



PENINGAMÁL

2009 • 3

Efnisyfirlit

- 3 *Stefnuyfirlýsing peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands*
Sterkari króna forsenda áframhaldandi slökunar peningalegs aðhalds
- 5 *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum – Uppfærð spá*
Lágt gengi krónunnar tefur fyrir hjöðnun verðbólgu

Viðauki 1: Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2009/3

Markmið peningastefnu Seðlabanka Íslands er að stuðla að almennri efnahagslegri velferð á Íslandi. Það gerir Seðlabankinn með því að stuðla að stöðugu verðlagi sem er meginmarkmið hans. Í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 er þetta skýrt svo að Seðlabankinn stefni að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.

Fagleg greining og gagnsæi eru mikilvægar forsendur trúverðugrar peningastefnu. Með útgáfu ritsins *Peningamála* leitast Seðlabankinn við að uppfylla þau skilyrði. Í ritinu birtist tvisvar á ári, í byrjun maí og byrjun nóvember, ítarleg greining á framvindu og horfum í efnahagsmálum. Í janúar og ágúst, birtist uppfærð spá með stuttri umfjöllun um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum. Vaxtaákvæðanir peningastefnunnar Seðlabankans byggjast meðal annars á þessari greiningu. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Umgjörð peningastefnunnar, framkvæmd hennar og stjórnækjum er nánar lýst á slóðinni www.sedlabanki.is/?PageID=3

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Þórarinn G. Pétursson, formaður

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Tryggvi Pálsson

Rannveig Sigurðardóttir

Helga Guðmundsdóttir

37. rit. Ágúst 2009

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

Öllum er frjálst að nota efni úr *Peningamálum* en þess er óskað að getið sé heimildar.

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Sterkari króna forsenda áframhaldandi slökunar peningalegs aðhalds

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda stýri-vöxtum bankans óbreyttum í 12% og vöxtum á viðskiptareikningum fjármála fyrirtækja í Seðlabankanum óbreyttum í 9,5%.

Gengi krónu hefur verið stöðugt frá síðustu vaxtaákvörðun, en mun lægra en peningastefnunefndin hefur talið viðunandi. Fyrir vikið hefur hægt á hjöðnun verðbólgunnar. Eigi að síður er þess vænst að verðbólga minnki hratt á ný síðar á árinu.

Þegar höft á fjármagnshreyfingar eru til staðar ætti aukinn af-gangur á vöru- og þjónustuviðskiptum að styrkja gengi gjaldmiðilsins. Tímabundnir áhrifaþættir, t.d. rýrnun viðskiptakjara, árstíðarbundnar vaxtagreiðslur til erlendra aðila og árstíðarbundin aukning innflutnings, hafa á ýmsum tímum haft neikvæð áhrif á viðskiptajöfnuð og gengi krónunnar. Áhyggjuefni er hins vegar að gengi krónunnar hefur ekki hækkað að þessum tímabundnu áhrifum gengnum. Því er mikilvægt að ábati af krónueignum sé nægur. Það hefur bæði áhrif á tilhneigingu til þess að fara í kringum gjaldeyrishöftin og á hvata útflutningsfyrirtækja til að breyta gjaldeyriskjóm sínum í krónueignir.

Staða erlendra aðila í krónum hefur lækkað nokkuð undanfarna mánuði, sem bendir til þess að farið sé í kringum höftin í einhverjum mæli. Fyrirtæki virðast einnig hafa byggt upp innstæður á gjaldeyris-reikningum í innlendum bönkum. Þær hafa þó lítið breyst undanfarnar vikur. Engin skýr merki eru um að lækkun stýrivaxta fyrr á þessu ári eigi umtalsverðan þátt í því að farið sé í kringum höftin, að innstæður á gjaldeyrisreikningum hafi aukist, eða að hún skýri almennt lágt gengi krónunnar. Þó er ekki heldur hægt að útiloka slík tengsl. Á meðan krónan er jafn veik og hún hefur verið undanfarna mánuði eru því sterk rök gegn frekari lækkun vaxta.

Fyrsti áfangi afnáms gjaldeyrishafta, sem mun felast í því að leyfa innflæði nýs fjármagns, mun sennilega hefjast eigi síðar en 1. nóvember, í samræmi við áætlun Seðlabankans. Peningastefnunefndin mun forðast að gera nokkuð sem gæti skapað efasemdir um staðfastan ásetning hennar að stuðla að stöðugleika krónunnar og lítilli verðbólgu. Peningastefnan getur þannig aukið tiltrú á efnahagslífið, sem er forsenda þess að gjaldeyrishöft verði afnumin. Til vaxtahækkana getur komið af þessum sökum ef aðstæður kalla á slíkt.

Eins og fram hefur komið í fyrri yfirlýsingum peningastefnunefndar, hefur náðst árangur á nokkrum sviðum sem skipta máli þegar kemur að því að auka tiltrú á efnahagslífinu. Ríkisstjórnin hefur lagt fram langtímaáætlun í ríkisfjármálum, endurskipulagning bankakerfisins er langt komin og lánasamningar hafa verið gerðir við önnur lönd. Lánin munu auka tiltrú á getu Seðlabankans til þess að styðja við krónuna þegar gjaldeyrishöftum verður aflétt.

Ekki hefur þó allt gengið sem skyldi. Töf hefur orðið á því að framkvæmdastjórn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins taki fyrir endurskoðun efnahagsáætlunar íslenskra stjórnvalda. Ástæða þess er að samningar við Bretland og Holland bíða samþykkis Alþingis, en án þess gæti lánasamningum við Norðurlöndin og gjaldmiðilaskiptasamningum við norrænu seðlabankana verið stefnt í tvísýnu. Ísland hefur fullnægt öllum öðrum skilyrðum efnahagsáætlunarinnar.

Áframhaldandi hjöðnun verðbólgu er mikilvægur þáttur þess að endurvekja traust á efnahagslífinu og krónunni. Verðbólga minnkaði hratt á tímabilinu frá janúar fram í apríl, en síðan hefur hægt á hjöðnuninni og hún jafnvel snúist við, ef miðað er við þriggja mánaða árs-tíðarleiðréttu verðbólgu á árs kvarða. Meginástæða þessarar þróunar er gengislækkun krónunnar frá því í mars.

Þrátt fyrir lægra gengi krónunnar og hækkun neysluskatta, sem munu tímabundið auka mælda verðbólgu, er því spáð að verðbólga að undanskildum skattaáhrifum, sem er viðeigandi viðmið við framkvæmd peningastefnunnar, muni halda áfram að minnka næstu tvö árin. Samkvæmt uppfærðri spá mun núverandi og væntur slaki á vöru- og vinnumarkaði koma í veg fyrir umtalsverð annarrar umferðar áhrif.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt fimmtudaginn 24. september 2009.

