

Efnahagsbatinn heldur áfram þrátt fyrir lakari hagvaxtarhorfur

Gengi krónunnar hefur styrkst töluvert að undanfögnu þrátt fyrir frekari rýrnun viðskiptakjara. Alþjóðleg efnahagssumsvif hafa verið minni en áður var spáð og alþjóðlegar hagvaxtarhorfur versnað. Óvissa og ótti um nýjan efnahagssamdrátt hafa þó minnkað. Gert er ráð fyrir að hægjara efnahagsbati meðal helstu viðskiptalanda nái að festa rætur þegar líða tekur á þetta ár. Þótt þróun innlendrar eftirspurnar í fyrra hafi verið í takt við febrúarspá Peningamála, reyndist hagvöxtur nokkru minni. Gert er ráð fyrir minni hagvexti í ár en spáð var í febrúar eða 1,8% í stað 2,1%. Endurspeglar það fyrst og fremst talsvert lakari horfur um þróun atvinnuvegafjárfestingar, byggt á nýjum upplýsingum um fjárfestingaráform innlendra fyrirtækja fyrir árið í ár. Þótt hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár séu einnig taldar lakari en í febrúar, er áfram gert ráð fyrir ágætum hagvexti eða 3-3½% á ári. Gangi spáin eftir verður meðalhagvöxtur í ár og næstu tvö ár 2,8%, sem er svipað meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára og með því mesta meðal þróaðra ríkja. Innlendir efnahagsbati heldur því áfram, þótt hann hafi verið hægari en áður hafði verið vonast eftir. Nýjustu visbendingar benda einnig til áframhaldandi bata á vinnumarkaði. Starfandi fólk hlétt áfram að fjölga á fyrsta ársfjórðungi og svo virðist sem meðalvinnutími sé hættur að styttest. Heildarvinnustundum fjölgaði nokkru meira en spáð var í febrúar. Atvinnuleysi er komið niður í 4,6% þegar tekið hefur verið tillit til árstíðar. Hefur atvinnuleysi minnkað og hlutfall starfandi hækkad meira að undanfögnu en að jafnaði í öðrum OECD-rikkjum. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi hafi minnkað í 4% í lok spátímans, um mitt ár 2016, sem er svipað og spáð var í febrúar. Líkt og Seðlabankinn spáði hefur verðbólga hjaðnað tiltölulega hratt undanfarið og mældist 3,3% í apríl. Kjarnaverðbólga og aðrir mælikvarðar á innlenda verðbólgu hafa hins vegar hjaðnað hæggar. Það ásamt langtímaverðbólguvæntingum umfram markmið bendir til þess að enn sé nokkur verðbólguþrýstingur til staðar. Hærra gengi krónunnar og hægari efnahagssumsvif valda því að verðbólguhorfur hafa heldur batnað frá því í febrúar, en á móti vegur að launahækkanir hafa verið meiri en áður var talið og horfur eru á hægari framleiðnivexti á spátímanum, sem leiðir til þess að launakostnaður á framleidda einingu eykst meira. Sem fyrr er nokkur óvissa um gengis- og verðbólguhorfur og styrk og varanleika innlands efnahagsbata, sérstaklega í ljósi óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur.

I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

Meginþættir grunnspár Seðlabankans

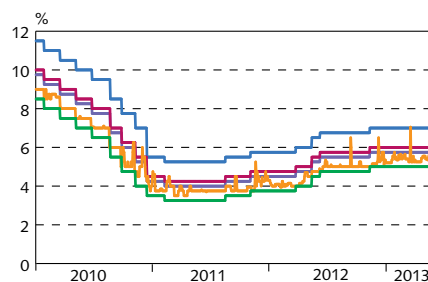
Vextir Seðlabankans óbreyttir frá því í nóvember í fyrra ...

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur haldið vöxtum bankans óbreyttum frá því að þeir voru hækkaðir um 0,25 prósentur í nóvember í fyrra. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum voru því 5% fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 5,75%, veðlávextir 6% og daglávextir 7%. Þar sem lausafjárstaða fjármálakerfisins er tiltölulega rúm, er eftirspurn fjármálafyrirtækja eftir lausafjárþyrngreiðslu frá Seðlabankanum takmörkuð og því liggja virkir vextir bankans nær innlánsvöxtum hans. Miðað við einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og á 28 daga innstæðubréfum eru þeir nú um 5,4%. Frá því að vextir bankans voru lægstir í ágúst 2011 hafa þeir hækkað um 1,75 prósentur en um 1 prósentu frá sama tíma fyrir ári. Skammtímamillibankavextir hafa þróast með svipuðum hætti og vextir Seðlabankans. Voru vextir til einnar nætur 5,25% rétt fyrir

Mynd I-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíamarkaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 10. maí 2013

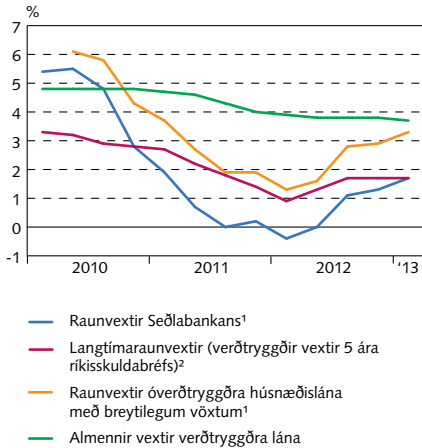


— Daglávextir
— Vextir á veðlávum
— Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði
— Vextir á viðskiptareikningum
— Hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum

Heimild: Seðlabanki Íslands.

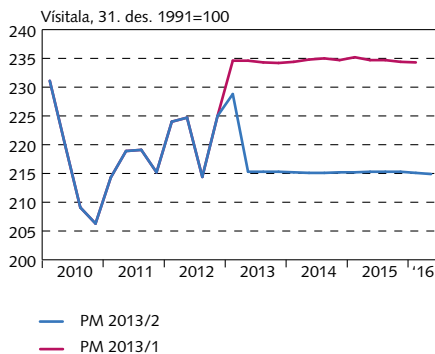
1. Greiningin í þessum *Peningamálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan maí.

Mynd I-2
Raunvextir Seðlabanka Íslands
og raunvextir á markaði



1. Raunvextir metnir með verðbólguvæntingum af skuldabréfamarkaði til næstu 5 ára. 2. Metnir út frá vaxtarófi verðtryggðra ríkisskuldabréfa og íbúðabréfa.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3
Gengi krónu gagnvart viðskiptaveginni
gengisvísitölu - samanburður við PM 2013/1



Heimild: Seðlabanki Íslands.

útgáfu þessara *Peningamála*. Ólíkt þróun stýrivaxta í flestum öðrum iðnríkjum hafa nafnvextir Seðlabanka Íslands því hækkað síðan í ágúst 2011. Skýrist það af óhagstæðari verðbólguþróun og þrálátari verðbólguvæntingum umfram verðbólguþróun hér á landi, eins og fjallað er um í rammagrein I-1.

... en taumhald peningastefnunnar hefur haldið áfram að styrkjast Þrátt fyrir óbreytta nafnvexti Seðlabankans frá birtingu *Peningamála* í febrúar hafa raunvextir bankans hækkað á flesta mælikvarða. Þeir mælast nú um 2% sé horft til núverandi verðbólguþróunar en um 1½% sé horft til meðaltals nokkurra mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar og hafa hækkað um rúmlega ½ prósentu frá því í febrúar og um 2,8 prósentur frá því fyrir ári. Langtímaraunvextir á markaði hafa í meginatriðum fylgt í kjölfarið eftir að hafa lækkað í takt við vexti bankans fram að því. Raunvextir Seðlabankans eru þó að líkindum enn undir því sem til lengdar samræmist fullri nýtingu framleiðsluþátta. Þeir ættu því enn að styðja við efnahagsbatann. Á sama tíma hefur hrein eign heimila og fyrirtækja haldið áfram að aukast. Nánar er fjallað um vaxtaþróun og fjármálaleg skilyrði einkageirans í kafla III.

Veruleg hækkun á gengi krónunnar það sem af er ári

Eftir nokkra gengislækkun tók gengi krónunnar að hækka á ný í febrúar, m.a. í kjölfar inngrípa Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði sem virtust ná að slá á væntingar markaðsaðila um áframhaldandi veikingu hennar fram á vormánuði. Hefur gengi krónunnar haldið áfram að styrkjast þótt Seðlabankinn hafi ekki átt viðskipti á markaði síðan snemma í mars. Rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* var gengi krónunnar um 211 stig gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og hafði hækkað um 10,2% frá útgáfu *Peningamála* í febrúar. Á sama tíma styrktist gengi krónunnar gagnvart evru úr tæplega 172 krónum í um 155 krónum og styrktist því um rúmlega 11%. Þótt fyrirsjáanlegt gjaldeyrissinnflæði tengt hámarki ferðamannatímans í sumar gæti stutt enn frekar við gengi krónunnar kemur á móti að innlend fyrirtæki og aðrir aðilar með engan eða takmarkaðan aðgang að erlendum lána- mörkuðum hafa áfram þörf á söfnun gjaldeyris vegna þungrar endurgreiðslubyrði erlendra lána. Slíkir aðilar og aðrir sem svigrúm hafa gætu talið sumarið góðan tíma til slíkra kaupa í ljósi sveiflu gengisins innan ársins upp á síðkastið. Það ásamt nýliðinni styrkingu gæti dregið úr styrk gengisins á sumarmánuðum. Hið sama má segja um lakari viðskiptakjarapróun. Litið lengra fram á veginn gætu kjarasamningar, uppgjör búa föllnu bankanna og skref við losun fjármagnshafta haft áhrif á þróun gengisins. Sú óvissa gæti markað gengisvæntingar nú og að hluta skýrt háar verðbólguvæntingar þrátt fyrir styrkingu gengisins að undanförmu.

Gengi krónunnar reyndist 2,5% hærra gagnvart gengisvísitölu á fyrsta ársfjórðungi en reiknað var með í febrúar. Sem fyrr byggist grunnspá bankans á þeirri tæknilegu forsendu að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann miðað við stöðu vísitölunnar þegar spágerð lýkur. Því er gert ráð fyrir að gengi krónunnar gagnvart gengisvísitölu verði um 215 stig út spátímann, sem er um 9% hærra gengi en gert var ráð fyrir í febrúarspánni og um 6½% hærra en í spá bankans í maí

í fyrra. Eins og fjallað er um síðar í þessum kafla getur þessi forsenda tekið miklum breytingum á milli spágerða og er núverandi forsenda í hærri kantinum miðað við fyrri spár bankans. Óvissan um þessa forsendu er því talsverð. Frekari umfjöllun um þróun á gjaldeyrismarkaði og gengisþróun er að finna í köflum II og III.

Horfur um þróun viðskiptakjara hafa versnað frá því í febrúar en útflutningshorfur batnað vegna kraftmeiri þjónustuútflutnings

Heldur hefur hægt á alþjóðlegum efnahagsbata frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Óvissa hefur þó minnkað nokkuð vegna stuðningsaðgerða stjórnvalda helstu iðnríkja en þær hafa stuðlað að jákvæðari viðhorfum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum (sjá nánari umfjöllun síðar í þessum kafla). Búist er við að alþjóðlegur hagvöxtur taki að glæðast nokkuð þegar líða tekur á þetta ár, þótt áfram sé reiknað með fremur hægfare efnahagsbata. Gert er ráð fyrir tæplega 1% hagvexti meðal helstu viðskiptalanda Íslands í ár en um 2-2½% á ári næstu tvö ár.

Þótt horfur séu á lægra hrávöru- og olíuverði á næstunni en gert var ráð fyrir í febrúar hafa horfur um þróun viðskiptakjara haldið áfram að versna. Verð sjávarafurða hefur lækkað nokkuð og er nú gert ráð fyrir enn frekari lækkunum á næstu tveimur árum í takt við almenna þróun alþjóðlegs hrávöru- og matvælavæðs og hægjan hagvöxt á helstu markaðssvæðum. Álverð hefur að sama skapi verið töluvert óhagstæðara en spáð var í febrúar. Á móti lakari viðskiptakjarahorfum vegur að nú er spáð heldur meiri vexti útflutnings meginhluta spátímans. Skýrist það af auknum þjónustuútflutningi en horfur um vöruútflutning hafa versnað. Spáð er að útflutningur vöru og þjónustu vaxi um tæplega 3% í ár og ríflega 2% á ári að meðaltali á næstu tveimur árum. Þrátt fyrir rýrnun viðskiptakjara vaxa útflutningstekjur allt tímabilið. Hagstæðari útflutningshorfur og hægari vöxtur innflutnings í takt við hægari innlend efnahagssumsvif gera það að verkum að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður nokkru hagstæðara í ár og á næstu tveimur árum en í febrúarspánni. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál, útflutning og ytri skilyrði í kafla II.

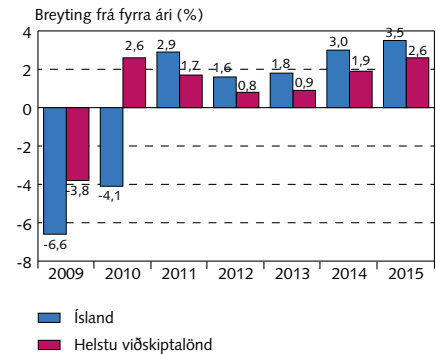
Gert ráð fyrir minni afgangi af viðskiptum við útlönd en í febrúarspánni

Talið er að afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði verði tæplega 7% af vergri landsframleiðslu í ár, sem er lítill minni afgangur en spáð var í febrúar. Vegast þar á fyrrgreind áhrif lakari viðskiptakjara og hagstæðara framlags utanríkisviðskipta til hagvaxtar. Horfur eru á að afgangurinn minnki á næstu tveimur árum einkum sakir versnandi viðskiptakjara. Gert er ráð fyrir afgangi er nemur 4½% af landsframleiðslu á næsta ári og tæplega 3½% árið 2015.

Samkvæmt opinberu uppgjöri er áætlað að halli á viðskiptajöfnuði nemi 1½% af landsframleiðslu í ár. Hins vegar er talið að ríflega 4% afgangur verði á undirliggjandi viðskiptajöfnuði (þ.e. jöfnuði þar sem leiðrétt hefur verið fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra og fyrir lyfjafyrirtækinu Actavis). Spáð er að undirliggjandi afgangur á viðskiptajöfnuði minnki heldur er liður á spátímann, sem endurspeglar að aukning þjóðhagslegs sparnaðar nær ekki að halda í við vöxt innlendrar

Mynd I-4

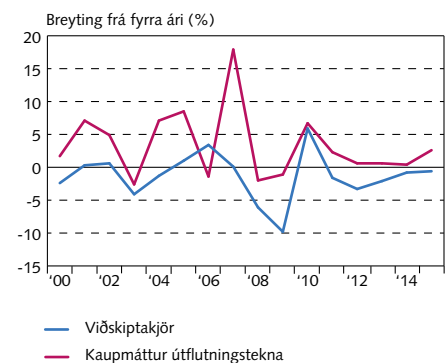
Hagvöxtur á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5

Viðskiptakjör og kaupmáttur útflutningstekna¹

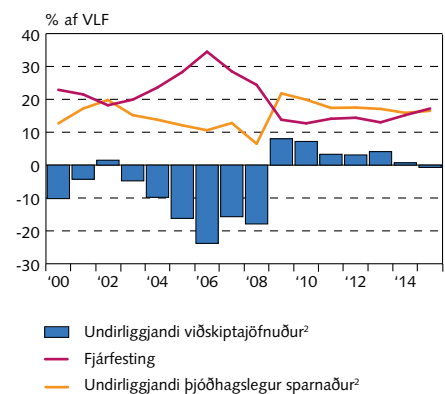


1. Viðskiptakjör eru hlutfallslegt verð út- og innflutnings vöru og þjónustu. Kaupmáttur útflutningstekna er skilgreindur sem útflutningur vöru og þjónustu staðvirkur með verðlagi innflutnings vöru og þjónustu. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6

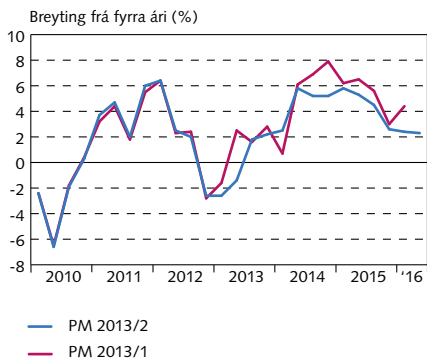
Viðskiptajöfnuður 2000-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015. 2. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra og Actavis.

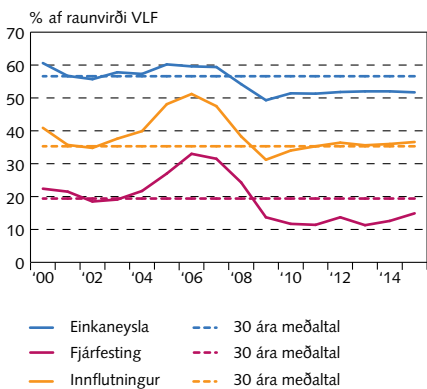
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7
Þjóðarútgjöld - samanburður við PM 2013/1



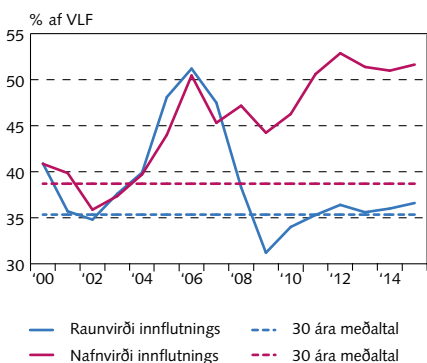
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Hlutfall einkaneyslu, fjárfestingar og innflutnings af landsframleiðslu



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9
Hlutfall innflutnings af landsframleiðslu



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fjárfestingar. Gert er ráð fyrir að undirliggjandi viðskiptaafgangur verði tæplega 1% af landsframleiðslu á næsta ári en að lítils háttar halli verði árið 2015. Það er heldur óhagstæðari þróun en í febrúarspánni. Nánar er fjallað um ytri jöfnuð í kafla VII.

Lakari horfur um vöxt innlestrar eftirspurnar á spátímanum

Vöxtur einkaneyslu í fyrra reyndist nánast hinn sami og spáð hafði verið í febrúar eða 2,7%. Kröftugri vöxtur á fjórða ársfjórðungi en búist hafði verið við vó á móti minni vexti ársfjórðungana á undan í endurskoðuðum tölum Hagstofu Íslands. Samneysluútgjöld sveitarfélaga voru töluvert meiri en búast mátti við út frá fyrri tölum. Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar á fjórða ársfjórðungi reyndist á hinn bóginn minni.² Hægari vöxtur íbúðafjárfestingar í fyrra leiðir til þess að fjármunamyndun alls reyndist minni en spáð var í febrúar. Að öllu samanteknu jókst innlend eftirspurn um 1,9% í fyrra, sem er svipað og spáð var í febrúar en þá var spáð 2% vexti. Hins vegar eru horfur á að vöxtur innlestrar eftirspurnar verði talsvert hægari á þessu ári en spáð var í febrúar. Spáð er að hún standi nánast í stað, en í febrúar var spáð 1,3% vexti á árinu. Leiðandi vísbendingar benda til þess að einkaneysla hafi verið veik á fyrsta ársfjórðungi og þrátt fyrir meiri vöxt kaupmáttar ráðstöfunartekna í fyrra og í ár er því spáð að hún vaxi heldur hægari í ár en gert var ráð fyrir í febrúar eða um 2,2%. Er það 0,3 prósentum minni vöxtur en í febrúarspánni. Helsta ástæða hægari vaxtar innlestrar eftirspurnar í ár er að horfur um vöxt fjárfestingar hafa breyst. Gert er ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting dragist saman um 23% frá fyrra ári í ár í stað 11½% samdráttar í febrúarspánni og að fjármunamyndun í heild minnki um 9% í ár í stað 1% í febrúarspánni. Er sú niðurstaða m.a. byggð á nýjum upplýsingum úr könnun Seðlabankans á fjárfestingaráformum innlestra fyrirtækja. Niðurstöður könnunarinnar og aðrar vísbendingar sem horft er til endurspeglar líklega hve fyrirtækin eru skuldsett. Þau einbeita sér þess vegna að því að lagfæra efnahagsreikninga sína fremur en að nýrri fjárfestingu. Óvissa um kraft efnahagsbatans og næg framleiðslugeta til að mæta aukinni eftirspurn kann einnig að eiga hlut að máli. Þá er fjárfesting í orkufrekum iðnaði minni en áður var áætlað en slík fjárfesting hefur langan skipulags- og framkvæmdartíma og ræðst að verulegu leyti af erlendum aðstæðum varðandi eftirspurn og fjármögnun.

Á næstu tveimur árum er gert ráð fyrir að innlend eftirspurn aukist um 4½% á ári. Horfurnar hafa versnað frá því í febrúar, en þá var spáð tæplega 1 prósentu meiri vexti hvort árið. Skýrast lakari horfur af bæði hægari vexti einkaneyslu og fjárfestingar. Hlutdeild einkaneyslu og fjárfestingar verður áfram nokkuð undir sögulegum meðaltölum í lok spátímans eins og sést á mynd I-8, en það meðaltal kann að vera að einhverju leyti of hátt til viðmiðunar varðandi einstaka þætti þjóðarútgjalda þar sem það einkenndist af þrálátum viðskiptahalla sem ekki er í boði við núverandi aðstæður. Hlutdeild innflutningsútgjalda í landsframleiðslunni er hins vegar orðin svipuð og að meðaltali síðustu

2. Miðað við reynsluna af endurskoðun fjárfestingartalna má búast við að fjórði ársfjórðungur verði endurskoðaður upp á við þegar Hagstofan birtir næst þjóðhagsreikninga fyrir árið 2012.

