



PENINGAMÁL

2007 • 2

Efnisyfirlit

- 3 *Stefnuyfirlýsing bankastjórnar Seðlabanka Íslands*
Stýrivextir Seðlabanka Íslands óbreyttir
- 5 *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum*
Hægari hjöðnun verðbólgu tefur lækkun stýrivaxta
Rammagreinar:
Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum 23
Mat á undirliggjandi verðbólgu 32
Breytingar á grunnsþá frá Peningamálum 2007/1 38
Frávíksdæmi 40
Viðauki 1:
Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2007/2 43
Viðauki 2:
Ný verðbólguþáttar 44
- 49 *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans*
Krónan styrkist og hlutabréf hækka í verði
- 53 *Erlend staða þjóðarbúsins og þáttatekjur*
Daníel Svavarsson og Pétur Örn Sigurðsson
- 75 *Peningastefnan og stjórnþæki hennar*
- 79 *Annáll efnahags- og peningamála*
- 81 *Tölfræðihorn*
Þróun lána til heimila frá árinu 2004 til 2007
- 83 *Tölur og myndir*

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 trúverðugar peningastefnu. Með útgáfu ársþriðjungsrítsins *Peningamála* leitast Seðlabankinn við að uppfylla þau skilyrði.

Í ritinu birtist ítarleg greining á framvindu og horfum í efnahagsmálum sem vaxtaákvörðanir bankastjórnar Seðlabankans byggjast á. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Umgjörð peningastefnunnar, framkvæmd hennar og stjórnþækjum er nánar lýst í kaflanum Peningastefnan og stjórnþæki hennar á bls. 75-77 í þessu hefti *Peningamála*.

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbréf: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Ritnefnd: Arnór Sighvatsson, formaður

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Tryggvi Pálsson

Jónas Þórðarson

Rannveig Sigurðardóttir

Helga Guðmundsdóttir

Bernard Scudder

30. rit. Júlí 2007

Skóðanir sem fram koma í höfundarmerktum greinum eru höfunda og þurfa ekki að endurspegla stefnu Seðlabanka Íslands.

Prentun og bókband: Íslandsprent hf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

ISSN 1605-9468

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.

Stýrivextir Seðlabanka Íslands óbreyttir

Bankastjórn Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að stýrivextir bankans skuli vera óbreyttir, þ.e. 13,3%.¹ Verðbólga hefur hjaðnað hægar en gert var ráð fyrir í spá bankans í mars sl. þótt gengi krónunnar hafi hækkað meira en reiknað var með. Verðbólga mælist nú 4% en áætluð undirliggjandi verðbólga um 6%. Verðbólguhorfur til næsta árs hafa versnað síðan í mars og útlit er fyrir að verðbólguþróun náist síðar jafnvel þótt stýrivöxtum verði haldið óbreyttum lengur en reiknað var með. Spáin nú bendir til að ekki verði unnt að lækka stýrivexti fyrir en á fyrri helmingi næsta árs eigi viðunandi horfur að vera á að verðbólga verði við markmið á því ári og að það náist að fullu snemma árs 2009. Um stýrivaxtaferillinn í grunnspánni gildir sem fyrir að hann felur ekki í sér yfirlýsingu eða fyrirheit bankastjórnar. Hann er hins vegar þýðingarmikil vísbending um hverjir stýrivextirnir þurfa að vera að öðru óbreyttu til þess að verðbólguþróun náist á spátímanum.

Sú ákvörðun bankastjórnar að halda stýrivöxtum óbreyttum þrátt fyrir verri verðbólguhorfur tekur mið af tvennu. Annars vegar eru raunstýrivextir orðnir háir og hafa haft vaxandi áhrif á ávöxtun bæði óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa. Stefnuyfirlýsing bankastjórnar og stýrivaxtaferillinn sem birtust í síðasta hefti *Peningamála* virðast því hafa haft tilætluð áhrif. Gengi krónunnar hefur einnig hækkað umfram spár síðan í mars. Núverandi stýrivextir veita umtalsvert aðhald gagnvart verðbólguþróun. Hins vegar hefur verið meiri spennan í efnahagslífinu í ár en búist var við. Þótt þjóðhagsreikningar fyrir fyrsta fjórðung ársins virðist benda til þess að dregið hafi úr vexti innlendrar eftirspurnar hníga flestir aðrir hagvísar í aðra átt. Gildir þá einu hvort lítið er til vinnumarkaðar, fasteignamarkaðar, hlutabréfamarkaðar, væntinga- og viðhorfsvísitalna, útlána, veltu í smásöluverslun, greiðslukortaveltu eða undirliggjandi verðbólgu. Hvarvetna blasir við mikill og jafnvel aukinn vöxtur. Þétt aðhald verður því að standa lengur en áður var reiknað með.

Frávíksdæmi og áhættumat sýna að líklegra er að verðbólga verði meiri en grunnspáin sýnir en að hún verði minni. Sem fyrir er gengi krónunnar stærsti áhættuþátturinn. Vegna mikillar eftirspurnar í þjóðfélaginu hefur hækkan þess undanfarna mánuði ekki skilað sér í hjöðun verðbólgu. Raungengi krónunnar er á ný orðið mjög hátt og felur í sér auknar líkur á gengislækkun þegar fram líða stundir. Tillit er tekið til þessarar áhættu í grunnspánni og áhættumati. Heimilin sækjast nú mjög eftir lánnum sem bundin eru gengi lágvaxtagjaldmiðla. Hætta er á að þau vanmeti áhættuna sem í þeim felst. Viðskiptahalli var mun minni á fyrsta fjórðung ársins en búist var við, en að teknu tilliti til

1. Stýrivextir Seðlabankans eru nú settir fram sem nafnvextir í stað ávöxtunar áður; 13,3% nafnvextir samsvara 14,25% ársávöxtun reglulegra veðlána Seðlabankans. Breytingin var skýrð í fréttum bankans nr. 9/2007 frá 16. maí 2007 og nr. 13/2007 frá 18. júní 2007.

óreglulegra þátta er enn langur vegur að sjálfbærri stöðu. Hækkun á gengi krónunnar undanfarna mánuði hefur verið í takti við gengisþróun annarra hávaxtagjaldmiðla. Gengi hennar er því næmt fyrir breytingum skilyrða á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Seðlabankinn reynir ekki að stýra gengi krónunnar. Hann getur hins vegar þurft að bregðast við áhrifum gengisbreytinga á verðbólgu og verðbólguvæntingar.

Í spánni sem birt er í *Peningamálum* nú verður verðbólga mjög nálægt markmiði á síðari helmingi næsta árs og markmiðið næst fyrir mitt ár 2009. Sökum tafa í miðlunarferlinu þyrfti umtalsvert hærra stýrivexti til þess að ná markmiðinu lítið eitt fyrr. Sá ávinningur svarar ekki kostnaði. Hins vegar mun bankastjórn grípa til aðgerða ef verðbólguhorfur versna marktækt frá því sem reiknað er með í grunnspánni nú. Að sama skapi mun bankastjórn bregðast við ef horfur batna frá því sem hér er lýst. Strangt aðhald í fjármálum hins opinbera dregur ótvírátt úr líkum á að verðbólguhorfur versni. Í ljósi þess að mikil spenna virðist enn í þjóðarbúskapnum yrði afar óheppilegt að slaka á aðhaldi í opinberum fjármálum nú. Aukið aðhald að útgjöldum flýtir því að unnt verði að lækka vexti. Breytingar á stöðu og útlánastefnu Íbúðalánasjóðs hafa áhrif í sömu átt. Lækkun lánshlutfalls sjóðsins sem tilkynnt var 3. júlí sl. er mikilvægt fyrsta skref.

Meðal forsendna í grunnspá bankans er 17% niðurskurður á þorskkvóta. Ákvörðun um hann hefur ekki verið tekin en áhrif hennar og tengdra ráðstafana verða metin við síðari ákvarðanir bankastjórnar um vexti.

Næsta ákvörðun bankastjórnar Seðlabanka Íslands um stýrivexti verður tilkynnt 6. september n.k.

Hægari hjöðnun verðbólgu tefur lækkun stýrivaxta

Verðbólga hefur hjaðnað hægar en Seðlabanki Íslands spáði í lok mars þótt gengi krónunnar hafi verið hærra en reiknað var með þá. Undirliggjandi verðbólga, þ.e.a.s. að fráöldum áhrifum sveiflukendra þátta, verðbreytinga opinberrar þjónustu, skattabreytinga og vaxta, hefur minnkað mun minna en verðbólga samkvæmt breytingu vísitölu neysluverðs undanfarið ár. Í júníbyrjun er áætlað að undirliggjandi verðbólga hafi verið rúmlega 6% en mæld verðbólga var 4%. Vísbendingar um eftirspurn eru einnig vandtúlkaðar um þessar mundir, m.a. vegna óreglu sem tengist sterkum grunnáhrifum af völdum gengisbreytinga fyrir ári. Þrátt fyrir aðhaldssama peningastefnu virðast umsvif í efnahagslífinu hafa vaxið á ný undanfarna mánuði. Eftir lítils háttar samdrátt einkaneyslu á fyrsta fjórðungi ársins samkvæmt þjóðhagsreikningum virðist hún hafa tekið við sér á öðrum ársfjórðungi. Hraður vöxtur atvinnu bendir einnig til þess að umsvifin á fyrsta fjórðungi ársins kunni að hafa verið meiri en fyrstu tölur gefa til kynna. Uppsveifla hefur einnig verið á fasteignamarkaði, enda hafa bæði kaupmáttur og framboð lánsfjár aukist verulega undanfarna mánuði. Alþjóðleg skilyrði hafa verið hagfelld og stuðlað að hækkun hávaxtagjaldmiðla. Raungengi krónunnar er orðið afar hátt, einkum ef miðað er við vinnuafllskostnað á framleidda einingu. Því eru vaxandi líkur á að gengið lækki til lengri tíma litið, einnig í ljósi mikils viðskiptahalla. Þótt hallinn á fyrsta fjórðungi ársins hafi verið mun minni en reiknað var með virðist ólíklegt að á árinu í heild verði hann miklu minni en spáð var í mars. Erfitt er þó að ráða í undirliggjandi þróun viðskiptajafnaðar vegna mikillar óvissu um þáttatekjur. Verðbólguhorfur til næsta árs hafa versnað nokkuð frá síðustu spá Seðlabankans. Til þess að verðbólguþröskulmiðni náist innan viðunandi tíma virðist nú þurfa að halda stýrivöxtum óbreyttum lengur en talið var í mars.

I Verðbólguhorfur og stefnan í peningamálum

Í júníbyrjun var verðbólgan 4%, eftir hjöðnun undanfarna mánuði. Hjöðnunin er hins vegar að töluverðu leyti til komin vegna áhrifa skattabreytinga og annarra tímabundinna þátta sem eðlilegt er að horfa framhjá við ákvarðanir í peningamálum. Undirliggjandi verðbólga er því töluvert meiri, eða rúmlega 6%. Þetta er mikil verðbólga í ljósi þess að gengi krónunnar hefur hækkað talsvert undanfarna mánuði og töluvert meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans. Horfur eru á að næsta árið verði verðbólga áfram meiri en spáð var í mars miðað við þann stýrivaxtaferil sem þá var gert ráð fyrir. Að því tilskildu að stýrivöxtum verði haldið háum lengur en reiknað var með í marsspánni eru verðbólguhorfur til lengri tíma þó áþekkar og í fyrri spá, eins og nánar verður lýst hér á eftir.

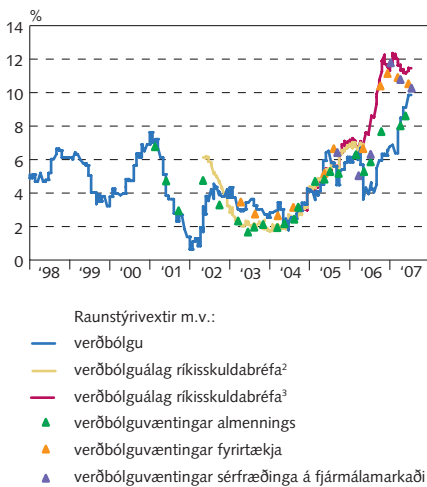
Aðlögun að jafnvægi mun tefjast enn um sinn

Vandasamt er að túlka nýlegar efnahagsvísbendingar. Samkvæmt niðurstöðum þjóðhagsreikninga var hagvöxtur enginn á fyrsta fjórðungi ársins þrátt fyrir drjúgan vöxt útflutnings. Einkaneysla og einkum fjármunamyndun drógust saman. Þessar niðurstöður eru hins vegar að töluverðu leyti afleiðing sveiflukendra þátta, t.d. flugvélaviðskipta. Einnig verður að skoða tölur um fyrsta ársfjórðung í ljósi sterkra grunnáhrifa, þ.e.a.s. gríðarlegs vaxtar á sama tíma fyrir ári. Þá hafði einkaneysla aukist um 11,5% frá fyrra ári og fjármunamyndun um

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 3. júlí 2007, en spár byggjast á upplýsingum til 19. júní.

Mynd I-1
Raunstyrivextir¹

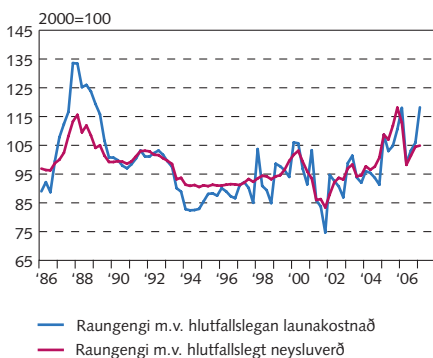
Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 3. júlí 2007



1. Stýrivöxtum hefur verið umbreytt í ávöxtun. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001. 3. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF150914. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2
Raungengi

1. ársfj. 1986 - 1. ársfj. 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

36%. Í langtímasamhengi er innlend eftirspurn því enn firnasterk. Þá er mikilvægt að túlka niðurstöður þjóðhagsreikninga með hliðsjón af öðrum vísbendingum, t.d. þróun á vinnu- og húsnæðismarkaði, sem benda til meiri vaxtar eftirspurnar og að hann hafi aukist á öðrum fjórðungi ársins. Launaskrið virðist einnig fara vaxandi þrátt fyrir mikið innstreymi erlends vinnuafis. Þá er hæg hjöðnun verðbólgu undanfarna mánuði þrátt fyrir hækkandi gengi krónu vísbending um sterka eftirspurn og jafnvel að hún hafi verið meiri á síðasta ári en bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands sýna.

Samkvæmt ofangreindu virðist flest benda til þess að aðlögun að jafnvægi muni tefjast enn um sinn. Spurningin er hvort þróunin undanfarna mánuði skýrist af tímabundnum þáttum, t.d. kosningunum í vor og aðstæðum á alþjóðamörkuðum, eða hvort um varanlegri þróun sé að ræða, sem óhjákvæmilegt er að peningastefnan bregðist kröftuglega við. Ekki er tímabært að fullyrða að um varanlega breytingu sé að ræða, en full ástæða er til að vera á varðbergi gagnvart þessari þróun og meta gaumgæfilega hvort núverandi aðhald peningastefnunnar sé fullnægjandi.

Penningastefnan er aðhaldssöm en ekki eins og reiknað var með í mars

Raunstyrivextir eru háir á alla mælikvarða. Verðbólguvæntingar hafa þó vaxið að undanfögnu nema hjá heimilunum. Þróunin endurspeglar meiri verðbólgu sl. mánuði en vænst var. Auknar verðbólguvæntingar fela í sér að raunstyrivextir hafa verið lægri en reiknað var með í síðasta hefti *Penningamála*. Verðbólguvæntingar heimila, sem voru afar miklar fyrir, hafa þó minnkað nokkuð. Almennt hefur miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið verið nokkuð greið síðustu mánuði. Ávöxtun skuldabréfa til miðlungslangs tíma hefur hækkað verulega frá útgáfu *Penningamála* í mars. Líklegt er að þar gæti áhrifa þess að í mars hóf Seðlabankinn að birta vaxtaferil sem sérfræðingar bankans telja tryggja að verðbólguþætti náist innan viðunandi tíma. Áhrifa hærri erlendra vaxta gæti þó líklega einnig. Vextir verðtryggðra útlána bankanna hafa einnig hækkað, en íbúðalánasjóður hefur að miklu leyti komist hjá vaxtahækkun með því að fjármagna útlán sín með útgáfu skuldabréfa nánast eingöngu í lengsta flokki íbúðabréfa. Bankarnir hafa mætt versnandi samkeppnisstöðu gagnvart íbúðalánasjóði með aukinni áherslu á gengistryggð útlán. Stór hluti þessara útlána hefur verið í lágvaxtagjaldmiðlum, einkum japönskum jennum og svissneskum frönkum. Heimilin og fyrirtækin hafa því tímabundið komist hjá því aðhaldi sem felst í háum skammtímavöxtum, en á kostnað aukinnar vaxta- og gengisáhættu.

Gengi krónunnar og annarra hávaxtagjaldmiðla hefur verið afar sterkt undanfarna mánuði og vextir í gjaldmiðlum sem vinsælir eru til lántöku um þessar mundir eru óvenju lágir. Gjaldmiðlaáhætta að viðbættri vaxtaáhættu sem láni með breytilegum vöxtum fylgir er því mikil. Greiðslubyrði slíkra lána gæti hæglega tvöfaldast, ef tekið er mið af sögulegri reynslu. Líklegt er að einhver hluti lántakenda vanmeti þá áhættu sem fólgin er í breytilegum vöxtum í gjaldmiðlum sem standa lágt og bera óvenju lága vexti á sama tíma og raungengi krónunnar er að öllum líkindum umtalsvert hærra en samrýmist langtíma jafnvægi og

umtalsverð yfirkot gengis eru möguleg. Aukin hlutdeild lána í erlendum gjaldmiðlum vinnur gegn aðhaldi peningastefnunnar til skamms tíma og getur magnað útlánasamdrátt þegar í baksegin slær.

Birting stýrivaxtaferils hefur skilað árangri

Í þessu hefti *Peningamála* birtir Seðlabankinn í annað skipti þjóðhags- og verðbólguþáttir sem byggjast á stýrivaxtaferli sem sérfræðingar bankans telja samrýmast verðbólguþáttinum. Ferillinn er valinn með hliðsjón af því markmiði að verðbólga verði sem næst 2½% innan ásettans tíma og haldist stöðug í nánd við verðbólguþáttinn eftir það. Stýrivaxtaferillinn er birtur með óvissubili til að undirstrika óvissuna sem umlykur spána og lögd er áhersla á að hann breytist eftir því sem nýjar upplýsingar verða tiltækar um framvindu efnahagsmála.

Birting stýrivaxtaferils í mars virðist sem fyrr segir hafa haft veruleg áhrif á væntingar markaðsaðila til peningastefnunnar. Væntingar markaðs- og greiningaraðila hafa færst mun nær stýrivaxtaferli marsþáttarinnar en þær voru fyrir birtingu hennar (sjá mynd III-2 á bls. 15). Aukið gagnsæi hefur því styrkt miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið eins og stefnt var að.

Hægari hjöðnun verðbólgunnar á þessu ári og aðhaldssamari stýrivaxtaferill

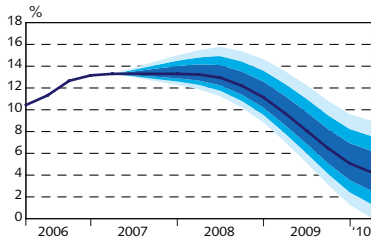
Þegar Seðlabankinn mat verðbólguhorfurnar í mars sl. var niðurstaðan sú að stýrivextir bankans, sem höfðu verið 13,3% (nafnvextir eins og

Mynd I-3

Grunnspá í *Peningamálum* 2007/2

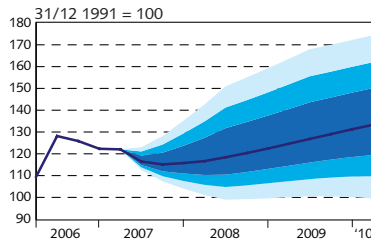
Spátímabil 2. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010

Mynd I-3a
Stýrivextir



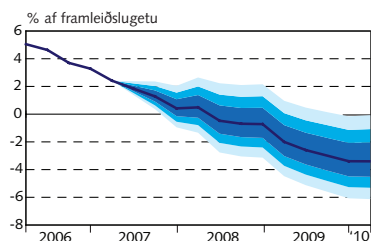
— Stýrivextir

Mynd I-3b
Gengisvísitala



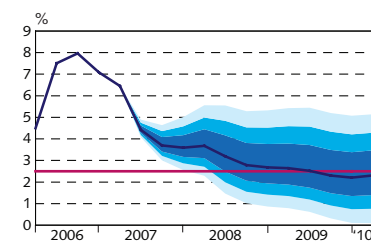
— Gengisvísitala

Mynd I-3c
Framleiðsluspenna



— Framleiðsluspenna

Mynd I-3d
Verðbólga

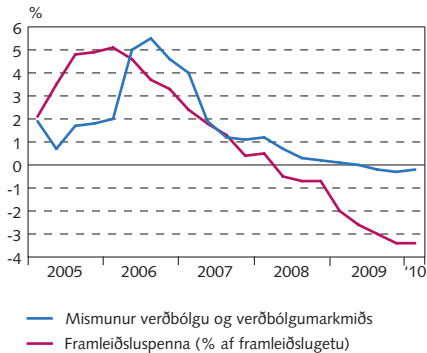


— Verðbólga — Verðbólguþáttur

■ 50% óvissubil ■ 75% óvissubil ■ 90% óvissubil

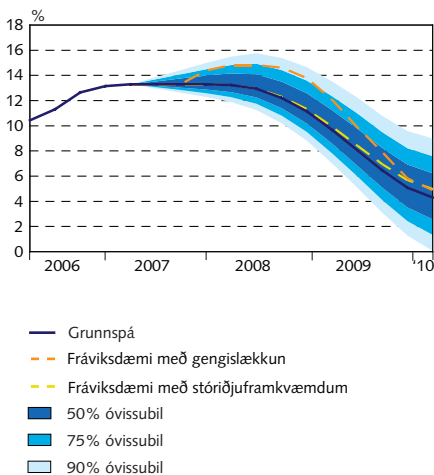
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Frávik verðbólgu frá markmiði
og framleiðsluspenna



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Stýrivextir - fráviksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

nú er miðað við; samsvarar 14,25% ávöxtun á ári sem tilgreind var í vaxtatilkynningum bankans þar til í júní sl.) frá desember sl. samrýmdust því að ná verðbólgu markmiðinu á þessu ári, eða á næsta ári að áhrifum skattabreytinga frátöldum. Nú virðist einsýnt að þetta gerist ekki jafn hratt og þá var talið.

Meginniðurstöður eru dregnar saman í mynd I-3. Hún sýnir að til þess að ná verðbólgu markmiðinu innan ásættalegs tíma og tryggja að verðbólga haldist í nánd við markmiðið eftir það þarf stýrivaxtaferillinn að vera nokkru aðhaldssamari en talið var í mars. Það getur gerst með því að hækka vextina yfir allt tímabilið eða halda vöxtunum háum lengur en reiknað var með í mars. Þrátt fyrir þetta eru horfur á að verðbólga verði töluvert meiri næsta árið en þá var spáð. Þá voru taldar horfur á að verðbólgu markmiðið næðist á þriðja fjórðungi ársins miðað við mælda verðbólgu, en nú virðast hverfandi líkur á að það gerist á þessu ári. Til þess þyrfti a.m.k. að hækka vexti mjög mikið, því reikna má með að eitt til tvö ár geti liðið frá stýrivaxtabreytingu þar til að áhrif hennar hafa komið fram að mestu leyti. Með því að halda stýrivöxtum háum lengur en gert var ráð fyrir í mars eru nú horfur á að verðbólga verði í nánd við markmiðið undir lok næsta árs. Gildir þá einu hvort miðað er við verðbólgu að frádregnum skattaáhrifum eða mælda verðbólgu.

Meginástæður þess að gert er ráð fyrir meiri verðbólgu næstu mánuði en í síðustu spá liggja í verulegri uppsveiflu á íbúðamarkaði. Hún er helsta ástæða þess að verðbólga er nú meiri í upphafi spátímans en í mars og dregið hefur úr líkum á því að húsnæðisverð lækki á næstu misserum. Á móti kemur að gengi krónunnar er sterkara en reiknað var með í mars. Þótt áhrif þess á verðlag hafi verið minni en ætla mætti mun það halda aftur af verðlagshækkunum næstu mánuði, jafnvel þótt gengið lækki lítils háttar á ný. Til lengri tíma felur hátt raungengi nú hins vegar í sér auknar líkur á að gengið lækki hraðar en reiknað var með í mars. Minnkandi vaxtamunur við útlönd eftir vaxtahækkunir erlendis stuðlar að hinu sama. Þetta tvennt endurspeglast í nokkru brattari gengisferli nú en í síðustu spá.

Vegna þess að verðbólga í upphafi er meiri, verðbólguhorfur og -væntingar lakari framan af spátímanum, raunvextir því lægri og lækkun gengis hraðari en spáð var síðast þarf hærri stýrivexti til þess að ná fram nægum slaka, sem vegur á móti þessum áhrifum. Það gerist í spánni með því að seinka lækkun stýrivaxta miðað við það sem reiknað var með í mars. Eigi að síður dregst innlend eftirspurn minna saman en í fyrri spá m.a. vegna þess að raunvextir verða lægri framan af og aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi á sér í meira mæli stað í gegnum gengi krónunnar og utanríkisviðskipti.

Áfram líklegra að verðbólga verði umfram spá

Í kafla IX er fjallað um óvissuþætti verðbólgu spárinnar. Eins og í mars er talið líklegra að verðbólguþrýstingur verði meiri en felst í grunnspánni en að hann verði minni. Það myndi krefjast aðhaldssamari peningastefnu en felst í grunnferlinum. Stærstu óvissuþættirnir eru hinir sömu og fyrr, þ.e.a.s. gengisþróunin og hugsanlegar stórframkvæmdir, sem endurspeglast í tveimur fráviksdæmum (sjá myndir I-5 og I-6). Í öðru dæminu er reiknað með samsvarandi gengislækkun og

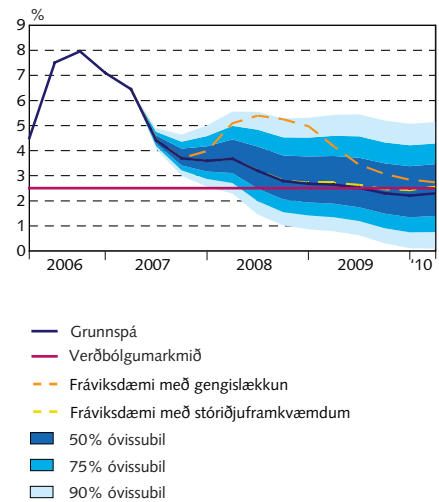
gert var í mars, en þó ársfjórðungi síðar. Í hinu er reiknað með framkvæmdum Century Aluminium í Helguvík, en í fráviksdæminu í mars var einnig reiknað með framkvæmdum Alcan í Straumsvík. Áhrifin eru því töluvert minni. Þessi fráviksdæmi endurspeglast í óvissurófi verðbólgu-, gengis-, spennu- og vaxtaferlanna. Einkum gæti til muna óhagstæðari gengispróun leitt til þess að óhjákvæmilegt yrði að hækka vexti frekar og halda þeim lengur háum. Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* getur krónan verið afar næm fyrir breyttum horfum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Erlendir skuldabréfavextir hafa hækkað töluvert að undanfögnu, en án þess að það hafi skilað sér í lækkun gengis krónunnar, enn sem komið er. Það styður við krónuna að innlendir skammtímvaxtir eru með því hæsta sem gerist í heiminum.

Mikil og langvarandi frávik geta grafið undan trausti á peningastefnunni

Markmið Seðlabanka Íslands er að verðbólga, reiknuð sem hækkan vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, sé að jafnaði því sem næst 2½%. Markmiðið er sveigjanlegt að því leyti að ekki er reiknað með því að Seðlabankinn geti ávallt haldið verðbólgu við markmiðið, en bankanum ber að sjá til þess að frávik verði hvorki kerfisbundin né langvarandi. Seðlabankanum er í sjálfsvald sett hvernig hann túlkar og bregst við frávikum, en ríkar kröfur eru gerðar um gagnsæi í framkvæmd peningastefnunnar og að bankinn haldi fast við markmiðið til lengri tíma litið.

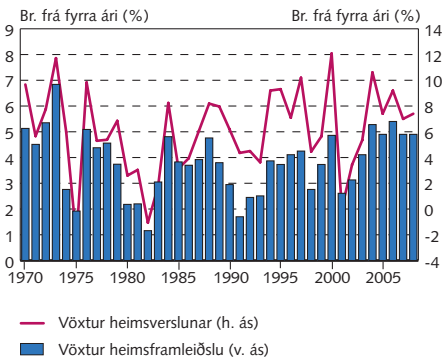
Verðbólga hefur nú verið yfir markmiði frá maí 2004. Frá upp-töku verðbólgu markmiðsins í mars 2001 hefur verðbólga verið frá 1,5% til 9,4% og að meðaltali 4,7%. Jafn mikil og langvarandi frávik frá markmiði og verið hafa undanfarin þrjú ár grafa óhjákvæmilega undan trausti á peningastefnunni og leiða til þess að væntingar um þráláta verðbólgu festast í sessi. Því lengur sem þetta ástand varir, því brýnna verður að verðbólgan hjaðni sem fyrst varanlega að markmiði. Áréttað skal að verðbólga sem er að jafnaði í samræmi við markmið felur í sér að hún getur tímabundið ýmist verið yfir eða undir markmiði. Í grunnspánni sem hér er kynnt fer verðbólgan aðeins undir markmið síðla árs 2009. Frávikið verður þó mjög hóflegt og tímabundið. Í ljósi óvissuástandsins eru enn fremur verulegar líkur á að hærri stýri-vexti þurfi til að verðbólgan verði ekki yfir markmiði í lok spátímans. Í ljósi þrálátrar verðbólgu undanfarinna ára er hættan á að hún verði yfir markmiði mun alvarlegri en tímabundið undirskot. Seðlabankinn mun leggja höfuðáherslu á að verðbólga verði að jafnaði í grennd við markmiðið, jafnvel þótt tímabundin undir- og yfirskot geti orðið, t.d. af völdum gengissveiflna.

Mynd I-6
Verðbólga - fráviksdæmi



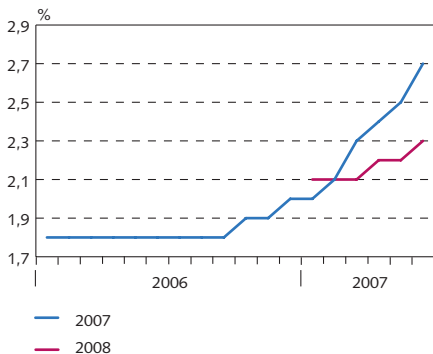
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-1
Alþjóðleg hagþróun 1970-2008¹
Heimsframleiðsla og heimsverslun



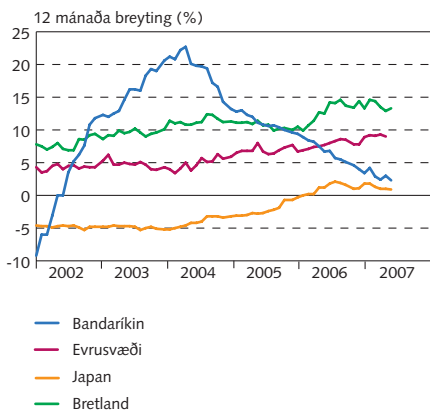
1. Tölur fyrir 2007 - 2008 byggjast á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-2
Hagvaxtarspár fyrir evrusvæðið
2007 og 2008¹



1. Tímáasinn sýnir mánuðinn sem spáin var gerð í.
Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd II-3
Útlánavöxtur innlánsstofnana



Heimild: Reuters EcoWin.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Horfur um þróun ytri skilyrða hafa lítið breyst frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Efnahagshorfunar eru þó að því leyti traustari að hagvöxturinn er dreifður á fleiri lönd en áður. Jafnframt hefur dregið nokkuð úr væntingum um að samdráttur á bandarískum húsnæðismarkaði breiðist til annarra geira og leiði að lokum til efnahagslæggðar víða um heim. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáði 4,9% hagvexti í heiminum fyrir árið 2007 í apríl sl. en nýjustu vísbendingar gefa til kynna að hann verði talsvert meiri. Hagvaxtarskeiðið sem nú hefur staðið yfir í fjögur ár samfleytt er hið mesta síðan snemma á áttunda áratugnum (sjá mynd II-1). Hætta á aukinni verðbólgu á heimsvísu virðist hafa aukist, m.a. í ljósi launaþróunar á evrusvæðinu, mikils framboðs lánsfjár og hækkunar olíuverðs. Erlendir vextir hafa af þeim sökum hækkað og munu líklega hækka nokkru hraðar en gert hefur verið ráð fyrir í fyrri spám. Vaxtabyrði af erlendum lánnum mun því aukast og minnkandi vaxtamunur gæti valdið þrýstingi á gengi krónunnar.

Hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu stöðugar

Árlegur hagvöxtur á evrusvæðinu á fyrsta ársfjórðungi 2007 var 3%, sem er 0,8 prósentum meiri vöxtur en á sama tímabili í fyrra. Vöxtur landsframleiðslunnar var einkum drifinn áfram af aukinni einkaneyslu, vexti ríkisútgjalda og stóru aukinni fjárfestingu. Hagvaxtarspár fyrir yfirstandandi ár hafa verið endurskoðaðar verulega upp á við undanfarna mánuði. Samkvæmt Consensus Forecasts (11. júní 2007) verður hagvöxtur 2,7% í ár, en á næsta ári dregur nokkuð úr honum á ný (sjá mynd II-2).

Þrátt fyrir hækkun stýrivaxta í mars og aftur í júní síðastliðnum getur peningastefna á evrusvæðinu vart talist aðhaldssöm. Vöxtur peningamagns (M3) (sjá mynd II-4) og útlána (sjá mynd II-3) hefur aukist það sem af er árinu. Atvinnuleysi minnkaði í apríl, sjötta mánuðinn í röð. Það hefur minnkað um 0,9 prósentur frá sama tíma í fyrra og er nú hið minnsta síðan samræmdar mælingar hófust árið 1993. Almenn verðbólga og kjarnaverðbólga hefur verið tiltölulega stöðug undanfarna mánuði, í kringum 1,9%. Minnkandi atvinnuleysi á undanförunum misserum gæti hins vegar leitt til aukins launaþrýstings sem gæti ýtt undir verðbólgu er fram í sækir.

Hagvöxtur í Bandaríkjunum minnkaði á fyrsta ársfjórðungi

Samkvæmt bráðabirgðatölum dró verulega úr hagvexti í Bandaríkjunum á fyrsta ársfjórðungi. Vöxtur vergrar landsframleiðslu milli ársfjórðunga mældist aðeins 0,7% á ársvarða. Vöxtur frá fyrra ári var 1,9% og hefur ekki verið minni frá miðju ári 2003. Minni hagvöxt má að mestu leyti rekja til óhagstæðrar þróunar vöruviðskipta og samdráttar ríkisútgjalda og íbúðafjárfestingar. Búist er við að hagvöxtur taki aftur við sér þegar líður á árið. Hagnaður fyrirtækja var mjög mikill á fyrsta ársfjórðungi, sem gefur til kynna að talsvert svigrúm sé fyrir hendi til að auka fjárfestingu, sem dregið gæti frekar úr atvinnuleysi. Eins mun veiking Bandaríkjadals undanfarna mánuði styðja við vöxt útflutnings og draga úr vexti innflutnings. Consensus Forecasts spá 2,1% hagvexti fyrir árið í heild og að hann aukist í 2,9% á næsta ári. Verðbólga

í Bandaríkjunum hefur aukist það sem af er ári. Að undanskildum orkukostnaði hefur hún þó haldist nokkuð stöðug, eða nálægt 2½%.

Horfur á Bretlandi og á Norðurlöndunum stöðugar

Hagvöxtur á Bretlandi var áfram ör á fyrsta ársfjórðungi, en var þó lítið eitt minni en árið 2006. Verðbólga fór í fyrsta sinn upp fyrir þolmörk verðbólgu markmiðs Englandsbanka í mars þegar hún mældist 3,1%, en hjaðnaði á ný í apríl og maí, þegar hún mældist 2,5%. Englandsbanki hækkaði stýrivexti í maí um 0,25 prósentur en hélt þeim óbreyttum nú í júní. Áfram eru þó taldar líkur á frekari hækkunum stýrivaxta.

Efnahagshorfur annars staðar á Norðurlöndunum eru almennt stöðugar. Hagvöxtur í Finnlandi og Noregi jókst á fyrsta ársfjórðungi 2007 en minnkaði í Danmörku og Svíþjóð miðað við fyrra ár. Það sem af er ári hefur dregið úr verðbólgu í öllum löndunum nema Finnlandi. Mest hefur verðbólga minnkað í Noregi, þar sem hún mældist aðeins 0,3% í maí, en verðbólguhjöldunin má að stærstum hluta rekja til lækkunar raforkuverðs.

Mikill uppgangur í Kína en Japanir glíma enn við verðhjöldun

Engin merki eru enn um að hægt hafi á efnahagslífinu í Kína. Hagvöxtur mældist 11,1% á fyrsta ársfjórðungi. Stjórnvöld í Kína hafa undanfarna mánuði reynt að sporna við ofpenslu með hækkun vaxta, aukningu bindiskyldu innlánsstofnana og hækkun skatta á verðbréfa-viðskipti.

Efnahagsástandið í Japan heldur áfram að batna, þótt ekki sé öruggt að verðhjöldun sé úr sögunni. Innlend eftirspurn hefur haldist nokkuð stöðug og útflutningur er áfram einn meginþrífkraftur hagvaxtar, sem mældist 2,2% á fyrsta ársfjórðungi. Eftir að hafa aukist fram yfir mitt sl. ár tók verðbólgan að hjaðna á ný. Það sem af er ári hefur hún verið nálægt núlli.

Lakari botnfiskafli á fyrstu fimm mánuðum ársins

Heildarafliinn það sem af er ári nemur 765 þús. tonnum, sem er um 6% aukning frá sama tíma í fyrra. Aflaukningin er öll í uppsjávarfiski, sem jókst um 65 þús. tonn, en botnfiskafliinn dróst saman um 17 þús. tonn. Samdráttur botnfiskaflla olli því að aflaverðmæti á föstu verði á fyrstu fimm mánuðum ársins var um 3% minna en á sama tíma í fyrra. Útflutningsverðmæti sjávarafurða var rúmlega 10% meira í erlendra mynt á tímabilinu janúar-apríl sem að stórum hluta má rekja til um 8% hækkunar á verðlagi sjávarafurða í erlendra mynt miðað við sama tíma í fyrra. Eftirstöðvar aflheimilda í lok maímánaðar sl. voru um fjórðungi meiri en fyrir ári. Búast má við að þessar aflheimildir verði nýttar á næstu mánuðum. Að öðru óbreyttu mun því meiri afli koma á land á sumarmánuðum en á síðasta fiskveiðarári.¹

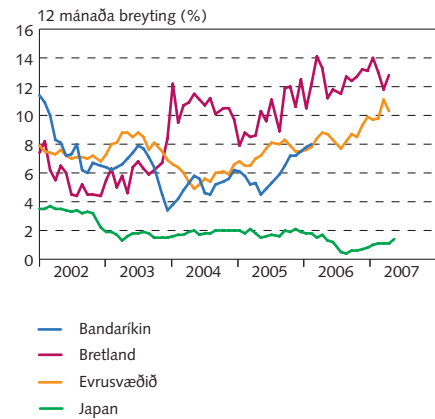
Verð sjávarafurða hækkar enn

Verð sjávarafurða hefur hækkað nokkru meira en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í mars. Í lok apríl hafði verð allra sjávarafurða hækkað

Mynd II-4

Vöxtur breiðs peningamagns (M3)

Janúar 2002 - maí 2007

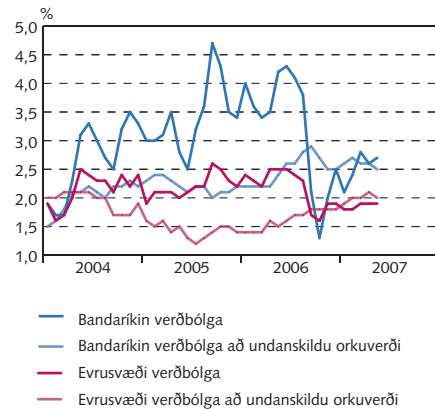


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-5

Verðbólga í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu janúar 2004 - maí 2007

Verðbólga með og án orkuverðs

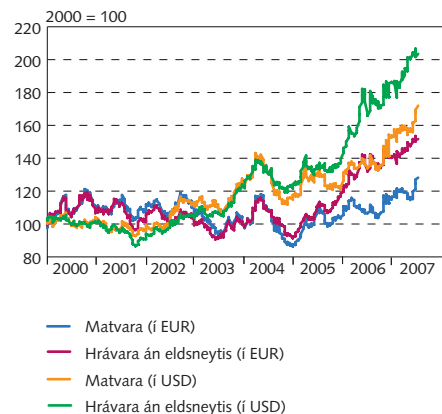


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-6

Hrávöruverð á heimsmarkaði

Vikulegar tölur 7. janúar 2000 - 22. júní 2007



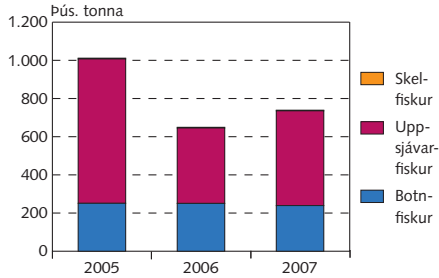
Heimild: Reuters EcoWin.

1. Fiskveiðiráðið er frá 1. september 2006 til 31. ágúst 2007.

Mynd II-7

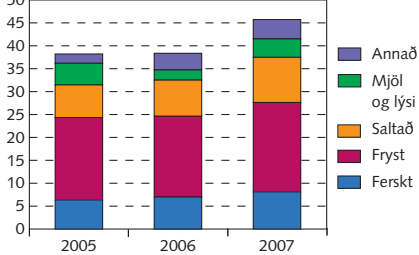
Afli og útflutningsverðmæti sjávarafurða

Magn afla janúar-maí



Útflutningsverðmæti sjávarafurða

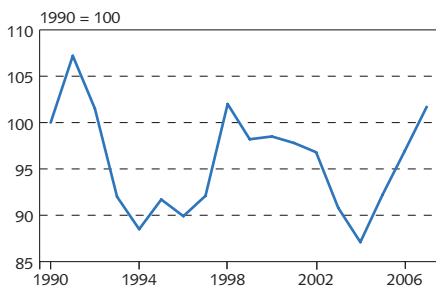
Ma.kr.



Heimildir: Fiskistofa, Hagstofa Íslands.

Mynd II-8

Verðlag sjávarafurða í erlendri mynt¹



1. Staðvirk með veginni neysluverðsvisítölu í helstu viðskiptalöndunum. Árlegar tölur 1990-2006, nýjasta gildi er fyrir maí 2007.
Heimild: Hagstofa Íslands.

um ríflega 12% í erlendri mynt talið á tólf mánuðum, en botnfiskafurðir um tæplega 8%. Verð bræðsluafurða hefur hækkað mest, eða um 57% á fyrrgreindu tímabili, en landfrystar botnfiskafurðir, ferskur fiskur og saltfiskafurðir hafa einnig hækkað verulega. Markaðsástand er gott á nær öllum mörkuðum botnfiskafurða. Samkeppnisstaða íslenskra afurða og eftirspurn hafa verið sterk, en framboð hefur dregist saman á heildina lítið.² Engar vísbendingar eru um að þetta ástand breytist til hins verra á næstunni, en hátt verð skapar eðlilega hættu á að neytendur snúi sér að ódýrari samkeppnisvörum. Hráefnavísitölur matvæla hafa hækkað stöðugt seinustu misseri. Matvælavísitalan hefur hækkað um 23% sl. tólf mánuði í Bandaríkjadöllum talið, en um 17% í evrum. Óformleg könnun á viðhorfum innlendra markaðsaðila síðla vetrar leiddi í ljós að ekki væri búist við frekari verðhækkunum á komandi mánuðum. Nú telja markaðsaðilar hins vegar að enn megi búast við nokkurri verðhækkun. Í forsendum þjóðhagsspárinnar er gert ráð fyrir að verðlag sjávarafurða hækki alls um 7% á þessu ári frá sl. ári en verðhækkun milli árána 2007 og 2008 verði talsvert minni eða 3,7%.

Líkur á minni þorskafla á næsta fiskveiðiári

Horfur um helstu botnfisktegundir eru dökkar. Ein meginniðurstaða nýlegrar skýrslu Hafrannsóknastofnunar (*Nytjastofnar sjávar 2006/2007*) er að ástandi þorskstofnsins hefur hrakað á síðustu árum. Sterkar vísbendingar hafa komið fram um að hrygningarstofn þorsks við Ísland sé hættulega lítill. Þá kemur einnig fram að nauðsynlegt sé að draga úr aflaheimildum í ýsu, karfa og ufsa í ljósi ástands þessara stofna. Í tillögum Hafrannsóknastofnunar fyrir næsta fiskveiðiár er lagt til að veiðiheimildir í þorski verði skornar niður um þriðjung, hámarksafli ýsu minnki um tæp 10%, ufsa um 25% og gullkarfa um hátt í 40%. Gangi tillögurnar eftir mun samdráttur í aflaheimildum helstu botnfisktegunda valda því að útflutningsverðmæti sjávarafurða verði um 22 ma.kr. minna á næsta ári en annars hefði verið, en um 5-6 ma.kr. á þessu almanaksári. Sjávarútvegsráðherra hefur enn ekki tekið ákvörðun um leyfilegan hámarksafla á næsta fiskveiðiári en í ljósi tillagna Hafrannsóknastofnunar verður að reikna með verulegum aflasamdrætti. Í þeirri þjóðhagsspá sem birtist í þessu hefti *Peningamála* er gert ráð fyrir að hámarksaflaheimildir í þorski verði skertar um 17%. Ekki er gert ráð fyrir að aflaheimildir í öðrum botnfisktegundum verði skertar frá því sem þær eru á yfirstandandi fiskveiðiári.³

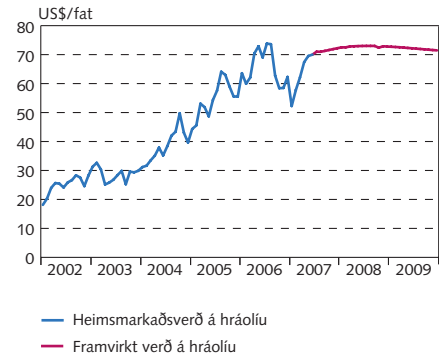
- Afli helstu botnfisktegunda á N-Atlantshafssvæðinu er talinn verða um 3% minni í ár en aflinn 2004. Sérstaklega á þetta við um verðmætustu tegundir botnfisks, þorsk, ýsu og flatfisk. Þorskaflinn er talinn munu dragast saman um 15%, karfi um 15% en ýsaflinn aukast um 7% og ufsaflinn um 24%. Til samanburðar jókst neysla sjávarafurða um 6% í Bretlandi á síðasta ári en Bretlandsmarkaður er stærsti markaður íslenskra sjávarafurða.
- Í þjóðhagsspá sem birtist í síðustu *Peningamálum* var reiknað með um 4% magnaukningu í útflutningi sjávarafurða á þessu ári og óbreyttu magni árið 2008. Við þá skerðingu sem að ofan greinir hefur þessum forsendum verið breytt þannig að nú er reiknað með 1% magnaukningu á þessu ári en 6% samdrætti í magni á næsta ári. Sem jafnan fyrr eru þessar forsendur háðar verulegri óvissu og skal bent á að mikil óvissa er um loðnustofninn og aflinn mjög sveiflukenndur milli ára. Miklu skiptir varðandi aflaverðmæti og útflutningsmagn á næsta ári hvernig loðnaflinn mun verða.

Oliuverð helst hátt en álverð mun líklega gefa nokkuð eftir á næstu tveimur árum

Oliuverð hefur hækkað nokkuð frá því í janúar sl. og var það um miðjan júnímánuð u.þ.b. 12% hærra en meðalverð í desember 2006. Verðlagning framvirkra samninga í olíu bendir til þess að núverð hækki fram á árið 2008. Samkvæmt því má búast við háu eldsneytisverði næstu tvö árin. Ástæða þessarar þróunar er að OPEC-ríkin hafa ekki fallist á að auka framboð á olíu í takt við vaxandi eftirspurn sem hefur aukist meira en væntingar stóðu til. Þá hefur framleiðsluaukning olíuframleiðslulanda sem standa utan við OPEC ekki verið í samræmi við væntingar. Því er reiknað með að oliuverð á þessu ári verði um 3% hærra en meðalverð árið 2006, hækki um 8% á næsta ári en standi því sem næst í stað árið 2009.