Lágt gengi krónunnar tefur fyrir hjöðnun verðbólgu

Gengi krónunnar hefur haldist lágt undanfarna mánuði og er nokkru veikara en gert var ráð fyrir í spá Seðlabankans sem birtist í Peningamálum í maí sl. Gengishorfur til næstu missera hafa því heldur versnað frá maímánuði, þótt spár um meiri afgang á viðskiptum við útlönd vegi þar á móti. Lakari gengishorfur endurspeglast í því að hjöðnun verðbólgu á næstu misserum verður heldur hægari en áður var talið. Þessu til viðbótar fela endurskoðun kjarasamninga og aðgerðir stjórnvalda í sér meiri hækkun launakostnaðar en áður var spáð. Minni framleiðslu-slaki á þessu ári er einnig til þess fallinn að hægja á hjöðnun verðbólgu. Aðgerðir stjórnvalda til þess að koma á jafnvægi í ríkisbúskapnum fela í sér að óbeinir skattar verða hækkaðir verulega á næstu misserum. Það mun hafa bein áhrif til hækkunar á vísitölu neysluverðs. Mæld verðbólga verður því töluvert meiri á næstu tveimur árum en spáð var í maí. Miðað við undirliggjandi verðbólgu er hins vegar áfram gert ráð fyrir að verðbólgu markmiðið náist snemma á næsta ári. Gripið hefur verið til aðgerða í ríkisfjármálum sem tryggja eiga sjálfbærni opinberra fjármála, endurskipulagning bankanna er langt komin og greining á skuldastöðu hins opinbera og þjóðarinnar í heild liggur fyrir. Allir þessir þættir eru forsendur fyrir afnámi hafta á fjármagnshreyfingar til og frá landinu. Áætlun um afnám haftanna í áföngum hefur verið kynnt. Framgangur áætlunarinnar er háður því að áform um eflingu gjaldeyrisforðans, m.a. með lántöku frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og hinum norrænu ríkjum gangi eftir.

Gengi krónunnar hefur haldist veikt og horfur í gengismálum hafa versnað frá því í maí

Gengi krónunnar hefur lækkað um rúmlega 6% gagnvart evru það sem af er árinu. Gengislækkunin bætist við um 45% lækkun á síðasta ári. Gengi krónunnar gagnvart evru er nú þriðjungi lægra en það var í byrjun september á síðasta ári þegar alþjóðlega fjármálakreppan hófst af fullri alvöru.

Gengi krónunnar reyndist nokkru lægra á öðrum ársfjórðungi þessa árs en í þeirri spá sem birt var í *Peningamálum* í maí. Þá var gert ráð fyrir að gengi krónunnar yrði rúmlega 157 kr. gagnvart evru en reyndin varð tæplega 172 kr., sem er 8½% lægra gengi. Í uppfærðri spá er reiknað með lægra gengi en í maí. Gert er ráð fyrir að gengi krónunnar á fjórða ársfjórðungi verði um 176 kr. gagnvart evru, sem er rúmlega 8% lægra gengi en spáð var í maí. Reiknað er með því að gengi krónunnar haldist á bilinu 157-176 kr. gagnvart evru það sem eftir lifir spátímabilsins, sem samsvarar gengisvísitölu á bilinu 205-230.

Í samræmi við reynslu annarra landa af afleiðingum fjármálakreppu er gert ráð fyrir að jafnvægisraungengi verði tímabundið lægra en sem samsvarar langtímajafnvægi þess. Raungengið í uppfærðri spá er jafnframt nokkru lægra á spátímanum en spáð var í maí.

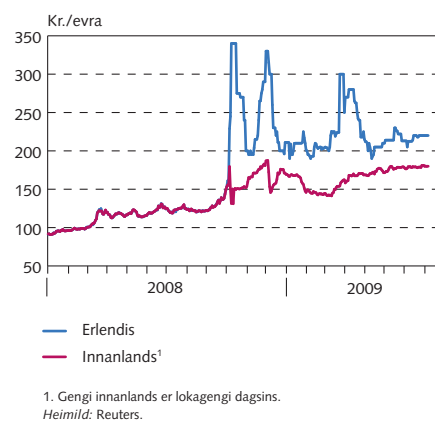
Fyrir utan það að þróunin að undanförunu hefur verið verri en spáð var í maí eru nokkrar ástæður fyrir því að gengishorfur hafa versnað. Endurskipulagning innlends fjármálakerfis hefur tafist miðað við það sem þá var lagt upp með, gjaldmiðlar flestra smárikja hafa átt undir högg að sækja í hinni alþjóðlegu fjármálakreppu og viðskiptakjör hafa verið óhagstæð. Að auki hafa ýmsir tímabundnir þættir átt þátt í veikingu hennar, svo sem tiltölulega þungar vaxtagreiðslur til útlanda snemmsumars og árstíðarbundin aukning innflutnings í júlí. Jafnframt er útlit fyrir að afgangur á viðskiptum við útlönd á fyrri hluta ársins hafi verið heldur minni en spáð var í maí.

Ekki er hægt að útiloka að töluvert lækkun vaxta það sem af er ári hafi einnig átt þátt í lækkun krónunnar, þrátt fyrir fjármagnshöftin.

Mynd 1

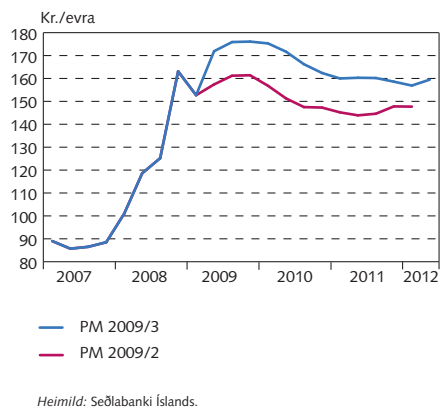
Gengi krónu gagnvart evru

Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 6. ágúst 2009



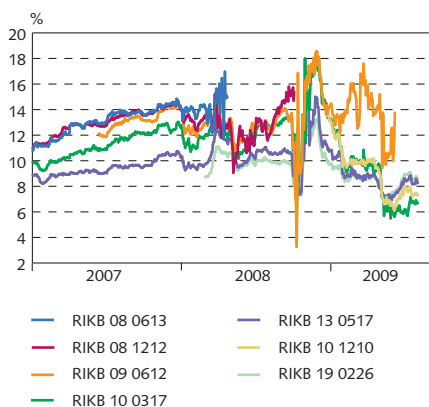
Mynd 2

Gengi krónu gagnvart evru - samanburður við PM 2009/2



Mynd 3

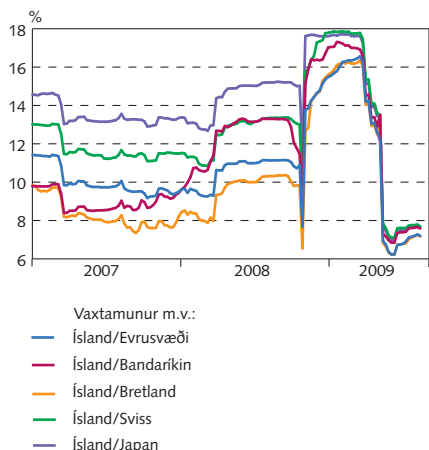
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 6. ágúst 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

