raungildi, eða tæpa 30 ma.kr., mest af sömu ástæðum og árið áður auk þess sem vaxtatekjur lækka í takt við lækkandi innlenda vexti. Útgjöld ríkissjóðs aukast um 2½% vegna aukinna samneyslu- og tilfærsluútgjalda, m.a. vegna meira atvinnuleysis. Halli á rekstri ríkissjóðs eykst því í sem nemur 4,6% af landsframleiðslu eða 60 ma.kr. Verri afkoma ríkissjóðs á árunum 2008 og 2009 stafar að hluta af forsendum um minni tekjur af skattgreiðslum fyrirtækja. Ef hins vegar skattgreiðslur yrðu svipaðar á þessum árum og spáð er í ár yrði, að öðru óbreyttu, jöfnuður á ríkissjóði árið 2008 og halli 3% af landsframleiðslu í stað 4,6% 2009.

### Svipuð þróun hjá sveitarfélögum og ríki á næstu árum

Eins og getið var hér að framan er áætlað að afkoma sveitarfélaga hafi verið töluvert betri en áður var talið eftir endurskoðun þjóðhagsreikninga í mars, og að afgangur á rekstri þeirra hafi numið ½ prósentu af landsframleiðslu hvort árið, 2005 og 2006.

Samneysluútgjöld sveitarfélaga hafa vaxið jafnt og þétt undanfarin ár og útsvarsheimildir þeirra nánast verið fullnýttar. Mörg sveitarfélög hafa gefið eftir, að hluta eða fullu, þann tekjuauka sem þau áttu kost á í kjölfar herra fasteignaverðs. Fjárfesting sveitarfélaga hefur einnig verið mikil og fylgt uppbyggingu.

Í grunnspá er gert ráð fyrir svipaðri þróun á yfirstandandi ári og undangengin ár. Spáð er heldur betri afkomu sveitarfélaga í ár en í fyrra þar sem umsvif og launatekjur aukast enn. Árin 2008 og 2009 er því hins vegar spáð að húsnæðisverð lækki og hægi á launaþróun og að halli á rekstri sveitarfélaga verði 10-15 ma.kr. eða um 1% af landsframleiðslu árið 2009.

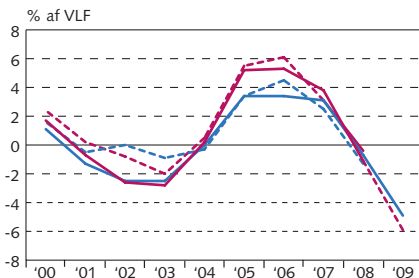
Tafla V-3 Fjármál sveitarfélaga 2005-2009<sup>1</sup>

% af landsframleiðslu	2005	2006	2007	2008	2009
Tekjur	13,0	13,0	13,1	13,3	13,4
Gjöld	12,5	12,5	12,6	13,4	14,5
Afkoma	0,5	0,5	0,6	-0,2	-1,1
Hreinar skuldir	3,6	3,2	2,5	2,8	3,8
Heildarskuldir	6,7	6,3	5,7	6,1	7,2

1. Uppsetning þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, spá Seðlabankans fyrir árin 2007-2009.

Mynd V-4  
Sveifluleiðrétt afkoma hins opinbera  
2000-2009



— Sveifluleiðrétt afkoma PM 2007/1  
 - - - Sveifluleiðrétt afkoma PM 2006/3  
 — Afkoma PM 2007/1  
 - - - Afkoma PM 2006/3

Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Hagsveiflan í opinberum búskap

Hagur ríkissjóðs batnar yfirleitt í uppsveiflu. Þá dragast skattleysis- mörk gjarnan aftur úr tekjum, einkaneysla vex meira en samneysla og tekjutilfærslur vaxa hægt. Aukin einkaneysla fer yfirleitt saman við raungengishækkun hér á landi, innflutningur eykst, samsetning neyslunnar breytist og meira er keypt af háskattaðri vöru. Þegar dregur saman í hagkerfinu snýst þetta jafnan við og afkoman versnar.

Á mynd V-4 er sýndur metinn hagsveifluþáttur í opinberum búskap samkvæmt grunnspá nú og spánni sem birt var í nóvember

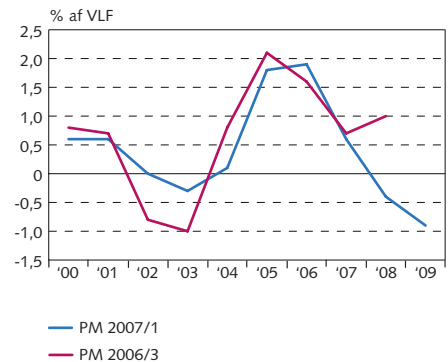
sl. Í síðustu *Peningamálum* var spáð sveifluleiðréttum afgangi á næsta ári en nú er gert ráð fyrir halla, enda eru hagvaxtarhorfur verri í nýrri þjóðhagsspá en grunnspánni í nóvember auk þess sem afkoma árið 2006 er nú talin lakari en þá var ætlað. Breyting á þjóðhagsspánni stafar að miklu leyti af breyttri aðferðafræði við mat á stýrivaxtaferli grunnspár, eins og rakið er í kafla I. Breytingin frá síðustu spá fyrir árin 2000 til 2004 stafar hins vegar af breyttum aðferðum við gerð þjóðhagsreikninga.

Á árunum 2002-2006 batnaði afkoma hins opinbera um 8 prósentur af landsframleiðslu, eins og sést á mynd V-4. Á mynd V-5 sést að metinn þáttur hagsveiflunnar í þeim bata var u.þ.b. 2 prósentur. Það er þó sennilega vanmat, og í afkomuspánni í töflu V-1 er raunar gert ráð fyrir meiri áhrifum af framleiðsluspennu og gengisbreytingum. Tekjur af skattlagningu fyrirtækja og fjármagns skýra tveggja prósentna bata og jafnmikið skýrist af því að ýmis útgjöld sem til skamms tíma voru miðuð við verðlag, hækkuðu minna en landsframleiðsla.

Eins og áður hefur verið rakið eru horfur á að afkoma hins opinbera versni um 11 prósentur af landsframleiðslu á árunum 2006-2009. Árið 2009 mun halli nema 6% af landsframleiðslu. Í spánni felst að 3,2% framleiðsluspenna á síðasta ári snúist í um 2% slaka árið 2009. Hefðbundin greining á sveifluþætti opinbers búskapar skýrir tæplega þriðjung breytingar afkomu. Skattalækkanir, aukin opinber fjárfesting og samneysluvöxtur umfram hagvöxt skýra að mestu leyti það sem á vantar.

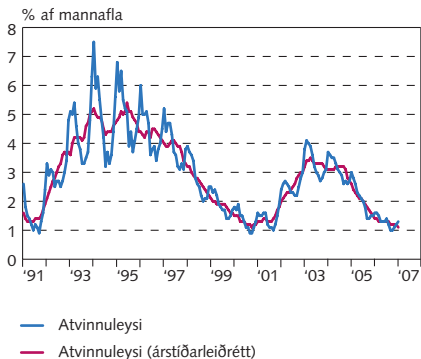
Metinn hagsveifluþáttur í afkomu hins opinbera er nokkurn veginn hlutfallslegur við framleiðsluspennu í hagkerfinu. Ein prósentu í framleiðsluspennu er talin bæta afkomuhlutfallið um u.þ.b. hálfa prósentu. Miðað við það og samdrátt hagkerfisins samkvæmt spá skýrir hagsveiflan um þriðjung af verri afkomu hins opinbera árin 2006 til 2009. Jafnvel þótt áhrif hagsveiflunnar kunni að vera vanmetin, er líklegt að á árinu 2009 stefni í hallarekstur hins opinbera talsvert umfram hagsveiflutilefni. Því er brýnt að gæta hófs í útgjöldum og skattaaðgerðum á næstu misserum. Þannig getur hið opinbera létt nokkrum byrðum af peningastefnu Seðlabankans.

Mynd V-5  
Hagsveifluþáttur opinbers jafnaðar  
2000-2009



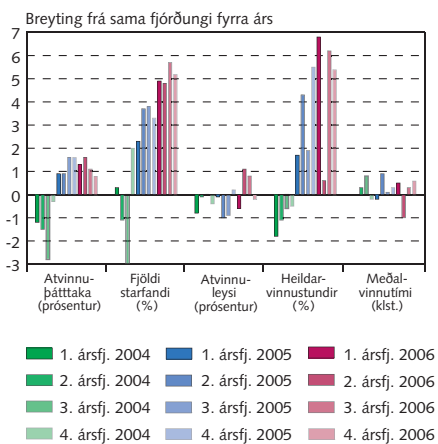
Heimild: Seðlabanka Íslands.

Mynd VI-1  
Atvinnuleysi janúar 1991 - febrúar 2007



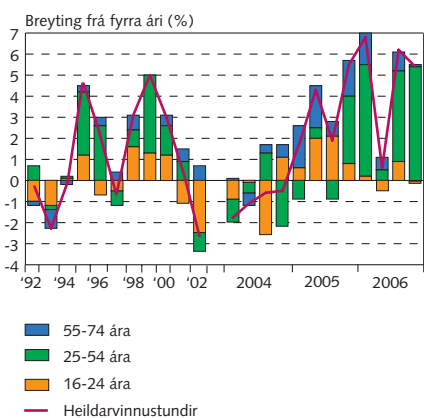
Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2  
Breytingar á vinnuafli  
2003-2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3  
Vinnuafsnötkun  
Framlag aldursþópa til breytingar heildarvinnustundafjölda



Heimild: Hagstofa Íslands.

## VI Vinnumarkaður og launaþróun

Ekki sjást merki um að dragi úr eftirspurn eftir vinnuafli. Eftirspurn hefur í vaxandi mæli verið mætt með innflutningi vinnuafis, enda atvinnuleysi óverulegt og hópar sem að jafnaði standa utan vinnumarkaðar ekki dugað til að anna eftirspurn. Umframeftirspurn eftir vinnuafli hefur komið fram í stigvaxandi launaskriði og voru launabreytingar á síðasta ári þær mestu frá því að farið var að reikna vísitölu launa. Hefur launakostnaður því aukist langt umfram það sem samræmist verðbólgaumarkmiðinu.

### Enn hefur dregið úr atvinnuleysi ...

Þar sem atvinnuleysi hefur verið óverulegt hefur ekki verið hægt að sækja vinnuafli í raðir atvinnulausa undanfarin misseri. Minnkaði það enn um 0,8 prósentur árið 2006 og var að meðaltali 1,3%. Er það svipað atvinnuleysi og gert var ráð fyrir í spám bankans á síðasta ári. Fyrstu tvo mánuði ársins minnkaði atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðarsveiflu enn og var 1,1%. Grunnspá gerir ráð fyrir svipuðu atvinnuleysi á þessu ári og í síðustu spá, en að það aukist eftir því sem dregur úr umsvifum í hagkerfinu og verði tæp 5% í lok spátímabilsins árið 2009.

### ... og vinnuafsnötkun aukist á alla mælikvarða

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands var vinnuafsnötkun á síðasta fjórðungi ársins 2006 mun meiri en á sama fjórðungi árið áður, sama hvaða mælikvarði er notaður. Vinnustundum fjölgaði um 5,4% frá fyrra ári, en meðalfjölgun vinnustunda á árinu var 4,7%. Frá árinu 2004 hefur heildarvinnustundum fjölgað um 8,2% og starfandi fólki um 8,6%.

Frá síðasta fjórðungi ársins 2005 til jafnlengdar árið 2006 hafði heildarvinnustundum fjölgað einna mest í 25-54 ára aldurshópnum. Fyrstu þrjá fjórðungana þar á undan var einna mestur vöxtur meðal þeirra sem áður stóðu utan vinnumarkaðar í yngsta og elsta aldurshópnum.

### Mikil aukning erlends vinnuafis á síðasta ári

Nokkuð dró úr þörf fyrir mannafla vegna stóriðjuframkvæmda á seinni hluta síðasta árs. Eftirspurn eftir vinnuafli var hins vegar áfram kröftug og sem fyrr var henni að miklu leyti mætt með innflutningi vinnuafis.

Þegar íslenskur vinnumarkaður var opnaður fyrir ríkisborgurum ESB-8-ríkjanna 1. maí sl. varð töluverð breyting á því hvernig erlent vinnuafli var skráð hjá opinberum aðilum. Síðan þá hafa atvinnurekendum ekki þurft að sækja um atvinnuleyfi fyrir starfsmenn frá þessum ríkjum, en er skylt að skrá þá hjá Vinnuálastofnun. Atvinnuleyfum fækkaði því um 1 þús. milli ára. Voru þau tæp 3 þús. á árinu. Í staðinn fjölgaði nýskráðum starfsmönnum frá ESB-8-ríkjum um 4 þús. Nýir erlendir starfsmenn skráðir hjá Vinnuálastofnun á síðasta ári voru því tæplega 7 þús.

### Íslendingum og Pólverjum á vinnualdri fjölgaði jafnmikið

Samkvæmt mannfjöldatölum Hagstofu Íslands fjölgaði erlendum ríkisborgurum á vinnualdri (16-74 ára) töluvert minna á liðnu ári



Erlendum starfsmönnum á íslenskum vinnumarkaði hefur fjölgað verulega á undanförunum árum. Fjölgunin eykur framleiðslugetu þjóðarbúskaparins og getur haft áhrif á launa- og framleiðniþróun og hversu lítið atvinnuleysi samræmist lágri verðbólgu. Innflutningur vinnuafls hefur hins vegar ekki aðeins áhrif á framboðshlið þjóðarbúskaparins heldur einnig á eftirspurnarhliðina, því að erlendir starfsmenn eru einnig neytendur vöru og þjónustu. Áhrif innflutts vinnuafls á jafnvægi framboðs og eftirspurnar eru margþætt og áhrif á verðbólguþróun ekki augljós.

### Áhrif á eftirspurnarhlið þjóðarbúskaparins

Innflutningur vinnuafls hefur áhrif á eftirspurn í þjóðarbúskapnum í gegnum kaup á vöru og þjónustu. Erlendir starfsmenn kaupa mat, varanlega neysluvöru og þurfa húsnæði. Líklegt er að það hafi áhrif á neysluhegðun þeirra hversu lengi þeir hyggjast dvelja í landinu. Stór hluti erlendra starfsmanna undanfarin ár kom hingað til lands aðeins til tímabundinna verkefna, einkum við stóriðjuframkvæmdir. Líklegt er að eyðsla þeirra hér á landi umfram brýnar nauðsynjar sé því minni en ella og þeir hafi sparað og sent hluta tekna sinna til heimalandsins. Hafi þetta verið raunin hafa áhrif erlends vinnuafls á eftirspurn verið mun minni en ef starfsfólkið hygði á varanlega búsetu.

Fjölgun erlendra starfsmanna til varanlegrar búsetu eykur eftirspurn eftir húsnæði. Vegna þess að það tekur framboð húsnæðis nokkurn tíma að aðlagast aukinni eftirspurn, þrýstir óvænt eftirspurnaraukning upp húsnæðisverði. Hækkun húsnæðisverðs eykur getu eigenda húsnæðis til lántöku með veði í því og eykur þannig almenna eftirspurn. Hækkun húsnæðisverðs hér á landi á undanförunum árum á sér þó líklega að mestu aðrar skýringar en aukna eftirspurn erlendra starfsmanna, þar sem stór hluti þeirra hefur komið hingað til tímabundinna starfa og búið í húsnæði á vegum atvinnurekenda.

### Áhrif á framboðshlið þjóðarbúskaparins

Aukið framboð erlends vinnuafls kann að hafa veruleg áhrif á laun og framleiðni og þar með á verðbólgu og stjórn peningamála. Hversu mikil áhrifin verða er náteingt eiginleikum, bæði innlendra og erlendra starfsmanna, og samspili þar á milli.

Áhrif á launaþróun geta komið fram með þrennum hætti sem leiðir til mismunandi áhrifa á verðbólgu. Ef framleiðni innflutta vinnuaflsins er minni en þess sem fyrir er, getur tímabundið hægt á heildarlaunabólgu vegna minni heildarframleiðni, en það hefði ekki áhrif á launakostnað á framleidda einingu og verðbólguþrýsting. Áhrif á peningastefnuna verða því engin.

Ef innflutt vinnuafl kemur í stað innlends vinnuafls með svipaða framleiðni yrðu áhrifin á heildarframleiðni engin, en jákvæð ef nýliðarnir koma í stað vinnuafls sem er minna framleiðið en þeir. Þá kæmi aukin framleiðni fram í minni launakostnaði á framleidda einingu og þar með yrði verðbólguþrýstingur minni.

Ef innflutt vinnuafl býr yfir hæfni sem skortur er á eykur það skilvirkni á framboðshlið þjóðarbúskaparins um leið og það dregur úr launabólgu. Aukið framboð erlends vinnuafls leiðir því til þess að launakostnaður á framleidda einingu eykst hægar en ella. Minna misgengi framboðs og eftirspurnar getur einnig haft í för með sér lækkun náttúrulegs atvinnuleysis þannig að atvinnuleysi gæti minnk- að meira án þess að verðbólguþrýstingur myndist.

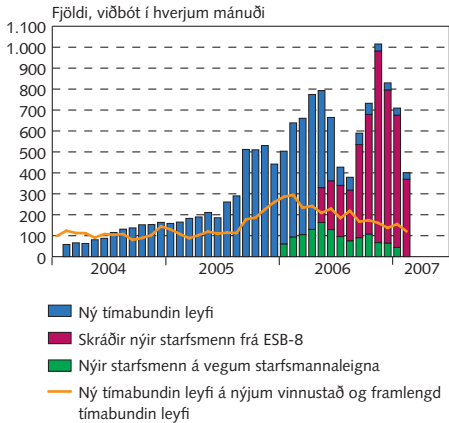
## Rammagrein VI-1

### Áhrif erlends vinnuafls á verðbólgu

### Áhrif á verðbólgu

Líklegt er að fjölgun erlendra starfsmanna á íslenskum vinnumarkaði á undanförunum árum hafi haft meiri áhrif á framboðshlið þjóðarbúskaparins en eftirspurnarhlið og þar með dregið úr verðbólguþrýstingi. Í ljósi aldursamsetningar erlendu starfsmannanna og hlutfalls karlanna af hópnum má gera ráð fyrir að atvinnuþátttaka sé meiri og vinnutími lengri en að meðaltali hjá starfsmönnum með íslenskt ríkisfang. Þar sem stór hluti erlendra starfsmanna hefur komið hingað til tímabundinnar dvalar er líklegt að þeir hafi sparað stærra hluta launa sinna en innlendir starfsmenn og áhrif þeirra á eftirspurn því verið minni en ella. Innflutningur vinnuafis hefur því gegnt lykilhlutverki við að koma þjóðarbúskapnum í gegnum umbrotatíma undanfarinna ára og hjálpað til við að koma í veg fyrir að verðbólga færi enn meira úr böndunum en hún hefur gert.

Mynd VI-4  
Elendir starfsmenn skráðir hjá  
Vinnuálastofnun  
3 mánaða hreyfanleg meðaltöl



Heimild: Vinnuálastofnun.

en skráðum starfsmönnum hjá Vinnuálastofnun eða um 4.650. Misræmið gæti m.a. stafað af því að nokkur óvissa er oft um skráningu útlendinga í flutningum til og frá landinu þar sem það getur dregist að útlendingar sem fá dvalarleyfi séu skráðir hjá Þjóðskrá.