Mynd II-9

Heimsmarkaðsverð á hráolíu
Mánaðarlegar tölur janúar 2002 - desember 2009



Heimildir: Bloomberg, NYMEX, Reuters EcoWin.

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

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Útflutningur vöru og þjónustu	12,0	9,5	5,5	2,4	-7,2	1,0
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	1,0	-6,0	0,0	-3,0	-6,0	0,0
Útflutningsframleiðsla stóriðju	61,9	61,2	1,0	-13,0	11,6	0,2
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	7,0	3,7	2,5	1,6	0,7	0,5
Verð áls í USD ³	10,0	-3,5	-3,0	-3,3	22,3	22,0
Verð eldsneytis í erlendri mynt ⁴	2,9	8,2	-1,0	8,2	1,3	-1,3
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-0,1	0,6	0,0	-4,2	9,0	6,6
Alþjóðleg verðbólga ⁵	1,8	1,9	1,9	-0,1	0,0	0,0
Alþjóðlegur hagvöxtur	2,7	2,4	2,4	0,3	0,0	-0,1
Alþjóðlegir skammtíamavextir ⁶	4,4	4,6	4,7	0,3	0,6	0,7

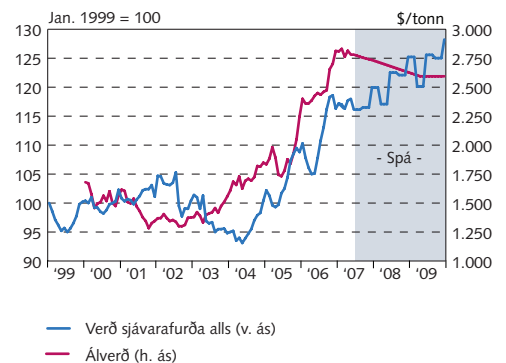
1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá Peningamálum 2007/1. 3. Spá byggð á framvirku álverði. 4. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði. 5. Spá frá Consensus Forecasts. 6. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Álverð hefur hækkað verulega á undanförunum árum og tvöfaldast frá árinu 2002. Verðhækkunin skýrist einkum af miklum vexti eftirspurnar í Asíu, sérstaklega Kína og Indlandi. Á fyrstu mánuðum þessa árs breyttust ýmsar grunnforsendur á álmörkum. Í stað umfram eftirspurnar snerist markaðsstaðan í umframframboð. Á fyrsta fjórðungi þessa árs jókst heimsframleiðslan um 12% en eftirspurn um 9,5% milli ára. Þetta olli því að framvirkt verð í febrúar sl. fyrir árin 2008 og 2009 snarféll. Meginástæðan á bak við þennan umsnúning, frá umframeftirspurn í -framboð, var gríðarlega mikil framleiðsluaukning í Kína, en ársaukningin hefur verið um og yfir 40% sl. mánuði. Síðustu tvo mánuði hefur framleiðsluhalli aftur gert vart við sig og hlutfall milli birgða og notkunar lækkað. Spurn eftir áli er víðast hvar sterk eða vaxandi um þessar mundir nema í Bandaríkjunum. Talið er að svo verði a.m.k. út þetta ár. Sterk eftirspurn kemur frá bíla- og byggingariðnaði í Evrópu og Japan, frá aukinni flugvélaframleiðslu og framleiðslu á ýmsum varanlegum neysluvörum. Samkvæmt framvirkum samningum mun álverð taka að lækka lítils háttar á fyrri hluta

Mynd II-10

Verð á sjávarafurðum (í erl. gjaldmiðli) og áli



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

næsta árs og fara lækandi árin 2008 og 2009. Ýmsir greiningaraðilar telja að áframhaldandi sterkur vöxtur eftirspurnar á sama tíma og dregur úr vexti álframleiðslu í Kína muni valda því að verðið taki að hækka á ný árið 2010. Í þjóðhagsspánni nú er reiknað með að álverð í ár verði að meðaltali um 10% hærra en á árinu 2006 en lækki um 3½% 2008 og um 3% árið 2009. Í þjóðhagsspa sem birt var í síðasta hefti *Peningamála* var hins vegar gert ráð fyrir mun meiri verðlækkun á árunum 2008 og 2009 eða um 25% hvort ár í samræmi við nýjustu framvirk verð á þeim tíma. Viðskiptakjörin munu því ekki versna í þeim mæli sem þá var spáð. Í stað talsvert versnandi viðskiptakjara á þessu ári og næstu tveimur árum er nú í stórum dráttum gert ráð fyrir óbreyttum viðskiptakjörum vöru- og þjónustuviðskipta á spátímabilinu.

III Fjármálaleg skilyrði

Birting stýrivaxtaspár í síðasta hefti *Peningamála* hefur haft tilætluð áhrif á væntingar markaðsaðila til peningastefnunnar sem hafa færst mjög nærri stýrivaxtaferli marsspárinnar. Aukin upplýsingagiöf virðist því hafa greitt fyrir miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið og aukið áhrifamátt hennar. Aðhald peningastefnunnar hefur aukist miðað við raunstýrivexti sem eru reiknaðir út frá liðinni verðbólgu eða verðbólguvæntingum almennings, en þeir hafa lækkað lítillega miðað við verðbólguálag ríkisbréfa til u.þ.b. fjögurra ára. Meiri verðbólga en gert var ráð fyrir í marsspánni leiðir hins vegar til þess að raunstýrivextir verða lægri á þessu ári en áætlað var í síðustu *Peningamálum*. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa hefur haldist há frá því að ríkisstjórnin tilkynnti um fyrirhugaða lækkun óbeinna skatta. Það hefur þó ekki skilað sér í verulegri hækkun útlánsvaxta íbúðalánasjóðs, sem hafa lítið lækkað frá tilkynningunni. Útlit er fyrir að stýrivextir í helstu viðskiptalöndum Íslands hækki á næstunni eftir töluverða hækkun undanfarna mánuði. Vextir til meðallangs og langs tíma hafa hækkað umtalsvert frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Áhrif erlendra vaxta á íslenskt efnahagslíf hafa aukist samhliða auknum vaxtamunarviðskiptum, auk þess sem hlutfall gengistryggðra lána af heildarútlánum heimila hefur aukist. Gengi íslensku krónunnar hefur hækkað frá ársbyrjun. Líklegt er að væntingar um að stýrivöxtum verði haldið háum lengur en áður var gert ráð fyrir hafi haft töluverð áhrif. Eins og oft áður hefur gengi krónunnar þó hreyfst líkt og annarra hávaxtagjaldmiðla, t.d. nýsjálensks dals, sem bendir til þess að aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafi haft mikil áhrif.

Raunstýrivextir hafa hækkað vegna lækkunar verðbólgu

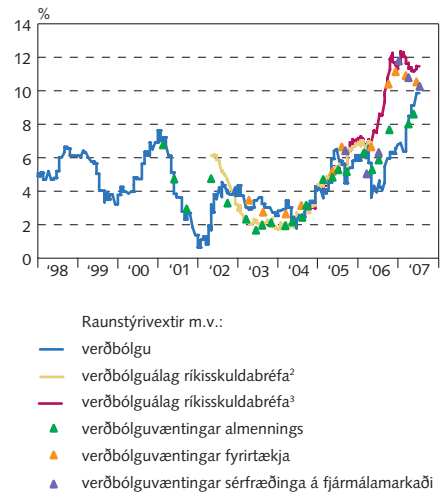
Stýrivöxtum hefur verið haldið óbreyttum frá desember í fyrra. Raunstýrivextir miðað við liðna verðbólgu hafa hins vegar hækkað um tæplega 2 prósentur frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Vegur þar þungt tímabundin lækkun verðbólgu sökum lækkunar óbeinna skatta. Raunstýrivextir miðað við verðbólguvæntingar almennings hafa einnig hækkað lítillega en lækkað miðað við verðbólguálag ríkisbréfa til u.þ.b. fjögurra ára. Verðbólguvæntingar markaðsaðila lækkuðu í kjölfar tilkynningar ríkisstjórnarinnar um lækkun óbeinna skatta og vörugjalda. Verðbólga hefur hins vegar ekki hjaðnað eins hratt og vænst var. Því hafa verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði og meðal fyrirtækja hækkað á ný.

Birting stýrivaxtaferils virðist greiða fyrir miðlun peningastefnunnar

Undanfarin ár hafa væntingar markaðsaðila um stýrivexti verið töluvert frábrugðnar sýn Seðlabankans. Í ársbyrjun mátti þó sjá að skilin þar á milli höfðu minnkað. Þá fór að draga úr áhrifum erlendra útgáfu á skuldabréfum í íslenskum krónum og öðrum þáttum sem höfðu gert mat á væntingum markaðsaðila með framvirkum vöxtum erfitt. Í síðustu útgáfu *Peningamála* birti Seðlabankinn í fyrsta sinn stýrivaxtaferil sérfræðinga bankans. Þrátt fyrir að lítil reynsla sé komin á þetta fyrirkomulag bendir þróun undanfarinna mánaða til þess að

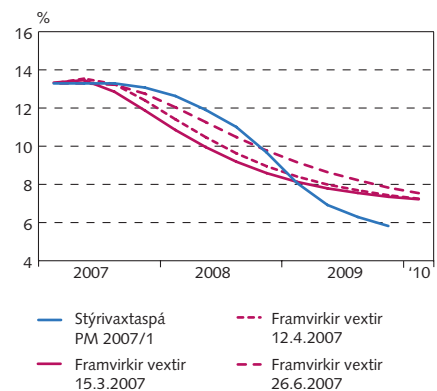
Mynd III-1
Raunstýrivextir¹

Vikulegar tölur 7. janúar 1998 - 3. júlí 2007



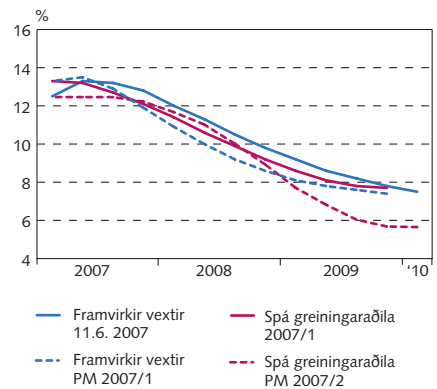
1. Stýrivöxtum hefur verið umbreytt í ávöxtun. 2. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001. 3. Verðbólguálag reiknað út frá ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF150914. Verðbólguvæntingar almennings, fyrirtækja og sérfræðinga á markaði miðast við verðbólgu eitt ár fram í tímann.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2
Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum
1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010



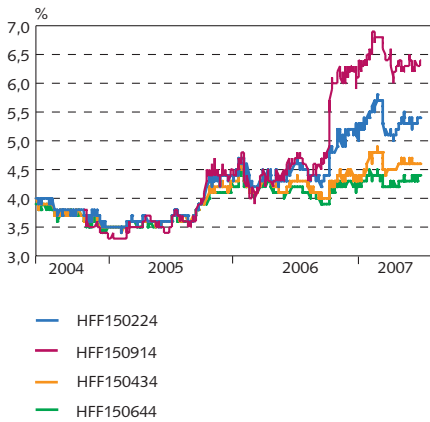
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3
Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum og spám greiningaraðila
1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010



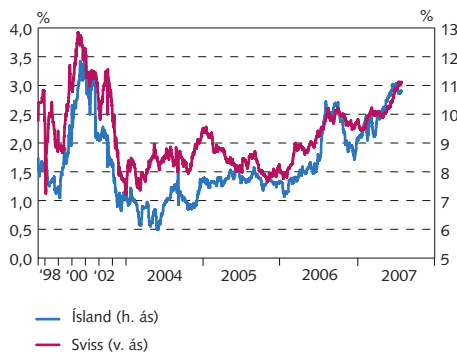
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4
Ávöxtun íbúðabréfa
Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 3. júlí 2007



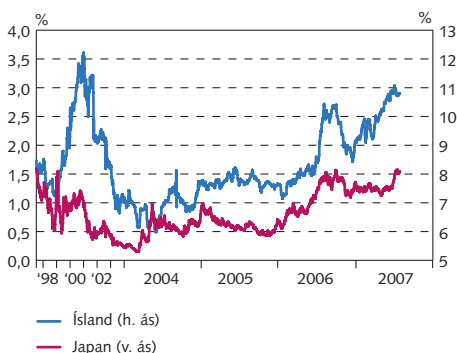
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5
Ávöxtunarkrafa 5 ára ríkisskuldabréfa
á Íslandi og í Sviss
Daglegar tölur 9. júlí 1997 - 3. júlí 2007¹



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

Mynd III-6
Ávöxtunarkrafa 5 ára ríkisskuldabréfa
á Íslandi og í Japan
Daglegar tölur 9. júlí 1997 - 3. júlí 2007¹



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

bankanum hafi tekist að gefa skýrari skilaboð um stefnuna í peningamálum. Væntingar markaðsaðila um stýrivaxtaferilinn sem lesa má út frá framvirkum vöxtum eru nú svipaðar og stýrivaxtaferillinn í síðustu grunnsþá Seðlabankans. Þegar lítið er lengra en tvö ár fram á við skilur þó aðeins á milli væntinga markaðsaðila annars vegar og stýrivaxtaferils grunnsþárinna hins vegar. Markaðsaðilar gera ráð fyrir að stýrivöxtum verði haldið nokkuð háum lengur en reiknað var með í síðustu grunnsþá. Ástæða þess er líklega sú að þeir gera ráð fyrir nýjum stóriðju- og virkjanaframkvæmdum sem ekki var reiknað með í grunnsþám Seðlabankans. Í því tilviki kann stýrivaxtaferill fráviksdæmis með stóriðjuframkvæmdum að vera eðlilegri samanburður (sjá t.d. rammagrein IX-2).

Greiningaraðilar virðast gera ráð fyrir töluvert lægri stýrivöxtum frá miðju næsta ári en lesa má út frá framvirkum vöxtum. Það er í fyrsta skipti frá því að Seðlabankinn hóf framkvæmd slíkra kannana að greiningaraðilar gera ráð fyrir lægri stýrivöxtum en lesa má út frá framvirkum vöxtum. Spá greiningaraðila er lítið frábrugðin þeim stýrivaxtaferli sem birtur var í síðustu *Peningamálum* þrátt fyrir að flestir greiningaraðilar geri ráð fyrir frekari virkjanaframkvæmdum.

Útlánsvextir íbúðalánasjóðs hafa ekki fylgt þróun ávöxtunarkröfu íbúðabréfa

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa hækkaði í október þegar tilkynnt var um fyrirhugaða lækkun óbeinna skatta. Tveir skemmri flokkarnir hækkuðu mest í kjölfar tilkynningarinnar. Því mátti búast við að hækkunin gengi að miklu leyti til baka mánuðina á eftir. Hún gekk þó minna til baka en fyrir fram var gert ráð fyrir. Líklega hafa væntingar um hærri raunstýrivexti á líftíma bréfanna en áður var reiknað með stuðlað að því að ávöxtunarkrafa skemmstu íbúðabréfanna hefur haldist há. Þrátt fyrir að ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hafi hækkað um 0,4-2,3 prósentur frá því að ríkisstjórnin tilkynnti um lækkun óbeinna skatta eru útlánsvextir íbúðalánasjóðs aðeins 0,1 prósentu hærri en fyrir tilkynninguna.

Útlit fyrir hækkun vaxta á erlendum mörkuðum

Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hafa stýrivextir á evrusvæðinu, í Bretlandi og víðar verið hækkaðir um 0,25 prósentur. Reikna má með frekari vaxtahækkunum í þessum löndum á árinu sem og í Japan. Væntingar um lækkun stýrivaxta í Bandaríkjunum hafa gengið til baka. Út frá framvirkum vöxtum má einnig greina væntingar um hærri vexti í þessum löndum í viðbót við umtalsverða hækkun vaxta til meðallangs og langs tíma upp á síðkastið. Samþætting íslensks og erlendra fjármálamarkaða hefur aukist til muna og hafa áhrif erlendar vaxtaþróunar hér á landi aukist bæði sökum aukinnar erlendar lán-töku heimila og fyrirtækja og sívaxandi vaxtamunarviðskipta.

Gengi krónunnar hefur hækkað það sem af er ári

Gengi krónunnar hefur hækkað frá byrjun árs og raungengi færst fjær langtímaþvægni. Líkt og fjallað var um hér að framan gera markaðsaðilar nú ráð fyrir að stýrivöxtum verði haldið háum lengur en þeir gerðu ráð fyrir í upphafi árs og styður það við gengi krónunnar.

Erlendir vextir hafa farið hækkandi og vaxtamunur því minnkað. Það hefur þó ekki leitt til lækkunar á gengi krónunnar enn sem komið er. Vaxtamunur á milli Íslands og evrusvæðisins að teknu tilliti til vænts gengisflökts (e. carry-to-risk-ratio), hækkaði skarpt frá janúarbyrjun til maíloka. Því koma mikil umsvif vaxtamunarviðskipta á því tímabili ekki á óvart. Nokkur lækkun hefur átt sér stað í júní, e.t.v. vegna minnkandi vaxtamunar. Minnkandi vaxtamunur gæti dregið úr hvatanum til vaxtamunarviðskipta með fjáreignir í krónum. Fylgni gengis krónunnar við aðra hávaxtagjaldmiðla á borð við nýsjálenska dalinn hefur aukist í kjölfar aukinna vaxtamunarviðskipta. Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur nýsjálenski dalurinn hækkað eins og krónan. Útgáfa erlendra skuldabréfa í íslenskum krónum hefur haft minni áhrif á gengi krónunnar á útgáfudögum en undanfarin misseri. Gæti það að hluta stafað af því að verið sé að endurfjármagna samninga sem komnir hafa verið á gjalddaga. Þrátt fyrir minni áhrif þessara bréfa á útgáfudegi er ljóst að útgáfan styður við gengi krónunnar. Þá er ljóst að margir erlendir fjárfestar fara nýjar leiðir í vaxtamunarviðskiptum með fjáreignir í krónum. Almenn viðskipti af því tagi hafa líklega aukist frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Framvirk staða bankanna hefur aukist undanfarna mánuði og þ.a.l. er orðið dýrara að taka stöðu á móti krónunni.

Framboð lánsfjár hefur aukist það sem af er ári, helst á gengistryggðum lánnum

Í lok febrúar var hámarkslánshlutfall lána Íbúðalánasjóðs hækkað úr 80% í 90% og hámarksfjárhæð almennra lána úr 17 í 18 m.kr. Lánshlutfallið og hámarksfjárhæðin voru því færð í sama horf og þau voru áður en ríkisstjórnin greip til aðgerða í efnahagsmálum í lok júnímánaðar 2006. Á svipuðum tíma jókst einnig framboð lánsfjár hjá viðskiptabönkunum. Hörð samkeppni þeirra við Íbúðalánasjóð hefur leitt til þess að þeir hafa ekki getað hækkað útlánsvexti verðtryggðra íbúðalána þrátt fyrir hækkandi ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa.¹ Það kann að hafa leitt til þess að framboð gengistryggðra útlána hefur aukist, en á því sviði eru bankarnir óháðir samkeppni frá Íbúðalánasjóði. Mikill vaxtamunur og umræða um háa vexti hafa líklega einnig stuðlað að aukinni gengistryggðri lántöku heimila og fyrirtækja.

Áhætta af erlendra lántöku hefur aukist ...

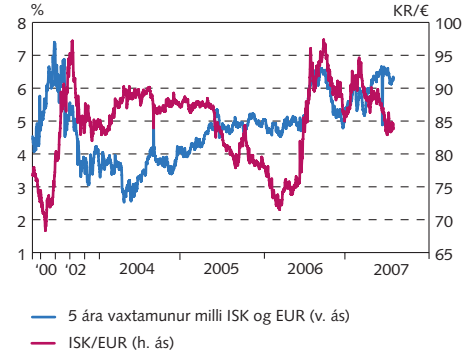
Vöxtur útlána lánakerfisins náði sögulegu hámarki á síðasta fjórðungi sl. árs, en á fyrsta fjórðungi þessa árs hægði verulega á honum. Er hann nú svipaður og undir árslok 2004. Vöxtur útlána innlánsstofnana hefur þó aukist á ný undanfarna mánuði. Vöxtur gengisbundinna útlána heimila að teknu tilliti til gengisbreytinga hefur verið mikill frá ársbyrjun 2005, einkum undanfarið ár. Þótt gengislækkun krónunnar á sl. ári hafi aukið greiðslubyrði erlendra lána virðast lántakendur hafa talið litla hættu á frekari gengislækkun, enda ætti lægra raungengi jafnan að fela í sér hagstæðari skilyrði til lántöku í erlendum gjaldmiðlum til langs tíma lítið. Nú er meðalgengi krónu hins vegar orðið mun hærra á ný, án þess að verulega hafi dregið úr eftirspurninni.

1. Verðtryggðir meðalvextir banka og sparisjóða hafa hækkað meira en verðtryggðir vextir íbúðalána.

Mynd III-7

5 ára vaxtamunur og gengi krónunnar gagnvart evru

Daglegar tölur 1. júlí 1999 - 3. júlí 2007¹

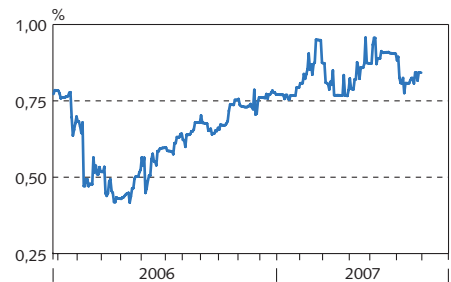


1. Vikulegar tölur fram til ársins 2004. Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Vaxtamunur að teknu tilliti til vænts gengisflökts¹

Daglegar tölur 25. janúar 2006 - 3. júlí 2007

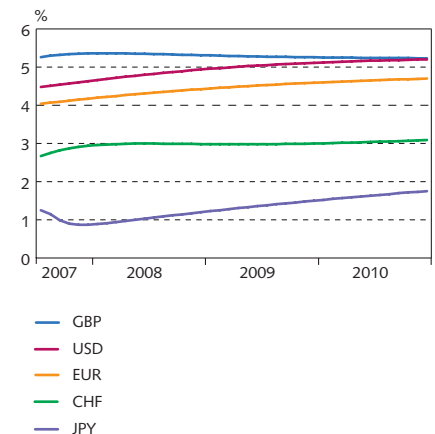


1. Hlutfall þriggja mánaða vaxtamunar á peningamarkaði á Íslandi og evrusvæði af afleiðu flökts á ISK/EUR valréttum. Heimild: Bloomberg.

Mynd III-9

Framvirkir vextir

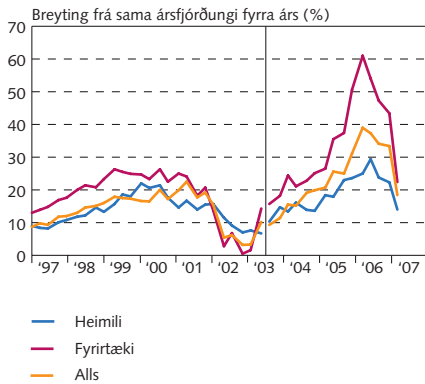
Mánaðarlegar tölur júlí 2007 - júlí 2010



Heimild: Reuters.

Mynd III-10
Útlánaaukning lánakerfisins¹

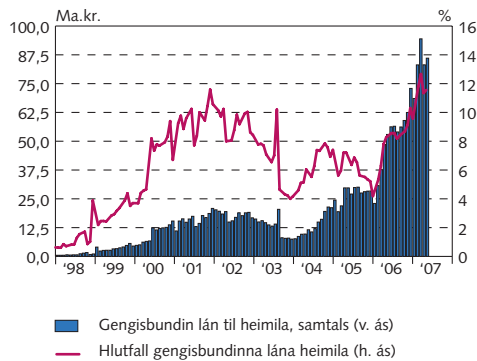
1. ársfj. 1997 - 1. ársfj. 2007



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

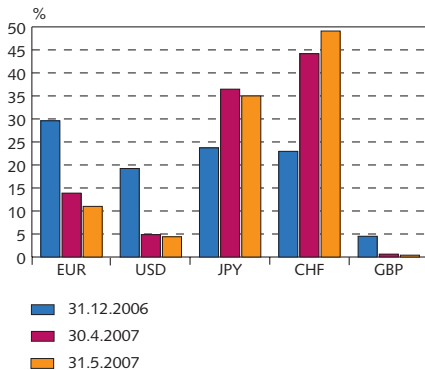
Mynd III-11
Gengisbundin útlán innlánsstofnana til heimila og hlutfall þeirra af heildarútlánum

Mánaðarlegar tölur janúar 1998 - maí 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12
Myntsamsetning erlendra lána til heimila
Kaupþing, Landsbanki, Glitnir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gjaldmiðlasamsetningin hefur einnig tekið töluverðum breytingum undanfarið hálf t.ár. Um áramót voru lán til heimila í svissneskum og japönskum jenum 47% gengistryggðra útlána þriggja stærstu viðskiptabankanna en um 85% í maímánuði.

... einkum sökum aukins vægis lágvaxtagjaldmiðla

Aukið vægi lágvaxtagjaldmiðla felur í sér umtalsvert aukna áhættu af þrennum toga. Í fyrsta lagi leiða sveiflur í gengi krónunnar almennt til meiri breytileika greiðslubyrðar gengistryggðra en verðtryggðra lána. Vegna þess að heimilin, ólíkt mörgum fyrirtækjum, eru alla jafna ekki með neinar gengisvarnir, hvorki með tekjuflæði í lántökugjaldmiðli né framvirkum samningum, eru þau berskjölduð fyrir slíkum sveiflum. Í öðru lagi er sérstök áhætta bundin þeim gjaldmiðlum sem veða þyngst um þessar mundir. Í sögulegu samhengi er gengi þeirra veikt og gæti því átt eftir að hækka verulega, einkum gengi japanska jensins. Ef veiking krónunnar færi saman við enn frekari styrkingu þessara gjaldmiðla gæti það haft veruleg áhrif á greiðslubyrði þessara lána. Í þriðja lagi bera þessi lán breytilega vexti sem nú eru sögulega lágir. Lesa má út úr framvirkum vöxtum þeirra gjaldmiðla sem veða rúmlega 95% í gengistryggðum útlánnum þriggja stærstu bankanna til heimilanna þ.e. svissnesks franka, japansks jens og evru, að vænst er verulegrar hækkunar vaxta á næstu misserum. Þessu til viðbótar má telja verulegar líkur á að hækkun vaxta t.d. í Japan muni leiða til hækkunar á gengi jensins og lækkunar á gengi krónunnar. Áhættuþættirnir eru því innbyrðis tengdir. Mikilvægt er að lántakendur geri sér grein fyrir því.

Þótt gengistryggð lán nemi nú 11-12% af heildarútlánnum innlánsstofnana til heimila ráðast fjármálaleg skilyrði heimilanna enn að langmestu leyti af innlendri vaxtaþróun og framboði lánsfjár.² Öðru máli gegnir um fyrirtæki. Hlutdeild gengistryggðra lána er um 60% af heildarútlánnum innlánsstofnana til fyrirtækja. Mörg fyrirtæki hafa tekjur í erlendum gjaldmiðlum auk þess sem gengisvarnir eru þeim mun aðgengilegri. Gjalddeyrisáhætta sem fólgin er í gengistryggðum útlánnum til fyrirtækja er því oftast en ekki mun minni en til heimilanna. Hjá fyrirtækjum veða áhrif erlendra fjármálalegra skilyrða mun þyngra. Á móti hærri erlendum grunnvöxtum vegur að þau kunna að njóta lægra áhættuálags bankanna að einhverju leyti. Verð skuldatrygginga þeirra er nú svipað og rétt eftir að Moody's hækkaði lánsþæfismat bankanna í febrúar sl. Ætla má að betri vaxtakjara bankanna gæti í útlánsvöxtum sem þeir bjóða heimilum og fyrirtækjum.

2. Hlutfallið fór upp í 13% í mars, en hefur síðan aðeins lækkað vegna gengisbreytinga.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands og greiðslujafnaðartölur Seðlabankans fyrir fyrsta fjórðung ársins virðast við fyrstu sýn gefa vísbendingar um að aðlögun þjóðarþúskaþarins að jafnvægi hafi verið hraðari en Seðlabankinn spáði í mars. Óreglulegir liðir og grunnáhrif vegna mikils vaxtar á fyrsta fjórðungi í fyrra villa mönnum hins vegar sýn. Flestir aðrir hagvísar, t.d. af vinnu- og fasteignamarkaði, benda til kröftugs vaxtar eftirspurnar. Verðbólga hefur verið meiri en spáð var í mars og mun verða áfram næstu mánuði. Það er ótvírætt merki um sterka eftirspurn og leiðir til þess að raunvextir hafa verið og verða lægri til skamms tíma en gert var ráð fyrir í marsspánni. Stýrivaxtaferillinn sem birtur er í þessu hefti *Peningamála* bendir til þess að eigi verðbólgu-markmið Seðlabankans að nást innan ásættanlegs tíma þurfi stýrivextir að vera óbreyttir lengur en gert var ráð fyrir í mars. Breytingar á gengi krónunnar hafa heldur meiri áhrif á aðlögunarferlið í gegnum utanríkisviðskipti en í síðustu spá. Meginhluti aðlögunarinnar á sér þó sem fyrr stað með samdrætti þjóðarútgjalda. Þau dragast saman um 8½% frá þessu ári til ársins 2009, samanborið við 10½% samdrátt í síðustu spá (nánari sundurgreiningu á grunnspánni er að finna í töflu 1 í viðauka 1, bls. 43).

Lægri raunstýrivextir framan af spátímanum en hærrí síðar

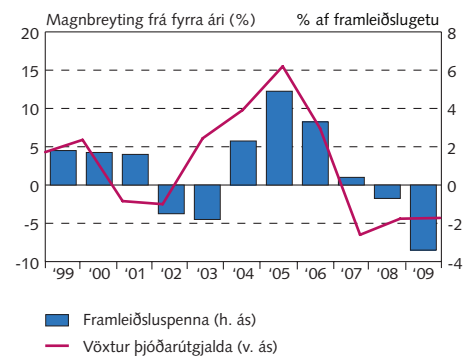
Breytingar sem orðið hafa á framvindu innlestrar eftirspurnar frá marsspánni skýrast einkum af minni vexti á fyrsta fjórðungi ársins en vænst var, meiri hækkun húsnæðisverðs í ár, lægri raunvöxtum, meira launaskriði og nokkru minna atvinnuleysi allt spátímabilið.

Innlend eftirspurn dregst meira saman í ár en spáð var í mars. Helsta ástæðan er að gert er ráð fyrir meiri samdrætti fjárfestingar, sem vegur þyngra en nokkru meiri vöxtur einkaneyslu. Árið 2008 verður samdráttur innlestrar eftirspurnar hins vegar rúmum tveimur prósentum minni en í síðustu spá. Gætir þar m.a. áhrifa þess að raunvextir verða lægri en reiknað var með áður, sem ásamt hagstæðari þróun eignaverðs og kaupmáttar leiðir til þess að samdráttur fjárfestingar og einkaneyslu verður töluvert minni en spáð var í mars. Meira peningalegt aðhald á seinni hluta spátímabilsins en í síðustu spá verður hins vegar til þess að þjóðarútgjöld dragast meira saman árið 2009.

Meiri vöxtur einkaneyslu í ár og minni samdráttur á árunum 2008 og 2009

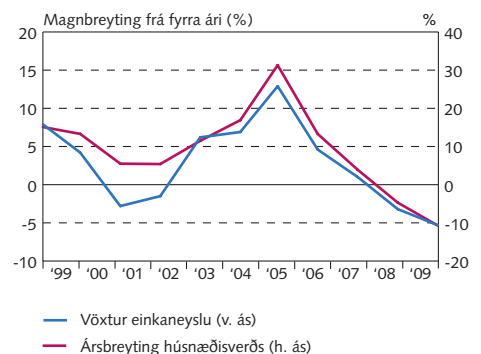
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar dróst einkaneysla á fyrsta fjórðungi ársins saman um 1,2% frá sama ársfjórðungi í fyrra. Ör vöxtur einkaneyslu hefur verið annar megináflvaki hagvaxtar undangengin ár og er þetta í fyrsta skipti í rúm fjögur ár sem samdráttur mælist. Í marsspá bankans var reiknað með að fyrsti fjórðungur ársins yrði hinn síðasti þar sem einkaneysla ykist, en svo tæki við samdráttur út spátímabilið. Við fyrstu sýn virðast bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til hraðari samdráttar einkaneyslu en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Samdrátturinn einskorðast hins vegar við bílakaup. Flestir aðrir

Mynd IV-1
Vöxtur þjóðarútgjalda og framleiðsluspenna 1999-2009¹



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

Mynd IV-2
Vöxtur einkaneyslu og þróun húsnæðisverðs 1999-2009¹



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

Tafla IV-1 Vísendingar um einkaneyslu 2006-2007

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Ársfjórðungslegar tölur				Nýjasta tímabil		
	2006:2	2006:3	2006:4	2007:1	Mánuður	Breyting miðað við	
						sama mánuð í fyrra	uppsafnað frá ársbyrjun
Dagvöruvelta (raunbreyting)	6,9	2,3	2,6	7,0	maí	11,1	8,1
Staðvært kortavelta	5,7	1,5	4,8	1,2	maí	9,9	5,1
þar af innanlands	12,0	9,5	15,3	7,5	maí	27,6	13,1
þar af erlendis	16,4	12,2	-7,3	-16,0	maí	-2,2	-10,1
Staðvært debetkortavelta	0,7	-4,8	-2,7	-4,8	maí	-4,9	-2,2
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)	-15,4	-25,4	-31,8	-40,4	maí	7,4	-26,0
Almennur innflutningur (magnbreyting) ¹	22,4	13,1	9,8	-8,4	apríl	.	-2,0
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) ¹	9,3	2,9	-1,0	-14,9	apríl	.	-6,8
Bifreiðar til einkanota ¹	10,9	-1,9	-7,8	-41,9	apríl	.	-34,3
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki ¹	9,3	3,1	0,0	-2,3	apríl	.	6,5
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður ¹	12,2	8,8	5,2	0,0	apríl	.	8,4
Mat- og drykkjarvörur ¹	5,8	6,1	5,3	8,6	apríl	.	11,9
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) ¹	47,7	32,5	22,1	-6,3	apríl	.	-2,4
Væntingavísitala Gallup	-18,2	-18,3	8,5	7,9	júní	43,8	21,5
Mat á núverandi ástandi	-10,2	-15,2	5,0	2,5	júní	38,0	14,0
Væntingar til sex mánaða	-25,0	-21,3	11,9	12,3	júní	49,5	28,2

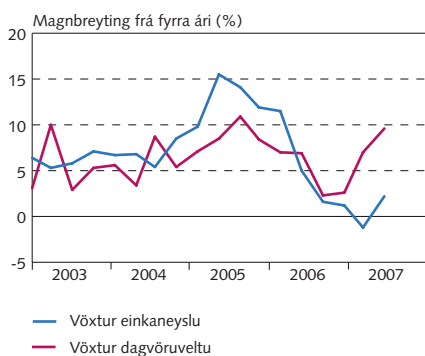
1. Ársfjórðungstölur miðast við tölur sem eru uppsafnaðar frá ársbyrjun til loka hvers ársfjórðungs.

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

Mynd IV-3

Vöxtur einkaneyslu og dagvöruveltu

1. ársfj. 2003- 2. ársfj. 2007¹



1. Vöxtur dagvöruveltu á 2. ársfj. 2007 er meðaltal fyrir apríl og maí, vöxtur einkaneyslu á fjórðungnum er spá Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

þættir einkaneyslunnar eru í nokkrum vexti.¹ Miðað við samdrátt í nýskráningu bíla og hlutdeild bílakaupa í einkaneyslu á síðasta ári má áætla að einkaneysla án bílakaupa hafi aukist um 2-3% frá sama fjórðungi fyrra árs. Flestir hagvísar gefa til kynna nokkurn vöxt einkaneyslu á öðrum fjórðungi ársins (sjá töflu IV-1 og myndir IV-3 og IV-4).

Spáð er 1% einkaneysluvexti í ár, liðlega 3% samdrætti á næsta ári og rúmlega 5% samdrætti árið 2009. Meiri vöxtur einkaneyslu í ár en í marsspánni, þrátt fyrir samdráttinn á fyrsta fjórðungi, skýrist af því að hærra húsnæðisverð og lægri raunvextir en í síðustu spá ýta undir vöxt einkaneyslunnar í ár, í takt við vísendingar á öðrum fjórðungi ársins. Framboð jafnt sem spurn eftir lánsfé virðast einnig hafa aukist að undanförunu. Einkum virðist eftirspurn eftir gengisbundnum lánnum hafa aukist, eða bankarnir beint eftirspurninni í þann farveg. Meiri kaupmáttur ráðstöfunartekna og minna atvinnuleysi stuðla einnig að meiri einkaneyslu allt spátímabilið samanborið við marsspána. Því dregst einkaneysla minna saman næstu tvö árin en í síðustu spá.

Minni samdráttur fjárfestingar á spátímabilinu

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar dróst fjárfesting saman um rúm 28% á fyrsta fjórðungi ársins. Þar af dróst fjárfesting atvinnuleganna saman um 41% og opinber fjármunamyndun um 7%, en

1. Sökum sterkra grunnáhrifa þarf að túlka samdrátt einkaneyslu á fyrsta fjórðungi ársins af mikilli varúð. Ársvöxturinn á fyrsta fjórðungi síðasta árs var mjög mikill eða 11,5% og hafði vöxturinn frá fyrra ári þá verið á annan tug prósentna um nokkurt skeið. Árstíðarleiðréttar tölur sýna lítills háttar vöxt á fyrsta fjórðungi ársins, bæði frá fyrra ári og ársfjórðungnum á undan.

Íbúðafjárfesting jókst hins vegar um 6,6% frá sama fjórðungi fyrra árs. Óreglulegir liðir og grunnáhrif mikils vaxtar hafa sterk áhrif á þessar áætlanir.²

Tafla IV-2 Spá um fjármunamyndun og breyting frá marsspánni

	Spá Peningamála 2007/2 ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Fjármunamyndun	-25,6	-15,8	-8,9	-3,2	6,9	-3,1
Atvinnuvegafjárfesting	-37,7	-30,2	-14,1	-6,9	8,7	-3,3
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	1,2	-9,2	-9,9	5,8	-0,3	-1,2
Fjárfesting hins opinbera	5,9	37,7	4,5	8,0	-2,0	-5,1

1. Magnbreytingar frá fyrra ári (%).

Samdráttur fjárfestingar skipar veigamikinn sess í aðlögun þjóðar- búskaparins að jafnvægi. Hún dregst saman allt spátímabilið, en fjór- um prósentum minna en í síðustu spá. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu lækkar eigi að síður álíka mikið og í síðustu spá, eða í því sem næst fimmtung á seinni hluta spátímabilsins.

Þróun raunvaxta og skráning flugvéla skýra breytingar á spá um atvinnuvegafjárfestingu

Spáð er tæplega 38% samdrætti atvinnuvegafjárfestingar í ár, 30% samdrætti á næsta ári og um 14% samdrætti árið 2009. Sjö prósent- um meiri samdráttur í ár en í síðustu spá skýrist einkum af fyrr- greindum samdrætti á fyrsta fjórðungi ársins (sjá neðanmálgrein 2). Fjárfesting í ál- og orkuverum er talin nema um 52 ma.kr. á þessu ári líkt og í síðustu spá. Líðlega 60 ma.kr. lækkun stóriðjufjárfestingar frá síðasta ári og flugvélasala upp á rúma 9 ma.kr. skýra 38% samdrátt atvinnuvegafjárfestingar í ár að miklu leyti. Áfram er gert ráð fyrir mikilli fjárfestingu vegna uppbyggingar verslunarmiðstöðva, stórmark- aða, skrifstofuhúsnæðis og ráðstefnu- og tónlistarhúss á austurbakka Reykjavíkurhafnar. Hins vegar er gert ráð fyrir að stærstum hluta frek- ari fjárfestingaráforma í sjávarútvegi verði slegið á frest.

Árið 2008 verður samdráttur fjárfestingar rúmlega átta prósent- um minni en í síðustu spá. Skýrist það einkum af lægri raunvöxtum vegna meiri verðbólgu og hærri verðbólguvæntingum en í mars- spánni. Atvinnuvegafjárfesting dregst meira saman á árinu 2009, enda raunvextir á seinni hluta spátímabilsins hærri en í síðustu spá.

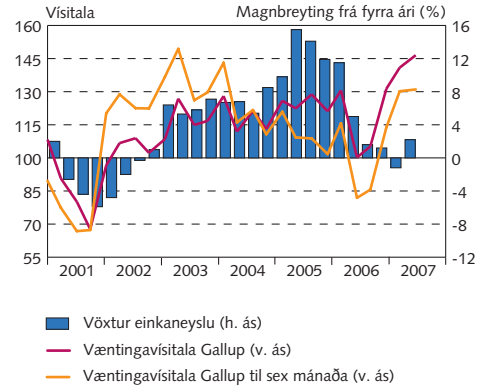
Viðhorf forsvarsmanna fyrirtækja gætu bent til meiri fjárfestingar

Burtséð frá samdrætti fjárfestingar í ál- og orkuverum, sjávarútvegi og áhrifum flugvélasölu bendir ýmislegt til þess að önnur fjárfesting sé í töluverðum vexti. Svör forsvarsmanna stærstu fyrirtækja landsins í könnun Capacent Gallup í maí gefa til kynna mikla bjartsýni meðal

2. Útflutningur flugvéla að verðmæti tæplega 10 ma.kr. er skráður sem neikvæð atvinnu- vegafjárfesting í þjóðhagsreikningum Hagstofunnar og mælist atvinnuvegafjárfesting sem því nemur minni á fyrsta fjórðungi. Án þessara flugvéla, sem keyptar voru til landsins árið áður, en rötuðu ekki inn í þjóðhagsreikninga Hagstofunnar, hefði samdráttur atvinnuega- fjárfestingar verið um tveimur tugum prósentna minni og samdráttur heildarfjárfestingar helmingi minni. Þegar þessi liður er dreginn frá eru niðurstöðurnar í betra samræmi við síðustu spá.

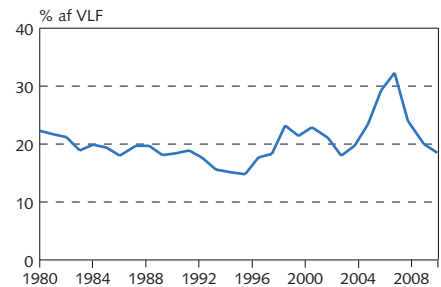
Mynd IV-4
Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2007¹



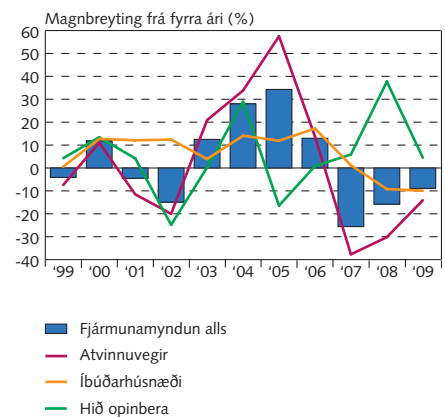
1. Vöxtur einkaneyslu á 2. ársfjórðungi 2007 er spá Seðlabankans. Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd IV-5
Fjármunamyndun sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 1980-2009¹



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

Mynd IV-6
Vöxtur fjármunamyndunar og helstu undirflokka hennar 1999-2009¹

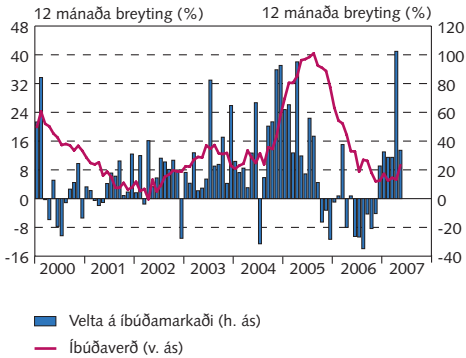


1. Spá Seðlabankans 2007-2009. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

Velta og verð á húsnæðismarkaði
á höfuðborgarsvæðinu

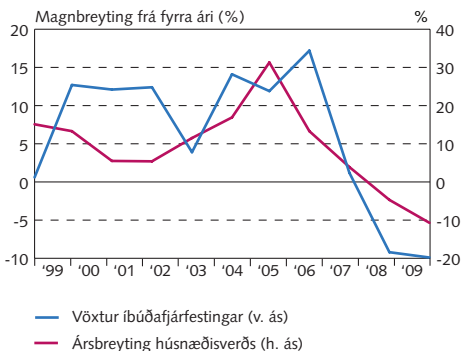
Mánaðarlegar tölur janúar 2000 - maí 2007



Heimild: Fasteignamat ríkisins.

Mynd IV-8

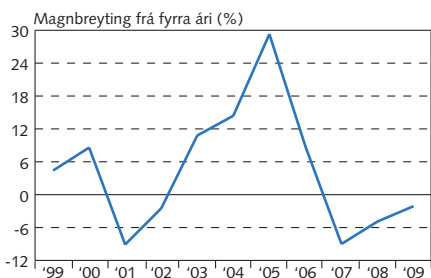
Vöxtur íbúðafjárfestingar og
þróun húsnæðisverðs 1999-2009¹



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

Mynd IV-9

Vöxtur innflutnings 1999-2009¹



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

stjórnenda á horfur í efnahagslífinu. Vísitala efnahagslífsins hefur aldrei mælst hærrí. Telja 84% stjórnenda fyrirtækja aðstæður í efnahagslífinu vera góðar. Einungis 1,5% þeirra telja aðstæður vera slæmar. Hins vegar lækkar vísitala efnahagslífsins til sex mánaða frá síðustu könnun. Að fleiri fyrirtæki telji að aðstæður verði þá verri endurspeglar góða stöðu nú. Fyrirtæki í fjármála- og tryggingastarfsemi eru afar bjartsýn og telja 13% þeirra að aðstæður í efnahagslífinu verði miklu betri eftir sex mánuði. Athygli vekur að 31% sjávarútvegsfyrirtækja telur að aðstæður verði þá nokkru betri, sem skýrist eflaust af væntingum um gengislækkun krónunnar.

Vísitala innlestrar eftirspurnar hækkar einnig eilítið frá síðustu könnun og telja stjórnendur tæplega 50% fyrirtækja að innlend eftirspurn aukist á næstu sex mánuðum og einungis rúmlega 5% telja að hún minnki. Fyrirtæki í fjármála- og tryggingastarfsemi og verslunargeiranum eru mjög bjartsýn á þróun innlestrar eftirspurnar en stjórnendur 57% fyrirtækja í fjármálastarfsemi og 66% verslana telja að hún aukist.

Þessi svör stjórnenda gætu verið vísbending um að samdráttur fjárfestingar verði ekki jafn hraður og gert er ráð fyrir í spánni. Nokkur vöxtur innflutnings fjárfestingarvöru á fyrstu mánuðum ársins bendir í sömu átt. Tekið er mið af þessum vísbendingum í áhættumati verðbólguþróunarinnar (sjá töflu IX-1).

Spáð er nokkrum vexti íbúðafjárfestingar í ár í stað samdráttar í marsspánni

Í mars var spáð samdrætti íbúðafjárfestingar allt spátímabilið. Frá þeim tíma hefur fasteignamarkaðurinn hins vegar sótt í sig veðrið, íbúðaverð hækkað og velta aukist ört. Innflutningur byggingarefnis og sementssala benda einnig til töluverðrar uppsveiflu íbúðafjárfestingar undanfarna mánuði. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst íbúðafjárfesting um 6,6% á fyrsta fjórðungi ársins. Nú er spáð rúmlega 1% vexti íbúðafjárfestingar í ár, 9% samdrætti á næsta ári og 10% samdrætti árið 2009. Áætlað er að húsnæðisverð hækki um 4% að nafnvirði í ár en lækki nokkuð ört eftir það.

Minni samdráttur innflutnings en í síðustu spá

Innflutningur dregst minna saman á spátímabilinu en í síðustu spá, þótt munurinn sé óverulegur nema í ár. Minni samdráttur á árunum 2008 og 2009 helst í hendur við minni samdrátt þjóðarútgjalda en spáð var í mars. Minni samdráttur í ár skýrist af herra gengi og meiri einkaneyslu.