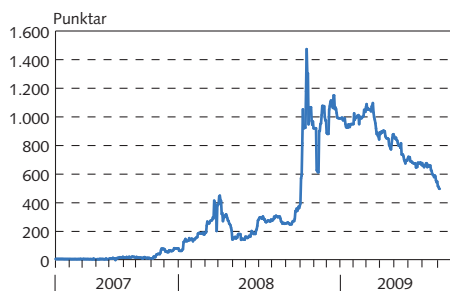
Skammtíamavaxtamunur¹
Vikulegar tölur 4. janúar 2007 - 4. ágúst 2009



1. 3 mánaða millibankavextir.
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd 5

Skuldatryggingarálag ríkisins
Daglegar tölur 28. mars 2007 - 5. ágúst 2009



Heimild: Bloomberg.

Stýrivextir hafa þegar verið lækkaðir um 6 prósentur og skuldabréfa- og bankavextir hafa lækkað nokkuð. Vaxtalækkunin gæti hafa leitt til lækkunar krónunnar ef gjaldeyrishöftin halda ekki fyllilega vegna minni hvata útflytjenda til að breyta útflutningstekjum í íslenskar krónur en ella eða vegna áhrifa á væntingar um lækkun krónunnar þegar höftunum verður aflétt. Á móti kemur að útlit er fyrir meiri afgang á viðskiptum við útlönd þegar líður á spátímamann en það ætti að styðja við gengi krónunnar þegar fram í sækir, auk þess sem áhættuálag á íslenskar fjáreignir virðist fara lækkanði. Gangi þetta eftir skapar það aukið svigrúm til lækkunar á vaxtamun gagnvart útlöndum án þess að grafa undan gengi krónunnar.

Óhagstæð gengispróun hefur hægt á hjöðnun verðbólgu

Undanfarna mánuði hefur vísitala neysluverðs hækkað töluvert í kjölfar lækkandi gengis krónunnar. Gengislækkunin virtist skila sér að takmörkuðu leyti inn í verðlag á fyrstu mánuðum ársins sem má líklega rekja til þess að innflytjendur hafi tekið lækkunina að einhverju leyti á sig í formi minnkandi framlegðar eða tekist að ná hagstæðari samningum við birgja. Þeir kunna einnig að hafa gengið á birgðir sem keyptar voru inn fyrir mestu gengislækkunina. Því lengur sem gengið helst lágt dregur úr væntingum um að lækkunin kunni að ganga til baka og líkur aukast á því að hún komi fram í innlendri verðbólgu.

Þrátt fyrir lágt gengi hefur tólf mánaða verðbólga haldið áfram að hjaðna, en hægar en áður. Hækkun vísitölunnar undanfarna mánuði má að mestu leyti rekja til liða sem eru næmir fyrir gengi krónunnar, þ.e. innfluttar vörur og vörur og þjónusta í beinni samkeppni við innflutning. Þannig hækkaði t.d. bensínverð um tæplega 5% milli mánaða í júlí og verð nýrra bifreiða um rúmlega 3%. Húsnæðisverð heldur hins vegar áfram að lækka. Reiknuð húsaleiga hefur lækkað um 14,3% á síðustu tólf mánuðum, en húsnæðisliðurinn í heild um 2,6%. Mismunurinn helgast af því að greidd húsaleiga og ýmis kostnaður tengdur viðhaldi húsnæðis hefur hækkað mikið vegna lækkunar gengisins. Tólf mánaða verðbólga í júlí mældist 11,3%. Árstíðarleiddrétt þriggja mánaða verðbólga á ársgrundvelli var hins vegar heldur lægri eða 10,6%.

Undirliggjandi verðbólga meiri en mæld verðbólga

Liður í áætlun stjórnvalda um að endurheimta jöfnuð í ríkisbúskapnum er að hækka álögur á ýmsar vörur, t.d. áfengi og bensín. Áætlað er að þessi ákvörðun hafi hækkað vísitölu neysluverðs um rúmlega hálfa prósentu, sem mun hafa áhrif á mælda tólf mánaða verðbólgu fram á mitt næsta ár. Í áætlun stjórnvalda er einnig gert ráð fyrir frekari hækkun neysluskatta, sem veldur því að verðbólga mun um tíma mælast meiri en sem nemur undirliggjandi verðbólguþróun. Leiðrétt fyrir þessum áhrifum mælist tólf mánaða verðbólga nú 10,4%. Hún er hins vegar nokkru meiri á mælikvarða kjarnavísitalna, sem ætlað er að gefa vísbendingu um undirliggjandi verðbólgu. Samkvæmt kjarnavísitölu 3 er undirliggjandi verðbólga 13% þegar tekið hefur verið tillit til skattaáhrifa.¹

1. Kjarnavísitala 3 undanskilur sveiflukennda liði (verð búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns), opinbera þjónustu og áhrif vaxtabreytinga á húsnæðislið frá heildarvísitölu.

Verðbólga hjaðnar hægar út árið en áður hafði verið spáð

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi mældist 11,9% og hafði minnkað úr 17,1% á ársfjórðungnum á undan. Þetta er heldur meiri verðbólga en Seðlabankinn spáði í maí, en muninn má að nokkru leyti rekja til ofangreindrar hækkunar neysluskatta, sem ekki lá fyrir í maíspánni. Að teknu tilliti til áhrifa skattahækkunarinnar reyndist verðbólga á öðrum ársfjórðungi 11,5%.

Eins og fjallað er um hér að ofan er líklegt að óhagstæðari gengisþróun hægi á hjöðnun verðbólgu á næstu mánuðum. Samkvæmt grunnspánni verður ársverðbólga á þriðja ársfjórðungi 10,6%, í stað 8% í maíspánni, og 8,4% á fjórða fjórðungi, í stað 4,8% í síðustu spá. Frávikið má að nokkru leyti rekja til fyrrnefndra hækkana neysluskatta. Að áhrifum þeirra frátöldum verður verðbólga á fjórða ársfjórðungi um 7%.