þrjátíu ár. Eins og mynd I-9 sýnir á það þó einungis við um hlutdeild raunútgjalda af raunvirði landsframleiðslunnar. Sé horft til hlutdeildar nafnútgjalda í verðmæti landsframleiðslunnar er innflutningshlutdeildin töluvert fyrir ofan sögulegt meðaltal enda hefur hlutfallslegt verð innflutnings hækkað verulega eftir mikla gengislækkun krónunnar. Þess má einnig vænta að hlutdeild utanríkisviðskipta í landsframleiðslu aukist smám saman með auknum alþjóðaviðskiptum. Nánari umfjöllun um eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í köflum IV og V.

Minni hagvöxtur í fyrra og í ár en spáð var í febrúar

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var hagvöxtur í fyrra 1,6%, sem er 0,6 prósentum minni vöxtur en spáð var í *Peningamállum* í febrúar. Skýrist það fyrst og fremst af kröftugri innflutningsvexti en fyrri áætlanir höfðu gert ráð fyrir. Á seinni hluta ársins var vöxtur frá sama tíma árið áður 1,8%, en í febrúar hafði verið gert ráð fyrir 2,5% vexti. Nú er áætlað að á fyrsta fjórðungi í ár hafi árstíðarleiðrétt landsframleiðsla vaxið um 0,3% frá fyrri fjórðungi og um 1,5% frá sama fjórðungi fyrra árs.³ Búist er við að hagvöxtur verði enn hægari á öðrum ársfjórðungi en taki heldur við sér á seinni hluta ársins og verði 1,8% á árinu í heild. Það er heldur minni vöxtur en spáð var í febrúar, en þá var gert ráð fyrir 2,1% hagvexti í ár. Skýrast verri horfur fyrst og fremst af mun minni fjármunamyndun en spáð var í febrúar, í takt við niðurstöður nýrrar könnunar um fjárfestingaráætlanir innlendra fyrirtækja fyrir árið í ár, eins og áður hefur verið rakið. Á móti hægari vexti innlendar eftirspurnar vegur þó nokkru jákvæðara framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar en spáð var í febrúar.

Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár versna einnig

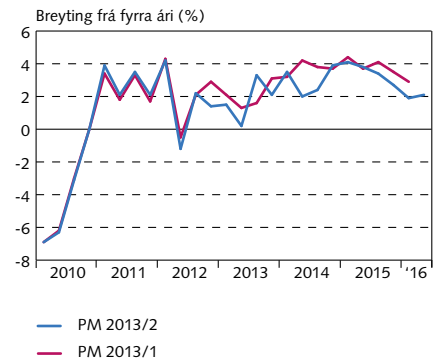
Hagvaxtarhorfur til næstu tveggja ára eru einnig taldar lakari en í febrúar. Nú er búist við 3% hagvexti á næsta ári en í febrúar var spáð 3,7% vexti. Svipuð breyting verður á hagvaxtarspá fyrir árið 2015, en nú er gert ráð fyrir 3,5% í stað 3,9% vexti í febrúarspánni. Skýrast lakari horfur fyrst og fremst af hægari vexti innlendar eftirspurnar og þá aðallega af hægari vexti fjárfestingar á meginhluta spátímans. Gangi spáin eftir verður meðalhagvöxtur í ár og á næstu tveimur árum 2,8% í stað 3,2% í febrúarspánni. Það er svipað og meðalhagvöxtur síðustu þrjátíu ára sem hefur verið 2,5%. Þótt gert sé ráð fyrir nokkru hægari vexti innlendar eftirspurnar á spátímanum en í febrúarspánni, verður innlend eftirspurn eftir sem áður megindrífkraftur hagvaxtar á tímabilinu.

Landsframleiðslan verður um 2½% minni í lok spátímans en gert var ráð fyrir í febrúar

Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til lakari hagvaxtar í fyrra en spáð var í febrúar og mældist landsframleiðslan tæplega 1% minni á síðasta fjórðungi ársins. Gangi spá bankans eftir verður landsframleiðslan um 9% meiri í lok spátímans um mitt ár 2016 en áætlað er að

Mynd I-10

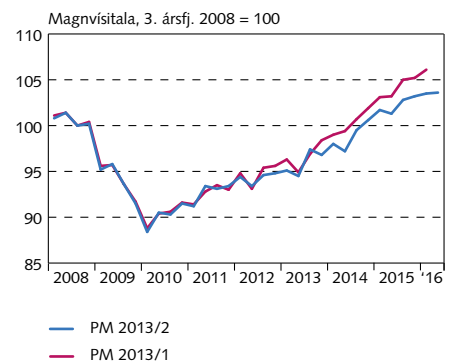
Hagvöxtur - samanburður við PM 2013/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-11

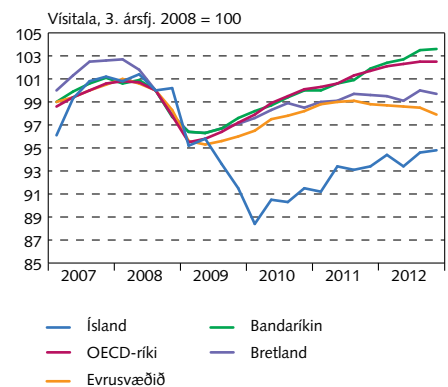
Árstíðarleiðrétt verg landsframleiðsla - samanburður við PM 2013/1¹



1. Árstíðarleiðrétt gögn Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Þróun landsframleiðslunnar í kjölfar fjármálakreppunnar¹

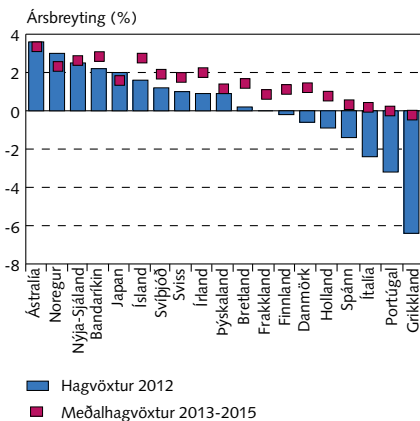


1. Árstíðarleiðrétt gögn fyrir Ísland koma frá Seðlabanka Íslands.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

3. Hér er vísað í árstíðarleiðréttar tölur sem byggjast á mati Seðlabankans. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 í *Peningamállum* 2012/4 virðast aðferðir Hagstofunnar við árstíðarleiðréttingu ekki henta við túlkun efnahagsþróunar innan árs og kýs Seðlabankinn því að nota aðrar aðferðir við árstíðarleiðréttingu.

Mynd I-13

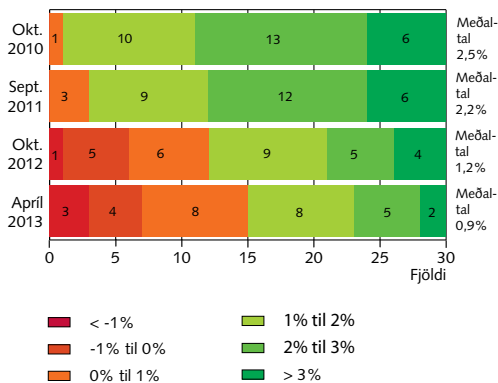
Hagvaxtarþróun meðal iðnríkja¹



1. Grunnspá PM 2013/2 fyrir Ísland en spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir hin ríkin.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14

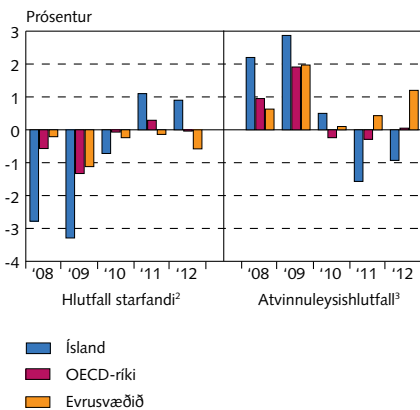
Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um meðalhagvöxt 2012-14 meðal 30 þróaðra ríkja



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd I-15

Þróun á vinnumarkaði í kjölfar fjármálakreppunnar¹



1. Ársbreytingar milli fjórða ársfjórðungs hvers árs. 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 15-64 ára (árstíðarleiddrett). 3. Fjöldi atvinnulausra sem hlutfall af vinnuafli (alþjóðlega samræmdur mælikvarði, árstíðarleiddrett).
Heimild: OECD.

hún verði á fyrsta fjórðungi þessa árs, sem er um 2½% undir því sem spáð var í febrúar. Frá því að landsframleiðslan náði lágmarki á fyrsta ársfjórðungi 2010, hefur hún vaxið um 7½% samkvæmt árstíðarleiddrettum tölum Seðlabankans. Hún er þó enn um 5% minni en hún var þegar fjármálakreppan skall á haustið 2008.⁴

Hagvaxtarhorfur hér á landi einna skástar meðal þróaðra ríkja

Eins og sést á mynd I-12 var efnahagssamdrátturinn hér á landi í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar meiri en að jafnaði meðal annarra OECD-ríkja. Það þarf ekki að koma á óvart í ljósi mikils ójafnvægis sem byggðist upp í aðdraganda kreppunnar. Einnig þarf að hafa í huga að hér á landi skall bæði á kerfislæg bankakreppa og alvarleg gjaldeyriskreppa. Rannsóknir benda til þess að efnahagssamdráttur í kjölfar slíkra kreppa sé að jafnaði allt að þrefalt meiri en þegar um hefðbundna bankakreppu, án gjaldeyriskreppu, er að ræða og að slíkar kreppur vari að jafnaði helmingi lengur (sjá t.d. rammagrein I-2 í *Peningamálum* 2012/4 og umfjöllun í kafla IV). Mynd I-12 sýnir þó að frá því að botni samdráttarskeiðsins var náð á fyrri hluta árs 2010 hefur vöxtur landsframleiðslunnar verið nánast sá sami hér á landi og t.d. í Bandaríkjunum og einnig svipaður og hagvöxtur annarra OECD-ríkja í heild og töluvert meiri en í Bretlandi og á evrusvæðinu. Þetta sést á mynd I-13 sem sýnir hagvöxt á síðasta ári meðal fjölda þróaðra ríkja og horfur fyrir árin 2013-15. Þótt hagvöxtur í fyrra og í ár hafi verið minni hér en spáð var, var hann einna hæstur þegar horft er til þróaðra ríkja og horfur eru á að svo verði áfram á næstu árum. Eins og myndir I-4 og I-14 sýna hefur hægt á hagvexti meðal helstu viðskiptalanda Íslands og alþjóðlegar hagvaxtarhorfur ítrekað reynst verri en vænst hafði verið (sjá einnig umfjöllun í kafla II) og á það nokkurn þátt í lakari horfum hér á landi (sjá einnig mynd I-22 síðar í þessum kafla). Nánari umfjöllun um innlenda hagvaxtarþróun og -horfur er að finna í kafla IV.

Áframhaldandi bati á vinnumarkaði

Atvinnuleysi hélt áfram að minnka á fyrsta fjórðungi þessa árs. Árstíðarleiddrett skráð atvinnuleysi mældist 4,6% en 5,3% samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Atvinnuleysi hefur því minnkað um 1½ prósentu frá sama tíma fyrir ári. Frá því sem það mældist mest eftir kreppu hefur skráða atvinnuleysið minnkað um tæplega 4 prósentur en um 2½ prósentu sé miðað við atvinnuleysi samkvæmt vinnumarkaðskönnuninni. Eins og sjá má á mynd I-15 hafa umskiptin á innlendum vinnumarkaði verið kröftugri en að meðaltali meðal annarra OECD-ríkja, hvort sem horft er til hækkunar hlutfalls starfandi eða fækkunar atvinnulausra.

Samkvæmt niðurstöðum nýbirtrar vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar fylgjaði starfandi fólki um 2,7% á milli ára á fyrsta fjórðungi ársins. Er það fimmti ársfjórðungurinn í röð sem fjölgun mælist

4. Landsframleiðslan verður þó minni en ef hún hefði aukist í takt við langtímaleitnivöxt fyrir kreppuna. Í þeim skilningi hefur hluti landsframleiðslunnar tapast varanlega í fjármálakreppunni. Í þessu samhengi þarf þó að hafa í huga að framleiðslustigið í aðdraganda kreppunnar var komið töluvert fram úr því sem talist getur sjálfbært. Hluti framleiðslutapsins endurspeglar því óhjákvæmilega aðlögun þjóðarþúsins eftir opþenslu árána fram að kreppunni. Sjá umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2011/4.

milli ára. Meðalvinnustundum fækkaði lítillega, eða um 0,2% frá fyrra ári, og virðist sem fækkun þeirra frá því snemma árs 2012 sé að snúast í fjölgun á ný. Heildarvinnustundum fjölgaði því um 2,5% frá fyrra ári og mælast þær nú rúmlega 5% fleiri en þær voru þegar þær náðu lágmarki á þriðja ársfjórðungi 2010. Nýleg könnun Capacent Gallup meðal forsvarsmanna fyrirtækja gefur til kynna að rúmlega 9% fleiri fyrirtæki vilji fjölga starfsmönnum á næstu sex mánuðum en fækka þeim. Fækkun langtímatvinnulausra og meiri aðflutningur fólks en brottflutningur benda einnig til áframhaldandi bata á vinnumarkaði.

Þrátt fyrir útlit um áframhaldandi bata á vinnumarkaði er gert ráð fyrir heldur hægari fjölgun heildarvinnustunda í ár og á næstu tveimur árum en í febrúar í takt við lakari hagvaxtarhorfur. Atvinnuleysishorfur eru hins vegar taldar lítið breyttar og er gert ráð fyrir að skráð atvinnuleysi verði um 4,6% á síðasta ársfjórðungi þessa árs og um 4% í lok spátímans um mitt ár 2016. Hægari vöxtur heildarvinnustunda nær þó ekki að vega á móti lakari hagvaxtarhorfum. Því er gert ráð fyrir lakari framleiðnivexti á spátímanum en í febrúarspánni. Launakostnaður á framleidda einingu mun því hækka um ríflega 3½% á ári að meðaltali sem er meira en spáð var í febrúar. Bætist það við endurskoðun Hagstofunnar á þróun launakostnaðar síðustu ára. Samkvæmt nýjum tölum hafa laun hækkað nokkru meira á síðustu þremur árum en fyrri tölur höfðu gefið til kynna. Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla VI.

Þrátt fyrir hægari hagvöxt á spátímanum tekur matið á þróun framleiðslulakans litlum breytingum

Miðað við hagvaxtartölur Hagstofunnar og mat Seðlabankans á vexti framleiðslugetu þjóðarbúsins mældist 1,3% slaki í þjóðarbúinu á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er það sama og spáð var í febrúarhefti *Peningamála*. Matið á framleiðslulakanum fyrir þetta ár er jafnframt nánast hið sama og í febrúar. Í lok næsta árs er hins vegar gert ráð fyrir lítills háttar slaka en febrúarspáin fól í sér að slakinn yrði þá horfinn. Þetta mat byggist á því að þótt vöxtur framleiðslugetu sé smám saman að taka við sér eftir fjármálakreppuna, verði hann undir langtímaleitnivexti meginhluta spátímans. Nánari umfjöllun um framleiðslugetu og -slaka er að finna í kafla IV.

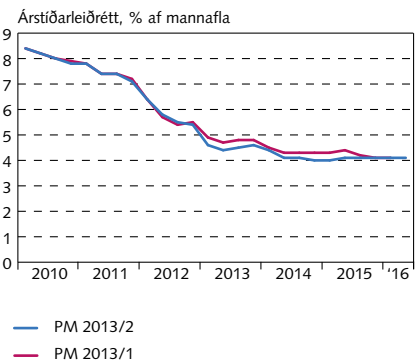
Verðbólguhorfur batna lítillega frá febrúar

Verðbólga mældist 4,3% á fyrsta fjórðungi ársins, þriðja fjórðunginn í röð. Hún hefur hins vegar hjaðnað undanfarna tvo mánuði í kjölfar gengishækkunar krónunnar auk lækkunar olíuverðs og mældist 3,3% í apríl. Verðbólga hefur því ekki verið minni síðan í apríl 2011. Kjarnaverðbólga, sem undanskilur ýmsa sveiflukennða liði, mælikvarðar á innlenda verðbólgu og vísbendingar um langtímaverðbólguvæntingar benda hins vegar til þess að enn sé nokkur undirliggjandi verðbólguþrýstingur til staðar og því gæti verðbólga aukist tiltölulega hratt á ný ef t.d. gengi krónunnar gefur eftir að einhverju marki.

Verðbólga reyndist heldur meiri á fyrsta fjórðungi en spáð var í febrúar en útlit er fyrir að hún verði svipuð og þá var gert ráð fyrir það sem eftir lifir árs. Nú er gert ráð fyrir að hún hjaðni í 3,4% á öðrum ársfjórðungi en að hún aukist lítillega á ný á seinni hluta ársins

Mynd I-16

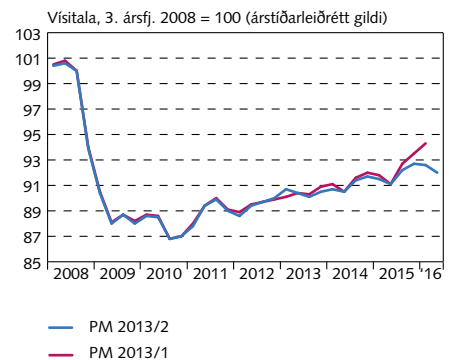
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2013/1



Heimildir: Vinnuálagstafnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17

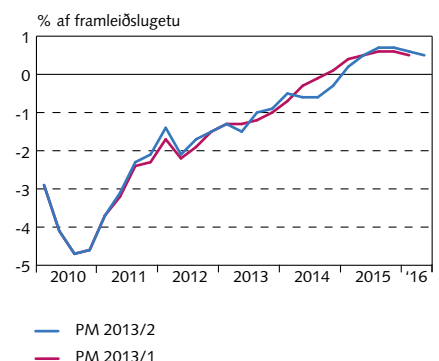
Heildarvinnustundir - samanburður við PM 2013/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-18

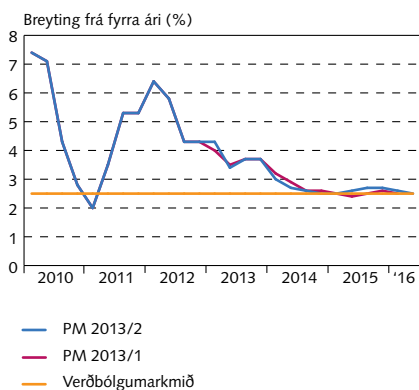
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2013/1



Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-19

Verðbólga - samanburður við PM 2013/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

vegna óhagstæðra grunnáhrifa frá því í fyrra og verði 3,7% á síðasta fjórðungi ársins. Spáð er að verðbólga verði við verðbólguþáttmið Seðlabankans á fyrri hluta næsta árs, sem er aðeins fyrr en gert var ráð fyrir í febrúar. Skýrir hærra gengi krónunnar að mestu heldur hagstæðari verðbólguhorfur en gert var ráð fyrir í febrúarspánni en einnig er útlit fyrir heldur minni efnahagssumsvif á spátímanum en þá var spáð. Á móti vegur að verðbólguvæntingar eru enn umfram markmið og launaþrýstingur af vinnumarkaði meiri en áður var spáð, vegna meiri launahækkana í sögulegum tölum og útlits fyrir hægari framleiðnivexti á spátímabilinu. Nánar er fjallað um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og um þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VIII.

Helstu óvissuþættir

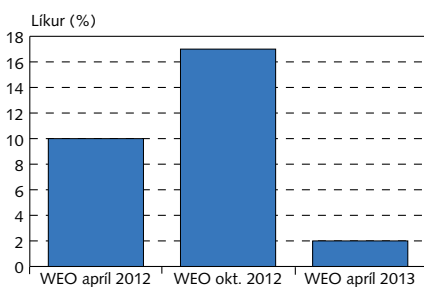
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og um áhrif þeirrar þróunar á hann. Spáin byggist einnig á mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í efnahagslífið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa og horfur um þróun efnahagsmála, hvort sem er innanlands eða alþjóðlega, geta auðveldlega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hér á eftir eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissuþættir í grunnspánni.

Alþjóðleg efnahagsþróun

Samkvæmt grunnspánni tekst að ná tókum á skulda- og bankakreppunni á evrusvæðinu þannig að samdrátturinn snýst í hægan bata á seinni hluta ársins og heimsbúskapurinn nær sér smám saman á strik á ný, þótt gert sé ráð fyrir fremur hægum alþjóðlegum hagvexti næstu misserin. Þótt líkur á stórfelldum áföllum, eins og upplausn evrusvæðisins og snarauknu aðhaldi í opinberum fjármálum í Bandaríkjunum, hafi minnkað umtalsvert og dregið hafi úr hættu á alþjóðlegum efnahagssamdrætti (sjá mynd I-20), er óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur mikil. Það á einkum við um hagvaxtarhorfur á helstu útflutningsmörkuðum Íslands. Óhagstæðari þróun þar gæti grafið undan vexti útflutnings hér á landi, rýrt viðskiptakjör þjóðarbúsins enn frekar og hindrað aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum. Efnahagsbatinn hér á landi gæti þá orðið hægari en samkvæmt grunnspánni.

Mynd I-20

Líkur á alþjóðlegum efnahagssamdrætti 2013 samkvæmt spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins¹



1. Mat Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á líkum á því að heimshagvöxtur verði undir 2% (sem samsvarar samdrætti í iðnríkjum og mjög hægum hagvexti í nýrmarkaðsríkjum).
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, World Economic Outlook (WEO), mismunandi útgáfur.