Enginn hagvöxtur næstu þrjú árin eftir 10% vöxt síðastliðin þrjú ár

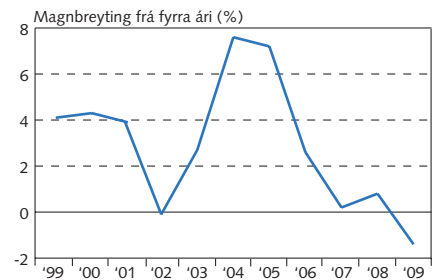
Kraftmikið hagvaxtarskeið er að baki og tímabil aðlögunar er hafið. Á árunum 2004 til 2006 jókst landsframleiðslan að raunvirði um 10%. Nú er spáð að hún verði nánast óbreytt frá yfirstandandi ári til ársins 2009. Hagvaxtarhorfur eru ívið lakari en í síðustu spá, einkum á yfirstandandi ári og árið 2009. Hagvöxtur verður hverfandi á þessu ári samkvæmt spánni, eða einungis um 0,2%. Munurinn frá síðustu spá skýrist af meiri samdrætti þjóðarútgjalda í nýrri spá. Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár eru nánast óbreyttar frá síðustu spá en þá er spáð 0,8%

vexti. Samdráttur innlestrar eftirspurnar er mun minni en í marsspánni en á móti kemur að framlag utanríkisviðskipta er töluvert neikvæðara. Vöxtur útflutnings er um sjö prósentum minni og samdráttur innflutnings er litlu minni. Meiri samdráttur landsframleiðslu árið 2009 en spáð var í mars, eða 1,4% á móti 1%, skýrist af meiri samdrætti innlestrar eftirspurnar. Samdráttur landsframleiðslunnar á árinu 2009 verður fyrir vikið meiri þótt framlag utanríkisviðskipta sé jákvæðara en í síðustu spá.

Slaki myndast hálfu ári fyrir en í síðustu spá

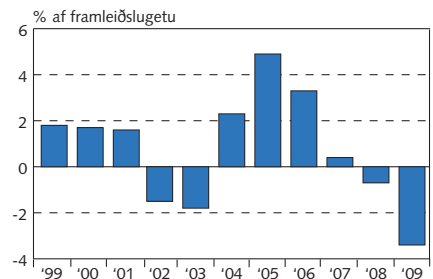
Samkvæmt spánni hefur framleiðsla u.þ.b. aðlagast framleiðslugetu á fyrri hluta næsta árs, eða hálfu ári fyrir en í síðustu spá. Lakari hagvaxtarhorfur og endurskoðun á framleiðslugetu flýta fyrir hjöðnun framleiðsluspennunnar. Lækkun afskriftahlutfalls fjármagnsstofnsins frá síðustu spá er jákvæð fyrir stærð og vöxt framleiðslugetunnar og stuðlar að lækkun framleiðsluspennu. Lækkun metinnar framleiðsluspennu úr 1% í 0,4% af framleiðslugetu í ár skýrist þó nær eingöngu af minni hagvexti en spáð var í mars. Á næsta ári er gert ráð fyrir 0,7% slaka, samanborið við 0,3% spennu í síðustu spá. Hér skiptir endurmat á framleiðslugetu þjóðarbúsins meira máli enda hagvaxtarhorfur nánast óbreyttar, eins og áður segir. Á árinu 2009 leggjast aukin framleiðslugeta og minni hagvöxtur en í síðustu spá á eitt og mat á framleiðsluspennu lækkar í um 3½% slaka. Slakinn nær hámarki í lok spátímans en tekur að minnka aftur á öðrum fjórðungi 2010.

Mynd IV-10
Hagvöxtur 1999-2009¹



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

Mynd IV-11
Framleiðsluspenna 1999-2009¹



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

Fyrir hverja útgáfu *Peningamála* gerir Seðlabankinn könnun á mati sérfræðinga á horfum í efnahagsmálum. Könnunin var gerð um miðjan júní og voru þátttakendur greiningardeildir Glitnis hf., Kaupþings hf. og Landsbanka Íslands hf. Helstu breytingar frá spá sömu aðila í mars sl. eru að þeir spá meiri verðbólgu og minni hagvexti á þessu ári. Að ári liðnu búast þeir við sterkara gengi krónunnar, hærri stýrivöxtum og meiri hækkun fasteignaverðs en í síðustu spá.

Verri verðbólguhorfur til skamms tíma

Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa versnað frá síðustu könnun í mars. Sérfræðingarnir spá að verðbólga verði 4,4% milli ársmeðaltala 2006 og 2007, sem er svipað og í grunnspá Seðlabankans. Í grunnspánni er hins vegar gert ráð fyrir að undirliggjandi verðbólga verði rúmlega 6% á þessu ári.¹ Meðalspá sérfræðinga greiningardeilda um verðbólgu milli ársmeðaltala 2007 og 2008 er svipuð spá þeirra fyrir síðustu útgáfu *Peningamála* eða 3,6%. Flestir búast við því að verðbólga verði nálægt verðbólgu markmiði Seðlabankans á árinu 2009 og meðalspáin um verðbólgu milli ársmeðaltala 2008 og 2009 er 3%. Verðbólga lækkar hraðar í grunnspá Seðlabankans enda gert ráð fyrir nokkru hærri stýrivöxtum á næsta ári og verðbólga því nálægt markmiði í lok ársins 2008.

Hagvöxtur glæðist á næsta ári

Sérfræðingarnir reikna með töluvert minni hagvexti á þessu ári en í síðustu könnun og hljóðar meðalspáin upp á 1,3% hagvöxt. Í grunnspá Seðlabankans er hins vegar búist við hraðari aðlögun efnahagslífsins og hagvöxtur því einungis 0,2%. Einn svarenda telur

1. Miðað við vísitölu neysluverðs án áhrifa lækkunar virðisaukaskatts.

Rammagrein IV-1

Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

einnig að hagvöxtur verði hverfandi á þessu ári. Sérfræðingarnir eru sammála um að hagvöxtur glæðist nokkuð á árinu 2008 og hækki í um 3,5%. Ef lítið er til ársins 2009 búast þeir að meðaltali við tæplega 3% hagvexti. Grunnspá Seðlabankans er nokkuð frábrugðin. Spáð er tæplega 1% hagvexti á næsta ári og samdrætti árið 2009. Þess ber hins vegar að gæta að flestir sérfræðingarnir búast við frekari stóriðjuframkvæmdum á næstu árum.

Sérfræðingarnir spá sterkri krónu fram á næsta ár

Gengi krónunnar hefur hækkað verulega á undanförunum mánuðum. Sérfræðingarnir spá að gengisvísitalan verði að meðaltali rúmlega 120 stig að ári og u.þ.b. 125 stig eftir tvö ár. Sérfræðingarnir meta horfur um gengisþróun eitt ár fram í tímann nokkuð mismunandi. Svörin liggja á bilinu 112-130 stig. Í grunnspá Seðlabankans er gengisþróunin svipuð, gengisvísitalan er að meðaltali tæplega 120 stig á næsta ári en 128 stig á árinu 2009.

Hærri stýrivextir á spátímabilinu

Stýrivaxtaspá sérfræðinganna er nokkurn veginn í samræmi við birtan stýrivaxtaferil í síðustu *Peningamálum*. Stýrivextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í 13,3% síðan í desember sl.² Sérfræðingarnir spá því að stýrivextir verði að meðaltali rúmlega 11% eftir eitt ár, tæplega 7% eftir tvö ár og tæplega 6% eftir þrjú ár. Þeir reikna allir með að stýrivextir verði lækkaðir á síðasta fjórðungi þessa árs.

Ekkert lát á hækkun eignaverðs

Hlutabréfaverð hefur hækkað verulega á undanförunum mánuðum og úrvalsvísitalan slegið hvert metið á fætur öðru. Hinn 20. júní sl. stóð vísitalan í tæpum 8.200 stigum, sem er um 9% hækkun frá miðjum mars. Að meðaltali spá sérfræðingarnir því að úrvalsvísitalan standi í tæpum 9.500 stigum eftir eitt ár og rúmum 10.700 stigum eftir tvö ár.

Húsnæðisverð hefur fylgt sömu þróun að undanförunu, enda yfirleitt jákvæð fylgni milli eignaverðs og gengis krónunnar. Sérfræðingarnir búast að meðaltali við að fasteignaverð hækki um rúmlega 4½% á næstu tólf mánuðum og haldi svo áfram að hækka á spátímabilinu um 2-3% á ári.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2007			2008			2009		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (milli ársmt.)	4,4	4,4	4,5	3,6	2,8	4,3	3,0	2,5	3,8
Hagvöxtur	1,3	0,5	2,0	3,4	2,5	4,2	2,8	2,6	3,0
	Júní 2008			Júní 2009			Júní 2010		
Verðbólga	3,8	3,7	3,9	3,1	2,6	3,9	2,7	2,5	3,2
Gengisvísit. erl. gjaldmiðla	121	112	130	125	122	127	127	125	130
Stýrivextir Seðlabankans	11,3	11,1	11,6	6,8	6,6	7,0	5,8	5,8	5,8
Langtímanafnvextir ²	7,5	6,8	8,4	6,7	6,1	7,6	6,5	6,0	7,2
Langtímaraunvextir ³	3,8	3,8	3,9	3,5	3,4	3,6	3,4	3,3	3,5
Úrvalsvísitala aðallista	9.470	8.750	10.003	10.736	9.800	11.457	12.294	11.000	13.529
Ársbreyting fasteignaverðs	4,6	4,0	5,0	2,1	1,5	2,5	2,7	2,5	3,0

1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi, vexti og úrvalsvísitölu. Sínd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%), gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig) og úrvalsvísitölu aðallista (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Glitnis hf., Kaupþings hf. og Landsbanka Íslands hf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í íbúðabréf (HFF150644).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Ný framsetning stýrivaxta tók gildi 21. júní sl. og eru stýrivextir nú settir fram sem nafnvextir í stað ávöxtunar á ársgrundvelli. Stýrivextir eru því 13,3% sem samsvarar 14,25% ársávöxtun. Svörum greiningaraðila hefur því verið umbreytt í nafnvexti til samræmis.

V Opinber fjármál

Horfur eru á heldur betri afkomu hins opinbera á spátímabilinu en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Það skýrist einkum af minni samdrætti einkaneyslu allt spátímabilið og hærra raungengi í ár og á næsta ári, sem ýtir undir innflutning.

Töluverður vöxtur tekna hins opinbera á fyrsta fjórðungi 2007

Hagstofa Íslands birti um miðjan júní þjóðhagsreikninga og yfirlit um opinber fjármál á fyrsta ársfjórðungi 2007. Samkvæmt þeim jukust tekjur hins opinbera að raungildi um 8% frá sama fjórðungi árið 2006, eða 11 ma.kr. Aukninguna má aðallega rekja til meiri tekna ríkissjóðs af skattlagningu fyrirtækja og af óbeinum sköttum. Útgjöld hins opinbera eru talin hafa aukist um 5½% að raungildi á sama tíma vegna meiri launagjalda, tilfærslna og vaxtagjalda af fé til endurlána.¹

Afkoma versnar minna vegna minni samdráttar einkaneyslu

Litlar breytingar hafa orðið á forsendum sem hafa áhrif á opinber fjármál. Ekki eru tölusett útgjaldamarkmið í málefnasamningi nýrrar ríkisstjórnar. Útgjaldaforsendur við spágerð eru því óbreyttar. Afkoma hins opinbera versnar þó minna í ár en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Reiknað er með að afgangur nemi 4,7% af landsframléiðslu í ár, en afkoman versni um sem nemur 8,8 prósentum af landsframléiðslu á næstu tveimur árum. Í mars var reiknað með rýrnun afkomu um 9½ prósentu. Verri afkoma skýrist, eins og áður, einkum af áhrifum efnahagssamdráttar, skattalækkana og breytinga á raungengi og neyslu á tekjur ríkissjóðs. Þá hafa aukin tilfærsluútgjöld og framkvæmdir áhrif á útgjöld. Spár um raungengi og neyslu árin 2007 og 2008 eru þó hagstæðari fyrir ríkistekjur en í mars. Vegna þess að spáð er minni hækkun á hlutfallslegu verði samneyslu, hækkar hlutfall opinberra útgjalda af landsframléiðslu minna árin 2008 og 2009 en samkvæmt *Peningamálum* 2007/1, um 3,6 prósentur í stað 6½ prósentu.

Tafla V-1 Fjármál hins opinbera 2005-2009

% af landsframléiðslu	2005	2006	2007	2008	2009
Tekjur	47,6	46,7	48,4	45,4	42,6
Gjöld	42,3	41,4	43,7	45,6	47,5
Afkoma	5,2	5,3	4,7	-0,2	-4,9
Sveifluleiðrétt afkoma	2,4	3,4	4,5	0,3	-2,8
Hreinar skuldir ¹	4,5	0,8	0,8	1,0	5,2
Heildarskuldir	24,1	30,7	25,9	25,0	28,5

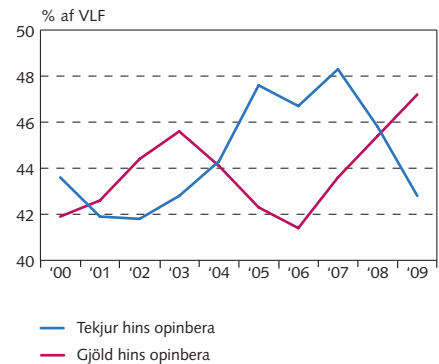
1. Bankainnstæður ríkissjóðs meðtaldar.

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

1. Á móti vöxtum af fé til endurlána koma vaxtatekjur.

Mynd V-1

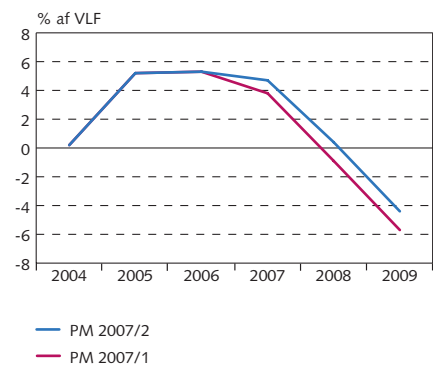
Tekjur og gjöld hins opinbera 2000-2009¹



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

Mynd V-2

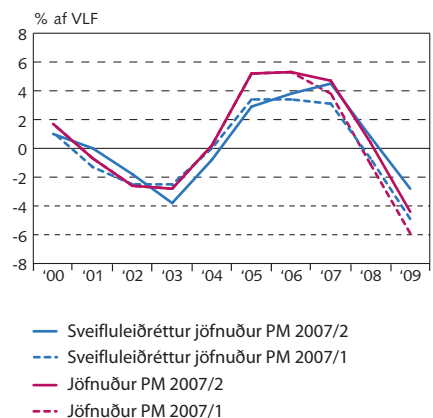
Tekjujöfnuður hins opinbera 2004-2009¹



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

Mynd V-3

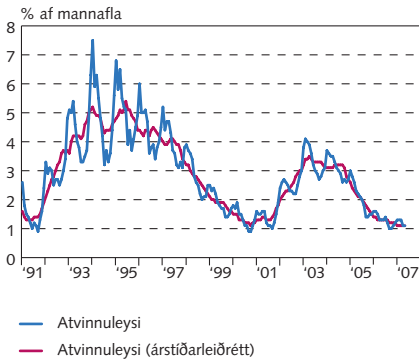
Sveifluleiðrétt afkoma hins opinbera 2000-2009¹



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

Mynd VI-1

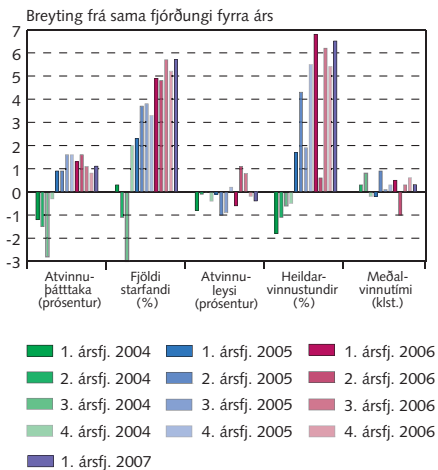
Atvinnuleysi janúar 1991 - maí 2007



Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

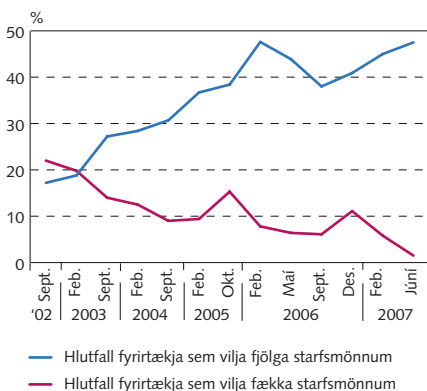
Breytingar á vinnuafli
2003-2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3

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



Heimild: Capacent Gallup.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Spenna á vinnumarkaði hefur aukist frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Atvinnuleysi minnkaði enn í apríl og maí. Vöxtur eftirspurnar eftir vinnuafli virðist síst minni og aldrei hafa eins fá fyrirtæki viljað fækka starfsmönnum. Aukinni eftirspurn er enn að mestu leyti mætt með innflutningi vinnuafls, en vegna hindrana á innflutningi vinnuafls frá löndum utan evrópska efnahagssvæðisins hefur reynst erfitt að bregðast við skorti á sérfræðingum og öðru sérmenntuðu starfsfólki með innflutningi vinnuafls. Launaskrið hefur því aukist og launahækkunarir það sem af er ári verið meiri en reiknað var með í síðustu spá Seðlabankans.

Enn dregur úr atvinnuleysi ...

Skráð og árstíðarleiddrett atvinnuleysi var 1,1% í apríl og maí. Það sem af er ári hefur atvinnuleysi verið 1,2% að meðaltali. Nú er talið að hægar dragi úr spennu á vinnumarkaði en gert var ráð fyrir í marsspánni og að atvinnuleysi verði um ½ prósentu minna á ári út spátím-ann. Spáð er að atvinnuleysi verði að meðaltali um 3% á næsta ári og rétt rúmlega 4% árið 2009.

... og vinnuafslnotkun eykst

Vinnuafslnotkun jókst á alla mælikvarða á fyrsta fjórðungi ársins 2007 frá sama fjórðungi árið á undan samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Ársaukningin var nokkru meiri en í fjórðungnum á undan. Vinnustundum fjölgaði um 6½% frá fyrra ári, starfandi fólki um 5,7% og atvinnuþátttaka jókst um 1,1 prósentu og var 82,2%. Mest aukning var meðal starfandi fólks í yngsta aldurshópnum, 16-24 ára (10,3%), ólíkt því sem var á síðasta ári þegar mest aukning var í aldurshópnum 25-54 ára.

Fleiri fyrirtæki vilja fjölga starfsmönnum

Niðurstöður kannana meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins geta gefið leiðandi vísbendingu um eftirspurn eftir starfsfólki.¹ Niðurstöður könnunar sem gerð var í maí sýna að eftirspurn fyrirtækja eftir starfsfólki hefur aukist töluvert frá því að sambærileg könnun var gerð í febrúar. Rúmt 51% fyrirtækja taldi að skortur væri á starfsfólki í maí en í febrúar voru 40% þeirrar skoðunar. Tæplega helmingur fyrirtækja vildi fjölga starfsmönnum á næstu sex mánuðum, sem er 3 prósentna fjölgun frá febrúar sl. Aldrei hafa jafn fá fyrirtæki viljað fækka starfsmönnum og nú eða aðeins 1½% fyrirtækja. Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga starfsmönnum hefur aðeins einu sinni áður verið jafn hátt og í maí sl. en það var í september 2005.

Töluverður munur er á afstöðu fyrirtækja til fjölgunar starfsmanna eftir staðsetningu. Rúmlega helmingur fyrirtækja á höfuðborgarsvæðinu vill fjölga starfsmönnum en rúmlega þriðjungur fyrirtækja á landsbyggðinni. Í fyrsta skipti frá því að kannanir þessar hófust var ekki munur á vilja fyrirtækja til að fækka starfsmönnum eftir búsetu. Í

1. Könnunin hefur verið gerð reglulega frá því í september árið 2002 fyrir Seðlabanka Íslands, fjármálaráðuneytið og Samtök atvinnulífsins.

fyrri könnunum hafa ætíð mun fleiri fyrirtæki á landsbyggðinni viljað fækka starfsmönnum en á höfuðborgarsvæðinu. Minnstur vilji til fjölgunar starfsmanna var í sjávarútvegi (17%) en mestur í fjármála- og tryggingastarfsemi og sérhæfðri þjónustu (72-76%).

Skortur á sérhæfðu starfsfólki hefur aukist

Eins og undanfarnin misseri hefur aukinni eftirspurn eftir vinnuafli að mestu leyti verið mætt með innflutningi vinnuafls. Fyrstu fimm mánuði ársins fjölgaði nýjum erlendum starfsmönnum á vinnumarkaði um 470 að meðaltali á mánuði og 330 hófu störf hjá nýjum atvinnurekanda mánaðarlega. Rúmlega 90% nýrra starfsmanna á vinnumarkaði komu frá ESB-8-ríkjunum.²

Engar vísbendingar sjást enn um að dragi úr framboði ríkisborgara frá ESB-8-ríkjunum til landsins þrátt fyrir að verulega hafi dregið úr atvinnuleysi í Evrópu. Minna atvinnuleysi þar gæti þó átt þátt í auknum skorti á sérhæfðu starfsfólki hér á landi undanfarna mánuði. Samkvæmt könnun meðal stærstu fyrirtækja landsins er mikill vilji til að fjölga starfsfólki í fjármála- og tryggingastarfsemi og sérhæfðri þjónustu og telja stjórnendur rúmlega 70% fyrirtækja í þeim greinum að skortur sé á starfsfólki. Erfiðara virðist vera að manna störf í þessum greinum með starfsfólki frá evrópska efnahagssvæðinu og langan tíma tekur að fá atvinnuleyfi fyrir starfsfólk utan þess. Atvinnurekendur hafa því í auknum mæli þurft að keppa um sérhæft innlent starfsfólk með yfirboðum í launum.

Launaskrið meðal sérfræðinga eykst

Opnun íslensks vinnumarkaðar fyrir starfsmönnum frá ESB-8-ríkjunum létti nokkuð á undirliggjandi launaþrýstingi á vinnumarkaði á seinni hluta síðasta árs, sérstaklega meðal ófaglærðs starfsfólks. Skortur á sérhæfðu starfsfólki hefur hins vegar aukist undanfarna mánuði vegna mikillar eftirspurnar og hefur það leitt til verulegs launaþrýstings hjá þessum hópum.

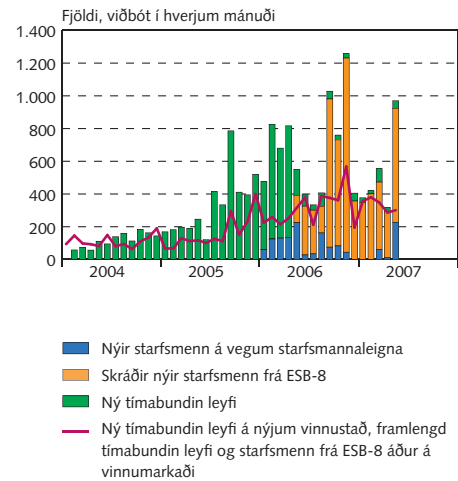
Vaxandi umframeftirspurn sem ekki er hægt að mæta með innflutningi vinnuafls hefur komið fram í því að laun þessara hópa hafa hækkað töluvert umfram laun annarra starfshópa það sem af er ári. Umsamdar launahækkningar komu til framkvæmda 1. janúar sl. voru almennt 2,9% en launavísitala fyrir allan vinnumarkaðinn hækkaði um 4,2% milli fjórðunga á fyrsta ársfjórðungi. Sérfræðingar, tæknar, sérmenntað starfsfólk og skrifstofufólk hækkuðu töluvert meira eða á bilinu 4,8-5,9%.³

Launahækkningar skila sér upp allan launastigann

Í kjölfar samkomulags milli Alþýðusambands Íslands og Samtaka atvinnulífsins sl. sumar við endurskoðun launaliðar kjarasamninga var gert ráð fyrir því við spágerð að hækking lægstu launa, sem var mark-

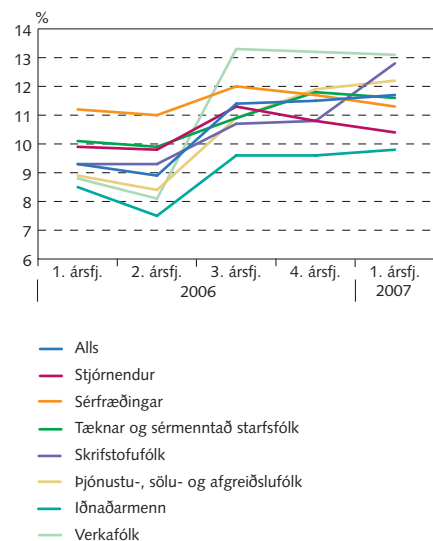
2. Nýju Evrópusambandsríkin átta eru Eistland, Lettland, Litháen, Pólland, Slóvakía, Slóvenía, Tékkland og Ungverjaland.
3. Launabreytingar samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar eru líklegast töluvert vanmetnar þegar hreyfingar milli atvinnurekenda eru jafn miklar og nú er, þar sem vísitalan mælir aðeins breytingar á launum starfsmanna í starfi hjá sama atvinnurekanda. Launabreytingar sem verða þegar einstaklingar færa sig á milli atvinnurekenda vegna hærri launa koma því ekki fram í vísitölunni.

Mynd VI-4
Erlendir starfsmenn skráðir
hjá Vinnuálastofnun



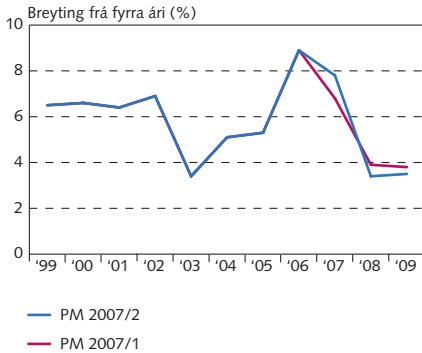
Heimild: Vinnuálastofnun.

Mynd VI-5
Vísitala launa á almennum vinnumarkaði
eftir starfstéttum
Breyting frá fyrra ári (%)



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-6
Launakostnaður á framleidda einingu
1999-2009¹



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

mið aðila við endurskoðunina, dreifðist upp allan launastigann vegna þess hversu mikil spenna væri fyrir hendi á vinnumarkaði. Virðist sem það hafi gengið eftir, þótt launaskriðið hafi komið fram seinna en gert var ráð fyrir í spám bankans. Launakostnaður var því ofmetinn í *Peningamálum* 2006/2 og 2006/3. Í mars var spá um launaþróun hins vegar lækkuð þar sem talið var að innflutningur vinnuafis gæti hafa dregið úr launaskriði umfram það sem áður hafði verið áætlað. Síðan þá hefur launaskriði, sérstaklega meðal stjórnenda og sérfræðinga, hins vegar verið töluvert og mun meira en gert var ráð fyrir í mars. Jafnframt benda leiðandi vísbendingar til að eftirspurn eftir vinnuafli muni enn aukast á næstu mánuðum.

Óvissa um framboð erlends vinnuafis og komandi kjarasamninga

Meiri spenna á vinnumarkaði hefur í för með sér að spá Seðlabankans nú hljóðar upp á nokkru meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á þessu ári en í síðustu spá í mars eða um 7,8% í stað 6,8%. Hins vegar er gert ráð fyrir minni hækkun launakostnaðar á árunum 2008-2009 þrátt fyrir svipaðar forsendur um hækkun launa þar sem mat á framleiðnivexti hefur hækkað nokkuð frá síðustu spá. Talið er að meiri hætta sé á að launakostnaður á næstu árum sé vanmetinn en að hann sé ofmetinn í spánni. Meiri verðbólga framan af spátímabilinu en í síðustu spá eykur óvissu um launaþróun næstu ára vegna komandi kjarasamninga og óvissa um framboð erlends vinnuafis á næstu miss-erum hefur einnig aukist frá því sem gert var ráð fyrir í mars.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptahallinn á fyrsta fjórðungi þessa árs var 28 ma.kr. og dróst hann því saman um tæplega 74 ma.kr. frá fyrri ársfjórðungi. Þetta er mesta breyting á viðskiptajöfnuðinum á einum ársfjórðungi síðan ársfjórðungslegar mælingar hófust. Um helming breytingarinnar má rekja til minni vöruskiptahalla, 4% til minni halla á þjónustuviðskiptum og 46% til minni halla á þáttatekjum. Rekstrarframlög til útlanda jukust hins vegar mikið á fyrsta ársfjórðungi. Voru þau neikvæð um 1,4 ma.kr. Aukninguna má rekja til aukinna framlaga til þróunaraðstoðar og alþjóðastofnana.

Óreglulegir þættir skýra verulega minni viðskiptahalla

Í ljósi mikils ójafnvægis í utanríkisviðskiptum undanfarin ár eru það óneitanlega jákvæð tíðindi að viðskiptahallinn dragist saman. Samdráttinn má hins vegar að mestu leyti rekja til óreglulegra þátta, frekar en að dregið hafi úr undirliggjandi ójafnvægi. Aukning vöruútflutnings umfram síðustu spá skýrist að stærstum hluta af flugvélaviðskiptum. Í endurskoðuðum tölum Hagstofu Íslands yfir vöruviðskiptin á síðasta ári kemur fram umfangsmikill innflutningur flugvéla sem ekki var tekið tillit til í bráðabirgðatölum. Þessar flugvélar voru svo fluttar út aftur á fyrstu mánuðum þessa árs. Leiðréttingin hefur í för með sér að heildarvöruinnflutningur á síðasta ári var talsvert meiri en fyrstu tölur bentu til. Að sama skapi hefur útflutningur flugvéla mikil áhrif á vöruskiptajöfnuðinn á fyrsta fjórðungi þessa árs. Sé litið fram hjá óreglulegum liðum í vöruviðskiptum, þ.e.a.s. viðskiptum með skip og flugvélar, var vöruskiptahallinn á fyrsta ársfjórðungi rúmlega helmingi meiri, eða tæpir 18 ma.kr. í stað rúmlega 8 ma.kr. (sjá mynd VII-2).

Innflutningur vöru og þjónustu á fyrsta ársfjórðungi var í samræmi við spá bankans, en útflutningur vöru og þjónustu var talsvert meiri en spáð var þrátt fyrir að horft sé fram hjá óreglulegum vöruútflutningi. Af gögnum um vöruviðskipti í apríl og maí má hins vegar ráða að vöruviðskipti á öðrum ársfjórðungi verði í stórum dráttum í samræmi við spána í síðasta hefti *Peningamála*.

Á fyrsta fjórðungi ársins var halli á þjónustuviðskiptum rúmlega 2 ma.kr. minni en á sama tíma í fyrra. Fjölgun erlendra ferðamanna sem komið hafa til landsins og gistinátta það sem af er ári bendir til þess að þjónustutekjur af ferðamönnum munu aukast talsvert á þessu ári. Hins vegar eru vísbendingar um að ferðum Íslendinga út fyrir landsteinana muni fjölga á þessu ári sem mun hafa í för með sér aukin þjónustugjöld. Á móti vegur að þjónustuinnflutningur sem tengist stóriðjuframkvæmdum mun dragast saman á þessu ári miðað við fyrra ár. Á heildina litið má búast við að halli á þjónustuviðskiptum við útlönd haldi áfram að dragast saman á næstu ársfjórðungum.

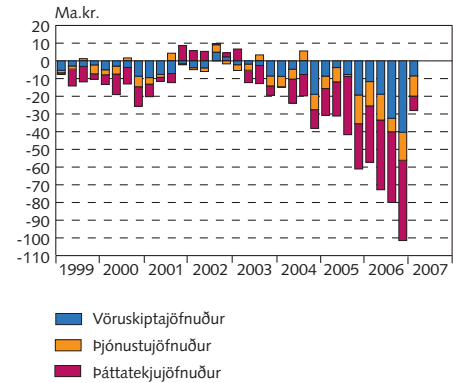
Halli á jöfnuði þáttatekna dróst mikið saman á fyrsta ársfjórðungi

Miklar breytingar urðu á jöfnuði þáttatekna milli ársfjórðunga.¹ Þáttatekjur jukust um 37 ma.kr. en þáttgjöldin jukust aðeins um tæpa

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar¹

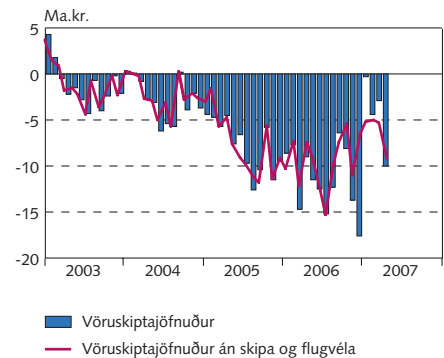
1. ársfj. 1999 - 1. ársfj. 2007



Mynd VII-2

Vöruskiptajöfnuður

Mánaðartölur á föstu gengi



1. Jöfnuður þáttatekna lýsir flæði launa-, vaxta- og arðgreiðslna til og frá landinu. Auk þess flokkast svokallaður endurfjárfestur hagnaður, þ.e. hagnaður af fyrirtækjum í eigu Íslendinga erlendis að frádregnum hagnaði af fyrirtækjum í eigu útlendinga hér á landi, undir þáttatekjujöfnuð.

5 ma.kr. Hafa ber í huga að brúttóskuldir íslenska þjóðarbúsins eru töluvert meiri en brúttóeignirnar erlendis. Munar þar um 1.283 ma.kr. Tölurnar bera því með sér að mikil umskipti hafi orðið í ávöxtun eignastofnanna. Mest aukning var í ávöxtun hlutafjár, sem var um 35 ma.kr. á síðasta ársfjórðungi 2006, en tæplega 65 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi 2007. Ávöxtunin var að mestu leyti fólgin í s.k. „endurfjárfestum hagnaði“, sem var tæplega 61 ma.kr. og má að stórum hluta rekja til mikils hagnaðar eins fyrirtækis þar sem Íslendingar eiga stóran hlut.

Erfitt er að spá þróun þáttatekna næstu ársfjórðunga í ljósi þess hversu stór hluti þeirra er fólgin í ávöxtun beinnar erlendar fjármunaeignar. Þessi ávöxtun er háð rekstrarafkomu þeirra fyrirtækja sem innlendir aðilar fjárfesta í erlendis. Að sama skapi eru stórir eignarhlutir í innlendum fyrirtækjum í eigu erlendra eignarhaldsfélaga. Góð afkoma þessara fyrirtækja getur því haft neikvæð áhrif á viðskiptahallann í gegnum jöfnuð þáttatekna.²

Hrein erlend staða batnaði lítils háttar milli ársfjórðunga

Hrein staða þjóðarbúsins við útlönd var neikvæð um 1.283 ma.kr. í lok fyrsta ársfjórðungs 2007 og hefur batnað um 114 ma.kr. frá því í lok árs 2006. Bæði erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins jukust talsvert á tímabilinu, en eins og breytingin á hreinni erlendri stöðu ber með sér jókst verðmæti erlendra eigna umfram skuldir. Þessa aukningu má þó að mestu leyti rekja til styrkingar á gengi krónunnar.

Horfur um þróun viðskiptahalla svipaðar og í fyrri spá

Í ljósi minni viðskiptahalla á fyrsta ársfjórðungi, vegna óreglulegra þátta í vöruviðskiptum og óvænts samdráttar á jöfnuði þáttatekna, er spáin fyrir viðskiptahalla á þessu ári heldur lægri en í fyrri spá. Lausleg áætlun miðað við meðalávöxtun eignastofna bendir þvert á móti til að veruleg hættu sé á verri niðurstöðu. Spáin fyrir næsta ár er hins vegar í stórum dráttum óbreytt en spáð er nokkru minni viðskiptahalla árið 2009 en síðast vegna betri horfa um þróun viðskiptakjara.

2. Nánar er fjallað um þetta efni í grein eftir þá Daníel Svavarsson og Pétur Ö. Sigurðsson í þessu hefti *Peningamála*.

VIII Verðlagspróun

Þrátt fyrir hærra gengi krónunnar en gert var ráð fyrir í spá sem birtist í *Peningamálum* í mars hefur verðbólga verið meiri en búist var við. Dreigið hefur úr tólf mánaða mældri verðbólgu, en það má einkum rekja til lækkunar neysluskatta og grunnáhrifa. Áhrifa mikilla verðhækkana vorið 2006 í kjölfar snarprar gengislækkunar krónunnar gættir ekki lengur í tólf mánaða breytingu vísitölu neysliverðs. Á þennan mælikvarða lækkaði verðbólgan því úr 5,9% sl. mars í 4% í júní þótt vísitala neysliverðs hafi hækkað um 2% á sama tíma. Undirliggjandi verðbólga er töluvert meiri. Ef áhrif sveiflunkenndra þátta, opinberrar þjónustu, vaxtabreytinga og óbeinna skatta eru undanskilin mælist tólf mánaða verðbólga 6,2% (sjá rammagrein VIII-1). Töluvert verðbólguþrýstingur er því enn fyrir hendi, enda hefur innlend eftirspurn verið sterk og innlendir kostnaður hækkað mikið undanfarið ár.

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi meiri en reiknað var með

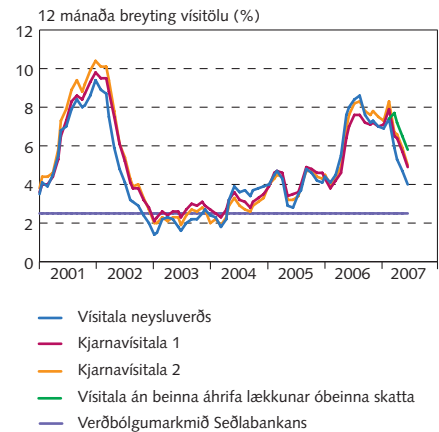
Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi mældist 6½% í samræmi við síðustu verðbólguþrýsting, enda þá langt liðið á fjórðunginn. Nú stefnir í að hún verði 4,4% á öðrum ársfjórðungi eða tæplega prósentu meiri en spáð var í mars. Að mestu leyti skýrist fráviknið af meiri hækkun húsnæðisverðs en reiknað var með. Dreigið hefur verulega í sundur með vísitölu neysliverðs með og án húsnæðis á undanfórnum mánuðum. Tólf mánaða hækkun vísitölu neysliverðs án húsnæðis nam 1,7% í júní sem er rúmlega 2 prósentum minna en hækkun vísitölu í heild. Til samanburðar var munurinn tæp prósentu í byrjun þessa árs.

Ekkert lát á hækkun húsnæðisverðs

Það sem af er ári hefur fasteignamarkaðurinn tekið vel við sér á nýjan leik og einkennst af mikilli veltu og verðhækkunum. Greiningaraðilar höfðu lengi reiknað með því að umtalsverð kólnun á húsnæðismarkaði væri í nánd. Undir lok síðasta árs virtist sem hún væri hafin. Frá áramótum hefur verðhækkun húsnæðis hins vegar enn á ný verið drifkraftur aukinnar verðbólgu. Áhrif til hækkunar vísitölu neysliverðs hafa síðan þá numið tæplega 1½ prósentu. Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur árstíðarleiddrétt íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um rúmlega 4% og árstíðarleiddrétt velta á fasteignamarkaði um tæp 4% (miðað við veltu samkvæmt kaupdegi). Í júní sl. nam árs-hækkun húsnæðisþáttarins 11%.

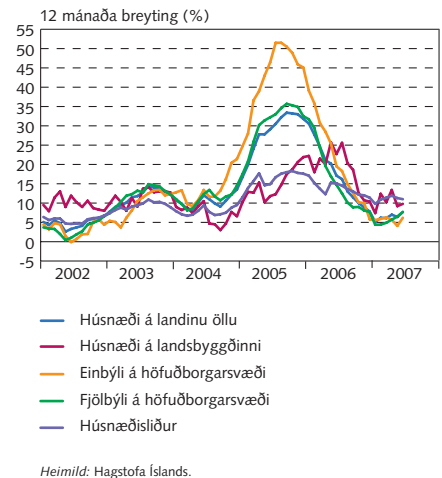
Í ljósi þróunar efnahagsaðstæðna undanfarna mánuði ætti ekki að koma á óvart að eftirspurn eftir húsnæði hafi aukist á ný. Kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur aukist verulega vegna mikilla launahækkana, lækkunar skatta og vaxandi atvinnu. Húsnæðismarkaðurinn virðist jafnframt oft hafa tilhneigingu til að vera sterkur á sama tíma og gengi krónunnar. Þessar aðstæður endurspeglast í því að væntingar neytenda eru í hámarki um þessar mundir. Þessu til viðbótar hefur umrót á íbúðalánamarkaði aukist á ný eftir að íbúðalánasjóður hækkaði lánshlutföll og hámarksfjárhæð lána í febrúar sl. Viðbrögð viðskiptabankanna voru að hækka einnig lánshlutföll og rýmka lánaskilmála, auk þess sem lánamöguleikum fjölgaði, bæði í innlendum og erlendum gjald-

Mynd VIII-1
Verðbólga janúar 2001 - júní 2007¹



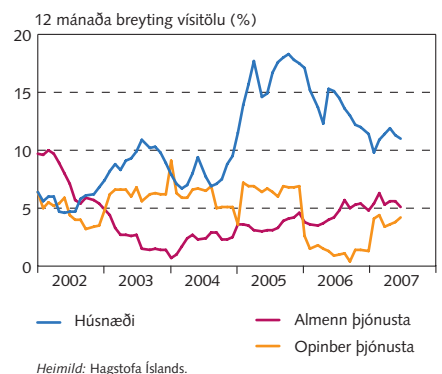
1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu. Kjarnavísitala 1 er vísitala neysliverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið.
Heimild: Hagstofa Íslands.

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



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3
Verðlagspróun: húsnæði og þjónusta janúar 2002 - júní 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

Rammagrein VIII-1

Mat á undirliggjandi verðbólgu

Verðbólguþáttur Seðlabankans er að hækkingu vísitölu neysluverðs yfir tólf mánuði sé að jafnaði því sem næst 2½%. Til að ná þessu markmiði þarf bankinn að horfa til framtíðar. Þótt verðbólga sl. tólf mánuði hafi verið 2½% breytir það litlu ef skriðþungi verðbreytinga í efnahagslífinu leiðir til mun meiri verðbólgu á næstu tólf mánuðum. Seðlabankinn reynir því að greina tímabundna og tilviljunarkennda þætti liðinnar verðbólgu frá þeim þáttum sem eru vísbending um framtíðina og oft nefndir undirliggjandi verðbólga.¹

Þegar lagt er mat á undirliggjandi verðbólgu er leitast við að einangra verðbreytingar sem endurspeglar sveiflukennda og tímabundna þætti, t.d. breytingar á óbeinum sköttum, frambóðshnykki eða breytingar á verðhlutföllum. Seðlabankar telja oftast óþarft að bregðast við fyrstu umferðar áhrifum slíkra verðbreytinga þótt þær leiði til tímabundinna frávikna frá markmiði. Við vissar aðstæður geta tímabundnir sveiflur þó haft langvarandi áhrif sem bregðast þarf við.

Mælikvarðar á kjarnaverðbólgu

Hagstofa Íslands birtir mánaðarlega tvær kjarnavísitölur samhliða birtingu vísitölu neysluverðs. Kjarnavísitölurnar eru byggðar á sama grunni og vísitala neysluverðs en í kjarnavísitölu 1 er undanskilið verð grænmetis, ávaxta, búvöru og bensíns og í kjarnavísitölu 2 til viðbótar verð opinberrar þjónustu. Þessir undirliðir eru sumir mjög sveiflukenndir, verð þeirra er ákvarðað á alþjóðlegum mörkuðum eða háð opinberum ákvörðunum og því meira eða minna utan áhrifasviðs peningastefnunnar.

Breytingar á óbeinum sköttum og niðurgreiðslum hafa áhrif á verðlag á þeim tíma sem breytingin á sér stað. Þær hafa einnig tímabundin áhrif á mælda verðbólgu. Hins vegar þurfa þær ekki að breyta skriðþunga verðbreytinga í hagkerfinu og eru því ekki vísbending um að verðbólgan hafi breyst til frambúðar.

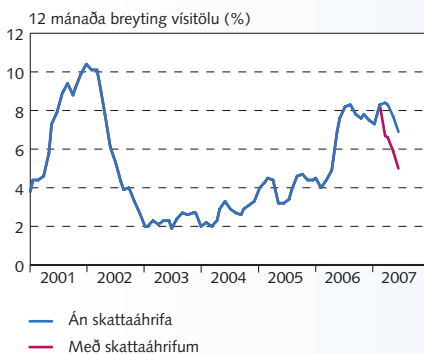
Í mars sl. lækkuðu stjórnvöld virðisaukaskatt og vörugjöld á ýmsar vörur og þjónustu í því skyni að lækka matvöruverð. Hagstofa Íslands hóf af þessu tilefni að birta vísitölu án beinna áhrifa lækkunar óbeinna skatta, þar sem virðisaukaskatti er haldið föstum eins og hann var í febrúar sl. Vísitalan verður mikilvægur mælikvarði á undirliggjandi verðbólguþrýsting þangað til að bein áhrif skattalækkunarinnar fjara út í mars árið 2008. Önnur vísbending um undirliggjandi verðbólgu er kjarnaverðbólga án áhrifa lækkunar óbeinna skatta sem sýnir almenna verðbólguþróun þegar horft er fram hjá sveiflukenndum undirliðum og ákvörðunum hins opinbera.²

Töluverður munur á mældri og undirliggjandi verðbólgu

Þegar áhrifa lækkunar óbeinna skatta gætti í mars lækkaði vísitala neysluverðs um 0,3% og tólf mánaða verðbólga úr 7,4% í 5,9%.³ Vísitalan án áhrifa skattalækkunarinnar hækkaði hins vegar um 1,4% vegna mikils undirliggjandi verðbólguþrýstings. Vegna þessa hefur myndast töluverður munur á tólf mánaða mældri verðbólgu og mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu þar sem horft er fram hjá áhrifum skattabreytinga. Í júní var mæld verðbólga 4% og hafði ekki verið lægri síðan í ágúst árið 2005. Án áhrifa skattalækkunarinnar var verðbólga hins vegar 5,8% eftir að hafa lækkað úr 7,7% í mars. Enn meiri munur er milli mældrar verðbólgu og kjarnaverðbólgu án

Mynd 1

Kjarnaverðbólga með og án skattaáhrifa
janúar 2001 - júní 2007¹



1. Miðað er við kjarnavísitölu 2 sem undanskilur búvöru, ávexti, grænmeti, bensín og opinbera þjónustu.
Heimild: Hagstofa Íslands.

- Um þessi mál er fjallað í grein Þórarins G. Péturssonar (2002) „Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við móttun peningastefnunnar“, *Peningamál* 2002/4, bls. 52-61, og í greininni „Nýr rammur peningastefnunnar“, *Peningamál* 2001/2, bls. 39-44.
- Ýmsar aðrar aðferðir eru notaðar við mat á undirliggjandi verðbólgu. Þar má nefna tölfræðilegar aðferðir líkt og klippt meðaltal (e. trimmed mean) og notkun margvöðra tímaraðalíkana. Einnig er algeng nálgun að minnka vægi þeirra undirliða sem sveiflast mikið á grundvelli sögulegra staðalfrávikna. Sjá nánar í grein Þórarins G. Péturssonar (2002) „Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við móttun peningastefnunnar“, *Peningamál* 2002/4, bls. 52-61.
- Verð á mat- og drykkjarvöru lækkaði um 7,4%, verð á veitingum um 3,2%, verð á almennri þjónustu um 0,6% og verð á opinberri þjónustu um 0,9%.

skattaáhrifa. Kjarnavísitala 2 hafði í júní hækkað um 6,9% á tólf mánuðum og hafði verðbólga minnkað úr 8,4% í mars.

Við mat á undirliggjandi verðbólgu er að auki rétt að horfa fram hjá áhrifum raunvaxta á mælda verðbólgu. Peningastefnan hefur bein áhrif á þennan kostnaðarþátt (sem kemur aðallega fram í húsnæðislið vísitölunnar) og því er misvísandi að líta á slík áhrif sem hluta af undirliggjandi verðbólgu. Bein áhrif hærri vaxta til hækkunar vísitölu neysluverðs námu um 0,7 prósentum á síðustu tólf mánuðum. Miðað við kjarnaverðbólgu án skattaáhrifa og að teknu tilliti til áhrifa hærri raunvaxta er undirliggjandi verðbólga rúmlega 6%. Þegar undirliggjandi verðbólguþrýstingur er svo mikill er enn langt í land að verðbólguþrýstingur Seðlabankans náist.

miðlum. Lækkun útlánsvaxta Íbúðalánasjóðs í apríl sl. ýtti einnig undir eftirspurn. Bankarnir brugðust við lakari samkeppnisstöðu gagnvart Íbúðalánasjóði með því að leggja áherslu á kynningu gengistryggðra lána á lágum vöxtum. Stöðugt og hækandi gengi krónunnar að undanförunu kann að hafa gert gengisbundin lán að fýsilegum kosti í augum lántakenda, þrátt fyrir að ætla megi að hátt gengi krónunnar auki líkur á gengislækkun og þar með aukinni greiðslubyrði. Umræða um kosti gengisbundinna lána umfram vísitölubundin lán í ljósi hárra innlendra vaxta og viðvarandi verðbólgu hefur einnig haft áhrif. Markaðsaðilar virðast að auki vænta þess að gengi krónunnar haldist sterkt á meðan enn er mikill munur á innlendum og erlendum skammtíma vöxtum.