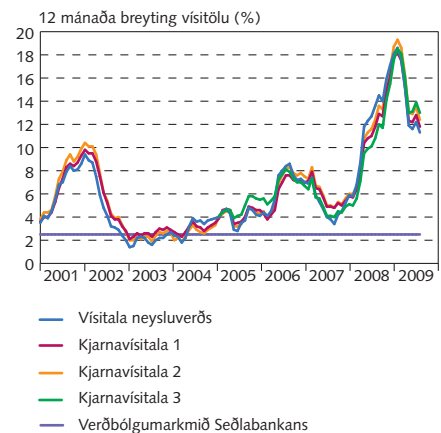
Minni samdráttur landsframleiðslu á þessu ári en horfur fyrir næstu tvö ár hafa versnað

Þjóðhagsreikningar fyrir fyrsta ársfjórðung þessa árs voru birtir 8. júní sl. Þótt jafnan verði að taka fyrstu bráðabirgðatölum með varúð, sýna þær í meginatriðum heldur meiri þrótt í efnahagslífinu en í spá Seðlabankans frá því í maí. Þannig var samdráttur innlendrar eftirspurnar vissulega mikill, en nokkru minni en spáð hafði verið. Þjóðarútgjöld drógust saman um 22%, í stað rúmlega 23% samkvæmt maíspánni. Hagstæðara framlag utanríkisviðskipta hafði í för með sér að samdráttur vergrar landsframleiðslu mældist 4% í stað 7% í spánni. Þar munar mest um töluvert meiri vöxt útflutnings vöru og þjónustu en spáð hafði verið. Hins vegar verður að hafa í huga að álúftflutningur komst ekki á fullan skrið fyrr en á öðrum ársfjórðungi síðasta árs og því skýrist góður vöxtur útflutnings milli ára að nokkru leyti af grunnáhrifum sem hverfa þegar líður á árið.

Samkvæmt uppfærðri spá hafa efnahagshorfur fyrir þetta ár heldur batnað. Samdráttur þjóðarútgjalda og útflutnings er minni, sem leiðir til þess að spáð er nokkru minni samdrætti landsframleiðslu, eða um 9% í stað um 11%. Horfur fyrir næsta ár eru hins vegar taldar verri, en gert er ráð fyrir rúmlega 2% samdrætti, í stað tæplega 1% í maí. Horfur fyrir árið 2011 hafa einnig versnað en þá er spáð um 1% hagvexti í stað um 2½% áður.

Tvær meginástæður eru fyrir hægari vexti landsframleiðslu á næstu tveimur árum en í maíspánni. Í fyrsta lagi er gert ráð fyrir meiri samdrætti kaupmáttar ráðstöfunartekna nú, þrátt fyrir hagstæðari launaþróun. Skýrist það aðallega af því að gert er ráð fyrir að jafnvægi í ríkisfjármálum verði í mun meira mæli náð með hækkun skatta og niðurskurði tilfærsluútgjalda en reiknað var með í maí, eins og rakið er hér að neðan. Samdráttur einkaneyslu á næstu tveimur árum verður því meiri. Í öðru lagi er nú gert ráð fyrir enn frekari seinkun áformaðar fjárfestingar í áliðnaði. Seinkun fjárfestingar og hægari uppbyggingu má að stærstum hluta rekja til vandamála við fjármögnun stóriðjuframkvæmda. Bati í heildarfjárfestingu tefst því frá því sem gert var ráð fyrir í maí, en á móti verður vöxtur fjármunamyndunar heldur meiri árið 2011.

Mynd 6
Verðbólga janúar 2001 - júlí 2009¹

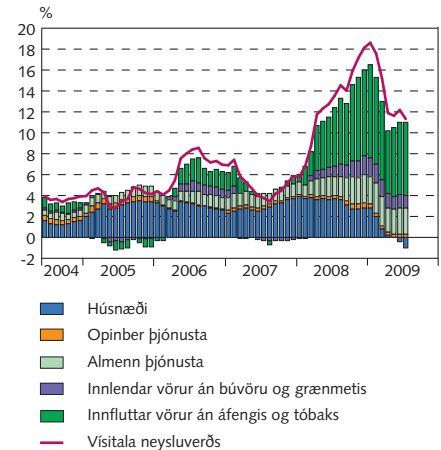


1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensins. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberra þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

Heimild: Hagstofa Íslands.

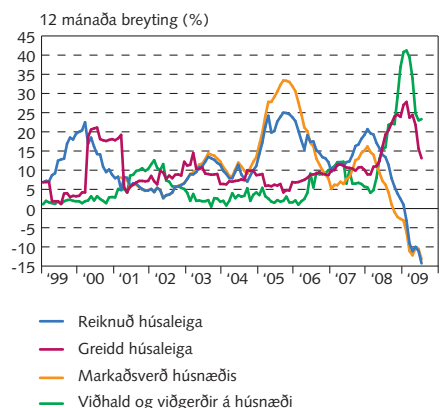
Mynd 7
Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs júní 2004 - júlí 2009

Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 12 mánuði



Heimild: Hagstofa Íslands.

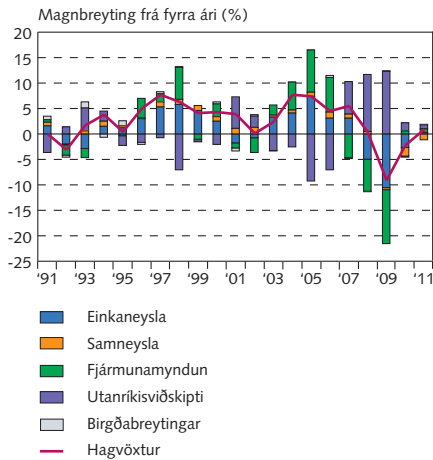
Mynd 8
Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs janúar 1999 - júlí 2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 9

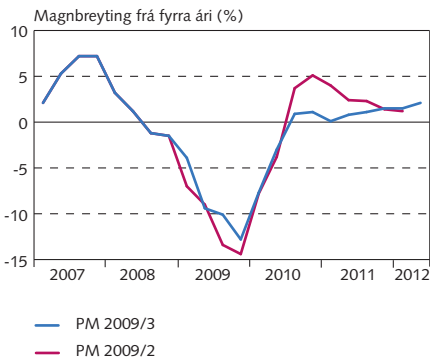
Hagvöxtur og framlag undirliða 1991-2011¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