Gengi krónunnar

Alla jafna hefur reynst mjög erfitt að spá fyrir um gengi krónunnar. Óvissa er um hvernig aðgangur innlendra aðila að erlendum lánsfjármörkuðum þróast á næstunni og varðandi þróun alþjóðlegra efnahagsmála sem hefur mikil áhrif á útflutningstekjur þjóðarinnar. Lítið lengra fram er óvissa um tímasetningar losunar fjármagnshaftanna og uppgjörs búa fallinna fjármálafyrirtækja og áhrif þessara þátta á gengisþróunina. Við slíkar aðstæður eru spár um gengi krónunnar háðar jafnvel meiri óvissu en venjulega. Því er í grunnspánni byggt á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann frá því sem það er þegar spágerð lýkur. Eins og reynslan sýnir, geta þessar horfur hæglega breyst á skömmum tíma (sjá mynd I-21). Gengishorfunar eru því mjög óvissar og líklegt að þar muni vegast

á þrýstingur á krónuna í tengslum við endurgreiðslur erlendra lána annars vegar og hins vegar afgangur á viðskiptum við útlönd sem gert er ráð fyrir að verði nokkur framan af spátímabilinu enda núverandi raungengi líklega undir langtímajafnvægisgildi sínu. Hvernig tekst til við endurfjármögnun skulda Landsbankans í erlendum gjaldmiðli við gamla Landsbankann getur einnig haft þó nokkur áhrif á gengisþróun krónunnar þegar líða tekur á spátímabilið.

Opinber fjármál

Samkvæmt áætlunum um opinber fjármál mun verða afgangur í rekstri hins opinbera á næsta ári og hlutfall skulda af landsframleiðslu halda áfram að lækka. Þessar áætlanir byggjast hins vegar á tekjuforsendum sem, sumar hverjar, eru háðar mikilli óvissu. Að sama skapi gætir aukins útgjaldaþrýstings eftir aðhaldsaðgerðir síðustu ára og í tengslum við nýafstaðnar þingkosningar. Staða Íbúðalánasjóðs er einnig viðsjárverð og kallar líklega á frekari fjárframlög úr ríkissjóði. Töluverð óvissa er því um horfur í opinberum fjármálum og hætta á að farið verði út af sporinu við að rétta af fjárhag hins opinbera. Það er afar varhugavert í ljósi mikilla skulda hins opinbera og hætt við að það myndi setja losun fjármagnshafna í uppnám og kalla á strangara peningalegt taumhald en ella. Efnahagsbatinn gæti því orðið hægari en spáð er í grunnspánni.

Innlend launaþróun

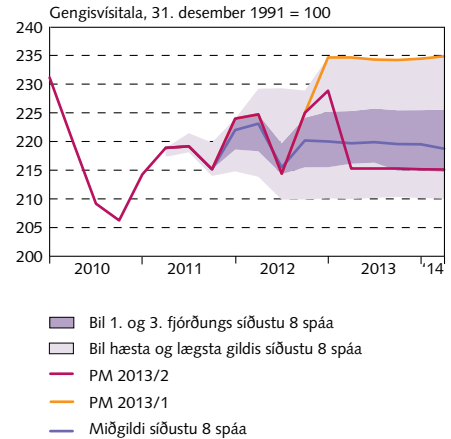
Í grunnspánni er gert ráð fyrir því að lágt raungengi og hagstæð staða útflutningsatvinnugreina geri það að verkum að ríflegar launahækkanir í þeim greinum smitist út í þjóðarþúskapinn í heild og að því verði launahækkanir heldur meiri en framleiðnivöxtur á meginþorra spátímans. Samkvæmt spánni eru launahækkanirnar þó ekki það miklar að þær stefni hjöðnun verðbólgu í átt að markmiði í voða á meðan gengi krónunnar helst tiltölulega stöðugt og nokkur slaki er í þjóðarþúskapnum. Um þessa forsendu er hins vegar veruleg óvissa og heyrst hafa háværar raddir um nauðsyn „leiðréttingar“ hlutfallslegra launa fjölda starfsstétta. Fari launaþróunin úr böndunum er hætt við því að verðbólguhorfur versni vegna aukinnar innlendra verðbólgu og lækkunar á gengi krónunnar. Einnig er hætt við að hægja myndi á innlendum efnahagsbata þar sem fyrirtæki mæta að einhverju leyti auknum launakostnaði með minni vinnuafslnotkun. Seðlabankinn myndi að auki þurfa að bregðast við auknum verðbólguþrýstingi með auknu peningalegu aðhaldi.

Innlendur efnahagsbati

Heldur tók að hægja á efnahagsbatanum og hagvaxtarhorfur að versna eftir því sem leið á síðasta ár (sjá mynd I-22). Í grunnspá er gert ráð fyrir veikum umsvifum á fyrri hluta þessa árs en að þjóðarþúskapurinn taki síðan við sér með aukinni innlendra eftirspurn. Um þessar horfur ríkir hins vegar nokkur óvissa, m.a. vegna óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur, óvissu um fjárfestingaráætlanir tengdar orkufrekum iðnaði og vegna þess að innlend heimili og fyrirtæki eru enn skuldsett, þótt skuldir þeirra hafi lækkað verulega frá því sem þær voru hæstar í aðdraganda fjármálakreppunnar. Þessi skuldsetning gæti

Mynd I-21

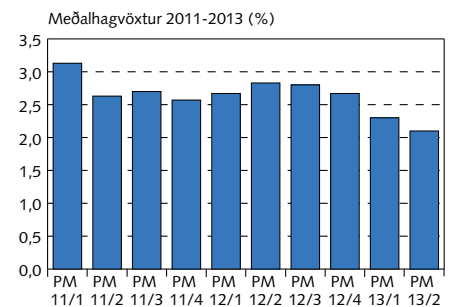
Gengisforsenda grunnspár
Peningamála - bil síðustu 8 spáa¹



1. Myndin sýnir gengisforsendu grunnspár Peningamála 2011/2-2013/2 yfir tímabil elstu spárinna (til annars ársfjórðungs 2014).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

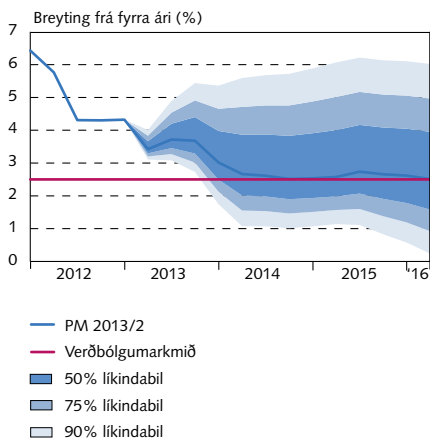
Mynd I-22

Endurskoðun hagvaxtarþspáa
Seðlabankans 2011-2013



Heimild: Seðlabanki Íslands

Mynd I-23
Verðbólguþá og óvissumat



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

reynst meiri dragbitur á hagvöxt en grunnspáin gerir ráð fyrir og óvissa um innlend og alþjóðleg efnahagssumsvif gæti dregið úr vilja þeirra til að leggja út í frekari útgjalda- og fjárfestingaráform. Takist hins vegar að greiða hraðar úr vandanum í umheiminum og flýta fyrir endurskipulagningu þeirra innlendu skulda sem enn er eftir að leysa úr, m.a. í dómsmálum, gæti bati innlendar eftirspurnar reynst kröftugri en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Verðbólguhorfur

Grunnspáin gerir ráð fyrir því að gengi krónunnar haldist tiltölulega stöðugt á spátímanum og að launahækkningar verði ekki það miklar að þær nái að hleypa hjöðnun verðbólgunnar í uppnám.⁵ Um þessar forsendur er mikil óvissa eins og áður hefur verið rakið. Eins er nokkur óvissa um forsendu grunnspárinnar um tiltölulega hagstæða þróun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs. Grunnspáin gerir einnig ráð fyrir því að nokkur slaki sé enn til staðar í þjóðarþúskapnum og að svo verði áfram á þorra spátímans. Mikil óvissa er hins vegar um hversu mikill slakinn er, hversu hratt hann hverfi og í hve miklum mæli hann haldi aftur af innlendum verðbólguþrýstingi, sérstaklega í ljósi þess hve illa hefur tekist að skapa langtímaverðbólguvæntingum trausta kjölfestu.

Verðbólguhorfur eru því sem fyrr óvissar. Til að endurspegla þessa óvissu sýnir mynd I-23 verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá með mati á óvissubili spárinnar. Myndin sýnir mat á líkindadreifingu spárinnar, þ.e. það bil sem metnar eru 50%, 75% og 90% líkur á að verðbólga verði innan á spátímanum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst).

5. Rétt er að halda því til haga að grunnspáin byggist á því að peningastefnunni sé beitt þannig að tryggt sé að verðbólguþámið náist innan spátímans.

Í byrjun árs 2011 höfðu veðlánavextir Seðlabanka Íslands lækkað um tæplega 14 prósentur í 4,25% frá því að þeir voru hæstir í lok árs 2008. Þeir hafa síðan hækkað aftur í 6% en virkir vextir bankans, þ.e. þeir vextir sem mestu skipta fyrir þróun markaðsvaxta nú um stundir, eru heldur lægri eða um 5,4% og hafa lækkað úr 15% og er þá miðað við meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og á 28 daga innstæðubréfum.¹

Þrátt fyrir þessa miklu lækkingu vaxta Seðlabankans eru vextirnir enn nokkru hærri en meðal helstu viðskiptalanda. Eins og sjá má á mynd 1 eru seðlabankavextir í öðrum iðnríkjum nú á bilinu 0,125-1,5% og hafa ekki hækkað í neinu þeirra síðan um mitt ár 2011 er þeir tóku að hækka á ný hér á landi. Í þessari rammagrein er leitast við að skýra af hverju seðlabankavextir eru ekki eins lágir hér á landi og í nágrannaríkjunum.²

Vextir eru hærri hér á landi en í öðrum iðnríkjum vegna þrálátari verðbólgu og verðbólguvæntinga ...

Í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar og efnahagskreppunnar sem fylgdi henni hefur verðbólga haldist lítil meðal flestra iðnríkja. Mæld verðbólga hefur þó stundum aukist nokkuð í kjölfar hækkingar hrávöru- og olíuverðs en undirliggjandi verðbólga hefur haldist mjög lítil. Þetta sést vel á myndum 2 og 3 sem sýna annars vegar verðbólgu út frá vísitölu neysluverðs og hins vegar kjarnaverðbólgu þar sem horft er fram hjá sveiflunendum liðum og liðum sem endurspeglar framboðsáhrif (eins og olíuverð og áhrif óbeinna skatta). Frá upphafi árs 2009 hefur ársbreyting verðlags sveiflast frá 1½% verðhjöðnun upp í 3½% verðbólgu í meginþorra ríkjanna. Miðað við miðgildi ríkjahópsins er mæld verðbólga u.þ.b. 1% um þessar mundir en ársbreyting verðlags hefur sveiflast frá 1% verðhjöðnun upp í 3% verðbólgu. Kjarnaverðbólga hefur hins vegar sveiflast innan mun þrengra bils eða á bilinu ½-2% í flestum ríkjanna.

Þróunin hér á landi hefur hins vegar verið með öðrum hætti meginhluta tímabilsins. Ólíkt því sem gerðist í öðrum iðnríkjum, jókst verðbólga mikið hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar vegna verulegrar lækkingu á gengi krónunnar og náði hún hámarki í tæplega 19% í ársbyrjun 2009. Hún minnkaði síðan jafnt og þétt og var komin í tæplega 2% í ársbyrjun 2011 miðað við vísitölu neysluverðs og í 1% miðað við kjarnaverðbólgu (út frá fastskattakjarnavísitölu 3, þ.e. vísitölu neysluverðs án áhrifa sveiflunendra matvörulíða, bensíns, opinberrar þjónustu, raunvaxtakostnaðar húsnæðislána og óbeinna skatta). Verðbólga jókst síðan aftur í kjölfar mjög ríflegra launahækkana í tengslum við almenna kjarasamninga sumarið 2011 og var í lok árs 2012 um 4% miðað við vísitölu neysluverðs en 4½% miðað við kjarnaverðbólgu.

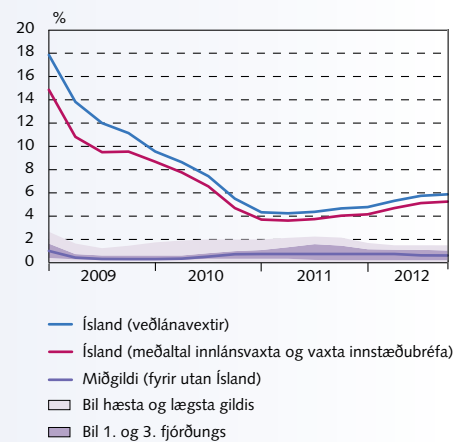
1. Það að virkir vextir bankans endurspeglar fremur vexti á innlánsformum Seðlabankans ræðst af því að lausafjárstaða fjármálakerfisins hefur verið mjög rúm í kjölfar fjármálakreppunnar og eftirspurn eftir veðlámum Seðlabankans því mjög takmörkuð. Þessu var öfugt farið fyrir fjármálakerfinu þegar fjármálakerfið bjó við viðvarandi lausafjárskort. Algengara er að fjármálakerfi búi við slíkan skort og því endurspeglar útlánsvextir seðlabanka virka vexti þeirra. Það er þó ekki einhlítt. Þannig er t.d. lausafjárstaða norska fjármálakerfisins viðvarandi rúm og virkir vextir norska seðlabankans því innlánsvextir.
2. Samanburðurinn á mynd 1 og á öðrum myndum af öðrum iðnríkjum í þessari rammagrein sýnir seðlabankavexti í Bandaríkjunum, Bretlandi, á evrusvæðinu, í Kanada, Japan, Noregi, Sviss og Svíþjóð. Sýnt er miðgildi vaxta og bil hæstu og lægstu vaxta í samanburðarhópnum. Einnig er sýnt bilið milli fyrsta og þriðja fjórðungs, þ.e. bil 75% landanna í kringum miðgildi. Danmörku er sleppt úr samanburðinum þar sem vextir danska seðlabankans fylgja í meginatriðum vöxtum Seðlabanka Evrópu vegna fastgengisstefnu þeirra fyrrnefndu. Til að skerpa enn frekar samanburðinn milli Íslands og annarra iðnríkja er Ástralíu og Nýja-Sjálandi einnig sleppt þar sem þau lönd hafa sloppið betur frá alþjóðlegu fjármálakreppunni og því hafa vextir þar verið nokkru nær því sem hefur verið hér á landi.

Rammagrein I-1

Af hverju eru seðlabankavextir hærri hér á landi en í öðrum iðnríkjum?

Mynd 1

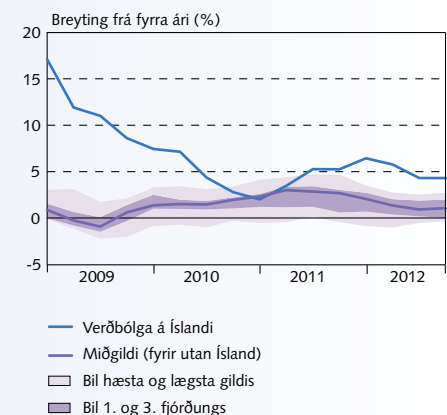
Seðlabankavextir á Íslandi og í nokkrum öðrum iðnríkjum 2009-2012



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

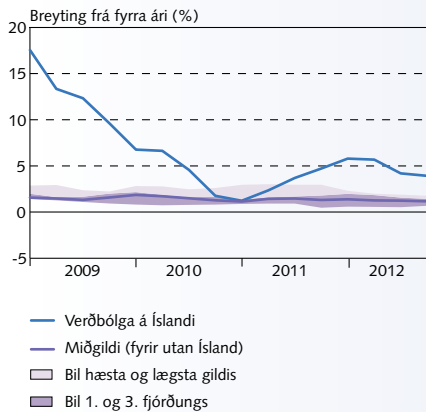
Mynd 2

Verðbólga á Íslandi og í nokkrum öðrum iðnríkjum 2009-2012



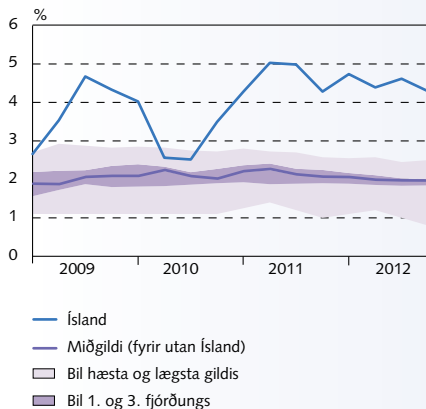
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3
Kjarnaverðbólga á Íslandi og í
nokkrum öðrum iðnríkjum 2009-2012



Heimildir: Macrobond, Noregsbanki, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Langtímaverðbólguvæntingar á Íslandi og
í nokkrum öðrum iðnríkjum 2009-2012¹



1. Ísland (5 ár eftir 5 ár, skbr.markaður), Bandaríkin (eftir 30 ár, skbr. markaður), Bretland (eftir 3 ár, spá sérfræðinga), evrusvæðið (eftir 3-4 ár, spá sérfræðinga), Japan (Consensus Forecasts, 6-10 ára), Kanada (til langs tíma, skbr.markaður), Noregur (eftir 5 ár, spá sérfræðinga), Sviss (Consensus Forecasts, 6-10 ára) og Svíþjóð (eftir 5 ár, spá sérfræðinga).

Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond, Seðlabanki Íslands, viðkomandi seðlabankar.

Verðbólga hefur því verið töluvert meiri hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar en í öðrum iðnríkjum, ef frá er talið stutt tímabil frá lokum árs 2010 og fram á mitt ár 2011. Þessu til viðbótar hafa langtímaverðbólguvæntingar verið talsvert hærrí á landi en í öðrum iðnríkjum. Eins og sést á mynd 4 hafa væntingar um verðbólgu eftir 5-10 ár verið á bilinu 4-5% á meginhluta tímabilsins en hafa verið um 2% í öðrum iðnríkjum.³ Verðbólguvæntingar hér á landi hafa því verið um 2 prósentum fyrir ofan verðbólguþröngmið Seðlabanka Íslands en við markmið í öðrum iðnríkjum, þrátt fyrir að mæld verðbólga þar hafi tímabundið verið fyrir ofan markmiðið.⁴ Það að langtímaverðbólguvæntingar séu viðvarandi hærrí hér á landi en í nágrannaríkjunum er mikilvæg skýring þess að verðbólga hefur einnig reynst þrálátari hér. Búist launafólk t.d. við því að verðbólga verði viðvarandi um 4-5% næsta áratug, er líklegt að það muni krefjast launahækkana sem eru í samræmi við þær væntingar. Launahækkarnir umfram getu fyrirtækja hafa síðan í för með sér að fyrirtækin velta launahækkunum út í verðlag en það viðheldur verðbólgunni. Fyrirtækin eru sömuleiðis tilbúin til að samþykkja slíkar launahækkarnir þar sem þau búast við að geta hækkað verð afurða sinna í takt við hækkun almenns verðlags. Væntingar um meiri verðbólgu hér en í nágrannaríkjunum fela einnig í sér væntingar um að gengi krónunnar muni veikjast til lengri tíma gagnvart öðrum gjaldmiðlum sem aftur hefur í för með sér meiri verðbólgu en ella.⁵ Háar langtímaverðbólguvæntingar geta því einnig haft í för með sér að mikil verðbólga festist í sessi vegna viðvarandi þrýstings á gengi krónunnar.

... þrátt fyrir að tekið sé tillit til meiri samdráttar efnahagssumsvifa hér á landi

Við samanburð á seðlabankavöxtum á Íslandi og öðrum iðnríkjum þarf einnig að hafa í huga að þótt verðbólga sé meiri og verðbólguvæntingar hærrí hér á landi, varð efnahagssamdrátturinn í kjölfar fjármálakreppunnar meiri hér en í nágrannaríkjunum. Landsframleiðslan hér dróst saman um rúmlega 12% frá hápunkti fyrir fjármálakreppuna í árslok 2008 og fram að lágpunkti eftir kreppuna en um ríflega 5% að jafnaði meðal annarra iðnríkja. Atvinnuleysi jókst jafnframt töluvert meira hér á landi eða um ríflega 5 prósentur (miðað við samræmdan atvinnuleysis mælikvarða OECD) en um tæplega 3 prósentur í öðrum iðnríkjum. Meiri verðbólga og harkalegri efnahagsamdráttur vegast því á við samanburð á peningastefnunni hér á landi og í öðrum iðnríkjum.

