

Verðbólguhorfur versna sakir gengislækkunar og vaxandi launakostnaðar

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

I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþróunar

Breytt framsetning þjóðhags- og verðbólguþróunar

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

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

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

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

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

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

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

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

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

... en verðbólguhorfur hafa versnað verulega

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

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

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

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

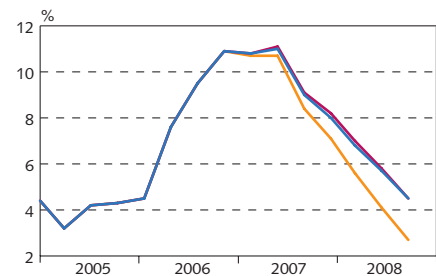
Hagvaxtarhorfur samkvæmt fráviksdæmum svipaðar framan af en hraðar dregur úr umsvifum verði aðhald peningastefnunnar aukið ...

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

... og unnt er að ná verðbólguþéttunni við lok spátímabilsins

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

Mynd I-1
Mismunandi verðbólguferlar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

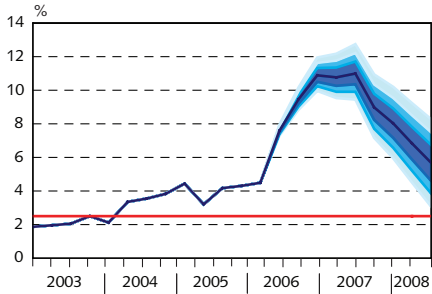
Tafla I-1 Verðbólguþróun og -horfur

Breyting neysluverðs frá sama fjórðungi fyrra árs (%)

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

Mynd I-2

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



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

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

Veruleg óvissa er um verðbólguhorfur

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

II Ytri skilyrði og útflutningur

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

Efnahagsbatinn í Evrópu styrkist

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

Verðbólga hefur aukist í Evrópu vegna hækkunar orkuverðs

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

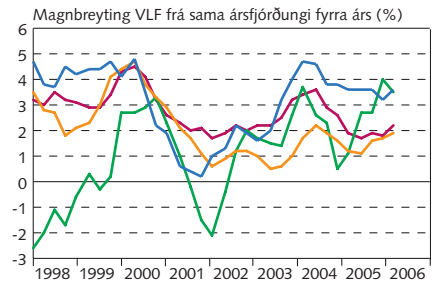
Seðlabanki Evrópu hefur þegar lækkað stýrivexti sína í tvígang á þessu ári, í bæði skiptin um 0,25 prósentur, síðast í byrjun júní. Bankinn hefur jafnframt gefið sterklega til kynna að fleiri hækkunir gætu reynst nauðsynlegar. Verðbólga í Evrópusambandinu öllu hefur aukist og stendur nú í 2,4%.

Mynd II-1

Alþjóðleg hagþróun

1. ársf. 1998 - 1. ársf. 2006

Hagvöxtur á helstu viðskiptasvæðum Íslands



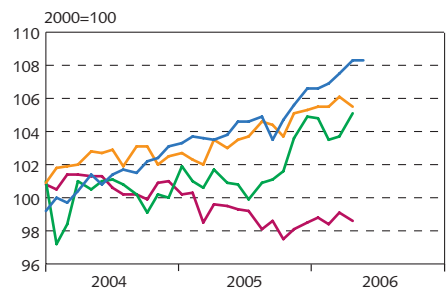
— Bretland
— Evrusvæði
— Japan
— Bandaríkin

Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-2

Iðnaðarframleiðsla janúar 2004 - apríl 2006¹

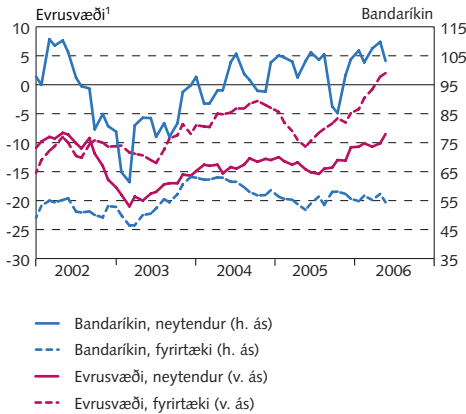
Árstíðarleiðréttar magnvísitölur



— Bretland
— Evrusvæði
— Japan
— Bandaríkin

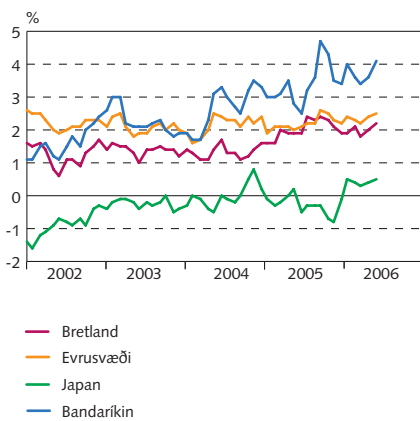
1. Bandaríkin eru með máltilur.
Heimild: Reuters EcoWin.

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



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

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



Heimild: Reuters EcoWin.

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

Efnahagsástandið á Norðurlöndum mjög gott

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

Hagvöxtur í Bandaríkjunum þróttmikill en verðbólga eykst

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

Enn engar vaxtahækkunir í Japan

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

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

Vextir fara hækkandi og miklar sveiflur eru á hrávörumörkuðum

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

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

Sjávarafli heldur áfram að minnka ...

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

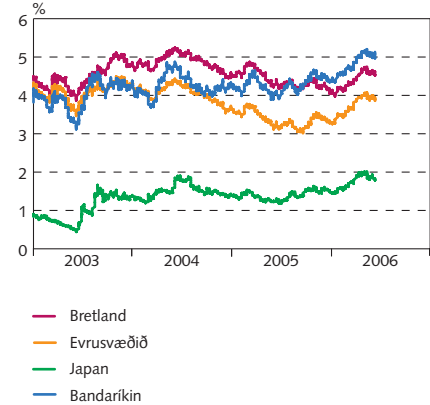
Á þessu ári er gert ráð fyrir að botnfiskafli verði svipaður og í fyrra, en að rækjuafllinn dragist enn frekar saman og afli uppsjávarfiska minnki um fjórðung. Að þessu gefnu er gert ráð fyrir að magn útflutnings sjávarafurða minnki um 2% á þessu ári.

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

Mynd II-5

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa

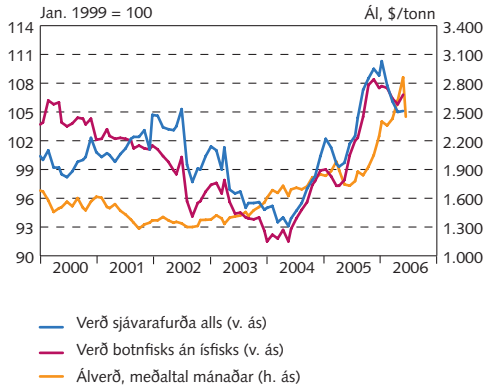
Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 16. júní 2006



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-6

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



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

.... en verðlag sjávarafurða hækkar

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

Álverð er langt yfir langtímameðaltali

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

1. Sjá CRU Monitor, Aluminium, júní 2006.

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

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

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

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

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

Raugengi er nú nálægt langtímameðaltali

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

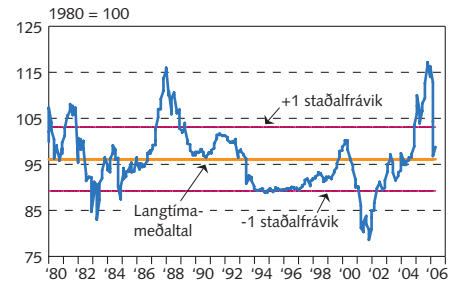
Litlar breytingar á forsendum um þróun ytri skilyrða

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

Mynd II-7

Raugengi janúar 1980 - maí 2006

Mánaðarleg gögn m.v. hlutfallslegt neysluverð

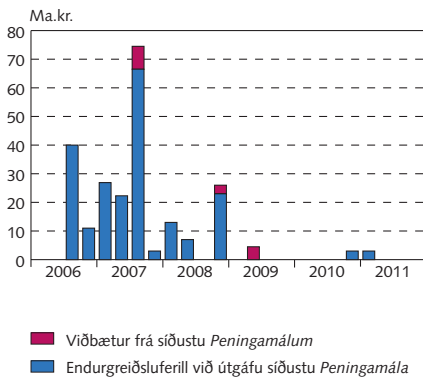


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-1

Endurgreiðsluferill erlendra skuldabréfa í krónum¹

3. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2011

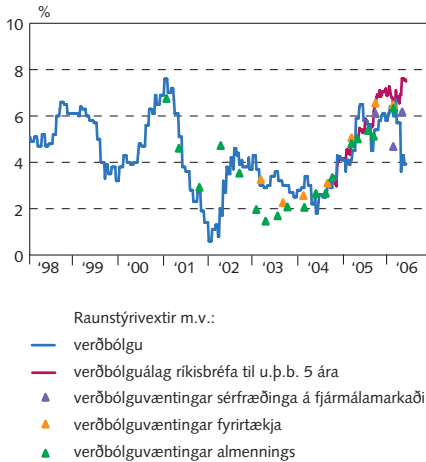


1. Gögn til og með 21. júní 2006.
Heimild: Reuters.

Mynd III-2

Raunstyrivextir

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 27. júní 2006

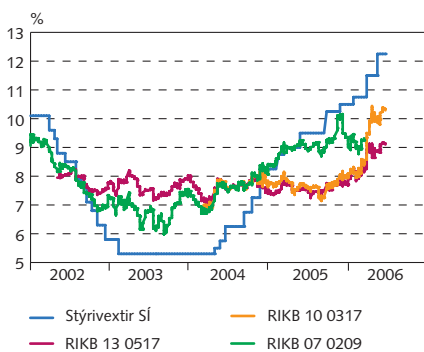


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa og styrivextir Sí

Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 28. júní 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