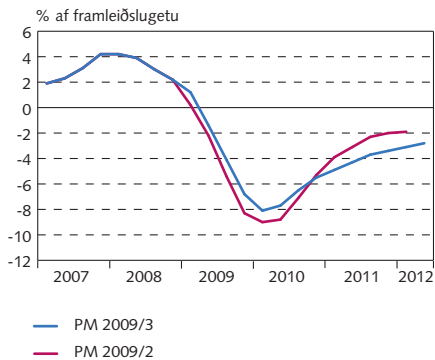
Hagvöxtur - samanburður við PM 2009/2



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Framleiðsluspenna -
samanburður við PM 2009/2



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Horfur á minni framleiðslulaka á þessu ári

Ofangreind spá gefur til kynna að botni efnahagssamdráttarins verði náð á svipuðum tíma og spáð var í maí, en að batinn verði heldur hægari. Slakinn á þessu ári verður reyndar nokkru minni eða tæplega 7% í stað 8½%. Spánni um framleiðsluspennu verður þó að taka með fyrirvara, þar sem fjármálakreppan gerir mat á framleiðslulaka sérlega vandasamt. Þróun atvinnuleysis og upplýsingar um áætlanir fyrirtækja styðja þó matið.

Launakostnaður eykst meira en spáð var í maí

Vinnuafseftirspurn hélt áfram að dragast saman á öðrum fjórðungi ársins. Heildarvinnustundafjöldi dróst saman um 14% frá fyrra ári samkvæmt vinnuþéttun Hagstofu Íslands, bæði vegna fækkunar fólks við vinnu og styttri vinnutíma. Atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðar jókst einnig lítillega á öðrum fjórðungi ársins þótt dregið hafi úr skráðu atvinnuleysi frá því í apríl þegar það mældist 9,1%, en líklegt er að það skýrist að mestu af auknu eftirliti Vinnuálfstofnunar með atvinnuleysisráningum. Skráð atvinnuleysi mældist 8,1% í júní og var 8,6% á öðrum fjórðungi ársins, sem er í ágætu samræmi við spána í maí. Spáin nú gerir ráð fyrir heldur minna atvinnuleysi í ár, en vegna aukins samdráttar á næstu tveimur árum verður atvinnuleysi svipað á seinni hluta spátímans.

Endurskoðun kjarasamninga og stöðugleikasáttmáli aðila vinnuþéttunar og ríkisstjórnarinnar fela í sér nokkru meiri hækkun launakostnaðar en spáð var í maí. Munar þar mest um hækkun tryggisgjalds um 1,66% en einnig hækka laun meira í nóvember á þessu ári en áður var gert ráð fyrir.

Þörf á meira aðhaldi hjá hinu opinbera en spáð var í maí til að tryggja sjálfbærni opinberra fjármála

Eins og fjallað er um í maíhefti *Peningamála* er nauðsynlegt að grípa til umfangsmikilla aðgerða til að draga úr þeim mikla halla sem myndast hefur á rekstri hins opinbera í kjölfar efnahagshrunsins til að koma í veg fyrir að skuldsetning hins opinbera aukist óhóflega á næstu árum. Í maíspánni var gert ráð fyrir að sjálfbærni opinberra fjármála yrði tryggð með aðhaldsaðgerðum sem komu nokkurn veginn jafnt niður á tekju- og gjaldahlíð og að þær bæri nokkuð jafnt niður í rekstri, enda lá ekki fyrir nákvæm útfærsla á því hvernig stjórnvöld ætluðu að ná jöfnuði í rekstri hins opinbera.

Frá maíheftinu hafa stjórnvöld kynnt áætlun um ríkisfjármál fyrir næstu ár sem gerir ráð fyrir afgangi á frumjöfnuði þegar árið 2011 og afgangi á heildarjöfnuði árið 2013. Spá Seðlabankans gerir hins vegar ráð fyrir að markmið um afgang á rekstri hins opinbera náist ári síðar og munar þar mest um varfærnari forsendur um tekjuöflun af óbeintum sköttum en miðað er við í áætlun stjórnvalda.

Til að unnt verði að ná jöfnuði í rekstri hins opinbera þarf aðhald í rekstri á árunum 2009 til 2013 að vera samtals 200 ma.kr. sem er heldur meira aðhald en talið var þörf á í maí. Aðlögunarferillinn er þannig orðinn framhlaðnari og varir lengur. Nemur munurinn um 10 ma.kr. árið 2010 og um samtals 50 ma.kr. árin 2012 og 2013.²

2. Þessi ferill er í ágætu samræmi við aðlögun ríkisfjármála á hinum Norðurlöndunum í kjölfar bankahruns þar í upphafi tíunda áratugar síðustu aldar.

Samdráttur samneyslu er einnig talinn verða meiri en spáð var í maí og munar mest um aukinn samdrátt samneysluútgjalda sveitarfélaga, en fram hefur komið að fjárhagsstaða þeirra er enn verri en áður var talið. Önnur veigamikil breyting á forsendum um ríkisfjármál frá maíspánni er að nú er gert ráð fyrir að hækkun skatttekna nái einnig til óbeinna skatta. Gert er ráð fyrir að hún samsvari 0,4% af landsframleiðslu á næsta ári, 1,1% árið 2011, 1,0% árið 2012 og 0,6% árið 2013. Þessar hækkunar bætast við hækkun óbeinna skatta í júní og fyrirhugaða hækkun í haust.

Miðað við þessa spá verður afgangur á frumjöfnuði um 7% af landsframleiðslu árið 2014 sem gefur ríkissjóði nokkurt borð fyrir báru til að lækka skuldahlutfallið.³

Skuldir ríkissjóðs hækka mikið en verða ekki úr takti við stöðu fjölda annarra þjóða

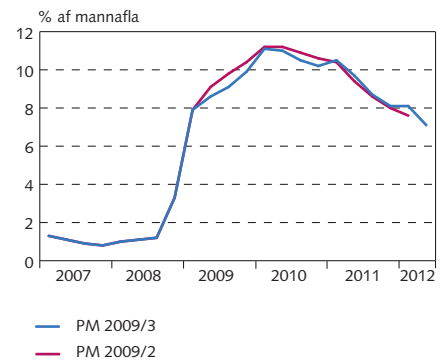
Samanburður á þróun skuldastöðu hins opinbera í mismunandi löndum setur skuldastöðu ríkissjóðs Íslands í alþjóðlegt samhengi. Ári fyrir hrun bankakerfisins námu eignir ríkisins umfram skuldir um 19% af landsframleiðslu, en heildarskuldir námu 41% af landsframleiðslu. Skatttekjur höfðu vaxið hratt árin á undan, samhliða miklum vexti efnahagssumsvifa. Samanburður við önnur lönd var því hagstæður, eins og sjá má á mynd 14. Í ár lítur út fyrir að heildarskuldir ríkisins standi í 165% af landsframleiðslu og staðan hafi því versnað um sem nemur ríflega einni landsframleiðslu. Miklar eignir koma þó á móti auknum skuldum og versnar hrein staða því ekki samsvarandi. Hrein staða versnar um 44 prósentur af landsframleiðslu og verður neikvæð um 25% af landsframleiðslu í ár. Hrein staða mun halda áfram að versna, meðal annars vegna hallarekstrar næstu árin, og vera í kringum 53% af landsframleiðslu árið 2014. Efnahagsreikningur ríkisins minnkar hins vegar á sama tíma og því verða heildarskuldir árið 2014 komnar niður í 142% af landsframleiðslu gangi áætlanir eftir. Þetta er vissulega hátt skuldahlutfall í alþjóðlegum samanburði, en ekki fordæmalaust.