Hærra gengi krónunnar dregur úr verðbólguþrýstingi

Gengi krónunnar hefur haldist sterkt frá haustmánuðum ársins 2006 og hækkað um tæp 4% frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Gengisvísitalan fór lægst í 112 stig í lok maí. Þessi gengispróun hefur dregið úr verðbólguþrýstingi en ekki leitt til mikillar verðlækkunar innfluttrar vöru. Í ljósi þess hversu hratt verðlag innfluttrar vöru hækkaði við skarpa gengislækkun krónunnar vorið 2006 virðist það mun tregbreytanlegra í hina áttina. Ýmislegt getur skýrt slíka þróun. Innlendir kostnaðarþættir hafa hækkað mikið undanfarið ár og vega upp áhrif herra gengis að nokkru leyti. Ef kaupmenn telja ólíklegt að gengishækkunin sé varanleg, t.d. í ljósi þess að gengið er orðið mjög hátt, eru þeir síður líklegir til að lækka verð, einkum ef innlend eftirspurn er sterk. Ársbreyting verðlags innfluttrar mat- og drykkjarvöru mælist þó neikvæð um rúm 3% einkum vegna áhrifa lækkunar virðisaukaskatts.

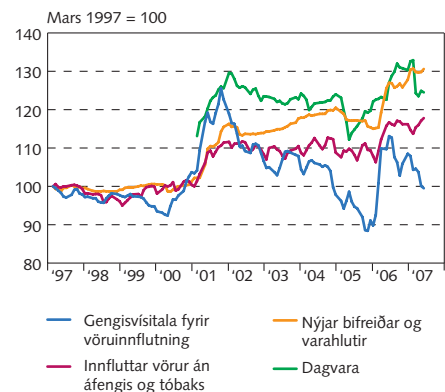
Bensínverð hefur sveiflast mikið undanfarið ár vegna breytinga á heimsmarkaðsverði. Hefur bensínverð hækkað um tæplega 8% á síðustu þremur mánuðum þrátt fyrir hagstæða gengispróun. Hafa áhrif bensínverðs til hækkunar vísitölu neysluverðs numið 0,4 prósentum á þessu tímabili. Sökum lækkunar bensínverðs sl. haust og vegna þess að áhrifa mikillar hækkunar þess á vormánuðum í fyrra gættir ekki lengur í vísitölunni hefur bensínverð hins vegar lækkað um 0,3% á síðustu tólf mánuðum. Verðlag innfluttrar vöru án bensíns hefur hækkað um 1,5% á sama tíma.

Áhrif lækkunar óbeinna skatta og vörugjalda

Erfitt er að meta með fullri vissu heildaráhrif lækkunar óbeinna skatta og vörugjalda í mars. Samanburður á ársbreytingu vísitölu neysluverðs

Mynd VIII-4

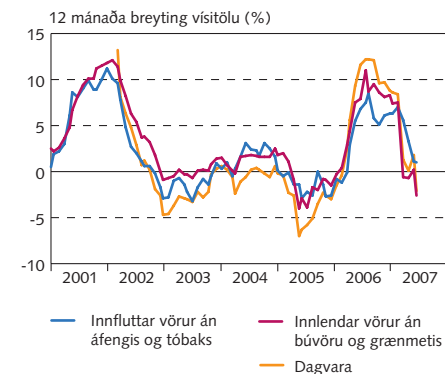
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - júní 2007



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

Vöruverð janúar 2001 - júní 2007

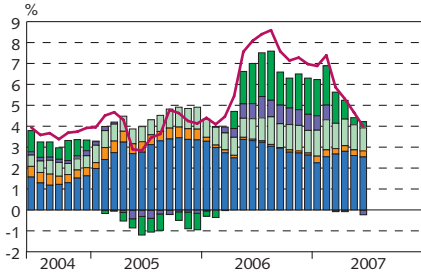


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6

Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs
júní 2004 - júní 2007

Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 12 mánuði



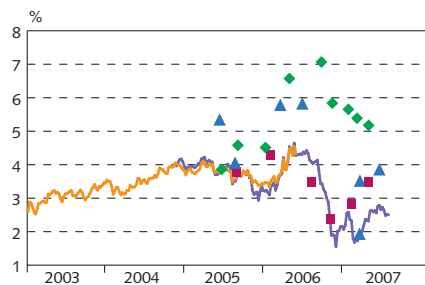
- Húsnæði
- Opinber þjónusta
- Almenn þjónusta
- Innlendirar vörur án búvöru og grænmetis
- Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks
- Vísitala neysluverðs

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-7

Verðbólguvæntingar

Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 3. júlí 2007

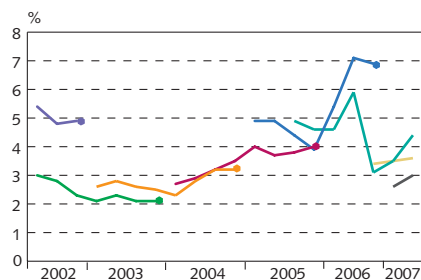


- Verðbólguálag ríkisskuldabréfa¹
- Verðbólguálag ríkisskuldabréfa²
- Verðbólguvæntingar stærstu fyrirtækja
- ▲ Verðbólguþspár sérfræðinga á fjármálamarkaði
- ◆ Verðbólguvæntingar almennings

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

Mynd VIII-8

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði
um verðbólgu milli ársmeðaltala¹



- 2002
- 2003
- 2004
- 2005
- 2006
- 2007
- 2008
- 2009

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

og vísitölnnar án áhrifa skattabreytinga felur í sér að heildaráhrifin hafi verið um 1,8 prósentur. Lækkun virðisaukaskatts á mat- og drykkjarvöru skilaði sér að fullu þegar vöruverð lækkaði um 7,5% í mars. Áhrif lækkunar vörugjalda voru áætluð 0,2 prósent og hefur um helmingur þess skilað sér í vöruverði. Áhrif á verð veitinga urðu mun minni en vænst var eða tæp 0,2 prósent. Hagstofa Íslands hafði áætlað að áhrifin yrðu 0,4 prósent. Veitingamenn hafa því í einhverjum mæli tekið lækkun virðisaukaskatts til sín, t.d. vegna vaxandi eftirspurnar og hækkunar innlendra kostnaðarþátta, einkum mikilla launahækkana. Verð innlendarar vöru án búvöru og grænmetis hefur lækkað um rúm 2,5% á síðustu tólf mánuðum og þar af hefur verð innlendarar mat- og drykkjarvöru lækkað um rúm 4,5%.

Aukið launaskrið að undanfögnu gæti leitt til meiri þjónustuverðbólgu

Dregið hefur lítillega úr þjónustuverðbólgu að undanfögnu og nam árshækkun verðlags almennrar þjónustu rúmlega 5% í júní eftir að hafa náð hámarki í 6,3% í febrúar sl. Tólf mánaða þjónustuverðbólga gæti haldið áfram að lækka í sumar m.a. vegna grunnáhrifa, en verðlag almennrar þjónustu hækkaði töluvert sumarið 2006. Hins vegar gæti aukið launaskrið að undanfögnu leitt til meiri þjónustuverðbólgu vegna aukins kostnaðarþrýstings (sjá umfjöllun í kafla VI). Að því er varðar einstaka undirliði almennrar þjónustu vekur athygli að verð á gistingu hefur hækkað um 25% og verðlag þjónustu hótela um 50% á síðustu tólf mánuðum.

Verðbólguvæntingar aukast á flesta mælikvarða

Verðbólguvæntingar hafa aukist nokkuð á flesta mælikvarða að undanfögnu enda hefur verðbólga mælst meiri en flestir spáðu. Í könnun sem gerð var á viðhorfum stærstu fyrirtækja á Íslandi á tímabilinu 8.-31. maí reiknuðu stjórnendur þeirra að meðaltali með 3,6% verðbólgu á næstu tólf mánuðum en verðbólguvæntingar þeirra námu 2,9% í febrúar. Verðbólguvæntingar almennings hafa hins vegar lækkað eilíftið frá síðustu mælingu. Í könnun sem gerð var á tímabilinu 15.-29. maí vænti almenningur 5,3% verðbólgu á næstu tólf mánuðum eða 0,4 prósentum minna en í febrúar sl. Almenningur reiknar því enn með mikilli verðbólgu á næstu misserum.

Samkvæmt könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerð var í júní sl. (sjá rammagrein IV-1) væntu þeir meiri verðbólgu á þessu ári en í sambærilegri könnun í mars. Sérfræðingarnir spá að meðaltali að verðbólga milli ársmeðaltala 2006 og 2007 verði um 4,5%. Meðalspá þeirra fyrir árið 2008 hefur ekki breyst frá síðustu könnun og reikna sérfræðingarnir með 3,6% verðbólgu á milli ársmeðaltala 2007 og 2008.

Ef miðað er við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hafa verðbólguvæntingar hækkað frá síðustu útgáfu *Peningamála* og námu að meðaltali 2,6% á tímabilinu 3. apríl til 3. júlí.

IX Verðbólguhorfur

Hægari verðbólguhjöðnun en áður var spáð

Eins og komið hefur fram í fyrri köflum þessara *Peningamála* og nánar er vikið að í rammagrein IX-1, virðist undirliggjandi verðbólguþrýstingur hafa verið meiri en reiknað var með í þjóðhags- og verðbólguþrýstingum sem birtist í mars sl. Verðbólguhjöðnunin hefur því orðið hægari en spáð var og verðbólguvæntingar markaðsaðila og fyrirtækja hafa aukist. Horfur eru því á að verðbólguþrýstingur náist síðar en talið var í mars. Nú er talið að það náist ekki fyrr en á fyrri hluta árs 2009 í stað þess að verðbólgan fari niður fyrir markmiðið strax um mitt þetta ár og hægt verði að halda henni við markmið frá miðju næsta ári (sjá einnig töflu 2 í viðauka 1 á bls. 43).

Hraðari veiking gengis í spánni mun skapa aukinn verðbólguþrýstingur ...

Gengi krónunnar er nú sterkara en það var í mars og raungengi nálægt sögulegu hámarki. Hátt raungengi og hraðari hækkun erlendra vaxta valda því að nú er reiknað með að gengið veikist hraðar en spáð var í mars og verði nokkru lægra í lok spátímans en þá var talið.

Gengishækkun síðustu mánaða hefur aðeins að litlu leyti skilað sér í höðnun verðbólgu. Líklegt er að kaupmenn hafi vænst þess að hátt gengi krónunnar undanfarið yrði tímabundið og því ekki aðlagað verðlag fyllilega að hækkun krónunnar. Þeir kynnu því að hafa eitt-hvert borð fyrir báru þegar gengið lækkar á ný. Eigi að síður er hætta á að lækkun krónunnar muni auka verðbólgu. Innlend eftirspurn er sterk og innlendir kostnaður hefur aukist meira en samrýmist stöðugu verðlagi. Horfur á hraðari lækkun krónunnar gera því verðbólguhorfur verri en áður var talið.

... sem mæta þarf með því að knýja framleiðslulaka hraðar fram

Hraðari aðlögun framleiðsluspennu er nauðsynleg til að veita á móti verðbólguáhrifum hraðari lækkunar gengis krónunnar. Eins og kemur fram í rammagrein IX-1, er því spáð að framleiðslugeta þjóðarþúsins aukist hraðar á spátímanum en talið var í mars og að hagvöxtur verði að meðaltali minni þrátt fyrir nokkru minni samdrátt innlestrar eftirspurnar á næsta ári.

Meiri vöxtur framleiðslugetu og hægari hagvöxtur gera það að verkum að framleiðsluspennan dregst hraðar saman en spáð var í mars. Nú er talið að slaki myndist strax um mitt næsta ár, u.þ.b. hálfu ári fyrr en í marsspánni.

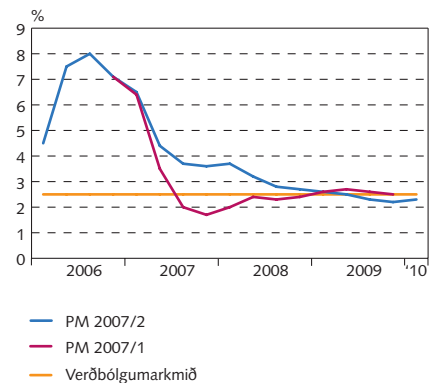
Mæld og undirliggjandi verðbólga í nánd við markmið í lok næsta árs

Eins og fjallað er um í kafla VIII og rammagrein VIII-1 er undirliggjandi verðbólga enn mikil. Eftirspurnar- og kostnaðarþrýstingur hefur verið mikill, auk þess sem húsnæðisverð hefur hækkað hratt, þvert á það sem spáð var í mars. Þá var gert ráð fyrir hægri höðnun húsnæðisverðbólgu.

Eins og rakið var í síðustu *Peningamálum*, taldi Seðlabankinn tímasetningu lækkunar neysluskatta óheppilega í ljósi þess að hún

Mynd IX-1

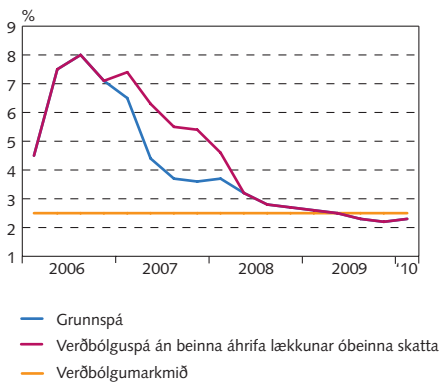
Verðbólga - samanburður við PM 2007/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-2

Verðbólga með og án áhrifa óbeinna skatta



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

myndi stuðla að auknum kaupmætti ráðstöfunartekna og draga úr aðhaldi ríkisfjármála að öðru óbreyttu á sama tíma og meginverkefni hagstjórnar væri að draga úr innlendum eftirspurnarþrýstingi. Jafnframt var lögð áhersla á að við ákvarðanir í peningamálum yrði horft framhjá beinum tímabundnum áhrifum skattalækkunarinnar á mælda verðbólgu.

Eins og mynd IX-2 sýnir mun verðbólga án beinna áhrifa lækkunar neysluskatta lækka hægar en mæld verðbólga. Spáð er að verðbólga án beinna skattaáhrifa verði um 5½% á síðasta fjórðungi þessa árs en mæld verðbólga 3½%. Verðbólga án skattaáhrifa verður meiri en að þeim meðtöldum fram á annan fjórðung næsta árs, þegar bein áhrif skattalækkunarinnar hverfa úr mældri tólf mánaða verðbólgu. Mæld og undirliggjandi verðbólga verður í nánd við markmið bankans seint á næsta ári, en markmiðið næst ekki fyllilega fyrr en á fyrri hluta ársins 2009.

Mikil óvissa ríkir um efnahagsframvinduna

Mat á efnahagshorfum til næstu þriggja ára byggja sérfræðingar bankans á haglíkönnum ásamt mati á þáttum sem haft gætu áhrif á þjóðarbúskapinn. Slíkt mat er ævinlega háð mikilli óvissu, sérstaklega þegar ójafnvægi er óvenju mikið og því fátt um sögulegar hliðstæður eða sambærilegar aðstæður í öðrum löndum til að miða við.

Eins og fram kemur í töflu IX-1 eru helstu óvissuþættir spárinnar í meginatriðum þeir sömu og áður. Eins og í fyrri spám er talin hætta á að gengi krónunnar lækki, enda raungengi hátt, erlendir vextir fara hækkandi og fjármögnunarpörf vegna viðskiptahalla mikil (sjá nánar í rammagrein IX-2). Verðbólguhorfur gætu einnig versnað ef slaki í opinberum fjármálum verður meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni og ef teknar yrðu ákvarðanir um enn frekari stóriðjuframkvæmdir á spátímanum. Í grunnspánni er ekki gert ráð fyrir nýjum framkvæmdum við ál- og orkuver á spátímanum (sjá nánar í rammagrein IX-2). Á móti kemur að lækkun eignaverðs og hraðari miðlun peningastefnunnar gætu dregið úr verðbólguþrýstingi miðað við grunnspána. Einnig er hugsanlegt að áhrif hraðari gengislækkunar á verðbólgu verði minni en söguleg fordæmi gefa til kynna, takist að draga nógu hratt úr openslunni og skapa verðbólguvæntingum trúverðuga kjölfestu. Þótt hækkun alþjóðlegra vaxta stuðli að gengislækkun krónunnar og auki verðbólgu til skamms tíma myndi hækkunin einnig stuðla að hækkun innlendra vaxta. Til lengri tíma litið mun hún því fela í sér aðhald sem dregur úr framleiðsluspennu og verðbólgu. Einnig er nokkur hætta á að launahækkningar í komandi kjarasamningum séu vanmetnar, þótt innflutningur erlends vinnuafns dragi nokkuð úr spennunni.

Áfram meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð en að henni sé ofspáð ...

Við mat á efnahagshorfum og ákvörðun stýrivaxta ber að taka tillit til óvissumats grunnspárinnar ekki síður en grunnferilsins sjálfs. Frávíksdæmi eru notuð til að varpa ljósi á mikilvægustu áhættuþættina, en að auki er lagt mat á aðra ósamhverfa óvissuþætti.

Mynd IX-3 sýnir óvissubíl gengisspárinnar. Í ljósi mats á áhættuþáttum spárinnar í töflu IX-1 er líkindadreifing gengisspárinnar skekkt

Tafla IX-1 Helstu ósamhverfir óvissubættir grunnspár

Óvissubáttur	Skýring
Gengisþróun	Mikill viðskiptahalli og hátt raungengi gætu skapað þrýsting til lækkunar á gengi krónunnar umfram það sem gert er ráð fyrir. Aukin áhættufælni alþjóðlegra fjárfesta og meiri hækkun erlendra vaxta gætu haft svipuð áhrif.
Einkaneysla	Lækkun eignaverðs og vaxandi greiðslubyrði gætu valdið samdrætti einkaneyslu umfram það sem gert er ráð fyrir
Opinber fjármál	Aðhald hugsanlega minna en gert er ráð fyrir
Framleiðsluspenna	Vísbendingar úr veltutölum og könnunum gætu gefið til kynna að efnahagsumsvif síðasta árs og það sem liðið er af þessu ári séu vanmetin
Launakostnaður	Launahækkningar í komandi kjarasamningum eru hugsanlega vanmetnar
Greiðslubyrði	Erlendir vextir geta hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir og þannig aukið greiðslubyrði erlendra lána umfram það sem gert er ráð fyrir
Áform um stóriðjuframkvæmdir	Ákvarðanir um stóriðjuframkvæmdir geta aukið bjartsýni og stutt við gengi og eftirspurn sem á endanum leiðir til aukins verðbólguþrýstings þegar upphafleg áhrif á gengi ganga til baka
Miðlunarferli peningastefnunnar	Verði miðlun peningastefnunnar skilvirkari getur verðbólga lækkað hraðar
Áhættumat Seðlabankans	<i>Eitt ár fram í tímann</i> <i>Tvö ár fram í tímann</i> <i>Þrjú ár fram í tímann</i>
Peningamál 2006/3	Upp á við Upp á við ...
Peningamál 2007/1	Upp á við Upp á við Upp á við
Peningamál 2007/2	Upp á við Upp á við Upp á við

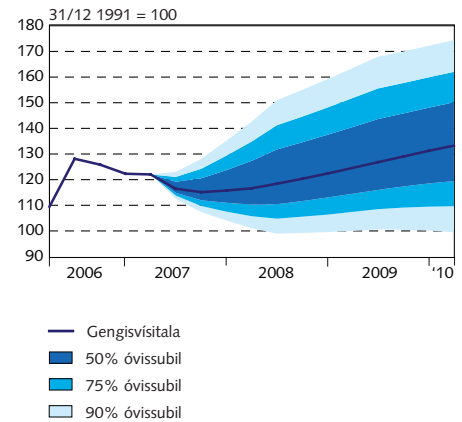
upp á við. Hún er þó ekki eins skekkt og í mars, enda er nú í ríkari mæli en áður reiknað með lækkun gengisins í sjálfri grunnspánni. Mat á óvissubáttum grunnspárinnar og fráviksdæmin í rammagrein IX-2 gefa einnig til kynna að líklegra sé að framleiðsluspenna verði meiri á næstu þremur árum en í grunnspánni en að hún verði minni (mynd IX-4). Af því leiðir að einnig er líklegra að verðbólga verði meiri en í grunnspánni en að hún verði minni. Gildir þá einu hvort litið er til mældrar verðbólgu eða verðbólgu að undanskildum tímabundnum beinum áhrifum lækkunar neysluskatta (myndir IX-5 og IX-6). Eins og áður segir næst verðbólgu markmiðið líklega ekki fyrir en á fyrri hluta árs 2009 en um mitt næsta ár eru loks meira en helmingslíkur á að markmiðið náist.

... og því töluverðar líkur á að þörf sé fyrir aðhaldssamari peningastefnu en felst í grunnspá

Óvissa við mat á þjóðhags- og verðbólguhorfum endurspeglar til óvissu um hvernig stýrivaxtaferil þarf til þess að ná verðbólgu markmiðinu nægilega snemma á spátímanum. Verði efnahagsframvindan eða miðlun peningastefnunnar með öðrum hætti en reiknað er með í grunnspánni þurfa stýrivextir að taka mið af því.

Mynd IX-3
Gengisvísitala

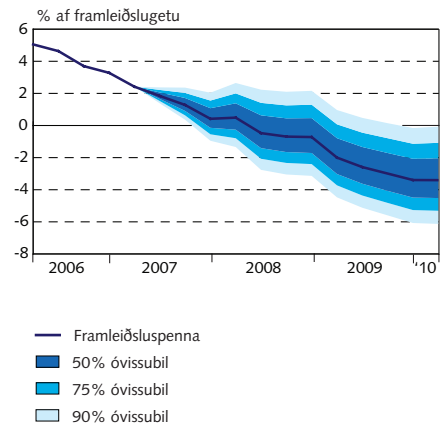
Spátímabil 2. ársfj. 2007- 1. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-4
Framleiðsluspenna

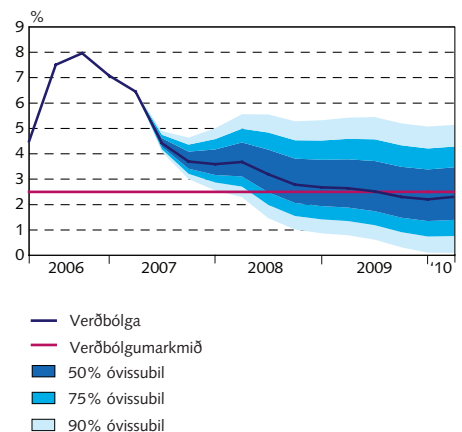
Spátímabil 2. ársfj. 2007- 1. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-5
Verðbólga

Spátímabil 2. ársfj. 2007- 1. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

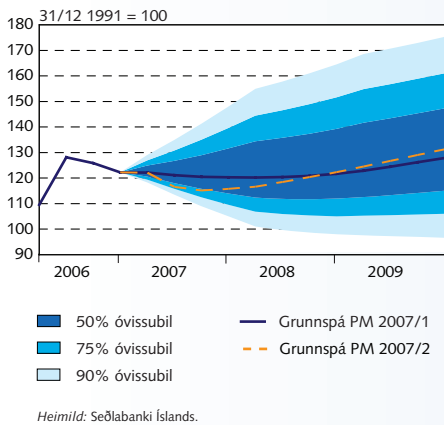
Rammagrein IX-1

Breytingar á grunnsþá frá Peningamálum 2007/1

Mynd 1

Gengisvísitala

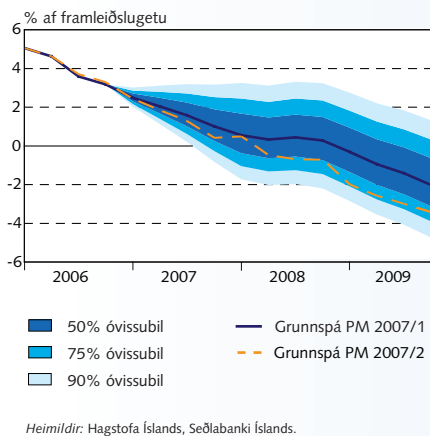
Grunnsþá og óvissumat PM 2007/1 ásamt grunnsþá PM 2007/2



Mynd 2

Framleiðsluspenna

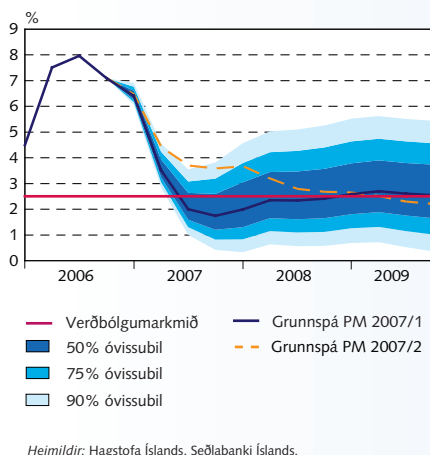
Grunnsþá og óvissumat PM 2007/1 ásamt grunnsþá PM 2007/2



Mynd 3

Verðbólga

Grunnsþá og óvissumat PM 2007/1 ásamt grunnsþá PM 2007/2



Eftir því sem nýjar upplýsingar berast eru staða og horfur efnahagsmála endurmetnar og spár breytast. Í þessari rammagrein er helstu breytingum á þjóðhags- og verðbólguþá frá síðustu Peningamálum lýst og grunnsþáin borin saman við líkindadreifingu síðustu grunnsþár.

Meginniðurstaðan er að heldur aðhaldssamari peningastefnu þurfi til að ná verðbólguþá innan ásættanlegs tíma en áður var talið. Óbreyttur stýrivaxtaferill frá síðustu grunnsþá hefði þýtt enn hægari hjöðnun verðbólgu að markmiði, sem byði þeirri hættu heim að verðbólguvæntingar fjarlægist markmiðið á nýjan leik. Hér skiptir hraðari gengislækkun í nýrri grunnsþá sköpum.

Gengi krónunnar veiktist hraðar en í síðustu grunnsþá

Í spánni í mars var gert ráð fyrir að gengi krónunnar styrktist lítillega framan af spátímanum en tæki síðan smám saman að veikjast þegar liði á næsta ár. Gengið hefur hins vegar hækkað meira en þá var spáð og er nú u.þ.b. 10% hærra en það var í upphafi árs. Eins og sjá má á mynd 1 var svo mikil hækking talin frekar ólíkleg í mars. Í ljósi þess að raungengi er orðið hátt, að gert er ráð fyrir þrálátum viðskiptahalla og að töluverð hækking hefur orðið á erlendum vöxtum umfram það sem reiknað var með í síðustu spá er líklegt að undirliggjandi þrýstingur til veikingar krónunnar hafi heldur aukist frá síðustu Peningamálum. Í spánni nú er því reiknað með heldur hraðari gengislækkun en í mars. Í lok spátímans er gengisvísitalan um 133 stig og veiktist því um rúmlega 12% yfir spátímann í stað einungis 6% í síðustu spá.

Slaki myndast fyrr vegna minni hagvaxtar og endurmats á framleiðslugetu

Framleiðslugeta þjóðarþúskaþarins hefur verið endurmetin frá því í mars. Um er að ræða endurmat á afskriftum fjármagnsstofnsins sem leiðir til breytinga á undirliggjandi vaxtargetu þjóðarþúsins. Fjármagnsstofninn vex því hraðar á spátímanum en reiknað var með í mars. Endurmatið hefur einnig í för með sér að heildarþáttaframleiðni og framleiðni vinnuafis er talin vaxa hraðar á næstu árum. Því til viðbótar er spáð minni hagvexti á þessu ári og árið 2009 en að á því næsta verði hann svipaður og spáð var síðast. Framleiðsluspenna dregst því heldur hraðar saman og er talin verða neikvæð um mitt næsta ár, eða því sem næst hálfu ári fyrr en síðast (mynd 2). Slakinn eykst svo fram að lokum spátímans en úr honum dregur að nýju eftir það.

Hægar dregur úr verðbólgu en spáð var í síðustu Peningamálum

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi reyndist nokkru meiri en spáð var í mars, þrátt fyrir sterkara gengi krónunnar. Þannig var spáð um 3,5% verðbólgu á öðrum fjórðungi þessa árs en reyndin varð einni prósentu hærrí. Enn meiri munur er á spánni fyrir þriðja ársfjórðung en þá fellur ný spá rétt utan þeirra marka sem sýna 90% líkindi í marsspánni (mynd 3).

Að mestu leyti skýrist þessi munur á mikilli hækking húsnæðisverðs. Í mars var gert ráð fyrir því að húsnæðisverð héldist nánast óbreytt á þessu ári. Einnig hafa hækking bensínverðs og heldur meiri launahækkanir og vaxandi launaskrið haft áhrif. Þrálátur verðbólguþrýstingur gæti einnig verið vísbending um að fyrirbyggjandi styrkur efnahagslífsins á síðasta ári sé vanmetinn. Ýmsar vísbendingar eru um að vöxtur innlendrar eftirspurnar og hagvöxtur hafi verið meiri en niðurstöður þjóðhagsreikninga sýna. Sé það rétt má ætla að undirliggjandi verðbólguþrýstingur hafi verið vanmetinn í mars, en það kemur fram í vanspá verðbólgu á fyrstu fjórðungum þessa árs.

Horfur eru á því að hægar dragi úr verðbólgu á þessu ári en talið var í mars. Spáð er 3½% verðbólgu á síðasta fjórðungi ársins í stað tæplega 2% í marsspánni. Frá seinni hluta næsta árs eru verðbólguhorfur hins vegar svipaðar og þær voru taldar í mars. Verðbólguþróun næst því nokkru síðar eða á fyrri hluta árs 2009 í stað þriðja fjórðungs þessa árs.

Áhrif á stýrivaxtaferil grunnsparinnar

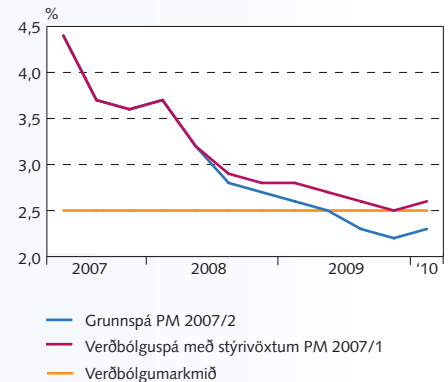
Vegna þess að verðbólga hefur hjaðnað hægar og verðbólguvæntingar verið hærri en reiknað var með í mars hefur raunvaxtastig stýrivaxta heldur lækkað frá síðustu *Peningamálu*. Peningalegt aðhald er því minna en síðasta spá gerði ráð fyrir. Til að veða á móti lækun raunstýrivaxta, meiri verðbólgu í upphafi spátímans og hraðari lækun gengis krónunnar þarf því að knýja fram hraðari hjöðnun framleiðsluspennu og meiri slaka þegar líður á spátímann.

Hins vegar virðist erfitt að koma í veg fyrir að aðlögun að verðbólguþróun seinki frá síðustu spá með auknu aðhaldi peningastefnunnar þar sem undirliggjandi kostnaðarþrýstingur er það mikill að ekki er hægt að stytta tímann þar til að markmiðið næst nema með verulega auknum tilkostnaði í formi tapaðrar framleiðslu. Aukið aðhald er því fengið með því að seinka upphafi vaxtalækkunarferlisins um einn ársfjórðung og hægja á lækunarferlinu. Vextir taka hins vegar að lækka hraðar þegar líður á spátímann og eru orðnir lægri í lok spátímans en gert var ráð fyrir í mars. Með þessum vaxtaferli tekst að ná verðbólgu í markmið á fyrri hluta ársins 2009 eins og vikið er að hér að ofan og koma í veg fyrir að verðbólga og verðbólguvæntingar taki við sér á ný þrátt fyrir tiltölulega hraða lækun krónunnar á seinni hluta tímabilsins. Vaxtaferillinn sem notaður var í grunnsþá síðustu *Peningamála* hefði hins vegar leitt til enn hægari hjöðunar verðbólgu og byði þeirri hættu heim að verðbólguvæntingar fjarlægist markmiðið (mynd 4).

Samkvæmt endurskoðuðum vaxtaferli eru vextir því óbreyttir fram á næsta ár er þeir taka smám saman að lækka. Verða þeir orðnir rúmlega 11% á síðasta fjórðungi ársins 2008 í stað tæplega 10% í síðustu *Peningamálu*. Á síðasta fjórðungi 2009 eru vextir hins vegar orðnir um 5% í nýrri grunnsþá eða tæplega 1 prósentu lægri en í mars. Stýrivaxtaferillinn er innan óvissubils sem í mars voru taldar helmings líkur á að stýrivextir yrðu innan (mynd 5).

Mynd 4
Verðbólga

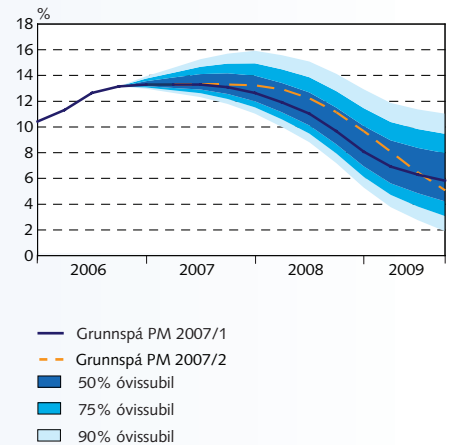
Grunnsþá og spá með stýrivöxtum PM 2007/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Stýrivextir

Grunnsþá og óvissumat PM 2007/1 ásamt grunnsþá PM 2007/2



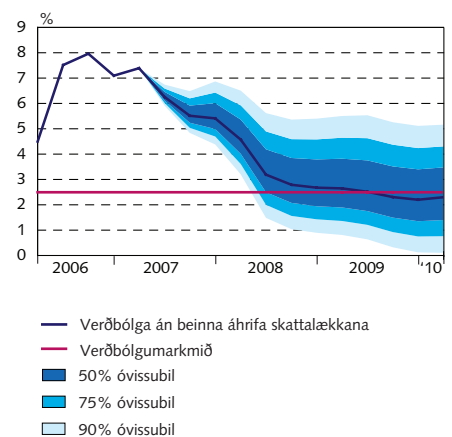
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þótt gert sé ráð fyrir heldur aðhaldssamari peningastefnu nú en í mars felur mat á helstu áhættuþáttum spárinnar í töflu IX-1 í sér að líklegra er að þörf verði á hækun stýrivaxta en að hægt verði að lækka þá hraðar en í grunnsþánni. Óvissuróf stýrivaxtaferils grunnsparinnar er því skekkt upp á við eins og í síðustu *Peningamálu* (mynd IX-7). Skekking líkindadreifingarinnar hefur þó heldur minnkað vegna ofangreinds endurmats á gengisþróuninni, sem dregur lítilla úr skekkingu líkindadreifingar gengis og verðbólgu. Einnig eru áhrif framkvæmda við ál- og orkuver sem nú eru metin í fráviksdæmum minni en síðast. Fráviksdæmin í rammagrein IX-2 lýsa þessum áhættuþáttum nánar. Fyrri fráviksdæmið lýsir mögulegum viðbrögðum peningastefnunnar við snöggri gengislækkun í lok þessa árs. Seinna fráviksdæmið lýsir mögulegum viðbrögðum peningastefnunnar við ákvörðun um að reisa nýja álverksmiðju í Helgúvík.

Mynd IX-6

Verðbólga (án beinna áhrifa skattalækkana)

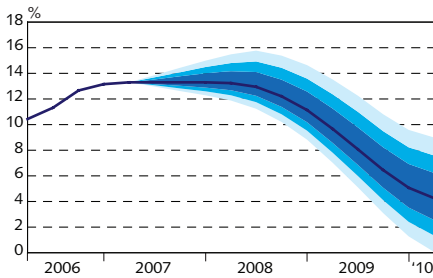
Spátímabil 2. ársfj. 2007- 1. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-7
Stýrivextir

Spátímabil: 2. ársfj. 2007- 1. ársfj. 2010



— Stýrivextir
■ 50% óvissubíl
■ 75% óvissubíl
■ 90% óvissubíl

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Miðað við líkindadreifingu stýrivaxtaferilsins eru töluverðar líkur á því að stýrivextir verði á bilinu 12³/₄-14% að meðaltali á þriðja ársfjórðungi þessa árs og á bilinu 12¹/₄-14¹/₂% á þeim fjórða.¹ Þegar líða tekur á spátímabilið er óvissubílið hins vegar orðið mjög vítt, enda mikil óvissa um efnahagsframvinduna um þessar mundir.

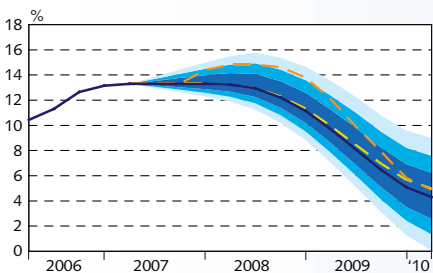
1. Hér er átt við nafnvexti en ekki ársávöxtun eins og stýrivextir Seðlabanka Íslands hafa hingað til verið settir fram.

Rammagrein IX-2 Fráviksdæmi

Sökum ófyrirséðra atburða eða rangra forsendna um þróun mikilvægra þátta efnahagslífsins vikur raunveruleg efnahagsframvinda jafnan verulega frá spám. Gagnlegt er að meta hversu næmar niðurstöðurnar eru fyrir frávikum sem gætu orðið í þróun ýmissa lykilstærða efnahagslífsins. Möguleg frávik frá grunnspá eru vitanlega óteljandi en reynt er að meta stærstu áhættuþættina hverju sinni. Eins og í síðustu spá er óvissa um gengi krónunnar og mögulegar framkvæmdir við ný ál- og orkuver taldir stærstu óvissuþættirnir.

Fráviksdæmi varpa ljósi á áhrif helstu óvissuþátta grunnspárinnar á verðbólguhorfur og möguleg viðbrögð peningastefnunnar við skellum. Þörfin fyrir aðgerðir í peningamálum til að mæta óvæntum skelli ræðst af trúverðugleika peningastefnunnar. Ef trúverðugleika skortir, þ.e.a.s. ef ekki ríkir traust á því að Seðlabankinn geti haldið verðbólgunni í námunda við markmiðið þarf sterkari viðbrögð til þess að ná settu markmiði. Eftir því sem peningastefnan er trúverðugri skapar hún verðbólguvæntingum betri kjölfestu og markaðsöfl og væntingar taka ríkari þátt í nauðsynlegum viðbrögðum og draga úr þörf fyrir aðgerðir Seðlabankans.

Mynd 1
Stýrivextir - fráviksdæmi



— Grunnspá
- - Fráviksdæmi með gengislækkun
- - Fráviksdæmi með stóriðjuframkvæmdum
■ 50% óvissubíl
■ 75% óvissubíl
■ 90% óvissubíl

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Við núverandi aðstæður þarf hærri stýrivexti lækki gengi krónunnar verulega

Raungengi mælist nú í sögulegu hámarki og fjármögnunarpörf gríðarlegs viðskiptahalla og mikilla erlendra skulda setur þrýsting á gengi krónunnar, jafnvel þótt dragi úr hallanum þegar stóriðjuframkvæmdum lýkur og úttlutningur áls hefst af fullum krafti. Þrátt fyrir þetta hefur gengi krónunnar verið hátt og hækkað enn frekar frá síðustu spá. Mikill vaxtamunur og skýr skilaboð Seðlabankans um áframhaldandi aðhaldssama peningastefnu hafa stutt við gengið.

Færa má rök fyrir því að hætta á snöggri lækkun gengis hafi, ef eitthvað er, aukist frá síðustu spá. Þess vegna er í grunnspánni reiknað með því að gengið lækki nokkru hraðar en reiknað var með í mars. Miðað við efnahagslegar aðstæður er hins vegar talsverð hætta á enn hraðari aðlögun. Eins og í mars er því sýnt fráviksdæmi með verulegri gengislækkun. Hún kemur hins vegar u.þ.b. ársfjórðungi síðar fram, á síðasta fjórðungi þessa árs og fyrsta ársfjórðungi þess næsta. Eins og í síðustu *Peningamálum* er gert ráð fyrir að gengið lækki um samtals 20% og að vaxtaálag á erlendar skuldbindingar innlendra aðila hækki um 1,5 prósentu. Tímasetningin felur ekki í sér spá, heldur miðast hún við að hægt sé að meta áhrifin innan þess tímaramma sem spáin sýnir. Slík atburðarás gæti hins vegar

tengst aukinni áhættufælni alþjóðlegra fjárfesta og hækkun erlendra vaxta.

Mynd 1 sýnir möguleg viðbrögð Seðlabankans við ofangreindum skelli. Stýrivextir eru hækkaðir strax á fjórða ársfjórðungi um tæplega 1 prósentu og samtals um 1½ prósentu til að koma í veg fyrir að tímabundin aukning verðbólgu festi rætur í verðbólguvæntingum. Stýrivextir eru því orðnir rúmlega 14¾% um mitt næsta ár, en þá taka þeir að lækka aftur. Vextir verða þó hærri en í grunnspánni út spátímann. Þeir þurfa hins vegar ekki að hækka eins mikið og í fráviksdæminu í síðustu *Peningamálum*, enda spennan í hagkerfinu minni þegar áfallið ríður yfir en þá var talið. Bæði hefur framleiðsluspennan verið endurmetin og gengislækkunin kemur síðar þegar meira hefur dregið úr henni.

Þessi kröftuga hækkun vaxta dugar þó ekki til að koma í veg fyrir að verðbólga aukist tímabundið í kjölfar gengislækkunarinnar (mynd 2). Verðbólga nær hámarki um mitt næsta ár í um 5½% í stað rúmlega 3% í grunnspánni. Hún lækkar síðan smám saman og er komin í markmið í lok spátímans, u.þ.b. ári seinna en í grunnspánni.

Tilgangur hækkunar vaxta í kjölfar gengislækkunarinnar er ekki að halda gengi krónunnar uppi í sjálfu sér, heldur að koma í veg fyrir að raunstýrivextir lækki óhóflega vegna aukinnar verðbólgu og skapa verðbólguvæntingum trúverðuga kjölfestu þótt verðbólga aukist tímabundið vegna gengislækkunarinnar. Því skiptir tímasetning mögulegrar veikingar krónunnar miklu máli. Verði hún við núverandi aðstæður yfirspennts efnahagslífs er meiri hætta á því að gengislækkunin hafi viðvarandi áhrif á verðbólgu en ef hún yrði þegar framleiðsluþættir eru ekki að fullu nýttir.

Möguleg orsök slíkrar gengislækkunar skiptir einnig höfuðmáli. Þannig kallar gengislækkun sem stafar af neikvæðum framboðsskelli (t.d. versnandi viðskiptakjörum) á mildari viðbrögð en gengislækkun sem stafar af hreinni eignatilfærslu. Neikvæður framboðsskellur dregur úr almennri eftirspurn sem vinnur á móti áhrifum gengislækkunar á verðbólgu og minnkar því þörf fyrir hækkun vaxta og því meira sem verðbólguvæntingar hafa sterkari kjölfestu.

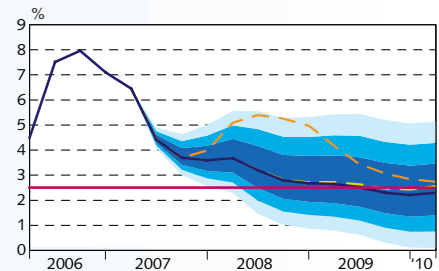
Bygging álvers í Helgúvík tefur lækkun stýrivaxta

Í grunnspánni er ekki gert ráð fyrir frekari byggingu ál- og orkuvera á spátímanum. Í spám Seðlabankans hefur að jafnaði ekki verið tekið tillit til slíkra framkvæmda í grunnspá fyrr en nær fullvíst er að ráðist verði í þær, en áhrifin metin í fráviksdæmum. Verði af áformum um slíkar framkvæmdir yrði eftirspurn eftir innlendum framleiðsluþáttum meiri en felst í grunnspánni og verðbólguþrýstingur þar af leiðandi meiri. Hærra gengi krónunnar kynni þó að vinna þar á móti framan af.

Frá síðustu *Peningamálum* hefur áætlun um frekari stækkun álverksmiðjunnar í Straumsvík verið hafnað í atkvæðagreiðslu íbúa. Áætlanir um byggingu nýs álvers Century Aluminium í Helgúvík virðast hins vegar hafa fengið byr undir báða vængi. Aðrir möguleikar eru einnig til umræðu en lengra er í að hægt verði að hefjast handa við þá og því líklegt að þeir falli að öllu eða mestu leyti utan þess tímabils sem núverandi grunnspá nær yfir. Í þessu fráviksdæmi eru því einungis skoðuð áhrif byggingar álvers í Helgúvík og möguleg viðbrögð peningastefnunnar við þeim.

Fjárfestingaráform í tengslum við uppbyggingu álvers í Helgúvík og nauðsynleg orkuöflun eru í meginatriðum þau sömu og lágu til grundvallar fráviksdæminu í síðustu *Peningamálum*. Gert er ráð fyrir 240 þús. tonna framleiðslugetu og byggingarframkvæmdum í tveimur jafnstórum áföngum. Heildarkostnaður, að mati Seðlabankans, verður um 120 ma.kr. (um 10% af landsframleiðslu ársins 2006). Gert er ráð fyrir að framkvæmdir hefjist árið 2008 og að fyrri áfanga verði lokið árið 2011, en hinum síðari árið 2013. Áætlað er

Mynd 2
Verðbólga - fráviksdæmi



- Grunnspá
- Verðbólguþáttur
- - - Fráviksdæmi með gengislækkun
- - - Fráviksdæmi með stóriðjufamkvæmdum
- 50% óvissubíl
- 75% óvissubíl
- 90% óvissubíl

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

að meginþungi framkvæmda verði á árunum 2009-2011 en þá verði varið ríflega 70% af áætluðum framkvæmdakostnaði. Gert er ráð fyrir að framleiðsla hefjist árið 2011, en verði komin á fullan skrið árið 2014. Áætlað er að vinnuafslnotkun aukist um rúmlega 1.300 ársverk á spátímanum, en heildarfjölgun ársverka á tímabilinu 2007-2014 verði um 3.200 ársverk. Gert er ráð fyrir að skipting kostnaðar á milli innlendra og erlendra þátta verði u.þ.b. til helminga, þótt hlutur innlends kostnaðar sé heldur meiri. Það sama á við um skiptingu milli innlends og erlends vinnuafls. Þessar upplýsingar eru byggðar í meginatriðum á fyrirliggjandi áætlunum væntanlegs framkvæmdaraðila.

Þótt ekki sé reiknað með að gengi krónunnar styrkist sérstaklega við tilkynningu um byggingu álversins, eins og gert var ráð fyrir í mars, helst gengið hærra það sem eftir lifir spátímans. Stýrivextir lækka heldur hægar en í grunnspánni, en vegna þess að efnahagslegra áhrifa framkvæmdanna fer ekki að gæta fyrr en á árunum 2008-9 eru áhrifin á peningastefnuna takmörkuð þar til líða tekur á næsta ár (sjá mynd 1). Vextir á síðasta fjórðungi næsta árs eru um $\frac{1}{4}$ prósentu hærrí en í grunnspánni og um $\frac{3}{4}$ prósentu hærrí í lok spátímans. Með þessum stýrivaxtaferli tekst að koma í veg fyrir að verðbólga taki að aukast að nýju þegar líður á árið 2010 og fram á árið 2011, eins og gerist ef stýrivaxtaferli grunnspárinnar er fylgt (mynd 2). Vaxtaferillinn er nokkuð frábrugðinn fráviksdæminu í síðustu *Peningamálum*. Það skýrist af því að umfang framkvæmdanna yrði ólíkt minna og þungi þeirra nokkru seinna á ferðinni en þá var miðað við. Þá hefur svigrúm þjóðarbúskaparins til þess að takast á við þetta verkefni án mikilla ruðningsáhrifa á aðra atvinnustarfsemi aukist. Þörf fyrir aðhaldssamari peningastefnu en miðað er við í grunnspánni er því minni en í fráviksdæminu í mars.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2007/2

Tafla 1 Þjóðhagsþáttar

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram ¹			
		Spá			
	2006	2007	2008	2009	
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar¹					
Einkaneysla	686,5	4,6 (4,6)	1,0 (0,2)	-3,2 (-4,1) -5,3 (-5,7)	
Samneysla	280,7	2,9 (2,9)	3,0 (3,0)	3,0 (3,0) 3,0 (3,0)	
Fjármunamyndun	365,6	13,0 (13,0)	-25,6 (-22,4)	-15,8 (-22,7) -8,9 (-5,8)	
Atvinnuvegafjárfesting	255,6	13,8 (13,8)	-37,7 (-30,8)	-30,2 (-38,9) -14,1 (-10,8)	
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	74,8	17,2 (17,2)	1,2 (-4,6)	-9,2 (-8,9) -9,9 (-8,7)	
Fjárfesting hins opinbera	35,2	0,8 (0,8)	5,9 (-2,1)	37,7 (39,7) 4,5 (9,6)	
Þjóðarútgjöld	1.346,1	7,4 (7,4)	-6,2 (-5,6)	-4,6 (-6,9) -4,3 (-3,8)	
Útflutningur vöru og þjónustu	372,2	-5,6 (-5,6)	12,0 (9,6)	9,5 (16,7) 5,5 (4,5)	
Innflutningur vöru og þjónustu	576,5	8,8 (8,8)	-9,0 (-10,4)	-4,9 (-5,1) -2,1 (-2,3)	
Verg landsframleiðsla	1.141,7	2,6 (2,6)	0,2 (0,8)	0,8 (0,7) -1,4 (-1,0)	
Aðrar lykilstærðir					
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-26,9 (-26,7)	-15,4 (-15,7)	-11,5 (-11,4) -8,8 (-11,3)	
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		3,3 (3,2)	0,4 (1,0)	-0,7 (0,3) -3,4 (-2,0)	
Launakostnaður á framleidda einingu (breyting milli ársmeðaltala)		8,9 (8,9)	7,8 (6,8)	3,4 (3,9) 3,5 (3,8)	
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (breyting milli ársmeðaltala)		6,5 (5,1)	5,0 (4,7)	-2,2 (-2,8) -1,5 (-3,1)	
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,3 (1,3)	1,5 (2,0)	3,0 (3,5) 4,3 (4,8)	
Stýrivextir og gengi					
Stýrivextir (%)		11,9 (11,9)	13,3 (13,2)	12,4 (11,3) 7,3 (6,8)	
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla (31/12 1991 = 100)		121,4 (121,4)	117,4 (121,0)	119,5 (120,8) 127,9 (125,4)	

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2007/1.