Íslenskum ríkisborgurum á vinnualdri fjölgaði mun minna (2.770) en erlendum ríkisborgurum. Pólskum ríkisborgurum (2.620) á vinnuálfærum aldri fjölgaði nánast jafn mikið og íslenskum ríkisborgurum á árinu.

### Hlutfall erlendra ríkisborgara af starfandi fólki yfir 7%

Vísbendingar eru um að hlutfall erlendra starfsmanna af vinnuáflinu hafi verið töluvert hærra á síðasta ári en árið 2005. Hlutfall erlendra ríkisborgara af starfandi fólki var um 4½% árið 2004 og um 5½% árið 2005 sem eru sömu hlutföll og milli erlendra ríkisborgara á vinnualdri af mannfjölda á þessum árum. Árið 2006 var hlutur erlendra ríkisborgara á vinnualdri um 7½% af mannföldanum og hafi sambandið milli þessara stærða haldist svipað og árin á undan, gæti hlutfall erlendra ríkisborgara af starfandi fólki hafa verið rúmlega 7%.

### Engar vísbendingar um að dragi úr innflutningi vinnuafis

Það sem af er þessu ári hafa nýskráningar hjá Vinnuálastofnun verið aðeins undir meðaltali síðasta árs eða tæplega 400 á mánuði. Fyrstu tvo mánuði ársins fengu hins vegar um 2 þús. manns úthlutað kennitölu hjá Þjóðskrá. Tæplega 70% þeirra komu frá ESB-8-ríkjunum. Töluvert fleiri hafa því fengið úthlutað kennitölu en voru skráðir hjá Vinnuálastofnun. Ekki virðist því draga úr framboði vinnuafis frá þessum löndum. Batnandi efnahagsástand og aukin eftirspurn eftir vinnuáfli í Evrópu gætu hins vegar leitt til þess að ríkisborgarar ESB-8-ríkjanna leituðu frekar atvinnu í löndum sem liggja nær heimalöndum þeirra.

### Fleiri fyrirtæki vilja fjölga starfsmönnum

Könnun meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, sem gerð er reglulega fyrir Seðlabanka Íslands, fjármálaráðuneytið og Samtök atvinnulífsins, gefur leiðandi vísbendingu um eftirspurn eftir starfsfólki.

Niðurstöður könnunarinnar sem gerð var í febrúar sýna að eftirspurn fyrirtækja virðist síst minni en í sambærilegri könnun í desember. Um 4% fleiri fyrirtæki hugðust fjölga starfsmönnum á næstu sex mánuðum en þegar spurt var í desember, eða um 45%. Færri fyrirtæki vilja hins vegar fækka starfsmönnum eða um 6%. Töluverður munur er á afstöðu fyrirtækja eftir staðsetningu. Helmingur fyrirtækja á höfuðborgarsvæðinu vill fjölga starfsmönnum en um þriðjungur fyrirtækja á landsbyggðinni. Mun fleiri fyrirtæki á landsbyggðinni vilja fækka starfsmönnum en á höfuðborgarsvæðinu. Minni bjartsýni á landsbyggðinni endurspeglast í afstöðu framleiðslufyrirtækja. Meðal þeirra vildu fleiri fyrirtæki fækka starfsmönnum í febrúar sl. en í desember. Hins vegar var töluvert meiri vilji fyrirtækja í öllum öðrum atvinnugreinum til að fjölga starfsfólki að verslun undanskilinni.

### Launahækkunar á almennum markaði hafa ekki verið meiri frá því að mælingar hófust

Launavísitalan hækkaði um 9,5% milli ára. Frá því að farið var að birta launavísitölu árið 1989 hafa launabreytingar á vinnumarkaði ekki verið jafn miklar á milli ára og í fyrra. Næst þessu kom árið 1998 í kjölfar launakerfisbreytinga hjá ríkinu. Í fyrra hækkuðu hins vegar laun jafn mikið hjá opinberum starfsmönnum og á almennum markaði.<sup>1</sup>

Launahækkunar á almennum vinnumarkaði tóku kipp í kjölfar samkomulags milli Alþýðusambands Íslands (ASÍ) og Samtaka atvinnulífsins (SA) um mitt ár. Samkvæmt launavísitölu fyrir almenna vinnumarkaðinn hækkuðu laun á seinni hluta ársins um 11,1% frá fyrra ári.

### Laun verkafólks hækka mest ...

Hækkun launa á seinni hluta ársins var einna mest meðal verkafólks (13,2%), enda ofangreint samkomulag ASÍ og SA þannig úr garði gert að það skilaði mestu til þessa hóps. Laun iðnaðarmanna hækkuðu minnst (9,5%), en hafa verður í huga að aðeins er um breytingu reglulegra launa án uppmælingar að ræða. Niðurstöðurnar eru því ekki endilega vísbending um áhrif innflutts vinnuafis á laun þessa hóps. Hækkun annarra starfshópa á seinni hluta ársins var svipuð og að meðaltali á almennum vinnumarkaði.

### ... en laun í verslun minnst

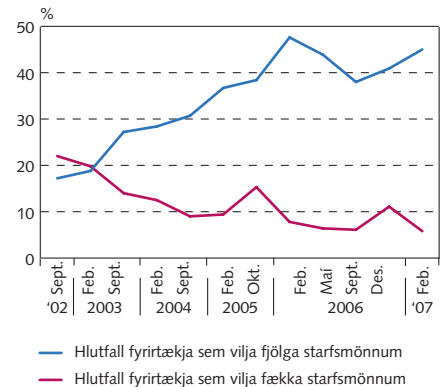
Launabreytingar á seinni hluta ársins voru mestar í samgöngum og flutningum (13,9%) og fjármálaþjónustu (12,3%).<sup>2</sup> Meiri hækkunar í þessum greinum endurspeglar að nokkru leyti meiri samningstengdar breytingar á tímabilinu. Hækkun í byggingariðnaði var minni en meðaltalshækkun launa á almennum vinnumarkaði, sem endurspeglar hlut iðnaðarmanna í greininni. Hækkun í verslun og þjónustu var sýnu

1. Hagstofa Íslands hefur nýverið birt launavísitölur fyrir árin 2005 og 2006 þar sem laun bankamanna eru tekin með almennum markaði enda var bankakerfið að mestu einkavætt frá árinu 2003. Hagstofan birtir nú einnig laun eftir starfshópum og atvinnugreinum á almennum vinnumarkaði.

2. Stærð einstakra starfsstétta getur verið breytileg á milli atvinnugreina. Til dæmis starfa fáir verkamenn í atvinnugreininni fjármálaþjónusta, lífeyrissjóðir og váttryggingar en margir sérfræðingar. Að sama skapi starfa margir verkamenn í atvinnugreininni iðnaður en færri sérfræðingar. Því geta verið tengsl á milli launaþróunar einstakra starfsstétta og atvinnugreina.

Mynd VI-5

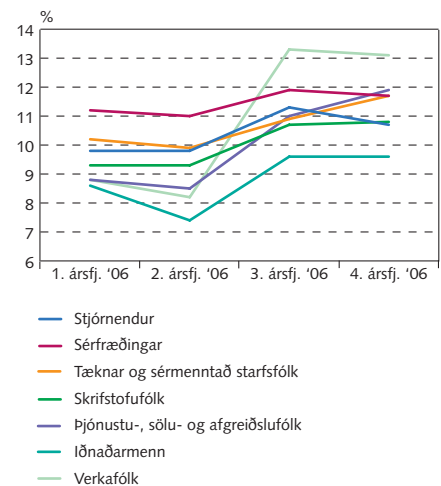
Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga eða fækka starfsmönnum á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VI-6

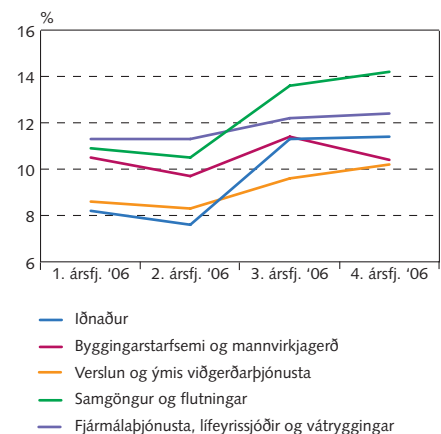
Vísitala launa á almennum vinnumarkaði eftir starfsstétt



Heimild: Hagstofa Íslands.

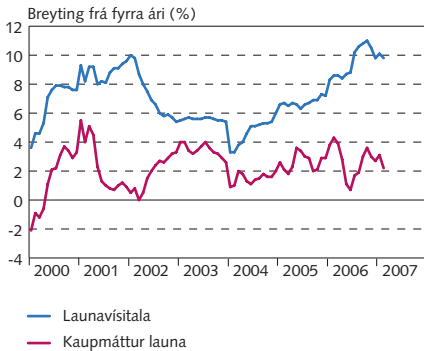
Mynd VI-7

Vísitala launa á almennum vinnumarkaði eftir atvinnugrein



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-8  
Launavísitala og kaupmáttur launa  
Janúar 2000 - febrúar 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

minnst (9,9%) og gætir þar líklega áhrifa mikillar starfsmannaveltu, aukinnar hlutdeildar yngra starfsfólks, en minni hækkun í þessum greinum kann einnig að vera vísbending um tímabundin áhrif aukins framboðs erlends vinnuafls.<sup>3</sup>

### Nokkurt launaskrið enn fyrir hendi

Þrátt fyrir miklar samningsbundnar launahækkunir á síðasta ári er enn nokkurt launaskrið fyrir hendi ef miðað er við hækkun launavísitölu í janúar (3,5%). Hækkunin var töluvert umfram umsamdar launahækkunir sem þá komu til framkvæmda.<sup>4</sup> Launakostnaður atvinnurekenda jókst einnig frá og með 1. janúar um ½ prósentu, vegna aukins framlags launagreiðenda í sameignarlífeyrissjóði starfsmanna.

### Hækkun launa langt umfram framleiðni

Opnun íslensks vinnumarkaðar fyrir starfsmönnum frá ESB-8-ríkjunum hefur að líkindum létt verulega á undirliggjandi launabreytingu á vinnumarkaði og skýrir ofmat Seðlabankans á launabreytingum í kjölfar samkomulags á vinnumarkaði sl. sumar. Eins og fram kemur í rammagrein VI-1 gæti framleiðni hafa aukist vegna innflutnings vinnuafls, en vart nægilega mikið til að veða upp miklar launabreytingar undangengin misseri.

### Óvissa vegna komandi kjarasamninga

Til viðbótar við óvissu um framboð erlends vinnuafls er fram líða stundir, er einnig töluverð óvissa um launabreytingu næstu ára, því að flestir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði renna út um næstu áramót og í kjölfarið fylgja samningar stærstu hópa opinberra starfsmanna. Óvissan lýtur bæði að hækkun launakostnaðar sem í samningunum mun felast og gildistíma þeirra. Venja er að fyrsta hækkun samnings sé mest og ólíklegt verður að telja að upphafshækkun næstu kjarasamninga verði minni en umsamda launahækkunin sem tók gildi 1. janúar í ár og var 2,9%.

Verðbólguþróun á yfirstandandi kjarasamningstímabili kann að mæla gegn kjarasamningi til langs tíma, en forsenda hans var að verðbólga yrði í samræmi við verðbólguþétt Seðlabankans. Tvisvar á samningstímabilinu reyndi á endurskoðunarákvæði samningsins vegna verðbólgu umfram markmið. Kaupmáttur hefur hins vegar aukist töluvert á samningstímanum eða um tæp 7% frá árinu 2003. Laun verkafólks, sem eru háðust umsömdum launahækkunum, hafa einnig hækkað mikið undangengin ár. Tvennt mun líklega skipta mestu máli um launahækkunir næstu samninga og tímalengd þeirra: annars vegar framboð erlends vinnuafls og hins vegar traust samningsaðila á að verðbólguþétt náist í nánustu framtíð.

3. Starfsmenn áttu ekki rétt á launahækkunum í kjölfar niðurstöðu samkomulags á vinnu- markaði sl. sumar ef þeir höfðu ekki starfað samfellt hjá sama atvinnurekanda frá júní árið 2005.

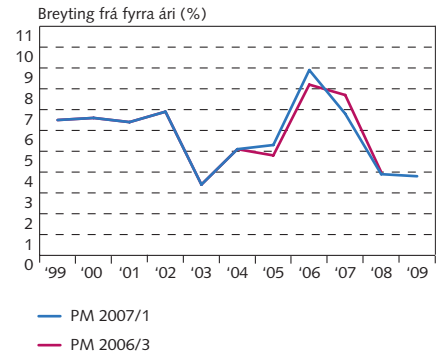
4. Umsamin launahækkun sem kom til framkvæmda 1. janúar sl. var almennt um 2,9% en hærri fyrir einstaka hópa.

### Launakostnaður á framleidda einingu vex hægar á þessu ári

Gert er ráð fyrir nokkru minni hækkun launakostnaðar á þessu ári en í síðustu spá Seðlabankans. Fjölgun erlends vinnuafis hefur verið töluvert meiri en reiknað var með í október og launaskrið því minna. Enn virðist þó töluverður launaþrýstingur vera fyrir hendi á innlendum vinnumarkaði og vísbendingar eru um að eftirspurn eftir vinnuafli kunni að aukast enn frekar á næstu mánuðum. Því er áfram gert ráð fyrir töluverðri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á þessu ári eða 6,8%. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að dragi úr vexti launakostnaðar er líður á spátímabilið vegna minni launahækkana. Nokkur óvissa er um þá forsendu vegna komandi kjarasamninga. Því er spáð að launakostnaður á framleidda einingu hækki um tæplega 4% á ári á árunum 2008 og 2009.

Mynd VI-9

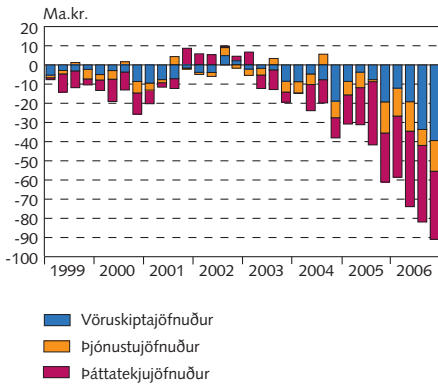
Launakostnaður á framleidda einingu  
1999-2009<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2007-2009.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-1

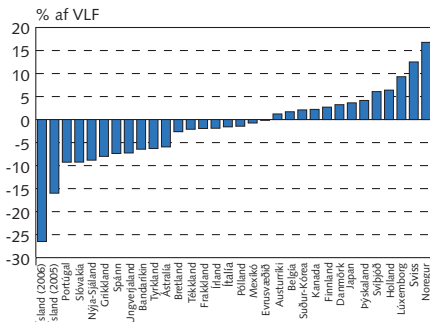
Undirbættir viðskiptajafnaðar<sup>1</sup>  
1. ársfj. 1999 - 4. ársfj. 2006



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

Mynd VII-2

Viðskiptajöfnuður OECD-riksa 2005<sup>1</sup>



1. Tölur fyrir Ísland einnig fyrir árið 2006.  
Heimildir: OECD, Reuters EcoWin.

## VII Ytri jöfnuður

Ítrekað hefur verið spáð minni viðskiptahalla en reyndin hefur orðið. Á árinu 2006 var hann alls 305 ma.kr., sem er meira en fjórðungur af landsframleiðslu ársins. Hlutfallslega hefur aldrei mælst meiri halli hér á landi né í nokkru landi innan OECD. Vöru- og þjónustuviðskipti á seinni hluta ársins reyndust nokkurn veginn í samræmi við síðustu spár, en halli á jöfnuði þáttatekna var mun meiri en spáð var. Útlit er fyrir að töluvert hægar dragi úr viðskiptahallanum á næstu árum en spáð var í nóvember. Nú er gert ráð fyrir að hallinn verði enn rúmlega 11% af landsframleiðslu á árinu 2009, sem endurspeglar að miklu leyti ört vaxandi hreinar vaxtagreiðslur til útlanda.

### Methalli á vöruskiptajöfnuði skýrir tæpan helming viðskiptahallans

Halli á vöruskiptajöfnuði nam rúmlega 148 ma.kr. á árinu 2006, sem er mesti vöruskiptahalli sem mælst hefur hér á landi. Hallinn samsvarar um 61% tekna af vöruútflutningi. Vöruskiptahalli á árinu 2005 nam 49% tekna vöruútflutnings.

Hinn mikli halli á vöruviðskiptum átti sér stað þrátt fyrir að viðskiptakjör hafi batnað um 1,1% af landsframleiðslu milli ára, en útflutningur dróst saman að magni. Verðmæti vöruútflutnings jókst um rúma 25 ma.kr. miðað við fyrra ár, eða 11,7%, á föstu gengi. Að undanskildu útflutningsverðmæti skipa og flugvéla (sem jókst um 49% milli ára á föstu gengi) jókst verðmæti álútflutnings mest, eða um tæplega 42% á föstu gengi. Meginhluti verðmætaaukningarinnar stafaði af hækkun álverðs, en magnvöxtur nam 6,5%. Álútflutningur nam 23,5% heildarverðmætis vöruútflutnings í fyrra, samanborið við 18,5% árið 2005. Verðlag útfluttra sjávarafurða hækkaði einnig mikið. Verðmætið jókst um 1% á föstu gengi, þrátt fyrir 6,3% magnsamdrátt.

Verðmæti vöruinnflutnings jókst talsvert meira en verðmæti vöruútflutnings reiknað á föstu gengi, eða alls um rúmlega 68 ma.kr. milli ára eða sem nemur 21%. Rúmlega helmingur þessarar aukningar er tilkominn vegna meiri innflutnings fjárfestingar- og rekstrarvara. Verðmæti innflutnings á hrá- og rekstrarvörum jókst um rúman fjórðung milli ára og verðmæti innfluttrar fjárfestingarvöru um 28% á föstu gengi.

Innflutningur eldsneytis dróst lítillega saman milli ára, sem skýrist einna helst af minni eldsneytisnotkun skipaflotans. Hækkun olíuverðs olli hins vegar því að verðmæti innflutts eldsneytis jókst um tæp 15% á föstu gengi. Talsvert dró úr innflutningi bifreiða á árinu í heild, en mikill vöxtur var á fyrri hluta ársins sem tók að hjaðna eftir að gengi krónunnar lækkaði skarpt í febrúar og mars. Svipuð þróun var á innflutningi varanlegrar og hálfvaranlegrar neysluvöru. Mikill vöxtur var í byrjun árs en úr honum dró þegar líða tók á árið.

### Halli á þjónustuviðskiptum jókst einnig

Halli þjónustuviðskipta við útlönd var um 54 ma.kr. á síðasta ári og skýrir u.þ.b. 18% viðskiptahallans. Stærsti tekjuliðurinn í þjónustuútflutningi hefur um árabil verið útgjöld erlendra ferðamanna á Íslandi

og svo var einnig á liðnu ári. Tekjurnar jukust lítillega en útgjöld Íslendinga á erlendri grundu mun meira. Samgöngur skiluðu hins vegar jákvæðu framlagi til viðskiptajafnaðar þrátt fyrir að tekjur vegna samgangna hafi dregist verulega saman milli ára. Litlar líkur eru taldar á því að dragi úr ferðagleði Íslendinga á þessu ári, en á móti kemur að einnig er búist við fjölgun erlendra ferðamanna hingað til landsins.