Einföld leið til að vega saman áhrif þessara þátta á mótun peningastefnunnar er að skoða vaxtaferil sem fæst út úr svokallaðri Taylor-reglu. Algengt er að nota þessa reglu í almennri umræðu um stjórn peningamála, bæði í almennri fjölmiðlaumræðu og fræði-

- Notast er við langtímaverðbólguvæntingar út frá könnunum meðal sérfræðinga eða það sem lesa má út úr vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra ríkisskuldabréfa. Fyrir Japan og Sviss er notast við miðgildi verðbólguþröngmið 6-10 ára fram í tímann frá Consensus Forecasts. Þar sem þær spár eru einungis birtar á hálfis árs fresti eru ársfjórðungsgögn búin til með línulegri innreikun (e. linear interpolate).
- Formlegt verðbólguþröngmið Englandsbanka, Kanadabanka og sænska seðlabankans er 2% en þess norska 2,5%. Bandaríski seðlabankinn tók upp formlegt 2% verðbólguþröngmið í ársbyrjun 2012 og er miðað við það á öllu tímabilinu hér. Japanski seðlabankinn hafði sett sér óformlegt 1% markmið um verðbólgu í ársbyrjun 2012 en tók upp formlegt 2% verðbólguþröngmið í janúar sl. Í þessari rammagrein er miðað við 1% markmiðið þar sem gagnatímabilið nær einungis til ársloka 2012. Evrópski og svissneski seðlabankinn hafa ekki formlegt tölulegt verðbólguþröngmið en hafa verðstöðugleika sem meginmarkmið. Seðlabanki Evrópu skilgreinir verðstöðugleika sem verðbólgu „undir en nálægt“ 2%, en hinn svissneski sem verðbólgu á bilinu 0-2%. Markmið þess fyrrnefnda er því jafnan túlkað sem 2% og þess síðarnefnda sem 1% og er þeirri hefið fylgt hér.
- Raungengið leitar til lengri tíma í jafnvægisgildi sitt óháð þróun innlendrar verðbólgu. Sé verðbólga meiri innanlands en erlendis, þarf því nafngengi krónunnar að lækka til lengri tíma sem nemur nokkurn veginn mismun innlendrar og erlendrar verðbólgu.

legum rannsóknum. Flestir seðlabankar nota hana einnig til viðmiðunar við ákvörðunartöku, þótt enginn fylgi henni í blindni.⁶

Samkvæmt reglu Taylors eru vextir seðlabanka ákvarðaðir út frá fráviki verðbólgu frá markmiði og fráviki framleiðslu frá framleiðslugetu, þ.e. framleiðsluspennunni í þjóðarbúskapnum (stundum er notað frávik atvinnuleysis frá jafnvægisatvinnuleysi í stað framleiðsluspennunnar) og gefur reglan í sinni einföldustu mynd jafnt vægi á hvort frávik:

$$i = (r^* + \pi^T) + 0,5 (\pi - \pi^T) + 0,5X$$

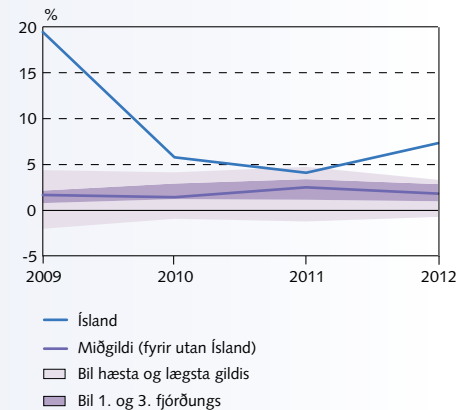
þar sem i eru seðlabankavextir, r^* er það sem kallað er hlutlausir raunvextir,⁷ π er verðbólga, π^T er verðból gumarkmið seðlabankans og X mælir spennu eða slaka í þjóðarbúskapnum. Eins og Taylor-reglan ber með sér gildir í jafnvægi (þar sem verðbólga er við verðból gumarkmiðið og hvorki er slaki né spennu í þjóðarbúskapnum) að seðlabankavextirnir eru $(r^* + \pi^T)$ sem samsvara hlutlausum nafnvöxtum bankans. Sé verðbólga hins vegar umfram markmið og nýting framleiðsluþátta umfram framleiðslugetu, ættu vextir bankans að vera umfram hlutlausu vexti og öfugt ef verðbólga er undir markmiði og slaki er í þjóðarbúinu. Við aðstæður þar sem verðbólga er umfram markmið þrátt fyrir slaka í þjóðarbúinu vandast málið en þá ræðst vaxtastigið af hlutfallslegri stærð hvors frávíks fyrir sig.

Mynd 5 sýnir þróun vaxta á Íslandi og í öðrum iðnríkjum miðað við ofangreinda Taylor-reglu. Notast er við kjarnaverðbólgu og mat Seðlabankans á framleiðsluspennu á Íslandi en mat OECD á framleiðsluspennu annarra ríkja. Gert er ráð fyrir að hinir hlutlausu raunvextir séu 2% í öllum ríkjum, sem er algengt viðmið við útreikninga vaxtaferla út frá Taylor-reglum. Hins vegar er álitamál hverjir þessir vextir eru eftir fjármálakreppuna og má færa rök fyrir því að þeir hafi jafnvel lækkað. Þó benda rannsóknir Seðlabankans til þess að þessir vextir hafi verið nokkru hærri en 2% hér á landi fram að kreppunni í samræmi við reynslu annarra smárra skuldsettra ríkja með lágt sparnaðarstig og því gætu þeir verið hærri en 2% eftir kreppuna þótt líklegt sé að þeir hafi lækkað frá því sem þeir voru fyrir hana.⁸ Eins og sjá má hefðu vextir í samanburðarríkjunum að jafnaði átt að vera um 1½-2% frá árinu 2009 og um 1-3½% í flestum þeirra. Hér á landi hefðu þeir átt að vera hátt í 20% árið 2009 en síðan að lækka í um 4% árið 2011 en hækka á ný í ríflega 7% í fyrra. Taylor-reglan gefur því til kynna að vextir hefðu þurft að vera nokkru hærri hér á landi en meðal annarra iðnríkja þrátt fyrir að efnahagssamdrátturinn hafi verið meiri hér á landi og endurspeglar það að verðbólga hefur reynst mun þrálátari hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar.

Þegar peningastefnan er talin veita verðbólguvæntingum trausta kjölfestu er jafnan talið óhætt að horfa fram hjá tímabundnum sveiflum í verðbólgu við móttun peningastefnunnar. Áhrifa vaxtaákvörðana gætit jafnframt með nokkrum tímátöfum og því þarf peningastefnan að vera framsýn. Því getur einnig verið áhuga-vert að skoða vaxtaferla út frá Taylor-reglum þar sem notast er við langtímaverðbólguvæntingar í stað núverandi verðbólgu (sjá mynd 6). Í þessu tilviki gefur Taylor-reglan vexti í samanburðarríkjunum á bilinu 2-3½% en á bilinu 3-7% hér á landi og gefur því til kynna að

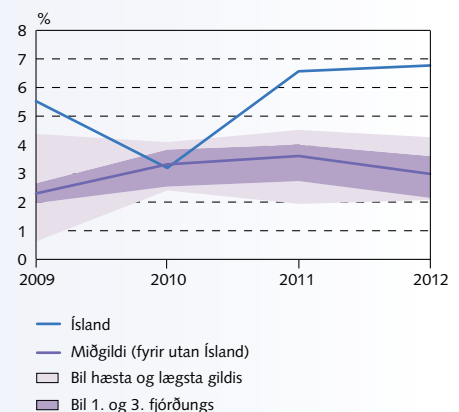
- Sjá ítarlega umfjöllun um Taylor-regluna og tölfærðilegt mat á henni á mismunandi tímabilum í kafla 3 í „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, Seðlabanki Íslands, *Sérít* 7, september 2012. Einnig er fjallað um Taylor-regluna í rammagreinum í *Peningamálum* 2002/2 og 2007/3.
- Þessir vextir endurspeglar innra jafnvægi þjóðarvaxta og ráðast af efnahagsþáttum sem eru utan áhrifasviðs peningastefnunnar, eins og framleiðni fjármagns, sparnaðarhneigið og langtímavexti framleiðslugetu.
- Sjá kafla 3 í „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, Seðlabanki Íslands, *Sérít* 7, september 2012.

Mynd 5
Seðlabankavextir á Íslandi og í nokkrum öðrum iðnríkjum samkvæmt Taylor-reglu¹



1. Taylor-regla út frá fráviki kjarnaverðbólgu frá markmiði og framleiðsluspennu (metinni af OECD fyrir önnur lönd en Ísland), með vægið 0,5 á hvorum lið. Miðað er við að hlutlausir raunvextir séu 2% í öllum löndunum og á öllu tímabilinu.
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

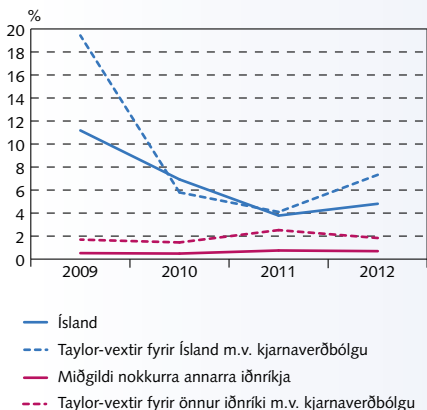
Mynd 6
Seðlabankavextir á Íslandi og í nokkrum öðrum iðnríkjum samkvæmt Taylor-reglu¹



1. Taylor-regla út frá fráviki langtímaverðbólguvæntinga frá markmiði og framleiðsluspennu (metinni af OECD fyrir önnur lönd en Ísland), með vægið 0,5 á hvorum lið. Miðað er við að hlutlausir raunvextir séu 2% í öllum löndunum og á öllu tímabilinu.
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

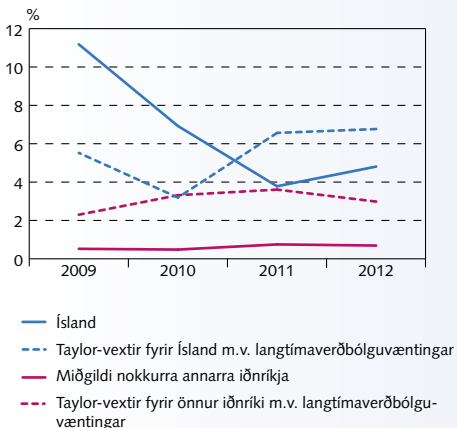
Samanburður seðlabankavaxta við Taylor-reglu á Íslandi og í nokkrum öðrum iðnríkjum¹



1. Taylor-regla miðað við núverandi kjarnaverðbólgu og framleiðsluspennu. Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

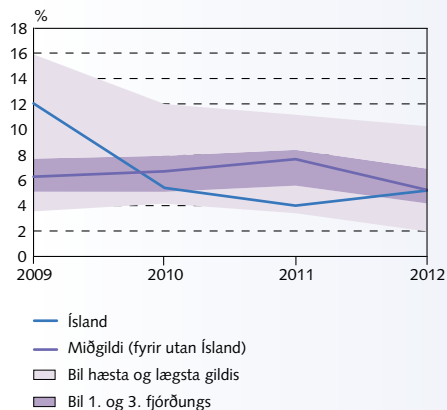
Samanburður seðlabankavaxta við Taylor-reglu á Íslandi og í nokkrum öðrum iðnríkjum¹



1. Taylor-regla miðað við langtímaverðbólguvæntingar og framleiðsluspennu. Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Verðbólga á Íslandi og í 15 öðrum ríkjum 2009-2012¹



1. Ríkin eru Argentína, Armenía, Brasílía, Indland, Indónesía, Kasakstan, Mexíkó, Rúmenía, Rússland, Serbía, Suður-Afríka, Tyrkland, Ungverjaland, Úkraína og Úrúgvæ. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Macrobond.

vextir hefðu þurft að vera töluvert hærra hér á landi en meðal annarra iðnríkja meginhluta tímabilsins.⁹

Að lokum sýna myndir 7 og 8 seðlabankavexti hér á landi og í hinum iðnríkjunum í samanburði við vaxtaferla Taylor-reglunnar miðað við kjarnaverðbólgu annars vegar og verðbólguvæntingar hins vegar.¹⁰ Eins og sjá má gefur Taylor-reglan til kynna að miðað við kjarnaverðbólgu hefðu vextir þurft að vera töluvert hærra hér á landi árið 2009 en þeir voru í reynd, sem endurspeglar ávinning fjármagnshaftanna sem sett voru í kjölfar fjármálakreppunnar haustið 2008.¹¹ Vextir Seðlabankans voru síðan nokkurn veginn í samræmi við Taylor-vextina árin 2010-11 en hækkuðu hægar í fyrra, er vextir voru að meðaltali um 2½ prósentu undir Taylor-vöxtunum. Vextir hinna iðnríkjanna eru hins vegar nokkuð svipaðir Taylor-vöxtunum en þó heldur lægri á öllu tímabilinu en einfalda Taylor-reglan gefur til kynna. Miðað við langtímaverðbólguvæntingar lækkuðu vextir hins vegar of hægt hér á landi árin 2009-10 en hafa síðan verið of lágir frá árinu 2011. Eins og á mynd 7 eru vextir hinna iðnríkjanna undir Taylor-vöxtunum, þótt munurinn sé meiri þegar notast er við verðbólguvæntingar en þegar byggt er á núverandi verðbólgu.

Við samanburð vaxta er nærtækara að horfa til landa með svipaða verðbólgu

Eins og vaxtasamanburðurinn hér að ofan ber með sér þarf að hafa í huga að verðbólga hefur reynt mun þrálátari hér á landi en í öðrum iðnríkjum. Í slíkum samanburði getur því verið gagnlegra að horfa til annarra ríkja þar sem verðbólga hefur verið meira í takt við þróunina hér á landi. Mynd 9 sýnir samanburð á verðbólgu hér á landi og í 15 tiltölulega þróuðum nýmarkaðsríkjum þar sem verðbólga hefur sveiflast á svipuðu bili (þ.e. u.þ.b. innan eins staðalfráviks frá meðalverðbólgu hér á landi árin 2009-12). Verðbólga var nokkru meiri hér en í þeim flestum árið 2009 en minni á árunum 2010-11 og svipuð í fyrra. Mynd 10 sýnir síðan seðlabankavexti sömu ríkja og sést að vextir hér á landi hafa verið mun meira í takt við þróunina í þessum ríkjum, þótt vextir Seðlabanka Íslands hafi lækkað nokkru meira en í samanburðarhópnum á síðustu tveimur árum.

Samantekt

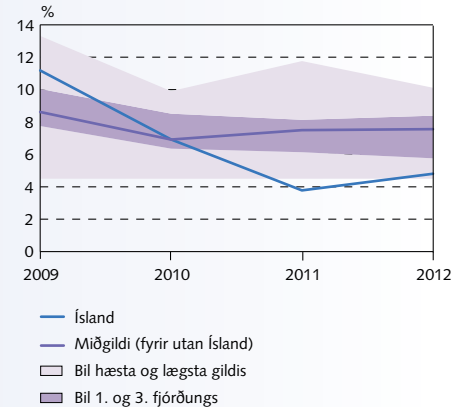
Frá því að fjármálakreppan skall á haustið 2008 hafa vextir Seðlabanka Íslands verið hærra en vextir seðlabanka annarra iðnríkja af þeirri einföldu ástæðu að hér hefur verðbólga verið meiri og langtímaverðbólguvæntingar lægri. Þetta endurspeglar slakan árangur í viðureigninni við verðbólgu hér á landi fram að fjármálakreppunni þar sem verðbólga var langtímum saman yfir markmiði. Á sama tíma hefur seðlabönkum annarra iðnríkja tekist að halda verðbólgu við markmið. Þannig hefur þeim tekist að afla peningastefnuni trúverðugleika sem endurspeglast í því að langtímaverðbólguvæntingar hafa haldist stöðugar við verðbólgu markmið þótt vöxtum hafi verið haldið sögulega lágum, jafnvel þótt mæld verðbólga hafi stundum

- Mjög svipaðar niðurstöður fást þegar notast er við frávik mælds atvinnuleysis frá jafnvægisatvinnuleysi (metnu af Seðlabankanum fyrir Ísland en OECD fyrir hin ríkin).
- Hér er þó rétt að hafa í huga áðurmeftnda óvissu um hverjir jafnvægisraunvextirnir nákvæmlega eru.
- Fjármagnshöftin gerðu Seðlabankanum kleift að lækka vexti mun hraðar en ella hefði verið mögulegt þar sem síður þurfti að óttast að lækkan vaxta myndi þrýsta gengi krónunnar enn frekar niður. Þetta sést t.d. glögglega þegar vaxtaþróunin hér á landi er borin saman við þróunina í Suður-Kóreu í kjölfar gjaldeyris- og fjármálakreppunnar þar árið 1997 en lækkan raungengis frá há- til lágpunkts í þessum tveimur kreppum var af svipaðri stærðargráðu (58% hér en 45% í Suður-Kóreu). Í Suður-Kóreu hækkuðu skammtímarunvextir um tæplega 7 prósentur á þremur mánuðum í kjölfar kreppunnar og voru hærra en þeir voru í upphafi hennar í um hálf t. á. Hér á landi lækkuðu skammtímarunvextir hins vegar strax í kjölfar kreppunnar og voru orðnir tæplega 9 prósentum undir því sem þeir voru í upphafi hennar eftir ár (sjá t.d. <http://www.seðlabanki.is/library/Skráarsafn/Erindi/Lionsklúbbur%20feb13.pdf>).

vikið nokkuð frá markmiði. Það hefur einnig gert þeim kleift að nota peningastefnuna af mun meiri áráðni við að styðja við efnahagslífið í kjölfar fjármálakreppunnar en unnt hefur verið hér á landi þar sem verðbólguvæntingar skortir trausta kjölfestu. Ef eitthvað er hefur vandi fjölda iðnríkja fremur verið hættan á langvarandi verðhjöðnun með tilheyrandi skaða fyrir efnahagssumsvif, eins og reynsla Japana er glögg dæmi um. Til þess að sporna við þessari hættu hafa seðlabankar þessara ríkja lækkað vexti eins og unnt er og til viðbótar grip-ið til ýmissa óhefðbundinna aðgerða til að örva þjóðarbúskapinn, eins og t.d. stórfelldra skuldabréfakaupa (e. quantitative easing). Í flestum tilvikum hefur tekist vel að komast hjá verðhjöðnun en erfiðara hefur reynst að flýta efnahagsbata og tryggja hagstæðari fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja.

Sá vandi sem innlend peningastefna á við að glíma er þó fjarri því að vera einstakur í hagsögunni. Önnur iðnríki glímdu við sama vanda fyrir um þrjátíu árum og enn skemmra er síðan fjölda nýmarkaðsríkja tókst loks að losna úr viðjum sama vanda. Í báðum tilvikum tókst að lokum að ná tökum á verðbólgunni og tryggja verðbólguvæntingum trausta kjölfestu. Þótt það hafi kostað skammtímafórnir kom ábatinn berlega í ljós í fjármálakreppunni þar sem hægt var að slaka verulega á taumhaldi peningastefnunnar til að vinna á móti efnahagssamdrættinum. Engin ástæða er til þess að ætla að ekki sé hægt að tryggja slíka kjölfestu hér á landi en það tekur tíma og kostar þrautseigju.

Mynd 10
Seðlabankavextir á Íslandi og
í 15 öðrum ríkjum 2009-2012¹

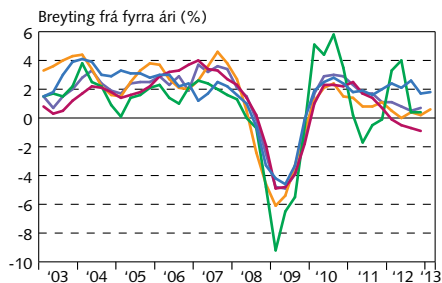


1. Ríkin eru Argentína, Armenía, Brasíla, Indland, Indónesía, Kasakstan, Mexikó, Rúmenía, Rússland, Serbía, Suður-Afríka, Tyrkland, Ungverjaland, Úkraína og Úrúgvæ.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Macrobond.

Mynd II-1
Hagvöxtur meðal viðskiptalanda Íslands
og nokkurra iðnríkja

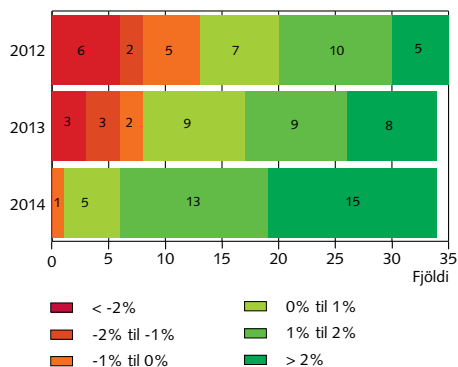
Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2013



— Bandaríkin
— Evrusvæðið
— Bretland
— Japan
— Viðskiptalönd Íslands

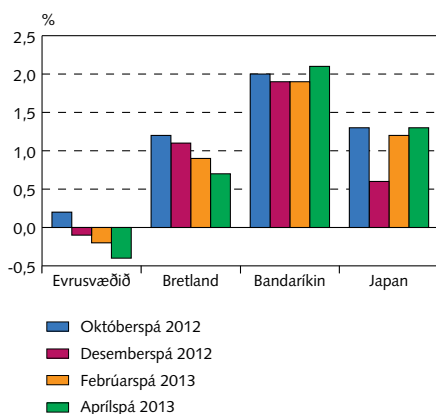
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2
Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja¹



1. Spár fyrir Kýpur eru undanskildar vegna kreppunnar þar og því samanstendur ríkjasafnið af einungis 34 ríkjum árin 2013 og 2014.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-3
Hagvaxtarspár fyrir árið 2013



Heimild: Consensus Forecasts.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Heldur hefur hægt á alþjóðlegum efnahagsbata frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Horfur eru þó betri en þær voru taldar á síðasta ári og óvissa hefur minnkað nokkuð vegna stuðningsaðgerða stjórnvalda, sem hafa aukið mönnum bjartsýni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur verið lítil og eru horfur nær óbreyttar frá síðustu spá. Viðbúid er að viðskiptakjör verði verri en gert var ráð fyrir í febrúarspánni, einkum vegna lakara útflutningsverðs. Lítil vöxtur verður í alþjóðaviðskiptum á þessu ári og búist er við að hann verði aðeins minni á næstu árum en áður var spáð. Engu að síður er útlit fyrir að vöxtur útflutnings á spátímanum verði aðeins meiri en gert var ráð fyrir í febrúar, einkum vegna aukins vaxtar þjónustu við erlenda ferðamenn.

Fjarað hefur undan efnahagsbatanum í helstu viðskiptalöndum Íslands undanfarin tvö ár ...