III Fjármálaleg skilyrði

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

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

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

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

Auknar verðbólguvæntingar draga úr aðhaldi peningastefnunnar

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

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

Ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað

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

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

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa hefur einnig hækkað

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

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

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

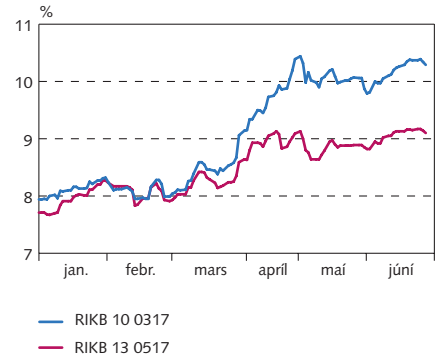
Að undanfögnu hefur gætt nokkurs ósamræmis milli vænts stýrivaxtaferils sem lesa má út úr framvirkum markaðsvöxtum og stýrivaxtaspáa sérfræðinga á fjármálamarkaði. Framvirkir vextir hafa gefið til kynna væntingar um að stýrivextir muni lækka töluvert hratt á næstu mánuðum, þrátt fyrir ítrekuð skilaboð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

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

Mynd III-4

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 28. júní 2006

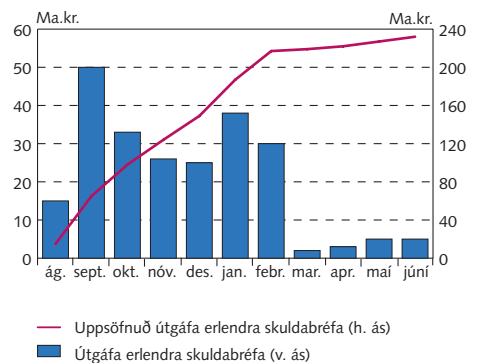


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum ágúst 2005 - júní 2006¹

Umfang eftir mánuðum og uppsafnað

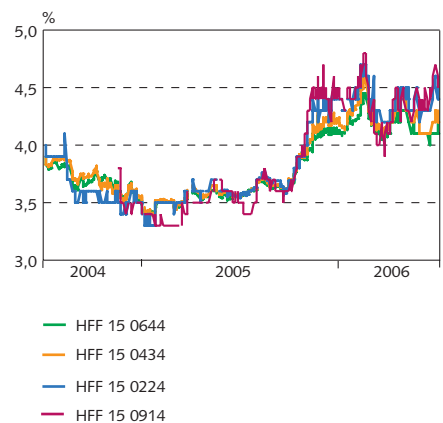


1. Gögn til og með 21. júní 2006.
Heimild: Reuters.

Mynd III-6

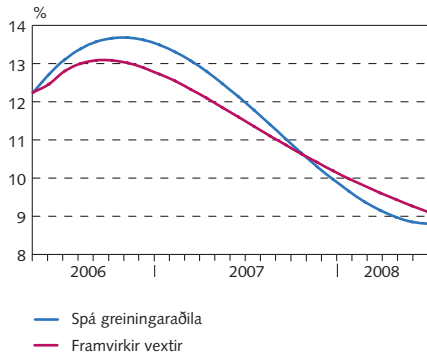
Ávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 28. júní 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7
Stýrivextir Seðlabanka Íslands samkvæmt framvirkum vöxtum og spám greiningaraðila
Maí 2006 - júní 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

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

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

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

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

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

Erlendir vextir halda áfram að hækka

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

Útlánaaukning lánakerfisins í sögulegu hámarki

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

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

Vöxtur peningamagns mikill um þessar mundir

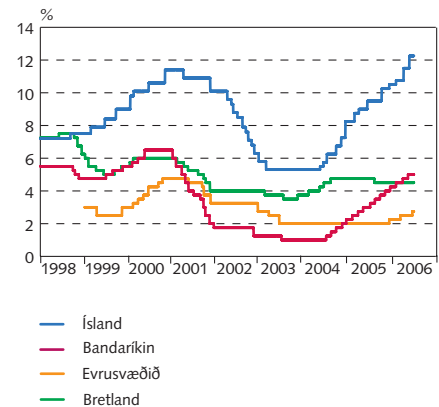
Vöxtur peningamagns hefur aukist mikið mælt með öllum fjórum mælikvörðum peningamagns síðustu mánuði. Síðastliðið hálf ári hefur ársvöxturinn verið svipaður og á níunda áratugnum. Sveiflur í mælingum á peningamagni eru miklar líkt og sjá má á mynd III-11, en það má að einhverju leyti skýra með því að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

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja

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

Mynd III-8
Stýrivextir seðlabanka

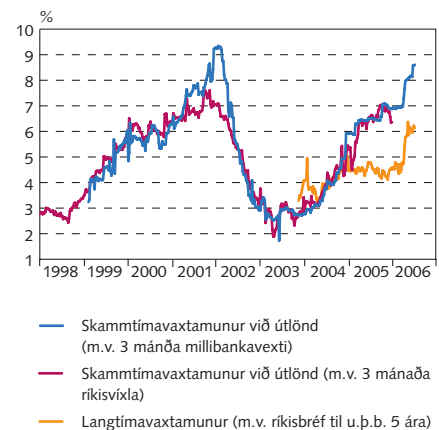
Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 28. júní 2006



Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9
Vaxtamunur við útlönd

Víkulegar tölur 7. janúar 1998 - 27. júní 2006

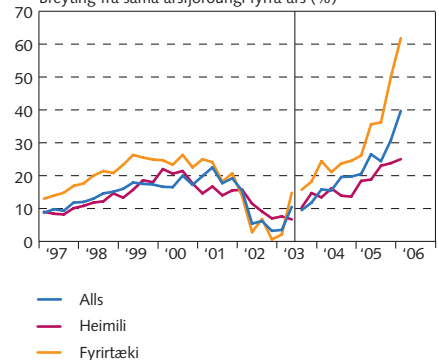


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10
Útlánaaukning lánakerfisins¹

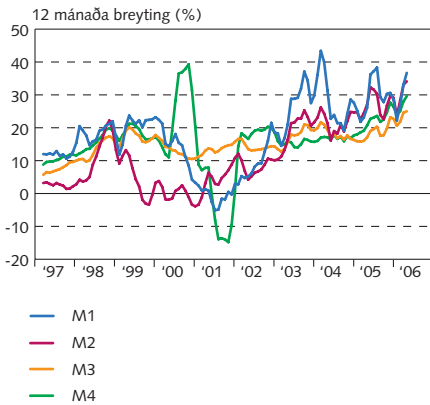
1. ársfj. 1997 - 1. ársfj. 2006

Breyting frá sama ársfjórðungi fyrra árs (%)



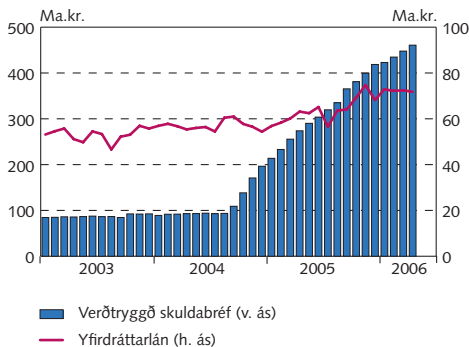
1. Vegna breytingar á lánaflokkun eru tölur frá og með þriðja ársfjórðungi 2003 ekki fyllilega sambærilegar við eldri tölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

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



Heimild: Seðlabanki Íslands.

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



Heimild: Seðlabanki Íslands.