### Halli á jöfnuði þáttatekna meira en tvöfaldaðist á milli ára

Jöfnuður þáttatekna var neikvæður um næstum 102 ma.kr. á síðasta ári og nam u.þ.b. þriðjungi viðskiptahallans.<sup>1</sup> Jöfnuður þáttatekna lýsir flæði launa-, vaxta- og arðgreiðslna til og frá landinu. Auk þess flokkast svokallaður endurfjárfestur hagnaður, þ.e. hagnaður af fyrirtækjum í eigu Íslendinga erlendis að frádregnum hagnaði af fyrirtækjum í eigu útlendinga hér á landi, undir þáttatekjujöfnuð. Stærstur hluti hallans voru hins vegar hreinar vaxtagreiðslur, sem voru neikvæðar um 89 ma.kr. en hrein ávöxtun hlutafjár sem tekur einnig tillit til endurfjárfests hagnaðar var neikvæð um 15 ma.kr.

### Hrein erlend staða þjóðarbúsins er mjög neikvæð

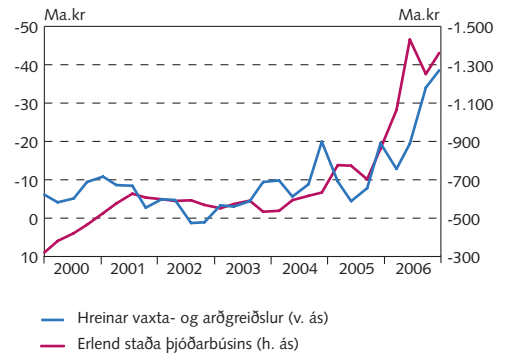
Hrein erlend staða þjóðarbúsins hélt áfram að versna í fyrra, enda gríðarlegur viðskiptahalli á árinu. Fleira en fjármögnun hallans hefur þó áhrif á hreina stöðu þjóðarbúsins. Til skamms tíma er staðan nokkuð næm fyrir gengisbreytingum. Hrein staða var því t.d. enn verri þegar gengi krónunnar var lægra um miðbik sl. árs. Á móti kemur að gengisbreytingar erlendra hlutafjäreignar hafa jákvæð áhrif á stöðuna.

Alls námu erlendar skuldir 5.855 ma.kr. í árslok, en erlendar eignir alls 4.500 ma.kr. Hrein staða var því neikvæð um 1.355 ma.kr. Erlendar skuldir Íslendinga jukust um rúmlega 1.045 ma.kr. á síðasta fjórðungi liðins árs eða sem nemur u.þ.b. allri vergri landsframleiðslu ársins. Sé einungis litið til hreinnar erlendra skuldastöðu,<sup>2</sup> þ.e.a.s. hreina stöðu án áhættufjármagns, er staðan neikvæð um 2.350 ma.kr. eða sem nemur rúmlega tvöfaldri landsframleiðslu. Mynd VII-4 sýnir hreinnar erlenda stöðu og hreina skuldastöðu Íslands undanfarin tvö ár í samanburði við stöðuna í nokkrum helstu OECD-ríkjum í lok árs 2005.<sup>3</sup> Af samanburðinum sést að Ísland er í sérflokki. Hugsanlegt er þó að töluverðrar skekkju gæti í gögnum um eignir og skuldir þjóðarbúsins. Áreiðanleiki þessarar tölfræði, hvort heldur á Íslandi eða meðal annarra þjóða, hefur verið töluvert til umræðu, m.a. vegna þess að misræmi virðist stundum á milli tekju- og gjaldaflæðis og eigna og skulda. Þetta misræmi á sér þó oftast eðlilegar skýringar þar sem ávöxtun einstakra liða í eigna- og skuldastofnum getur verið mjög mismunandi innbyrðis og eins milli tímabila. Vegna þess að bæði eigna- og skuldastofnar eru mjög stórir í tilviki Íslands, geta skekkjurnar orðið miklar miðað við landsframleiðslu.

Mynd VII-3

Hreinar vaxta- og arðgreiðslur og erlend staða þjóðarbúsins

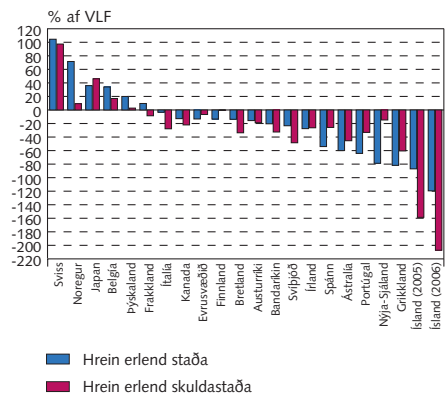
Ársfjórðungstölur 1. ársfj. 2000 - 4. ársfj. 2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-4

Hrein erlend staða og hrein erlend skuldastaða nokkurra þróaðra ríkja í árslok 2005<sup>1</sup>



1. Tölur fyrir Ísland einnig fyrir árið 2006.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, heimasiður erlendra seðlabanka og hagstofa, Seðlabanki Íslands.

1. Sjá nánar í rammagrein VII-1. Einnig er áætlað að birta ítarlega umfjöllun um þáttatekjujöfnuð og þróun hreinnar erlendra stöðu þjóðarbúsins eftir þá Daniel Svavarsson og Pétur Ö. Sigurðsson í næsta hefti *Peningamála*.

2. Hrein erlend skuldastaða tekur ekki tillit til beinnar fjárfestingar og fjárfestingar í hlutafé en slík fjárfesting er skilgreind sem áhættufjárfesting.

3. Sambærilegar tölur eru ekki til fyrir árið 2006.

### Lítill von á sjálfbærum viðskiptahalla innan þriggja ára

Samfelldur halli hefur verið á viðskiptajöfnuði frá upphafi ársins 2003. Þrátt fyrir að engin algild skilgreining á hugtakinu sjálfbær viðskiptahalli sé til innan hagfræðinnar má telja öruggt að jafnmikill viðskiptahalli og verið hefur undanfarin ár fái ekki staðist til lengdar. Spurningunni hversu mikill halli geti viðgengist til frambúðar er ekki auðsvarað. Samkvæmt þröngri skilgreiningu mætti telja halla sjálfbæran ef hann leiðir ekki til takmarkalausrar skuldasöfnunar. Sú skilgreining kann þó að vera ófullnægjandi ef skuldir staðnæmast við jafnvægi sem gerir þjóðarbúskapinn óhóflega næman fyrir breytingum í ytri skilyrðum, t.d. erlendum vöxtum. Því gæti verið gagnlegt að skilgreina halla sjálfbæran ef hann getur hjaðnað án þess að komi til samdráttar í efnahagslífinu.

Þrátt fyrir að núverandi halli sé að nokkru leyti tilkominn vegna fjárfestingar í þeim greinum atvinnulífsins sem vænta má að skili talsvert auknum útflutningstekjum á komandi árum er ekki þar með sagt að aðlögun að sjálfbærum jöfnuði geti orðið án verulegs samdráttar innlendar eftirspurnar. Að vissu leyti mun aðlögun vöruskiptahallans þó hefjast sjálfkrafa á þessu ári, ef ekki koma til nýjar stórframkvæmdir.

Vegna þess að viðskiptahallinn á síðasta ári reyndist mun meiri en spáð hafði verið mun taka talsvert lengri tíma að draga svo úr hallanum að hann geti talist sjálfbær en áætlað var í grunnspánni í síðasta hefti *Peningamála*, þrátt fyrir mun strangara peningalegt aðhald. Viðskiptahallinn dregst reyndar mikið saman á þessu ári og spáð er að hann verði kominn niður í 13½% af vergri landsframléiðslu á fjórða ársfjórðungi. Eftir það vinna neikvæð þróun viðskiptakjara og miklar skuldir og vaxtagreiðslur af þeim gegn hjöðnun hallans, þótt hratt dragi úr halla á vöru- og þjónustuviðskiptum. Spáð er að vöru- og þjónustuviðskipti verði nálægt jafnvægi árið 2010, þ.e.a.s. hallinn nemi innan við 1% af landsframléiðslu. Eftir stendur þá halli á jöfnuði þáttatekna sem nemur um 8% af vergri landsframléiðslu. Til þess að viðskiptahallinn verði sjálfbær í þeim skilningi að skuldasöfnun stöðvist þarf hins vegar að myndast álitlegur afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum. Þetta eru alvarleg skilaboð um að þörf sé á langvarandi aðhaldi í efnahagsmálum á næstu árum.



Fyrir örfáum árum voru vöruviðskipti langstærsti liðurinn í utanríkisviðskiptum Íslands. Á síðustu árum hefur vægi þáttatekna í viðskiptajöfnuði hins vegar aukist mikið. Þáttatekjur og –gjöld hafa margfaldast. Það má að verulegu leyti rekja til mikillar erlendar eignauppbýggingar innlendra aðila. Erlend fjárfesting innlendra aðila og innlend fjárfesting hefur að miklu leyti verið fjármögnuð með erlendu lánsfé. Þáttatekjur samanstanda af arði og endurfjárfestum hagnaði sem rekja má til beinnar fjárfestingar og verðbréfafjárfestingar auk áfallinna vaxta af annarri fjárfestingu. Þá teljast launagreiðslur til erlendra aðila þáttgjöld og erlendar launatekjur innlendra til þáttatekna.

Það er ekki aðeins umfang erlendar fjárfestingar og lántöku sem hefur áhrif á hreina stöðu Íslands gagnvart umheiminum. Auk árlegs flæðis vegna fjárfestingar og lánastarfsemi kemur einkum tvennt til. Í fyrsta lagi endurmat erlendra eigna og skulda þjóðarbúsins með tilliti til breytinga á gengi gjaldmiðla og breytinga á markaðsvirði eigna. Miklar erlendar skuldir gera þjóðarbúskapinn mun viðkvæmari en ella fyrir breytingum á gengi krónunnar. Í öðru lagi er arðsemi mismunandi eigna- og skuldaflokka breytileg meðal annars út frá áhættusjónarmiðum. Ólík samsetning erlendra eigna innlendra aðila annars vegar og eignir erlendra aðila á Íslandi hins vegar getur því leitt til þess að arðsemi eigna og skulda fylgist ekki að. Því geta hreinar vaxta- og arðgreiðslur verið í miklu ójafnvægi þrátt fyrir að hrein erlend staða sé í jafnvægi. Aðferðafræði við skráningu og endurmat fjárfestingarliða og mat á arði er einnig mismunandi eftir eignaflokkum. Bein fjármunaeign (stöðustærð) er t.d. gerð upp á bókfærðu virði en bein fjárfesting (flæðistærð) er skráð á kaupverði.<sup>1</sup> Verðbréfafjárfesting er skráð á markaðsvirði þegar viðskiptin eiga sér stað. Því getur samsetning eigna og skulda haft talsverð áhrif á í hve ríkum mæli er tekið tillit til markaðsverðmætis þeirra.

### Stór hluti erlendra eigna Íslendinga flokkast sem áhættufjárfesting

Árið 1995 námu eignir Íslendinga erlendis alls um 14½% af vergri landsframleiðslu. Árið 2006, aðeins ellefu árum síðar, námu erlendar eignir hátt í 380% af landsframleiðslu og hafa því meira en tuttuguogsexfaldast mælt í hlutfalli við landsframleiðslu. Samsetning erlendra eigna hefur einnig breyst talsvert á tímabilinu. Gjalddeyriforði og viðskiptakröfur voru áður veigamikill hluti af heildareignum erlendis en skipa nú aðeins lítinn sess. Þess í stað hefur hlutfall erlendra lána aukist gífurlega og reiknast nú um 39% af heildareignum erlendis. Hlutdeild erlends hlutfjár í eignasafninu hefur einnig næstum tvöfaldast og er nú tæplega fimmtingur erlendra eigna. Bein fjármunaeign Íslendinga erlendis nam alls um 928 ma.kr. í árslok 2006 og var því um 21% af heildareignum erlendis.

Tafla 1 Samsetning erlendar eignar innlendra aðila 1995 og 2006

	Staða beinnar fjárfestingar (eign)	Hlutfé	Skuldaskjöl	Lán	Seðlar og innstæður	Viðskiptakröfur	Gjalddeyriforði
1995	19%	11%	10%	0%	13%	12%	34%
2006	21%	20%	6%	39%	10%	0%	4%

1. Í aðferðafræði OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er mælt með því að bein fjárfesting sé bókfærð á markaðsvirði en jafnframt viðurkennt að erfitt geti verið að mæla markaðsvirði óskráðra fyrirtækja. Skortur á áreiðanlegum gögnum gerir það að verkum að flest lönd, þ.m.t. Ísland, skrá beina fjármunaeign á bókfærðu virði. Æskilegt er að flest lönd í heiminum notist annaðhvort við markaðsverð eða þá bókfært verð svo að hægt sé að bera saman einstök lönd.

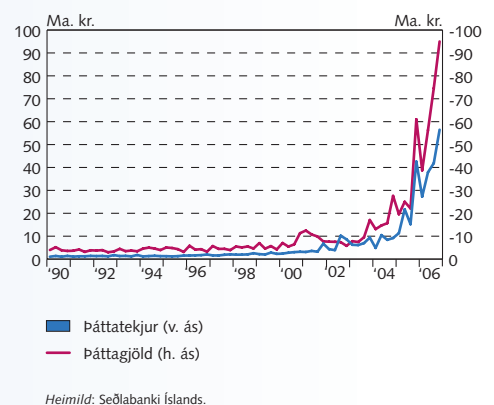
## Rammagrein VII-1

### Auknar erlendar eignir og skuldir og áhrif á sveiflur í þáttatekjum

Mynd 1

Þáttatekjur og gjöld

Ársfjórðungstölur 1. ársfj. 1990 - 4. ársfj. 2006

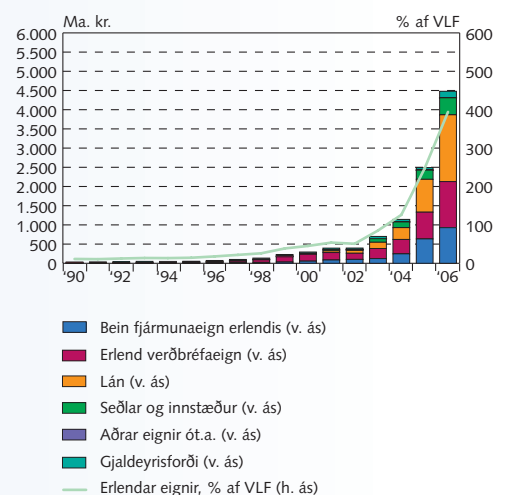


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

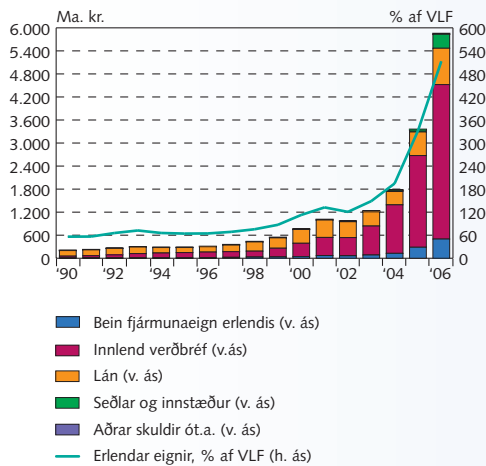
Erlendar eignir þjóðarbúsins

Árlegar tölur 1990-2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3  
Erlendar skuldir þjóðarþúsins  
Árlegar tölur 1990-2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Samsetning erlendra skulda Íslendinga 1995 og 2006

	Staða beinnar fjárfestingar (skuld)	Hlutafé	Skuldaskjöl	Lán	Seðlar og innstæður	Viðskipta-kröfur	Aðrar skuldir
1995	3%	0%	48%	46%	0%	2%	1%
2006	9%	6%	63%	16%	6%	0%	0%

Samsetning erlendra skulda Íslendinga hefur einnig breyst mikið undanfarin tíu ár. Ólíkt erlendum eignum Íslendinga er áhættufjárfesting aðeins lítil hluti erlendra skulda, eða alls um 15%. Hins vegar eru um 85% skuldanna í vaxtaberandi eignaflokkum.

Mismunur ávöxtunar erlendu eigna- og skuldasafnanna árið 2006 var neikvæður um 1,2 prósentur. Munurinn á ávöxtun einstakra liða er hins vegar í vissum tilvikum mun meiri. Til dæmis var ávöxtun beinnar fjárfestingar erlendra aðila í innlendum fyrirtækjum 24,4% en ávöxtun beinnar fjárfestingar Íslendinga í erlendum fyrirtækjum hins vegar aðeins 9,8%.

Tafla 3 Meðaltalsávöxtun eigna og skulda árið 2006

	Ávöxtun eigna (%)	Ávöxtun skulda (%)	Mismunur (%)
Fjárfesting alls	4,4	5,7	-1,2
Bein fjárfesting	9,8	24,4	-14,6
Eigið fjármagn	11,0	29,9	-18,9
Lán milli tengdra félaga	2,3	0,6	1,7
Verðbréf	1,6	3,9	-2,3
Hlutafé	1,2	1,2	0,0
Skuldaskjöl	3,5	4,2	-0,7
Aðrar eignir/skuldir	3,7	3,9	-0,2

Við samanburð á meðalávöxtun af beinni fjárfestingu samanborið við verðbréfafjárfestingu er mikilvægt að hafa í huga mismunandi aðferðafræði við mælingu ávöxtunar sem gerir það að verkum að ávöxtun af beinni fjárfestingu er að jafnaði meiri en ávöxtun af verðbréfafjárfestingu. Skiptir þar mestu máli lágar arðgreiðslur og að ekki er leiðrétt fyrir hækkun á markaðsverði.<sup>2</sup>

Mun minni munur var hins vegar á ávöxtun verðbréfafjárfestingar innlendra og erlendra aðila, eða um 2,3 prósentur íslensku fjárfestunum í óhag. Þessi munur skýrist eingöngu af hærri vöxtum af innlendum skuldaskjölum en erlendum, því að ávöxtun hlutafjár í verðbréfasafninu var hin sama á árinu 2006.

Á síðustu misserum hefur endurfjárfestur hagnaðar af beinni fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi aukist gríðarlega, en endurfjárfestur hagnaður af beinni fjárfestingu innlendra aðila erlendis miklu minna.

2. Auk þess er ekki tekið tillit til endurfjárfests hagnaðar í þeim félögum sem tengjast liðnum hlutafé í verðbréfafjárfestingu.

## VIII Verðlagsþróun

Verðbólga undanfarna fimm mánuði var heldur minni en í verðbólgu-  
spá sem birt var í síðasta hefti *Peningamála*. Þar var gert ráð fyrir  
7,6% verðbólgu á síðasta fjórðungi ársins 2006, eða 0,5 prósentum  
meiri verðbólgu en raunin varð. Vísitala neysluverðs stóð í stað á  
tímabilinu október til desember eftir mikla hækkun frá ársbyrjun.  
Verðbólga stefnir í 6,4% á fyrsta fjórðungi þessa árs.