Efnahagsbatinn í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur verið veikburða undanfarin misseri. Viðskiptavegin hagvöxtur hefur farið minnkandi í liðlega tvö ár og horfur versnuðu ört eftir því sem leið á síðasta ár. Bráðabirgðatölur benda til þess að landsframleiðslan hafi dregist saman í fyrra í 13 af 35 þróuðum ríkjum og í einungis fimm þeirra mældist hagvöxtur meiri en 2%. Samdráttur jókst t.a.m. á evrusvæðinu og var orðinn tæpt 1% á fjórða ársfjórðungi. Landsframleiðsla dróst einnig saman í Danmörku og Finnlandi og í Noregi og Svíþjóð dró úr hagvexti. Í Japan var batinn sem hófst í byrjun ársins því sem næst horfinn í lok ársins. Hagvöxtur í Bretlandi var nánast enginn í fyrra og í Bandaríkjunum var hagvöxtur kominn undir 2% í lok ársins en mældist 2,2% á árinu í heild. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjunum var sem fyrr talsvert meiri en í þróuðum ríkjum og jókst lítillega á fjórða ársfjórðungi 2012, sér í lagi í Kína.

... en horfur eru á auknum hagvexti framundan

Spár um hagvöxt í heiminum hafa almennt verið endurskoðaðar lítillega niður á við frá spám í byrjun ársins en þær gera engu að síður ráð fyrir að hagvöxtur glæðist smám saman. Áfram er óvissa til staðar þótt hún hafi minnkað að undanfögnu eftir enn frekari stuðningsaðgerðir stjórnvalda helstu iðnríkja. Samkvæmt nýbirtri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fækkar tilfellum samdráttar meðal þróaðra ríkja úr 13 í fyrra í 8 í ár. Helstu hagvísar fyrir evrusvæðið og Bandaríkin, sem birtust fljótlega eftir útgáfu *Peningamála* í febrúar, voru almennt nokkru betri en spár greiningaraðila höfðu gert ráð fyrir en frá byrjun aprílmánaðar hafa hagvísar verið langt undir væntingum á evrusvæðinu og lítillega undir væntingum í Bandaríkjunum. Hátíðnivísendingar benda til nokkurs bata á fyrsta fjórðungi þessa árs, en að annar ársfjórðungur verði engu að síður veikur. Almennt er þó búist við að efnahagsbati taki við sér þegar líða tekur á árið. Áfram gerir ný spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins þó ráð fyrir lítills háttar samdrætti á evrusvæðinu í ár en rétt undir 2% hagvexti í Bandaríkjunum.

Hagvaxtarhorfur meðal helstu viðskiptalanda Íslands eru svipaðar og í fyrra, en gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði 0,9% á þessu

ári samanborið við 0,8% í fyrra. Þetta er 0,2 prósentum minni vöxtur en spáð var í febrúar, en það skýrist aðallega af því að nú er gert ráð fyrir meiri samdrætti á evrusvæðinu og almennt minni hagvexti á Norðurlöndunum, í Bretlandi og Japan. Reiknað er með að heldur bæti í hagvöxt í viðskiptalöndum Íslands á næstu tveimur árum og að hann verði 1,9% á næsta ári og 2,6% árið 2015. Eru það svipaðar horfur og gert var ráð fyrir í febrúar.

Stuðningsaðgerðir stjórnvalda hafa aukið bjartsýni á fjármála- mörkuðum ...

Seðlabankar helstu iðnríkja lögðust enn frekar á árárnar með auknum stuðningsaðgerðum eftir því sem hagvaxtarhorfur versnuðu í fyrra. Í Bandaríkjunum var komið í veg fyrir uppnám í ríkisfjármálum í lok desember sl. og þak á skuldir ríkissjóðs var hækkað í janúar. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur haldið áfram peningalegri slökun með mán- aðarlegum kaupum á íbúðabréfum og löngum ríkisskuldabréfum, auk þess að seinka enn frekar tímasetningu væntanlegra vaxtahækka- ana. Englandsbanki jók einnig kaup sín á skuldabréfum og fyrstu vísbendingar birtust um árangur aðgerða bankans til að örva útlán fjármálastofnana til heimila og fyrirtækja. Að sama skapi var gripið til enn frekari örvunaraðgerða í Japan sem m.a. fela í sér stórfellda innspýtingu í opinberum fjármálum og tvöföldun peningamagns í umferð með aðgerðum seðlabankans er miða að því að örva eftirspurn og auka verðbólgu. Vegna slæmra hagvaxtarhorfa í Evrópu hefur framkvæmdastjórn Evrópusambandsins (ESB) gefið stjórnvöldum nokkurra aðildarríkja sambandsins lengri frest til að ná markmiðum um minnkandi halla á fjárlögum og hefur það lagst á sveif með aðgerðum Seðlabanka Evrópu (ECB) til að örva eftirspurn á evrusvæðinu. Enn sem komið er hefur ekki reynt á þessa frestveitingu.

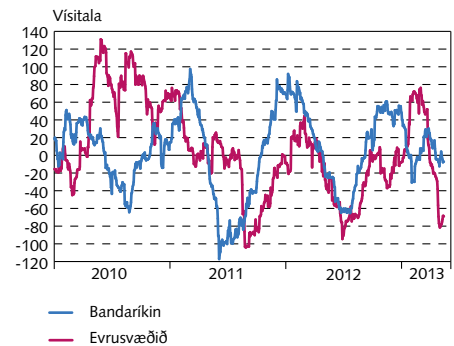
Ofangreindar stuðningsaðgerðir hrundu af stað þó nokkurri hlutabréfaverðshækkun, vaxta- og áhættuálag lækkaði á fjármála- mörkuðum og ótti við verulega viðsjárverða atburði á borð við upp- lausn evrusvæðisins og harkalega aukningu í aðhaldi í bandarískum ríkisfjármálum minnkaði. Á móti vegur kreppan á Kýpur en áhrifin hafa a.m.k. enn sem komið er ekki verið eins víðtæk og óttast var í fyrstu. Í sumum nýmarkaðsríkjunum hefur einnig verið ráðist í aðgerðir til að örva hagvöxt. Vöxtum hefur víðast hvar verið haldið óbreyttum frá útgáfu síðustu *Peningamála* en ECB lækkaði vexti á ný um 0,25 prósentur í byrjun maí. Í Kína juku stjórnvöld fjárfestingu í innviðum með auknum lánveitingum í gegnum banka og fyrirtæki.

... og dregið hefur úr fjárhagslegu ójafnvægi innan evrusvæðisins Skuldakreppan á evrusvæðinu hefur birst í því að fjármálaleg skilyrði á jaðri mynsvæðisins hafa verið verulega frábrugðin því sem þau eru í löndum nær kjarna þess. Fjármögnun skulda banka, fyrirtækja og hins opinbera hefur reynst erfið í jaðarríkjunum þar sem fjárfestar hafa fært fjármagn sitt til annarra landa og minnkandi taumhald peningastefnu ECB hefur ekki skilað sér fyllilega til þessara ríkja. Útstreymi fjármagns einkaaðila frá jaðarríkjunum hefur verið mætt með lánveitingum seðlabanka, eins og t.d. sjá má á greiðsluflæði í greiðslumiðlunarkerfi

Mynd II-4

Vísitala um óvænta þróun hagvísar¹

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 10. maí 2013

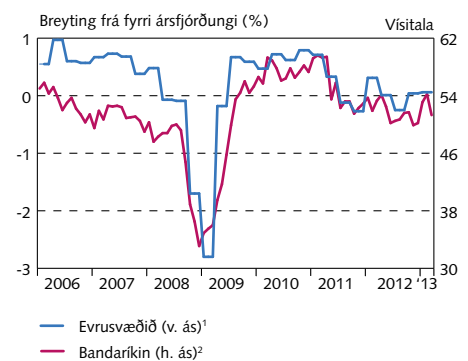


1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti synir vísitala yfir 0 að hagvísar eru jákvæðari en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.

Heimild: Macrobond.

Mynd II-5

Leiðandi vísbendingar um hagvöxt

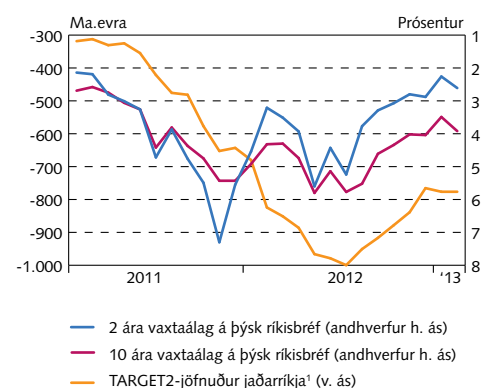


1. Hagvaxtarvísir OFCE og EUROFRAME leggur mat á ársfjórðungs- legan hagvöxt á evrusvæðinu tvo ársfjórðunga fram í tímann.
2. Lánádráttavísitalan fyrir framleiðendur í Bandaríkjunum, Manu- facturing Purchasing Managers' index (PMI) er birt mánaðarlega og er ársleiðandi. Þegar gildi vísitölnunnar er yfir 50, tákna það vöxt milli mánaða, en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt.

Heimild: Macrobond.

Mynd II-6

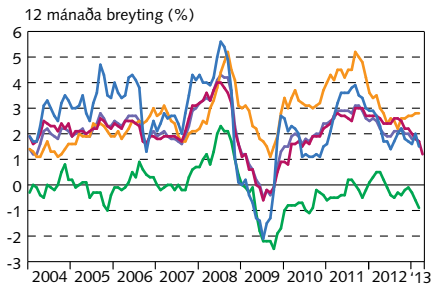
TARGET2-jöfnuður jaðarríkja og vaxtaálag á þýsk ríkisbréf



1. Jaðarríkin eru: Grikkland, Írland, Ítalía, Portúgal og Spánn.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-7

Verðbólga meðal helstu viðskiptalanda Íslands og nokkurra iðnríkja¹



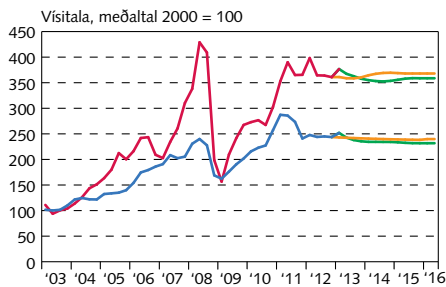
— Bandaríkin
— Evrusvæðið
— Bretland
— Japan
— Viðskiptalönd Íslands

1. Vísitala neysluverðs. Mánaðarlegar tölur.
Heimild: Macrobond.

Mynd II-8

Heimsmarkaðsverð á olíu og hrávöru

1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2016



— Heimsmarkaðsverð á hrávöru¹
— Heimsmarkaðsverð á hráolíu
— PM 2013/1
— PM 2013/2

1. Verð á hrávöru án olíu í USD.
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

ECB (TARGET2), og í sumum tilvikum með umfangsmiklum neyðarlánveitingum með aðkomu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Síðastliðið haust virðast kaflaskil hafa orðið eftir að ECB lýsti því yfir um miðbik síðasta árs að allt yrði gert til að koma í veg fyrir upplausn evrusvæðisins með umfangsmiklum uppkaupum á ríkisbréfum ef nauðsyn krefði. Yfirlýsingin jók traust á mörkuðum í jaðarríkjunum og fjármagn tók að streyma þangað á nýjan leik og fjármögnunarkostnaður ríkja og banka dróst saman. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa þó lítið breyst í þessum ríkjum vegna veikrar stöðu bankakerfis þeirra. ECB leitar nú leiða til að örva lánveitingar fjármálastofnana til lítilla og meðalstórra fyrirtækja í þessum ríkjum.

Verðbólguhorfur lítið breyttar frá því í febrúar

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur verið á undanhaldi síðustu mánuði. Verðhjöðnun hefur ágerst í Japan og í Svíþjóð hefur m.a. mælst lítills háttar verðhjöðnun undanfarna fjóra mánuði. Þó hefur verðbólga aukist lítillega í Bretlandi síðustu mánuði og nú síðast í mars jókst verðbólga í Bandaríkjunum og í Noregi í fyrsta sinn frá lokum síðasta árs. Frá síðustu *Peningamálum* hafa horfur á verðbólgu í Bretlandi versnað lítillega á þessu ári og því næsta en horfur á evrusvæðinu og Kanada batnað. Einnig er búist við að verðhjöðnunar-skeiði í Japan ljúki á þessu ári og að verðbólga aukist nokkuð á næsta ári. Horfur fyrir helstu viðskiptalönd Íslands til næstu tveggja ára eru því lítillega breyttar frá febrúarspánni og er áætlað að verðbólga verði á bilinu 1,9-2,2% á spátímanum.

Lægra hrávöru- og olíuverð en gert var ráð fyrir í febrúar

Olíuverð hækkaði umtalsvert í upphafi ársins og náði hámarki um miðjan febrúar. Síðan hefur verð farið lækkanði og var meðalverð á fyrsta fjórðungi ársins svipað og á ársfjórðungnum á undan, en engu að síður 5% lægra en á sama tíma fyrir ári. Spáð er áframhaldandi lækkun olíuverðs út árið og um 3% meðallækkun á árinu, sem er svipað og gengið var út frá í febrúarspánni. Sem fyrr byggist spá bankans á framvirku verði og spám helstu greiningaraðila. Gert er ráð fyrir enn meiri verðlækkun á næsta ári þar sem framboð mun aukast verulega, einkum frá framleiðendum utan OPEC, t.d. í Norður-Ameríku, en í síðustu spá var gert ráð fyrir lítills háttar lækkun.

Alþjóðlegt hrávöruverð hækkaði einnig á fyrstu tveimur mánuðum ársins en lækkaði svo á ný í mars, m.a. vegna minnkandi eftirspurnar frá stærri nýmarkaðsríkjum. Hrávöruverð reyndist engu að síður lítillega hærra á fyrsta fjórðungi ársins en á sama tíma fyrir ári. Gert er ráð fyrir að það haldi áfram að lækka út árið og að meðallækkun ársins verði tæplega 2%, sem er aðeins meiri lækkun en gert var ráð fyrir í febrúarspánni þegar spáð var 1% lækkun. Á næstu tveimur árum er gert ráð fyrir áframhaldandi lækkun hrávöruverðs í takt við aukin framboð hrávara. Töluverð óvissa er þó í því mati og einkum upp á við, þar sem slæmt veðurfar getur auðveldlega haft mikil áhrif á framboð ýmissar hrávöru eins og matvöru og þrýst upp verði þeirra.

Lakari horfur um þróun útflutningsverðs ...

Verð sjávarafurða hefur lækkað undanfarna mánuði eftir að hafa náð hámarki um mitt síðastliðið ár. Lækkunin hefur þó verið mismikil eftir tegundum. Verðlækkunina má rekja til erfiðs efnahagsástands og minnkandi kaupmáttar í ýmsum Evrópuríkjum, sérstaklega við Miðjarðarhaf, en einnig til aukins framboðs þorsks úr Barentshafi. Þetta hefur einkum haft áhrif á dýrari tegundir sjávarafurða, enda höfðu ýmsar tegundir í hærri gæðaflokki hækkað mikið og langt umfram önnur sambærileg matvæli. Einn flokkur sjávarafurða, afurðir uppsjávarfiska (frystur makrill, loðna, lýsi o.s.frv.), hefur þó haldið áfram að hækka í verði enda er þar um tiltölulega ódýra matvöru að ræða og er Ísland með stóra markaðshlutdeild í Austur-Evrópu, Afríku og Asíulöndum á þessu sviði. Þá er markaðsstaða á íslensku mjöli og lýsi mjög sterk vegna mikilla gæða, nálægðar við helstu kaupendur og lítills framboðs frá öðrum söluaðilum. Í byrjun árs var meðalverð sjávarafurða tæplega 6% lægra í erlendum gjaldmiðli en á sama tíma fyrir ári. Flestir markaðsaðilar telja að verðlækkunarhrininunni í botnfiskafurðum sé að linna, en skýr merki þess eru þó ekki í auglýsni. Í spánni nú er gert ráð fyrir að meðalverð sjávarafurða lækki um rúm 2% í ár, þrátt fyrir að verð á afurðum uppsjávarfiska haldi áfram að hækka. Þetta er lítillaga meiri lækkun en reiknað var með í febrúar. Á næsta ári er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða lækki eitthvað áfram í takt við almenna þróun alþjóðlegs hrávöru- og matvælavæðs og hægan hagvöxt á helstu markaðssvæðum og að meðalverð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli lækki um rúm 2% og um 1% til viðbótar árið 2015.

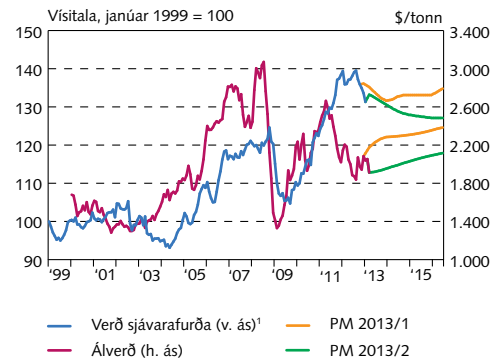
Álverð hefur lækkað í ár í takt við annað hrávöruverð eftir lítills háttar styrkingu undir lok síðasta árs. Lækkun milli mánaða í mars var tæp 7% og hefur mánaðarlækkun ekki verið jafn mikil í tæp þrjú ár. Á fyrsta fjórðungi ársins hefur álverð því lækkað um 8% frá sama tímabili ári áður. Meðalverð áls var tæplega 2.020 Bandaríkjadalir á tonnið, en var 2.400 Bandaríkjadalir árið á undan. Nú í apríl hafði tonnið af áli lækkað enn frekar í rúmlega 1.850 Bandaríkjadali að meðaltali. Áætlað er að verð á áli haldist lágt út árið sem er í samræmi við þróun framvirks verðs og spár helstu markaðsaðila. Gert er ráð fyrir að meðalálverð á þessu ári verði því svipað og það var í fyrra í stað tæplega 5% hækkunar í síðustu *Penningamálum*. Þá er útlit fyrir að álverð hækki um rúmlega 3% á ári á næstu tveimur árum sem er heldur meiri hækkun en í febrúarspánni.

... leiða til þess að viðskiptakjör rýrna meira en áður var spáð

Nokkur breyting hefur orðið á alþjóðlegri verðlagsþróun og -horfum frá því í byrjun árs eins og nefnt hefur verið hér að framan. Á það einkum við um verð á áli og sjávarafurðum. Á sama tíma er gert ráð fyrir svipaðri lækkun oliuverðs og í fyrri spá, en að hrávöruverð lækki aðeins meira, sem vegur nokkuð á móti lækkun útflutningsverðs. Svipaða sögu má segja um verð aðfanga til álframleiðslu, einkum súrals, sem lækkar í takt við þróun álverðs. Engu að síður er útlit fyrir að viðskiptakjör verði nokkru lakari í ár en spáð var í febrúar og versni um rúm 2% í stað þess að haldast nánast óbreytt. Á næsta ári er einnig gert ráð fyrir lakari þróun en í febrúar, en þá er talið að viðskiptakjör rýrni um u.þ.b. ½% í stað þess að batna um tæplega 1% eins og gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Horfurnar fyrir árið 2015 eru

Mynd II-9

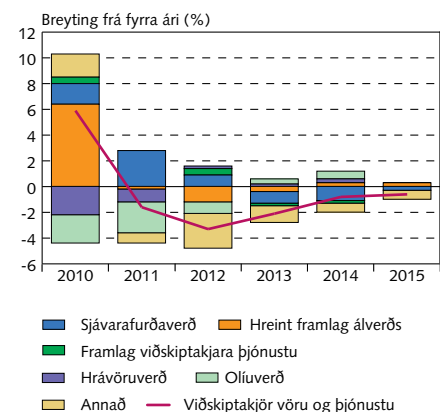
Verð á sjávarafurðum og áli
í erlendum gjaldmiðli



1. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með vöruskiptavog m.v. útflutning.
Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10

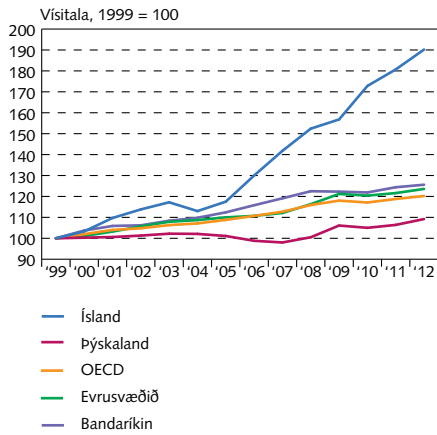
Viðskiptakjör og framlag undirliða
2010-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar viðskiptakjara er fengið með því að veita saman árlega breytingu viðkomandi undirliða með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Líðurinn "annað" er afgangslíður.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

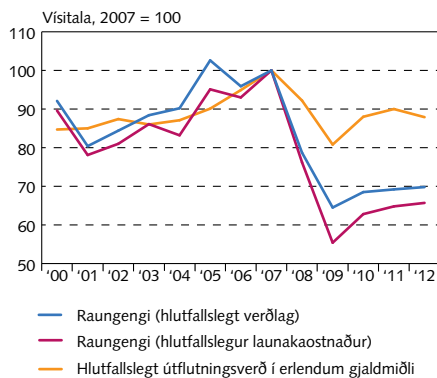
Launakostnaður á framleidda einingu í 19 þróuðum ríkjum



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Raungengi og hlutfallslegt útflutningsverð¹

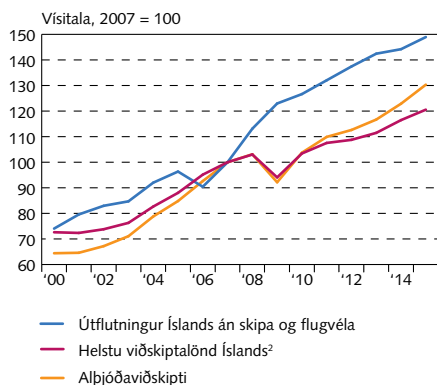


1. Hlutfall útflutningsverðs Íslands og útflutningsverðs helstu viðskiptalanda, mælt í sama gjaldmiðli.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13

Alþjóðaviðskipti og íslenskur útflutningur
Árlegar tölur 2000-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013 - 2015. 2. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.

Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

hins vegar nánast þær sömu og í síðustu spá eða um áframhaldandi rýrnun viðskiptakjara um u.þ.b. ½%.

Raungengi hefur hækkað að undanförmu

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag var tæplega 1% hærra á fyrsta fjórðungi ársins en á sama tíma fyrir ári. Í ágúst sl. náði raungengið hæsta stigi sínu í fjögur ár en lækkaði svo jafnt og þétt fram í janúar. Það hækkaði á ný í febrúar um tæp 2%, aftur í mars um rúm 4% og um rúm 5% í apríl og er það mesta hækkun milli mánaða í rúm fjögur ár. Raungengið hefur ekki verið jafn hátt síðan í september 2008. Engu að síður var raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag 9% lægra í apríl en meðalraungengi undanfarinna tíu ára.

Miðað við hlutfallslegan launakostnað hækkaði raungengið töluvert í aðdraganda fjármálakreppunnar, enda hækkaði innlendir launakostnaður talsvert meira en meðal samkeppnisríkja, með samsvarandi rýrnun á samkeppnisstöðu þjóðarbúsins. Rýrnun samkeppnisstöðu endurheimtist og gott betur í kjölfar kreppunnar en frá árinu 2011 hefur launakostnaður á framleidda einingu hækkað hraðar hér á landi en erlendis (sjá einnig kafla VI) og raungengið því hækkað og samkeppnisstaðan versnað á ný. Samkvæmt grunnsþánni mun nafngengi krónunnar haldast tiltölulega stöðugt á spátímanum (sjá kafla I) og raungengið því heldur hækka í takt við hraðari hækkun verðlags og launakostnaðar en meðal samkeppnisríkjanna. Raungengið verður þó áfram lágt á spátímanum í sögulegum samanburði.

Lítill vöxtur alþjóðaviðskipta

Vöxtur alþjóðaviðskipta hefur verið lítill undanfarið í takt við veikburða hagvöxt í stærri ríkjum. Í spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) er gert ráð fyrir að alþjóðaviðskipti verði heldur meiri á þessu ári en í fyrra, einkum vegna meiri viðskipta milli nýmarkaðsríkja, en spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá því í apríl hefur þó verið lækkuð fyrir árið 2013 frá fyrri spá í janúar. Sé litið til innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands hafa horfur einnig versnað nokkuð, þar sem hagvaxtarhorfur í þeim ríkjum eru eitthvað verri. Áætlað er að innflutningur helstu viðskiptalanda aukist um 2,5% á þessu ári, sem er nokkru minna en í síðustu spá þegar gert var ráð fyrir 3,2% vexti. Á næstu tveimur árum er gert ráð fyrir að eitthvað bæti í vöxtinn, í takt við aukinn hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands, og að innflutningur þeirra aukist um 4,5% og 3,5% á hvoru ári fyrir sig.

Útflutningshorfur betri en í febrúar vegna aukins þjónustuútflutnings

Gert er ráð fyrir að vöruútflutningur dragist saman um 0,6% á þessu ári, sem er svipað og gert var ráð fyrir í síðustu spá, þrátt fyrir að nú sé spáð meiri samdrætti í útflutningi sjávarafurða. Í spá bankans er gert ráð fyrir að þorskaflinn aukist nokkuð á þessu ári en að dregið verði úr ýsuafli. Þar að auki er gert ráð fyrir að aflaheimildir í uppsjávarfiski verði allnokkru minni en á seinasta ári og því verði 3% samdráttur í útflutningi sjávarafurða. Spá um 2% vöxt útflutnings álafurða á ár er óbreytt frá því í febrúar, en nú er gert ráð fyrir hraðari vexti útflutnings annarra afurða en áls og sjávarafurða. Lágt raungengi krónunnar og

þar með aukið samkeppnisforskot er talið hafa einhver áhrif enda hefur útflutningur annarra afurða verið að aukast að raunvirði undanfarin ár. Eins og sjá má á mynd II-12 hefur hlutfallslegt útflutningsverðlag ekki lækkað í sama mæli og raungengið og því hefur arðsemi aukist í útflutningi og þar með geta og hvati útflytjenda til fjárfestingar. Töluverð fjárfesting á sér stað eða er í undirbúningi í ýmsum útflutningsgeirum til þess að auka framboð og fjölbreytni útflutningsvara. Eins og í síðustu spá er engu að síður talið að vöxtur vöruútflutningsverði slakur á næsta ári en taki nokkuð við sér árið 2015.

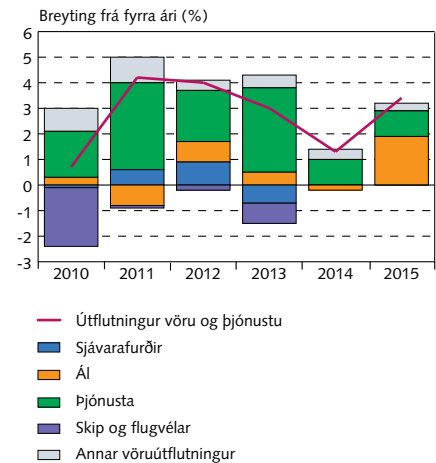
Á móti hægari vexti vöruútflutnings eru vísbendingar um að vöxtur útfluttrar þjónustu sé enn meiri en áður var gert ráð fyrir. Tölur úr ferðapjónustunni sýna að komum ferðamanna til landsins fjölgaði mjög það sem af er ári og ef heldur fram sem horfir virðist stefna í enn eitt metárið í ferðapjónustunni. Spáð er 8½% vexti í útfluttri þjónustu í ár sem er nokkru meiri vöxtur en í febrúarspánni. Horfur fyrir næstu tvö ár eru einnig ívið betri.

Spáð er að útflutningur í heild aukist um 2,9% í ár, 1,2% á næsta ári og 3,3% á árinu 2015, þegar áhrifa aukins álútflytninga fer að gæta. Í febrúar var gert ráð fyrir einungis 1,8% vexti heildarútflutnings í ár og svo 1,5% og 2,8% á árunum 2014 og 2015. Útflutningshorfur hafa því vænkast eitthvað í samanburði við febrúarspána, einkum vegna aukinnar þjónustu við ferðamenn.

Þótt útflutningsvöxtur á þessu og næsta ári sé ekki ýkja mikill er hann samt viðunandi þegar tekið er tillit til bágs ástands alþjóðlegra efnahagsmála. Markaðshlutdeild íslenskra útflutningsfyrirtækja gagnvart helstu viðskiptalöndum virðist hafa vaxið nokkuð frá því að alþjóðlega fjármálakreppan skall á, enda hefur hlutfallslegt útflutningsverð lækkað síðan þá en þó mun minna en raungengið eins og vikið var að hér að ofan. Á tímabilinu 2008-12 var árlegur vöxtur útflutnings án skipa og flugvéla að meðaltali 7% en heimsverslun óx um 3% að meðaltali og innflutningur helstu viðskiptalanda um 2%. Samkvæmt nýju spánni mun þessi aukna markaðshlutdeild halda sér út spátímamann, eins og sést á mynd II-13.

Mynd II-14

Þróun útflutnings og framlag undirliða hans 2010-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram ¹			
	2012	2013	2014	2015
Útflutningur vöru	3,1 (3,1)	-0,6 (-0,4)	0,4 (0,7)	3,8 (4,1)
Útflutningur þjónustu	5,2 (5,2)	8,6 (5,6)	2,4 (2,7)	2,5 (0,8)
Útflutningur vöru og þjónustu	3,9 (3,9)	2,9 (1,8)	1,2 (1,5)	3,3 (2,8)
Útflutningur vöru og þjónustu án flugvéla og skipa	4,1 (4,1)	3,6 (2,6)	1,2 (1,5)	3,3 (2,8)
Útflutningsframléiðsla sjávarafurða	3,7 (3,8)	-3,0 (-1,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Útflutningsframléiðsla áls	3,2 (3,2)	2,1 (2,1)	-0,9 (-0,9)	8,0 (8,1)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli	0,9 (0,8)	-2,1 (-1,8)	-2,4 (0,3)	-1,0 (0,0)
Verð áls í USD ²	-13,1 (-13,2)	-0,1 (4,8)	3,5 (2,9)	3,3 (1,8)
Verð eldsneytis í USD ³	1,0 (1,0)	-3,0 (-3,3)	-4,7 (2,2)	0,0 (0,1)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-3,3 (-3,8)	-2,1 (0,3)	-0,8 (0,9)	-0,6 (-0,6)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	2,2 (2,2)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,2 (2,0)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁴	0,8 (0,7)	0,9 (1,1)	1,9 (1,9)	2,6 (2,7)
Skammtíma vextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁵	0,8 (0,8)	0,6 (0,6)	0,7 (0,7)	1,3 (1,3)

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2013/1. 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá frá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

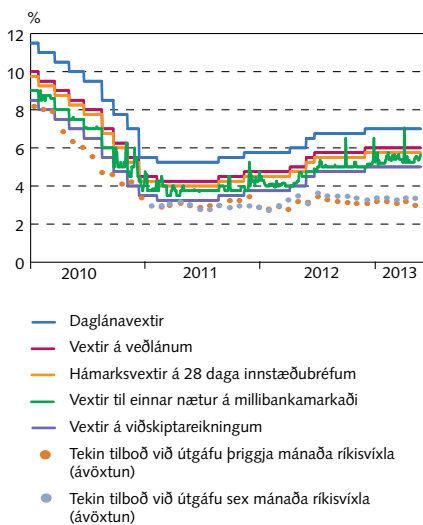
III Fjármálaleg skilyrði

Þrátt fyrir að nafnvextir hafi verið óbreyttir síðan í nóvember 2012 hefur taumhald peningastefnunnar haldið áfram að styrkjast. Virðast markaðsaðilar gera ráð fyrir að vextir Seðlabankans haldist óbreyttir á þessu ári en hækki á því næsta. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað og lánshæfismatið batnað frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Gengi krónunnar hefur hækkað verulega frá febrúarlokom, eftir nánast samfellda lækkun frá ágústmánuði í fyrra. Undanfarið hefur hægt á hækkingu íbúðaverðs en hlutabréfaverð hefur hækkað mikið og skráðum fyrirtækjum á hlutabréfamarkaði fjölgað. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja eru í meginatriðum svipuð og þau voru í upphafi árs.

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 10. maí 2013

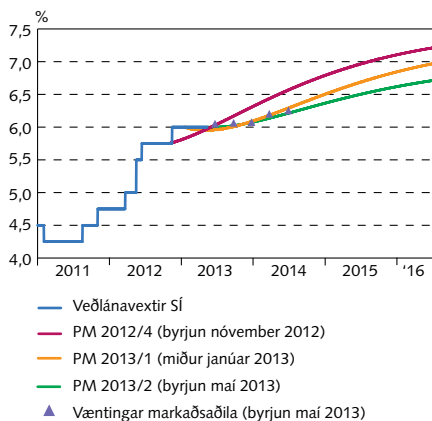


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Veðlánvextir, framvirkir vextir¹ og væntingar markaðsaðila um veðlánvexti²

Daglegar tölur 1. janúar 2011 - 30. júní 2016



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Ríkisbréfin með gjalddaga í maí 2013 og mars 2014 eru þó ekki notuð þar sem verðlagning þeirra er talin vera skekkð vegna áhrifa gjaldeyrishafta. 2. Miðað við miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila dagana 6.-10. maí, 2013.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vextir Seðlabanka Íslands óbreyttir ...

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað að halda vöxtum bankans óbreyttum á fundum sínum 6. febrúar og 20. mars sl. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana 5%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 5,75%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 6% og daglánvextir 7% og hafa því verið óbreyttir frá því í nóvember í fyrra. Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði hafa í meginatriðum fylgt þróun vaxta Seðlabankans. Þeir hafa haldist í neðri hluta vaxtagangsins vegna rúmrar lausafjárstöðu innlánsstofnana, fyrir utan einn dag í mars sl. Þegar þeir hliðruðust yfir efri hluta vaxtagangsins í kjölfar tímabundinnar sveiflu á lausu fé á markaði og voru um 7%. Tíðari breytingar hafa þó verið í vöxtunum að undanfögnu auk þess sem velta hefur aukist, sem gæti bent til þess að virkni markaðarins sé að aukast.

... en taumhald peningastefnunnar hefur styrkst

Þrátt fyrir óbreytta vexti Seðlabankans hefur aðhald peningastefnunnar aukist í takt við hjaðnandi verðbólgu og verðbólguvæntingar frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Raunvextir bankans eru nú 1,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar, eða 0,6 prósentum hærri en rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í febrúar og 2,8 prósentum hærri en þeir voru á sama tíma fyrir ári.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (10. maí 2013)	Breyting frá PM 2013/1 (1. feb. 2013)	Breyting frá PM 2012/2 (11. maí 2012)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	2,0	0,9	3,9
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	0,8	0,0	1,0
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	0,4	0,5	2,4
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs ²	1,3	0,5	2,4
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs ³	2,3	1,1	4,2
verðbólguþspá Seðlabankans ⁴	2,3	0,7	2,9
Meðaltal	1,5	0,6	2,8

1. Miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem virka nafnvexti Seðlabankans. 2. Út frá könnun á væntingum markaðsaðila. Þessi könnun var fyrst framkvæmd um miðjan febrúar 2012. 3. Verðbólguálag til eins árs út frá mismun óverðtrygðra og verðtrygðra vaxtarfórsins (5 daga hlupandi meðaltal). 4. Spá Seðlabanka um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga.

Markaðsaðilar vænta óbreyttra vaxta á þessu ári en að þeir hækki lítillega á næsta ári

Samkvæmt framvirkum vöxtum hafa væntingar markaðsaðila um vexti Seðlabankans lítið breyst frá því í janúar sl. Vaxtaferillinn gefur enn til kynna að vextir bankans haldist óbreyttir á þessu ári en taki smám saman að hækka á fyrri hluta næsta árs. Samkvæmt ferlinum vænta markaðsaðilar að veðlánavextir bankans hækki um 0,5 prósentur til loka næsta árs og verði þá 6,5% en að þeir verði 6,75% í lok spá-tímans, sem er 0,25 prósentum lægri vextir en þeir væntu samkvæmt framvirka vaxtaferlinum í janúar sl. og um 0,5 prósentum lægri vextir en þeir væntu á sama tíma fyrir ári.¹ Könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun maí sl. gefur einnig til kynna að þeir búist við óbreyttum veðlánavöxtum til loka þessa árs en að vextirnir hækki um 0,25 prósentur á fyrsta fjórðungi næsta árs og verði þá 6,25%. Það eru 0,25 prósentum lægri vextir en þeir væntu samkvæmt sambærilegri könnun sem framkvæmd var í lok janúar sl.

Miklar sviptingar á skuldabréfamarkaði í mars

Miklar hreyfingar urðu á innlendum skuldabréfamarkaði eftir að frumvarp um breytingar á lögum um gjaldeyrismál var lagt fram á Alþingi 9. mars sl. Í frumvarpinu var m.a. kveðið á um heimild Seðlabankans til að setja reglur um undanþágur frá banni 3. mgr. 13. gr. laga um gjaldeyrismál sem fjallar um bann við fjármagnshreyfingum milli landa í innlendum gjaldeyri. Virtust sumir fjárfestar túlka fyrirhugaðar lagabreytingar þannig að í þeim fælist að þrengt yrði að fjárfestingarmöguleikum erlendra fjárfesta innan haftanna en sú túlkun reyndist ekki rétt.² Hækkaði ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa um allt að 1 prósentu hinn 13. mars, mest á styttri enda vaxtarófsins en undanfarið hafa erlendir aðilar átt langstærstan hluta af styttri flokkum ríkisbréfa. Hækkunin hefur að mestu gengið til baka, utan hækkunar ríkisbréfsins með gjalddaga í mars á næsta ári en ávöxtunarkrafa þess er enn um 0,8 prósentum hærra en rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í febrúar. Ávöxtunarkrafa lengri ríkisbréfa er hins vegar nánast óbreytt á sama tímabili.

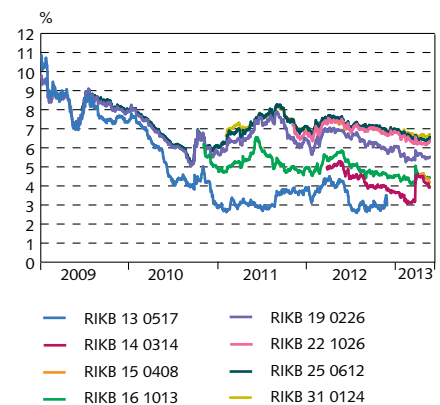
Í útgáfuáætlun Lánamála ríkisins er gert ráð fyrir að hrein útgáfa ríkisbréfa verði 7 ma.kr. á árinu. Jafnframt hefur verið tilkynnt að boðin verði til sölu ríkisbréf í markflokkum fyrir 15-30 ma.kr. á öðrum fjórðungi þessa árs en þegar hafa verið gefin út bréf fyrir tæplega 19 ma.kr. Endurfjárfestingarþörf erlendra fjárfesta vegna ríkisbréfs á gjalddaga 17. maí nk. getur því hugsanlega haft áhrif til lækkunar á ávöxtunarkröfu ríkisbréfa á næstunni. Sá flokkur var tæplega 85 ma.kr. að nafnverði í lok apríl og eru um 75% í eigu erlendra aðila. Haldist fjárfestingarstefna erlendra aðila óbreytt mun áhrifanna líklega fremur gæta á styttri enda vaxtarófsins.

1. Vísbendingar sem vaxtaferillinn gefur um væntingar markaðsaðila um næstu vaxtaákvörðunir eru óvissari en ella vegna mælivandamáls á stysta enda vaxtaferilsins sakir óskilvirkni innlands millibankamarkaðar.
2. Hinn 5. apríl gaf Seðlabanki Íslands út reglur nr. 300/2013, um gjaldeyrismál, í samræmi við ákvæði laga nr. 35/2013, um breytingu á lögum um gjaldeyrismál. Í reglunum er m.a. kveðið á um fjárfestingarmöguleika erlendra fjárfesta á innlendum markaði, annars vegar þegar greiðsla á sér stað með úttekt af reikningi í eigu fjárfestis hjá fjármálfyrirtæki hér á landi og hins vegar þegar greiðsla á sér stað með úttekt af Vostro-reikningi í eigu erlends fjármálfyrirtækis.

Mynd III-3

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 10. maí 2013

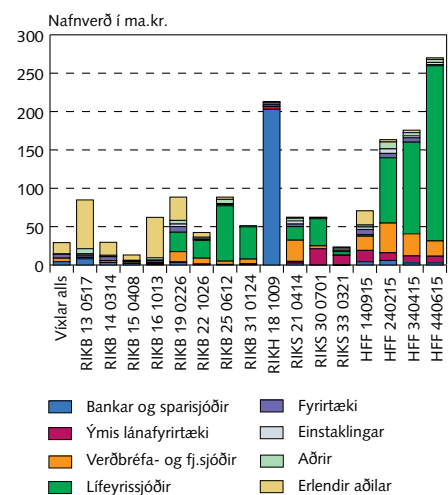


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Eigendur ríkisverðbréfa og íbúðabréfa

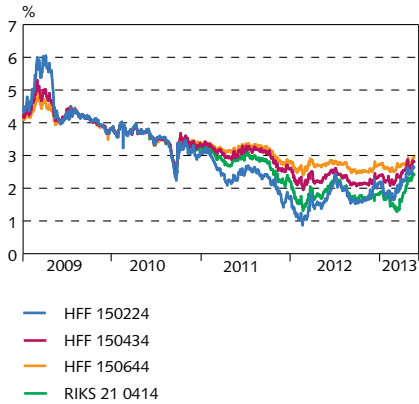
Staðan 30. apríl 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

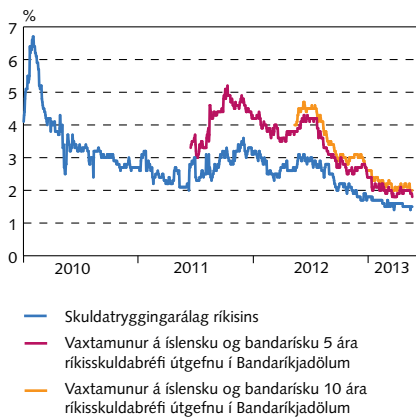
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 10. maí 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6

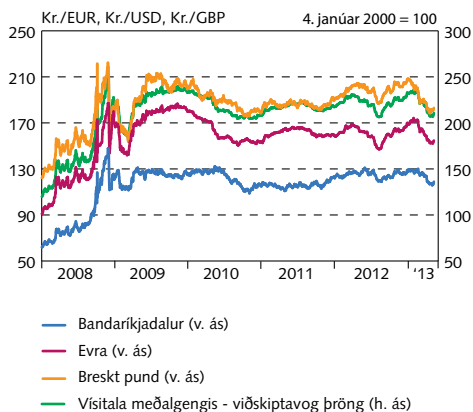
Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 10. maí 2013



Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 10. maí 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vextir verðtryggðra skuldabréfa hafa hækkað

Hinn 20. febrúar sl. lækkaði matsfyrirtækið Moody's lánsþæfiseinkunn Íbúðalánasjóðs niður í Baa3. Í kjölfarið tók ávöxtunarkrafa íbúðabréfa að hækka og vaxtamunur gagnvart sambærilegu verðtryggðu ríkisbréfi með gjalddaga árið 2021 að aukast. Náði munurinn sögulegu hámarki í upphafi marsmánaðar þegar hann nam 0,8 prósentum miðað við íbúðabréfið með gjalddaga árið 2024 en hefur síðan gengið til baka og er nú um 0,2 prósentur. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa hefur hækkað enn frekar að undanförmu í takt við hækkingu skammtímaraunvexti með sterkara taumhaldi peningastefnunnar og er nú um 0,4-1,0 prósentu hærra en rétt fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*.