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

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

IV Innland eftirspurn og framleiðsla

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

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

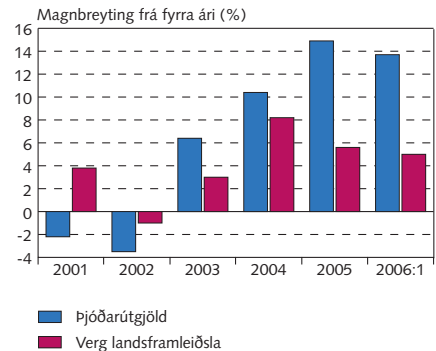
Eins og nánar er gerð grein fyrir í kafla I er í svokallaðri grunnspá gengið út frá því að stýrivextir breytist í samræmi við væntingar og spár markaðs- og greiningaraðila. Reiknuð eru tvenns konar fráviksdæmi. Í hinu fyrra er vöxtum haldið föstum og í hinu síðara er reiknaður stýrivaxtaferill samkvæmt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

Einkaneysla

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

Mynd IV-1

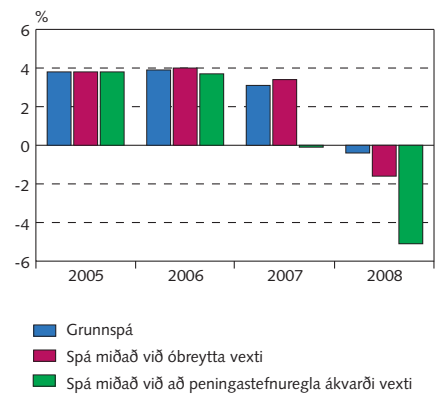
Vöxtur þjóðarútgjalda og landsframleiðslu 2001- 1. ársfj. 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-2

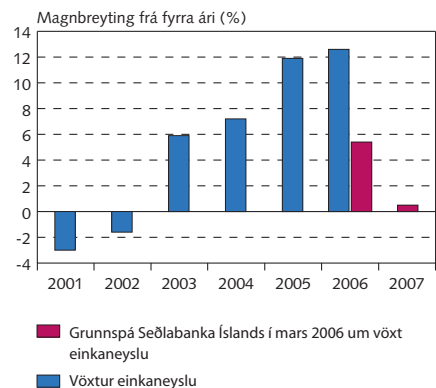
Áætluð framleiðsluspenna 2005 og spár fyrir 2006-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

Vöxtur einkaneyslu 1997-2007¹



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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla IV-1 Vísbendingar um einkaneyslu 2005-2006

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

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

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

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

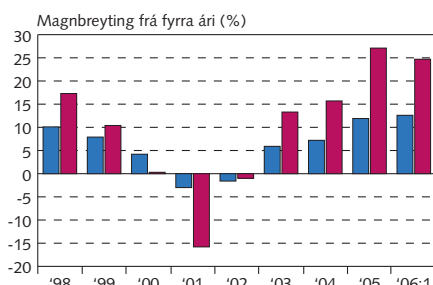
Vísbendingar vísa til ýmissa átta

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

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

Mynd IV-4

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



■ Einkaneysla
■ Innflutningur neysluvöru

Heimild: Hagstofa Íslands.

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

Vöxtur einkaneyslu og áhrifavalda hennar

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

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

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

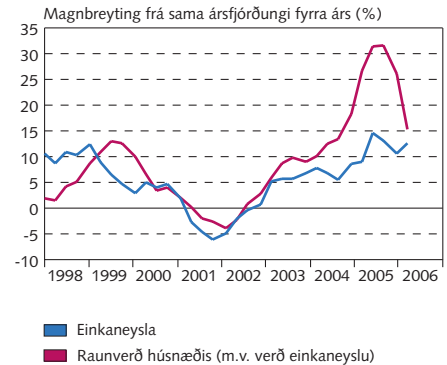
Í grunnspánni er gert ráð fyrir að hrein eign heimilanna minnki á árunum 2006-2008, annars vegar vegna þess að húsnæðisverð muni lækka og hins vegar vegna þess að áætlað er að neysla heimilanna muni aukast umfram vöxt ráðstöfunartekna í krafti þess að hrein eign þeirra hefur aukist mikið að undanfögnu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

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

Mynd IV-5

Breytingar í einkaneyslu og raunverði húsnæðis

1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2006

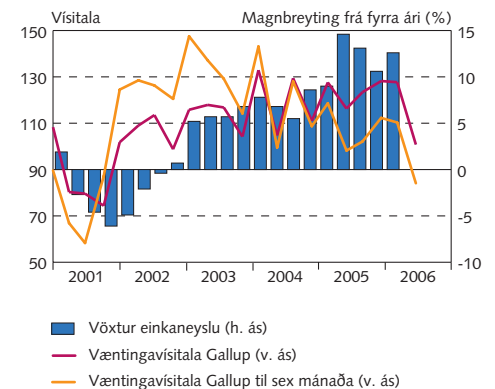


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

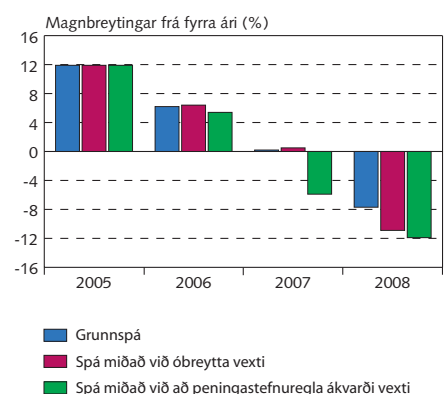
1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2006¹



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

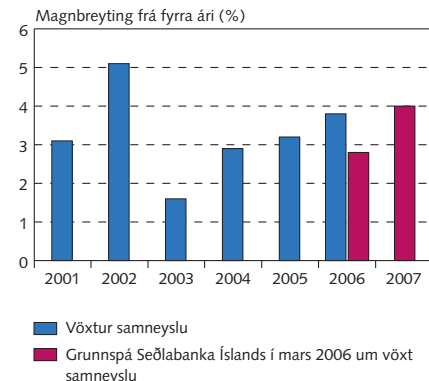
Mynd IV-7

Áætluð einkaneysla 2005 og spár Seðlabanka Íslands fyrir 2006-2008



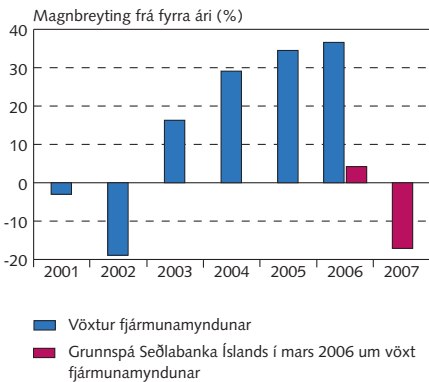
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8
Vöxtur samneyslu 2001-2007¹



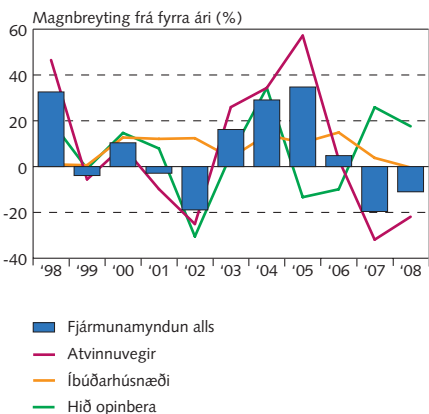
1. Fyrir árið 2006 eru sýndar áætlanir Hagstofu fyrir 1. ársfjórðung 2006 og árssþá Seðlabankans í mars.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9
Vöxtur fjármunamyndunar 2001-2007



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

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



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

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

Spáð er að einkaneyslan vaxi mikið í ár en minnki svo

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

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

Samneysla

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

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

Fjármunamyndun

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

Áfram mikill vöxtur í fjármunamyndun atvinnuveganna

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

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

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

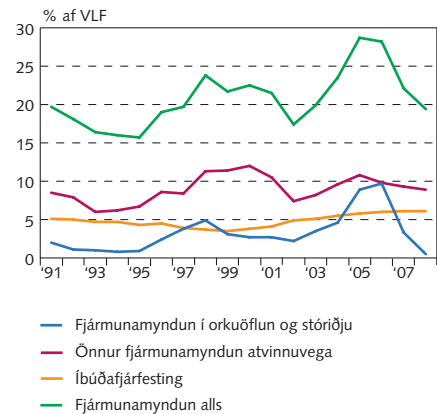
Önnur atvinnuvegafjárfesting en fjárfesting í stóriðju nam tæplega 11% af vergri landsframleiðslu á árinu 2005. Spáð er að þessi fjárfesting verði litlu minni á þessu ári og því næsta. Gert er ráð fyrir mikilli fjárfestingu í flugvélum, ferðamannaíðnaði og sjávarútvegi. Það er því ekki að sjá að fjárfestingin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

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

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

Mynd IV-11

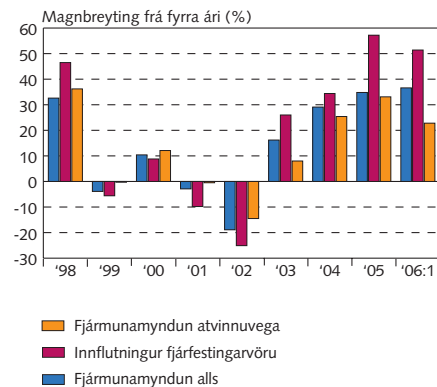
Fjármunamyndun atvinnuvega og í stóriðju 1991-2008¹



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

Mynd IV-12

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



Heimild: Hagstofa Íslands.