Í mars dró úr mældri verðbólgu þegar fyrstu umferðar áhrifa  
lækkunar óbeinna skatta gætti í verðmælingum matvöru og annarra  
vörutegunda. Horfur eru á að mæld verðbólga minnki á næstu mán-  
uðum vegna meiri áhrifa lækkunar virðisaukaskatts og vörugjalda og  
grunnáhrifa verðhækkana fyrir ári.

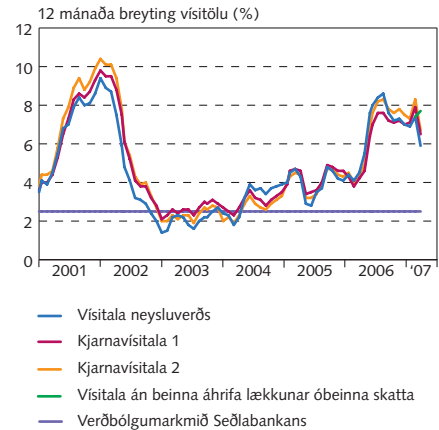
### Ólík þróun mældrar og undirliggjandi verðbólgu

Þrátt fyrir hjöðnun mældrar verðbólgu má enn greina verulegan  
verðbólguþrýsting í ýmsum liðum vísitölnnar. Þjónustuverðbólga  
hefur t.d. færst í aukana og kostnaður vegna eigin húsnæðis hækkað  
sl. mánuði. Tólf mánaða verðbólga jókst á ný í febrúar og nam 7,4%  
eftir að hafa sveiflast í kringum 7% frá síðustu útgáfu *Peningamála*.  
Verðlækkun bensíns og annarra sveiflukendra liða að undanfögnu  
hefur leitt til þess að kjarnaverðbólga er töluvert meiri en heildar-  
verðbólga. Árshækkun kjarnavísitölu 2 nam 8,3% í febrúar. Vísitala  
neysluverðs án húsnæðis hafði í febrúar hækkað um rúmlega 6% á  
tólf mánuðum og 4% í mars, eftir lækkun neysluskatta.

Vísitala neysluverðs lækkaði í mars um 0,3% frá fyrri mánuði  
vegna lækkunar virðisaukaskatts á matvöru og öðrum vörutegundum.  
Tólf mánaða verðbólga lækkaði í 5,9% og er því 3½ prósentu yfir  
verðbólguþrýsting Seðlabankans. Samhliða birtingu verðbólguþrý-  
stingar marsmánaðar birti Hagstofa Íslands vísitalu án beinna áhrifa  
breytingar óbeinna skatta, þ.e.a.s. virðisaukaskatti er haldið föstum  
eins og hann var í febrúar. Vísitalan gefur vísbendingu um hvernig  
áhrif breytinganna á óbeinum sköttum skila sér og er auk þess mikil-  
vægur mælikvarði á undirliggjandi verðbólgu. Vísitalan hækkaði um  
1,4% í mars, eða rúmri prósentu meira en vísitala neysluverðs. Tólf  
mánaða verðbólga án beinna áhrifa lækkunar virðisaukaskatts nam  
7,7%. Undirliggjandi verðbólga mæld á þann hátt var því meiri en  
í febrúar og hefur ekki mælst meiri síðan verðbólga náði hámarki  
sl. sumar. Kjarnavísitala 2 að skattaáhrifum frátöldum hefur hækkað  
um 8,4% á síðustu tólf mánuðum. Samkvæmt þeim mælikvarða var  
kjarnaverðbólga í marsmánuði því hin mesta frá árinu 2002. Bein áhrif  
lækkunar óbeinna skatta hverfa úr mældri verðbólgu að ári liðnu.

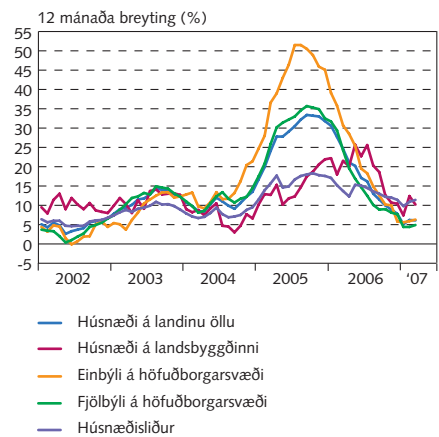
Grunnáhrif vega þungt á næstu mánuðum þar sem áhrif verð-  
hækkana á tímabilinu mars til júní árið 2006 munu hverfa úr tólf mán-  
aða verðbólguþrýstingum (sjá rammagrein VIII-1). Áhrifa verðhækk-  
unar um rúmlega 1% í mars árið 2006 gætir ekki lengur í vísitölnni  
en þar sem vísitalan án áhrifa lækkunar virðisaukaskatts hækkaði  
enn meira ári síðar dugir það ekki til að tólf mánaða undirliggjandi  
verðbólga hjaðni.

Mynd VIII-1  
Verðbólga janúar 2001 - mars 2007<sup>1</sup>



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

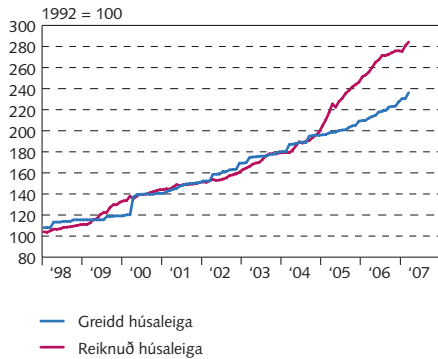
Mynd VIII-2  
Húsnæðisliður og markaðsverð húsnæðis  
janúar 2002 - mars 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3

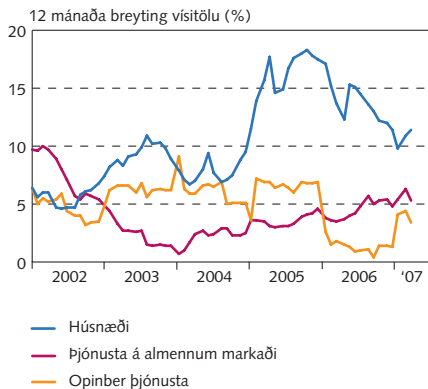
Greidd og reiknuð húsaleiga  
janúar 1998 - mars 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4

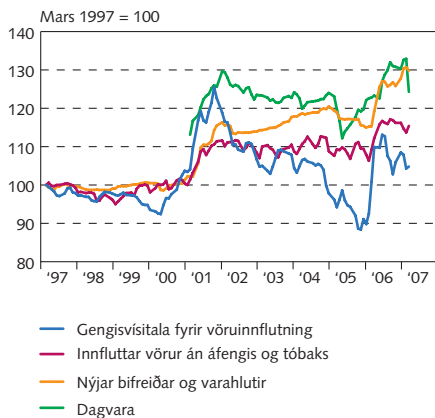
Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta  
janúar 2002 - mars 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar  
vöru mars 1997 - mars 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

## Hægir á hjöðnun húsnæðisverðbólgu

Dregið hafði jafnt og þétt úr húsnæðisverðbólgu við útgáfu síðustu *Peningamála* í byrjun nóvember sl. Horfur voru á að fasteignamarkaðurinn tæki að kólna, enda skilyrði til fjármögnunar húsnæðiskaupa orðin töluvert lakari en árið áður. Í lok árs 2006 hafði verðhækkun íbúðarhúsnæðis ekki haldið í við almenna verðlagshækkun á árinu. Raunverð fasteigna á höfuðborgarsvæðinu hafði þá lækkað um 2% frá ársbyrjun.<sup>1</sup> Í janúar sl. nam ársþækkun húsnæðisþáttarins tæpum 10% og hafði ekki mælst minni síðan í desember árið 2004.<sup>2</sup> Frá áramótum virðist húsnæðisverðbólga hins vegar hafa tekið við sér á ný og aukið líf færst í fasteignamarkaðinn. Framlag húsnæðiskostnaðar til mældrar verðbólgu er enn mjög hátt og má rekja um helming hækkunar vísitölu neysluverðs á síðustu tólf mánuðum til hækkunar húsnæðisliðarins.

Í marsbyrjun nam tólf mánaða húsnæðisverðbólga 11,4%. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hafði þá hækkað um rúmlega 3% frá áramótum og áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs numið 0,5 prósentum. Þar af voru áhrif hækkunar markaðsverðs 0,4 prósent og raunvaxta 0,1 prósent. Áhrif vaxtabreytinga til hækkunar vísitölu hafa frá árslokum 2005 numið tæpri prósentu.<sup>3</sup> Frá síðustu útgáfu *Peningamála* hafa hærri vextir haft örlitlu meiri áhrif til hækkunar húsnæðisþáttarins en hækkun markaðsverðs, enda lækkaði húsnæðisverð í árslok 2006. Áhrif hærri raunvaxta munu hins vegar að öðru óbreyttu byrja að fjara út á næstu mánuðum þegar vaxtahækkunir hjá viðskiptabönkum og Íbúðalánasjóði fyrir ári hverfa úr mældri verðbólgu. Greidd húsaleiga hefur hækkað um 2½% frá áramótum. Í marsbyrjun var ársþækkun greiddrar húsaleigu jafnmikil og kostnaðar vegna eigin húsnæðis. Húsaleiga hefur því haldið í við hið síðarnefnda á síðustu tólf mánuðum.

Líklegt er að uppsveiflan á fasteignamarkaði nýlega verði tímabundin, því að verðlag er hátt og framboð íbúðarhúsnæðis ört vaxandi. Nýleg hækkun Íbúðalánasjóðs á lánsflutföllum og hámarksfjárhæð lána og viðbrögð viðskiptabankanna við þeim er þó til þess fallin að fresta aðlöguninni með aukinni samkeppni lánafyrirtækja og kaupmætti á fasteignamarkaði. Slíkar aðgerðir hafa einnig töluvert áhrif á væntingar neytenda sem eru nú þegar í hámarki.

## Hagstæð gengisþróun hefur ekki komið í veg fyrir verðhækkun innfluttrar vöru

Gengi krónunnar hefur verið nokkuð stöðugt frá því í byrjun nóvember. Hagstæð gengisþróun hefur dregið lítið eitt úr undirliggjandi verðbólguþrýstingi en vegna mikillar innlendar eftirspurnar, áhrifa launahækkana og e.t.v. hækkunar hráefnaverðs hefur verð innfluttrar vöru, að frátöldu bensíni, hækkað töluvert á síðustu mánuðum. Í febrúar, áður en lækkun óbeinna skatta kom til framkvæmda, nam tólf

1. Miðað við þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal.
2. Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs inniheldur reiknaða og greidda húsaleigu ásamt viðhaldskostnaði vegna húsnæðis.
3. Sjá umfjöllun um áhrif vaxtabreytinga á vísitölu neysluverðs á bls. 40 í *Peningamálum* 2006/3.

mánaða verðhækkun innfluttrar mat- og drykkjarvöru rúmlega 10%, sem er óbreytt staða frá því í október sl.

Fyrir ári hækkaði verð nýrra bifreiða hratt í kjölfar gengislækkunar krónunnar. Að undanfögnu hefur verð þeirra hækkað áfram þrátt fyrir tiltölulega stöðugt gengi. Tólf mánaða verðhækkun nýrra bifreiða nam tæpum 13% í mars og hafði verðið þá hækkað um ½% að meðaltali milli mánaða frá sl. hausti. Líklegt er að verðhækkun frá framleiðendum vegna hærra hráefnaverðs skýri þessa hækkun að einhverju leyti. Verðlækkun bensíns að undanfögnu hefur dregið verulega úr verðbólgu. Í mars hafði bensínverð hækkað um rúmlega 2½% á tólf mánuðum. Áhrif mikilla verðhækkana bensíns fyrir ári hverfa úr mældri verðbólgu á næstu mánuðum og mun ársbreyting bensínverðs þá mælast neikvæð.

### Lækkun óbeinna skatta skilar sér út í vöruverð

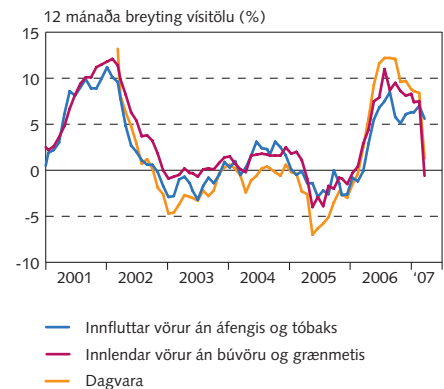
Í mars var virðisaukaskattur á matvöru, veitingum og ýmissi annarri vöru og þjónustu lækkaður úr 14/24,5% í 7%. Vörugjöld af allri matvöru að undanskildu sælgæti og sykri voru afnumin. Verð á mat- og drykkjarvöru lækkaði um 7½% í mars og skilaði lækkun virðisaukaskatts sér í vöruverði nánast að fullu. Hins vegar hefur hún ekki enn skilað sér að fullu til lækkunar á verði veitinga. Verð innlendrar vöru án búvöru og grænmetis hefur lækkað um rúmlega ½% á síðustu tólf mánuðum. Breytingar vörugjalda verða nokkru lengur að skila sér út í vöruverð vegna birgða hjá framleiðendum og innflytjendum.

### Ekkert lát á hækkun þjónustuverðbólgu

Verðlag almennrar þjónustu hefur haldið áfram að hækka frá útgáfu *Peningamála* í nóvember. Í febrúar nam tólf mánaða verðhækkun almennrar þjónustu rúmlega 6% og hafði ekki mælst hærrí síðan sumarið 2002. Í mars lækkaði verð almennrar þjónustu hins vegar um rúmlega ½% enda gætir þar áhrifa lækkunar virðisaukaskatts m.a. á veitingum, gistingu og veggjöldum. Framlag þjónustuverðbólgu til mældrar verðbólgu er nokkuð hátt og má nú rekja rúmlega eina prósentu af hækkun vísitölu neysluerðs á síðustu tólf mánuðum til lækkunar verðlags þjónustu einkaaðila. Þjónustuverðlag hækkaði töluvert í ársbyrjun í takt við launahækkanir, en vísitala fyrir laun á almennum markaði hækkaði um 3½% í janúar. Þótt þjónustuverðbólga hafi ekki fylgt launahækkunum algerlega eftir að undanfögnu er líklegt að hún eigi enn eftir að aukast í ljósi þróunar innlendrar eftirspurnar og kostnaðartilefna.<sup>4</sup> Hins vegar er hugsanlegt að áhrif erlends vinnuafis komi í veg fyrir að þjónustuverðbólga verði eins mikil og launahækkanir gefa tilefni til (sjá rammagrein VI-1).

Verðlag opinberrar þjónustu hækkaði umtalsvert í janúar þegar ýmsar opinberar verðhækkanir bundnar við áramót komu til framkvæmda. Í mars lækkaði verð opinberrar þjónustu um tæplega 1% og gætir þar áhrifa lækkunar virðisaukaskatts á afnotagjöldum, rafmagni og hita. Tólf mánaða hækkun nam rúmlega 3%.

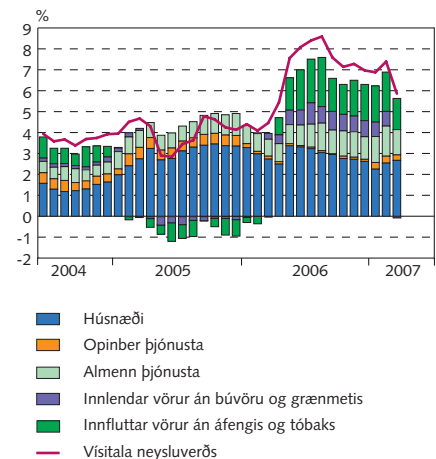
Mynd VIII-6  
Vöruverð janúar 2001 - mars 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

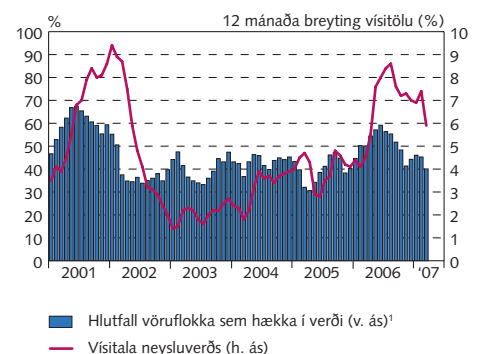
Mynd VIII-7  
Nokkrir undirliðir vísitölu neysluerðs  
júni 2004 - mars 2007

Áhrif á þróun vísitölu neysluerðs sl. 12 mánuði



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-8  
Umfang verðhækkana vísitölu neysluerðs  
janúar 2001 - mars 2007



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

4. Sjá umfjöllun um þjónustuverðbólgu, gengi og launakostnað á bls. 44 í *Peningamála* 2006/3.

## Rammagrein VIII-1

### Grunnáhrif vísitölu neysluverðs

Neysluverðsvísitölur eru algengasti mælikvarðinn á verðlagsbreytingar. Vísitala neysluverðs er reiknuð af Hagstofu Íslands og byggð á mánaðarlegrri verðkönnun og reglulegri könnun á neyslu heimila. Heildarvísitalan vegur saman verð á vörum og þjónustu í hlutfalli við vægi þeirra í útgjöldum heimila. Verðbólga er jafnan skilgreind sem tólf mánaða prósentubreyting vísitölu neysluverðs og er verðbólgu-markmið Seðlabankans skilgreint á þann veg.

Með því að miða við ársþækkun vísitölnunnar er komið í veg fyrir að árstíðarbundið flökt, t.d. sökum útsala, hafi of mikil áhrif á mælda verðbólgu. Sem mælikvarði á verðbólgu er tólf mánaða hækkun neysluverðs hins vegar ekki gallalaus. Tólf mánaða breyting vísitölu neysluverðs gerir engan greinarmun á nýlegum verðbreytingum og verðbreytingum sem áttu sér stað ári áður. Þegar breyting neysluverðsvísitölu í grunnmánuði (e. base month) hafa umtalsverð áhrif á tólf mánaða verðbólgu-mælingu er oft talað um grunnáhrif. Grunnáhrif eru því framlag óvenjumikilla breytinga vísitölu neysluverðs í grunnmánuði til mældrar verðbólgu á hverjum tíma. Töluverðu máli kann að skipta hvort breyting verður á verðbólgu vegna verðbreytingar í mælingarmánuði eða hvort verðbreyting í þeim mánuði sem fellur úr tólf mánaða samanburðinum var óvenjumikil.

#### Útreikningur mældrar verðbólgu

Tólf mánaða verðbólga ( $\pi_t$ ) er reiknuð sem prósentubreyting milli vísitölu neysluverðs í gefnum mánuði ( $P_t$ ) og vísitölnunnar tólf mánuðum áður ( $P_{t-12}$ ):

$$\pi_t = (P_t/P_{t-12}-1) \times 100.$$

Munurinn á tólf mánaða verðbólgu milli tveggja mánaða svarar til munarins milli mánaðarlegrar breytingar vísitölu í núverandi mánuði og þeirrar tólf mánuðum áður:

$$\pi_t - \pi_{t-1} = (P_t/P_{t-1} - P_{t-12}/P_{t-13}) \times 100.$$

Breyting verðbólgu milli mánaða ræðst því af mismun á breytingu verðlags í mælingarmánuði og breytingu fyrir tólf mánuðum. Hækkun vísitölnunnar milli  $t-13$  og  $t-12$  mun minnka breytingu tólf mánaða verðbólgu milli  $t-1$  og  $t$ . Skilgreina má grunnáhrif sem framlag verðbreytinga fyrir ári, ( $P_{t-12}/P_{t-13}$ ), til breytingar verðbólgu nú (sjá ECB, 2005, 2007).