Tafla 2 Verðbólguþáttar

Ársfjórðungur	Breyting frá sama tímabili árið áður (%)		Ársfjórðungsþáttar á ársgrundvelli (%)
	Spá Peningamála 2007/2	Spá Peningamála 2007/1	
	Mæld gildi		Spá Peningamála 2007/2
2006:1	4,5	4,5	4,5
2006:2	7,5	7,5	14,3
2006:3	8,0	8,0	7,5
2006:4	7,1	7,1	2,3
2007:1	6,5	6,4	2,0
	Spáð gildi		
2007:2	4,4	3,5	5,9
2007:3	3,7	2,0	4,6
2007:4	3,6	1,7	1,9
2008:1	3,7	2,0	2,4
2008:2	3,2	2,4	3,9
2008:3	2,8	2,3	3,0
2008:4	2,7	2,4	1,5
2009:1	2,6	2,6	2,2
2009:2	2,5	2,7	3,4
2009:3	2,3	2,6	2,1
2009:4	2,2	2,5	1,1
2010:1	2,3	.	2,6
Breyting milli ársmeðaltala	Spá Peningamála 2007/2	Spá Peningamála 2007/1	
2006	6,8	6,8	
2007	4,5	3,4	
2008	3,1	2,3	
2009	2,4	2,6	

Viðauki 2

Ný verðbólguþróunarlönd¹

Ríkjum sem hafa verðbólguþróunarlönd sem formlegan grundvöll peningastefnu sinnar hefur fjölgað ört frá því að Nýja-Sjáland tók fyrst landa upp verðbólguþróunarlönd í mars árið 1990. Nú er svo komið að seðlabanka á verðbólguþróunarlöndum er að finna í öllum heimsálfum. Með verðbólguþróunarlöndum er verðstöðugleiki gerður að formlegu meginmarkmiði peningastefnunnar og önnur markmið skulu víkja fyrir því. Verðstöðugleiki er skilgreindur sem tölulegt markmið. Þjóðhags- og verðbólguþróunarlönd gegna allajafna mikilvægu hlutverki við framkvæmd peningastefnu á verðbólguþróunarlöndum og síaukin áhersla er lögð á gagnsæja miðlun upplýsinga um markmið og mótun stefnunnar. Vaxandi vinsældir formlegs verðbólguþróunarlönds má rekja til þess að með því þykir hafa tekist vel að skapa peningastefnunni trúverðuga og gagnsæja kjölfestu. Á sama tíma er henni veitt nægilegt svigrúm til að bregðast við skammtímasveiflum í efnahagslífinu án þess að trúverðugleika stefnunnar sé stefnt í hættu.

Til dagsins í dag hafa samtals 28 ríki fylgt verðbólguþróunarlöndum. Af þeim eru 26 ríki sem enn eru á verðbólguþróunarlöndum, en Finnland og Spánn hurfu frá verðbólguþróunarlöndum með inngöngu í Efnahags- og myntbandalag Evrópu í janúar 1999. Eins og áður hefur komið fram tók fyrsta ríkið upp verðbólguþróunarlönd árið 1990. Í lok árs 1993 voru ríki á formlegu verðbólguþróunarlöndum orðin fimm og fimm árum síðar voru þau orðin tíu. Árið 2004 voru ríkin orðin 21 og síðan hafa fimm bæst í hópinn. Þetta eru þróunar- og nýmarkaðsríkin Slóvakía, Indónesía, Rúmenía, Tyrkland og Gana. Í þessum viðauka er nánar fjallað um þessi fimm nýju verðbólguþróunarlönd.

Slóvakía

Slóvakía gekk í Evrópusambandið árið 2004. Á sama tíma skuldbatt landið sig til að ganga í Efnahags- og myntbandalag Evrópu og taka þar með upp evruna í nánustu framtíð. Til þess að geta tekið upp evru verða ríki að uppfylla svokölluð Maastricht-skilyrði en þau lúta að verðbólgu, vöxtum, afkomu hins opinbera og skuldum þess. Seðlabanki Slóvakíu tók formlega upp verðbólguþróunarlöndum í byrjun árs 2005 en sú peningastefna var talin best til þess fallin að uppfylla skilyrði Maastricht-sáttmálans um lágt verðbólguþróunarlönd. Núverandi verðbólguþróunarlönd Seðlabanka Slóvakíu er að verðbólga skuli vera undir 2%, eins og hjá evrópska seðlabankanum. Það samræmist Maastricht-skilyrðinu sem kveður á um að verðbólga skuli ekki vera meira en 1,5 prósentustigum meiri en í þeim þremur Evrópusambandslöndum sem hafa hagstæðustu verðbólguþróun. Í maí á þessu ári mældist verðbólga í Slóvakíu 2,7%. Stefnit er að því að evran verði innleidd í Slóvakíu 1. janúar árið 2009.

1. Upplýsingar um ný lönd eru fengnar af heimasíðum viðkomandi seðlabanka. Almennar upplýsingar um þróun verðbólguþróunarlönds víða um heim og lágmarksskilyrði fyrir upptöku verðbólguþróunarlönds eru fengnar úr grein Þórarins G. Péturssonar, (2004), „Útfærsla verðbólguþróunarlönds víða um heim“, *Peningamál* 2004/1, 57-85 og úr grein Stone, Mark R. (2003) „Inflation Targeting Lite“, *IMF Working Paper* WP/03/12.

Indónesía

Eftir fjármálakreppuna í Asíu á seinni hluta tíunda áratugar síðustu aldar lögðust yfirvöld á Indónesíu í endurskipulagningu á bankakerfi sínu og ýmsum stofnunum. Í kjölfarið fóru vextir að hafa meiri áhrif á verðbólgu og ákvað Seðlabanki Indónesíu að taka formlega upp verðbólgu markmið í júlí árið 2005. Áður hafði hann fylgt peningamagns- markmiði en helstu vankantar þess voru að erfitt var að hafa stjórn á grunnfé því að ríkjandi hluti þess eru peningar sem eru utan bankakerfisins. Verðbólgu markmið Seðlabanka Indónesíu fyrir árið 2007 er 6% en 5% fyrir árið 2008, vikiörk eru $\pm 1\%$ fyrir bæði árin. Í maí á þessu ári mældist verðbólga á Indónesíu 6%. Til meðallangs og lengri tíma litið stefnir bankinn á 3% verðbólgu. Það telur hann vera ákjósanlegt markmið til að halda samkeppnishæfni sinni við önnur lönd.

Rúmenía

Eftir að hafa farið í gegnum aðlögunarskeið þar sem stofnanir landsins voru meðal annars endurbættar í þeim tilgangi að uppfylla þær kröfur sem upptaka verðbólgu markmiðs felur í sér tók Seðlabanki Rúmeníu formlega upp verðbólgu markmið í ágúst árið 2005. Markmið bankans með upptöku verðbólgu markmiðs var fyrst og fremst að sigrast á mikilli verðbólgu og viðhalda verðstöðugleika eftir að verðbólgu markmiði hefði verið náð. Árið 2007 er verðbólgu markmið bankans 4% en árið 2008 verður verðbólgu markmið fært niður í 3,8%, vikiörk fyrir bæði árin eru $\pm 1\%$. Eftir að aðlögunarskeiðið hófst hefur verðbólga dregist saman og hefur það átt sinn þátt í að draga úr verðbólgu væntingum. Í apríl mældist verðbólga í Rúmeníu 3,8%.

Tyrkland

Seðlabanki Tyrklands stefnir að því að ná þeim árangri sem peningayfirvöld þróaðra ríkja hafa náð, þ.e. að ná þrálátri verðbólgu niður á stig stöðugrar og lítillar verðbólgu. Í því augnamiði tók Seðlabanki Tyrklands formlega upp verðbólgu markmið í byrjun árs 2006. Telur hann að 4% verðbólgu markmið með $\pm 2\%$ í vikiörk sé hæfilegt til meðallangs tíma. Á fyrsta ári verðbólgu markmiðsins varð verðbólga meiri en markmiðið sem stefnt var að. Seðlabanki Tyrklands hefur brugðist við þessu vandamáli með hækkun stýrivaxta, sem eru hærri en hér á landi, og með því að auka gagnsæi og auka þannig áhrif sín á verðbólgu væntingum. Líður í því er að bankinn lýsir sinni sýn á framvindu stýrivaxta í verðbólgu skýrslum sínum. Tyrkland á þó enn langt í land með að ná verðbólgu markmiði sínu en verðbólga þar mældist 9,2% í maímánuði.

Gana

Seðlabanki Gana tók formlega upp verðbólgu markmið í maí 2007 og er því annað landið í Afríku á eftir Suður-Afríku til að gera það. Seðlabanki Gana hefur fylgt óformlegri verðbólgu markmiðsstefnu í nokkur ár án þess þó að hún hafi verið tekin upp formlega fyrr en nú. Bankinn hefur unnið að auknu gagnsæi og stefnir meðal annars að því að gefa opinberlega út verðbólgu skýrslur. Markmið bankans er að verðbólga sé undir 10%. Verðbólga í maímánuði mældist 11%.

Verðbólgu­markmiðsríki

Ríki	Tölulegt markmið	Upphaf stefnu	Fyrri kjölfesta
Ástralía	2-3%	1993	Ekkert
Brasílía	4½% (±2%)	1999	Gengi
Bretland	2%	1992	Gengi
Chile	2-4%	1990	Gengi
Filippseyjar	4-5%	2002	Gengi og peningamagn
Gana	0-10%	2007	Peningamagn
Indónesía	6% (±1%)	2005	Peningamagn
Ísland	2½% (±1½%)	2001	Gengi
Ísrael	1-3%	1992	Gengi
Kanada	1-3% (2% miðgildi)	1991	Ekkert
Kólumbía	2-4%	1999	Gengi
Mexíkó	3%	1999	Peningamagn
Noregur	2½%	2001	Gengi
Nýja-Sjáland	1-3%	1990	Ekkert
Perú	2% (±1%)	2002	Peningamagn
Pólland	2½% (±1%)	1998	Gengi
Rúmenía	4% (±1%)	2005	Peningamagn
Slóvakía	0-2%	2005	Gengi
Suður-Afríka	3-6%	2000	Peningamagn
Suður-Kórea	3% (±1%)	1998	Peningamagn
Swiss	0-2%	2000	Peningamagn
Svíþjóð	2% (±1%)	1993	Gengi
Taíland	0-3½%	2000	Peningamagn
Tékkland	3% (±1%)	1998	Gengi og peningamagn
Tyrkland	4% (±2%)	2006	Gengi
Ungverjaland	3% (±1%)	2001	Gengi

Heimildir: Þórarinn G. Pétursson, (2004), „Útfærsla verðbólgu­markmiðs­stefnu víða um heim“. *Peningamál* 2004/1, bls. 57-85 og heimasíður viðkomandi seðlabanka.

Fyrirsjáanlegar breytingar á fjölda ríkja

Fjöldi ríkja með verðbólgu­markmið á eftir að breytast á næstu árum. Fyrirséð er að Slóvakía auk Póllands, Tékklands og Ungverjaland s munu hverfa úr hópnum innan nokkurra ára er þau ganga í Myntbandalag Evrópu. Mögulegt er að fleiri ríki tynist úr hópnum á sama hátt síðar meir.

Einnig er mögulegt að ný ríki bætist í hóp ríkja með verðbólgu­markmið. Þannig íhugar vaxandi fjöldi ríkja nú upptöku verðbólgu­markmiðs og nokkur ríki hafa þegar hafið undirbúning að formlegri upptöku. Dæmi um þetta eru þróunar- og nýmarkaðsríkin Albanía, Armenía, Gvatemala og Kasakstan en þau hafa verðstöðugleika sem markmið sitt án þess að hafa formlega tekið upp verðbólgu­markmið.² Upptaka verðbólgu­markmiðs á sér nokkurn aðdraganda því að seðla­bankar þurfa að gefa sér tíma til að laga innri starfsemi sína að nýrri stefnu. Æskilegt er að lágmarksskilyrði varðandi stofnana­uppbyggingu séu uppfyllt áður en verðbólgu­markmið er formlega tekið upp. Talið er mikilvægt að seðlabanki hafi fullt sjálfstæði til að ná markmiðum sínum.

2. Stone (2003) fjallar um 19 nýmarkaðsríki sem fylgja peningastefnu með sveigjanlegu gengi og yfirlýstu verðbólgu­markmiði en þar sem verðstöðugleiki vikur fyrir öðrum mark­miðum stjórnvalda. Stone nefnir slíka framkvæmd peningastefnu hálfkveðið verðbólgu­markmið (e. inflation targeting lite).

Einnig þarf fjármálakerfi landsins að vera nægilega skilvirkt og þróað svo að markaðsaðgerðir seðlabankans í peningamálum miðlist með skilvirkum hætti. Þar að auki er æskilegt að fjármálalegur stöðugleiki sé fyrir hendi auk almenns efnahagslegs stöðugleika. Albanía, Armenía, Gvatemala og Kasakstan eru komin mislangt í aðlögunarferlinu, en markmið þeirra allra er þó hið sama, að taka formlega upp verðbólgu-markmið í nánustu framtíð. Því má telja líklegt að þessi fjögur ríki verði komin á lista yfir verðbólgu-markmiðsríki innan fárra ára og enn önnur gætu bæst í hópinn.

Krónan styrkist og hlutabréf hækka í verði

Ekkert lát hefur verið á styrkingu íslensku krónunnar og annarra hávaxtagjaldmiðla frá útgáfu Peningamála í lok mars. Á sama tíma hafa lágvaxtagjaldmiðlar á borð við japanskt jen og svissneskan franka veikt, vaxtamunarviðskipti hafa því verið ábátasöm. Vextir á erlendum mörkuðum hafa hækkað og vaxtamunur minnkað en ekki í þeim mæli að dregið hafi úr stöðutöku í krónunni. Dregið hefur úr útgáfu ríkisbréfa, sér í lagi í Evrópu, og hafa fjárfestar í auknum mæli leitað fjárfestingarkosta í nýmarkaðs- og þróunarríkjum. Vera kann að áhugi á jöklabréfum skýrist einnig af þessari þróun. Seðlabankinn breytti framsetningu stýrivaxta úr ávöxtun í nafnvexti í júní sl. til samræmis við aðra seðlabanka. Verð hlutabréfa hér á landi sem og erlendis hækkar jafnt og þétt og eru helstu hlutabréfavísitölur í Evrópu og Bandaríkjunum í sögulegu hámarki eða nálægt því. Úrvalsvísitala hlutabréfa hér á landi hefur aldrei verið hærra.

Stýrivextir

Seðlabanki Íslands hefur ekki breytt stýrivöxtum síðan í desember 2006. Englandsbanki, evrópski, sænski, norski, danski og nýsjálenski seðlabankinn hafa allir hækkað stýrivexti sína frá útgáfu síðustu Peningamála en í Japan og Bandaríkjunum hafa vextir verið óbreyttir. Munur innlendra og erlendra stýrivaxta hefur því minnkað lítillega.

Breytt framsetning stýrivaxta Seðlabanka Íslands

Framsetningu stýrivaxta Seðlabankans var nýlega breytt til samræmis við það sem víðast gerist meðal seðlabanka og eru þeir nú tilgreindir sem nafnvextir í stað ávöxtunar. Nafnvextirnir eru reiknaðir sem forvextir og námu þeir við breytinguna 13,3% sem samsvarar 14,25% ávöxtun á heilu ári. Á sama tíma tóku gildi nýjar reglur um viðskipti fjármálafyrirtækja við Seðlabankann sem komu í stað reglna um sama efni frá desember 2004. Reglurnar fela ekki í sér meiri háttar breytingar. Prennt er þó í þeim sem vert er að gefa gaum:

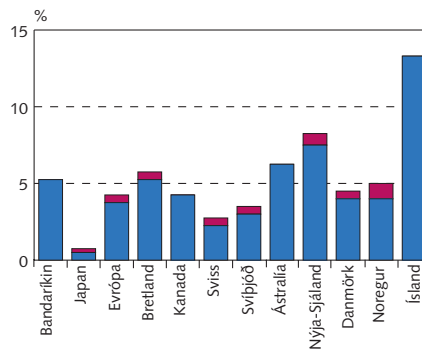
1. Regluleg lánaviðskipti við Seðlabankann eru nú nefnd sínu rétta nafni, veðlán. Þau voru kölluð endurhverf viðskipti í eldri reglum þótt í raun væri um veðlán að ræða.
2. Viðskiptadagar veðlána færast frá þriðjudögum yfir á miðvikudaga.
3. Frádrag frá markaðsverði veðsettra bréfa hefur verið minnkað um 1-2% þegar um er að ræða bréf útgefin af ríkissjóði. Það er nú að hámarki 5% af bréfum með lengri eftirstöðvatíma en 5 ár en var áður 7%.

Skilyrði um lánshæfismat veðhæfra bréfa, lágmarksstærð útgáfu og viðskiptavakt eru óbreytt.

Jafnvægi á peningamarkaði

Innlundur peningamarkaður hefur verið í betra jafnvægi frá því að reglur um veðhæf bréf í viðskiptum við Seðlabankann voru rýmkaðar eins og greint var frá í síðasta hefti Peningamála. Innstæður vegna bindiskyldu hafa hækkað nokkuð vegna aukinna innlána í bankakerfinu en ásókn lánastofnana í veðlán hefur sveiflast allmikið frá einni viku til annarrar. Vextir á peningamarkaði hafa sveiflast lítið og jafnan verið vel

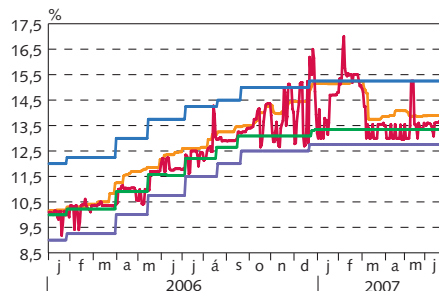
Mynd 1
Stýrivextir nokkurra seðlabanka og hækkan frá síðustu Peningamálum¹



1. Rauði hlutinn sýnir hækkan frá síðustu Peningamálum. Stýrivextir geta ýmist verið útláns- eða innlánsvextir.
Heimild: Reuters.

Mynd 2
Vextir á krónumarkaði og stýrivextir Seðlabankans

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 28. júní 2007



— Daglánavextir
— Vextir yfir nótt
— Stýrivextir
— 3 mánaða vextir á krónumarkaði
— Viðskiptareikningsvextir

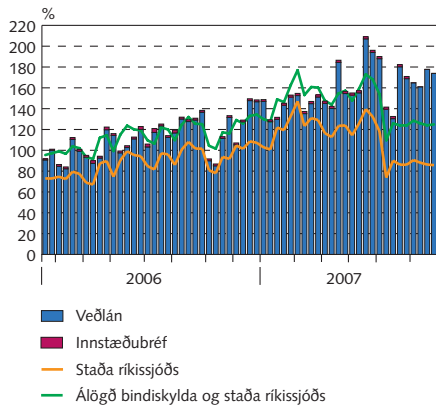
Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Upplýsingar í greininni miðast við 29. júní 2007.

Mynd 3

Veðlán, innstæðubréf, staða ríkissjóðs og álögð bindiskylda

Vikulegar tölur 23. maí 2006 - 27. júní 2007

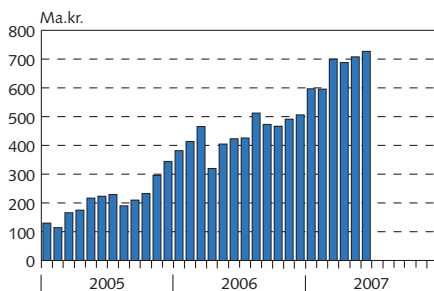


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Framvirk gjaldeyrisstaða bankanna

Staða í lok mánaðar janúar 2005 - júní 2007

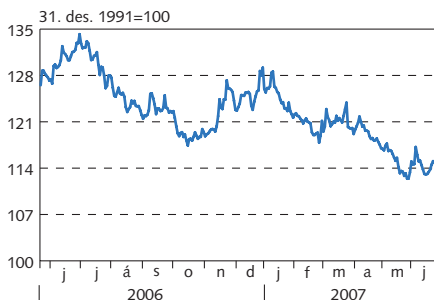


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Vísitala gengisskráningar

Daglegar tölur 22. maí 2006 - 28. júní 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

undir daglánavöxtum Seðlabankans. Einu sinni á tímabilinu varð lausa-fjárskortur sem rekja mátti til óvæntra breytinga á stöðu ríkissjóðs.

Staðan á viðskiptareikningi ríkissjóðs í Seðlabankanum lækkaði umtalsvert þegar ríkissjóður jók eigið fé bankans um 44 ma.kr. í maí. Afkoma ríkissjóðs það sem af er ári er betri en áætlanir gerðu ráð fyrir og hefur innstæða ríkisins í Seðlabankanum vaxið sé tekið tillit til eigin-fjárframlagsins.

Góð arðsemi af vaxtamunarviðskiptum

Vaxtamunarviðskipti með íslensku krónuna hafa áfram verið ábatasöm frá útgáfu *Peningamála* í lok mars. Hávaxtagjaldmiðlar hafa styrkst og lágvaxtagjaldmiðlar á borð við japanskt jen og svissneskan franka hafa veikst á sama tíma. Styrking krónunnar nemur um 5%, jenið hefur gefið eftir um 5% og svissneski frankinn um 3%. Stöðutaka í íslensk-um krónum sem fjármögnuð er til helminga með jennum og svissnesk-um frönkum hefur því skilað 9% í gengishagnað auk vaxtamunar sem nam um 3 prósentum þetta tímabil.

Krónan styrktist nánast óslitið frá páskum fram í júní. Flökt á gengi krónunnar var með minnsta móti en tillögur Hafrannsóknastofn-unar um samdrátt í þorskveiðum ollu skammvinnum titringi og veiktist krónan nokkuð í kjölfar birtingar þeirra.

Lífleg útgáfa jöklabréfa

Útgáfa jöklabréfa umfram innlausn hefur verið nokkur. Frá áramót-um hafa verið gefin út bréf fyrir 174 ma.kr. en bréf að nafnvirði 54,1 ma.kr. hafa fallið í gjalddaga. Heildarfjárhæð útstandandi bréfa er nú 383,5 ma.kr. Í september 2007 falla í gjalddaga 82,5 ma.kr. jöklabréfa. Er það stærsta endurgreiðsla í einum mánuði til þessa og er hún stór hvort heldur miðað er við stærð markaðarins eða þjóðarþúskaþarins. Ekki er hægt að útiloka að einhverra áhrifa muni gæta á markaði en hingað til hafa gjalddagar jöklabréfa ekki haft merkjanleg áhrif á gengi krónunnar. Er það í samræmi við reynslu annarra ríkja, enda stýrir stór hluti fjárfesta áhættu í gegnum gjaldeyris- og peningamarkað en bíður ekki með ákvarðanir til gjalddaga einstakra eigna e eignasafni.

Gengisbundnar eignir bankanna, þ.e. eign þeirra í framvirkum samningum og valréttum, gefa vísbendingar um þróunina á stöðutöku í krónum. Í lok júní nam heildareign bankanna í erlendum gjaldmiðlum 727 ma.kr. sem er aukning um 112 ma.kr. frá því í lok febrúar. Aukningin varð nær öll í mars og hefur staðan lítið breyst síðan. Í reynd er aukningin meiri mæld í erlendri mynt þar sem krónan hefur styrkst á tímabilinu.

Gjaldeyrisforði minnkar

Gjaldeyrisforði Seðlabankans hefur dregist saman um 10 ma.kr. frá lok-um mars. Mest munar þar um 5% styrkingu krónunnar en einnig var innt af hendi síðasta afborgun ársins af erlendum skuldum ríkissjóðs að fjárhæð 50 milljónir evra eða 4,2 ma.kr. Næsti gjalddagi erlends láns ríkissjóðs verður í maí á næsta ári en þá falla 150 milljónir evra í gjald-daga eða um 13 ma.kr.

Seðlabankinn kaupir 6 milljónir Bandaríkjadala á innlendum milli-bankamarkaði í hverri viku. Andvirðinu er varið til greiðslu vaxta og afborgana af erlendum lánum ríkissjóðs og því sem umfram er til efl-ingar gjaldeyrisforða bankans.

Betri skuldastaða ríkissjóða skapar vandamál

Smæð útistandandi flokka ríkisbréfa veldur því að seljanleiki (e. liquidity) er lítill á innlendum skuldabréfamarkaði. Góð afkoma ríkissjóðs undanfarin ár hefur dregið úr þörf innlendarar skuldabréfaútgáfu og lág skuldastaða hans er skýrt styrkleikamerki. Ríkissjóður hefur því verið tregur til útgáfu ríkisbréfa þótt hún megi teljast æskileg frá sjónarhóli markaðarins.

Fróðlegt er að skoða hvernig brugðist hefur verið við á öðrum Norðurlöndum þar sem svipuð þróun á sér stað. Tekjur Norðmanna af olíuvinnslu gera það að verkum að norska ríkið hefur ekki þörf fyrir lánsfjármögnun. Það hefur eigi að síður tekið þá stefnu að halda úti ríkisbréfum í norskum krónum fyrir fjárhæð sem nemur um 10% af landsframleiðslu. Lítið er á það sem almannagæði (e. public good) að sjá fjármálamarkaði fyrir „áhættulausum“ vaxtaferli. Ríkissjóðir Svíþjóðar og Danmerkur eru í svipaðri stöðu. Skuldir sænska ríkisins hafa lækkað ört. Þær nema u.þ.b. 40% af landsframleiðslu og útlit er fyrir að þær nemi aðeins 30% af landsframleiðslu árið 2009. Hlutfall skulda gæti lækkað enn meira komi stefna ríkisstjórnarinnar um einkavæðingu ríkisfyrirtækja og minnkun á eignarhluta ríkisins í ýmsum fyrirtækjum til framkvæmda. Í Danmörku nema skuldir ríkissjóðs 16% af landsframleiðslu og er áætlað að þær muni lækka í sem nemur 12% af landsframleiðslu í lok árs 2008.

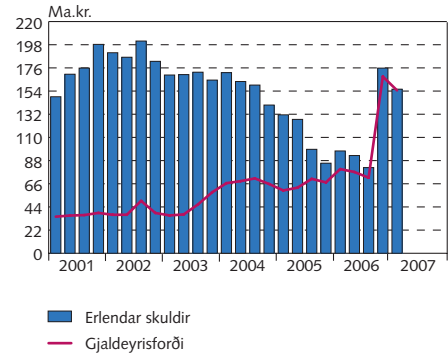
Danir og Norðmenn hafa þegar hætt allri útgáfu skuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum og líklegt er að Svíar muni gera slíkt hið sama. Smæð markaðarins er þegar farin að valda áhyggjum í Danmörku og Noregi. Svíar sjá fram á svipaða þróun á sínum markaði þótt enn sé borð fyrir báru. U.þ.b. fimmtungur skulda sænska ríkisins eru í erlendum myntum og 25% í verðtryggðum skuldabréfaútgáfum. Því er hægt að greiða niður umtalsverðar skuldir áður en dregið er úr útgáfu þeirra flokka sem mynda áhættulausan nafnvaxtaferil í sænskum krónum. Í Danmörku hefur útgefnum flokkum skuldabréfa verið fækkað til að tryggja næga dýpt þeirra. Útgáfu víxla og skuldabréfa til allt að 5 ára hefur verið hætt.

Ljóst er að vegna smæðar íslenska hagkerfisins verður seljanleiki alltaf lítill á íslenskum markaði samanborið við önnur lönd. Á Íslandi nema heildarskuldir ríkissjóðs um 25% af landsframleiðslu og innlendar skuldir nema aðeins um 12% af landsframleiðslu. Heildarfjárhæð ríkisbréfa, ríkisvíxla og spariskírteina er nú 133 ma.kr. að markaðsvirði en samsvarandi fjárhæð ríkisbréfa í Danmörku er um 2.350 ma.kr. (210 ma.dkr.) og í Noregi 2.270 ma.kr. (210 ma.nkr.).

Erfitt er að meta hve stórir flokkar skuldabréfa þurfa að vera til að seljanleiki náist. Á evrusvæðinu er gjarnan talið að stærð hverrar útgáfu ríkisskuldabréfa þurfi að vera 5 ma. evra til þess að viðunandi seljanleiki náist. Sú fjárhæð samsvarar fjórföldum krónuskuldum og tvöföldum heildarskuldum íslenska ríkisins. Ísland mun seint gefa út skuldabréf af þeirri stærð. Stækkun og fækkun skuldabréfaflokka frá því sem nú er myndi þó örugglega bæta dýpt og verðmyndun á innlenda markaðnum. Lánasýsla ríkisins hefur hætt útgáfu verðtryggðra bréfa og hefur frá því á árinu 2006 keypt upp verðtryggð spariskírteini. Undanfarin ár hefur áhersla einnig verið lögð á endurgreiðslu erlendra skulda. Ekki liggur annað fyrir en að sú þróun haldi áfram.

Mynd 6
Gjaldeyrisforði og vergar erlendar skuldir ríkissjóðs

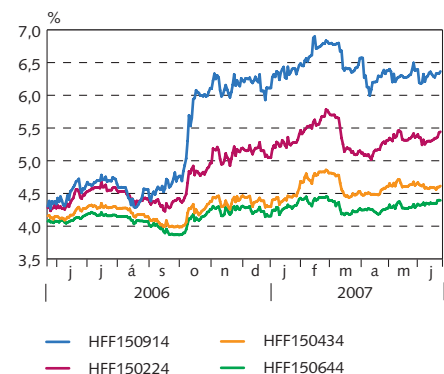
1. ársfj. 2001 - 1. ársfj. 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

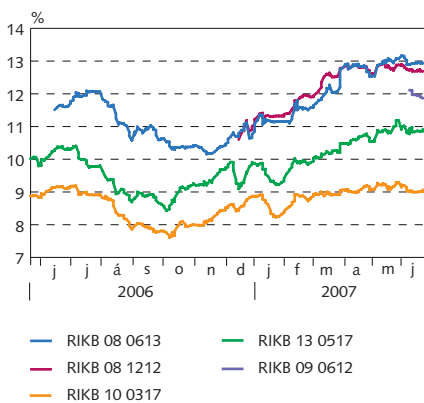
Mynd 7
Raunávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 22. maí 2006 - 28. júní 2007



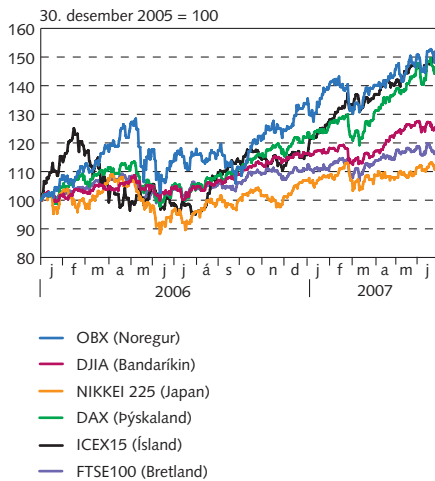
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8
Ávöxtun ríkisbréfa
Daglegar tölur 22. maí 2006 - 28. júní 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9
Þróun nokkurra hlutabréfavisitalna
Daglegar tölur 1. janúar 2006 - 28. júní 2007



Heimild: Reuters.

Ráðstafanir á borð við samninga um viðskiptavakt og skuldabréfa-lán Lánasýslu ríkisins bæta verðmyndun. Með auknum skuldabréfa-lánnum Lánasýslunnar hefur velta á markaði með ríkisbréf aukist miðað við útistandandi fjárhæð ríkisskuldabréfa. Dýptin gæti aukist enn frekar með skipulegum verðbréfalánamarkaði. Lífeyrissjóðir, verðbréfasjóðir og aðrir eigendur skuldabréfa gætu sem þátttakendur á slíkum markaði aukið dýpt, bætt verðmyndun á markaðnum og ávöxtun eignasafna sinna á sama tíma.

Virkur skuldabréfamarkaður er ekki aðeins mikilvægur frá sjónarhóli fjármálamarkaðarins og peningastefnunnar. Markaðurinn er einnig tæki fyrir ríkissjóð til að afla fjármagns. Aukin dýpt auðveldar ríkissjóði að sækja fé á markaðnum á sem bestum kjörum þegar á þarf að halda.

Minnkandi skuldir ríkissjóða og þar með minnkandi skulda-bréfaútgáfa þeirra vekur upp spurningar um hvort aðrir geta tekið að sér það hlutverk að sjá markaðnum fyrir „áhættalausum“ vaxtaferli. Skuldabréf með veði í safni fasteignaveðlána koma næst því að bera svipaða mótaðilaáhættu. Fasteignaveð eru talin einhver öruggasta baktrygging sem völ er á og skuldabréfavafningar (e. structures) hafa gert innlendum fjármálastofnunum kleift að ná hæstu mögulegu láns-hæfiseinkunn með slíkum eignasöfnum.

Hærrí ávöxtunarkrafa þrátt fyrir neikvæðar fréttir

Þrátt fyrir að ávöxtunarkrafa skuldabréfa hafi lækkað tímabundið í byrjun júní í kjölfar fréttu af tillögum um niðurskurð aflaheimilda og samdrætti í landsframleiðslu á fyrsta fjórðungi ársins hafði hún í lok júní hækkað frá útgáfu *Peningamála* í lok mars.

Hlutabréfamarkaður

Verð hlutabréfa hefur haldið áfram að hækka. Það er nú í sögulegu hámarki og ekkert lát virðist á þeirri bjartsýni sem ríkt hefur á markaðnum. Erlendir hlutabréfamarkaðir hafa einnig hækkað undanfarin misseri og er hlutabréfaverð í sögulegu hámarki í Evrópu og Bandaríkjunum.

Í júní var elsti banki Færeyja, Føroya Bank, skráður samtímis í kauphöll OMX á Íslandi og í Danmörku. Skráningin fór fram í kjölfar einkavæðingar bankans sem var í eigu færeysku heimastjórnarinnar.

R&I gefur ríkissjóði einkunn

Japanska matsfyrirtækið R&I gaf út lánshæfismat fyrir íslenska ríkið í fyrsta skipti og fékk ríkissjóður einkunnina AA+ fyrir skuldbindingar í erlendum gjaldmiðlum. R&I starfar fyrst og fremst á Japansmarkaði en er einnig viðurkennt af SEC í Bandaríkjunum. Lánshæfismat ríkissjóðs í hverju landi er hámark mögulegrar lánshæfiseinkunnar annarra aðila í sama landi. R&I mat lánshæfi íslenska ríkisins að eigin frumkvæði í tengslum við mat fyrirtækisins á lánshæfi Kaupþings banka hf. R&I er fjórða fyrirtækið sem metur lánshæfi ríkissjóðs. Samsvarandi einkunn er Aaa hjá Moody's og A+ hjá S&P og Fitch Ratings.

Erlend staða þjóðarbúsins og þáttatekjur

Staða þjóðarbúsins gagnvart útlöndum hefur tekið miklum breytingum á síðustu misserum. Erlendar eignir og skuldir Íslendinga hafa margfaldast á aðeins örfáum árum, en erlendar skuldir hafa aukist talsvert meira en erlendar eignir. Hrein erlend staða þjóðarbúsins er því orðin mjög neikvæð í hlutfalli við landsframleiðslu og hrein skuld með því mesta sem dæmi eru um í heiminum. Á sama tíma og erlendar skuldir hafa hækkað hafa hreinar vaxta- og arðgreiðslur til útlanda aukist mikið og vega þungt í viðskiptahallanum. Komið hafa fram efasemdir um áreiðanleika þeirra upplýsinga sem liggja að baki mati á hreinni stöðu þjóðarbúsins og viðskiptahallanum og meðal annars verið bent á ósamræmi á milli flæði- og stöðustærða. Þá hefur því verið haldið fram að eignir þjóðarbúsins séu stórlega vanmetnar og að einhverju leyti vantaldar.

Í greininni er fjallað um þróun eigna og skulda þjóðarbúsins undanfarin ár og samhengi þeirra við jöfnuð þáttatekna. Fjallað er um aðferðir sem notaðar eru við skráningu gagna og reynt að greina mögulega annmarka sem gætu skýrt framangreint misræmi. Í mörgum löndum er glímt við hliðstæð vandamál. Í greininni er því einnig fjallað um niðurstöður erlendra rannsókna á þessu sviði í ljósi stöðunnar sem er uppi hér á landi.

Niðurstaða höfunda er að uppgjör greiðslujafnaðar og skráning erlendra stöðu þjóðarbúsins sé í samræmi við erlenda staðla og venjur. Það sé hins vegar ljóst að við vissar aðstæður gefi núverandi aðferðafræði við mat á ávöxtun hlutabréfa og mat á hreinni fjármunaeign ekki nægilega heildstæða mynd. Væri t.d. tekið tillit til verðbreytinga á hlutabréfum í jöfnuði þáttatekna er ljóst að viðskiptahallinn árið 2006 væri talsvert minni en miðað við núverandi aðferðafræði, en að sama skapi væri viðskiptahallinn fyrir árið 2005 töluvert meiri. Eins telja höfundar að til hliðar við núverandi skráningu erlendra stöðu mætti efla upplýsingagjöf með því að meta hreina erlenda fjármunaeign einnig á uppreiknuðu kostnaðarverði og áætluðu markaðsverðmæti.

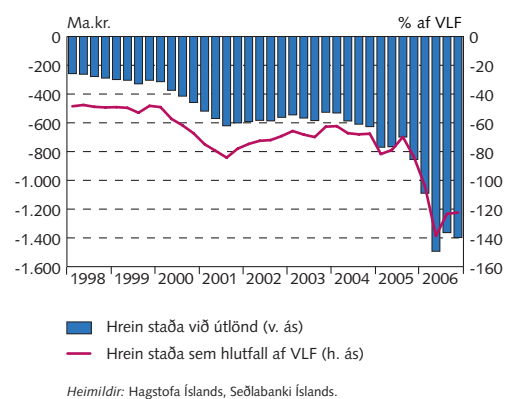
Inngangur

Alls námu erlendar skuldir 5.916 ma.kr. í árslok 2006, en erlendar eignir alls 4.518 ma.kr. Hrein staða var því neikvæð um 1.397 ma.kr. eða um 122% af vergri landsframleiðslu (sjá mynd 1). Sé einungis litið til hreinnar erlendra skuldastöðu, þ.e.a.s. hreinnar stöðu án áhættufjármagns, er staðan neikvæð um 2.371 ma.kr. eða sem nemur rúmlega tvöfaldri landsframleiðslu ársins 2006.

Jafnhliða auknum erlendum eignum og skuldum hefur vægi þáttatekna í greiðslujöfnuði Íslands aukist mikið á síðustu árum. Fyrir aðeins örfáum árum voru vöruviðskipti langstærsti liðurinn, en samhliða auknu frelsi í fjármagnsflutningum og aukinni þátttöku Íslands í alþjóðaviðskiptum margfölduðust þáttatekjur. Árið 1996 voru þáttatekjur tæpir 7 ma.kr. en árið 2006 var þessi upphæð komin í rúmlega 167 ma.kr. Á sama tíma hafa tekjur af útflutningi vöru og þjónustu rétt rúmlega tvöfaldast. Þáttagjöld hafa hins vegar aukist enn meira en tekjurnar á þessu tímabili eða úr 18 ma.kr. árið 1996 í 268 ma.kr. í fyrra. Alls skýrði halli á þáttatekjum um þriðjung af viðskiptahalla ársins 2006.

Umfang erlendra fjárfestingar og lántöku er ekki hið eina sem hefur áhrif á hreina stöðu Íslands gagnvart umheiminum. Til viðbótar

Mynd 1
Erlend staða þjóðarbúsins
1. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2006



1. Daníel Svavarsson er hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands og Pétur Örn Sigurðsson er hagfræðingur á upplýsingasviði Seðlabanka Íslands. Höfundar vilja þakka Arnóri Sighvatssyni, Ásgeiri Danielssyni, Jakobi Gunnarssyni, Tómasi Erni Kristinssyni og Tryggva Pálssyni fyrir gagnlegar ábendingar. Höfundar eru einir ábyrgir fyrir öllum göllum sem eftir standa. Þær skoðanir sem hér koma fram eru höfunda og þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands.

við árlegt flæði vegna fjárfestingar og lánastarfsemi eru einkum tveir mikilvægir liðir. Í fyrsta lagi endurmat erlendra eigna og skulda þjóðarbúsins með tilliti til gengisbreytinga og breytinga á markaðsvirði eigna. Miklar erlendar skuldir gera þjóðarbúskapinn mun viðkvæmari en ella fyrir breytingum á gengi krónunnar, sem í vaxandi mæli er háð viðhorfi erlendra fjárfesta til íslensks efnahagslífs. Í öðru lagi er arðsemi mismunandi eigna- og skuldaflokka breytileg, áhætta ólíkra eignaflokka mismunandi, en einnig skiptir máli að aðferðir við að meta ávöxtun eru breytilegar eftir eignaflokkum. Ef samsetning erlends eignasafns innlendra aðila er ólík samsetningu eignasafns erlendra aðila á Íslandi getur það leitt til þess að arðsemi eigna og skulda fylgist ekki að. Hreinar vaxta- og arðgreiðslur geta því verið í miklu ójafnvægi þótt hrein erlend staða sé í jafnvægi. Aðferðir við endurmat fjárfestingarliða eru einnig mismunandi eftir eignaflokkum og það sama á við um mat á arði. Því getur samsetning eigna og skulda haft talsverð áhrif á það að hve miklu leyti skráningin endurspeglar heildarmarkaðsverðmæti eigna og skulda. Í þessari grein er þróun og samsetningu erlendar eigna- og skuldastöðu þjóðarbúsins lýst og skýrt hvernig hún tengist breytingum á viðskiptajöfnuðinum.

Rammagrein 1

Lykilhugtök skilgreind

Erلendar eignir og skuldir þjóðarbúsins eru flokkaðar eftir eðli og umfangi fjárfestingarinnar í samræmi við staðla Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF 1993). Í þessari rammagrein er gerð grein fyrir meginhugtökunum og samhengi þeirra í útreikningum á ytri jöfnuði þjóðarbúsins.

Markaðsverðbréf. Fjárfesting Íslendinga¹ í erlendum hlutabréfum og erlendra aðila í innlendum hlutabréfum er flokkuð sem verðbréfafjárfesting að því gefnu að eignarhlutur fjárfestis í viðkomandi eign fari ekki yfir 10%. Hlutdeildarskírteini í verðbréfasjóðum og skuldaskjöl (skuldabréf og peningabréf) teljast einnig til verðbréfafjárfestingar.

Bein fjárfesting. Fari umfang fjárfestingar í hlutabréfum yfir 10% er litið svo á að fjárfestirinn hafi náð því sem kallast stjórnunarleg áhrif og flokkast fjárfestingin þá sem bein fjárfesting. Eftir að beint fjárfestingarsamband er komið á milli innlends og erlends fyrirtækis flokkast allar frekari fjármagnsfærslur milli þessara fyrirtækja undir beina fjárfestingu. Þetta á meðal annars við um lántökur og lánveitingar milli móður- og dótturfyrirtækja.

Afleiðuviðskipti eru skiptasamningar, framvirkir samningar og valréttir. Afleiðusamningar eru í eðli sínu jafnir á eigna- og skuldahlið í upphafi en verðmunur gæti myndast vegna verð- og gengisbreytinga við uppgjör þeirra.

Aðrar eignir eru meðal annars viðskiptakröfur og lán, ásamt seðlum og innstæðum á bankareikningum.

Gjaldeyriforði er skilgreindur sem erlendar eignir Seðlabanka Íslands sem eru aðgengilegar til inngripa á gjaldeyrismarkaði.

1. Miðað er við lögheimili fjárfesta.

Bein fjármunaeign (stöðustærð) er gerð upp á bókfærðu virði en bein fjárfesting (flæðistærð) er skráð á kaupverði.² Á framangreindu getur verið talsverður munur þegar stórir eignarhlutir í fyrirtækjum eru keyptir á „yfirverði“ og fyrirtæki ákveða að afskrifa hluta kaupverðsins þegar kaupin eiga sér stað. Fjárfestingin er því færð til eignar/skuldar á því verði sem kaupandinn bókfærir en ekki á umsómdu kaupverði. Verðbréfafjárfesting er skráð á markaðsvirði þegar viðskiptin eiga sér stað og staða hennar færð á markaðsvirði á hverjum tíma.

Greiðslujöfnuður

Greiðslujöfnuður skiptist í fjármagnsjöfnuð og viðskiptajöfnuð.

Fjármagnsjöfnuður = bein fjárfesting + verðbréfavíðskipti + annað fjármagn + gjaldeyrisforði

Fjármagnsjöfnuður sýnir fjárflæði erlendra eigna og skulda flokkað eftir eðli fjárfestingarinnar, þ.e. bein fjárfesting, verðbréfavíðskipti, annað fjármagn og gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands.

Viðskiptajöfnuður = vöruskiptajöfnuður + þjónustujöfnuður + þáttatekujöfnuður + rekstrarframlög

Viðskiptajöfnuður sýnir út- og innflutning vöru og þjónustu ásamt þáttatekjum og rekstrarframlögum.

Þáttatekujöfnuður = arður af hlutabréfum + endurfjárfestur hagnaður + áfallnir vextir + launagreiðslur

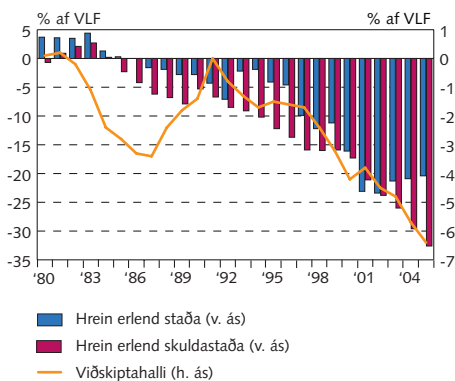
Þáttatekjur og gjöld samanstanda af arði og endurfjárfestum hagnaði sem má rekja til beinnar fjárfestingar og verðbréfafjárfestingar auk áfallinna vaxta af annarri fjárfestingu, ásamt launum verkamanna sem greidd eru af atvinnurekanda í öðru landi. *Endurfjárfestur hagnaður* er sá hluti hagnaðar sem verður eftir hjá fyrirtækjum þegar arður hefur verið greiddur út til hluthafa og er skilgreindur sem viðbótarfjárfesting í fyrirtækjum sem falla undir beina fjárfestingu (eignarhlutur > 10%). Þessi hagnaður eykur eigið fé fyrirtækis. Með sama hætti leiðir taprekstur til neikvæðrar ávöxtunar og lækkunar á eigin fé fyrirtækis. Arðgreiðslur geta einnig orðið svo háar að endurfjárfestur hagnaður verði neikvæður. Hagnaður af starfsemi innlendra félaga í eigu erlendra aðila er færður til gjalda í þáttatekujöfnuði. Sundurliðunin milli arðs og endurfjárfests hagnaðar er eingöngu til nánari útlistunar á þessum gjöldum. Samtímatekjur eru því tekju- eða gjaldfærðar óháð því hvort þær hafi verið greiddar út í formi arðs eða hagnaðurinn endurfjárfestur í fyrirtækinu.