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

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

Rammagrein IV-1

Enn er mikil óvissa um frekari stóriðjuframkvæmdir

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

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

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

Ástandið talið gott en horfur á að það versni

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

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

Fjármunamyndun hins opinbera

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

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

Mikill vöxtur íbúðafjárfestingar en spáð var í mars

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

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

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

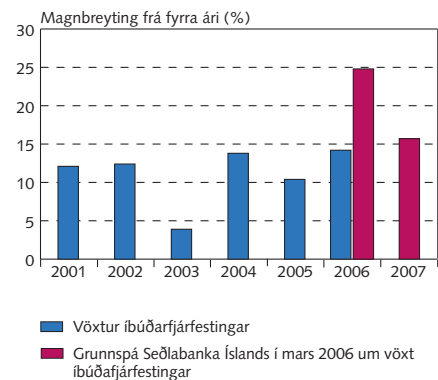
Tafla IV-2 Vöxtur íbúðafjárfestinga frá fyrra ári (%)

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

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

Mynd IV-13

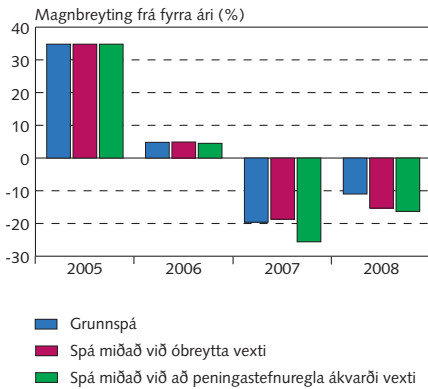
Vöxtur fjármunamyndunar í íbúðarhúsnæði 2001-2007¹



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

Mynd IV-14

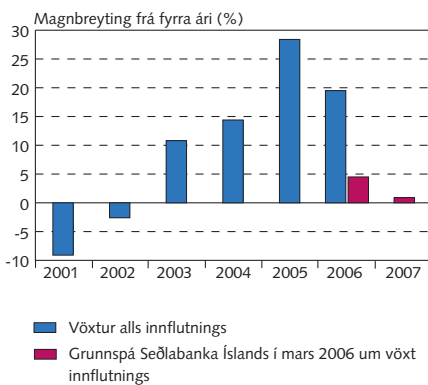
Fjárfesting 2005 og spár Seðlabanka Íslands fyrir 2006-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-15

Vöxtur innflutnings 2001-2007¹

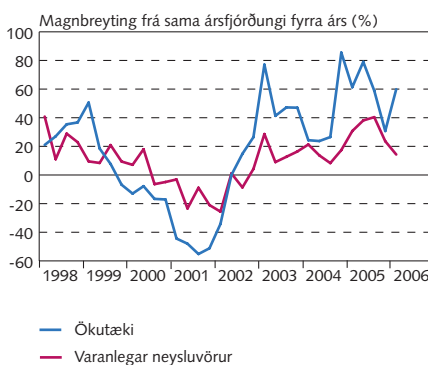


1. Fyrir árið 2006 eru sýndar áætlanir Hagstofu fyrir 1. ársfjórðung 2006 og ársspá Seðlabankans í mars.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

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



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

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

Innflutningur

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

Vöruinnflutningur eykst enn hröðum skrefum

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

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

Horfur á hægari vexti innflutnings

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

Hagvöxtur og framleiðsluspenna

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

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

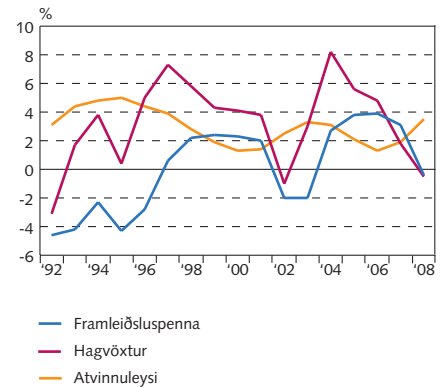
Seðlabankinn spáir nú ívið meiri hagvexti á þessu ári eða tæplega 5% í stað rúmlega 4% vaxtar í mars. Framleiðsluspennan er hins vegar nánast óbreytt. Á árinu 2007 er spáð tæplega 2% hagvexti og minnkar þá framleiðsluspennan í um 3%. Á árinu 2008 er spáð ½% samdrætti landsframleiðslu og kemur þá fram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

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

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

Mynd IV-17

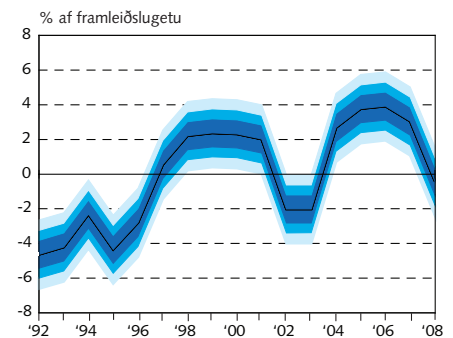
Framleiðsluspenna, hagvöxtur og atvinnuleysi 1992-2008¹



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

Mynd IV-18

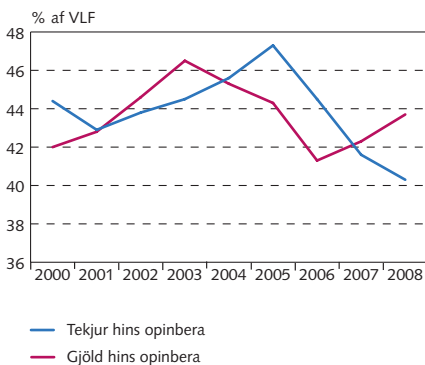
Framleiðsluspenna/framleiðslulaki 1992 - 2008¹



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

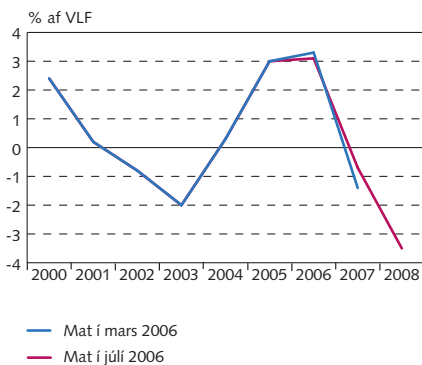
3. Aðferðafræðinni við mat á framleiðsluspenna er nánar lýst í rammagrein í *Peningamálum* 2006/1, bls. 29.

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



Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnsþá Seðlabanka Íslands.

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



Heimild: Seðlabanki Íslands.

V Opinber fjármál

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

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

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

Góð afkoma ríkissjóðs í ár sökum mikilla tekna

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

Tafla V-1 Fjármál hins opinbera 2004-2008¹

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

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

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

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

Afkoma ríkissjóðs í jánnum á næsta ári

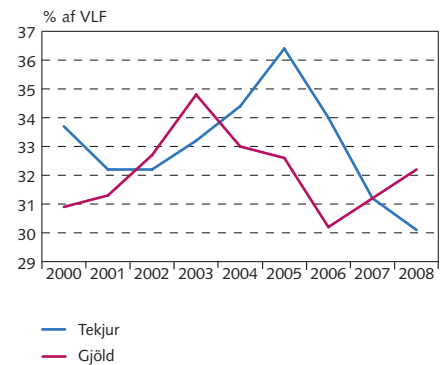
Á árinu 2007 er, eins og í marshefti *Peningamála*, reiknað með tekjuskattslækkun og að sérstakar aðstæður gangi til baka sem aukið hafa tekjur af sköttum á fyrirtæki og fjármagnstekjur og af stimpilgjöldum. Við það lækka tekjur ríkissjóðs um ríflega 25 ma.kr. Útgjöld ríkissjóðs aukast hins vegar um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

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

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

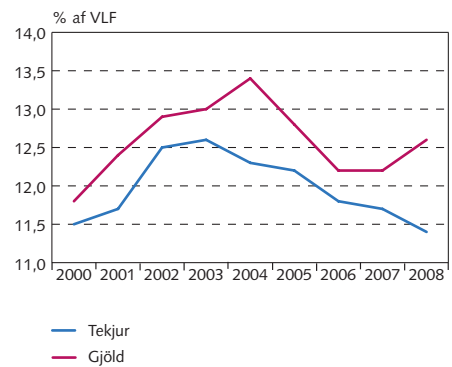
Útgjaldahækkun ríkissjóðs á næsta ári stafar jöfnum höndum af meiri samneyslu (m.a. vegna varnarmála), meiri tilfærslum (m.a. vegna aukinna barna- og vaxtabóta) og meiri fjárfestingu í samræmi við langtímaáætlun ríkissjóðs. Fjárfestingin kann að vera ofmetin í ljósi síðustu yfirlýsinga ríkisstjórnarinnar.