#### Töluverð grunnáhrif vegna verðbreytinga húsnæðis og dagvöru

Grunnáhrif skipta oft verulegu máli þegar óvenjumiklar verðbreytingar eiga sér stað. Sem dæmi má nefna verðhækkun húsnæðis árið 2005. Reiknuð húsaleiga hækkaði að meðaltali um 3,2% á mánuði fyrstu fjóra mánuði ársins 2005.<sup>1</sup> Hún vegur 17% í vísitölu neysluverðs og námu áhrif þessara hækkana tæpum tveimur prósentum til hækkunar vísitölnunnar. Á hinn bóginn hækkaði reiknuð húsaleiga að meðaltali um 1,4% fyrstu fjóra mánuði ársins 2006, töluvert minna en árið áður. Tólf mánaða hækkun reiknaðrar húsaleigu nam 24% í desember árið 2005 en 15% í apríl 2006 þegar áhrifa verðhækkunar á sama tímabili árið áður gætti ekki lengur og minni verðhækkun kom í staðinn.

Breytingar voru gerðar á húsnæðislið vísitölu neysluverðs í maí árið 2005 þegar Hagstofan stytta viðmiðunartímabil raunvaxtakostnaðar úr fimm árum í tólf mánuði. Áhrif þessarar breytingar námu

1. Reiknuð húsaleiga er reiknaður húsnæðiskostnaður þeirra sem búa í eigin húsnæði. Helstu áhrifaþættir reiknaðrar húsaleigu eru breytingar á markaðsverði og vöxtum.

0,45 prósentum til lækkunar vísitölunnar í maí árið 2005. Áhrifin á mælda verðbólgu gengu til baka í maí árið 2006 með tilheyrandi hækkun tólf mánaða húsnæðisverðbólgu.

Verðstríð á matvörumarkaði á vormánuðum ársins 2005 var önnur uppspretta grunnáhrifa. Þá ríkti tímabundið mikil samkeppni um markaðshlutdeild og lækkaði verð á mat- og drykkjarvöru um 10% á fjórum mánuðum. Áhrifin námu 1½ prósentu til lækkunar vísitölu neysluverðs. Tólf mánaða lækkun matvöruverðs nam 1% í janúar árið 2006, áður en grunnáhrif verðlækkana árið áður komu fram, en í maí nam tólf mánaða hækkun matvöruverðs rúmlega 10%. Mismuninn má að miklu leyti rekja til grunnáhrifa.

### Grunnáhrif framundan á árinu 2007

Grunnáhrif munu hafa veruleg áhrif á þróun mældrar verðbólgu á árinu 2007. Á tímabilinu mars til júní í fyrra hækkaði vísitala neysluverðs mánaðarlega um 1-1,45%. Húsnæðisverðbólga og verðhækkun innfluttrar vöru, einkum nýrra bifreiða og bensíns, höfðu mestu áhrifin til lækkunar vísitölunnar á þessum tíma, eða alls 2,6 prósentur. Á næstu mánuðum munu áhrif þessara verðhækkana hverfa úr tólf mánaða verðbólguþælingum. Verðbólgan mun því lækka að öðru óbreyttu.

Sveiflur í bensínverði höfðu töluverð áhrif á verðlagsþróun árið 2006. Bensínverð hækkaði nánast samfelld fyrir hluta ársins en tók síðan að lækka um haustið. Á heildina höfðu verðbreytingar bensíns aðeins 0,25 prósentna áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs yfir sl. ár. Grunnáhrifin vega því ekki þungt á heildina lítið yfir árið 2007 heldur frekar í þróun milli einstakra mánaða. Hins vegar, að gefnu óbreyttu bensínverði út árið 2007, munu grunnáhrifin sem eru framundan draga töluvert úr tólf mánaða verðbólgu það sem af er ársins, einkum fram á haust.

### Lækkun óbeinna skatta í mars 2007

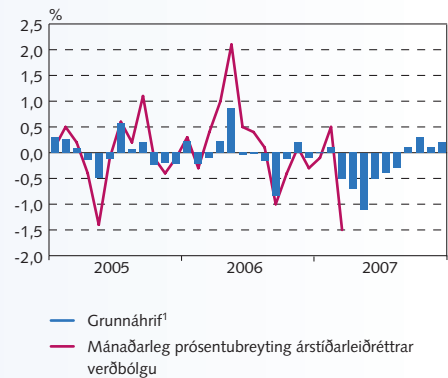
Aðgerðir stjórnvalda til lækkunar óbeinna skatta og vörugjalda á matvæli og fleiri vörutegundir komu til framkvæmda nú í mars. Áhrif til lækkunar mældrar verðbólgu námu 1,4 prósentum. Líklegt er að einhver áhrif komi einnig fram á næstu mánuðum. Mæld verðbólga lækkar tímabundið, eða þar til að áhrif verðlagslækkunarinnar á tólf mánaða verðbólgu hafa gengið yfir að ári loknu. Grunnáhrifin munu leiða til þess að mæld verðbólga hækkar töluvert aftur á vormánuðum ársins 2008. Seðlabankar horfa jafnan fram hjá fyrstu umferðar áhrifum breytinga á neyslusköttum á verðbólgu, enda fela þau ekki í sér að undirliggjandi verðbólguþrýstingur breytist. Þetta er hægt að gera með því að reikna vísitölu án þessara áhrifa, eða einfaldlega horfa til lengri tíma en eins árs, þegar grunnáhrifin verða komin fram.

### Heimildir

- ECB. (2005). Base effects and their impact on HICP inflation in early 2005. *Monthly Bulletin* January: 31-33.
- ECB. (2007). The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation. *Monthly Bulletin* January: 33-35.

Mynd 1

Framlag grunnáhrifa til mældrar verðbólgu janúar 2005 - desember 2007

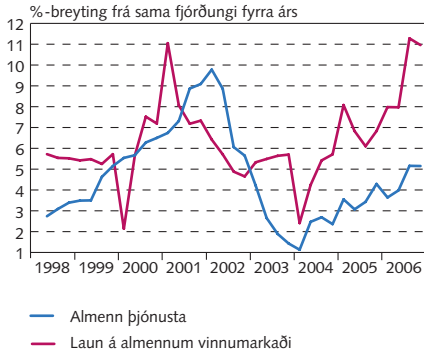


1. Framlag grunnáhrifa er frávik mánaðarlegrar %-breytingar vísitölu neysluverðs ári áður frá meðaltali síðustu fimm ára.  
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-9

Laun á almennum vinnumarkaði og  
almenn þjónusta

2. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2006

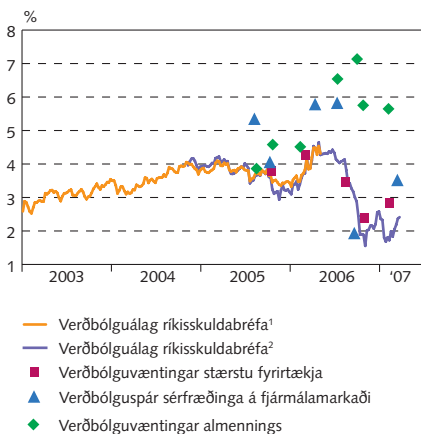


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-10

Verðbólguvæntingar

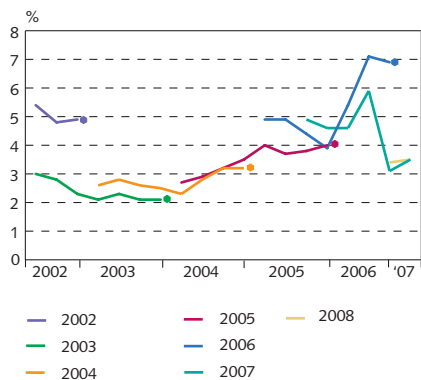
Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 27. mars 2007



1. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF150914. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-11

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði  
um verðbólgu milli ársmeðaltala<sup>1</sup>



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

## Misvísandi þróun verðbólguvæntinga að undanfögnu

Verðbólguvæntingar hafa hækkað á flesta mælikvarða. Í könnun sem gerð var á viðhorfum stærstu fyrirtækja á Íslandi á tímabilinu 2. til 28. febrúar reiknuðu stjórnendur þeirra með 2,9% verðbólgu á næstu tólf mánuðum. Verðbólguvæntingarnar hækka frá síðustu mælingu í desember þegar þær námu 2,2%.

Samkvæmt könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerð var í mars (sjá rammagrein IV-1) væntu þeir örlítið meiri verðbólgu á þessu ári en í könnun fyrir síðustu útgáfu *Peningamála*. Sérfræðingarnir spá að meðaltali að verðbólga milli ársmeðaltala 2006 og 2007 verði 3½%. Þeir spá sömu verðbólgu á árinu 2008 sem er svipað og þeir spáðu í október sl.

Verðbólguvæntingar almennings lækkuðu eilítið í könnun sem gerð var 21. til 26. febrúar. Einstaklingar væntu að meðaltali 5,7% verðbólgu á næstu tólf mánuðum, einungis 0,2 prósentum minna en í október árið 2006. Töluverður munur er því á verðbólguvæntingum almennings og forsvarsmanna fyrirtækja. Svo virðist sem einstaklingar búist við því að undirliggjandi verðbólguþrýstingur verði áfram mikill og verðbólguþrýstingur Seðlabankans ekki í augnsýn. Líklegt er að verðbólguvæntingar almennings séu mjög háðar liðinni verðbólgu sem hefur verið mikil í langan tíma. Verðbólguvæntingar hafa hins vegar hækkað örlítið frá síðustu útgáfu *Peningamála* ef miðað er við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði og væntu markaðsaðilar að meðaltali 2% verðbólgu á tímabilinu 7. nóvember til 27. mars.



## IX Verðbólguhorfur

### Minni verðbólga en áður var talið

Eins og áður hefur komið fram var verðbólga á síðasta fjórðungi liðins árs minni en spáð var í síðasta hefti *Peningamála*. Útlit er fyrir að verðbólga á fyrsta fjórðungi þessa árs verði einnig nokkru minni en þá var spáð. Helgast það að langmestu leyti af breyttu mati á tímasetningu boðaðra lækkana óbeinna skatta á vísitölu neysluverðs og nokkru sterkara gengi krónunnar á síðasta fjórðungi liðins árs og það sem af er yfirstandandi ári.

Betri upphafsáðstæður leiða til þess að verðbólguhorfur til ársloka eru betri en spáð var í nóvember. Útlit er fyrir að verðbólga verði við markmið bankans um mitt ár, eða hálfu ári fyrr en samkvæmt fráviksspá með peningastefnuviðbrögðum sem birtist í síðustu *Peningamálum* (sjá mynd IX-1 og töflu 2 í viðauka 3). Svo virðist sem undirliggjandi kostnaðarþrýstingur hafi haft minni áhrif á verðbólgu en óttast var fyrir í vetur. Samkeppnisþrýstingur og virk verðvitund neytenda virðist að einhverju leyti hafa komið í veg fyrir að þessi kostnaðaráhrif færu út í verðlag, þrátt fyrir töluverðan undirliggjandi eftirspurnarþrýsting, eða a.m.k. tafið þau. Hættan er hins vegar sú að þessi kostnaðarþrýstingur muni á endanum leiða til aukinnar verðbólgu.

### Stýrivextir hafa hækkað og peningastefnan er aðhaldssamari en fólst í síðustu grunnspá

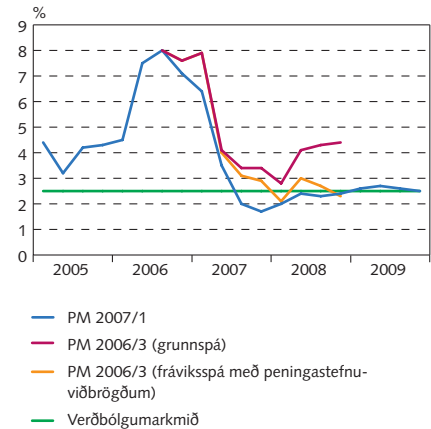
Verðbólguhorfur á næsta ári eru töluvert betri en fólst í síðustu grunnspá. Þessar spár eru hins vegar ekki fyllilega samanburðarhæfar vegna þess að stýrivaxtaferillinn er ákvarðaður með öðrum hætti, eins og lýst var í kafla I. Peningalegt aðhald er mun meira en í síðustu grunnspá, en það dregur úr framleiðsluspennu og stuðlar að sterkara gengi krónunnar.

Stýrivextir bankans voru hækkaðir um 0,25 prósentur í desember. Markaðsaðilar gerðu ekki ráð fyrir þeirri vaxtahækkun, samkvæmt könnun sem gerð var í október, og reiknuðu með að stýrivextir myndu lækka fljótlega á árinu 2007. Stýrivaxtaferill grunnspárinnar felur í sér fyrrgreinda vaxtahækkun og óbreytta vexti fram á síðasta fjórðung þessa árs. Hann felur því sem fyrr segir í sér töluvert aðhaldssamari peningastefnu en í grunnspánni í nóvember sem byggðist á væntingum markaðs- og greiningaraðila. Horfurnar eru hins vegar ekki ólíkar fráviksspánni með peningastefnuviðbrögðum. Stýrivaxtaferillinn er nokkru lægri en í spánni með peningastefnuviðbrögðum í síðustu *Peningamálum* (mynd IX-2), enda verðbólguhorfur til skamms tíma betri eins og áður hefur verið rakið. Aðhaldssöm peningastefna veitir verðbólguvæntingum kjölfestu sem tryggir að langtímaverðbólga verði í samræmi við markmið bankans.

Þótt stýrivaxtabreytingar hafi takmörkuð skammtímaáhrif á framvindu verðbólgunnar leiða hærra stýrivextir til þess að í grunnspánni fer verðbólga ekki hækkanði á ný þegar áhrifa lækkunar óbeinna skatta gætir ekki lengur í verðbólguáætlunum snemma á næsta ári. Ólíkt nóvembergrunnspánni helst verðbólga því í námunda við verðbólguáætlunina út spátímabilið, enda stýrivaxtaferillinn ákvarðaður með hliðsjón af því.

Mynd IX-1

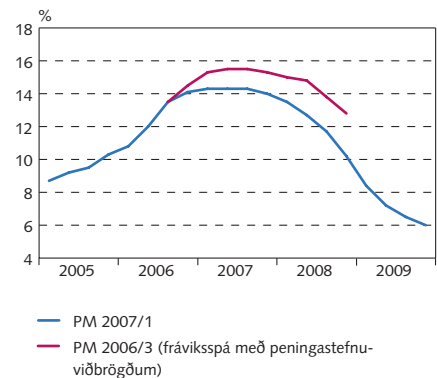
Verðbólga - samanburður við PM 2006/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-2

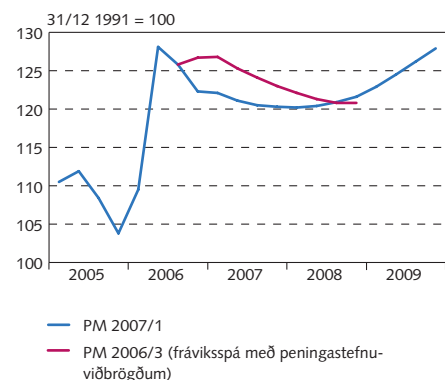
Stýrivextir - samanburður við PM 2006/3



Heimild: Seðlabanki Íslands.

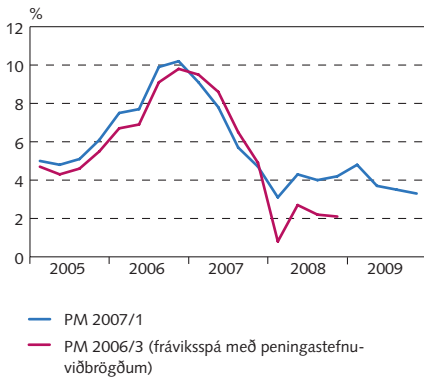
Mynd IX-3

Gengisvísitala - samanburður við PM 2006/3



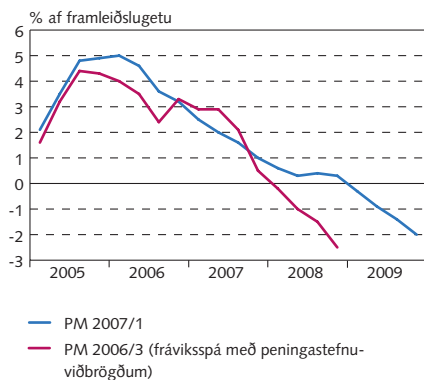
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-4  
Launakostnaður á framleidda einingu - samanburður við PM 2006/3



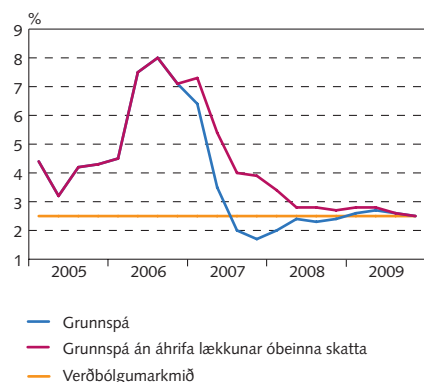
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-5  
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2006/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-6  
Verðbólga með og án áhrifa óbeinna skatta



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Horfur á sterkara gengi krónunnar en í síðustu spá

Gengi krónunnar lækkaði nokkuð í desember sl. en sú veiking hefur gengið til baka það sem af er þessu ári. Krónan hefur því að meðaltali verið heldur sterkari en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* (sjá mynd IX-3). Í grunnspánni er reiknað með að gengi krónunnar haldist tiltölulega sterkt á spátímanum, en lækki heldur þegar liða tekur á árið 2008.

### Vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu áfram hraður en hægari en spáð var í nóvember

Eins og fjallað er um í kafla VI, hefur launakostnaður á framleidda einingu hækkað verulega á undanförunum misserum og langt umfram það sem getur samræmt verðbólguþámiðinu. Mikil spenna á vinnumarkaði mun valda því að áfram eru horfur á töluverðum vexti launakostnaðar fram á árið 2009. Vöxtur launakostnaðar á þessu ári er hins vegar heldur minni en spáð var í nóvember (sjá mynd IX-4).

Vegna endurskoðaðs mats á framleiðnivexti er vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu nú talinn hafa verið heldur meiri á árunum 2005 til 2006 en talið var í nóvember. Það á einnig við um næsta ár en vegna endurmats á vexti vinnuafsls er framleiðnivöxturinn nokkru minni en spáð var í nóvember.