Styttta í alþjóðlegan efnahagsbata en áður var talið

Samdráttur í þjóðarþúskað helstu viðskiptalanda Íslands mældist meiri á fyrsta ársfjórðungi en búist hafði verið við. Jafnframt lítur út fyrir að þróunin á öðrum fjórðungi hafi verið verri. Nýlegar spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) eru þó heldur bjartsýnni en áður um efnahagsbata, einkum í Bandaríkjunum og Asíu. Talið er að batinn verði seinna á ferðinni í Evrópu, einkum vegna áhrifa minni útflutnings til Austur- og Mið-Evrópu. Meginástæður bjartsýnna mats alþjóðastofnanna má rekja til jákvæðra áhrifa hvetjandi efnahagsaðgerða og betri birgðastöðu. Að auki hefur hlutabréfaverð hækkað ört, vaxtaálag á skuldabréfamörkuðum lækkað og útgáfa fyrirtækjabréfa aukist verulega. Þá eru vísendingar um að lækkun húsnæðisverðs vestanhafs hafi stöðvast. Atvinnuleysi hefur engu að síður haldið áfram að aukast víðast hvar.

Mynd 12

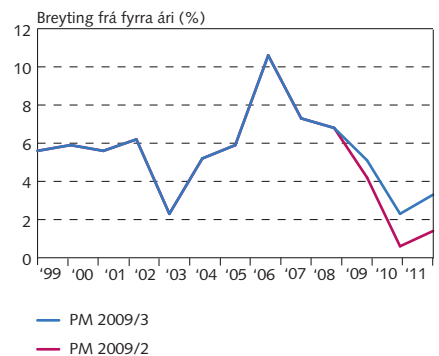
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2009/2



Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

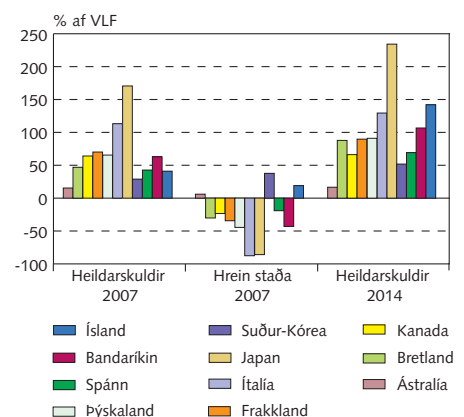
Launakostnaður á framleidda einingu 1999-2011¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2011.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Skuldir ríkissjóðs Íslands og annarra landa



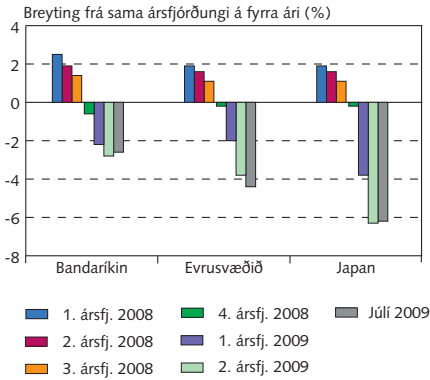
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD, Seðlabanki Íslands.

3. Ef langtíma vextir á skuldum ríkissjóðs eru t.d. 1 prósentu hærrí en langtíma hagvöxtur, standa eftir 6% af landsframleiðslu til að greiða niður skuldir sem hlutfall af landsframleiðslu. Þannig hefði ekki bara tekist að stöðva skuldaférfun heldur einnig að skapa forsendur fyrir því að geta greitt niður skuldir tiltölulega hratt og örugglega.

Mynd 15

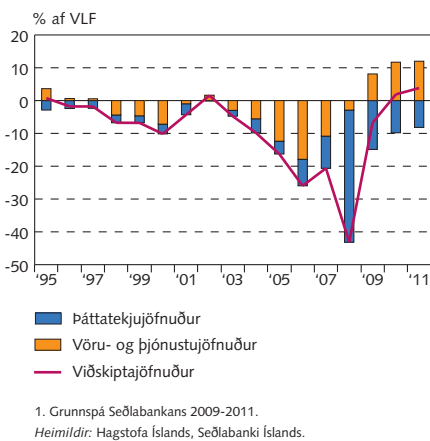
Hagvaxtarspár fyrir 2009

Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í (frá 1. ársfj. 2008)



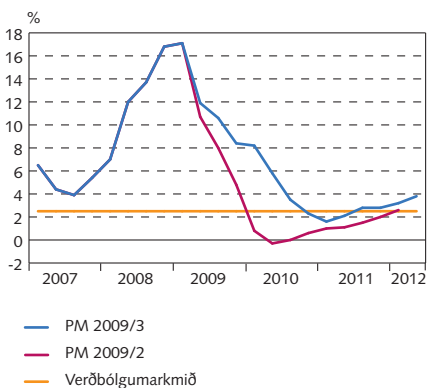
Mynd 16

Viðskiptajöfnuður 1995-2011¹



Mynd 17

Verðbólga - samanburður við PM 2009/2



Talið er hugsanlegt að efnahagsbati hefjist í Bandaríkjunum á þriðja fjórðungi ársins. Flestar spár gera þó ráð fyrir hægum bata, enda kann einkaneysla að dragast saman á ný þegar dregur úr áhrifum hvetjandi aðgerða hins opinbera. Verðbólguhorfur hafa hins vegar lítið breyst frá spánni sem birtist í *Peningamálum* í maí.

Horfur á meiri afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum á næstu tveimur árum ...

Horfur um alþjóðaviðskipti hafa verið endurskoðaðar í takt við breytingar á alþjóðlegum hagvaxtarhorfum. Útlit er fyrir að alþjóðaviðskipti hafi dregist meira saman á fyrri hluta þessa árs frá því sem gert var ráð fyrir í maíspánni, en að þau muni aukast fyrr og meira á seinni hluta ársins.