Mynd V-3
Tekjur og gjöld ríkissjóðs 2000-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

Mynd V-4
Tekjur og gjöld sveitarfélaga 2000-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

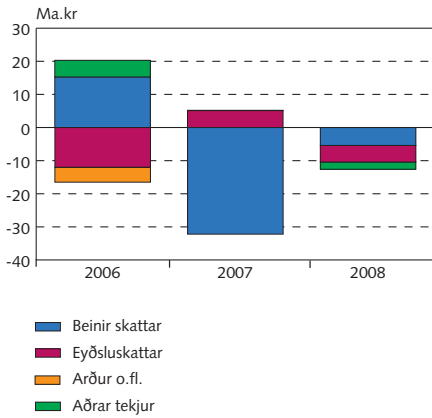
Tafla V-2 Fjármál ríkissjóðs 2004-2008¹

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

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

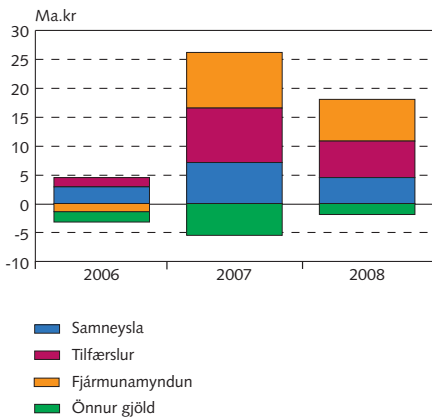
Heimildir: Hagstofa Íslands, fjármálaráðuneytið, Fjársýsla ríkisins, grunnspá Seðlabanka Íslands 2006-2008.

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



Heimild: Grunnspá Seðlabanka Íslands.

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



Heimild: Grunnspá Seðlabanka Íslands.

Afkoman versnar áfram árið 2008

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

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

Halli á rekstri sveitarfélaga gæti aukist á næstu árum

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

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

Tafla V-3 Fjármál sveitarfélaga 2004-2008¹

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

1. Samkvæmt uppsetningu þjóðhagsreikninga.

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

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

Sveifluleiðrétt afkoma skánar frá marsspá

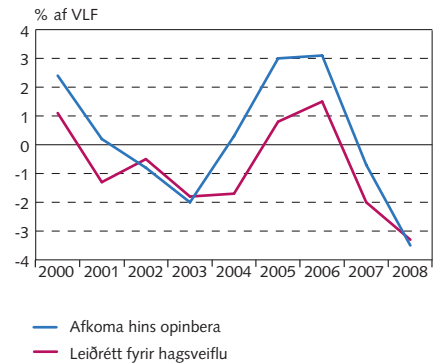
Eins og í mars er búist við að afkoma hins opinbera verði góð á þessu ári, en snúist á næstu tveimur árum úr 3% afgangi í svipaðan halla miðað við grunnspá Seðlabankans. Sé stuðst við fráviksspá með peningastefnureglu, verður afkoman verri, þar eð verulega slaknar þá á spennu 2007-8 miðað við grunnspána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

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

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

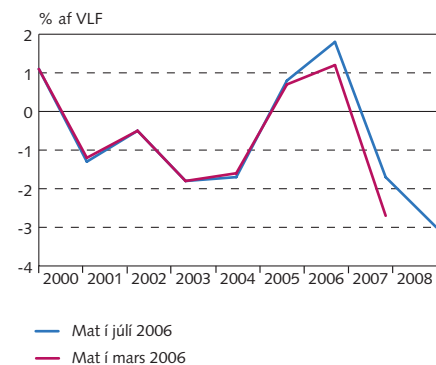
Gengisbreytingar orka hér á landi afar sterkt á tekjur hins opinbera af óbeinum sköttum. Þær fylgja gjarnan hagsveiflum, en ekki nógu vel til að framleiðsluspennan grípi þær. Áhrif gengis á tekjur ríkisins eru þó afar skýr og stafa m.a. af því að þegar krónan styrkist breytist samsetning neyslunnar og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

Mynd V-7
Sveifluleiðrétt afkoma hins opinbera
2000-2008



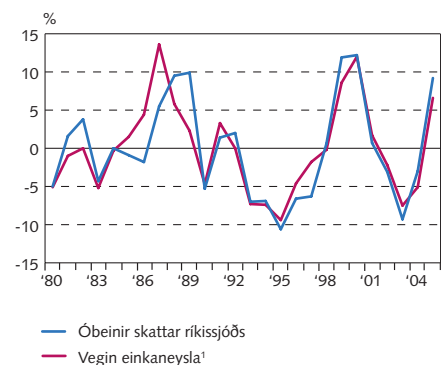
Heimildir: Hagstofa Íslands, grunnspá Seðlabanka Íslands.

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



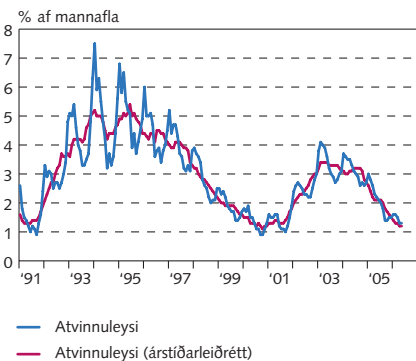
Heimild: Grunnspá Seðlabanka Íslands.

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



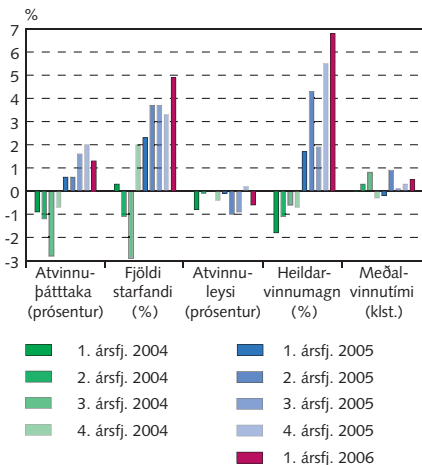
1. Undirlíðir einkaneyslu eru vegnir eftir líklegri skattlagningu.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-1
Atvinnuleysi janúar 1991 - maí 2006



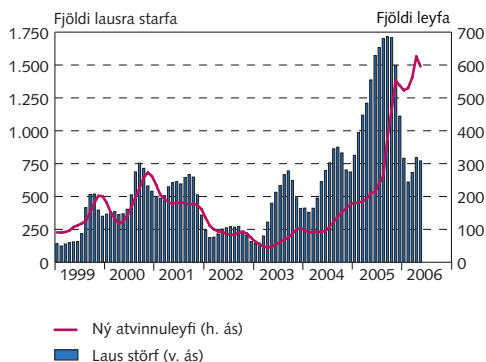
Heimildir: Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

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



Heimild: Hagstofa Íslands.

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



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

VI Vinnumarkaður og launapróun

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

Atvinnuleysi nálægt lágmarki

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

Vinnuafslnotkun eykst enn ...

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

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

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

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

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

... og fjölgun atvinnuleyfa töluverð ...

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

... en fleiri fyrirtæki vilja halda starfsmannafjölda í horfinu

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

Dregur úr aðhaldi hás gengis í samkeppnisgeiranum

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

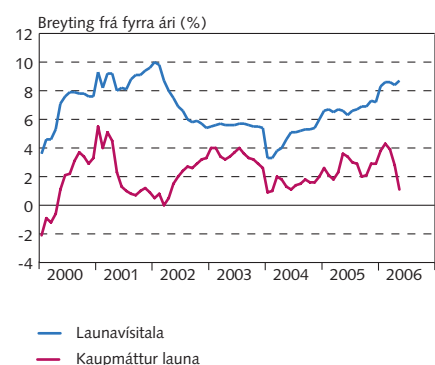
Dregur úr kaupmáttaraukningu þrátt fyrir mikið launaskrið

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

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

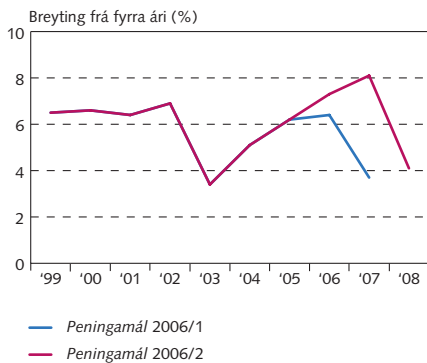
- Þessi lönd eru: Eistland, Lettland, Litháen, Pólland, Slóvakía, Slóvenía, Tékkland og Ungverjaland.
- Líklegt er að töluvert fleiri hafi komið til landsins og verið skráðir í júní þar sem nokkur töf er á úthlutun íslenskrar kennitölu sem er skilyrði skráningar.
- Könnunin var gerð af Gallup í maí sl. fyrir Seðlabanka Íslands, fjármálaráðuneyti og Samtök atvinnulífsins.
- Sérhæfð þjónustufyrirtæki eru fyrirtæki í fræðslustarfsemi, hugbúnaðargerð, opinberar stofnanir og þjónusta við atvinnurekstur.