### Framleiðsluspenna á þessu ári minni en spáð var í nóvember

Eins og fram kemur í kafla IV benda nýjar tölur Hagstofu Íslands til þess að hagvöxtur á síðustu tveimur árum hafi verið heldur minni en áður var talið. Framleiðsluspenna við lok síðasta árs er eigi að síður metin álíka mikil og í nóvember og nokkru minni í ár en í frávíksspá með peningastefnuviðbrögðum sem birtist í nóvember (mynd IX-5). Hjöðnun spennunnar verður hins vegar töluvert hægari á næsta ári, enda er nú talið að minni samdrátt í þjóðarþúskapnum þurfi til þess að ná verðbólguþámiðinu. Horfur eru á að framleiðsluslaki myndist ekki fyrr en snemma árs 2009.

### Undirliggjandi verðbólga lækkar hægar en mæld verðbólga

Út frá mati Hagstofu Íslands er reiknað með að lækkun óbeinna skatta leiði til u.þ.b. 1,9% lækkunar vísitölu neysluverðs. Áhrifin komu að mestu leyti fram í verðmælingunni í mars en reiknað er með nokkrum áhrifum í apríl einnig. Hröð lækkun verðbólgunnar á næstu mánuðum stafar að miklu leyti af áhrifum skattalækkunarinnar, auk umtalsverðra grunnáhrifa. Áhrif skattabreytinga eru tímabundin og lítil undirliggjandi verðbólgu. Að öðru óbreyttu verður verðbólga aðeins meiri seinni hluta spátímans vegna þess að skattalækkunin eykur kaupmátt ráðstöfunartekna og dregur að öðru óbreyttu úr aðhaldsstigi opinberra fjármála. Í grunnspánni vegur aðhaldssamari peningastefna en ella hins vegar upp þessi áhrif.

Eins og mynd IX-6 sýnir eru horfur á að undirliggjandi verðbólga, þ.e.a.s. að skattaáhrifum frátöldum, fari einnig minnkandi á næstunni. Hins vegar dregur mun hægar úr henni en mældri verðbólgu. Undirliggjandi verðbólga verður allt að tveimur prósentum hærri en mæld verðbólga frá öðrum fjórðungi þessa árs og fram á fyrsta fjórðung næsta árs en þá hverfa grunnáhrif skattalækkanna að mestu leyti. Verðbólguhorfur eru því orðnar mjög svipaðar undir lok spátímabilsins, hvort sem horft er til mældrar eða undirliggjandi verðbólgu.

### Litlar breytingar á helstu óvissupáttum grunnspárinnar

Grunnspáin og stýrivaxtaferill hennar eru byggð á mati sérfræðinga bankans á framvindu efnahagsmála á næstu þremur árum með aðstoð tiltækra haglíkana. Spár af þessu tagi eru ævinlega háðar mikilli óvissu, en þegar ójafnvægi er svo mikið að sögulegar hliðstæður skortir verður óvissan óvenjumikil og erfiðara en ella að móta framsýna peningastefnu.

Tafla IX-1 Helstu ósamhverfir óvissupáttir grunnspár

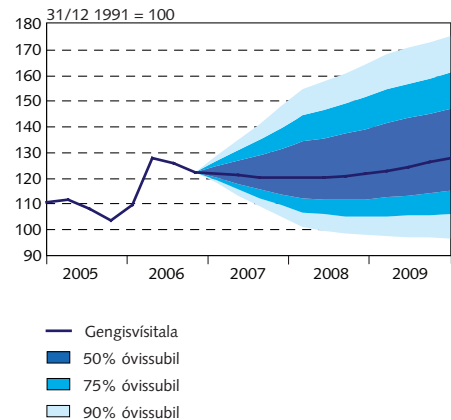
Óvissupáttur	Skýring		
Gengisþróun	Mikill viðskiptahalli getur skapað þrýsting til lækkunar á gengi krónunnar umfram það sem reiknað er með í grunnspánni		
Einkaneysla	Lækkun eignaverðs og vaxandi greiðslubyrði gætu valdið samdrætti einkaneyslu umfram það sem grunnspá gerir ráð fyrir		
Opinber fjármál	Aðhald hugsanlega minna en gert er ráð fyrir í grunnspánni vegna kosningaárs		
Launakostnaður	Launahækkunar vegna komandi kjarasamninga eru hugsanlega vanmetnar		
Alþjóðleg efnahagsmál	Erlendir vextir geta hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir og þannig aukið greiðslubyrði erlendra lána umfram það sem grunnspá gerir ráð fyrir		
Áform um stóriðjuframkvæmdir	Ákvarðanir um stóriðjuframkvæmdir árið 2008 geta aukið bjartsýni og stutt við gengi og eftirspurn sem á endanum leiðir til aukins verðbólguþrýstings		
Miðlunarferli peningastefnunnar	Verði miðlun peningastefnunnar skilvirkari getur verðbólga lækkað hraðar en í grunnspá		
Áhættumat Seðlabankans	Eitt ár fram í tímann	Tvö ár fram í tímann	Þrjú ár fram í tímann
Peningamál 2006/2	Upp á við	Samhverft	...
Peningamál 2006/3	Upp á við	Upp á við	...
Peningamál 2007/1	Upp á við	Upp á við	Upp á við

Eins og kemur fram í töflu IX-1 eru helstu óvissupáttir spárinnar í meginatriðum þeir sömu og áður. Enn er talin nokkur hættu á því að gengi krónunnar gefi eftir í ljósi verulegs viðskiptahalla (sjá nánar í rammagrein IX-2). Að sama skapi gætu verðbólguhorfur versnað verði slaki í opinberum fjármálum meiri en gert er ráð fyrir og teknar ákvarðanir um enn frekari stóriðjuframkvæmdir á spátímanum. Í grunnspánni er ekki gert ráð fyrir neinum nýjum stóriðjuframkvæmdum (sjá nánar í rammagrein IX-2). Á móti kemur að lækkun eignaverðs umfram það sem grunnspáin gerir ráð fyrir og hraðari miðlun peningastefnunnar gætu létt á undirliggjandi verðbólguþrýstingi miðað við grunnspána. Þótt hækkun alþjóðlegra vaxta geti leitt til gengislækkunar og verðbólguþrýstings til skamms tíma myndi hún flýta fyrir miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið og draga úr framleiðsluspennu til lengri tíma litið. Launahækkunar í komandi kjarasamningum gætu einnig verið vanmetnar. Hins vegar er ekki útilokað að innflutningur erlends vinnuafis hafi haft meiri áhrif á aðstæður á vinnumarkaði en talið er í grunnspánni (sjá umfjöllun í rammagrein VI-1).

Mynd IX-7

#### Gengisvísitala

Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009

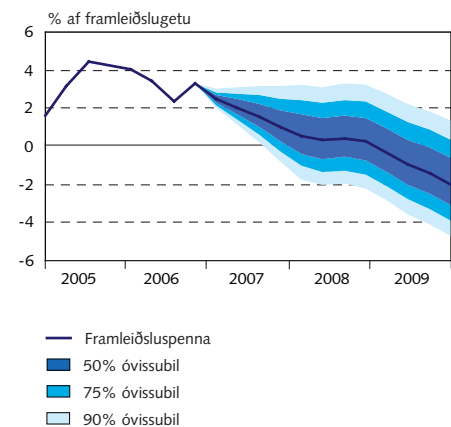


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-8

#### Framleiðsluspenna

Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Rammagrein IX-1

### Útreikningur á óvissubílum grunnspár

Töluverð óvissa er um spár fyrir helstu þjóðhagsstærðir. Þess vegna eru lykilstærðir í þjóðhags- og verðbólguþáspám oft birtar með óvissubíli. Hingað til hefur einungis verðbólguþápa Seðlabankans verið birt með slíku óvissubíli, en í þessu hefti *Peningamála* eru spár um stýrivexti, framleiðsluspennu og gengi einnig birtar með óvissubíli sem sjá má á myndum IX-7 til IX-11.

Byrjað er að meta óvissu í spám um þróun helstu ákvörðunarstærða verðbólgunnar, þ.á m. gengi krónunnar og framleiðsluspennu. Lagt er mat á stærð óvissunnar og líkur á hvort hún sé meiri upp á við eða niður á við. Út frá því fæst mat á spáóvissu verðbólgunnar og líkindadreifingu hennar.<sup>1</sup> Að lokum er lagt mat á líkindadreifingu stýrivaxtaferils grunnspárinnar sem byggist á líkindadreifingu verðbólguþáspárinnar.

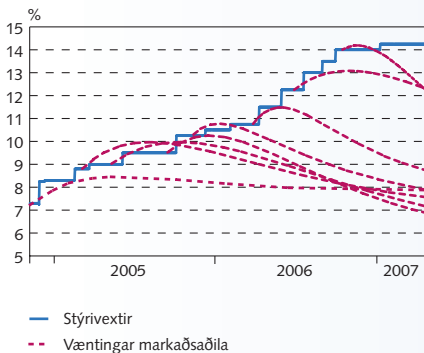
Við mat á líkindadreifingu þessara fjögurra stærða er í öllum tilvikum gert ráð fyrir að spáskekkjur séu normaldreifðar, en til að gefa kost á ósamhverfri líkindadreifingu er byggt á samsettri normaldreifingu fyrir hvern ársfjórðung.<sup>2</sup> Ef líkindadreifing er ósamhverf geta verið meira en 50% líkur á að útkoman verði fyrir ofan eða neðan hátopp dreifingarinnar, þ.e. líkindadreifingin getur verið skekkt upp á við eða niður á við. Þegar líkindadreifing er samhverf, eins og t.d. venjuleg normaldreifing, eru jafnar líkur á að útkoma verði fyrir ofan hátopp dreifingarinnar og fyrir neðan hann. Skekkja (e. skew) dreifingar hvers þáttar er ekki metin út frá sögulegum gögnum heldur byggð á mati sérfræðinga bankans.

Sögulegar spáskekkjur í spám Seðlabankans um framleiðsluspennu liggja til grundvallar mati á óvissu í spám um framleiðsluspennu.<sup>3</sup> Gengi krónunnar hefur ekki verið spáð af bankanum nema um skamma hríð. Því verða líkur á spáskekkjum ekki metnar með vissu. Mat á spáóvissu gengis krónunnar byggist á staðalfrávikum gengisbreytinga til 1-3 ára.<sup>4</sup> Líkindadreifing verðbólguþáspárinnar er síðan vegin saman af líkindadreifingum undirliggjandi áhrifaþátta. Staðalfrávik og skekkja þessara þátta endurspeglast því í verðbólguþáspánni.

Óvissan í stýrivaxtaferlinum þarf að endurspeglar óvissuna í verðbólguþáspá bankans. Þannig ræður lögun líkindadreifingar verðbólguþáspárinnar skekkjunni í stýrivaxtaferlinum. Ef t.d. líkindadreifing verðbólguþáspárinnar er skekkt upp á við (taldar eru meiri líkur á að verðbólga verði meiri en í grunnspánni en að hún verði minni) verður líkindadreifing stýrivaxtanna einnig skekkt upp á við (líklegra er að stýrivextir verði hærrí en í grunnspánni en að þeir verði lægri). Hins vegar er ekki jafn augljóst hvernig meta skuli staðalfrávik dreifingar stýrivaxtaferilsins. Eðlilegt væri að miða við sögulegar spáskekkjur, en grunnspár bankans með breytilegum vöxtum hafa fram að þessu verið byggðar á vöxtum markaðs- og greiningaraðila.<sup>5</sup> Á mynd 1 má sjá hvernig spár þessara aðila um stýrivexti hafa þróast frá því að Seðlabankinn fór að birta þær. Spáskekkjurnar eru mjög miklar. Tímabilið getur þó vart gefið rétta mynd af framtíðarspáskekkjum í

Mynd 1

Stýrivextir og væntingar markaðsaðila í *Peningamála* 2004/4-2006/3<sup>1</sup>



1. Fram að *Peningamála* 2005/3 eru væntingar markaðsaðila eingöngu lesnar út úr fólgnum framvirkum vöxtum en eftir það er einnig stuðst við svör greiningaraðila um þróun stýrivaxta.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

- Óvissumati verðbólguþáspárinnar er lýst ítarlega í viðauka 3 í *Peningamála* 2005/1, bls. 59-62.
- Sjá nánar í viðauka 3 í *Peningamála* 2005/1, bls. 59-62.
- Hafa verður í huga við mat á spáskekkjum um framleiðsluspennu að söguleg gögn um þróun hagvaxtar og framleiðsluspennu eru oft endurskoðuð en það hefur einnig áhrif á spár fram í tímann.
- Stærðargráða staðalfrávika gengisbreytinga eru reyndar yfirleitt mjög svipaðar spáskekkjum um gengi þar sem erfitt reynist að spá gengi gjaldmiðla.
- Seðlabankinn hefur birt fráviksspár með eigin stýrivaxtaferli frá *Peningamála* 2004/4. Grunnspá bankans hefur hins vegar hingað til byggst á óbreyttum stýrivöxtum frá spádegi eða væntingum markaðs- og greiningaraðila sem fengnar eru sem meðaltal fólginna framvirkra vaxta og spáa fjögurra innlendra greinenda.

Ijósi þess að spenna í þjóðarbúskapnum hefur verið óvenjumikil og stýrivextir á uppleið allt tímabilið. Í öðru lagi hefur eftirspurn eftir óverðtryggðum bréfum sem mynda grunninn í útreikningi á fólgnum framvirkum vöxtum verið langt umfram framboð og vextir því lægri en ella. Fólgnir framvirkir vextir innihalda einnig áhættuálag. Þótt staðan í þjóðarbúskapnum hefði verið með eðlilegri hætti fela fólgnir framvirkir vextir í sér áhættuálag sem eykur óvissuna og getur ekki talist til stýrivaxtasþáskekkju. Sögulegar spáskekkjur í spám markaðs- og greiningaraðila eiga heldur ekki við eftir að bankinn hefur hafið birtingu stýrivaxtaferla sem byggjast á allt öðrum forsendum. Að lokum ber að hafa í huga að mjög fáar mælingar liggja að baki mati á sögulegum spáskekkjum. Staðalfrávik líkindadreifingar stýrivaxta er því metið með hliðsjón af sögulegum spáskekkjum, en einnig voru stýrivaxtaferlar í fráviksspám hafðir til hliðsjónar.

### Meiri hætta á að verðbólga sé vanspáð en ofspáð

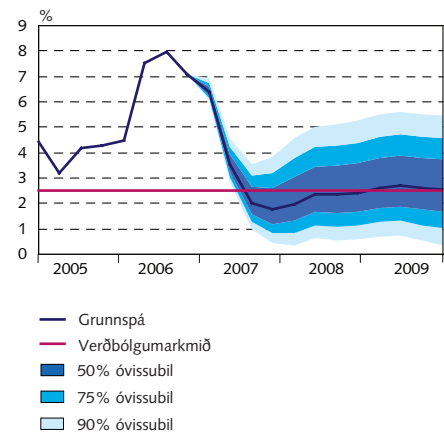
Við mat á efnahagshorfum á spátímabilinu er mikilvægt að horfa ekki einungis til grunnspárinna heldur metinnar óvissu spárinna, bæði heildarmats óvissuþátta og fráviksdæma sem gefa vísbendingu um áhrif sérstakra áhættuþátta. Í fyrsta skipti er ekki einungis birt mat á óvissubili verðbólguþróunarinnar, heldur einnig tveggja af mikilvægustu áhrifastærðum verðbólgunnar, gengis krónunnar og framleiðsluspennu. Að lokum er einnig birt óvissubíl stýrivaxtaferilsins sjálf. Rammagrein IX-1 fjallar nánar um það hvernig þessi óvissa er metin.

Eins og sjá má á mynd IX-7 er óvissubíl gengisspárinna mjög vítt. Það endurspeglar þá miklu óvissu sem ævinlega felst í gengisspám. Í samræmi við yfirlit áhættuþátta í töflu IX-1 er líkindadreifing gengisferilsins skekkt upp á við, þ.e.a.s. taldar eru meiri líkur á að gengi krónunnar verði lægra en í grunnspánni en að það verði hærra. Eins eru taldar heldur meiri líkur á að framleiðsluslakinn framundan sé ofmetinn en að hann sé vanmetinn (mynd IX-8). Fyrir vikið eru taldar meiri en helmingi líkur á að verðbólga verði meiri en í grunnspánni (sjá myndir IX-9 og IX-10).

### Töluverðar líkur á að þörf sé á aðhaldssamari peningastefnu en felst í grunnspánni

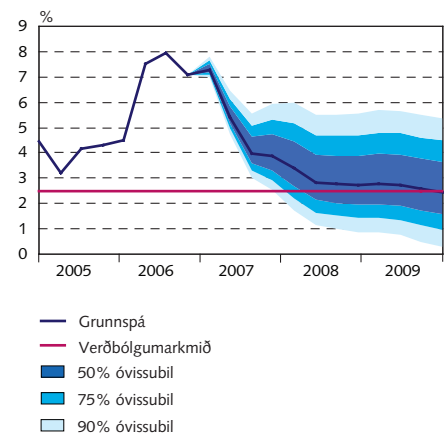
Óvissa við mat á þjóðhags- og verðbólguhorfum endurspeglast í óvissu við mat á þeim stýrivaxtaferli sem líklegur er til að tryggja framgang verðbólguþróunarinnar á spátímanum. Verði efnahagsframvindan önnur en gert er ráð fyrir í grunnspánni þarf peningastefnan að bregðast við því. Rammagrein IX-2 sýnir tvö dæmi um hvernig önnur efnahagsframvinda en reiknað er með getur kallað á breytingar á stýrivaxtaferlinum. Í öðru dæminu hrakar fjármálalegum skilyrðum í heiminum og gengi krónunnar lækkar af þeim sökum. Í hinu eru áhrif nýrra stóriðjuframkvæmda skoðuð. Margvísleg önnur tilefni mætti hugsa sér. Verði miðlun peningastefnunnar t.d. ólík því sem grunnspáin gerir ráð fyrir myndi það einnig leiða til þess að Seðlabankinn þyrfti að ákveða aðra stýrivexti en gert er ráð fyrir í stýrivaxtaferlinum til að ná verðbólguþróun bankans.

Mynd IX-9  
Verðbólga  
Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009



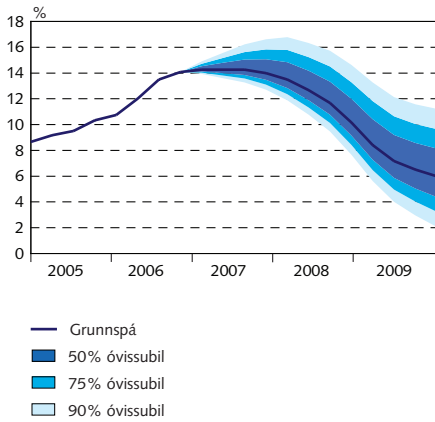
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-10  
Verðbólga (án áhrifa skattalækkana)  
Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-11  
Stýrivextir  
Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

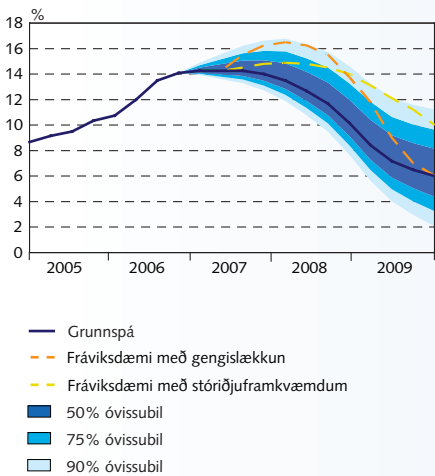
Á mynd IX-11 sést hvernig slagsíða áhættumats verðbólgu-spárinnar endurspeglast í samsvarandi slagsíðu áhættumats stýrivaxtaferilsins. Þannig eru líkur á að stýrivextir á spátímanum verði hærri en í grunnspánni meiri en líkur á að þeir verði lægri. Miðað við líkinda-dreifingu stýrivaxtaferilsins eru töluverðar líkur á því að stýrivextir verði á bilinu 13½-15½% að meðaltali á öðrum fjórðungi þessa árs og á bilinu 12¾-16½% á þeim fjórða. Þegar líða tekur á spátímabilið er óvissubilið orðið mjög breitt, sem sýnir að mikil óvissa er um framvindu efnahagsmála um þessar mundir.