Íbúðalánasjóður hefur ekki gefið út íbúðabréf síðan í janúar 2012 og mikið hefur verið um uppgreiðslur lána hjá sjóðnum. Líklega hefur óvissa um framtíð sjóðsins haft áhrif á þróun vaxta íbúðabréfa. Nýlega var birt skýrsla vinnuhóps sem leggur m.a. til breytingar á framtíðarfjármögnunarfyrirkomulagi sjóðsins en endanleg ákvörðun bíður nýrrar ríkisstjórnar.

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs lækkar og lánsþæfismat batnar

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs hefur haldið áfram að lækka frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Mælist skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar hans nú 1,5 prósentur og hefur lækkað um 0,1 prósentu frá útgáfu síðustu *Peningamála* en um 1,2 prósentur frá sama tíma í fyrra. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs samkvæmt vaxtamun á fimm og tíu ára skuldabréfi hans í Bandaríkjadöllum og sambærilegum bréfum ríkissjóðs Bandaríkjanna mælist nú um 2 prósentur og hefur lækkað um 0,3 prósentur frá því í febrúar en um 2 prósentur frá sama tíma í fyrra. Markaðsviðskipti með þessar fjármálaafurðir eru þó takmörkuð. Lækkandi áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs á markaði hefur einnig endurspeglast í bættu lánsþæfismati. Hinn 8. febrúar breytti matsfyrirtækið Moody's horfum á lánsþæfiseinkunn ríkissjóðs úr neikvæðum í stöðugar og viku síðar hækkaði matsfyrirtækið Fitch Ratings lánsþæfismat ríkissjóðs fyrir langtíma-skuldbindingar í erlendum gjaldmiðli og landseinkunnina.

Líklegt er að aðgangur innlendra fjármálaþyrntækja að alþjóðlegum fjármálamörkuðum batni í kjölfar minnkandi áhættuálags og bættis lánsþæfismats ríkissjóðs. Nýlega fjármagnaði einn viðskiptabankanna sig með erlendri skuldabréfaútgáfu og er það jafnframt fyrsta erlenda fjármögnun íslensks fjármálaþyrntækis frá árinu 2008.

Mikil hækkun á gengi krónunnar

Undir lok febrúarmánaðar sl. tók gengi krónunnar að hækka eftir nánast samfellda lækkun þess frá seinni hluta síðasta árs. Hefur gengi krónunnar hækkað um 10,2% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og um rúmlega 11% gagnvart evru frá útgáfu *Peningamála* í febrúar. Á sama tíma hefur gengi krónunnar hækkað um 6,8% gagnvart Bandaríkjadal og 8,6% gagnvart bresku pundi. Gengishækkun krónunnar skýrist líklega af mörgum þáttum. Þannig ákvað Seðlabankinn í upphafi þessa árs að gera hlé á reglulegum gjaldeyriskaupum bankans á gjaldeyrismarkaði og hóf að kaupa krónur á markaði, en bankinn

hafði keypt erlendan gjaldeyri fyrir samtals rúmlega 20 ma.kr. frá upphafi árs 2012. Hefur bankinn fimm sinnum gripið inn í markaðinn á þessu ári með sölu á gjaldeyri fyrir samtals 6,2 ma.kr. Að auki átti Seðlabanki Íslands í framvirkum gjaldeyrisviðskiptum hinn 19. febrúar sl. við Landsbankann hf. með það að markmiði að létta þrýstingi af krónunni. Fólu viðskiptin í sér afhendingu á evrum að andvirði 6 ma.kr. fram í tímann til að draga úr gjaldeyrismissvægi bankans. Þrátt fyrir rúmlega 15 ma.kr. sölu á erlendum gjaldeyri frá ársbyrjun 2012, að framvirka samningnum meðtöldum, nema hrein uppsöfnuð gjald-eyriskaup frá ársbyrjun 2012 tæplega 5 ma.kr. Inngríp Seðlabankans hafa létt á þrýstingi á gengi krónunnar, ekki síst með því að draga úr sjálfuppfylltum væntingum um lægra gengi krónunnar, og þar með ýtt undir sölu á erlendum gjaldeyri fyrir krónur. Jafnframt hafa lánasamningar innlendra fyrirtækja og sveitarfélaga verið framlengdir í einhverjum mæli fram á síðari helming þessa árs, sem ætti að draga úr þörf fyrir söfnun gjaldeyris. Að síðustu hefur komum erlendra ferðamanna fjölgað talsvert frá sama tímabili í fyrra, en það eykur gjald-eyrisinflæði og ætti að veða eitthvað á móti þrýstingi á gengið vegna áætlana innlendra fyrirtækja um uppgeriðslu erlendra lána.

Innlán halda áfram að dragast saman ...

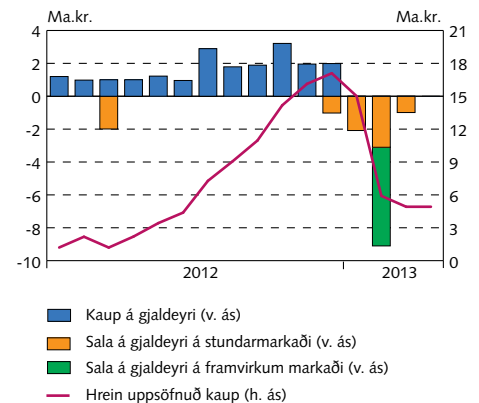
Heildarinnlán innlendra aðila í innlánsstofnunum drógust saman um 5,7% á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama fjórðung í fyrra. Á sama tíma drógust innlán heimila saman um 2,1%. Innlán heimila jukust mikið í kjölfar hruns bankakerfisins eða um 36% á árunum 2008 og 2009. Þegar þau urðu mest í júlí 2009 námu þau tæplega 800 ma.kr. eða 53% af landsframleiðslu. Undanfarnin þrjú ár hafa innlán heimilanna dregist saman um fjórðung og eru nú svipuð og þau voru á vormánuðum 2008. Framan af endurspeglar þetta að einhverju leyti tilfærslu sparnaðar í sparnaðarform sem gáfu af sér betri ávöxtun, en það virðist ekki skýra samdrátt innlána undanfarið. Hann endurspeglar því frekar að heimilin hafi gengið á sparnað sinn til að fjárfesta í fast- eignum, greiða niður lán eða til að fjármagna neyslu á varanlegum og hálfvaranlegum neysluvarningi vegna lágrar raunávöxtunar innlána.

... og peningamagn í umferð að minnka

Vítt skilgreint peningamagn (M3) hefur dregist lítillega saman undanfarna mánuði og var á fyrsta fjórðungi ársins 5,5% minna en á sama fjórðungi í fyrra. Samdráttur peningamagnsins skýrist að mestu af samdrætti í veltiinnlánum eignarhaldsfélaga en veltiinnlán heimila og fyrirtækja drógust einnig saman. Án innlána eignarhaldsfélaga var vítt skilgreint peningamagn 1,7% minna á fyrsta fjórðungi ársins samanborið við sama fjórðung í fyrra. Hlutfall peningamagns af landsframleiðslu hefur lækkað undanfarna þrjú ársfjórðunga en frá fjórða fjórðungi ársins 2011 hafði þróun peningamagns verið í ágætu samræmi við nafnvöxt landsframleiðslunnar.

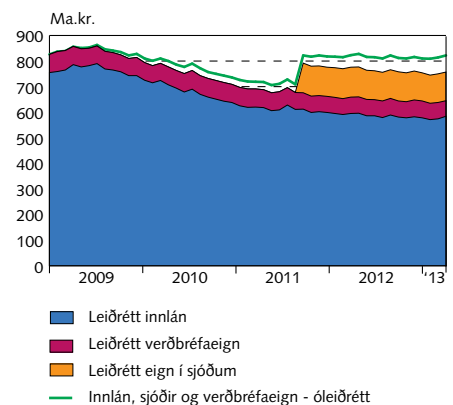
Þrengra skilgreint peningamagn dróst meira saman en M3 sem endurspeglar að hluta tilfærslu frá almennu sparifé og veltiinnlánum yfir í bundin innlán. Þannig dróst M2 saman um 12% á fyrsta ársfjórðungi frá sama tíma í fyrra og M1 um 10,7%. Á sama tíma hefur

Mynd III-8
Inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði
2012-2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

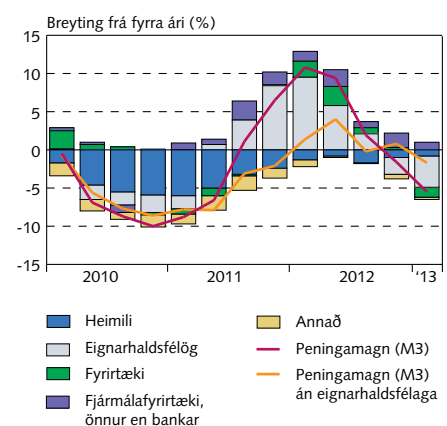
Mynd III-9
Fjáreignir heimila¹
Janúar 2009 - mars 2013



1. Upplýsingar um eign heimila í sjóðum eru ekki til fyrir september 2011. Innlán hafa verið leiddrétt með því að verðleiddréttta verðtryggð innlán, sjóðir hafa verið verðleiddréttir m.t.t. ávöxtunar á skuldabréfa- markaði og verðbréfaeign með því að hlutabréf hafa verið leiddrétt m.t.t. gengis hlutabréfa og skuldabréf m.t.t. ávöxtunar á skulda- bréfamarkaði.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Verðbréfaskráning Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10
Samsetning peningamagns í umferð
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2013

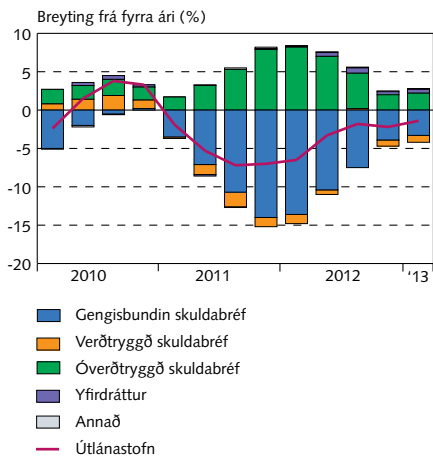


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Framlag til útlánavaxtar¹ innlánsstofnana, lífeyrissjóða og íbúðalánasjóðs til heimila og fyrirtækja²

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2013

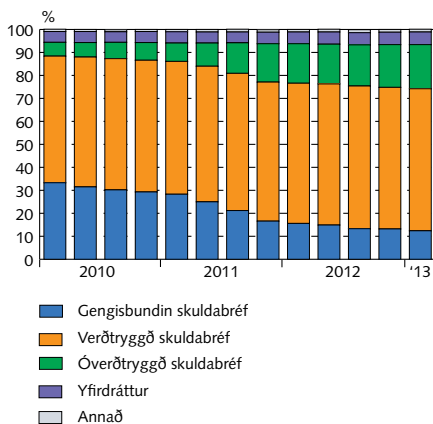


1. Leiðrétt er fyrir áhrifum verðlags- og gengisbreytinga á stofn verð- og gengistryggðra lána. Útlán innlánsstofnana eru metin á bókfærðu virði. 2. Eignarhaldsfélög eru ekki meðtalin.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

Samsetning útlána¹ innlánsstofnana, lífeyrissjóða og íbúðalánasjóðs til heimila og fyrirtækja²

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2013



1. Útlánastofn innlánsstofnana er metinn á bókfærðu virði. 2. Eignarhaldsfélög eru ekki meðtalin.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

grunnfé Seðlabankans einnig minnkað um 8,2%, aðallega vegna samdráttar í innstæðum innlánsstofnana hjá bankanum.

Útlánastofn heimila og fyrirtækja hefur minnkað lítillega

Miðað við bókfært virði hefur gengis- og verðlagsleiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana, lífeyrissjóða og íbúðalánasjóðs til heimila og fyrirtækja (annarra en eignarhaldsfélaga) minnkað um 1,4% á fyrsta fjórðungi þessa árs samanborið við sama fjórðung í fyrra. Lækkunin er að mestu leyti til komin vegna gengisbundinna lána fyrirtækja við innlánsstofnanir en verðleiðréttur útlánastofn íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða hefur einnig minnkað á sama tímabili m.a. vegna uppgreiðslu lána frá þessum lánveitendum. Á móti hefur stofn óverðtryggðra lána innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja haldið áfram að vaxa það sem af er þessu ári en hluti vaxtarins endurspeglar endurfjármögnun lána.

Heildarupphæð nýrra íbúðalána innlánsstofnana, íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða nam rúmlega 14 ma.kr. á fyrsta fjórðungi þessa árs, sem er lítils háttar hækkun frá sama fjórðungi í fyrra. Innlánsstofnanir standa að baki meginhluta nýrra íbúðalána og útlán lífeyrissjóða hafa einnig aukist. Ný íbúðalán íbúðalánasjóðs hafa hins vegar haldið áfram að dragast saman milli ára. Meginhluti nýrra íbúðalána innlánsstofnana frá ársbyrjun 2012 hefur verið óverðtryggður. Að nokkru leyti hafa lánin verið vegna endurfjármögnunar. Eigi að síður fór hlutfeld verðtryggðra íbúðalána vaxandi frá síðari hluta ársins 2012 sem kann að hluta til að skýrast af hækkun vaxta óverðtryggðra íbúðalána í takt við vaxtahækkunir Seðlabankans.

Eins og sjá má á mynd III-12 hefur samsetning útlánastofnsins breyst verulega frá árinu 2010. Gengisbundin lán hafa verið afskrifuð eða þeim breytt í óverðtryggð eða verðtryggð lán í krónum. Þannig var hlutfall gengisbundinna lána um þriðjungur af heildarútlánastofni innlánsstofnana, lífeyrissjóða og íbúðalánasjóðs í upphafi árs 2010 en er nú um 12%. Á sama tíma hefur hlutfall óverðtryggðra lána hækkað úr 6% í 19% og hlutfall verðtryggðra lána úr 55% í 62%.

Dregur úr hækkun íbúðaverðs ...

Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu haldist óbreytt en hækkað um 4,6% sl. tólf mánuði. Leiguverð hefur að sama skapi haldið áfram að hækka og var vísitala leiguverðs á fyrsta fjórðungi ársins tæplega 9% hærri en á sama tímabili fyrir ári. Þrátt fyrir að dregið hafi úr árshækkun íbúðaverðs er í grunnspá bankans gert ráð fyrir að það hækki um tæplega 5% á þessu ári sem er í takt við hækkun ráðstöfunartekna og nafnvirðis landsframleiðslunnar. Út frá fólksfjölgun og sölu nýrra eigna á fasteignamarkaði má gera ráð fyrir að einhver uppsöfnuð eftirspurn eftir húsnæði sé til staðar. Bilið á milli byggingarkostnaðar og fasteignaverðs hefur einnig minnkað verulega á undanförunum misserum og er byggingarkostnaður í einhverjum tilvikum orðinn hærri. Hvati til nýbygginga er því minni en ella, þótt hvati til byggingar leiguhúsnæðis sé væntanlega nokkur í ljósi hás leiguverðs. Út frá upplýsingum um íbúðafjárfestingu undanfarinna ára og tölum um sölu nýrra eigna má gera ráð fyrir að gengið hafi á þær birgðir af nýju húsnæði sem fyrir voru þegar fjármálakreppan

skall á. Ólíklegt er að byggingarkostnaður lækki í bráð, m.a. vegna nýrrar byggingarreglugerðar sem mun auka byggingarkostnað. Á móti kemur að erfitt getur verið fyrir fyrstu kaupendur að fá nægilega mikið lánsfé þar sem hámarksveðsetning hefur lækkað frá því að hún náði hámarki. Auk þess hefur lítið sem ekkert verið um lánsveð eftir að lögum var breytt sem þrengdu skilyrði til slíkrar lántöku. Verðbólga og lækkun fasteignaverðs í kjölfar fjármálakreppunnar hefur einnig takmarkað getu nokkurs hóps íbúðareigenda til hreyfinga á fasteignamarkaði sökum yfirveðsetningar. Fjöldi íbúða í eigu lánastofnana sem þær reyna að selja gæti einnig haldið aftur af verðhækkunum.³

Gert er ráð fyrir að húsnæðisverð hækki um rúmlega 5% á ári að meðaltali á spátímanum, í takt við vöxt ráðstöfunartekna og nafnvirðis landsframleiðslunnar. Raunverð húsnæðis er nú svipað og það var rétt fyrir hinar miklu umbreytingar sem urðu á innlendum íbúðalánamarkaði um mitt ár 2004. Gangi spáin eftir verður það um 11% hærra í lok spátímans en þegar það varð lægst í ársbyrjun 2010. Það er þó enn ríflega fimmtungi undir hæsta verðlagi íbúðarhúsnæðis fyrir fjármálakreppuna.

... þótt velta á íbúðamarkaði haldi áfram að aukast

Þótt dregið hafi úr verðhækkun á íbúðamarkaði er veltan enn að aukast. Þinglýstum kaupsamningum fjölgaði um 14% á höfuðborgarsvæðinu á fyrsta fjórðungi ársins samanborið við sama tíma í fyrra og um 10% á landinu öllu.

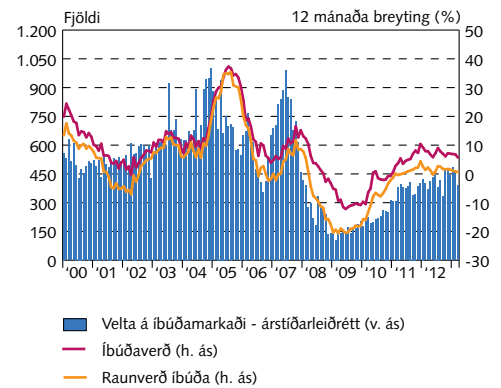
Gjaldeyrisútboð Seðlabankans hafa líklega haft einhver áhrif á eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði. Tæplega 11,7 ma.kr. hafa komið inn á fasteignamarkaðinn í gegnum fjárfestingarleiðina í þeim tíu útboðum sem farið hafa fram síðan þau hófust í febrúar á sl. ári eða rúmlega 16% af heildarfjárhæð útboðanna. Til samanburðar var velta á íbúðamarkaði árið 2012 tæplega 183 ma.kr. Lágmarksfjárhæð til þátttöku í útboðshluta fjárfestingarleiðarinnar var lækkuð úr 50 þúsund evrum í 25 þúsund evrur í febrúar sl. sem ætti að gera enn fleiri aðilum fært að nýta sér þessa leið. Miðað við síðasta útboð fengust íbúðir á 18,9% lægra verði með því að fara í gegnum útboðið samanborið við skráð evrukaupengi Seðlabankans.

Hlutabréfaverð hækkar og skráðum fyrirtækjum fjölgar

Frá útgáfu *Peningamála* í febrúar hefur heildarvísitala aðallista hækkað um 2,5% og úrvalsvísitalan OMXI6 um 0,6%. Velta á fyrsta ársfjórðungi ársins var 140% meiri samanborið við sama fjórðung í fyrra en er þó enn töluvert minni en árin fyrir fjármálakreppuna. Heildarmarkaðsvirði innlenda hluta hlutabréfamarkaðarins er nú rétt yfir 22% af landsframleiðslu síðasta árs sem er ekki hátt í sögulegum eða alþjóðlegum samanburði en líklega mjög hátt ef tekið er tillit til þess að eingöngu níu innlend fyrirtæki eru skráð á markað hér á landi. Þrjú fyrirtæki voru skráð á hlutabréfamarkaðinn á sl. ári, tvö fyrirtæki það sem af er ári og fleiri fyrirtæki hafa tilkynnt skráningu á komandi

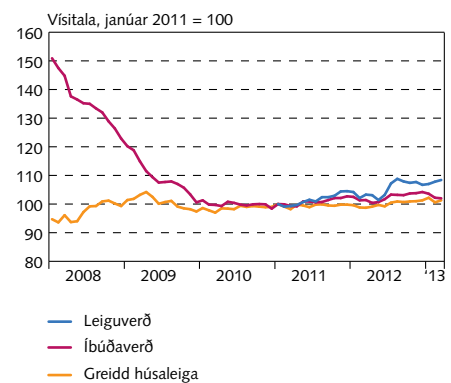
3. Fjöldi íbúða í eigu íbúðalánasjóðs, banka og eignarhaldsfélaga jókst litillega á sl. ári og var í árslok 2012 tæplega 3.200 íbúðir. Tæplega 39% íbúðanna voru í útleigu, um 16% í byggingu en stærstur hluti voru fullbúnar íbúðir sem ekki voru í útleigu. Út frá þessum upplýsingum má álykta að stór hluti íbúðanna sé líklega í söluferli, þótt skiptingin sé misjöfn milli landshluta.