Nú er spáð að útflutningur utan stóriðju og sjávarafurða vaxi hraðar á næstu tveimur árum en áður var talið í takt við kröftugri bata alþjóðlegrar eftirspurnar og lægra raungengi. Hins vegar er spáð minni útflutningi sjávarafurða á þessu og næsta ári vegna niðurskurðar aflaheimilda og minni álutflutnings árið 2011 vegna fyrrnefndra tafa í stóriðjufjárfestingu. Á móti kemur að horfur um álverð hafa batnað frá maímánuði. Samdráttur innflutnings á þessu ári verður heldur minni en áður var spáð, í samræmi við þróun þjóðarútgjalda, en meiri á næsta ári vegna minni þjóðarútgjalda og lægra raungengis.

Horfur eru á að viðskiptakjör verði nokkru óhagstæðari á þessu ári en talið var í maí. Þróunin snýst hins vegar við á næstu tveimur árum. Spáð er minni afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum á þessu ári en nokkru meiri árin 2010-11, í takt við breytt mat á þróun viðskiptakjara.

Eins mikill afgangur á utanríkisviðskiptum og hér er spáð hefur tæpast mælst áður hér á landi. Afganginn verður hins vegar að skoða í ljósi samdráttar innlendrar eftirspurnar og horfa um mjög lágt raungengi á næstu árum, sem veldur því að eftirspurn beinist frá innfluttum vörum í innlendar afurðir í auknum mæli.

... og að viðskiptahallinn hverfi á næsta ári

Þrátt fyrir verulegan afgang á utanríkisviðskiptum er gert ráð fyrir að viðskiptahalli nemi líðlega 7% af landsframleiðslu í ár vegna mikils halla þáttatekna. Það er veruleg lækkun frá síðasta ári þegar viðskiptahallinn nam 43% af landsframleiðslu samkvæmt endurskoðuðum tölum. Það er mesti halli sem hefur mælst í nokkru landi. Á næsta ári er spáð jákvæðum viðskiptajöfnuði þegar afgangur á viðskiptum með vörur og þjónustu vegur þyngra en halli þáttatekna. Eins og vænta má er gert ráð fyrir viðvarandi halla á þáttatekujöfnuði allt spátímabilið.

Undirliggjandi verðbólga í samræmi við markmið á næsta ári

Eins og áður hefur verið rakið er útlit fyrir að verðbólga hjaðni hægar á næstu misserum en áður var talið. Gengi krónunnar hefur verið lægra en gert var ráð fyrir í fyrri spám, auk þess sem horfur eru á að framleiðslulaki verði heldur minni á þessu ári. Fyrrnefndar hækkanir óbeinna skatta valda því einnig að verðbólga samkvæmt neysluverðs-vísitölunni mun mælast meiri en spáð var áður en þær fyrirætlanir lágu fyrir. Þannig mun vísitalan hækka um tæplega 1 prósentu meira en

ella á þessu ári og um 2 prósentum meira árin 2010-11. Verðbólga á mælikvarða vísitölu neysluverðs verður því um tæplega 4% í lok spátímans en við markmið án áhrifa skattabreytinga.

Eðlilegt er að horfa framhjá fyrstu umferðar áhrifum slíkra breytinga við ákvarðanir í peningamálum. Án þessara skattaáhrifa er útlit fyrir að verðbólga verði í samræmi við markmið á fyrri hluta næsta árs og að verðbólguþrýstingur verði afar takmarkaður á næstu árum. Þótt útlit sé fyrir að launakostnaður hækki nokkru meira en gert var ráð fyrir í maí hefur töluverður framleiðslulaki þegar myndast og atvinnuleysi er meira en samræmist verðstöðugleika. Verðbólga mun því verða afar lítil um tíma og ekki er hægt að útiloka tímabundna verðhjöðnun á seinni hluta næsta árs og árið 2011. Þegar líða tekur á spátímabilið er hins vegar gert ráð fyrir að verðbólga verði farin að nálgast markmiðið á ný.

Þrátt fyrir að flestir undirliggjandi hvatar verðbólgu bendi til þess að hún hjaðni hratt á næstunni sýnir innlend og alþjóðleg reynsla að hún getur lifað sjálfstæðu lífi um langa hríð þótt verulegur slaki hafi myndast í þjóðarbúskapnum. Það á einkum við hafi hún verið mikil í aðdraganda samdráttarins og peningastefnan ekki veitt verðbólguvæntingum nægilega kjölfestu. Þetta getur gerst ef laun eða verð eru beint eða óbeint tengd við liðna verðbólgu, t.d. ef ákvæði í kjarasamningum kveða á um leiðréttingu kaupmáttar eða ef verð vöru eða þjónustu er uppfært í takt við liðna verðbólgu. Einnig getur ótti við frekari gengislækkun krónunnar haldið aftur af hjöðnun hennar. Það er því ekki sjálfgefið að verðbólga verði lítil á næstu misserum og til að tryggja það er nauðsynlegt að peningastefnan sé hæfilega aðhaldssöm.

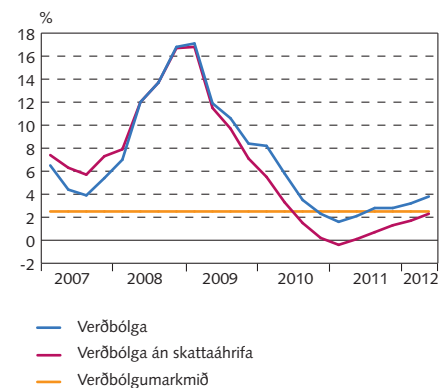
Efnahagsáætlun stjórnvalda miðar áfram

Sameiginlegri efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er ætlað að tryggja gengisstöðugleika, sjálfbæra skuldastöðu þjóðarbúsins og endurreisn lífvænlegs fjármálakerfis í kjölfar bankahrunsins. Vinnu á öllum þessum sviðum hefur miðað áfram undanfarna mánuði. Eins og nefnt var hér að framan hefur verið gripið til aðgerða í ríkisfjármálum fyrir þetta ár og skýrsla um jöfnuð í ríkisfjármálum á árunum 2009-13 verið lögð fram. Hvort tveggja er til þess fallið að skapa aukið traust á að hinu opinbera takist að draga úr hallarekstri og tryggja sjálfbærni opinberra fjármála þrátt fyrir verulega ágiöf vegna hrunsins. Seðlabankinn hefur lagt mat á skuldastöðu ríkisins og þjóðarbúsins í heild sinni þar sem tekið er tillit til áætlaðs kostnaðar vegna endurreisnar fjármálakerfisins, lántöku til eflingar gjaldreyrsvaforða og endurgreiðslu innstæðutrygginga í samræmi við Icesave-samningana, auk áhrifa efnahagssamdráttar á tekjur og gjöld hins opinbera. Samkvæmt matinu er hægt að tryggja að skuldir þjóðarbúsins verði sjálfbærar með skynsamlegri hagstjórn og lánveitingum frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og öðrum ríkjum.