## Rammagrein IX-2

### Fráviksdæmi

Efnahagsframvindan verður aldrei nákvæmlega eins og gert er ráð fyrir í grunnspá og oft eru frávikin stór. Því er gagnlegt að meta hversu næmar niðurstöðurnar eru fyrir frávikum sem gætu orðið í þróun ýmissa lykilstærða efnahagslífsins. Möguleg frávik frá grunnspá eru vitanlega óteljandi en reynt er að meta hverjir helstu áhættuþættirnir eru hverju sinni. Fráviksdæmi gegna mikilvægu hlutverki við mat á helstu óvissuþáttum grunnspárinnar.

Mynd 1  
Stýrivextir - fráviksdæmi  
Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Peningalegt aðhald þarf að aukast lækki gengi krónunnar meira en í grunnspánni

Eins og fjallað er um í megingreitinum hefur viðskiptahallinn aldrei mælst eins mikill og nú og eru horfur á að mun þegar muni draga úr hallanum en gert var ráð fyrir í fyrri spám, þótt halli á vöru- og þjónustuviðskiptum muni hverfa þegar líður á spátímann. Þrátt fyrir þetta helst gengi krónunnar nokkuð sterkt á spátímanum samkvæmt grunnspánni, enda peningalegt aðhald töluvert í henni. Verulega hættu verður að telja á að erfiðleikar við fjármögnun viðskiptahallans gætu leitt til þess að gengi krónunnar lækki mun meira en í grunnspánni.

Í fráviksdæminu er gert ráð fyrir því að gengi krónunnar lækki á seinni helmingi ársins, þegar kemur að gjalddögum hárra fjárhæða í skuldabréfum í krónum gefnum út af erlendum aðilum. Í dæminu er gert ráð fyrir að gengið lækki um samtals 20% frá grunnspá á þriðja og fjórða ársfjórðungi. Á sama tíma er gert ráð fyrir því að áhættufælni alþjóðlegra fjárfesta aukist. Það leiðir til þess að vaxtaálag á erlendar skuldbindingar innlendra aðila hækkar um 1,5 prósentur.

Eins og sjá má á mynd 1 er gert ráð fyrir að Seðlabankinn bregðist þegar við með hækkun stýrivaxta til að koma í veg fyrir að tímabundin aukning verðbólgu festi rætur í verðbólguvæntingum. Á fyrri hluta næsta árs eru vextir bankans orðnir rúmlega 16%, en þá taka þeir að lækka aftur. Vextir verða þó hærri en í grunnspánni alveg fram á seinni hluta ársins 2009.

Þótt bankinn hækki vexti kröftuglega, tekst honum samt ekki að koma í veg fyrir að verðbólga aukist um sinn í kjölfar gengislækkunarinnar. Verðbólga er um 1½ prósentu hærri en í grunnspá í árslok

2007 og nær hámarki um mitt næsta ár þegar hún verður um 2½ prósentu meiri en í grunnspá (sjá mynd 2). Smám saman dregur úr verðbólgunni á ný og í fráviksdæminu næst verðbólguþröskulmið í árslok 2009, u.þ.b. tveimur árum seinna en í grunnspánni.

### Peningastefnan þarf að bregðast tímanlega við nýjum stóriðjuframkvæmdum

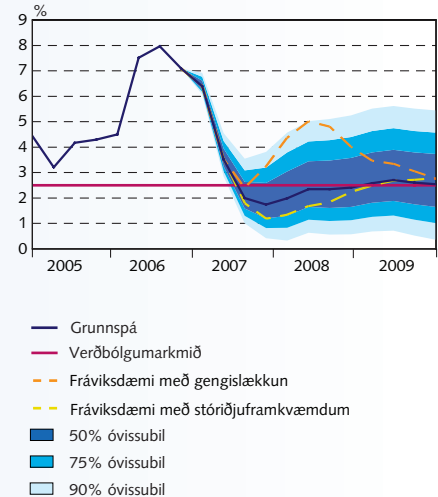
Í grunnspánni er ekki gert ráð fyrir frekari stóriðjuuppbyggingu á spátímanum. Það hefur jafnan verið stefnan að taka ekki tillit til slíkra framkvæmda fyrr en miklar líkur eru orðnar á að ráðist verði í þær, en taka frekar tillit til þeirra í áhættumati spárinnar. Verði hins vegar af áformum um miklar stóriðjuframkvæmdir yrði eftirspurn eftir innlendum framleiðsluþáttum töluvert meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólguþröskulur verður því meiri þótt sterkara gengi kunni að vinna þar á móti, a.m.k. í byrjun.

Við mat á mögulegum áhrifum frekari stóriðjuuppbyggingar á efnahagsframvinduna og framkvæmd peningastefnunnar er gert ráð fyrir því að álverði í Straumsvík verði stækkað um 280 þús. tonn og að ráðist verði í byggingu nýs 240 þús. tonna álvers í Helguvík í tveimur 120 þús. tonna áföngum. Miðað er við að heildarkostnaður á þessu ári vegna álversframkvæmda og orkuöflunar verði um 11 ma.kr., um 45 ma.kr. á næsta ári og ríflega 100 ma.kr. árið 2009 en þá verður meginþungi framkvæmda. Samtals er því gert ráð fyrir framkvæmdum upp á rúmlega 150 ma.kr. á spátímanum til ársloka 2009. Heildarkostnaður framkvæmdanna er hins vegar áætlaður hátt í tvöfalt meiri, eða tæplega 290 ma.kr. (u.þ.b. 25% af vergri landsframleiðslu ársins 2006), sem fellur til á tímabilinu 2007-2014, en að mestu leyti á árunum 2008-2011 (90% heildarkostnaðar). Þessar framkvæmdir munu kalla á aukna vinnuafslnotkun og er miðað við um 4.700 ársverk í tengslum við framkvæmdirnar á spátímanum, en rúmlega 8.300 ársverk alls, sem dreifast með svipuðum hætti á framkvæmdartímabilið og fjárfestingarkostnaðurinn. Gert er ráð fyrir því að skipting kostnaðar í innlandan og erlendan þátt sé u.þ.b. til helminga. Skipting milli innlands og erlends vinnuafsls er svipuð. Þessar upplýsingar byggjast í meginatriðum á áætlunum væntanlegra framkvæmdaraðila.

Í þessu fráviksdæmi er gert ráð fyrir því að gengi krónunnar styrkist um u.þ.b. 5% þegar framkvæmdaráformin eru tilkynnt um mitt þetta ár og að Seðlabankinn bregðist þegar við með 0,25 prósentna hækkun vaxta. Vaxtalækkunarferli sem hefst samkvæmt grunnspá á síðasta ársfjórðungi þessa árs er seinkað fram á mitt næsta ár en þá eru vextir bankans um 15% og því um 2 prósentum hærri en í grunnspánni. Það felst jafnframt í fráviksdæminu að ekki verður unnt að lækka stýrivexti jafn hratt og ella, verði ráðist í þessar framkvæmdir. Þannig eru vextir bankans um 14% í lok næsta árs og um 10% í árslok 2009 í stað 6% í grunnspánni. Framkvæmdirnar kalla því á mun aðhaldssamari peningastefnu en gert er ráð fyrir í grunnspánni (sjá mynd 1).

Tímanleg hækkun stýrivaxta og styrking krónunnar þegar framkvæmdaráætlunin er kynnt, gera það að verkum að verðbólga minnkar hraðar en í grunnspánni og er hún orðin um 1½% snemma á næsta ári (sjá mynd 2). Eftir það tekur hún hins vegar að aukast á ný, eftir því sem framkvæmdarþinginn eykst, og yrði verðbólga komin að markmiði Seðlabankans í lok árs 2008.

Mynd 2  
Verðbólga - fráviksdæmi  
Spátímabil 1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Viðauki 1

# Viðmiðunargjaldmiðill innlends fjármálakerfis og virkni peningastefnunnar

Upp á síðkastið hefur verið mikil umræða um aukna notkun evrunnar í bókhaldi fjármálafyrirtækja og uppgjöri fjármálaviðskipta á innlendum hlutabréfamarkaði. Þessa hefur sérstaklega orðið vart eftir að Straumur-Burðarás fékk heimild til þess að færa bókhald sitt í evrum. Áhugi virðist einnig meðal fjölda annarra fyrirtækja og í þessu samhengi hefur verið rætt um mögulega skráningu hlutabréfa í evrum í Kauphöllinni, sérstaklega eftir sameiningu hennar við OMX-kauphöllina.

Gagnlegt er að skipta greiningu á áhrifum aukinnar notkunar innlendra fjármálafyrirtækja á erlendum gjaldmiðlum á virkni peningastefnunnar í tvær meginspurningar, sem þó eru nátengdar. Annars vegar má spyrja um líkleg áhrif þess á virkni peningastefnunnar að fjármálafyrirtæki færðu *bókhald* sitt í erlendum gjaldmiðli, hins vegar um áhrif þess að erlendir gjaldmiðill yrði *uppgjörsgjaldmiðill* fjármálaviðskipta.

**Áhrif þess að fjármálafyrirtæki færi bókhald í erlendum gjaldmiðli**  
Meðan hlutfallslegt umfang út- og innlána í íslenskum krónum dregst ekki verulega saman virðist ekki ástæða til að ætla að það hefði marktæk áhrif á miðlunarferli og áhrifamátt peningastefnunnar að innlend fjármálafyrirtæki bókfæri eignir og skuldir (og þar með eigið fé) í erlendum gjaldmiðli. Með sama hætti og áður mun peningastefnan hafa áhrif á útlánsvexti sem fjármálafyrirtækin bjóða og þar með á útgjaldaákvarðanir heimila og fyrirtækja sem taka lán í krónum.

Það breytir sennilega litlu þótt dragi úr vægi þessarar lánastarfsemi í rekstri viðkomandi fjármálafyrirtækja eftir því sem starfsemi þeirra erlendis eykst. Lánafyrirtækin munu þurfa að fjármagna lánastarfsemi í krónum með innlánunum, útgáfu á verðbréfum í krónum, lántöku hjá Seðlabankanum eða kaupum á afleiðusamningum hjá öðrum fjármálafyrirtækjum til að verja sig fyrir gjaldmiðlaáhættu.<sup>1</sup> Á endanum verður því til mótsvarandi liður skuldamegin á efnahagsreikningi lánakerfisins í íslenskum krónum sem Seðlabankinn verðleggur með beinum eða óbeinum hætti. Þeir aðilar sem fjármagna sig beint á markaði (og því ekki í gegnum lánakerfið) verða fyrir sambærilegum áhrifum í gegnum vaxtarófið (þ.e. langtímavextir ráðast af væntingum um þróun skammtímavaxta sem Seðlabankinn stjórnar beint eða óbeint) meðan fjármögnunin er í krónum.

1. Jafnvel þótt fjármálafyrirtæki fjármagni einhvern hluta innlendra lánastarfsemi með óvarinni erlendri lántöku eða skuldabréfaútgáfu felur það ekki í sér að peningastefnan verði sem því nemur áhrifaminni. Leiði hækkun stýrivaxta til tímabundinnar gengishækkunar krónunnar verður erlenda lántakan áhættusamari og lánafyrirtækin verða að taka tillit til þeirrar áhættu þegar þau ákveða útlánsvexti.



Gerist það hins vegar að smám saman fari að draga úr framboði lánsfjár í krónum í kjölfar þess að lánastofnanir færi bókhald sitt í erlendum gjaldmiðli gæti staðan breyst. Það gæti t.d. gerst að lánastofnanir yrðu tregar til að lána í krónum eða að lánskjör yrðu „óeðlilega“ óhagstæð. Í þessu samhengi verður þó að hafa í huga að á meðan eftirspurn er eftir lánsfé í krónum meðal almennings og fyrirtækja, t.d. hjá þeim sem vilja forðast áhættu tengda gengissveiflum, eru hagnaðartækifæri fyrir lánafyrirtæki til staðar (eða önnur fyrirtæki á meðan aðgengi að þessum markaði er óheft) og því erfitt að sjá fyrir sér að þessi starfsemi hverfi, þótt ekki sé útilokað að hún geti minnkað að umfangi frá því sem nú er.<sup>2</sup>

Áhrif Seðlabankans á verð peninga, þ.e. vexti, ráðast af getu hans til að hafa áhrif á magn peninga í umferð. Hvernig sem uppgjörum fjármálafyrirtækja er háttað hefur bankinn einkarétt á að gefa út krónur. Litlar líkur eru á að krónan hverfi af sviðinu sem viðskiptamiðill (e. medium of exchange) án atbeina stjórnvalda. Á meðan enn er þörf fyrir krónur í viðskiptum, t.d. í viðskiptum með vöru sem greiða þarf fyrir með peningum, og vegna uppgjörs samninga, skattgreiðslna o.s.frv., verður áhrifamáttur peningastefnunnar einhver. Litlu breytir þótt notkun seðla og myntar sé tiltölulega lítil hér á landi því að stór hluti viðskipta er eftir sem áður gerður upp í krónum.<sup>3</sup>

### Áhrif þess að erlendum gjaldmiðill yrði uppgjörsgjaldmiðill fjármálafyrirtækja

Við fyrstu sýn virðast áhrif þess á miðlun peningastefnunnar að uppgjör fjármálaviðskipta yrði í erlendum gjaldmiðli í stað króna geta orðið meiri en fyrri áhrifin. Verði erlendum gjaldmiðill uppgjörsgjaldmiðill fjármálaviðskipta gæti velta á innlendum fjármálamörkuðum, þ.e.a.s. mörkuðum þar sem stunduð eru viðskipti með verðbréf skráð í krónum, dregist saman og þar með geta Seðlabankans til að hafa áhrif á vaxtakjör út vaxtarófið. Framkvæmd peningastefnunnar yrði einnig vandasamari vegna þess að nýta þarf upplýsingar sem fólgnar eru í markaðsverði sem verður erfiðara ef skilvirkni markaðanna minnkar.

Dragist innlend lánastarfsemi saman yrði þörf innlendra fjármálafyrirtækja fyrir útgáfu verðbréfa í krónum minni. Það hefði óheppileg áhrif á innlenda peninga- og skuldabréfamarkaði þar sem hann yrði grynri. Nú þegar er við talsverðan vanda að etja í þeim efnium vegna takmarkaðrar skuldabréfaútgáfu ríkisins. Ástæða er til að hvetja ríkið til þess að sinna betur því hlutverki sínu að tryggja næga útgáfu markaðsbréfa ríkissjóðs til þess að vaxtamyndun á skuldabréfamarkaði verði með eðlilegum hætti. Vegna þess að skuldaráhætta ríkissjóðs er lítil sem engin eru vextir ríkisskuldabréfa mikilvægir viðmiðunarvextir í markaðsviðskiptum.

2. Einnig má hugsa sér að eftirspurn eftir lánsfé í krónum fari minnkandi en það gæti dregið úr áhrifamátti peningastefnunnar með sama hætti, a.m.k. um vaxtafarveg peningastefnunnar. Sú þróun tengist hins vegar ekki sérstaklega umfjöllunarefni þessa viðauka, heldur er ein birtingarmynd þeirrar alþjóðavæðingar íslensks hagkerfis sem hefur ágerst á síðustu árum og mun líklega halda áfram, óháð því hvort fjármálafyrirtæki fari að færa bókhald sitt í evrum eða ekki.
3. Í þessu samhengi má nefna að almenningur virðist mjög tregur til að leggja af notkun eigin gjaldmiðils, jafnvel í löndum þar sem ríkir óðaverðbólga, sjá Giovannini og Turtelboom (1994).

Önnur óheppileg afleiðing þess að erlendum gjaldmiðill yrði uppgjörsgjaldmiðill fjármálaviðskipta gæti verið að innlend fjármálafyrirtæki sæju minni ávinning af því að sinna hlutverki viðskiptavaka með verðbréf hins opinbera. Segi þau upp samningi sínum um viðskiptavakt hefði það afar óheppileg áhrif á innlenda fjármálamarkaði og getu Seðlabankans til að hafa áhrif á innlenda vexti.<sup>4</sup>

Áhrif þess að krónan hyrfi af sviðinu sem uppgjörsgjaldmiðill fjármálafyrirtækja á greiðslumiðlun í landinu og hlutverk Seðlabankans í því ferli er einnig umhugsunarefni. Vart kemur til greina að viðskipti og uppgjör fjármálafyrirtækja við Seðlabankann yrði í öðrum gjaldmiðli en krónum. Það vekur einnig spurningar um hlutverk Seðlabankans sem lánveitanda til þrautavara, því að eðlilegast er að hugsanleg neyðar- aðstoð bankans sé í krónum.

### Niðurstaða

Ekki virðist líklegt að ákvörðun fjármálafyrirtækja um að færa bókhald sitt í erlendum gjaldmiðli ein og sér dragi úr virkni peningastefnunnar. Á meðan krónan er notuð í innlendum viðskiptum við kaup á vöru og þjónustu verður áfram þörf fyrir lánastarfsemi í krónum. Á meðan slík lánastarfsemi er fyrir hendi hefur peningastefnan áhrif. Verði þessi aðgerð hins vegar til þess að draga úr notkun krónunnar í innlendra lánastarfsemi, einkum ef um leið yrði hætt að nota krónuna sem uppgjörsgjaldmiðil fjármálaviðskipta, er líklegt að áhrif Seðlabankans á innlenda vexti minnki. Peningastefnan yrði þó ekki með öllu áhrifalaus á meðan krónan er ríkjandi gjaldmiðill í innlendum viðskiptum. Yrði erlendum gjaldmiðill hins vegar tekinn upp í almennum viðskiptum með vörur og þjónustu myndi draga verulega úr slagkrafti peningastefnunnar.<sup>5</sup> Líkurnar á því að það gerist verða hins vegar að teljast hverfandi. Mjög alvarleg hagstjórnarmistök er leiddu til óðaverðbólgu þyrftu líklega að koma til.

Að lokum má velja því fyrir sér hvort ofangreind breyting gæti orðið til þess að vægi mismunandi miðlunarleiða peningastefnunnar breytist. Aukist vægi lána í erlendum gjaldmiðlum meðal almennings er líklegt að vægi gengisfarvegarins í miðlun peningastefnunnar aukist á kostnað vaxtafarvegarins.<sup>6</sup> Peningastefnan gæti þess vegna orðið erfiðari í framkvæmd því að gengissveiflur eru illfyrirsjáanlegar, þ.e.a.s. óvissa í miðlunarferlinu myndi aukast.