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



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-5
Launakostnaður á framleidda einingu
1999-2008¹



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

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

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

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

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

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

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

Forsendur kjarasamninga á almennum vinnumarkaði árið 2004 hafa ekki staðist

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

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

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

Tvíþætt markmið ...

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

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

Markmið ASÍ og SA um verðbólguþróun (%)

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

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

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

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

Rammagrein VI-1

Endurskoðun kjarasamninga

... og tvíþætt samkomulag

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

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

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

Opinberir starfsmenn fá sjálfkrafa launaþróunartrygginguna

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

Aðkoma ríkisstjórnarinnar að samkomulaginu

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

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

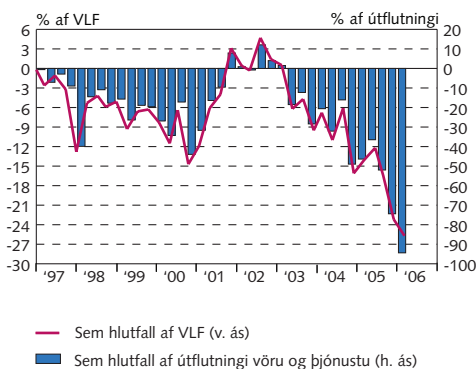
4. Ríkisstjórnin lýsti sig jafnframt fylgjandi markmiði ASÍ og SA um hjöðnun verðbólgu á árinu 2007 og mun hafa náði samstarf til að „tryggja þær efnahagslegu forsendur sem liggja til grundvallar samkomulagi þeirra, sérstaklega hvað varðar verðlag“. Tekið af heimasíðu forsætisráðuneytisins (www.forsaetisraduneyti.is)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

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

Mynd VII-1

Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður

1. ársfj. 1997 - 1. ársfj. 2006



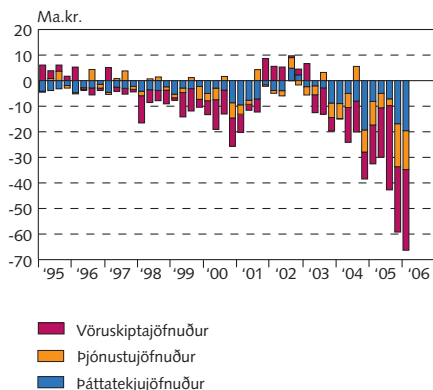
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-2

Undirþættir viðskiptajafnaðar

1. ársfj. 1995 - 1. ársfj. 2006

Rekstrarframlög eru talin með þáttatekjum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

VII Ytri jöfnuður

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

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

Viðskiptahalli í sögulegu hámarki

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

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

Halli vöruviðskipta eykst

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

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

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

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

Áhrif stóriðjuframkvæmda

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

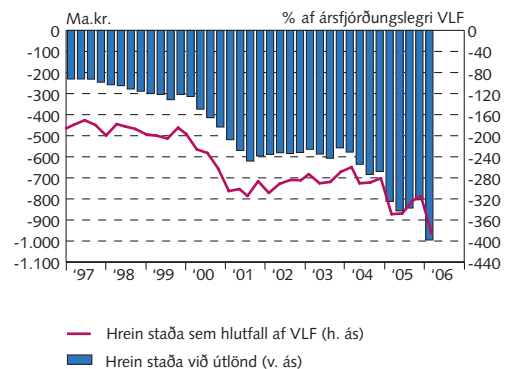
Hrein staða þjóðarbúsins við útlönd versnar

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

Þjóðhagslegur sparnaður í sögulegu lágmarki

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

Mynd VII-3
Erlend staða þjóðarbúsins
1. ársfj. 1997 - 1. ársfj. 2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

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

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

Tafla VII-1 Viðskiptajöfnuður 2005-2008

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

1. Rekstrarframlög eru meðtalin.

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

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Verðlagspróun

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

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

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

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi meiri en reiknað var með

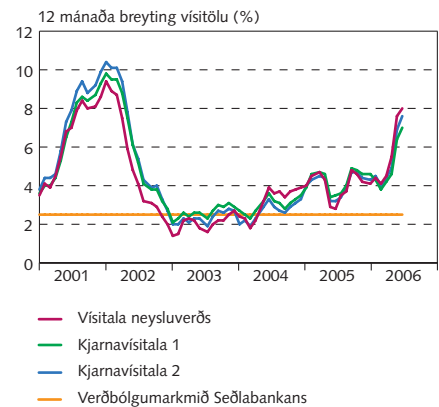
Í þeirri verðbólguþrýsting sem birt var í síðasta hefti *Peningamála* var gert ráð fyrir 4,6% verðbólgu á fyrsta fjórðungi ársins, sem er einungis 0,1 prósentu meira en raunin varð, enda langt liðið á fjórðunginn þegar spáð var. Spáð var 4,5% verðbólgu á öðrum fjórðungi ársins, en nú stefnir í að verðbólgan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

Tímabundið bakslag í hjöðnun húsnæðisverðbólgu

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

Mynd VIII-1

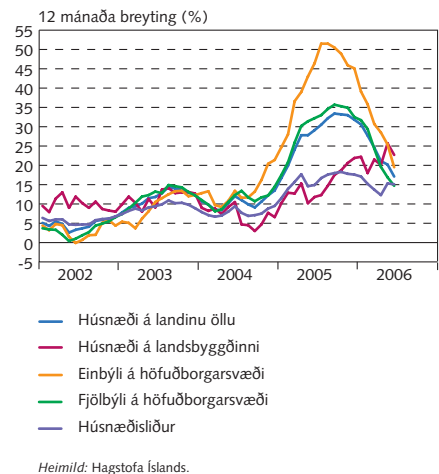
Verðbólga janúar 2001 - júní 2006¹



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

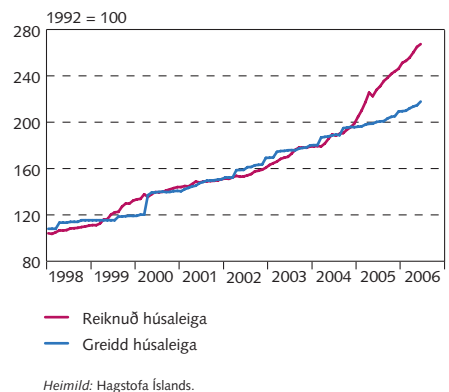
Mynd VIII-2

Húsnæðisliður og markaðsverð húsnæðis janúar 2002 - júní 2006



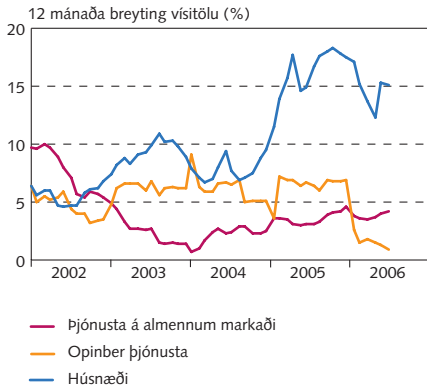
Mynd VIII-3

Greidd og reiknuð húsaleiga janúar 1998 - júní 2006



Mynd VIII-4

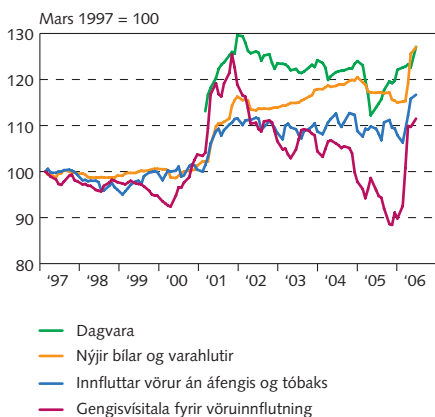
Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta
janúar 2002 - júní 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

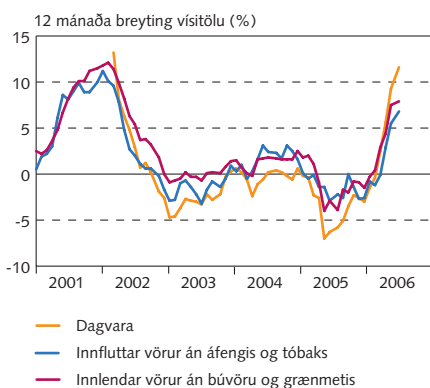
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru
mars 1997 - júní 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6

Vöruverð janúar 2001 - júní 2006



Heimild: Hagstofa Íslands.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Þjónustuverðlag hefur ekki hækkað til jafns við launakostnað