Í fjármagnsjöfnuði greiðslujafnaðar er verðbréfavíðskiptum skipt niður í hlutafé annars vegar og hins vegar skuldaskjöl. Undir verðbréfafjárfestingu flokkast m.a. kaup á hlutabréfum í erlendum fyrirtækjum sem ná ekki 10% eignarhlut. Afrakstur slíkrar fjárfestingar skilar sér inn í greiðslujöfnuðinn sem arðgreiðslur. Í samræmi við aðferðafræði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er hækkun á markaðsvirði slíkrar fjárfestingar ekki tekin með enda þótt fjárfestar telji slíka hækkun á markaðsvirði til tekna hjá sér.

Þáttatekjur af skuldaskjölum eru áfallnir vextir. Af annarri fjárfestingu teljast einnig vextir af lánum til erlendra aðila til þáttatekna. Eina fjárfestingin sem er ekki vaxtareiknuð eru viðskiptakröfur.

2. Í aðferðafræði Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er mælt með því að bein fjárfesting sé bókfærð á markaðsvirði en jafnframt viðurkennt að erfitt geti verið að mæla markaðsvirði óskráðra fyrirtækja. Skortur á áreiðanlegum gögnum gerir það að verkum að flest lönd, þar með talið Ísland, skrá beina fjármunaeign á bókfærðu verði. Æskilegt er að flest lönd í heiminum notist annað hvort við markaðsverð eða þá bókfært verð svo hægt sé að bera saman einstök lönd.

Mynd 2
Hrein erlend staða og
viðskiptajöfnuður Bandaríkjanna
Árlegar tölur 1980-2005



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Lane & Ferretti (2006).

Álitamál við skráningu utanríkisviðskipta

Mat á greiðslujöfnuði og erlendri stöðu þjóðarbúsins byggist á alþjóðlegum stöðlum. Aukin alþjóðavæðing og gríðarleg aukning í fjármagnsflæði milli landa hefur gert öflun upplýsinga frá mörgum ólíkum aðilum erfiða og úrvinnslu þeirra tímafreka. Því getur í mörgum tilvikum verið erfitt að uppfylla hina alþjóðlegu staðla. Undanfarin misseri hefur átt sér stað töluverð umræða um þessa staðla og þeir verið gagnrýndir. Hefur í þessu sambandi verið bent á að það geti skapað talsvert mismæmi ef vægi beinnar fjárfestingar annars vegar og verðbréfafjárfestingar hins vegar er mismunandi eftir löndum. Hinar mismunandi aðferðir sem notaðar eru við mat á framangreindri fjárfestingu hafa töluverð áhrif á þáttatekjujöfnuðinn en nánar verður greint frá þeim síðar. Hér á eftir er meðal annars fjallað um álitamál sem komið hafa upp víða erlendis, t.d. í Bandaríkjunum, Bretlandi, Svíþjóð og Nýja-Sjálandi. Raktar eru niðurstöður helstu rannsókna á þessu sviði og gerð grein fyrir ólíkum sjónarmiðum sem að baki liggja.

Mikill viðskiptahalli í Bandaríkjunum, hrein erlend staða talsvert neikvæð en jöfnuður þáttatekna jákvæður

Bandaríkin hafa um árabil búið við mikinn og vaxandi halla á viðskiptajöfnuði sínum. Bráðabirgðatölur benda til þess að hallinn á árinu 2006 verði ríflega 6,5% af VLF (sjá mynd 2). Þrátt fyrir að þetta virðist hóflegur halli á íslenskan mælikvarða eru áhrif viðskiptahalla af þessari stærð hjá mesta efnahagsveldi heims nokkurt áhyggjuefni. Skiptar skoðanir eru um sjálfbærni viðskiptahallans í Bandaríkjunum. Sumir telja að hann geti haldið áfram að vaxa án teljandi vandræða fyrir bandarískt efnahagslíf þrátt fyrir að viðvarandi viðskiptahalli í Bandaríkjunum hafi leitt til mikillar erlendra skuldaföfnunar. Bent er á að þrátt fyrir hallarekstur hafi jöfnuður þáttatekna í Bandaríkjunum að jafnaði verið jákvæður síðustu árin.² Hagfræðingar eru sammála um að hluta skýringarinnar sé að finna í ólíkum aðferðum við mat mismunandi fjárfestingarliða. Er þá einna helst horft til mismunandi aðferða við mat á beinni fjárfestingu og verðbréfafjárfestingu. Á meðan sumir telja, líkt og algengt er hér á landi, að mismæmið stafi af vanmati eigna, telja aðrir að útgjöldin séu vanmetin. Þótt aðstæður hér á landi séu á margan hátt ólíkar þeim vandamálum sem verið er að fást við vestanhafs má eflaust draga af þeim nokkurn lærdóm.

Umræðan um viðskiptahalla Bandaríkjanna hefur meðal annars beinst að ávöxtun af beinni fjárfestingu, en opinberar hagtölur benda til þess að bein fjárfesting Bandaríkjamanna erlendis skili rúmlega tvöfalt meiri ávöxtun en bein fjárfesting erlendra aðila í Bandaríkjunum (Gros 2006). Marktækan mun er hins vegar ekki að sjá á öðrum eignaflokkum. Eins og fram hefur komið fyrir í þessari grein er ávöxtun beinnar fjárfestingar tvíþætt. Annars vegar er um að ræða útgreiddan arð til hluthafanna og hins vegar svokallaðan endurfjárfestan hagnað. Við nánari athugun kemur í ljós að ávöxtun í formi arðgreiðslna er svipuð af beinni erlendri fjárfestingu Bandaríkjanna og af beinni fjárfestingu

2. Heildarávöxtun af erlendum eignum Bandaríkjamanna var 5,3% á fyrri helmingi ársins 2006 en aðeins 4,3% af eignum erlendra aðila í Bandaríkjunum (Higgins, Klitgaard og Tille 2006).

erlendra aðila í Bandaríkjunum. Ávöxtun í formi endurfjárfests hagnaðar er hins vegar mun hærrí í beinni fjárfestingu Bandaríkjamanna erlendis. Á árunum 1984-2004 námu þáttatekjur Bandaríkjamanna af endurfjárfestum hagnaði yfir 1.100 milljörðum Bandaríkjadala en þáttgjöld til erlendra fjárfesta námu aðeins 20 milljörðum dala á sama tímabili.

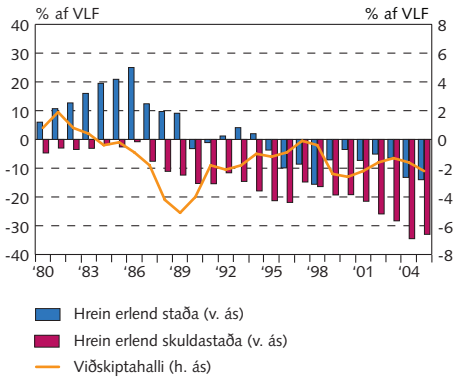
Gros (2006) leiðir að því líkur að þessi munur sé það stór að ekki sé mark takandi á opinberum tölum um endurfjárfestun hagnað. Fyrir því séu margvíslegar ástæður. Þar skiptir mestu að upplýsinga um hagnað bandarísku fjárfestingarinnar í beinni fjárfestingu erlendis er aflagð með könnunum hjá bandarískum fjárfestum. Af skattalegum ástæðum hafi þeir ekki beinan hvata af því að draga úr bókfærðum hagnaði því að hagnaðurinn er ekki skattlagður í Bandaríkjunum fyrir en hann er innlestur. Hins vegar hafi erlendir eigendur beinnar fjárfestingar í Bandaríkjunum skattalegt hagræði af því að gefa upp sem minnstan hagnað til að lágmarka skattgreiðslur (Gros 2006; Heath 2007). Það styður þessa kenningu að ávöxtun verðbréfafjárfestingar erlendra aðila í Bandaríkjunum er talsvert hærrí en ávöxtun af beinni fjárfestingu erlendra aðila í Bandaríkjunum. Ólíklegt má telja að erlendir fjárfestar í Bandaríkjunum muni til lengdar sætta sig við mun minni ávöxtun af beinni fjárfestingu í Bandaríkjunum en af sams konar fjárfestingu utan Bandaríkjanna. Í umdeildri grein varpa hins vegar Hausmann og Sturzenegger (2006a; 2006b) fram þeirri kenningu að misræmi á milli þróunar hreinnar stöðu og þáttatekna megi skýra út frá ákveðnum óefnislegum eiginleikum, sem þeir kalla huldufni (e. dark matter), sem gefur beinni fjárfestingu í Bandaríkjunum forskot á sams konar fjárfestingu í öðrum löndum. Þessir óefnislegu eiginleikar eiga m.a. að vera fólgnir í stjórnmalalegum stöðugleika og aðgangi að þekkingu. Þar af leiðandi geti Bandaríkin viðhaldið núverandi og jafnvel vaxandi viðskiptahalla við útlönd án teljandi vandræða. Gert er ráð fyrir að viðskiptahallinn muni fjármagna sig sjálfur út frá jákvæðum þáttatekjujöfnuði þrátt fyrir vaxandi skuldir.

Higgins *et al.* (2006) telja hins vegar að haldi erlend skuldasöfnun áfram með óbreyttum þunga muni versnandi neikvæð staða brátt vega þyngra en jákvæð ávöxtun af beinni fjárfestingu Bandaríkjamanna erlendis, umfram beina fjárfestingu erlendra aðila í Bandaríkjunum, sem mun þar af leiðandi hafa í för með sér vaxandi halla á þáttatekjujöfnuði.

Langvarandi viðskiptahalli í Bretlandi en samt batnar hrein erlend staða þjóðarbúsins

Bretland hefur um langt skeið búið við halla á viðskiptajöfnuði. Undanfarnir 20 ár hefur viðskiptahallinn verið að meðaltali 2% af vergri landsframleiðslu (sjá mynd 3) en á allra síðustu árum hefur hallinn á vöru- og þjónustujöfnuði aukist. Jafnframt hafa bæði eignir og skuldir þjóðarbúsins vaxið gífurlega, eða um allt að 60% af VLF á ári. Þrátt fyrir viðvarandi viðskiptahalla og mikinn vöxt erlendra eigna og skulda hefur hrein erlend staða aðeins versnað lítils háttar í hlutfalli við eignir og skuldir (Whitaker 2006). Ef erlend staða er umreiknuð á markaðsvirði kemur í ljós að erlendar eignir eru meiri en skuldir (Nickell 2006). Meginskýring þess að hrein erlend eign þjóðarbúsins eykst þótt þjóðin eyði

Mynd 3
Hrein erlend staða og
viðskiptajöfnuður Bretlands
Árlegar tölur 1980-2005



Heimildir: Lane & Ferretti (2006), OECD.

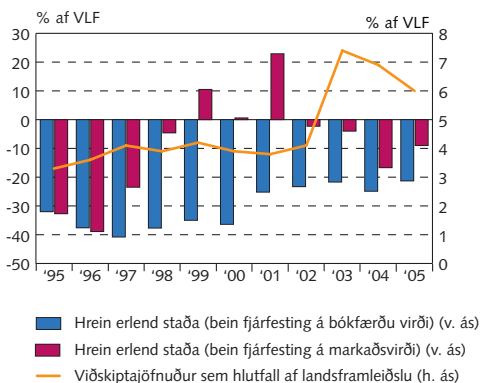
um efni fram um áratuga skeið er mismunandi samsetning og ávöxtun á eigna- og skuldahlið. Ávöxtun erlendra eigna hefur um árabíl verið um 2% hærra að meðaltali en ávöxtun skulda. Helsta skýringin á þessari umframávöxtun er að hlutfé vegur talsvert þyngra í eignahlíðinni en í skuldahlíðinni, þar sem vaxtaberandi eignir, svo sem skuldabréf og almenn innlán, eru í meirihluta. Það sem vegur einna þyngst er að bein fjárfesting Breta erlendis hefur að jafnaði verið talsvert meiri en bein fjárfesting erlendra aðila í Bretlandi og hefur hrein eign í þessum eignaflokki verið á bilinu 200 til 300 milljarðar punda undanfarin 6 ár. Svipað og í flestum öðrum löndum hefur ávöxtun beinnar fjárfestingar verið talsvert meiri en hinna eignaflokkanna. Það eitt og sér að hlutfall beinnar fjárfestingar í eignasafninu er hærra en hlutfall beinnar fjárfestingar í skuldafafninu skýrir að hluta til þversögnina hér að framan. Það vekur hins vegar athygli að svipuð staða virðist vera uppi í Bretlandi og í Bandaríkjunum þ.e. að ávöxtun beinnar fjárfestingar Breta erlendis er talsvert hærra en ávöxtun beinnar fjárfestingar erlendra aðila í Bretlandi. Sem dæmi um þetta má nefna að árið 2005 var ávöxtun beinnar erlendar fjárfestingar Breta erlendis um 11% en ávöxtun erlendra aðila af beinum fjárfestingum í Bretlandi var um 7%. Ef eigna- og skuldahlið beinnar fjárfestingar er leiðrétt með tilliti til markaðsverðs lækkar ávöxtunarprósenta eignahlutans niður í rúmlega 5% en skuldahlutans niður í rúm 3% samkvæmt útreikningum Nickel (2006). Þrátt fyrir það er samt um talsverðan mun að ræða Bretum í hag. Sjálfbærni viðskiptahallans er undir því komin að hlutfall hlutabréfa í beinni erlendri fjárfestingu haldist hátt og að þessi munur á ávöxtun, sem erfitt er að skýra, haldist.

Afgangur á viðskiptajöfnuði í Svíþjóð

en hrein erlend staða batnar lítið

Ólíkt Bretlandi og Bandaríkjunum hefur Svíþjóð um árabíl haft talsverðan afgang á viðskiptajöfnuði (sjá mynd 4), en síðustu árin skýrist hann einkum af hagstæðum vöru- og þjónustujöfnuði. Þessi afgangur hefur hins vegar ekki skilað sér í aukningu erlendra eigna umfram skuldir. Uppsafnaður afgangur á viðskiptajöfnuði á tímabilinu 1989-2005 nam um 995 milljörðum sænskra króna (SEK). Á sama tímabili batnaði hrein erlend staða hins vegar aðeins um ríflega 50 milljarða SEK. Samkvæmt rannsóknnum Blomberg og Falk (2006) og Lane (2006) skýrist þetta einna helst af mismunandi ávöxtun eigna og skulda og breytingum á gengi sænsku krónunnar. Þar sem bæði erlendar eignir og skuldir hafa margfaldast á nokkrum árum hefur viðskiptajöfnuður hlutfallslega sífellt minni áhrif á þróun hreinnar erlendar stöðu. Áhrif gengisbreytinga sænsku krónunnar og hlutfallsleg þróun hlutabréfaverðs í Svíþjóð miðað við erlenda markaði yfirgnæfa framlag viðskiptajafnaðarins til erlendu stöðunnar.³ Í árslok 2005 nam hrein erlend eign Svía um 2.600 milljörðum SEK. Ef gengi sænsku krónunnar hefði veikst um

Mynd 4
Hrein erlend staða og
viðskiptajöfnuður Svíþjóðar
Árlegar tölur 1995-2005



Heimildir: OECD, Sænski seðlabankinn.

3. Þess ber jafnframt að geta að sænski seðlabankinn skráir beina fjárfestingu á markaðsvirði en ekki á bókfærðu virði eins og Seðlabanki Íslands gerir. Sé bein fjárfesting skráð á bókfærðu virði kemur í ljós að hrein staða í lok tímabilsins 1989-2005 er í raun yfir 300 milljörðum sænskra króna lakari en í upphafi þess. Sé miðað við þessa útreikninga, eins og staðlar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins segja til um, eru áhrif viðskiptajafnaðar enn minni á hreina erlendu stöðu sænska þjóðarbúsins en niðurstöður Blomberg og Falk benda til.

8% hefði það haft í för með sér að hreinar erlendar eignir ykjast um 208 milljarða SEK en til samanburðar var afgangur af viðskiptajöfnuði Svía árið 2005 um 188 milljarðar SEK. Að sjálfsögðu hefði það öfug áhrif ef sænska krónan styrktist. Eignir erlendra aðila í Svíþjóð eru hins vegar að stærstum hluta í sænskum krónum og því hafa breytingar á verðmæti þeirra mældar í erlendum gjaldeyri ekki áhrif á hreina erlenda stöðu.

Verðbréfaeign erlendra aðila í sænskum hlutabréfum er talsvert meiri en eign Svía í hlutabréfasafni þeirra. Hlutabréf í Svíþjóð hafa hins vegar hækkað hlutfallslega meira í verði en hlutabréf á erlendum mörkuðum. Framlag þessa liðar til hreinnar stöðu hefur því verið óhagstætt mestallt tímabilið. Samantekið hafa þessir þættir haft þau áhrif að hrein erlend staða sænska þjóðarbúsins hefur ekki batnað í samræmi við mikinn afgang á viðskiptajöfnuði undanfarin ár.

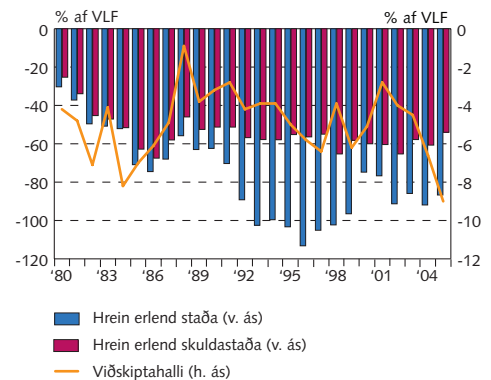
Þróun mála á Nýja-Sjálandi er svipuð og á Íslandi

Þróun efnahagsmála á Nýja-Sjálandi á síðustu árum hefur að ýmsu leyti verið svipuð þróuninni hér á landi (sjá m.a. viðauka 2 í *Peningamálum* 2007/1). Viðskiptahallinn hefur vaxið ár frá ári og nam um 9% af VLF árið 2005 (sjá mynd 5). Andstætt því sem gerst hefur í þeim löndum sem fjallað var um hér að framan hefur þróun hreinnar erlendar stöðu þjóðarbúsins hins vegar verið í takt við þróun viðskiptahallans (sjá t.d. Medina, Munro og Soto (2006)). Hrein erlend staða var neikvæð um sem nemur 89% af VLF árið 2005 og jöfnuður þáttatekna neikvæður um 7% af VLF (Edwards 2006). Meginþáttur viðskiptahallans, ólíkt Íslandi þar til nýlega, hefur verið halli á þáttatekjum, en ekki á vöru- og þjónustuviðskiptum. Mikið streymi erlends fjármagns inn í landið skýrist að miklu leyti af nánnum tengslum þess við Ástralíu, en meginhluti beinnar erlendar fjárfestingar kemur þaðan. Fjárfesting hefur verið mikil í fjármálafyrirtækjum og öðrum geirum þar sem hagnaður hefur verið mikill undanfarin ár. Þetta hefur skilað sér í miklu útstreymi í gegnum liðinn endurfjárfestur hagnaður sem aftur hefur haft mjög neikvæð áhrif á jöfnuð þáttatekna. Svipað og í Svíþjóð hefur ávöxtun erlendra eigna verið talsvert lægri en ávöxtun erlendra skulda, en heildarávöxtun erlendra eigna hefur verið að meðaltali um 3% undanfarin ár en í kringum 6% á erlendum skuldum (Edwards 2006).

Sameiginleg einkenni

Af dæmunum sem rakin eru hér að framan má draga nokkurn lærdóm fyrir Ísland. Eftir því sem erlendar skuldir og eignir hækka geta smávægilegar breytingar á arðsemi einstakra undirflokka haft mikil áhrif á jöfnuð þáttatekna. Þar sem samsetning eigna- og skulda er sjaldan eins getur mismunandi ávöxtun þeirra leitt til jákvæðs jafnaðar þáttatekna þótt hrein staða við útlönd sé neikvæð (eða öfugt), sé hún ekki mjög neikvæð. Sökum mismunandi vægis beinnar fjárfestingar og hlutabréfa í eignasafni einstakra landa getur verðþróun þeirra haft umtalsverð áhrif á þróun hreinnar erlendar stöðu landa, enda ólíklegt að þróun eignaverðs, gengis og vaxta fylgist ávallt að. Því meiri verða áhrifin sem eignir og skuldir eru meiri. Margföldun eigna og skulda getur því ýmist haft veruleg áhrif á hreina erlenda stöðu eða lítil sem engin, eins og í tilfalli Bretlands.

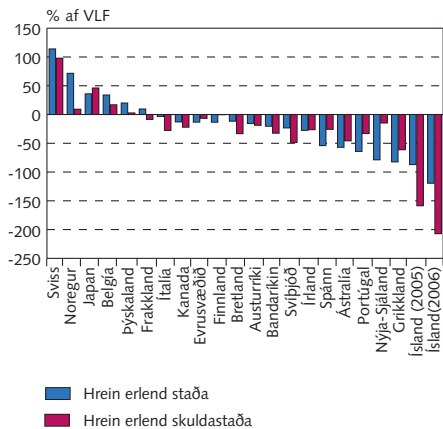
Mynd 5
Hrein erlend staða og viðskiptajöfnuður Nýja-Sjálands
Árlegar tölur 1980-2005



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Lane & Ferretti (2006), OECD.

Mynd 6

Hrein erlend staða og hrein erlend skuldastaða nokkurra þróaðra ríkja í árslok 2005¹



1. Tölur fyrir Ísland einning fyrir árið 2006.

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

Alþjóðlegur samanburður

Í alþjóðlegum samanburði sker Ísland sig nokkuð úr, hvort heldur skoðuð er hrein erlend skuldastaða sem hlutfall af vergri landsframleiðslu eða hrein áhættufjárfesting í hlutfalli af vergri landsframleiðslu (sjá myndir í viðauka).

Hrein erlend eignastaða margra helstu iðnríkjana er ekki ósvipuð eignasamsetningu fjárfestingarsjóða (e. hedge funds) (Lane og Milesi-Ferretti 2006). Með því er átt við að hrein erlend skuldastaða er neikvæð en hrein staða í erlendri áhættufjárfestingu⁴ er jákvæð. Með öðrum orðum, flest helstu iðnríki heimsins eru nettó lántakendur í erlendum lánnum og nota þessa fjármuni að hluta til að fjárfesta í fyrirtækjum og verðbréfum erlendis. Af helstu iðnríkjum heimsins (G7) er það aðeins Japan sem sker sig úr með jákvæða erlenda skuldastöðu (þar sem hrein erlend áhættufjárfesting var -2,2% af VLF árið 2004 og hrein erlend skuldastaða var 22,5% af VLF árið 2004,⁵ sjá myndir í viðauka).

Í tilfalli Íslands er áhættufjárfesting innlendra aðila erlendis mun meiri en samsvarandi eignir erlendra aðila á Íslandi. Hrein staða áhættufjárfestingar er því jákvæð. Hlutfall áhættufjárfestingar Íslands af vergri landsframleiðslu er mjög hátt. Aðeins eitt land hefur hærra hlutfall af vergri landsframleiðslu bundið í erlendri áhættufjárfestingu, en það eru Sameinuðu Arabísku Furstadæmin (sjá mynd b í viðauka).

Próun eigna og skulda síðustu árin

Til að fá skýrari mynd af skuldastöðu Íslands er nauðsynlegt að líta nánar á samsetningu eigna og skulda.

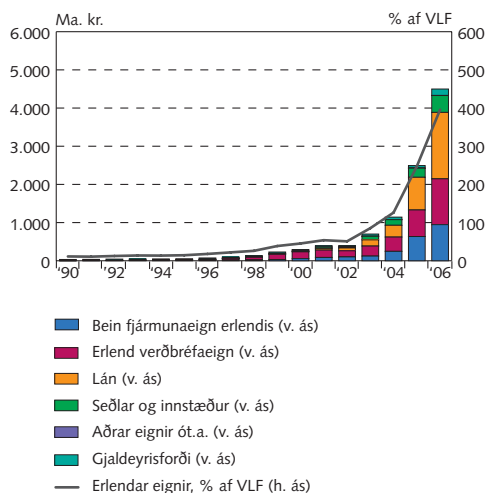
Erlendar eignir

Árið 1995 námu eignir Íslendinga erlendis alls um 14,5% af vergri landsframleiðslu. Árið 2006, aðeins ellefu árum síðar, námu erlendar eignir um 396% af VLF og hafa því meira en tuttuguogsexfaldast mælt í hlutfalli við verga landsframleiðslu (sjá mynd 7). Samsetning erlendra eigna hefur einnig breyst talsvert á tímabilinu. Gjalddeyriforði og viðskiptakröfur voru áður veigamikill hluti af heildareignum erlendis en skipa nú aðeins lítinn sess. Þess í stað hefur hlutfall erlendra lána aukist gífurlega og reiknast nú um 39% af heildareignum erlendis. Hlutdeild erlends hlutfjár í eignasafninu hefur einnig næstum tvöfaldast og er nú tæplega fimmtungur af erlendum eignum. Hlutfé í íslenskum fyrirtækjum í eigu erlendra aðila vegur hins vegar aðeins 6% í heildarskuldum. Bein fjármunaeign Íslendinga erlendis nam alls um 946 ma.kr. í árslok 2006 og var því um 21% af heildareignum erlendis.

Útlán innlendra lánastofnana til erlendra aðila eru einn stærsti einstaki þátturinn í framangreindri aukningu. Árið 2001 námu þessi útlán um 44 ma.kr. en voru árið 2006 um 1.740 ma.kr. Erlend verð-

Mynd 7

Erlendar eignir þjóðarbúsins
Árlegar tölur 1990-2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

- Hugtakið áhættufjárfesting er í þessu samhengi skilgreint sem samtala beinnar fjárfestingar og fjárfestingar í hlutfé og hlutfjárstöðum (e. equity investment).
- Þessar upplýsingar miðast við gagnagrunn Lane og Milesi-Ferretti (2006) sem er stærsti gagnagrunnurinn með sambærileg gögn yfir hreina erlenda stöðu flestra ríkja heimsins. Nýjustu gögnin ná hins vegar aðeins fram til ársins 2004. Gögn sem höfundar hafa tekið saman fyrir árið 2005 benda til þess að hrein skuldastaða Þýskalands hafi einnig verið jákvæð árið 2005 (sjá mynd 6).

Tafla 1 Samsetning erlendra eigna Íslendinga 1995 og 2006

	Staða beinnar fjárfestingar (eign)	Hlutafé	Skulda-skjöl	Lán	Seðlar og innstæður	Viðskipta-kröfur	Gjaldeyrisforði
1995	19%	11%	10%	0%	13%	13%	34%
2006	21%	20%	6%	39%	10%	0%	4%

bréfaeign lífeyrissjóða hefur aukist mikið og nam rúmlega 442 ma.kr. í árslok 2006 eða um 10% af heildareignum Íslendinga erlendis og um 37% af heildareign Íslendinga í erlendum verðbréfum.

Umfangsmikil fjárfesting annarra innlendra aðila í fyrirtækjum og verðbréfum skýrir afganginn af eignaukningunni. Bein fjármunaeign innlendra aðila erlendis og hlutdeild hlutafjár í erlendri verðbréfaeign nam alls um 974 ma.kr. umfram áhættufjárfestingu erlendra aðila á Íslandi í árslok 2006.

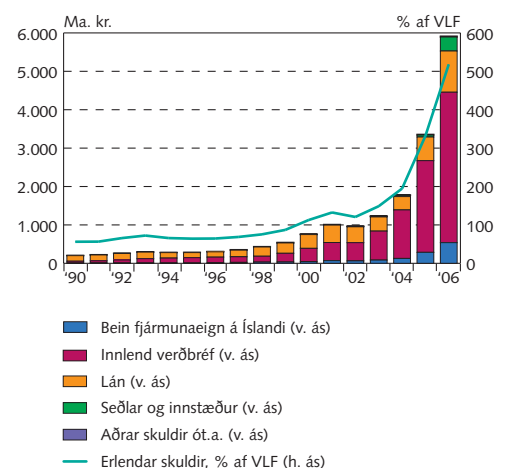
Fjárfesting innlendra aðila í erlendum fyrirtækjum hefur verið einna umfangsmest á sviði banka- og fjármálastarfsemi, en tekur jafnframt til fyrirtækja á sviði verslunar og þjónustu, matvælaframleiðslu, lyfjaframleiðslu og samgangna. Bein fjármunaeign innlendra aðila erlendis nam alls 635 ma.kr. í árslok 2005 og þar af nam bein fjármunaeign viðskiptabankanna þriggja og eins fjárfestingarbanka um 144 ma.kr. Bein fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi nam hins vegar alls um 286 ma.kr. í árslok 2005 og þar af nam bein fjármunaeign í einum viðskiptabanka og í einum fjárfestingarbanka um 61 ma.kr.

Erlendar skuldir

Alls námu erlendar skuldir Íslendinga í árslok 2006 um 518% af VLF en voru í lok ársins 2005 um 332% af VLF (sjá mynd 8). Hér er um verulega aukningu að ræða en hluti skuldaaukningarinnar skýrist af veikingu krónunnar á árinu 2006 en hún veiktist gagnvart erlendri mynt um 18,8%. Erlendar skuldir innlánsstofnana voru 82% af erlendum skuldum Íslendinga. Erlendar skuldir hins opinbera námu 263 ma.kr. í árslok 2006 og aðrir geirar (aðrar lánastofnanir og atvinnufyrirtæki) skulduðu erlend lán að fjárhæð 516 ma.kr.

Skuldaaukningin er að verulegu leyti spegilmynd erlendu eignaukningarinnar. Íslensku bankarnir hafa að stórum hluta haft milligöngu um útvegum erlends fjármagns til innlendra fjárfesta en bankarnir hafa einnig sjálfir verið umsvifamiklir í fjárfestingu erlendis. Auk þess hefur talsverður hluti af erlendri skuldaaukningu bankanna fjármagnað innlend útlán sem að hluta til hafa verið nýtt af innlendum fjárfestum til fjárfestingar erlendis. Erlend skuldaaukning verður hins vegar ekki rakin til ríkis og sveitarfélaga þar sem hið opinbera greiddi þvert á móti upp talsvert af erlendum skuldum á tímabilinu.⁶

Mynd 8
Erlendar skuldir þjóðarbúsins
Árlegar tölur 1990-2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

6. Árið 2000 námu erlendar skuldir hins opinbera um 167 ma.kr. Árið 2005 voru þær komnar í um 172 ma.kr. en á sama tíma jukust erlendar skuldir þjóðarbúsins í heild um 2.592 ma.kr. Árið 2006 jukust erlendar skuldir hins opinbera um 91 ma.kr. og munar þar mestu að ríkissjóður tók undir lok ársins lán til að styrkja gjaldeyrisforðann. Á sama tíma jukust erlendar skuldir þjóðarbúsins í heild um 2.569 ma.kr. Erlendar skuldir innlendra innlánsstofnana hafa aukist í takt við stækkandi efnahagsreikninga þeirra. Alls námu erlendar skuldir innlendra innlánsstofnana í lok ársins 2006 um 4.220 ma.kr. en voru 453 ma.kr. í árslok 2002.

Tafla 2 Samsetning erlendra skulda Íslendinga 1995 og 2006

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

Hrein erlend staða hefur versnað meira en viðskiptahallinn gefur tilefni til

Afgangur á viðskiptajöfnuði er vísbending um að hluti af sparnaði landsmanna hafi verið notaður til að fjárfesta erlendis eða til þess að greiða niður erlendar skuldir. Sé hins vegar halli á viðskiptajöfnuði eru landsmenn aftur á móti að eyða um efni fram og safna erlendum skuldum. Með réttu ætti uppsafnaður viðskiptajöfnuður því að endurspeglast nákvæmlega í þróun hreinnar erlendar stöðu þjóðarbúsins. Nokkuð gott samræmi var á milli uppsafnaðs viðskiptahalla og hreinnar erlendar stöðu þjóðarbúsins fram til ársins 2000 (sjá mynd 9). Fram til ársins 1995 var erlendri lántöku og eignamyndun stýrt af opinberum aðilum og lítið um hvort tveggja beina fjárfestingu erlendis og fjárfestingu í erlendum verðbréfum. Með EES-samkomulaginu varð gjörbreyting á heimildum innlendra aðila til erlendra fjárfestinga. Í tengslum við einkavæðingu bankanna, sem hófst á ný árið 1998 og lauk árið 2003, jukust bæði eignir og skuldir innlendra aðila erlendis gífurlega.

Þróun skuldastöðunnar frá og með árinu 2000 er talsvert óhagstæðari en uppsafnaður viðskiptajöfnuður virðist gefa tilefni til. Mynd 9 sýnir uppsafnaðan viðskiptahalla ásamt þróun hreinnar erlendar stöðu frá árinu 1996, en það ár var um það bil jafnvægi í viðskiptum Íslands við útlönd. Helsta skýringin á þessu ósamræmi liggur í virðisbreytingum eigna og skulda. Á árunum 2000-2002 var til að mynda talsvert verðfall á erlendum hlutabréfamörkuðum sem ætla má að hafi rýrt virði erlendar verðbréfaeignar Íslendinga um rúmlega 72 ma.kr. Á móti vegur að á sama tíma jókst virði erlendra verðbréfa í krónum talið um sem nemur rúmlega 21 ma.kr. vegna veikingar krónunnar.

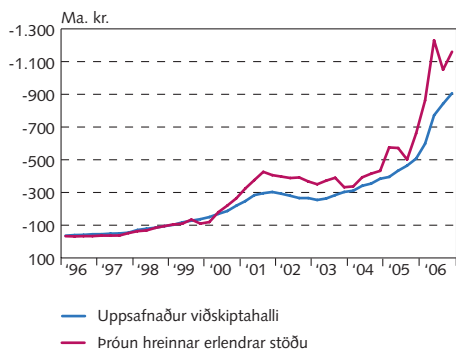
Hverju hafa erlendar eignir skilað í þjóðarbúið?

Hér að framan hefur verið fjallað um eignamyndun og skuldasoðun Íslendinga erlendis. Bent hefur verið á að eignir og skuldir hafa aukist mikið á allra síðustu árum og að það eitt og sér hafi í för með sér aukið vægi þáttatekna í viðskiptajöfnuði. Með þessa þróun í huga er áhugavert að skoða ávöxtun þessara eigna í eigu innlendra aðila og samsvarandi þróun skulda (sjá mynd 10).

Hafa tekjur af erlendum eignum hækkað í samræmi við aukningu þeirra?

Athygli vekur að um 41% af erlendum eignum þjóðarbúsins er það sem flokka má sem áhættufjárfestingu, þ.e. bein fjárfesting og hlutafé í verðbréfafjárfestingu. Aðeins um 14,6% skulda falla hins vegar undir þessa skilgreiningu. Eins og rakið var hér að framan er aðeins eitt land sem hefur hærra hlutfall af vergri landsframléiðslu sinni bundið í erlendri áhættufjárfestingu. Fyrirfram mætti því ætla að arðsemi af erlenda eignasafninu sé hærri en af erlenda skuldafafninu.

Mynd 9
Uppsafnaður viðskiptahalli og þróun hreinnar erlendar stöðu



Heimildir: Útreikningar höfunda, Seðlabanki Íslands.

Tafla 3 Meðalávöxtun eigna og skulda árin 1996-2006

	Ávöxtun eigna (%)	Ávöxtun skulda (%)	Mismunur (%)
Fjárfesting alls	3,5	4,8	-1,3
Bein fjárfesting	7,5	12,7	-5,2
Eigið fjármagn	9,1	15,7	-6,6
Lán milli tengdra félaga	3,0	4,5	-1,5
Verðbréf ¹	1,4	4,6	-3,2
Hlutafé	0,9	2,5	-1,6
Skuldaskjöl	4,4	4,7	-0,3
Aðrar eignir/skuldir	3,7	3,9	-0,2

1. Könnun á ávöxtun erlendra verðbréfaeignar er gerð með fyrirspurnum til stærstu fagfjárfestanna.

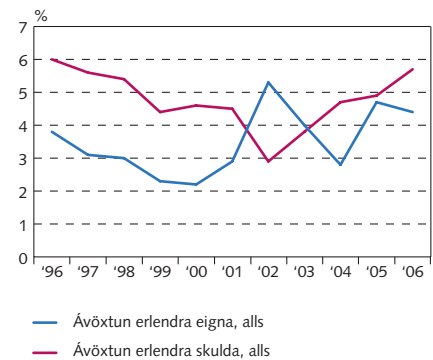
Eins og sjá má á samanburðinum í töflu 3 er ávöxtun eigna í beinni fjárfestingu bæði Íslendinga erlendis og erlendra aðila á Íslandi áberandi hærri en ávöxtun í öðrum eignaflokkum. Þessi niðurstaða fæst m.a. vegna þess að bein fjármunaeign er færð á bókfærðu verði og breytist því ekki í takt við þróun á hlutabréfamörkuðum. Miðað við hækkun eigna bæði héraðs og erlendis má leiða líkur að því að þessar eignir í beinni fjárfestingu kunni að vera talsvert vanmetnar með tilliti til markaðsvirðis. Önnur skýring á hárrí ávöxtun eigna í beinni fjárfestingu er að þetta eru almennt áhættusamari eignir en aðrar. Því sé eðlilegt að meðalávöxtun þeirra sé hærri en á öðrum eignum til að bæta fjárfestum það upp að taka á sig aukna áhættu. Hins vegar hefur meðalávöxtun af beinni erlendri fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi verið mun hærri en ávöxtun af beinni fjárfestingu Íslendinga erlendis, öfugt við þróun þáttatekna í Bandaríkjunum og Bretlandi.

Á tímabilinu 1996-2006 var meðalávöxtun af beinni fjárfestingu Íslendinga erlendis um 7,5%. Ávöxtun erlendra aðila af beinni fjárfestingu í innlendum fyrirtækjum var hinsvegar 12,7% og virðist því muna 5,2 prósentum í ávöxtun (tafla 3). Þessi niðurstaða sýnir að meðalávöxtun af beinni fjárfestingu Íslendinga erlendis er sýnu lakari en ávöxtun erlendra aðila af beinni fjárfestingu á Íslandi. Þegar haft er í huga að bein fjárfesting Íslendinga erlendis er hlutfallslega stærri hluti af eignum þjóðarbúsins en bein fjárfesting erlendra aðila er af skuldum þjóðarbúsins er ljóst að þessi munur í ávöxtun vegur þungt í viðskiptajöfnuði Íslands. Rekja má framangreindan mun á ávöxtun til þess að samanlagður rekstrarhagnaður erlendra fyrirtækja í eigu innlendra aðila var mun minni en samanlagður rekstrarhagnaður innlendra fyrirtækja í eigu erlendra aðila.

Þótt hagnaðurinn hafi verið minni af rekstrinum erlendis en héraðs er ekki þar með sagt að hagnaðurinn hafi verið lítill, sérstaklega þegar haft er í huga að það var ekki fyrr en árið 2000 að bein fjárfesting innlendra aðila erlendis fór að aukast verulega. Margar af beinum fjárfestingum Íslendinga erlendis eru því tiltölulega nýjar af nálinni en nokkur ár kunna að líða þar til settum markmiðum í rekstri þessara keyptu fyrirtækja er náð. Taprekstur nokkurra erlendra félaga í eigu innlendra aðila á tímabilinu 1996-2006 er ein meginástæða þess að meðalávöxtunin af beinni fjárfestingu Íslendinga erlendis var lakari en meðalávöxtun erlendra aðila af beinni fjárfestingu á Íslandi. Góður hagnaður innlendra fyrirtækja í eigu erlendra aðila á árunum 2004-2006 hefur að sama skapi mikil áhrif á meðalávöxtunina.

Mynd 10

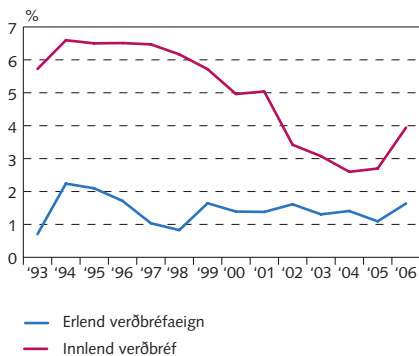
Ávöxtun erlendra eigna og skulda
Ávöxtun af meðalstöðu



Heimildir: Útreikningar höfunda, Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Ávöxtun á erlendri verðbréfaeign og íslenskum verðbréfum í eigu erlendra aðila
Ávöxtun af meðalstöðu



Heimildir: Útreikningar höfunda, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Meðalávöxtun eigna og skulda árið 2006

	Ávöxtun eigna (%)	Ávöxtun skulda (%)	Mismunur (%)
Fjárfesting alls	4,5	5,7	-1,2
Bein fjárfesting	9,9	23,2	-13,3
Eigið fjármagn	11,3	29,0	-17,7
Lán milli tengdra félaga	2,6	3,3	-0,7
Verðbréf	1,6	4,0	-2,4
Hlutfé	1,2	1,2	0,0
Skuldaskjöl	3,5	4,3	-0,8
Aðrar eignir/skuldir	3,7	4,1	-0,4

Árið 2004 var meðalávöxtun Íslendinga af beinni fjárfestingu erlendis 7,6% og árið 2005 var ávöxtunin 13,5% sem er frekar hátt miðað við þau lönd sem fjallað er um í þessari grein. Ávöxtunin lækkaði aftur árið 2006 og var þá 9,9% (sjá töflu 4). Meðalávöxtun beinnar fjárfestingar erlendra aðila á Íslandi var öllu hærri þessi ár, eða 32,4% árið 2004, 31% árið 2005 og 23,2% árið 2006. Til samanburðar má nefna að ávöxtun beinnar erlendar fjárfestingar Bandaríkjamanna var 8% á fyrri helmingi ársins 2006 en bein fjárfesting erlendra aðila í Bandaríkjunum skilaði hins vegar 5,1% ávöxtun (Higgins, Klitgaard og Tille 2006).

Fróðlegt er að skoða meðalávöxtun af verðbréfafjárfestingu samborið við meðalávöxtun af beinni fjárfestingu. Eins og fram kemur í töflu 3 var meðalávöxtun af verðbréfafjárfestingu innlendra aðila erlendis á tímabilinu 1996-2006 einungis um 1,4% samborið við um 4,6% meðalávöxtun erlendra aðila af innlendra verðbréfafjárfestingu (sjá mynd 11). Sé hins vegar einungis litið til ársins 2006 hefur bilið minnkað en er enn óhagstætt íslenskum fjárfestum um sem nemur 2,4 prósentum (sjá töflu 4). Þessi munur skýrist eingöngu af hærri vöxtum af innlendum skuldaskjölum en erlendum því að ávöxtun innlands og erlends hlutfjárj af verðbréfasafninu var hin sama á árinu 2006.

Við samanburð á meðalávöxtun af beinni fjárfestingu við verðbréfafjárfestingu er mikilvægt að hafa í huga mismunandi aðferðafræði við mælingu ávöxtunar sem gerir það að verkum að ávöxtun af beinni fjárfestingu er að jafnaði mun hærri en ávöxtun af verðbréfafjárfestingu. Skipta þar mestu máli annars vegar lágar arðgreiðslur og hins vegar það að ekki er tekin með hækkun á markaðsverði.

Eru tekjur af fjárfestingu innlendra aðila of- eða vantaldar í greiðslujöfnuði við útlönd ?

Á síðustu árum hafa nokkur innlend félög í eigu erlendra aðila, að hluta til eða öllu leyti, skilað methagnaði. Vöxtur beinnar fjárfestingar innlendra aðila erlendis hefur verið með því mesta sem gerist í heiminum og erlend verðbréfafjárfesting innlendra aðila stórukist. Allt þetta og ýmislegt fleira hefur gerst á sama tíma og viðvarandi halli hefur verið á viðskiptum Íslands við útlönd. Skal því engan undra að þessi þróun hafi kallað á margs konar vangaveltur meðal erlendra og innlendra sérfræðinga um það hvort hallinn gefi rétta mynd af erlendri stöðu þjóðarbúsins. Þessar vangaveltur hafa bæði beinst að gjalda- og tekjuhlutanum í jöfnuði þáttatekna og eru teknar saman í töflu 5.

Tafla 5 Álitafni um mat á jöfnuði þáttatekna

<ul style="list-style-type: none"> Lágar arðgreiðslur í verðbréfafjárfestingu og ekki tekið tillit til hækkunar markaðsverðs. 	<ul style="list-style-type: none"> Endurfjárfestur hagnaður í beinni fjárfestingu.
<ul style="list-style-type: none"> Bókfærð eign í erlendum hlutdeildar- og dótturfélögum. 	<ul style="list-style-type: none"> Erlend eignarhaldsfélög í eigu innlendra aðila.
<ul style="list-style-type: none"> Bókun viðskiptavildar við kaup á erlendum félögum. 	<ul style="list-style-type: none"> Kaup innlendra aðila (einstaklinga) á fasteignum á erlendri grund.

Endurfjárfestur hagnaður í beinni fjárfestingu

Lágar arðgreiðslur í verðbréfafjárfestingu og meiri hagnaður erlendra aðila af rekstri innlendra félaga en hagnaður af rekstri erlendra félaga í eigu innlendra aðila undanfarin ár hefur orðið til þess að liðurinn endurfjárfestur hagnaður í beinni fjárfestingu fær sífellt meiri athygli. Með framangreint í huga er ekki úr vegi að skoða tilurð þessa hugtaks og hagrænt gildi endurfjárfests hagnaðar.

Það var ekki fyrr en árið 1997 að liðurinn endurfjárfestur hagnaður var tekinn inn sem einn af undirliðum talna um beina fjárfestingu í tölum Seðlabanka Íslands.⁷ Í desemberhefti Hagtalna mánaðarins árið 1997 segir nánar um þetta:

„Athygli er vakin á að viðskiptajöfnuður fyrri ára hefur verið endurskoðaður, þar sem endurfjárfesting hagnaðar af beinni fjárfestingu í atvinnurekstri hefur verið bætt við þáttatekjur. Fram til þessa hafa einungis arðgreiðslur verið taldar til þáttatekna, en nú er hagnaðurinn allur talinn sem arður af beinni fjárfestingu. Arður af beinni fjárfestingu er því færður í uppgjör greiðslujafnaðar þegar hann fellur til en ekki einungis þegar hann kemur til útborgunar. Hlutdeild innlendra fjárfesta í hagnaði erlendra fyrirtækja eru þáttatekjur en til gjalda færast hagnaðarhlutur erlendra aðila í innlendum fyrirtækjum. Endurfjárfestur hagnaður að frádregnum arðgreiðslum er mótbókaður í fjármagnsjöfnuði og talinn með beinni fjárfestingu. Mikið tap fyrirtækja með erlendri eignaraðild á Íslandi á árunum 1990-1993 minnkar viðskiptahalla þjóðarinnar um 1-2 ma.kr. á ári. Á síðustu árum hefur hagnaður þeirra verið meiri en tekjur af fjárfestingum Íslendinga í útlöndum, sem rýrir viðskiptajöfnuðinn.“

Á allra síðustu árum hefur hlutfall endurfjárfests hagnaðar hækkad gríðarlega í tölum um beina fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi. Á sama tíma hefur hlutfall endurfjárfests hagnaðar í beinni fjárfestingu innlendra aðila erlendis hækkað minna. Þessa þróun má sjá í töflu 6. Skýringin á þessu er sú að samanlagður hagnaður innlendra fyrirtækja, sem eru í eigu erlendra aðila að hluta til eða öllu leyti, hefur verið mun meiri en samanlagður hagnaður af rekstri erlendra fyrirtækja í eigu innlendra aðila að hluta til eða öllu leyti.

Tap fyrirtækja með erlendri eignaraðild á Íslandi á árunum 1999-2002 minnkaði viðskiptahalla þjóðarinnar á þessum árum. Árin 2004-2006 var samanlagður hagnaður innlendra félaga í eigu erlendra aðila mun meiri en samanlagður hagnaður erlendra félaga í eigu innlendra

7. Margar þjóðir áttu í erfiðleikum með þetta hugtak og gátu lengi vel ekki mælt endurfjárfestun hagnað því að upplýsingar um hann koma ekki fram í greiðslukerfum (ITRS).

Tafla 6 Endurfjárfestur hagnaður og áhrif hans á viðskiptajöfnuð

	Endurfjárfestur hagnaður		Nettó	Viðskiptajöfnuður að undanskildum endurfjárfestum hagnaði
	Íslendinga erlendis	Erlendra aðila á Íslandi		
1990	365	-762	1.127	-8.834
1991	114	-2.016	2.130	-18.119
1992	141	-1.833	1.973	-11.515
1993	194	-1.366	1.560	1.349
1994	-194	778	-972	9.492
1995	-187	160	-347	3.737
1996	360	931	-571	-8.129
1997	41	1.441	-1.400	-8.059
1998	138	1.127	-988	-38.812
1999	1.212	-3.794	5.006	-47.927
2000	419	-1.552	1.971	-71.410
2001	4.449	-2.394	6.843	-40.208
2002	12.547	-3.267	15.814	-3.279
2003	13.914	5.836	8.078	-48.193
2004	9.527	31.487	-21.960	-69.023
2005	54.302	61.794	-7.492	-157.296
2006	75.283	86.568	-11.285	-300.321

Allar upphæðir eru í milljónum króna.

aðila að hluta til eða öllu leyti en það rýrði á hinn bóginn viðskiptajöfnuðinn verulega, ekki síst árið 2005.