Ef hlutabréf innlendra fyrirtækja verða skráð í erlendum gjaldmiðli myndi það einnig hafa áhrif á miðlun peningastefnu um eignaverðs- farveginn. Hækki gengi krónunnar í kjölfar aukins aðhalds innlendarar peningastefnu, minnkar kaupmáttur hlutabréfaeignar sem skráð er í erlendum gjaldmiðli gagnvart innlendra vöru og þjónustu að öðru

4. Stanley Fischer (2006) hefur bent á að þótt almennt séð sé erfitt að meta áhrif dollaravæðingar á dýpt innlands fjármálakerfis sé líklegra að áhrifin séu jákvæð þegar haft er í huga að hinn valkosturinn sé líklega að fjármálakerfið hverfi út fyrir landsteinana verði reynt að koma í veg fyrir þessa þróun með fjármagnshöftum.

5. Alþjóðlegar rannsóknir benda til þess að áhrifamáttur peningastefnunnar myndi minnka færi almennings í vaxandi mæli að nota evrur í almennum viðskiptum með vöru og þjónustu. Sjá t.d. Castillo, Montoro og Tuesta (2006). Reynsla Perú bendir þó ekki til þess að slagkrafturinn hverfi með öllu en seðlabankanum þar í landi hefur tekist að halda verðbólgu við markmið þrátt fyrir að um 80% viðskipta efnahagslífsins séu dollaravædd.

6. Þetta eru m.a. niðurstöður alþjóðlegra rannsókna. Sjá t.d. Castillo, Montoro og Tuesta (2006).

óbreyttu, jafnvel þótt virði bréfsins í skráningargjaldmiðli sé óbreytt. Auðsáhrif hlutabréfaeignarinnar verða því næmari fyrir gengisbreytingum.

Hugsanlegt er að afleiðing þess að bókhald fjármálafyrirtækja yrði fært í erlendum gjaldmiðli sé að nokkru leyti jákvæð áhrif á miðlun peningastefnunnar. Því hefur verið haldið fram að það vinni gegn viðleitni Seðlabankans til þess að auka aðhald í peningamálum að gengishækkun, sem leitt getur af hækkun stýrivaxta, hafi jákvæð áhrif á eiginfjárlutfall fjármálafyrirtækja og auki því útlánagetu þeirra. Yrði efnahagsreikningurinn færður í erlendum gjaldmiðli gætu áhrifin snúist við og þannig styrkt miðlun peningastefnunnar um útlánafarveg miðlunarferlisins.

Almennt séð gæti aukin notkun erlendra gjaldmiðla haft óæskileg áhrif á fjármálastöðugleika ef hún felur í sér að gengisáhætta innlendra aðila með útgjöld í krónum aukist.<sup>7</sup> Það er hins vegar ekki sjálfgefið að það gerist né heldur er gjaldmiðlaáhætta nýtt fyrirbæri.

Aukna notkun erlendra gjaldmiðla í íslensku efnahagslífi má líta á sem eðlilega afleiðingu alþjóðavæðingar og afnáms hafta á íslensku athafnalífi og fjármálakerfi. Hún er hins vegar ekki síður afleiðing ofpenslu og óstöðugleika sem ríkt hefur undanfarin ár og endurspeglast í mikilli verðbólgu, háum vöxtum og sveiflum í gengi krónunnar.

Að hindra þessa þróun með boðum og bönnum er ekki líklegt til að skila árangri. Efnahagslegur kostnaður hafta á fjármagnshreyfingum er að líkindum meiri en ábatinn. Skynsamlegasta leiðin til að stuðla að því að krónan verði áfram nothæfur gjaldmiðill á íslenskum fjármálamarkaði er að haga innlendri hagstjórn þannig að dragi úr hvata til að nota erlenda gjaldmiðla. Það verður best gert með því að tryggja efnahagslegan stöðugleika. Takist stjórnvöldum að tryggja að umsvif í þjóðarbúskapnum séu í samræmi við framleiðslugetu verður verðlag stöðugra og krónan betri miðill í viðskiptum, og sem reikningseining og viðmiðun í samningum.

#### Heimildir

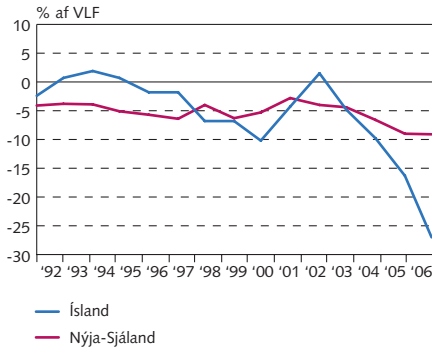
- Castillo, P., C. Montoro og V. Tuesta (2006), „An estimated stochastic general equilibrium model with partial dollarization: A Bayesian approach”, Seðlabanki Perú.
- Fischer, S., (2006), „Dollarization”, ræða flutt á 75 ára afmælisráðstefnu tyrkneska seðlabankans, 13.-15. desember 2006.
- Giovannini, A., og B. Turtelboom (1994), „Currency substitution”, í bókinni *The Handbook of International Macroeconomics*, ritstjóri F. Van der Ploeg, Blackwell.

7. Í þessu samhengi má nefna að þótt lánaþyrtingin verjist sinni gengisáhættu er áfram veruleg hættu af slíkri lánaþyrtingu til viðskiptavina sem hafa ekki aðgang að „náttúrulegri gengisvörn”, eins og reynslan af fjármálakreppu SA-Asíu á síðasta áratug síðustu aldar sýndi svo glögglega.

## Viðauki 2

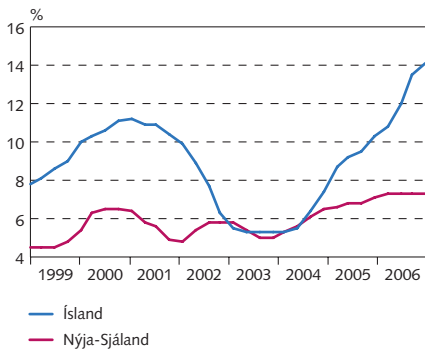
# Áþekk staða efnahagsmála Nýja-Sjálands og Íslands

Mynd 1-1  
Viðskiptajöfnuður 1992-2006



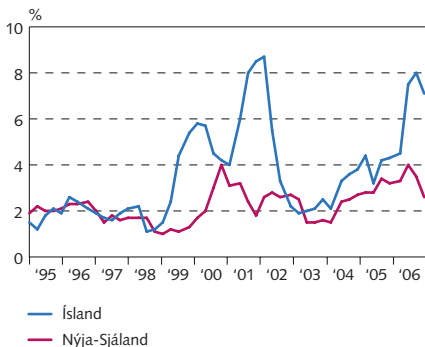
Heimildir: Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Stýrivextir 1999-2006  
Ársfjórðungsleg meðaltöl



Heimildir: Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3  
Verðbólga 1995-2006



Heimildir: Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Íslands.

Staða efnahagsmála Nýja-Sjálands og Íslands er að mörgu leyti lík. Eftir öflugt hagvaxtarskeið einkennist þjóðarbúskapur beggja landa af þjóðhagslegu ójafnvægi sem birtist m.a. í verulegum viðskiptahalla, spennu á vinnumarkaði og kraftmiklum vexti innlendrar eftirspurnar. Ör vöxtur einkaneyslu beggja hefur einkum verið drifinn áfram af aukinni skuldaförnun heimila á móti vaxandi húsnæðisauði eftir að uppstokkun á lánamarkaði og aukin eftirspurn leiddu til verulegrar hækkunar húsnæðisverðs. Seðlabankar beggja ríkja hafa brugðist við auknum verðbólguþrýstingi með auknu peningalegu aðhaldi. Vaxtamunur við útlönd hefur vaxið hröðum skrefum og vakið áhuga erlendra fjárfesta. Bæði löndin eru því vinsæll áfangastaður fjárfesta sem stunda vaxtamunarviðskipti og erlendir aðilar hafa gefið út mikið magn skuldabréfa í gjaldmiðlum landanna á erlendum mörkuðum. Alþjóðastofnanir hafa haft áhyggjur af of litlu aðhaldi í stjórn ríkisfjármála í báðum löndum, þrátt fyrir hraða lækkun skulda hins opinbera, og kallað eftir betri samhæfingu fjármála- og peningastefnu og umræða um virkni peningastefunnar hefur sömuleiðis verið fyrirferðarmikil. Hugmyndir um nýjar leiðir við stjórn peningamála hafa jafnframt skotið upp kollinum í báðum löndum.

### Ójafnvægið meira hér á landi

Staða efnahagsmála er þó ekki að öllu leyti eins í báðum löndum. Ójafnvægið er augljóslega meira í íslenska þjóðarbúskapnum en í hinum nýsjálenska. Viðskiptahalli Íslands var í fyrra meira en tvöfalt meiri í hlutfalli af landsframleiðslu, verðbólga er um tvöfalt meiri hér og stýrivextir sömuleiðis. Samsetning viðskiptahalla landanna er einnig ólík. Halli þáttatekjuafnaðar vegur þyngst í viðskiptahalla Nýja-Sjálands en stærsti hluti hallans hér skýrist af halla á vöruskiptajöfnuði.<sup>1</sup> Verðbólgu-markmiðið virðist einnig veita verðbólguvæntingum betri kjölfestu í Nýja-Sjálandi enda hefur verðbólga verið bæði lægri og stöðugri þar en hér undanfarinn áratug, en Nýja-Sjáland var fyrst landa til að taka upp formlegt verðbólgu-markmið árið 1990.

### Aðlögun að jafnvægi hægar en seðlabankar landanna spáðu

Seðlabankar beggja landa glíma við áþekk viðfangsefni. Áhersla er lögð á að vinda ofan af þjóðhagslegu ójafnvægi sem er uppspretta verðbólguþrýstings. Seðlabanki Nýja-Sjálands hækkaði vexti fyrr í þessum mánuði en hafði fram að því haldið þeim óbreyttum frá árslokum 2005. Vöxtur efnahagslífsins á síðasta ári kom nýsjálenska seðlabankanum á óvart því að spár bankans höfðu gert ráð fyrir hraðari aðlögun

1. Halli á jöfnuði þáttatekna hefur aukist ört hér á landi og hlutur hans í viðskiptahallanum gæti aukist á næstu árum, sjá rammagrein VII-1.

innlestrar eftirspurnar en raunin varð. Ein skýring hægarri aðlögunar er að húsnæðisverðbólga, sem var í rénun á fyrri hluta síðasta árs, hefur hjaðnað hægar en bankinn spáði þar sem aukið líf hefur færst í fasteignamarkaðinn á nýjan leik. Þá hefur dregið úr aðhaldi í opinberum fjármálum.

Aðlögun innlestrar eftirspurnar í íslenskum þjóðarþúskaþ hefur einnig verið hægarri en Seðlabankinn hefur spáð. Fjárfesting hefur verið meiri en spár bankans gerðu ráð fyrir og hægarri hjoðnun húsnæðisverðbólgu og aðhaldsstig opinberra fjármála hafa einnig verið áhrifaþættir hér eins og í Nýja-Sjálandi.

### Fylgni á milli gengis krónunnar og nýsjálenska dalsins

Gengi nýsjálenska dalsins og íslensku krónunnar hefur verið afar viðkvæmt fyrir breytingum á erlendum fjármálaglum skilyrðum og töluverð fylgni verið á milli gengis gjaldmiðlanna tveggja á köflum (sjá mynd 5). Fylgnin er vísbending um áhrif vaxtamunarviðskipta í fjáreignum í gjaldmiðlum landanna tveggja. Stórar upphæðir skuldabréfa útgefina af erlendum aðilum á erlendum fjármálamörkuðum í gjaldmiðlum landanna tveggja eru á gjalddaga í ár og gætu mögulega haft áhrif á gengi gjaldmiðlanna.

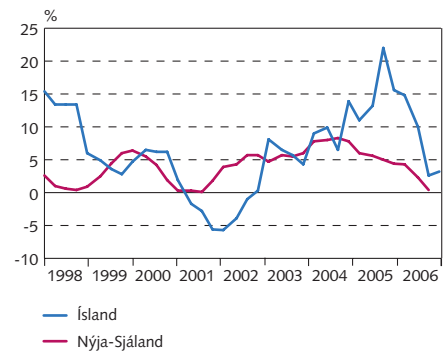
### Prófsteinn á getu peningayfirvalda til að stuðla að stöðugleika

Sérfræðingar Seðlabanka Nýja-Sjálands hafa í samstarfi við sérfræðinga utan bankans lagt mikla vinnu í að rannsaka hvort hægt sé að stuðla að auknu jafnvægi í utanríkisviðskiptum og meiri stöðugleika gengis án þess að það komi niður á meginhlutverki bankans að tryggja framgang verðbólguþmarkmiðsins. Niðurstöður rannsóknaða eru ekki einhlítar en fela ekki í sér hvatningu til grundvallarbreytinga á umgjörð eða markmiðum peningastefnunnar.<sup>2</sup> Aukin áhersla á að tryggja stöðugleika gengis gæti leitt til aukinna sveiflna í verðbólgu og hagvexti. Hins vegar væri, eins og á Íslandi, hægt að styrkja miðlunarferli peningastefnunnar m.a. með því að efla útgáfu ríkisskuldabréfa.

### Kallað eftir aukinni skuldabréfaútgáfu ríkisins

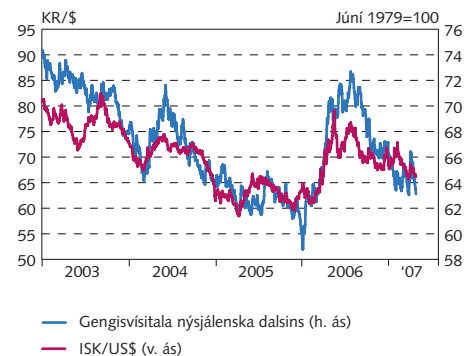
Nýja-Sjáland og Ísland eru skuldugustu ríkin innan OECD. Aðeins lítill hluti erlendra skulda þeirra eru hins vegar skuldir ríkisins. Lánsfjárför ríkissjóða beggja landa hefur því dregist ört saman og skuldabréfaútgáfa þeirra sömuleiðis. Seðlabankastjóri nýsjálenska bankans hefur lagt áherslu á að ríkissjóður haldi engu að síður áfram að gefa út skuldabréf í nýsjálenskum dal, en útgáfa slíkra bréfa er mjög mikilvæg fyrir verðmyndun á fjármálamarkaði og því mikilvæg fyrir miðlun peningastefnunnar. Seðlabanki Íslands hefur einnig lagt áherslu á mikilvægi þess að ríkið sinni þessu hlutverki hér á landi.

Mynd 4  
Vöxtur þjóðarútgjalda 1998-2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Nýja-Sjálands.

Mynd 5  
Gengi krónu gagnvart Bandaríkjadal og gengisvísitala nýsjálenska dalsins  
Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 19. mars 2007



Heimildir: Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Íslands.

2. Sjá New Zealand Treasury og Reserve Bank of New Zealand (2006). „Testing stabilisation policy limits in a small open economy: proceedings from a macroeconomic policy forum“.

## Viðauki 3

# Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2007/1

Tafla 1 Þjóðhagsspá

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram <sup>1</sup>			
		Spá			
	2006	2006	2007	2008	2009
<b>Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar<sup>1</sup></b>					
Einkaneysla	686,5	4,6 (6,0)	0,2 (0,5)	-4,1 (-3,0)	-5,7 (.)
Samneysla	280,7	2,9 (2,2)	3,0 (3,0)	3,0 (2,7)	3,0 (.)
Fjármunamyndun	365,6	13,0 (9,1)	-22,4 (-28,3)	-22,7 (-4,7)	-5,8 (.)
Atvinnuvegafjárfesting	255,6	13,8 (7,8)	-30,8 (-38,9)	-38,9 (-11,1)	-10,8 (.)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	74,8	17,2 (13,8)	-4,6 (-4,9)	-8,9 (-7,4)	-8,7 (.)
Fjárfesting hins opinbera	35,2	0,8 (3,1)	-2,1 (4,2)	39,7 (30,0)	9,6 (.)
Þjóðarútgjöld	1.346,1	7,4 (6,2)	-5,6 (-6,6)	-6,9 (-2,3)	-3,8 (.)
Útflutningur vöru og þjónustu	372,2	-5,6 (-2,9)	9,6 (13,5)	16,7 (14,2)	4,5 (.)
Innflutningur vöru og þjónustu	576,5	8,8 (4,6)	-10,4 (-9,9)	-5,1 (0,6)	-2,3 (.)
Verg landsframleiðsla	1.141,7	2,6 (4,0)	0,8 (1,4)	0,7 (2,8)	-1,0 (.)
<b>Aðrar lykilstærðir</b>					
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-26,7 (-20,8)	-15,7 (-11,7)	-11,4 (-8,0)	-11,3 (.)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		3,2 (3,3)	1,0 (1,8)	0,3 (3,1)	-2,0 (.)
Launakostnaður á framleidda einingu (breyting milli ársmeðaltala)		8,9 (8,2)	6,8 (7,7)	3,9 (4,0)	3,8 (.)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (breyting milli ársmeðaltala)		6,5 (2,8)	4,7 (3,8)	-2,8 (-0,7)	-3,1 (.)
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,3 (1,4)	2,0 (2,0)	3,5 (3,4)	4,8 (.)
<b>Stýrivextir og gengi</b>					
Stýrivextir (%)		12,6 (12,6)	14,2 (11,6)	12,0 (8,2)	7,0 (.)
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla (31/12 1991 = 100)		121,4 (122,6)	121,0 (126,7)	120,8 (127,9)	125,4 (.)

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2006/3. Sú spá byggist á stýrivaxtaferli út frá væntingum markaðs- og greiningaraðila.

Tafla 2 Verðbólguþáttar

Ársfjórðungur	Breyting frá sama tímabili árið áður (%)		Ársfjórðungsþróun á ársgrundvelli (%) Spá Peningamála 2007/1
	Spá Peningamála 2007/1	Spá Peningamála 2006/3	
	Mæld gildi		
2006:1	4,5	4,5	4,5
2006:2	7,5	7,5	14,3
2006:3	8,0	8,0	7,5
2006:4	7,1	7,6	2,3
	Spáð gildi		
2007:1	6,4	7,9	1,9
2007:2	3,5	4,1	2,4
2007:3	2,0	3,4	1,4
2007:4	1,7	3,4	1,3
2008:1	2,0	2,8	2,8
2008:2	2,4	4,1	3,9
2008:3	2,3	4,3	1,3
2008:4	2,4	4,4	1,6
2009:1	2,6	.	3,5
2009:2	2,7	.	4,4
2009:3	2,6	.	0,9
2009:4	2,5	.	1,3
<b>Breyting milli ársmeðaltala</b>	<b>Spá Peningamála 2007/1</b>	<b>Spá Peningamála 2006/3</b>	
2006	6,8	6,9	
2007	3,4	4,6	
2008	2,3	3,9	
2009	2,6	.	

1. Spáin í Peningamálum 2006/3 byggist á stýrivaxtaferli út frá væntingum markaðs- og greiningaraðila.