Þá er verið að leggja lokahönd á endurskipulagningu bankanna og endurfjármögnun þeirra, en það er mikilvægur áfangi í endurreisn fjármálakerfisins. Vinna við grundvallarendurskipulagningu innlends fjármálakerfis stendur yfir, sem er ætlað að tryggja að stofnanaumgjörð endurreists bankakerfis verði traustari en þess sem hrundi sl.

Mynd 18

Verðbólga með og án áhrifa óbeinna skatta



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

haust. Loks liggur fyrir samþykkt áætlun um afnám gjaldeyrishafta sem ætlað er að tryggja að stöðugleika krónunnar verði ekki stefnt í tvísýnu. Allar þessar aðgerðir, sem miða að gengisstöðugleika, sjálfbærni skulda og endurreisn fjármálakerfisins, eru innbyrðis háðar. Áframhaldandi lækkun vaxta og afnám gjaldeyrishafta ræðst því af framgangi á mörgum sviðum efnahagsáætlunarinnar.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2009/3

 Tafla 1 Þjóðhagsspá¹

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
		Spá				
	2007	2008	2009	2010	2011	
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar						
Einkaneysla	754,6	5,6 (5,6)	-7,7 (-7,7)	-19,7 (-23,5)	-4,4 (-2,1)	0,7 (2,9)
Samneysla	316,8	4,2 (4,2)	2,8 (2,8)	-2,3 (-2,7)	-5,9 (-4,5)	-4,7 (-3,9)
Fjármunamyndun	364,5	-12,8 (-12,8)	-21,8 (-21,8)	-48,4 (-44,8)	5,7 (12,8)	5,5 (4,9)
Atvinnuvegafjárfesting	219,2	-24,5 (-24,5)	-27,2 (-27,2)	-50,5 (-44,5)	28,4 (35,5)	9,3 (8,0)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	90,6	13,2 (13,2)	-23,1 (-23,1)	-47,3 (-42,8)	-14,2 (-18,5)	7,6 (7,8)
Fjárfesting hins opinbera	54,7	19,2 (19,2)	1,6 (1,6)	-42,5 (-47,8)	-35,6 (-25,6)	-18,5 (-18,5)
Þjóðarútgjöld	1.442,5	-0,6 (-0,6)	-9,3 (-9,3)	-21,5 (-23,5)	-4,0 (-0,3)	0,1 (1,4)
Útflutningur vöru og þjónustu	449,7	17,7 (17,7)	7,1 (7,1)	-1,8 (-3,0)	0,4 (0,7)	2,7 (2,1)
Innflutningur vöru og þjónustu	590,9	-1,0 (-1,0)	-18,0 (-18,0)	-33,0 (-35,6)	-5,5 (2,9)	1,2 (-1,4)
Verg landsframleiðsla	1.301,4	5,5 (5,5)	0,3 (0,3)	-9,1 (-11,0)	-2,2 (-0,8)	0,9 (2,5)
Aðrar lykilstærðir						
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)		-10,8 (-10,8)	-2,9 (-2,9)	8,1 (10,8)	11,7 (9,5)	12,0 (10,3)
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-20,6 (-16,1)	-43,1 (-34,6)	-6,8 (-1,8)	1,9 (-0,5)	3,8 (2,0)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		4,2 (4,2)	2,2 (2,2)	-6,8 (-8,3)	-5,5 (-5,3)	-3,4 (-2,0)
Launakostnaður á framleidda einingu (br. milli ársmeðaltala)		7,3 (7,3)	6,8 (6,8)	5,1 (4,2)	2,3 (0,6)	3,3 (1,4)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)		8,1 (8,1)	-7,5 (-7,5)	-19,9 (-15,6)	-7,4 (-0,1)	1,4 (0,8)
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,0 (1,0)	1,6 (1,6)	8,9 (9,3)	10,7 (11,0)	9,2 (9,1)
Gengi krónu gagnvart evru		87,4 (87,4)	127,0 (127,0)	169,2 (158,2)	168,9 (150,7)	159,8 (145,4)

 1. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamálum* 2009/2.

 Tafla 2 Verðbólguþáttar (%)²

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma ári áður)	Verðbólga án skattaáhrifa (br. frá sama tíma ári áður)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
<i>Mæld gildi</i>			
2008:1	7,0 (7,0)	7,9 (7,9)	8,2 (8,2)
2008:2	12,0 (12,0)	12,0 (12,0)	27,0 (27,0)
2008:3	13,7 (13,7)	13,7 (13,7)	12,1 (12,1)
2008:4	16,8 (16,8)	16,7 (16,7)	20,5 (20,5)
2009:1	17,1 (17,1)	16,8 (16,8)	9,6 (9,6)
2009:2	11,9 (10,7)	11,5 (10,4)	5,9 (1,4)
<i>Spáð gildi</i>			
2009:3	10,6 (8,0)	9,7 (7,7)	7,0 (1,7)
2009:4	8,4 (4,8)	7,1 (4,6)	11,2 (6,9)
2010:1	8,2 (0,8)	5,5 (0,8)	8,6 (-6,4)
2010:2	5,8 (-0,3)	3,3 (-0,3)	-3,0 (-3,1)
2010:3	3,5 (0,0)	1,5 (0,0)	-2,0 (2,9)
2010:4	2,3 (0,6)	0,2 (0,6)	5,8 (9,5)
2011:1	1,6 (1,0)	-0,4 (1,0)	5,8 (-4,8)
2011:2	2,1 (1,1)	0,1 (1,1)	-0,9 (-2,4)
2011:3	2,8 (1,5)	0,7 (1,5)	0,5 (4,2)
2011:4	2,8 (2,0)	1,3 (2,0)	6,1 (11,9)
2012:1	3,2 (2,6)	1,7 (2,6)	7,4 (-2,6)
2012:2	3,8	2,3	1,3
Ársmeðaltal	Verðbólga	Verðbólga án skattaáhrifa	
2008	12,4 (12,4)	12,6 (12,6)	
2009	11,8 (9,9)	11,1 (9,6)	
2010	4,9 (0,3)	2,6 (0,3)	
2011	2,3 (1,4)	0,4 (1,4)	

 2. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamálum* 2009/2.