Þáttatekjur samanstanda af arði og endurfjárfestum hagnaði sem rekja má til beinna fjárfestinga auk áfallinna vaxta af annarri fjárfestingu. Endurfjárfestur hagnaður er því af svipuðum toga og áfallnir vextir þ.e.a.s. verið er að mæla áfallinn arð sem greiddur verður út síðar. Hagnaðurinn styrkir eigið fé fyrirtækis þar til að hann er greiddur út sem arður, eða í síðasta lagi við sölu fyrirtækis. Endurfjárfestur hagnaður er mældur ársfjórðungslega. Aukið umfang þáttatekna hefur leitt til aukinna sveiflna í greiðslujafnaðaruppgjörinu.⁸

Með endurfjárfestum hagnaði í beinni fjárfestingu er verið að mæla áunnar tekjur sem styrkja eigið fé fyrirtækis og þar með markaðsvirði. Að jafnaði er þess að vænta að samhengi sé á milli eigin fjár og markaðsvirðis fyrirtækis, þótt markaðsverð endurspegli einnig væntan hagnað. Hagnaður fyrirtækis sem ekki er greiddur út sem arður er því bókaður sem þáttatekjur annars vegar og fjárfesting í fjármagnsjöfnuði hins vegar. Ef greiddur er út arður ætti markaðsvirði fyrirtækisins að öllu jöfnu að lækka.

Öðru máli gegnir um verðbréfafjárfestingu⁹ því þá eru arðgreiðslur einungis bókaðar sem tekjur en ekki tekið tillit til endurfjárfestingar sem birtast ætti í hækkun markaðsvirðis hlutabréfa. Hér ber þó að hafa í huga að það kann að reynast tímafrekt og um leið flókið

8. Sérfræðingar sænska seðlabankans eru þeirrar skoðunar að ekki eigi að reikna á hverjum ársfjórðungi heildarhagnað út frá niðurstöðu rekstrarreiknings heldur þess í stað heildarhagnað án verðbreytinga og söluhagnaðar. Kosturinn við þá aðferð er sá að hún dregur úr sveiflum. Á móti kemur að þessi aðferð kallar að öllum líkindum á ársfjórðungslegar upplýsingar úr bókhaldi fyrirtækja svo að hægt sé að stilla upp nýjum rekstrarreikningi án sveifluliða sé þörf á því.

9. Fjárfesting á undir 10% hlut í hlutabréfum og hlutdeildarskirteinum í verðbréfasjóðum.

að meta endurfjárfestingu út frá efnahagsreikningum viðkomandi sjóða, sérstaklega þegar um er að ræða stórt verðbréfasjóða. Það mætti t.d. fara þá leið að meta gengishækkun hlutabréfa til tekna, þótt því gætu fylgt miklar sveiflur, en það hefur ekki verið gert. Fram til þessa hefur sá háttur hefur verið á hafður að endurmeta reglulega stöðu eigna miðað við markaðsverð. Af framangreindu má ráða að ólíkum aðferðum er beitt við mat á tekjum af beinni fjárfestingu annars vegar og af verðbréfafjárfestingum hins vegar. Þessar ólíku aðferðir sem fram koma í handbók Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um greiðslujöfnuð og erlenda stöðu geta haft mikil áhrif og þá sérstaklega ef erlend verðbréfaeign þjóðar er mikil.

Hreinn endurfjárfestur hagnaður í þáttajöfnuði var neikvæður á árunum 2004-2006 eftir að hafa verið jákvæður í fimm ár þar á undan (tafla 6). Jöfnuður þáttatekna í heild var einnig óhagstæður á árunum 2004-2006 (sjá mynd 13) og helgast það einna helst af því að hrein staða við útlönd var neikvæð.

Þrátt fyrir að tekjur af beinum fjárfestingum Íslendinga erlendis séu umtalsverðar hafa þær ekki dugað til að veða upp á móti gjöldum til erlendra aðila af fjárfestingum þeirra í innlendum félögum sem skráð eru í Kauphöll Íslands eða eru óskráð. Þess ber að geta að há arðgreiðsla eins innlends fyrirtækis sem eingöngu er í eigu eins erlends aðila hafði mikil áhrif á endurfjárfestun hagnað ársins 2003.

Mikill hagnaður margra innlendra fyrirtækja hafði áhrif á tölur um endurfjárfestun hagnað árin 2004-2006. Ekki eru öll fyrirtæki sem erlendir aðilar hafa fjárfest í hér á landi skráð í Kauphöll Íslands,¹⁰ en þróun úrvalsvísitölunnar (sjá mynd 12) gefur vísbendingu um góða afkomu margra innlendra fyrirtækja á sl. árum. Hinn mikli hagnaður á síðustu árum hefur skilað erlendum fjárfestum góðum arði. Þótt mikill hagnaður sé jafnan gleðiefni þá hefur hann neikvæð áhrif á jöfnuð þáttatekna.

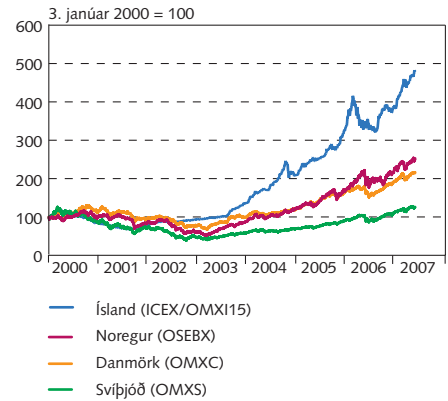
Erlend eignarhaldsfélög í eigu innlendra aðila eignast hlut í innlendum félögum

Allt frá árinu 1998 en þó sérstaklega frá árinu 2005 hefur sú þróun verið áberandi að fjölmörg erlend (eignarhalds)félög sem eru að einhverju leyti í eigu innlendra aðila hafi eignast verðmætan eignarhlut í fyrirtækjum í Kauphöll Íslands¹¹. Hlutur slíkra félaga í beinni fjárfestingu á Íslandi hefur vaxið umtalsvert á síðustu árum og sú skoðun m.a. verið sett fram að horfa eigi framhjá tilkynningum er varða slík félög ef þau virðast tengjast innlendum aðilum á einn eða annan hátt. Vegna þessa er rétt að geta þess að við mat á beinni fjárfestingu er fylgt aðferðafræði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF) og Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) sem m.a. mælir fyrir um það að við greiningu á innlendum og erlendum aðilum skuli miða við lögheimili þeirra. Við uppgjör beinnar fjárfestingar er m.a. litið til tilkynninga frá félögum í Kauphöll Íslands.

Mynd 12

Hlutabréfaverð á Norðurlöndunum

Daglegar tölur 3. janúar 2000 - 18. maí 2007



Heimild: Reuters EcoWin.

10. Nafnið Kauphöll Íslands breyttist yfir í OMX þann 3. apríl 2007 þegar Kauphöllin sameinadist OMX Nordic Exchange.

11. Á Íslandi er oftast talað um eignarhaldsfélög þótt slík félög geti verið ansi fjölbreytileg. Sum af þessum félögum gætu fallið undir skilgreininguna að vera „Special Purpose Entities“ (SPEs) en önnur gætu fallið undir það að vera „offshore enterprises“. Sjá Glossary of FDI terms, <http://www.oecd.org/dataoecd/56/1/2487495.pdf>.

Aukið frjálsræði til fjármagnsflutninga á grundvelli EES-samningsins auk breytinga á laga- og stofnanaumhverfi fjármálamarkaðarins og á hagkerfinu í heild því samfara hefur haft mikil áhrif á umfang og eðli beinnar fjárfestingar. Eftir að fjármagnsflutningar voru gefnir frjálsir í ársbyrjun 1995 fór smám saman að bera á eignarhaldsfélögum sem stofnuð voru á erlendri grund en voru að einhverju eða að mestu leyti í eigu innlendra aðila. Segja má að fjárfesting Scandinavian Holding S.A. sem keypti um 24,1% hlut í Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf. við einkavæðingu bankans árið 1998 hafi gefið tóninn í þessu sambandi.

Á síðustu tveimur árum hafa sífellt fleiri innlendir aðilar sem eiga 10% eða stærri eignarhlut í fyrirtækjum skráðum í Kauphöll Íslands eða í óskráðum félögum flutt eignarhald á hlut í innlendum fyrirtækjum yfir í erlend eignarhaldsfélög. Það hafði t.d. mikil áhrif á tölur um beina fjárfestingu innlendra aðila erlendis árið 2005 og beina fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi að innlendir aðili flutti eignarhald á hlut í nokkrum skráðum félögum í Kauphöll Íslands yfir í erlent félag. Áhrif þessa á jöfnuð þáttatekna komu þannig fram að hlutur hins „erlenda“ fjárfestis af miklum hagnaði innlenda félagsins (bæði í formi útgreidds arðs og endurfjárfests hagnaðar) var skráður sem tekjur og fjárfesting þess lands sem eignarhaldsfélagið var með lögheimili í. Vegna þess að erlenda eignarhaldsfélagið var í eigu móðurfélags á Íslandi þá skilaði hagnaður þess félags sér hins vegar inn í uppgjör móðurfélagsins á Íslandi og sem þáttatekjur í greiðslujöfnuði. Þarna á sér því stað ákveðin „hringrás“. Slíkur flutningur á eignarhaldi þarf einnig að endurspeglast í flæði fjármagns. Því hefur verið aflað upplýsinga um bókfært verð þess hlutar sem færður er í erlent félag og fjárhæðin jafnframt mótbókun sem bein erlend fjárfesting í innlenda félaginu.

Árið 2006 var tilkynnt um flutning á eignarhaldi á eignarhlut í nokkrum verðmætum innlendum félögum yfir í erlend eignarhaldsfélög og mun það að óbreyttu hafa töluverð áhrif á jöfnuð þáttatekna á komandi árum. Að baki þessum tilkynningum um flutning á eignarhaldi liggur í flestum tilvikum sú skýring að Ísland sé frábrugðið mörgum Evrópulöndum að því leyti að hagnaður af sölu hlutabréfa er skattlagður hér, en er það ekki víða annar staðar í Evrópu, til dæmis í Hollandi.

Færst hefur í vöxt að íslensk fyrirtæki og einstaklingar færi hlutabréfaeign sína til útlanda beinlínis í því skyni að komast hjá því að greiða skatt af söluhagnaði hlutabréfa, sem er skattskyldur hér á landi en þó eru ákveðnar frestunarheimildir fyrir hendi. Söluhagnaður hlutabréfa er hins vegar almennt undanþeginn skattlagningu í öðrum Evrópuríkjum að ákveðnum skilyrðum uppfylltum. Sem dæmi má nefna Noreg, Svíþjóð, Danmörku og Holland. Þrátt fyrir að slíkur hagnaður sé skattfrjálss í mörgum Evrópulöndum hefur Holland orðið fyrir valinu hjá mörgum innlendum aðilum á síðustu misserum. Ástæðan fyrir því að Holland er vinsælla en önnur lönd er sú að hollensku reglurnar eru rýmri og þægilegri en annars staðar auk þess sem boðið er upp á annars konar skatthaggræði. Lágt tekjuskattsþrep á fyrirtæki á Íslandi virðist því ekki duga eitt og sér þegar innlendir fjárfestar taka ákvörðun um hvar lögheimili félaga þeirra eigi að vera.¹²

12. Sjá einnig umræðu um þetta í MBL. 11. jan. bls. 12 (viðskipti og atvinnulíf) og 25. jan. 2007, bls. 8 (viðskipti/athafnalíf).

Sú skoðun hefur verið sett fram að líta eigi framhjá slíkum flutningi á eignarhaldi en ýmis álitæfni koma upp í því sambandi. Fyrst ber að nefna að oft á tíðum eru ekki fyrirbyggjandi nákvæmar upplýsingar um hverjir eru eigendur erlendu eignarhaldsfélaganna. Innlendir aðilar, stundum með lögheimili á Íslandi koma oftast fram fyrir hönd þessara félaga en upplýsingar um eignarhald í slíkum félögum er stundum erfitt að nálgast. Helgast það m.a. af því að lögheimili þessara félaga er erlendis og því þarf að beina fyrirspurnum þangað eða til þeirra einstaklinga sem komið hafa fram fyrir hönd félaganna en lögheimili þessara einstaklinga er ýmist hérlendis eða erlendis. Upplýsingar um nákvæmt eignarhald í slíkum eignarhaldsfélögum koma einna helst fram þegar útbúin er útboðslýsing fyrir skráð félag í Kauphöll Íslands en nokkur tími kann að líða frá þeim tíma er erlent eignarhaldsfélag fjárfestir í skráðu félagi og þar til að útbúin er útboðslýsing vegna hlutfjárútbóðs.

Hafa ber í huga að flest erlend eignarhaldsfélög í eigu innlendra aðila eru gerð upp eins og þau væru íslensk félög og því skilar afkoma þeirra sér inn í afkomu íslenska móðurfélagsins að fullu. Meginbreytingin er sú að eignarhaldið á hlutum í innlendum félögum er vistað í erlendum eignarhaldsfélögum. Vistun hlutabréfanna erlendis hefur engin áhrif á uppgjör móðurfélagsins hér heima.¹³

Eins fram hefur komið geta áhrif þess að flytja eignarhlut í innlendum félögum til útlanda verið mikil þegar kemur að tölum um beina fjárfestingu. Í því sambandi ber einnig að hafa í huga að í þeim skýrslum sem birtust um íslenskt efnahagslíf árið 2006 var vakin athygli á kross- eignarhaldi í íslenskum fyrirtækjum og á því hversu fá fyrirtæki væru ráðandi í atvinnugreinum Íslendinga.¹⁴ Árið 2004 áttu 8 fyrirtæki 78% beinnar fjármunaeignar Íslendinga erlendis, þar af eitt fyrirtæki 35%.

Lágar arðgreiðslur og ekki tekið tillit til hækkunar markaðsverðs í verðbréfafjárfestingu

Algengt er að hlutafélög og verðbréfasjóðir greiði ekki arð til fjárfesta heldur felst ávinningur þeirra í mögulegri hækkun á markaðsvirði bréfanna. Þau fyrirtæki sem greiða út arð miða arðgreiðslur við nafnverð hlutabréfanna sem gerir lága prósentu af markaðsvirði þeirra, samanber hlutfall arðgreiðslna í samanburði við markaðsverð (e. dividend yield). Ágætt dæmi um þetta er að lífeyrissjóðirnir hafa sýnt miklu hærri ávöxtun af erlendra verðbréfaeign sinni en tölur í töflu 3 gefa til kynna. Í útreikningum lífeyrissjóðanna er stærsti hluti ávöxtunarinnar hækkun á markaðsvirði en ekki arðgreiðslur.

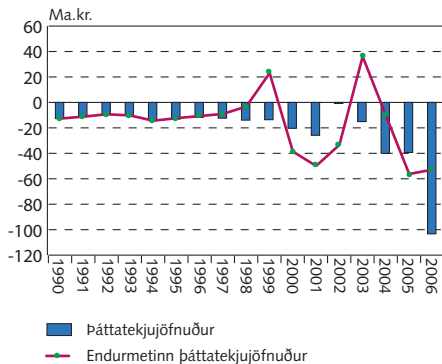
Eins og vikið var að hér að framan er ekki meðtalin sú hækkun sem orðið getur á markaðsvirði verðbréfafjárfestingar. Þetta er í samræmi við þá aðferðafræði sem fram kemur í handbók Alþjóðagjald-eyrissjóðsins um greiðslujöfnuð og erlenda stöðu (IMF 1993) en þar

13. Lagt hefur verið fram lagafrumvarp nr. 685/2007 um tekjuskatt (söluhagnaður á hlutabréfum) fyrir Alþingi þar sem söluhagnaður af hlutabréfum í eigu félaga hefði orðið skattfrjálst að uppfylltum vissum skilyrðum. Með samþykkt þess hefði ávinningurinn af því að flytja eignarhald á hlutabréfum í erlend eignarhaldsfélög minnkað mikið eða horfið. Ekki náðist samkomulag um afgreiðslu lagafrumvarpsins fyrir þinglok í mars 2007.

14. Sjá t.d. skýrslu Merill Lynch „Icelandic banks: credit curves to steepen“ frá 20. september 2006.

Mynd 13

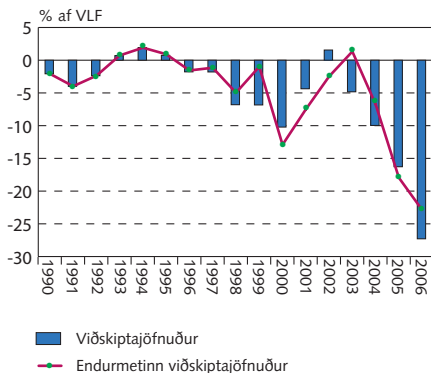
Jöfnuður þáttatekna með og án verðbreytinga á hlutabréfum¹



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.
Heimildir: Útreikningar höfunda, Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Viðskiptajöfnuður með og án verðbreytinga á hlutabréfum



Heimildir: Útreikningar höfunda, Seðlabanki Íslands.

segir að ekki skuli tekið tillit til gengishagnaðar eða taps af verðbréfa- viðskiptum við útreikning á þáttatekjum í greiðslujöfnuði, hvort sem um er að ræða verðbréfafjárfestingu eða beina fjárfestingu.¹⁵ Ýmis vandamál myndu fylgja því að taka gengissveiflur á erlendum verðbréfum með við útreikning á jöfnuði þáttatekna. Sumir telja að það sé óæskilegt að mæla gengissveiflur því að ef niðursveifla yrði á mörkuðum þyrfti að mæla neikvæða ávöxtun.

Tiltölulega auðvelt er hins vegar að áætla hver áhrifin yrðu ef þessi atriði væru tekin með við útreikning á þáttatekjujöfnuði. Á mynd 13 má annars vegar sjá þróun jafnaðar þáttatekna á tímabilinu 1990-2006 og hins vegar áætlun á því hvernig þróunin hefði getað verið ef verðbreytingar á hlutabréfum væru reiknaðar með sem ávöxtun. Hér eru verðbreytingarnar reiknaðar sem afgangsstærð út frá breytingum á stöðustærðum (sem færðar eru á markaðsvirði), árlegum flæðistærðum, gengi krónunnar og öðrum leiðréttingum. Eins og sjá má á myndinni er fremur lítt munur á þessum tveimur stærðum framan af tímabilinu en frá árinu 1997 má sjá mun meiri sveiflur í þróun hins endurmetna jafnaðar þáttatekna en í hinni hefðbundnu mælingu. Jafnframt er ljóst að hreinar þáttatekjur eru ýmist mun jákvæðari eða mun neikvæðari á einstökum tímabilum og því alls ekki gefið að önnur aðferðafræðin gefi endilega hagstæðari mynd af þróun hreinna þáttatekna frekar en hin. Á mynd 14 má sjá hver áhrifin eru á viðskiptajöfnuðinn ef tekið er tillit til hækkunar verðbréfa í jöfnuði þáttatekna. Af þessum útreikningum að dæma var viðskiptahallinn talsvert ofmetinn árið 2006. Sé tekið tillit til verðhækkunar hlutabréfa í ávöxtun verðbréfafjárfestingar var hallinn um 22,3% af VLF í stað 27,7%. Hins vegar var viðskiptahallinn talsvert vanmetinn árið 2005 og á tímabilinu 2000-2003.

Fæst dóttur- og hlutdeildarfélag innlendra aðila erlendis eru skráð á hlutabréfamörkuðum

Sett hefur verið fram sú skoðun að bein fjármunaeign innlendra aðila sé vanmetin vegna þess að hún sé metin á bókfærðu virði en ekki markaðsvirði, eins og gert er ráð fyrir í stöðlum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Fæst dóttur- og hlutdeildarfélag innlendra aðila erlendis eru skráð á erlenda hlutabréfamarkaði. Því er erfitt að meta hvaða áhrif aðrar aðferðir hefðu á tölur um beina fjárfestingu.

Ef bein fjármunaeign erlendra aðila í innlendum fyrirtækjum sem nú er færð á bókfærðu virði yrði færð á áætlað markaðsvirði myndi eign erlendra aðila í innlendum fyrirtækjum líklega aukast talsvert. Hlutfall markaðsvirðis skráðra innlendra félaga í eigu erlendra aðila og eigin fjár, þ.e. V/E-hlutfallið (eða Q-gildið), gefur vísbendingu um hvort meiri munur sé á markaðsvirði og bókfærðu virði hér á landi en í öðrum löndum. Töluverður hluti beinnar fjármunaeignar erlendra aðila er hins vegar í óskráðum félögum. Alcan á Íslandi hf., Norðurál ehf. og Alcoa á Íslandi ehf. eru t.d. ekki skráð í Kauphöll Íslands. Fjárfesting í stóriðju og málmiðnaði var um 38 ma.kr. af 252 ma.kr. innlendri fjármunaeign erlendra aðila í árslok 2005.

15. Handbók Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um greiðslujöfnuð og erlenda stöðu er nú til endurskoðunar. Skilgreiningar og aðferðir við mat á beinni fjárfestingu og verðbréfafjárfestingu eru meðal þess sem gæti breyst (Sjá m.a. IMF (2004)). Engin niðurstaða er hins vegar komin í þessa vinnu ennþá.

Yfirverð afskrifað

Flæði beinnar fjárfestingar á tilteknu ári þarf ekki að endurspeglast í muninum á fjármunaeign í upphafi og lok árs. Ástæðan er sú að stöðustærðir eru gerðar upp á bókhaldsgrunni en flæðistærðir á greiðslugrunni. Mismunur á flæði- og stöðustærðum skýrist m.a. af því að nokkuð hefur verið um það að innlendir aðilar borgi meira fyrir eignarhluti en sem nemur verðmæti þeirra samkvæmt ársreikningi. Helgast þetta m.a. af mati á viðskiptavild sem síðar er afskrifuð. Aðrar verðbreytingar, t.d. gengisbreytingar íslensku krónunnar, hafa einnig áhrif. Sem dæmi um þetta má nefna að árið 2004 keypti innlent félag annað erlent félag fyrir um 86 ma.kr. Eigið fé erlenda félagsins var hins vegar aðeins um 58 ma.kr. og því varð töluvert misræmi annars vegar á milli kaupverðsins, sem ásamt fleiri þáttum myndar flæðistærðina, og hins vegar bókfærðs eigin fjár, sem ásamt lánum myndar beinu fjármunaeignina.

Kaup Íslendinga á íbúðum á erlendri grund

Í umræðunni um hugsanlegt vanmat á eignum Íslendinga erlendis hefur verið nefnt að vitað er um töluverðan fjölda Íslendinga sem fjárfest hafa í íbúðarhúsnæði s.s. á Spáni og í Flórída í Bandaríkjunum. Með reglum Seðlabanka Íslands um kaup á fasteignum erlendis, sem öðluðust gildi 1. september 1990, var innlendum aðilum heimilt að kaupa fasteignir erlendis. Kaupverð fasteigna mátti í fyrstu ekki vera hærra en 3,75 m.kr. Fjárhæðarmörkin voru hækkuð 1. janúar 1991 og enn ári seinna, en voru felld niður 1. janúar 1993. Gerð var könnun á fjárfestingu Íslendinga í fasteignum erlendis árin 1991 og 1992. Árið 1994 var aftur gerð könnun á fasteignakaupum Íslendinga erlendis, en gögnin reyndust ófullkomin. Í greiðslujöfnuði við útlönd er nettóflæði vegna fasteignakaupa mælt út frá gjaldeyrisstraumum samkvæmt upplýsingum innlendra innlánsstofnana um erlend viðskipti (ITRS) en það eru ekki stórar stærðir nú orðið samanborið við beina fjárfestingu í atvinnurekstri. Erfitt hefur reynt að meta umfang slíkra fasteignaviðskipta m.a. vegna þess að fasteignakaup eru ekki tilgreind sérstaklega á skattframtölum og því ekki hægt að keyra út fyrirspurn um fjölda framtalinna fasteigna erlendis. Hægt væri að meta umfangið með því að framkvæma úrtakskönnun skattframtala eða viðtækari könnun meðal heimila og fyrirtækja. Ef slík fasteignakaup yrðu mæld brúttó kæmu að líkindum fram í dagsljósið töluverðar eignir innlendra aðila erlendis. Skuldahliðin myndi hins vegar einnig hækka þar sem fasteignakaup eru gjarnan fjármöggnuð með lánsfé, en þau eru í mörgum tilfellum allt að 80-90% af kaupverði.

Tekjur af erlendri verðbréfaeign lífeyrissjóðanna líklega

vanmetnar en breytingar á markaðsvirði koma fram í stöðutölum

Eins og vikið var að hér að framan er mikill munur á mældum tekjum lífeyrissjóðanna af fjárfestingu þeirra í erlendum verðbréfum og breytingum á áætlaðri erlendri verðbréfaeign þeirra. Þær arðgreiðslur sem lífeyrissjóðirnir hafa gefið upp af erlendri verðbréfaeign sinni hafa almennt verið mjög lágur. Mæld ávöxtun í greiðslujöfnuði hefur verið um 2% en lífeyrissjóðirnir hafa verið að birta tölur um 10-20% ávöxtun af erlendri verðbréfaeign. Er þá meðtalin hækkun markaðsvirðis í krónum talið. Lífeyrissjóðirnir hafa gefið þær skýringar á lágum arð-

greiðslum að þær séu ekki algengar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Breytingar á markaðsvirði koma hins vegar fram í stöðutölum, þ.e.a.s. í yfirlitinu um erlenda stöðu þjóðarbúsins. Ýmsir hafa sett fram þá skoðun að heppilegt væri að markaðshækkun/lækkun verðbréfa kæmi fram í ársfjórðungslegu uppgjöri greiðslujafnaðar þannig að breytingar á markaðsvirði verðbréfa endurspegluðust einnig í því uppgjöri í stað þess að koma eingöngu fram í stöðutölunum milli ára.

Samantekt

Mikill halli hefur verið á viðskiptum Íslands við útlönd síðustu árin og jókst hlutdeild þáttatekjuhallans verulega árið 2006. Ýmis álitamál vakna við söfnun upplýsinga um þáttatekjur og -gjöld og tengsl þeirra við undirliggjandi stærðir eigna og skulda. Ýmsir telja þáttatekjuhallann hér á landi stórlega ofmetinn. Þótt þáttatekjur yrðu mældar öðruvísi er ekki víst að það hefði eins mikil áhrif á viðskiptahallann og sumir gera sér í hugarlund. Ástæðan er sú að áhrifin koma fram bæði á eigna- og skuldahlíð. Hins vegar má telja líklegt að eignir innlendra aðila erlendis séu nokkuð vanmetnar með þeim aðferðum sem nú tíðkast. Bein fjárfesting innlendra aðila erlendis hefur verið mjög mikil á undanförunum árum og sumir þeirra fjármagnað þá fjárfestingu að miklu leyti með lánsfé. Vegna þess að skuldirnar eru nokkuð vel þekktar en verðmæti eignanna meiri vafa undirorpið og fylgt nokkuð íhaldssömum aðferðum við mat á verðmæti þeirra þá gæti nokkurt misræmi verið til staðar. Hið sama á við um mat á beinni fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi. Það er þó lægri fjárhæð og því gætu hrein áhrif verið nokkur.

Seðlabanki Íslands fylgir alþjóðlegum stöðlum við uppgjör greiðslujafnaðar. Eins og rakið hefur verið er töluverður munur á aðferðum sem notaðar eru við mat á ávöxtun beinnar fjárfestingar annars vegar og verðbréfafjárfestingar hins vegar. Álitamál er hvort heppilegt væri að breyta alþjóðlegum stöðlum t.d. þannig að tekið væri tillit til hækkunar markaðsverðs hlutabréfa. Því má halda fram að það skjóti skökku við hve litlar tekjur hafa verið mældar af verðbréfafjárfestingu í ljósi þess hve eftirspurn eftir erlendum verðbréfum hefur verið mikil á síðustu árum. Ef tekið yrði fullt tillit til breytinga á markaðsvirði þá gæti það hins vegar kallað fram miklar sveiflur í greiðslujöfnuði sem ekkert hafa með greiðslufæði til og frá landinu að gera. Því er engin augljós lausn í sjónmáli sem tryggt gæti fullt samræmi milli þróunar þáttatekna og -gjalda og undirliggjandi stærða eigna- og skulda.

Hlutfall beinnar fjármunaeignar Íslendinga sem fært er á bókfærðu virði er ríflega tvöfalt hærra en hlutfall beinnar fjármunaeignar erlendra aðila í heildar skuldum þjóðarbúsins (sjá töflu 1 og 2). Að því gefnu að bókfært verð sé lægra en raunverulegt markaðsvirði (eins og margt bendir til) er halli á hreinni erlendri stöðu þjóðarbúsins ofmetinn. Hinsvegar er erfitt að meta nákvæmlega umfang hins hugsanlega ofmats þar sem meginpartur beinnar fjármunaeignar er í fyrirtækjum sem ekki eru skráð á hlutabréfamarkaði. Þrátt fyrir að ekki sé til aðferð til að reikna „markaðsverðmæti“ óskráðra fyrirtækja er þó hægt að beita ýmsum aðferðum til að fá fram niðurstöður sem líta má á sem nálganir á markaðsvirði. Til viðbótar við þær hagtölur sem nú eru birtar yfir erlenda stöðu þjóðarbúsins væri til dæmis hægt að birta einnig stöðutölur um beina fjármunaeign íslendinga erlendis og erlendra aðila

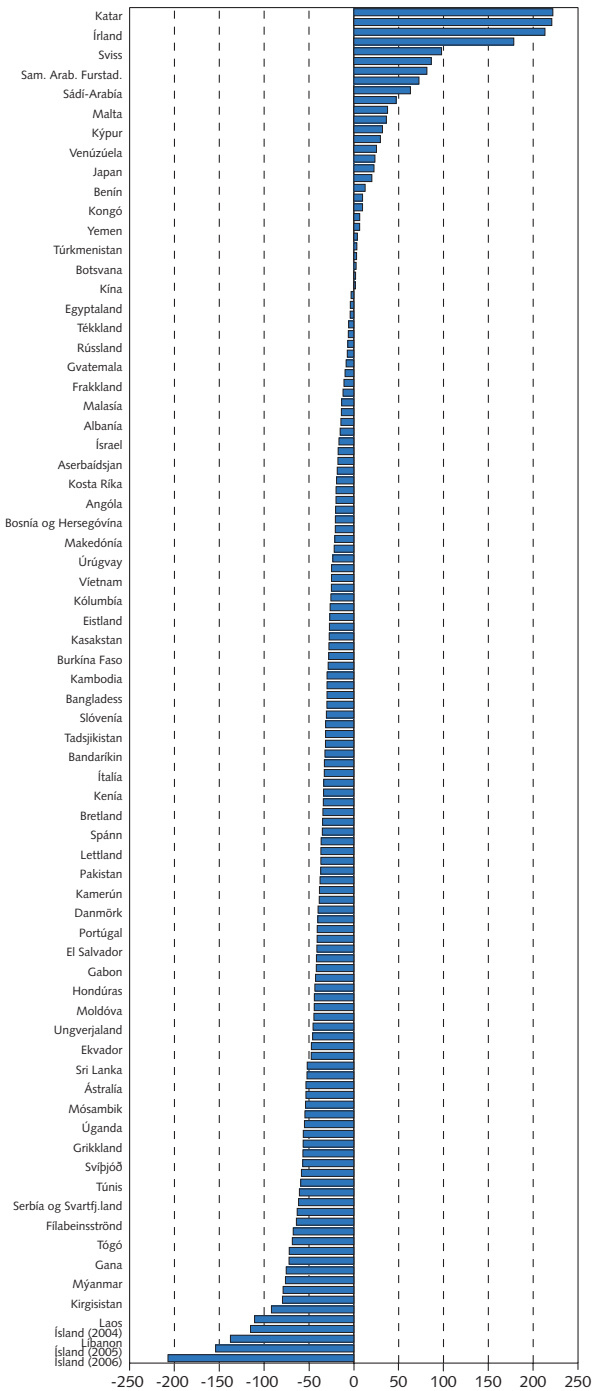
hér á landi út frá uppreiknuðu kostnaðarverði (e. current cost method) annarsvegar og áætluðu markaðsverði (e. market value method) hinsvegar. Í þessu samhengi væri t.d. hægt að taka mið af þeirri aðferðafræði sem beitt er í Bandaríkjunum (sjá t.d. Kozlow 2002).

Heimildir

- Blomberg, Gunnar og Maria Falk. (2006). How do large current account surpluses co-exist with a weak international investment position? Sveriges Riksbank *Economic Review* 2006:1:37-57.
- Edwards, Sebastian. (2006). External imbalances in New Zealand. *Current Account and External Financing* – Tenth Annual Conference of the Central Bank of Chile.
- Gros, Daniel. (2006). Why the US Current Account Deficit is Not Sustainable. *International Finance* 9 (2):241-260.
- Hausmann, Ricardo og Federico Sturzenegger. (2006a). Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations. *CID Working Paper*, Harvard University (124).
- Hausmann, Ricardo og Federico Sturzenegger. (2006b). Why the US Current Account Deficit is Sustainable. *International Finance* 9 (2):223-240.
- Heath, Alexandra. (2007). What explains the US net income balance? Vol. 223, *BIS Working Papers*: Bank for International Settlements.
- Higgins, Matthew, Thomas Klitgaard og Cédric Tille. (2006). Borrowing without Debt? Understanding the U.S. International Investment Position. Federal Reserve Bank of New York *Staff Reports* (no. 271).
- IMF. (1993). *Balance of Payments Manual*. 5th ed. Washington DC.: International Monetary Fund.
- IMF. (2004). *Revision of the Balance of Payments Manual*, 5th ed. (Annotated Outline). Washington, DC.: International Monetary Fund.
- Kozlow, Ralph. (2002). Valuing the Direct Investment Position in U.S. Economic Accounts. Fifteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics BOPCOM-02/29.
- Lane, Philip R. (2006). The Swedish External Position and the Krona. Sveriges Riksbank *Working Paper Series* (200):43.
- Lane, Philip R. og Gian Maria Milesi-Ferretti. (2006). The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004. *IMF Working Paper* (WP/06/xx).
- Medina, Juan Pablo, Anella Munro og Claudio Soto. (2006). What drives the Current Account in Commodity Exporting Countries? The case of Chile and New Zealand. *Current Account and External Financing* – Tenth Annual Conference of the Central Bank of Chile.
- Nickell, Stephen. (2006). The UK Current Account Deficit and All That. Bank of England *Quarterly Bulletin* 46 (2).
- Whitaker, Simon. (2006). The UK international investment position. Bank of England *Quarterly Bulletin* (Q3):290-296.

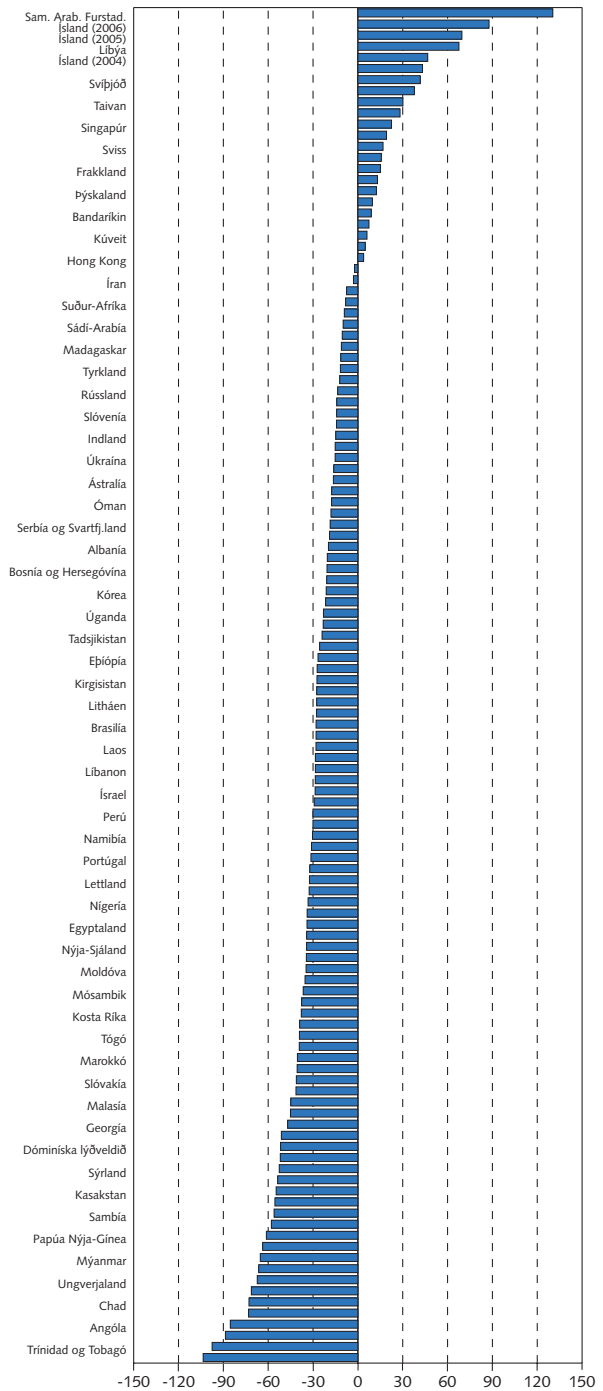
Viðauki 1

Mynd A
Hrein skuldastaða í hlutfalli við VLF
Samanburður 139 landa árið 2004¹



1. Gögn fyrir Ísland yfir tímabilið 2004-2006. Lúxemborg (2880% af VLF) og Brúnei (720% af VLF) eru undanskilin á myndinni.
Heimildir: Lane og Ferretti (2006), Seðlabanki Íslands.

Mynd B
Hrein staða áhættufjárfestingar í hlutfalli við VLF
Samanburður 122 landa árið 2004¹



1. Gögn fyrir Ísland yfir tímabilið 2004-2006. Írland er undanskilið á myndinni (-240% af VLF).
Heimildir: Lane og Ferretti (2006), Seðlabanki Íslands.

Peningastefnan og stjórnæki hennar

Markmið og framkvæmd peningastefnunnar

Markmið stefnunnar í peningamálum er stöðugt verðlag. Hinn 27. mars 2001 var tekið upp formlegt verðbólgu­markmið sem hér segir:¹

- Seðlabankinn stefnir að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.
- Víki verðbólga meira en 1½% frá settu marki ber bankanum að gera ríkisstjórninni grein fyrir ástæðu fráviksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hvenær hann telur að verðbólgu­markmiðinu verði náð að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega.
- Seðlabankinn gerir verðbólgu­spár þar sem spáð er a.m.k. tvö ár fram í tímann. Spárnar eru birtar í riti bankans *Peningamálum*. Þar kemur einnig fram mat bankans á helstu óvissuþáttum tengdum spánni. Jafnframt gerir bankinn grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahagsmálum.

Peningastefnan miðar að því að halda verðlagi stöðugu og því verður henni ekki beitt til þess að ná öðrum efnahagslegum markmiðum, svo sem jöfnuði í viðskiptum við útlönd eða mikilli atvinnu, nema að því marki sem slíkt samrýmist verðbólgu­markmiði bankans.

Þjóðhags- og verðbólgu­spár gegna mikilvægu hlutverki við framkvæmd peningastefnunnar. Frá og með *Peningamálum* 2007/1 byggjast spár bankans á stýrivaxtaferli sem sérfræðingar bankans telja að stuðli best að framgangi verðbólgu­markmiðsins. Stýrivaxtaferillinn er valinn með hliðsjón af því markmiði að verðbólga verði því sem næst 2½% innan ásættanlegs tíma og haldist stöðug í nánd við verðbólgu­markmiðið eftir það. Stýrivaxtaferillinn er birtur með óvissubili til að undirstrika þá óvissu sem umlykur spána og lögð er áhersla á að hann breytist eftir því sem nýjar upplýsingar verða tiltækar.

Bankinn tilkynnir vaxtaákvarðanir á fyrirfram ákveðnum dögum. Í aðdraganda vaxtaákvörðunar efnir bankastjórn til peningastefnu-

Yfirlit vaxta Seðlabankans 21. júní 2007

Viðskiptaform	Vextir nú (%)	Síðast breytt	Breyting (pró-sentur)	Vextir fyrir ári (%)
Viðskiptareikningar	12,75	21. desember 2006	0,25	10,75
Daglán	15,25	21. desember 2006	0,25	13,75
Innstæðubréf til 90 daga		11. júlí 2006	-	11,25
Bindiskylda	13,00	21. desember 2006	0,25	11,5
Lán gegn veði	13,30	27. desember 2006	0,25	11,54
Innstæðubréf til 7 daga	13,20	27. desember 2006	0,25	12,10

1. Sameiginleg yfirlýsing ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands. Birt m.a. á heimasíðu bankans.

funda. Tilhögun þeirra er nánar lýst í starfsreglum um undirbúning, rökstuðning og kynningu ákvarðana í peningamálum sem settar eru í samræmi við ákvæði laga um Seðlabanka Íslands. Þær eru birtar á vef bankans www.sedlabanki.is.

Helstu stjórnæki peningastefnunnar

Seðlabankinn framfylgir peningastefnunni einkum með því að stýra vöxtum á peningamarkaði, fyrst og fremst með ákvörðun nafnvaxta veðlána til lánastofnana. Vextir á peningamarkaði hafa sterk áhrif á gjaldeyrisstrauma og þar með á gengi krónunnar og til lengdar innlenda eftirspurn. Viðskiptum við lánastofnanir má í grófum dráttum skipta í föst viðskiptaform annars vegar og markaðsaðgerðir hins vegar.

Föst viðskiptaform:

- Á viðskiptareikningum geyma lánastofnanir óráðstafað eigið fé. Þeir eru uppgjörsreikningar vegna greiðslujöfnunar milli innlánsstofnana og millibankaviðskipta, þar á meðal viðskipta við Seðlabankann. Vextir þessara reikninga mynda gólf fyrir daglánavexti á millibankamarkaði.
- Daglán eru veitt að ósk lánastofnana og tryggð með sömu verðbréfum og hæf eru í veðlánum. Vextir daglána mynda þak yfir daglánavexti á millibankamarkaði.
- Innstæðubréf eru gefin út til 90 daga, að ósk lánastofnana. Þau eru ekki skráð en þó hæf í veðlánum. Hlutverk þeirra er að setja gólf undir ávöxtun þriggja mánaða vaxta á peningamarkaði.
- Bindiskylda er lögð á lánastofnanir sem ekki eru háðar framlögum á fjárlögum í rekstri sínum. Hún miðast við bindigrunn sem er innstæður, útgefin skuldabréf og peningamarkaðsbréf. Bindihlutfall er 2% fyrir þann hluta bindigrunns sem bundinn er til tveggja ára eða skemur. Binditímabil er frá 21. degi hvers mánaðar til 20. dags næsta mánaðar og skal innstæða á bindireikningi ná tilskildu hlutfalli að meðaltali á binditímabilinu.

Markaðsaðgerðir:

- Lán gegn veði eru helsta stjórnæki Seðlabankans. Vikulega eru haldin uppboð á 7 daga samningum. Lánastofnanir þurfa að leggja fram hæf verðbréf, en þeim er nánar lýst í reglum Seðlabankans nr. 541 frá 18. júní 2007. Uppboðin geta verið ýmist fastverðsuppboð eða uppboð þar sem heildarfjárhæð framboðinna samninga er tilkynnt. Fastverðsuppboð hafa verið reglan til þessa. Vextir á lánum gegn veði eru stýrivextir bankans.
- Innstæðubréf til 7 daga eru boðin upp vikulega. Hlutverk þeirra er að mynda mótvægi við tímabundna lausafjáragnótt. Uppboðsaðferð er fastverðsuppboð.
- Viðskipti á verðbréfamarkaði takmarkast við ríkistryggð verðbréf.
- Inngrípum á gjaldeyrismarkaði er einungis beitt, samkvæmt yfirlýsingunni um verðbólgu markmið frá 2001, telji Seðlabankinn það nauðsynlegt til þess að stuðla að verðbólgu markmiði sínu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað stöðugleika fjármálakerfisins.

Vaxtaákvæðanir Seðlabanka Íslands

Dagsetning Vaxtaákvæðunarfundir það sem eftir er árs 2007	Vextir á lánum gegn veði (%)		Breyting
	Nafnvextir (stýrivextir)	Ávöxtun	
1. nóvember 2007			
6. september 2007			
5. júlí 2007	13,3		0
17. maí 2007		14,25	0
<i>Fyrri ákvæðanir</i>			
29. mars 2007		14,25	0
8. febrúar 2007		14,25	0
21. desember 2006		14,25	0,25
2. nóvember 2006		14,00	0
14. september 2006		14,00	0,50
16. ágúst 2006		13,50	0,50
6. júlí 2006		13,00	0,75
18. maí 2006		12,25	0,75
30. mars 2006		11,50	0,75
26. janúar 2006		10,75	0,25
2. desember 2005		10,50	0,25
29. september 2005		10,25	0,75
3. júní 2005		9,50	0,50
22. mars 2005		9,00	0,25
18. febrúar 2005		8,75	0,50
2. desember 2004		8,25	1,00
29. október 2004		7,25	0,50
17. september 2004		6,75	0,50
1. júlí 2004		6,25	0,50
1. júní 2004		5,75	0,25
6. maí 2004		5,50	0,20
10. febrúar 2003		5,30	-0,50
12. desember 2002		5,80	-0,50
6. nóvember 2002		6,30	-0,50
15. október 2002		6,80	-0,50
18. september 2002		7,10	-0,50
30. ágúst 2002		7,60	-0,30
1. ágúst 2002		7,90	-0,60
18. júní 2002		8,50	-0,30
16. maí 2002		8,80	-0,50
30. apríl 2002		9,30	-0,30
26. mars 2002		9,60	-0,50
8. nóvember 2001		10,10	-0,80
27. mars 2001		10,90	-0,50

Annáll efnahags- og peningamála

Mars 2007

Hinn 29. mars var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að halda stýrivöxtum óbreyttum.

Apríl 2007

Hinn 10. apríl lækkaði alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investor Service lánsþæfiseinkunnir Glitnis banka hf., Kaupþings banka hf. og Landsbanka Íslands hf. í kjölfar endurskoðunar á nýrri aðferðafræði Moody's, JDA (e. Joint Default Analysis). Einkunnir bankanna fyrir langtímaskuldbindingar voru lækkaðar úr Aaa í Aa3. Einkunnir fyrir skammtímaskuldbindingar eru sem fyrr P-1 og C fyrir fjárhagslegan styrkleika bankanna þriggja.

Hinn 20. apríl veitti Fjármálaeftirlitið Saga Capital fjárfestingarbanka hf. starfsleyfi sem lánaþyrirtæki (fjárfestingarbanka).

Maí 2007

Hinn 3. maí var gengið frá sölu ríkisins á 15,2% eignarhlut þess í Hita-veitu Suðurnesja til Geysir Green Energy ehf. fyrir 7,6 ma.kr.

Hinn 16. maí var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að halda stýrivöxtum óbreyttum.

Hinn 16. maí lauk yfirtökutilboði Glitnis banka hf. í alla útgefna og útistandandi hluti og kauprétti í FIM Group Corporation í Finnlandi. Heildarhlutafjáreign Glitnis í FIM var eftir það 98,28%. FIM varð hluti af samstæðureikningi bankans hinn 1. apríl 2007.

Hinn 22. maí tilkynnti Straumur-Burðarás Fjárfestingarbanki hf. um kaup á meirihluta í finnska bankanum eQ Corporation og yfirtökutilboð í allt eftirstandandi hlutafé og kauprétti. Samanlagt virði kaupanna og tilboðsins er 260 milljónir evra.

Dagana 31. maí til 11. júní heimsótti sendinefnd frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum Ísland og kynnti sér stöðu efnahagsmála á fundum með fulltrúum stjórnvalda og atvinnulífs. Álit sendinefndarinnar var birt á heimasíðum Seðlabankans og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hinn 11. júní.

Júní 2007

Hinn 6. júní tilkynnti japanska matsfyrirtækið Rating and Investment Information (R&I) að það hefði veitt Kaupþingi banka hf. lánsþæfiseinkunnina A+. Þetta er í fyrsta skipti sem matsfyrirtækið veitir íslenskum banka lánsþæfiseinkunn. Horfur um breytingar á matinu eru stöðugar.