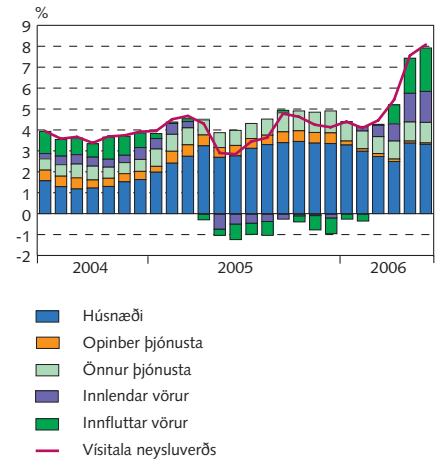
Verðlag þjónustu einkaaðila hafði hækkað um 3,6% á fyrsta fjórðungi ársins frá fyrra ári. Athyglisvert er að hækkunin skuli ekki hafa verið meiri í ljósi þess að launavísitala fyrir laun á almennum vinnumarkaði hafði hækkað um 8% á sama tímabili. Verðlag þjónustu einkaaðila hefur oft verið næmara fyrir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

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

Mynd VIII-7

Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs júní 2004 - júní 2006

Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 12 mánuði

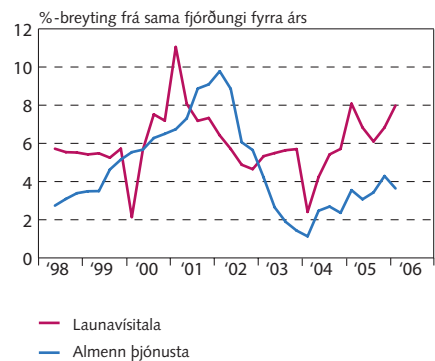


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-8

Launavísitala fyrir almennan vinnumarkað og almenn þjónusta

2.ársfj. 1998 - 1.ársfj. 2006

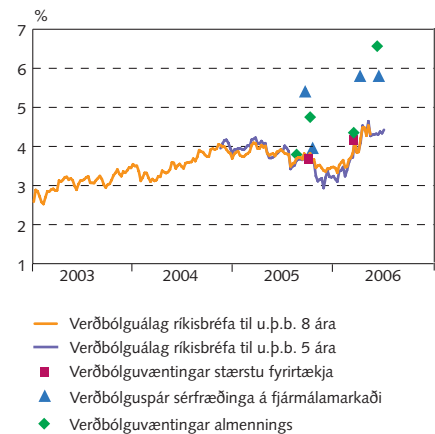


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-9

Verðbólguvæntingar

Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 27. júní 2006



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein VIII-1

Grunnskipti vísitölu neysluverðs

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

Helstu breytingar á vægi undirþátta

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

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

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

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

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

Gengisþróun og grunnskipti næstu ára

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

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

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

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

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

Tími verðsöfnunar

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

Verðbólguvæntingar halda áfram að aukast

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

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

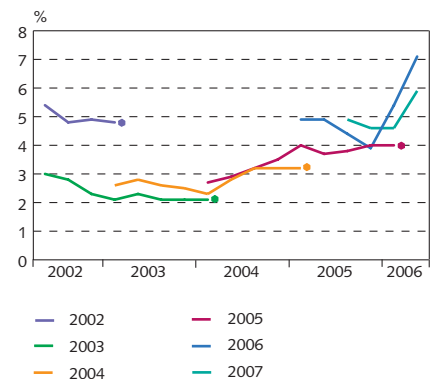
Verðbólguvæntingar hafa hækkað eilítið ef miðað er við verðbólguálag skuldabréfa til fimm ára en þó haldist nokkuð stöðugar á undanförunum mánuðum. Markaðsaðilar væntu að meðaltali 4,3% verðbólgu yfir líftíma bréfanna á tímabilinu 28. mars til 27. júní.

Verðbólguhorfur

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

Mynd VIII-10

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði um verðbólgu milli ársmeðaltala¹



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

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

Rammagrein VIII-2

Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

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

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

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

Sérfræðingar spá mun meiri verðbólgu á spátímabilinu

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

Hagvaxtarhorfur hafa breyst fyrir árið 2007

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

Sérfræðingar spá frekari lækun á gengi krónunnar ...

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

... hækkun stýrivaxta Seðlabankans ...

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

... og töluvert minni hækkunum eignaverðs en áður

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

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

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

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

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

2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsnæðisbréf (HFF 15 0644).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

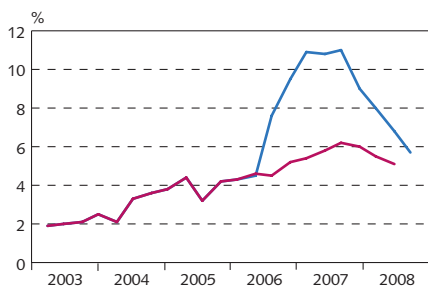
náist við lok spátímans. Í öllum þremur tilvikunum spáir þjóðhagslík-
anið gengi krónunnar að gefnum þeim vaxtaferli sem spáin byggist á.
Spátímabilið nær að þessu sinni til annars fjórðungs ársins 2008.

Verðbólguhorfur hafa versnað enn frekar

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

Mynd VIII-11

Endurskoðuð verðbólguþspá

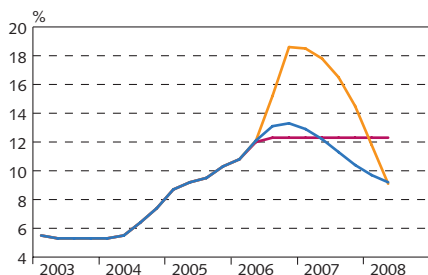


— Verðbólguþspá í Peningamállum 2006/2
— Verðbólguþspá í Peningamállum 2006/1

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-12

Mismunandi stýrivaxtaferlar

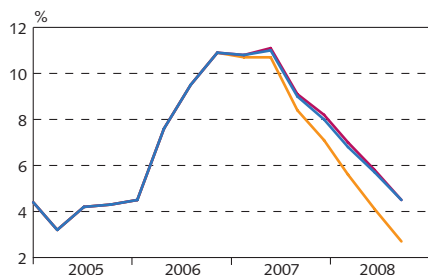


— Stýrivaxtaferill grunnspár
— Stýrivaxtaspa út frá óbreyttum vöxtum
— Stýrivaxtaspa út frá einfaldri peningastefnu-reglu¹

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

Mynd VIII-13

Mismunandi verðbólguferlar



— Grunnspá
— Verðbólguþspá með óbreyttum vöxtum
— Verðbólguþspá með peningastefnu-reglu

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

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

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

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

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

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

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

Undirliggjandi þættir aukins verðbólguþrýstings þeir sömu

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

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

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

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

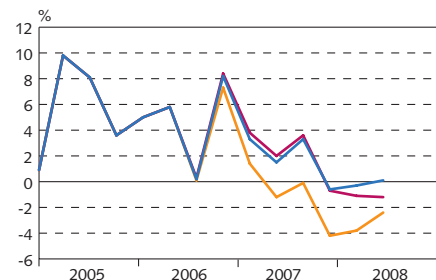
... ásamt töluverðri framleiðsluspennu

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

Helstu óvissuþættir spárinna sömu og í síðustu spá

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

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



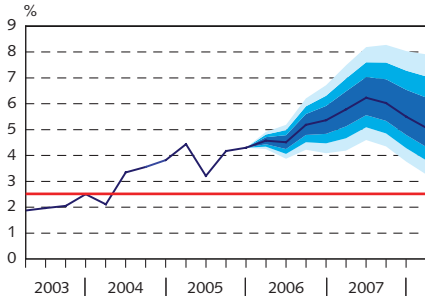
— Grunnspá
— Verðbólguþröskulmið með óbreyttum vöxtum
— Verðbólguþröskulmið með peningastefnureglu

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-15

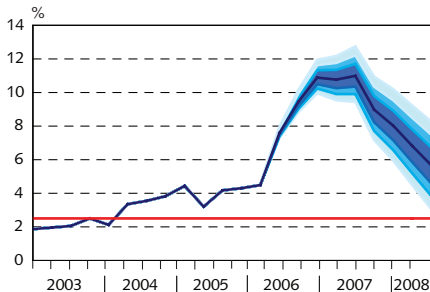
Síðasta verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá
(í Peningamáli 2006/1)

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



Ný verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá

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



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

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

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

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

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

Verðbólguþá næst ekki á spátímanum nema stýrivextir hækki verulega

Verðbólguþáirnar þrjár sem birtir eru í þessu hefti *Peningamála* sýna allir verðbólgu á spátímanum sem er langt yfir verðbólguþámið-