Hinn 6. júní birti japanska matsfyrirtækið R&I fyrsta lánsþæfismat sitt á íslenska ríkinu og gaf því einkunnina AA+ sem gildir fyrir skuldbindingar í erlendri mynt. Horfurnar voru sagðar stöðugar. Matið fór fram í tengslum við formlegt umbeðið mat fyrirtækisins á lánsþæfi Kaupþings banka hf.

Hinn 13. júní var á Alþingi kjörið nýtt bankaráð að viðhafðri hlutfallskosningu, skv. 26 gr. laga nr. 36 frá 22. maí 2001, um Seðlabanka Íslands. Aðalmenn eru: Halldór Blöndal, Erna Gísladóttir, Ragnar Arnalds, Hannes Hólmsteinn Gissurarson, Jón Sigurðsson, Jónas Hallgrímsson og Jón Þór Sturluson. Varamenn eru: Halla Tómasdóttir, Birgir Þór Runólfsson, Tryggvi Friðjónsson, Sigríður Finsen, Sigríður Ingibjörg Ingadóttir, Ingibjörg Ingvadóttir og Valgerður Bjarnadóttir. Á fyrsta fundi bankaráðsins var Halldór Blöndal kjörinn formaður og Jón Sigurðsson varaformaður.

Hinn 13. júní var samþykkt breyting á lögum um almannatryggingar og lögum um málefni aldraðra. Samkvæmt henni eiga atvinnutekjur lífeyrisþega, 70 ára og eldri, ekki að skerða lífeyrisgreiðslur frá Tryggingastofnun. Breytingin er talin kosta ríkissjóð 6-700 m.kr. á ári.

Hinn 21. júní tóku gildi nýjar reglur um viðskipti fjármálafyrirtækja við Seðlabanka Íslands. Einkum var um tæknilegar breytingar að ræða en endurskoðunin fól meðal annars í sér tvær breytingar sem ástæða er til að nefna. Ákveðið var að breyta heitinu á fyrirgreiðslu Seðlabankans sem stýrivextirnir gilda um. Endurhverf verðbréfiðskipti heita nú lán gegn veði því að í reynd var ekki um endurhverf verðbréfiðskipti að ræða. Hin breytingin snéri að framsetningu stýrivaxta. Seðlabankinn hefur tilkynnt stýrivexti sína sem ávöxtun á ári en ekki sem nafnvexti. Ákveðið var að framvegis verði allir vextir Seðlabankans settir fram og tilkynntir sem nafnvextir.

Próun lána til heimila frá árinu 2004 til 2007

Miklar breytingar á íbúðalánamarkaðinum á undanförunum árum hafa valdið straumhvörfum í lánum til heimila. Innkoma bankanna á íbúðalánamarkað ytti undir samkeppni, jók aðgengi að lánum og olli breytingum á kjörum húsnæðislána. Í þessari grein verður stiklað á stóru um þetta mál.

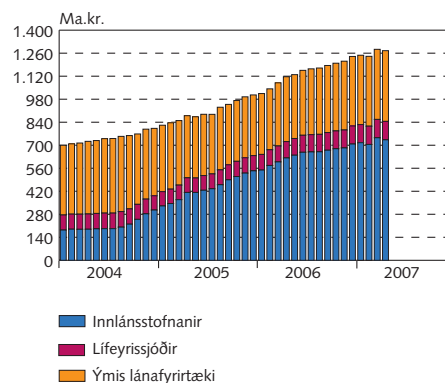
Í júlí árið 2004 varð kerfisbreyting á skuldabréfaútgáfu Íbúðalánasjóðs. Útgáfu húsbrefta (sem voru með útdráttarfyrirkomulagi) var hætt og íbúðabréf (sem voru jafngreiðslubréf með föstum vöxtum) komu í staðinn. Í kjölfarið lækkuðu vextir á skömmum tíma úr 5,1% í 4,8% og síðar allt niður í 4,15%. Á haustmánuðum sama ár komu viðskiptabankar, sparissjóðir og nokkrar aðrar lánastofnanir af auknum krafti inn á íbúðalánamarkaðinn. Aukin samkeppni leiddi til lækkunar vaxta og jók til muna aðgengi almennings að lánnum. Lánsvextir bankanna lækkuðu einnig niður í 4,15%. Frá árinu 2006 tóku vextir Íbúðalánasjóðs að stíga á ný og íbúðalánavextir bankanna fylgdu í kjölfarið. Nú eru vextir Íbúðalánasjóðs 4,8% með hugsanlegri uppgreiðsluþóknun, sem er 0,3 prósentu lækkun frá þeim vaxtakjörum sem í boði voru fyrir innkomu bankanna.

Breytingar á íbúðalánamarkaði höfðu áhrif á einkaneyslu og skuldaförnun heimila. Strangar reglur giltu um hámarksfjárhæðir og veðhlutföll lána Íbúðalánasjóðs og settu þær nokkurs konar þak á fasteignaverð. Þetta breyttist við innkomu bankanna og breytingum á útlánareglum Íbúðalánasjóðs. Nú ráðast útlán fremur en áður af greiðslugetu einstaklinga og setja þau ásamt markaðsvirði fasteigna því lánsfjárhæðum mörk. Húsnæðislán geta verið með allt að 100% veði í markaðsvirði eignar og ekki eru gerðar kröfur um að andvirði láns fari einungis til íbúðakaupa. Breytingar á lánamarkaði hafa vafalítið einnig valdið því að húsnæðisverð hefur hækkað talsvert á þessum tíma.

Helstu lánveitendur til heimila eru ýmis lánafyrirtæki,¹ innlánsstofnanir og lífeyrissjóðir. Ekki er með beinum hætti hægt að greina íbúðalán frá öðrum útlánnum þessara aðila, þar sem flestir aðilar lána gegn veði, óháð því hvort fjárfest er í húsnæði eður ei. Heildarútlán ofangreindra til heimila námu 1.275 ma.kr. í apríl 2007, samanborið við 1.117 ma.kr. í sama mánuði árið áður, sem er um 14% hækkan.

Mikil aukning hefur orðið á útlánnum innlánsstofnana til heimila, eins og sjá má á mynd 1. Útlán innlánsstofnana til heimila námu 745 ma.kr. í lok maí árið 2007, samanborið við 192 ma.kr. í sama mánuði árið 2004 en aukningin er 286%. Til samanburðar má nefna að sjóðfélagalán lífeyrissjóða jukust um 22% frá apríl árið 2004 til apríl árið 2007. Svokölluð íbúðalán innlánsstofnana, þ.e. lán gegn veði í íbúð, voru í apríl tæplega 57% af heildarútlánnum þeirra til heimila.

Mynd 1
Heildarútlán til heimila
Janúar 2004 - apríl 2007, staða í lok mánaðar



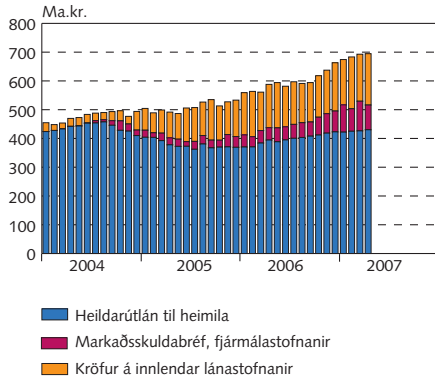
Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Til ýmissa lánafyrirtækja teljast Avant hf., Byggðastofnun, Frjálsi fjárfestingarbankinn hf., Greiðslumiðlun hf., Íbúðalánasjóður, Kreditkort hf., Lánsjóður landbúnaðarins, Lánsjóður sveitarfélaga, Lýsing hf., MP Fjárfestingarbanki hf., SP-Fjármögnun hf., Straumur Fjárfestingarbanki hf., VBS Fjárfestingarbanki hf.

Mynd 2

Helstu eignir ýmissa lánaþyrtaekja

Janúar 2004 - apríl 2007, staða í lok mánaðar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Heildarútlán ýmissa lánaþyrtaekja til heimila drógust saman frá hausti árið 2004 og fram á mitt árið 2005, stóðu síðan nokkurn veginn í stað fram í mars árið 2006 en hafa vaxið hægt síðan. Staða þeirra var 430 ma.kr. í lok apríl árið 2007 samanborið við 442 ma.kr. í apríl árið 2004. Íbúðalánasjóður vegur þyngst í hópi ýmissa lánaþyrtaekja í flokknum útlán til heimila.

Á mynd 2 má sjá hvernig kröfur á innlendar lánastofnanir og markaðsverðbréfaeign ýmissa lánaþyrtaekja hefur aukist á síðustu árum. Vegna betri lánskjara á íbúðalánamarkaði hafa lántakendur tekið ný lán og greitt upp eldri og óhagstæðari. Útlán ýmissa lánaþyrtaekja eru að mestu leyti til langs tíma sem og kröfur á innlánsstofnanir. Markaðsskuldabréfin eru hins vegar flest til skamms tíma. Íbúðalánasjóður hefur yfir að ráða miklu fjármagni vegna uppgreiðslu lána og hefur því verið ráðstafað í kröfur á innlánsstofnanir til langs tíma og með skammtímasamningum við fjármálastofnanir.

Lánskjör íbúðalána á árinu 2007 eru hagstæðari en á árinu 2004. Vextir eru svipaðir en aðgengi að lánunum, fjárhæð þeirra og veðhlutföll eru hagkvæmari fyrir lántakendur. Eftirspurn eftir íbúðalánunum hefur aukist þar sem einstaklingar þurfa ekki að safna upp í ákveðinn höfuðstól til að kaupa fyrstu eign sína og hefur húsnæðismarkaðurinn því opnast fyrir ungt fólk sem hefði annars verið lengur í foreldrahúsum. Á móti vegur að verð íbúðarhúsnæðis hefur hækkað verulega og róðurinn þyngist, sérstaklega fyrir þá sem eru að koma nýir inn á húsnæðismarkað.

Tölur og myndir

Tölur og myndir miðast almennt við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu 13. júní 2007 en fjármálamarkaðagögn frá 31. maí 2007. Skýringar á merkingu tákna eru á bls. 2.

A		Tölur
84	Tafla 1	Helstu mánaðarlegar vísbendingar
86	Tafla 2	Sögulegar hagtölur
B		Myndir
88	Mynd 1	Verðbólga 1940-2009
88	Mynd 2	Hagvöxtur 1945-2009
88	Mynd 3	Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2006
88	Mynd 4	Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2006
88	Mynd 5	Ársfjórðungslegur hagvöxtur 1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2007
88	Mynd 6	Undirþættir hagvaxtar 1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2007
89	Mynd 7	Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2009
89	Mynd 8	Viðskiptajöfnuður 1945-2009
89	Mynd 9	Vöruútflutningur og vöruinnflutningur janúar 1996 - apríl 2007
89	Mynd 10	Útflutt og innflutt þjónusta 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2007
89	Mynd 11	Skuldir og eignir þjóðarbúsins 1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2007
89	Mynd 12	Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2006
90	Mynd 13	Raungengi krónunnar 1960-2006
90	Mynd 14	Útgjöld og tekjur hins opinbera 1980-2006
90	Mynd 15	Lánsfjárafgangur og lántökur ríkissjóðs 1991-2006
90	Mynd 16	Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1980-2006
90	Mynd 17	Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2006
90	Mynd 18	Próun launa janúar 1990 - apríl 2007
91	Mynd 19	Atvinnuleysi og atvinnuþátttaka janúar 1996 - maí 2007
91	Mynd 20	Ávöxtun á peningamarkaði janúar 1997 - maí 2007
91	Mynd 21	Ávöxtun langtímaskuldabréfa janúar 1997 - maí 2007
91	Mynd 22	Raunávöxtun og peningamagn 1960-2006
91	Mynd 23	Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana og grunnfé janúar 1997 - apríl 2007
91	Mynd 24	Útlánaflokkun innlánsstofnana janúar 1998 - apríl 2007
92	Mynd 25	Vöxtur útlána lánakerfisins 1. ársfj. 1994 - 1. ársfj. 2007
92	Mynd 26	Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990-2006
92	Mynd 27	Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2007

Tafla 1 Helstu mánaðarlegar vísbendingar

	Verðlag		Gengi		Peningamarkaður			Skuldabréfamarkaður ⁴			Peningastærðir (í lok tímabils) ⁵		
	% -breyting vísitölu neysluverðs ¹		% -breyt. meðal-gengis krónu ^{1,2}		Endurhverf verð-bréfa kaup			3 mánn. REIBOR ³			12 mánn. %-breytingar		
	sl. 1 m.	sl. 12 m.	sl. 1 m.	sl. 12 m.	RIKB 10 0317	RIKB 13 0517	RIKS 15 1001	HFF 150644	Grunnfé	M3	Útlán innlánsstofnana	Erlent lánsfé ⁶	
2002	4,8	3,0	5,80	6,2	7,6	4,9	17,2	15,3	0,9	-2,8			
2003	2,2	6,4	5,30	5,1	7,9	4,3	-33,5	17,5	16,0	67,3			
2004	3,2	2,1	8,25	8,6	7,4	3,6	77,7	15,0	39,5	59,2			
2005	4,0	11,4	10,50	10,2	7,9	4,1	23,1	23,2	51,5	96,4			
2006	6,8	-10,5	14,25	15,2	9,8	4,9	25,4	19,4	41,4	73,5			
2005													
Október	0,6	4,6	10,25	10,1	7,8	4,0	-6,4	19,4	49,0	91,6			
Nóvember	-0,2	4,2	10,25	10,1	8,0	4,2	15,7	27,2	53,7	97,9			
Desember	0,4	4,1	10,25	10,2	7,9	4,1	23,1	23,2	51,5	96,4			
2006													
Janúar	0,3	4,4	10,50	10,3	8,3	4,5	-3,9	17,8	51,1	95,7			
Febrúar	-0,1	4,1	10,75	10,4	8,0	4,0	40,8	20,6	51,7	113,4			
Mars	1,1	4,5	10,75	11,3	9,1	4,4	85,2	26,2	56,9	126,1			
Apríl	1,1	5,5	10,75	11,7	10,4	4,3	27,8	23,3	51,1	96,8			
Mai	1,4	7,6	11,50	11,9	9,9	4,0	44,9	22,2	52,1	94,0			
Júní	1,2	8,0	12,25	12,5	10,3	4,4	8,5	20,0	53,7	96,4			
Júlí	0,5	8,4	12,25	12,6	9,8	4,5	36,8	21,0	52,1	78,7			
Ágúst	0,3	8,6	13,00	13,3	8,8	4,3	50,4	17,9	47,2	80,0			
September	0,6	7,6	13,50	13,5	8,6	4,1	30,7	17,9	42,2	81,2			
Október	0,2	7,2	14,00	14,3	9,2	4,6	60,2	19,3	39,5	75,1			
Nóvember	0,0	7,3	14,00	14,5	9,7	4,8	37,3	9,4	36,8	75,4			
Desember	0,0	7,0	14,00	15,2	9,8	4,9	25,4	19,4	41,4	73,5			
2007													
Janúar	0,3	6,9	14,25	15,1	9,3	5,1	33,1	15,4	37,3	68,7			
Febrúar	0,4	7,4	14,25	15,3	9,9	5,5	44,4	17,9	32,1	55,8			
Mars	-0,3	5,9	14,25	13,8	10,5	5,0	-8,4	14,9	27,8	40,1			
Apríl	0,6	5,3	14,25	14,1	10,8	9,2	102,7	26,1	26,6	31,7			
Mai	0,9	4,7	14,25	13,9	10,8	9,1	...	...	...	...
Júní	0,5	4,0	...	...	...	...	...	...	...	...

1. Árstölur eru breytingar milli ársmeðaltala. 2. M.v. opinbera gengisskráningarsvísitölu krónunnar og meðalgengi hvers tímabils. Jákvætt formerki táknar styrkingu gengisins. 3. Meðalvöxtun á millbankamarkaði lánsstofnana með krónum. 4. Fyrir spariskírteini og lífubréfi er sýnd ávöxtun umfram verðtryggingu. Viðskipti með lífubréfi hófust í júlí 2004. Áður eru sýndar tölur um húsbref. 5. Árstölur eru breytingar yfir ár. Útlán til innlendra aðila eingöngu frá janúar 2002. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 6. Erlendar skuldir innlánsstofnana.

Tafla 1 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísbendingar

	Gjaldvevismarkaður og gjaldvevrisforði		Útanríkisviðskipti og ytri skilyrði				Vinnu- og launamarkaður		Ríkisfjármál		Eignaverð			
	Staða (ma.kr.)	vöruinn- flutningi ⁷	Staða (ma.kr.)	vöruinn- flutningi ⁷	Staða (ma.kr.)	vöruinn- flutningi ⁷	Staða (ma.kr.)	vöruinn- flutningi ⁷	Staða (ma.kr.)	vöruinn- flutningi ⁷	Staða (ma.kr.)	vöruinn- flutningi ⁷	Staða (ma.kr.)	vöruinn- flutningi ⁷
2002	37,2	2,5	0,2	4,5	13,1	204,3	191,2	3,4	91,7	2,5	7,2	-7,4	16,7	7,5
2003	58,1	3,5	0,3	43,2	-16,9	182,6	199,5	0,4	96,0	3,4	5,6	-8,1	56,4	9,1
2004	65,6	3,6	0,2	27,2	-37,8	202,4	240,2	0,6	98,1	3,1	4,7	0,0	58,9	23,3
2005	67,3	2,9	0,2	24,6	-94,5	194,4	288,9	8,9	111,4	2,1	6,8	8,5	64,7	31,0
2006	68,5	2,8	0,2	18,0	-148,6	242,7	391,3	8,5	104,2	1,3	9,5	17,3	15,8	5,0
2005														
Oktober	59,5	2,7	0,2	3,2	-5,5	16,0	21,6	10,3	118,0	1,4	6,9	6,7	39,0	36,4
Nóvember	64,2	2,8	0,2	3,4	-11,0	16,7	27,8	9,0	118,7	1,5	7,3	6,4	48,4	35,5
Desember	67,3	2,9	0,2	3,5	-9,4	13,7	23,1	5,1	115,4	1,5	7,2	8,5	64,7	31,0
2006														
Janúar	68,5	2,8	0,2	1,4	-8,4	17,1	25,5	6,0	117,5	1,6	8,3	38,0	69,6	25,3
Febrúar	72,1	2,9	0,1	1,3	-7,8	14,7	22,4	4,5	114,1	1,6	8,6	30,8	74,9	21,7
Mars	79,9	2,8	0,1	1,6	-16,1	19,9	36,1	4,2	105,6	1,5	8,6	25,4	50,5	20,9
Apríl	66,2	2,1	0,1	1,5	-10,8	19,1	29,9	4,9	97,6	1,3	8,4	19,4	35,7	17,7
Mái	70,4	2,3	0,1	1,8	-13,7	23,9	37,7	6,8	98,7	1,3	8,7	18,5	41,3	13,2
Júní	76,8	2,3	0,1	1,5	-15,4	26,4	41,8	8,3	96,4	1,3	8,8	16,1	32,4	13,1
Júlí	74,3	2,3	0,1	1,7	-18,6	19,4	38,0	10,7	97,2	1,4	10,2	17,2	22,4	7,5
Ágúst	72,6	2,3	0,1	1,6	-14,4	16,6	31,0	10,7	101,9	1,2	10,6	14,6	28,6	10,8
September	71,3	2,3	0,1	1,4	-7,4	25,4	32,7	10,2	103,4	1,0	10,8	15,6	35,8	10,5
Oktober	70,9	2,3	0,1	1,5	-9,1	20,0	29,1	11,1	106,8	1,0	11,0	15,8	35,1	7,2
Nóvember	92,4	2,9	0,1	1,6	-15,9	20,2	36,0	11,7	103,7	1,1	10,5	15,6	21,0	4,8
Desember	167,9	4,8	0,2	1,2	-20,9	20,1	41,0	11,2	101,1	1,1	9,8	17,3	15,8	5,0
2007														
Janúar	160,4	4,9	0,2	1,9	-0,3	25,9	26,2	30,6	102,3	1,3	10,1	45,5	12,3	6,9
Febrúar	160,1	4,9	0,2	1,6	-5,0	23,9	28,9	22,5	105,6	1,3	9,8	30,5	10,8	5,0
Mars	154,6	4,8	0,1	1,6	-3,4	30,6	34,0	12,9	104,8	1,3	9,7	29,0	27,1	5,8
Apríl	151,1	4,8	...	1,8	-11,3	19,0	30,3	1,5	105,9	1,1	9,8	23,5	39,1	5,3
Mái	144,5	...	...	1,5	...	...	...	...	...	1,1	...	...	43,1	...
Júní	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

7. Gjaldvevrisforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruinnflutnings sí. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru erlendar skammtímskuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka. 9. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. Frá janúar 2007 er tekið mið af 12 mánaða %-breytingu á verði sjávarafurða í íslenskum krónum. 10. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag á Íslandi og í 17 helstu viðskiptalöndum. 1980 = 100. Meðaltal tímabils. 11. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 12. Greiðslugrunnur. Án eignasölu. Leiðrétt fyrir órári bókun gjalda lan. - nóv. 2004. 13. Árstölur eru breyting yfir ár. 14. Íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjó sveitarfélög). Árstölur eru breyting yfir ár.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Ríkisbókhald, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Sögulegar hagtölur

Ár	Verðlag ¹		Gengi		Vextir		Peningastærðir		Hlutfall gjaldeyrisforða og vöruinnfl. ⁵	Erlendar skuldir % af VLF ⁶	Hagvöxtur		
	Vísitala neysluverðs ¹	Verðbólga	Medal gengisvísitala ²	Medal gengingisvísitala ³	Medal-áæðingun spariskrifteina ⁴	Alm. skuldabréflán banka (raunáv.) óverðtr.	M3 innlámsst.	Útlán lánaferfis					
1978	3,5	44,0	13,9	107,1	117,7	3,3	-13,4	48,7	47,3	62,8	2,6	39,2	6,0
1979	5,0	44,5	18,7	101,7	111,2	3,5	-15,4	55,9	58,1	46,4	2,5	39,7	4,9
1980	8,1	61,8	25,9	101,8	110,4	3,5	-8,3	65,4	66,4	71,1	2,4	35,9	5,7
1981	12,2	50,8	34,7	106,2	115,0	3,2	-1,7	70,5	72,2	54,1	3,0	36,5	4,3
1982	18,4	51,0	54,5	97,7	112,7	3,5	-9,4	58,0	92,0	100,2	2,1	46,4	2,2
1983	33,9	84,2	100,0	91,8	94,1	3,8	-14,2	78,7	85,6	82,9	2,5	57,2	-2,2
1984	43,7	29,2	116,3	96,3	91,2	7,0	3,4	33,4	43,0	40,2	2,1	60,2	4,1
1985	57,9	32,4	148,7	94,8	91,1	6,9	-2,3	47,6	29,7	35,2	2,8	63,6	3,3
1986	70,2	21,3	171,0	97,1	91,9	8,5	4,3	35,0	19,1	20,1	3,6	56,5	6,3
1987	83,4	18,8	177,3	106,0	117,1	8,7	4,7	35,2	42,1	31,4	2,4	49,4	8,6
1988	104,6	25,4	202,6	111,4	126,5	8,7	11,8	24,0	37,2	34,0	2,4	51,3	-0,1
1989	126,7	21,1	254,7	102,4	110,2	7,4	6,5	27,2	25,2	33,8	3,0	56,8	0,3
1990	145,5	14,8	283,7	99,1	98,4	7,0	9,3	14,9	11,0	12,5	3,3	55,2	1,2
1991	155,4	6,8	283,6	101,7	100,3	8,1	10,0	14,4	11,6	15,4	3,2	56,0	-0,2
1992	161,2	3,7	285,0	101,7	101,6	7,4	11,8	3,8	5,3	11,8	4,0	58,8	-3,4
1993	167,8	4,1	308,8	96,2	93,5	6,7	11,5	6,5	5,0	11,1	4,3	66,7	1,3
1994	170,3	1,5	324,8	89,3	82,2	5,0	9,5	2,3	-1,3	4,5	2,6	63,4	3,6
1995	173,2	1,7	322,3	89,4	86,9	5,6	10,1	2,2	0,0	5,9	2,4	63,4	0,1
1996	177,1	2,3	322,9	89,7	87,8	5,5	10,5	6,8	11,8	9,3	3,0	62,5	4,8
1997	180,3	1,8	318,7	90,5	89,2	5,3	11,1	8,7	12,7	11,8	2,6	64,5	4,8
1998	183,3	1,7	313,6	91,9	92,2	4,7	11,8	15,1	30,3	15,1	2,2	69,5	6,4
1999	189,6	3,4	313,1	93,6	96,8	4,4	8,0	17,1	22,8	17,3	2,6	82,0	4,1
2000	199,1	5,0	313,3	96,2	100,0	5,1	12,7	11,2	26,2	17,2	2,1	101,5	4,3
2001	212,4	6,7	376,3	83,7	87,1	5,1	9,4	14,9	13,4	19,2	2,1	121,6	3,9
2002	222,5	4,8	365,2	88,5	91,7	5,2	13,7	15,3	0,9	3,2	2,5	110,4	-0,1
2003	227,3	2,2	343,3	94,1	97,0	4,4	9,4	17,5	16,0	11,8	3,5	136,0	2,7
2004	234,2	3,2	336,3	97,2	94,5	3,9	8,3	15,0	39,5	19,7	3,6	175,5	7,6
2005	243,6	4,0	301,8	107,1	105,9	3,7	10,7	23,2	51,5	30,8	2,9	280,4	7,2
2006	260,6	6,8	337,2	104,2	106,0	4,6	10,9	19,4	41,4	12,5	2,8	440,8	2,6

1. Sínd eru ársmeðaltöl (maí 1988=100) og breyting milli ársmeðaltala. 2. 1983=100. Gengi erlendra gjaldmilla gagnvart krónu miðað við viðskiptavæga körfu helstu viðskiptalanda. Ársmeðaltal. 3. 1980=100. 4. Árleg meðaltöl ávöxtunar verðtryggðra spariskrifteina ríkissjóðs. Ávöxtun í Kauphöll Íslands frá 1987. Áður vextir í frumsölu. 5. Gjalddeyrisforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruinnflutnings sl. 12 mánaði. 6. Vergar skuldir án áhættufjármagns.

Tafla 2 (frh.) Sögulegar hagtölur

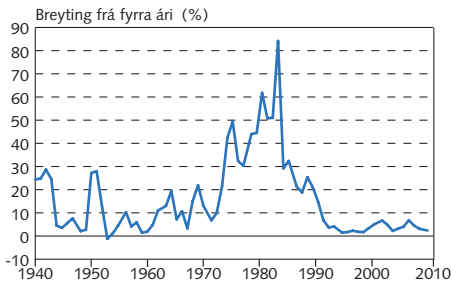
	Þjóðhagsstærðir (%-breyt. milli ára)			Útanríkisviðskipti (%-breyt. milli ára) ⁷			Viðsk.-jöfn., % af VLF			Hið opinbera (% af VLF) ⁸			Vinnurkaður (% af mannafla)		Laun (%-breyt. milli ára)	
	Einka-neysla	Fiár-muna-myndun	Þjóðar-útgjöld	Út-flutn.	Inn-flutn.	Við-skipta-kiör	Viðsk.-jöfn., % af VLF	Jöfn-uður	Tekjur	Útgjöld	Atv.-leysi	Atv.-þátttaka ⁹	Raun-laun ¹⁰	Kaupm.-ráð-stöf tekna á mann		
1978	9,0	-5,5	2,1	15,2	3,7	0,2	1,2	0,1	31,0	30,9	0,3	73,6	.	8,5		
1979	2,8	-1,8	3,4	6,3	2,5	-8,6	-0,7	0,9	32,4	31,4	0,4	73,0	.	2,0		
1980	3,4	13,9	5,9	2,7	3,0	-2,8	-2,0	1,4	35,4	34,1	0,3	74,1	.	1,1		
1981	6,2	1,2	5,7	3,2	7,1	-0,4	-4,1	1,3	36,8	35,5	0,4	76,8	0,7	5,4		
1982	4,9	0,1	5,0	-8,9	-0,6	-0,7	-8,0	1,7	37,9	36,2	0,8	77,6	1,7	2,2		
1983	-5,6	-12,7	-8,6	11,0	-9,7	-1,4	-1,9	-2,0	35,8	37,8	1,0	77,4	-1,67	-12,5		
1984	3,7	9,4	6,4	2,4	9,2	0,7	-4,6	2,2	36,9	34,7	1,3	77,6	-3,1	-2,5		
1985	4,2	1,0	2,7	11,1	9,4	-0,9	-3,9	-1,6	35,4	37,0	0,9	79,3	1,2	10,8		
1986	6,9	-1,6	4,5	5,9	1,0	5,4	0,5	-4,0	35,4	39,4	0,7	80,9	5,7	9,5		
1987	16,2	18,8	15,7	3,3	23,3	4,3	-3,4	-0,8	35,6	36,5	0,4	84,1	9,0	25,8		
1988	-3,8	-0,2	-0,6	-3,6	-4,6	-0,8	-3,4	-2,0	39,5	41,5	0,6	80,1	2,2	-2,7		
1989	-4,2	-7,9	-4,4	2,9	-10,3	-3,9	-1,3	-4,4	38,5	43,0	1,7	78,7	-9,1	-9,4		
1990	0,5	3,0	1,5	0,0	1,0	-2,0	-2,1	-3,3	38,1	41,4	1,8	77,5	-4,9	-4,6		
1991	3,0	2,6	3,5	-5,9	5,3	3,4	-4,0	-2,9	39,8	42,7	1,5	81,0	1,4	2,1		
1992	-3,2	-10,3	-4,6	-2,0	-6,0	-0,6	-2,4	-2,8	40,8	43,6	3,1	81,8	-0,8	-2,7		
1993	-4,6	-9,8	-2,9	6,5	-7,5	-3,6	0,7	-4,5	39,0	43,4	4,4	81,1	-2,6	-7,6		
1994	2,9	-0,2	1,8	9,3	3,8	0,3	1,9	-4,7	38,6	43,2	4,8	81,3	-0,3	0,0		
1995	2,2	-1,7	2,2	-2,3	3,6	1,0	0,7	-3,0	39,6	42,5	5,0	82,9	2,8	4,4		
1996	5,7	25,0	6,8	9,9	16,5	-3,2	-1,8	-1,6	40,5	42,0	4,4	81,6	4,0	3,8		
1997	6,3	8,8	5,7	5,6	8,0	2,0	-1,8	0,0	40,5	40,5	3,9	81,0	3,6	5,1		
1998	10,2	34,9	13,9	2,5	23,4	5,2	-6,8	-0,4	40,9	41,3	2,8	82,3	7,6	6,2		
1999	7,9	-4,1	4,3	4,0	4,4	-0,7	-6,8	1,1	43,2	42,0	1,9	83,2	3,3	3,1		
2000	4,2	11,8	5,9	4,2	8,6	-2,4	-10,2	1,7	43,6	41,9	1,3	83,5	1,6	5,3		
2001	-2,9	-4,5	-2,1	7,4	-9,1	0,3	-4,3	-0,7	41,9	42,6	1,4	83,6	2,0	-1,4		
2002	-1,5	-14,9	-2,5	3,8	-2,5	0,6	1,5	-2,6	41,8	44,4	2,5	82,8	2,3	2,0		
2003	6,2	12,5	6,1	1,6	10,8	-4,1	-4,8	-2,8	42,8	45,6	3,4	82,1	3,4	1,7		
2004	6,9	28,0	9,8	8,4	14,4	-1,3	-9,8	0,2	44,3	44,1	3,1	80,7	1,4	4,3		
2005	12,9	34,3	15,5	7,2	29,4	0,9	-16,1	5,2	47,6	42,3	2,1	81,9	2,6	4,9		
2006	4,6	13,0	7,4	-5,6	8,8	-3,6	-26,7	5,3	46,7	41,4	1,3	83,1	2,6	5,7		

7. Viðskipti með vöru og þjónustu. %-breytingar milli ára eru magnbreytingar. 8. Hið opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. 9. Til ársins 1990 er atvinnuþátttaka reiknuð frá skilgreingu þjóðhagsstofnunar frá árinu 1991 er notast við vinnurkaðskönnun Hagstofnu. 10. Launavísitala Hagstofnu frá 1989. Áður launavísitala til greiðsluþjónunar. Raunvirt með neysluverðvísitölu.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Vinnurkaðskönnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 1
Verðbólga 1940-2009¹

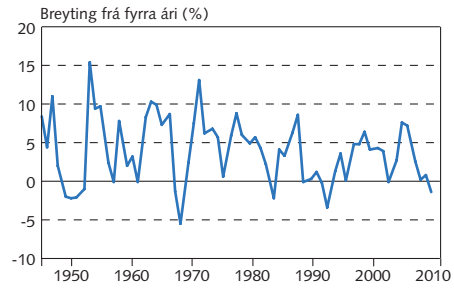
Árleg meðaltöl visitölu neysluverðs



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

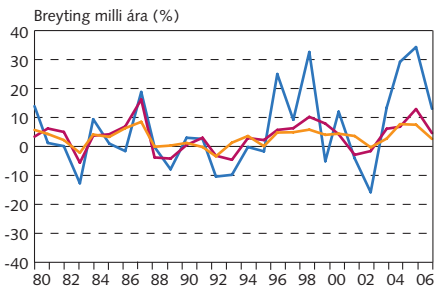
Mynd 2
Hagvöxtur 1945-2009¹

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu milli ára



1. Bráðabirgðatölur 2006. Spá 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

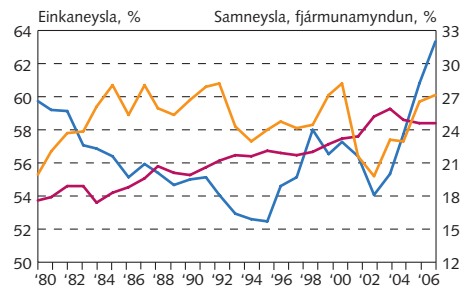
Mynd 3
Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2006¹



— Fjármunamyndun
— Einkaneysla
— Verg landsframleiðsla

1. Bráðabirgðatölur 2006.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2006¹

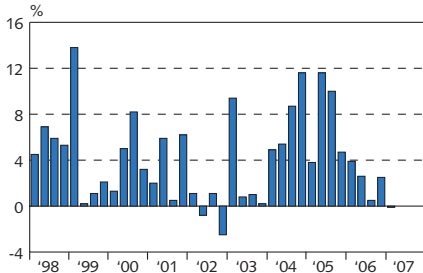


— Fjármunamyndun
— Samneysla
— Einkaneysla

1. Bráðabirgðatölur 2006.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Ársfjórðungslegur hagvöxtur
1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2007¹

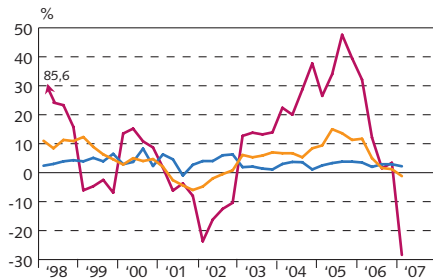
Magnbreyting vergrar landsframl. yfir fjóra ársfjórðunga



1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 6
Undirþættir hagvaxtar
1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2007¹

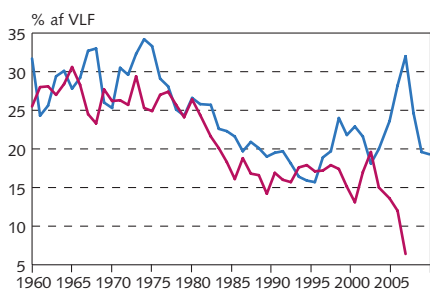
Magnbreytingar frá sama fjórðungi árið áður



— Samneysla — Fjármunamyndun
— Einkaneysla

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Hagstofa Íslands.

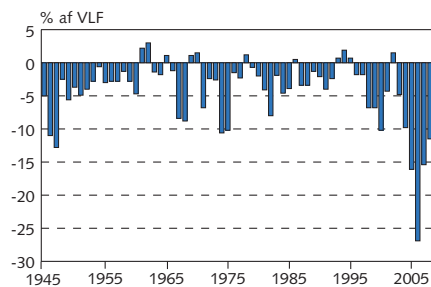
Mynd 7
Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2009¹



— Fjármunamyndun
— Þjóðhagslegur sparnaður

1. Bráðabirgðatölur 2006. Spá 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

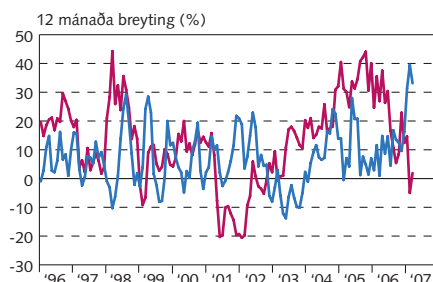
Mynd 8
Viðskiptajöfnuður 1945-2009¹



1. Bráðabirgðatölur 2006. Spá 2007-2009.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9
Vöruútflutningur og vöruinnflutningur janúar 1996 - apríl 2007¹

Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal á föstu gengi

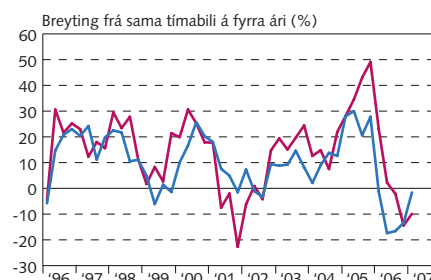


— Útflutt vara
— Innflutt vara

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10
Útflutt og innflutt þjónusta 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2007¹

Á föstu gengi

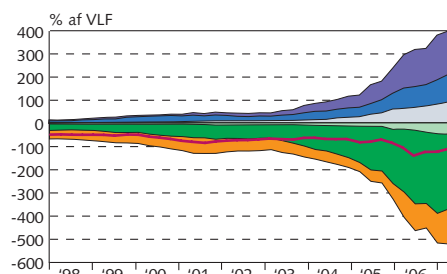


— Útflutt þjónusta
— Innflutt þjónusta

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11
Skuldir og eignir þjóðarbúsins 1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2007¹

Á verðlagi hvers árs

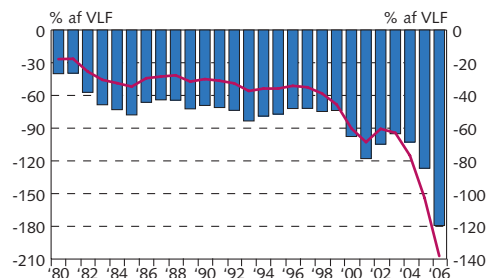


— Bein fjárfesting
— Erlend markaðsverðbréf
— Aðrar fjáreignir en forði
— Bein fjárfesting á Íslandi
— Innlend markaðsverðbréf
— Aðrar erlendar skuldir
— Hrein staða við útlönd

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12
Erlend skuldastaða þjóðarbúsins 1980-2006¹

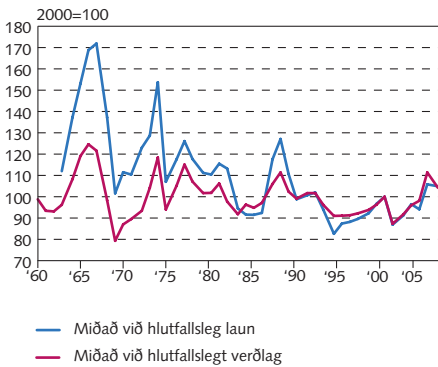
Í árslok



— Hrein erlend staða (h. ás)
— Hreinar erlendar skuldir (v. ás)

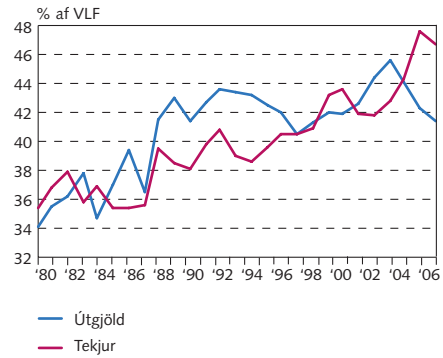
1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 13
Raungengi krónunnar 1960-2006¹



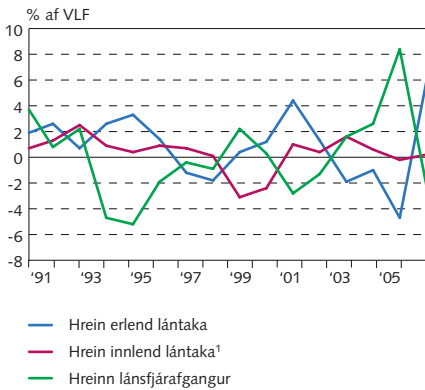
1. Bráðabirgðatölur 2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14
Útgjöld og tekjur hins opinbera 1980-2006



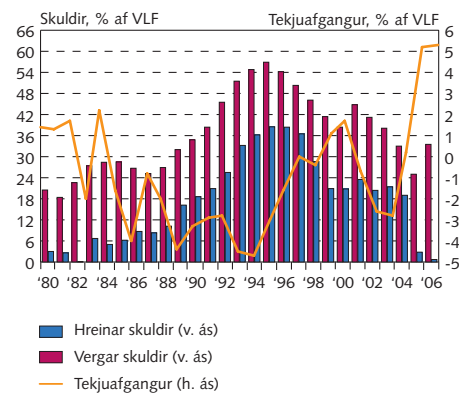
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 15
Lánsfjárafgangur og lántökur ríkissjóðs
1991-2006



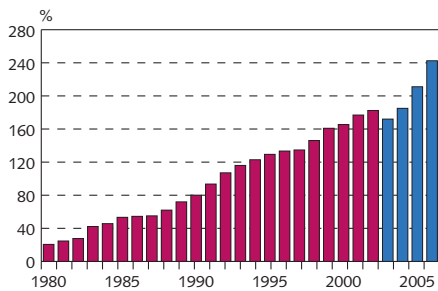
1. P.m.t. hækkun lífeyrisskuldbindinga og ógreiddra vaxta til langs tíma.
Heimild: Ríkisreikningur.

Mynd 16
Skuldir og tekjuafgangur hins
opinbera 1980-2006



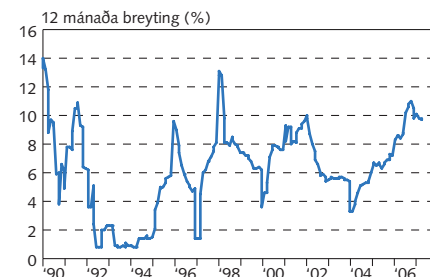
Heimildir: Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabanka Íslands.

Mynd 17
Skuldir heimila sem hlutfall af
ráðstöfunartekjum 1980-2006¹



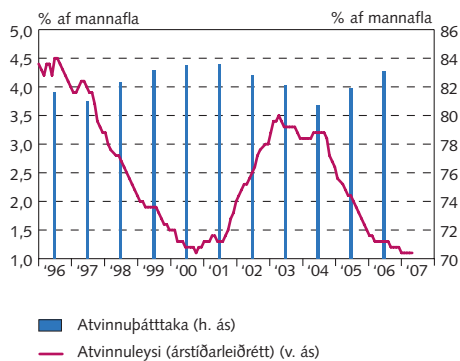
1. Breytt lánaflokkun frá árinu 2003 (súlur í bláum lit).
Spá fyrir árið 2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 18
Þróun launavísitölu Hagstofu Íslands
janúar 1990 - apríl 2007



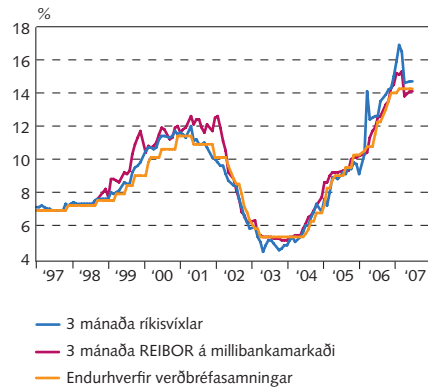
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 19
Atvinnuleysi og atvinnuþáttaka¹
janúar 1996 - maí 2007



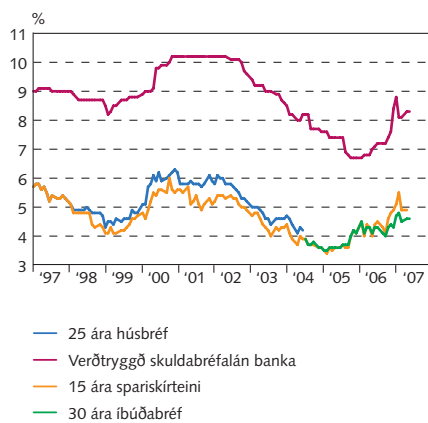
1. Vinnuþáttakaskönnun Hagstofunnar 1996-2006.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 20
Ávöxtun á peningamarkaði
janúar 1997 - maí 2007
Í lok mánaðar



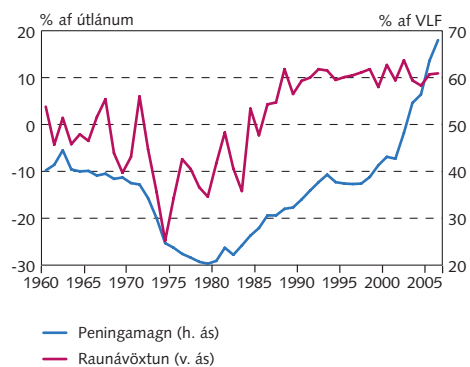
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 21
Ávöxtun langtímaskuldabréfa
janúar 1997 - maí 2007
Í lok mánaðar



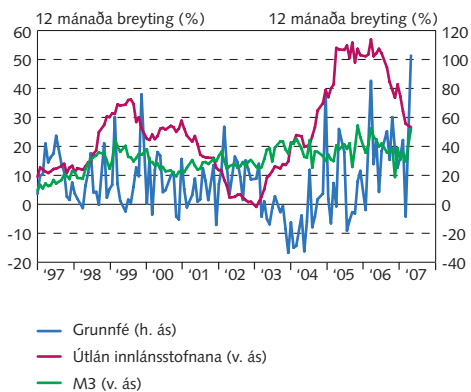
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 22
Raunávöxtun og peningamagn 1960-2006¹
Raunávöxtun óverðtryggðra útlána banka
og M3 sem hlutfall af VLF



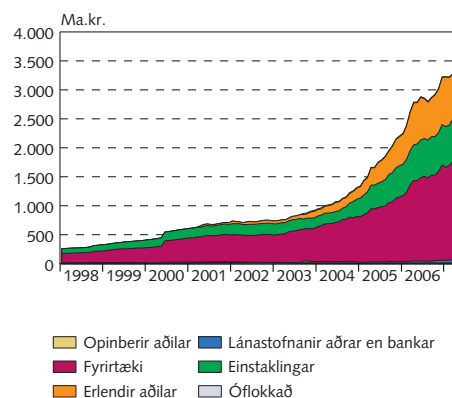
1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 23
Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana
og grunnfé janúar 1997 - apríl 2007¹



1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 24
Útlánaflokkun innlánsstofnana
janúar 1998 - apríl 2007¹

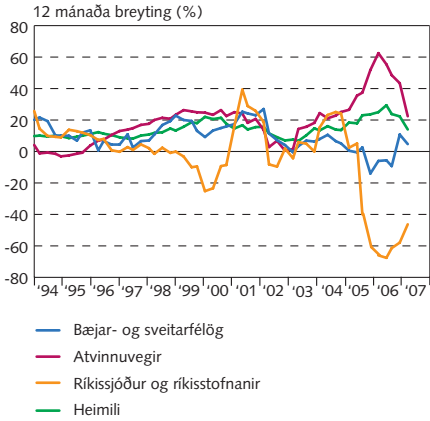


1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95 staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

Vöxtur útlána lánakerfisins
1. ársfj. 1994 - 1. ársfj. 2007

Útlán flokkuð eftir lántakendum¹

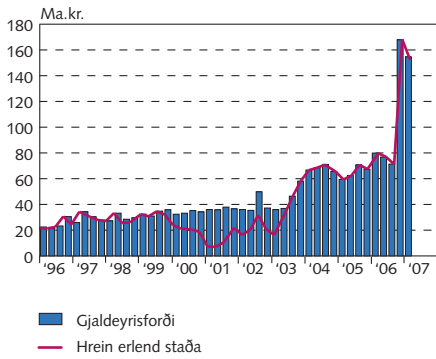


1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ISAT 95 staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkuðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 27

Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða
Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2007¹

Á gengi hvers tíma

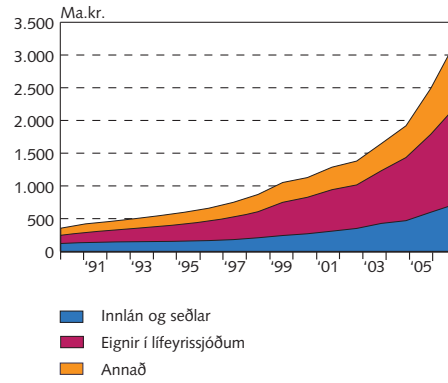


1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

Flokkun innlendra skulda lánakerfisins
1990-2006¹

Staða í árslok á verðlagi hvers tíma



1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.