Tafla VIII-1 Helstu ósamhverfir óvissuþættir grunnþá

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

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

Tafla VIII-2 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

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

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

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

Spá sem byggist á óbreyttum stýrivöxtum fylgja ýmis vandamál

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

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

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

Rammagrein VIII-3

Breytt framsetning þjóðhags- og verðbólguþáttur

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

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

Verðbólguþátturinn með innbyggðri peningastefnureglu

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

Grunnspá hefur fram til þessa byggst á föstum vöxtum og gengi

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

Fjarstæðukennt að óbreyttir stýrivextir og gengi haldi við núverandi aðstæður

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

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

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

Framsetning þjóðhags- og verðbólguþröngunar með breyttum hætti

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

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

Tvenns konar frávíksspár til hliðsjónar

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

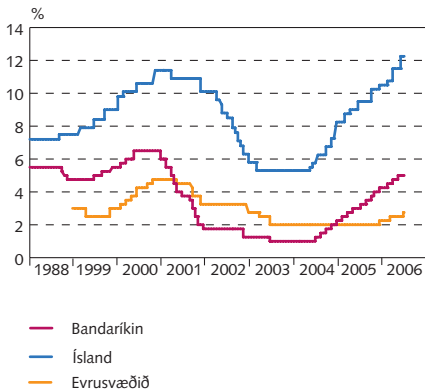
Heimildir

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

Mynd IX-1

Stýrivextir seðlabanka

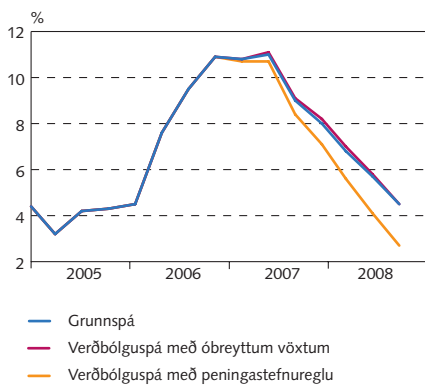
Daglegar tölur 1. janúar 1998 - 26. júní 2006



Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-2

Mismunandi verðbólguferlar

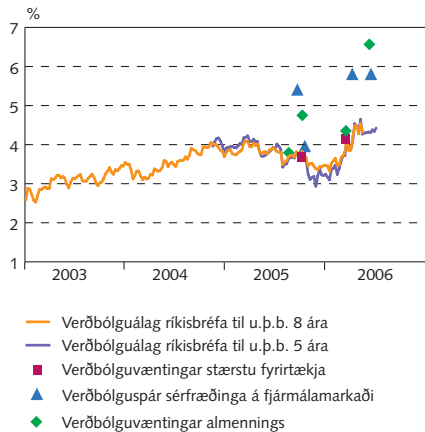


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-3

Verðbólguvæntingar

Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 27. júní 2006



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

IX Stefnan í peningamálum

Verðbólguhorfur versna enn

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

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

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

Verðbólguvæntingar og lægra gengi grafa undan aðhaldi peningastefnunnar

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

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

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

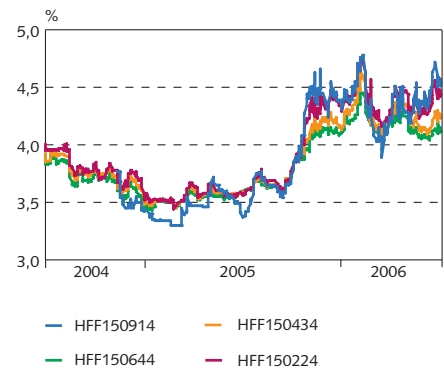
Þótt raunvextir hafi ekki hækkað að undanfögnu og gengi krónunnar veiti nú minna aðhald en áður er ljóst að erlend fjárhagsleg skilyrði hafa versnað töluvert. Grunnvextirnir, þ.e.a.s. vextir áhættulítilla ríkisskuldabréfa, hafa hækkað og áhættuálag einnig, ekki síst á vexti íslenskra lánaþyrtækja. Vegna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

Peningastefnan þarf að bregðast við versnandi horfum um launaþróun

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

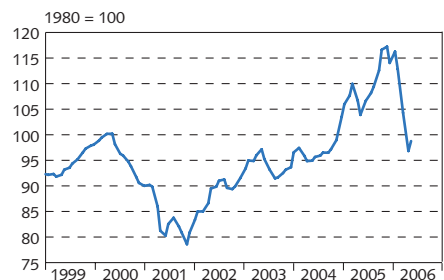
Skortur á vinnuafli hefur verið vaxandi vandamál. Sveitarfélögin létu undan þrýstingi í aðdraganda kosninga og hækkuðu laun ákveðinna stétta þar sem skortur var á starfsfólki. Umtalsverð hækkun launa nokkurra starfsstétta umfram laun á almennum vinnumarkaði, einkum í opinbera geiranum, ásamt vaxandi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

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



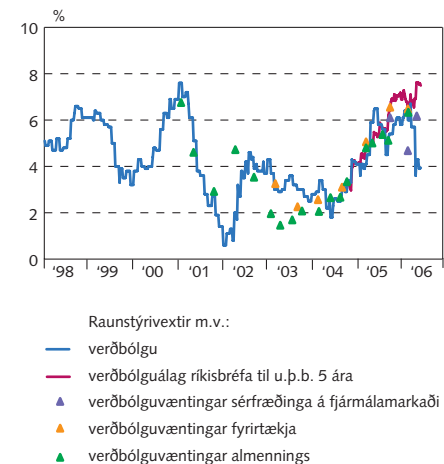
Heimild: Seðlabanki Íslands.

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



Heimild: Seðlabanki Íslands.

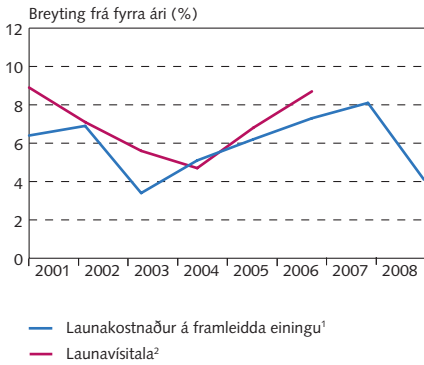
Mynd IX-6
Raunstyrivextir
Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 20. júní 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-7

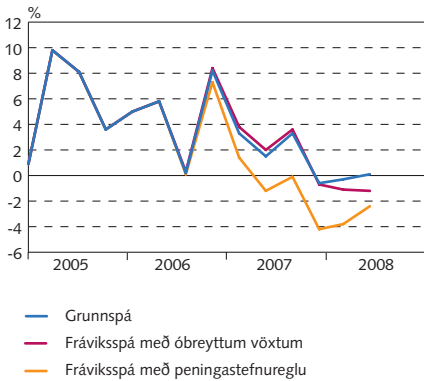
Launakostnaður á framleidda einingu og launavísitala 2001 - 2008



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

Mynd IX-8

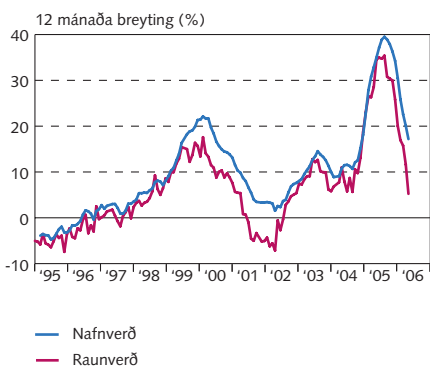
Mismunandi hagvaxtarferlar
Spátímabil: 2.ársfj. 2006 - 2.ársfj. 2008



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-9

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu
janúar 1995 - maí 2006



Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

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

Mikill viðskiptahalli kallar á samdrátt eftirspurnar

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

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

Íbúðaverðbólgan hefur reynst þrálátari en gert var ráð fyrir

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

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

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

Mjög háa vexti þarf til að ná verðbólguþröngunni

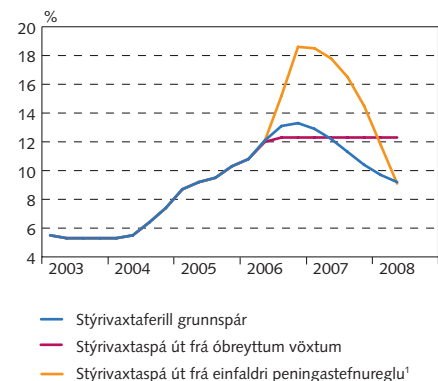
Hér að framan var greint frá stýrivaxtaferli sem reiknaður er með þjóðhagslíkani Seðlabankans og peningastefnureglu sem er þannig stillt að verðbólguþröngun Seðlabankans náist innan u.þ.b. tveggja ára. Þessa útreikninga ber ekki að taka of bókstaflega – til þess er óvissan allt of mikil – en þeir gefa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

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

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

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

Mynd IX-10
Mismunandi stýrivaxtaferlar



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

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



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þróun eignaverðs kann að fela í sér erfiða kosti fyrir peningastefnuna

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

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

Æskilegt að fleiri en Seðlabankinn leggi hönd á aðhaldsplóginn

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

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

Vextir munu fara eins hátt og þarf til að hemja verðbólguna

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