Mynd III-13
Íbúðaverð og velta á höfuðborgarsvæðinu¹
Janúar 2000 - mars 2013



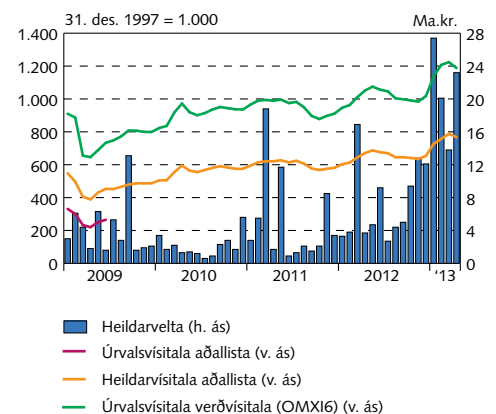
1. Velta er miðuð við fjölda kaupsamninga á kaupdegi íbúða.
Heimildir: Þjóðskrár Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-14
Raunvirði íbúðaverðs, leiguverðs og greiddrar húsaleigu¹
Janúar 2008 - mars 2013



1. Leigu- og íbúðaverð er fyrir höfuðborgarsvæðið, greidd húsaleiga er fyrir landið allt.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrár Íslands.

Mynd III-15
Hlutafjármarkaður¹
Janúar 2009 - apríl 2013

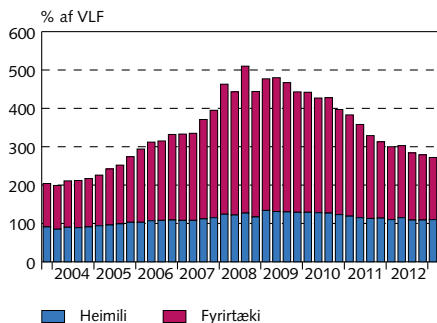


1. Mánaðarleg heildarvelta skráðra hlutabréfa og mánaðarlegt meðaltal úrvalsvísitalna.
Heimild: Nasdaq OMX Iceland.

Mynd III-16

Skuldir heimila og fyrirtækja¹

4. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2013

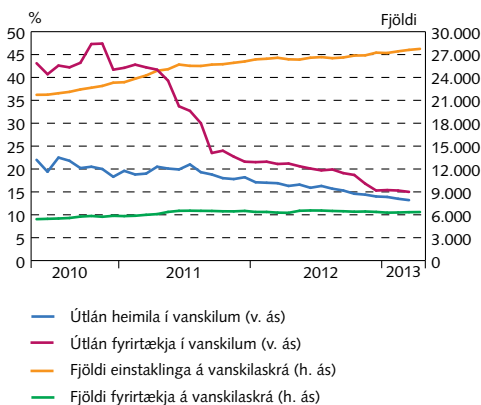


1. Miðað við árstíðarleiðréttar landsframleiðslutölur Seðlabankans. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-17

Fjöldi á vanskilaskrá og hlutfall útlána í vanskilum¹ þriggja stærstu viðskiptabankanna og Íbúðalánasjóðs²

Mái 2010 - apríl 2013

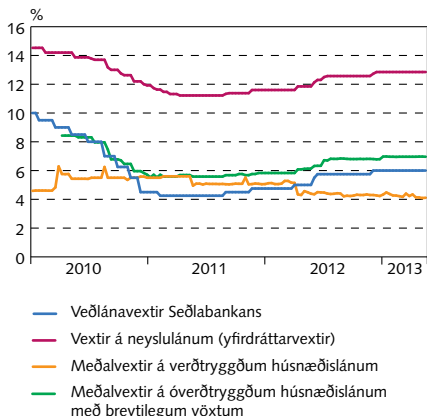


1. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum eða greiðsla talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskil eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default method). 2. Móðurfélög, bókfært virði. Heimildir: Fjármálaeftirlitið, CreditInfo, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-18

Veðlánavextir Seðlabankans og útlánsvextir til einstaklinga¹

1. janúar 2010 - 10. maí 2013



1. Vegið meðaltal útlánsvaxta miðað við lánsupphæð hjá Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka. Verðtrygðu húsnæðislánum eru með föstum vöxtum til fimm ára og upp í allt að allan lánsstímann. Heimildir: Seðlabanki Íslands.

mánuðum. Mikil þátttaka hefur verið í útboðum að undanfögnu og því ljóst að áhugi fjárfesta á hlutabréfum er töluverður. Hugsanlega hafa fjármagnshöftin óbein áhrif á verðmyndun á hlutabréfamarkaði þar sem þau takmarka fjárfestingarkosti fjárfesta. Þrátt fyrir að uppgjör skráðra fyrirtækja fyrir sl. ár hafi almennt verið um eða undir væntingum greiningaraðila hafði birting þeirra lítil áhrif á hlutabréfaverð. Það er því hugsanlegt að hækkun hlutabréfaverðs á síðustu mánuðum hafi leitt til þess að arðsemiskrafa til þeirra hafi farið lækkanði og fjárfestar verðleggi áhættu nú lægra en þeir gerðu áður. Vísbendingar eru um að fjárfestar hafi í einhverjum mæli fjármagnað hlutabréfakaup með lántöku sem getur leitt til meiri sveiflna á markaði.

Fjármálaleg skilyrði einkageirans í meginatriðum svipuð

Fjármálaleg skilyrði heimila eru í meginatriðum svipuð og við útgáfu síðustu *Peningamála*. Skuldir heimila sem hlutfall af vergri landsframleiðslu hafa haldist svipaðar en skuldir fyrirtækja hafa lækkað áfram. Skuldir einkageirans eru þó enn háar í alþjóðlegum samanburði. Hlutfall lána í vanskilum hjá þremur stærstu viðskiptabönkunum og Íbúðalánasjóði hefur lækkað en einstaklingum á vanskilaskrá hefur hins vegar fjölgað. Eignaverð hefur hækkað áfram þrátt fyrir að hægt hafi á hækkunum á íbúðamarkaði. Aðgengi að lánsfæ virðist tiltölulega rúmt fyrir þá sem hafa fullnægjandi eiginfjárstöðu en raunvextir hafa heldur þokast upp með sterkara taumhaldi peningastefnunnar.

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja eru einnig að mestu leyti óbreytt frá upphafi árs, en mikil eftirspurn í nýlegum útboðum á hlutabréfamarkaði ásamt víxla- og erlendri skuldabréfaútgáfu innlendra banka gefa vísbendingar um að fjármögnunarmöguleikar þeirra séu að aukast, líkt og gert hefur verið ráð fyrir í fyrri greiningum *Peningamála*. Svo virðist sem endurskipulagning lána fyrirtækja miði ágætlega áfram og voru gjaldþrot og árangurslaus fjárnám svipuð á fyrsta fjórðungi ársins samanborið við sama fjórðung í fyrra. Lítil breyting hefur orðið á fjölda og hlutfalli fyrirtækja á vanskilaskrá undanfarna mánuði.

Útlit er fyrir að fjárhagsstaða heimila og fyrirtækja haldi áfram að batna á næstu misserum.⁴ Þannig eru áhrif dóma Hæstaréttar frá því í fyrra um gildi fullnaðarkvittana vegna uppgjörs ólöglegra gengisbyggðra lána ekki enn að fullu komin fram þrátt fyrir að útreikningur þeirra sé vel á veg kominn. Enn biða einhver mál vegna slíkra lána meðferðar dómstóla.

Þá hafa stjórnvöld og Landssamtök lífeyrissjóða undirritað viljayfirlýsingu um aðgerðir í þágu yfirveðsettra heimila með lánsveð til íbúðakaupa en hún felur í sér að aðilar með lánsveð fái hliðstæða lausn og hina svokölluðu 110%-leið. Gangi aðgerðin eftir er áætlað að hún geti náð til um 2.000 heimila og heildarniðurfærslan numið um 3 ma.kr.

4. Sjá einnig umfjöllun um fjárhag heimila og fyrirtækja í kafla IV í *Fjármálastöðugleika* 2013/1.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Frá haustmánuðum hafa hagvísar gefið til kynna að dregið hafi úr þrótti efnahagsbatans og hefur það birst í lakari horfum um innlend efnahagsumsvif í spám Seðlabankans. Áþekkrar þróunar hefur gætt víða erlendis þar sem veikburða efnahagsbati hefur jafnvel vikið fyrir samdrætti landsframleiðslu. Nýjar tölur Hagstofu Íslands benda til þess að hægt hafi nokkuð örar á batanum í fyrra en áætlað var í febrúarspá bankans. Þróttur eftirspurnar heimila og fyrirtækja virðist hafa verið á hraðara undanhaldi en vænst var og óvíst er hversu langvarandi þetta bakslag verður. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að horfur vænkist og að vöxtur einkaneyslu sæki í sig veðrið er líða tekur á árið og að fjármunamyndun vaxi ört árin 2014-15, einkum fyrir tilstilli aukinnar stóriðjufjárfestingar. Samkvæmt spánni heldur því efnahagsbatinn áfram þótt róðurinn verði þyngri en vænst var í síðustu spá. Þrátt fyrir að nú sé spáð minni hagvexti á spátímanum verður hann svipaður meðalhagvexti síðustu þrijátíu ára og nægir til þess að framleiðslulakinn hverfi undir lok spátímans.

Hagvöxtur var minni í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúarspánni

Hagvöxtur var 1,6% í fyrra samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar sem er líðlega ½ prósentu minni vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Árstíðarleiðréttur vöxtur landsframleiðslunnar á milli árs-helminga á fyrri helmingi ársins var svipaður og í síðustu spá en vöxtur á síðari helmingi ársins var minni eða 0,9% í stað u.þ.b. 1½% vaxtar samkvæmt febrúarspánni.¹ Vegur þungt að innflutt þjónusta jókst meira en áður var spáð. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var því minna. Hins vegar jókst innlend eftirspurn um tæplega 2% eða svipað og spáð var í febrúar.

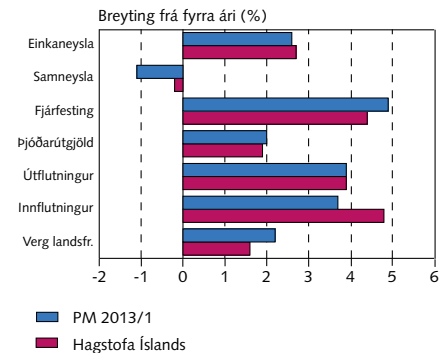
Þegar þjóðhagsreikningar síðasta árs eru skoðaðir ber að hafa í huga að um bráðabirgðatölur er að ræða. Þetta á ekki síst við um tölur um atvinnuvegafjárfestingu. Sé tekið mið af endurskoðunum síðustu ára er ekki ólíklegt að hagvöxtur síðasta árs muni að endingu mælast meiri en 1,6%. Í því samhengi má nefna að hagvöxtur ársins 2011 var nýverið endurskoðaður upp á við um 0,3 prósentur í 2,9%, einkum vegna þess að betri fyrirtækjagögn sýndu meiri vöxt fjárfestingar. Niðurstöður könnunar Seðlabankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja gætu einnig gefið til kynna að vænta megi nokkurrar endurskoðunar á almennri atvinnuvegafjárfestingu eins og hún var mæld á síðasta ári.

Þjóðartekjur jukust meira en landsframleiðslan

Vegar þjóðartekjur árið 2011 jukust um 6% frá fyrra ári og í fyrra um tæplega 4%. Þær hafa því vaxið nokkru meira en landsframleiðslan síðastliðin tvö ár. Það stafar af því að jákvæð áhrif vegna hreinna launa- og vaxtatekna innlendra aðila erlendis hafa vegið þyngra en rýrnun viðskiptakjara.

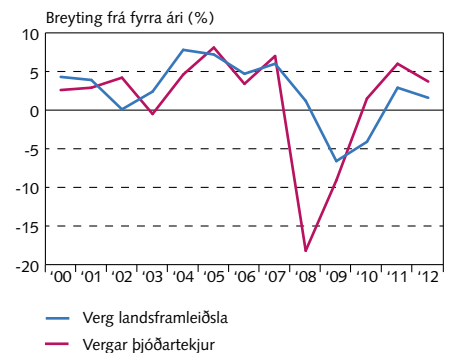
1. Hér er vísað í árstíðarleiðréttar tölur sem byggjast á mati Seðlabankans. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2012/4 virðast aðferðir Hagstofunnar við árstíðarleiðréttingu ekki henta við túlkun efnahagsþróunar innan árs og kýs Seðlabankinn því að nota aðrar aðferðir við árstíðarleiðréttingu.

Mynd IV-1
Þjóðhagsreikningar 2012
og mat Seðlabankans



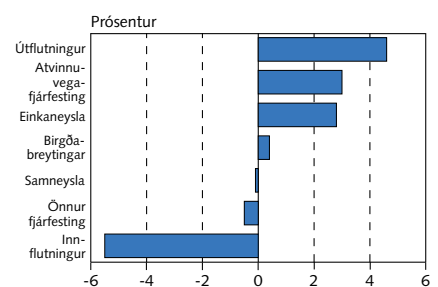
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2
Landsframleiðsla og þjóðartekjur¹



1. Vegar þjóðartekjur eru skilgreindar sem verg landsframleiðsla leiðrétt fyrir áhrifum viðskiptakjara og hreinna launa- og vaxtatekna frá útlöndum. Heimild: Hagstofa Íslands.

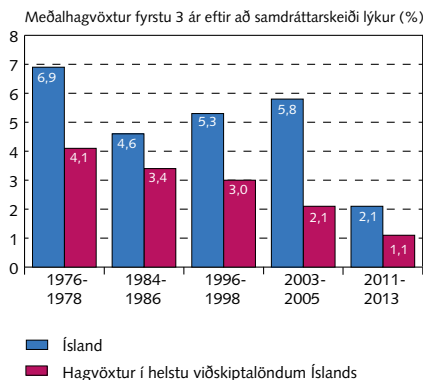
Mynd IV-3
Framlag undirliða landsframleiðslu
til efnahagsbata¹



1. Frá 2. ársfj. 2010 til 4. ársfj. 2012. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

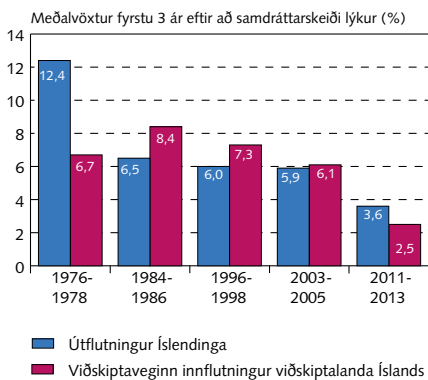
Hagvöxtur í efnahagsbata¹



1. Samdráttarskeiðin á Íslandi byggjast á mati Þórarins G. Péturssonar (2000) að viðbættum skeiðum 2002-3 og 2008-10. Vöxturinn fyrir árið 2013 er samkvæmt spá PM 2013/2.
Heimildir: Þórarinn G. Pétursson (2000). "Business Cycle Forecasting and Regime Switching", Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 7, Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Útflutningur í efnahagsbata¹

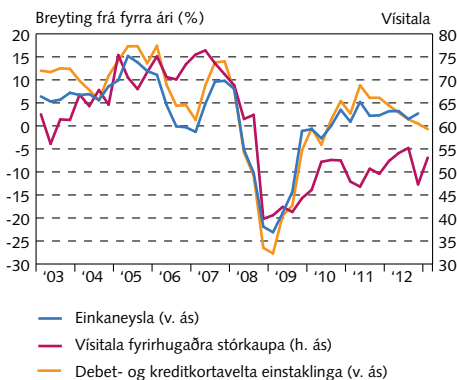


1. Samdráttarskeiðin á Íslandi byggjast á mati Þórarins G. Péturssonar (2000) að viðbættum skeiðum 2002-3 og 2008-10. Vöxturinn fyrir árið 2013 er samkvæmt spá PM 2013/2.
Heimildir: Þórarinn G. Pétursson (2000). "Business Cycle Forecasting and Regime Switching", Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 7, Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Þróun einkaneyslu, fyrirhugaðra stórkaupa og greiðslukortaveltu

1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2013¹



1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 4. ársfjórðungs 2012. Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Landsframleiðslan hefur vaxið um ríflega 7½% frá botni samdráttarskeiðsins ...

Frá því að efnahagsbatinn hófst um miðbik ársins 2010 og til ársloka 2012 jókst landsframleiðslan um ríflega 7½%. Batinn var að mestu leyti drifinn áfram af vexti útflutnings og eftirspurn einkaaðila, þ.e. einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingu. Þar sem innflutningur óx hraðar en útflutningur, var framlag utanríkisviðskipta til batans hins vegar neikvætt.

... en batinn er hægur í sögulegu ljósi

Efnahagsbatinn er hins vegar hægur í samanburði við fyrri tímabil efnahagsbata í kjölfar samdráttarskeiða á undanförunum áratugum (sjá t.d. umfjöllun í *Peningamálum* 2010/2). Það kemur ekki á óvart í ljósi þeirra áfalla sem efnahagur heimila, fyrirtækja og hins opinbera varð fyrir vegna falls bankanna, gengislækkunar krónunnar og meðfylgjandi aukningar verðbólgu (sjá einnig umfjöllun í *Peningamálum* 2012/4). Áhrifin birtast m.a. í hægari bata einkaneyslu og fjárfestingu fyrirtækja, auk þess sem erfið staða opinberra fjármála hefur haldið meira aftur af samneyslu og opinberri fjárfestingu en á fyrri bataskeiðum. Þá glíma helstu viðskiptalönd Íslands einnig við djúpa efnahagslægd, sem torveldar útflutningsdrifinn efnahagsbata og á þátt í því að útflutningur hefur aukist minna en í kjölfar fyrri samdráttarskeiða þrátt fyrir hagstæða gengisþróun.

Vöxtur einkaneyslu minnkaði á milli árshelminga í fyrra ...

Vöxtur einkaneyslu á síðasta ári reyndist 2,7% og var það í samræmi við febrúarspá bankans. Eins og við var búist minnkaði vöxturinn á milli árshelminga, en vöxturinn á seinni helmingi ársins var engu að síður nokkru meiri en gert var ráð fyrir í febrúar. Minnkandi vöxtur eftir því sem leið á árið er í samræmi við helstu vísbendingar einkaneyslu eins og kortaveltu og innflutning neysluvöru. Auk þess var vöxtur raunlauna minni á seinni hluta ársins en á þeim fyrri. Þá naut eftirspurn heimila ekki sama stuðnings útgreiðslna séreignarsparnaðar á síðari hluta ársins og verið hafði fyrr á árinu. Í spánni er gert ráð fyrir að minna verði um sérstakar aðgerðir sem styðji við einkaneyslu í ár en í fyrra þótt umtalsverð óvissa sé um áhrif kvittanadómsins svokallaða (sjá nánar rammagrein IV-1) og mögulegar aðgerðir stjórnvalda í framhaldi af niðurstöðum nýafstaðinna þingkosninga. Þótt vöxtur einkaneyslu hafi verið hóflegur á síðasta ári var hann engu að síður meiri en sem nam hagvexti og því jókst vægi einkaneyslu í landsframleiðslunni úr tæpum 52% árið 2011 í tæp 54%.

... og útlit er fyrir minni vöxt einkaneyslu í ár en gert var ráð fyrir í febrúar

Þrátt fyrir að vöxtur kaupmáttar ráðstöfunartekna hafi aukist í fyrra og horfur séu á meiri vexti í ár eru vísbendingar um að umtalsvert hafi hægt á neysluútgjöldum heimila það sem af er þessu ári. Greiðslukortavelta dróst t.a.m. saman um 0,7% að raunvirði á fyrsta ársfjórðungi frá sama fjórðungi í fyrra. Umfang fyrirhugaðra stórkaupa heimila stóð einnig nánast í stað á milli ára samkvæmt mælingu Capacent Gallup í mars, og hægt hefur á fjölgun nýskráðra bifreiða

sem kann að endurspegla lækkun á gengi krónunnar í kringum áramótin. Því bendir margt til þess að vöxtur einkaneyslu verði minni en spáð var í síðustu útgáfu *Peningamála*. Hins vegar er erfitt að segja til um hvort þetta sé fyrirboði um minni vöxt þegar fram líður eða hvort heimilin haldi tímabundið að sér höndum vegna aukinnar óvissu um almennar efnahagshorfur og skuldastöðu heimila. Í spánni er gert ráð fyrir, öfugt við þróun síðasta árs, að vöxturinn framan af ári verði minni en á seinni hluta ársins. Gert er ráð fyrir að vöxtur einkaneyslu verði 2,2% í ár og 3% á ári á næstu tveimur árum. Þetta er minni vöxtur en búist var við í febrúar en þó að meðaltali um ½ prósentu yfir meðalvexti síðustu þrjátíu ára. Gangi spáin eftir mun hlutdeild einkaneyslu í landsframleiðslunni haldast nær óbreytt á spátímanum og nokkuð undir sögulegu meðaltali.

Íslensk heimili urðu fyrir miklum fjárhagslegum skakkaföllum í aðdraganda og kjölfar banka- og gjaldeyriskreppunnar. Gengi krónunnar lækkaði um meira en helming frá því sem það var hæst sumarið 2007 þar til að það varð lægst skömmu eftir fall bankanna. Almennt verðlag hækkaði hröðum skrefum í kjölfarið og fór verðbólga hæst í 18,6% í janúar 2009. Þessi áföll komu afar illa við heimili í landinu en skuldsetning þeirra hafði vaxið ört árið á undan (sjá kafla III). Hækkun verðtryggðra og gengistryggðra skulda, um þriðjungslækkun íbúðaverðs að raunvirði og hrun peningamarkaðssjóða og hlutabréfamarkaðarins laskaði efnahag margra heimila verulega. Ofan á það bættist að laun héldu ekki í við verðlagsþróun og atvinnuleysi jókst úr um 1% árið 2007 í rúmlega 9% snemma árs 2010. Greiðslu- og skuldavandi heimila jókst því verulega og eftirspurn heimila dróst töluvert saman.¹ Samdráttur einkaneyslu var tæplega 8% árið 2008 og um 15% ári síðar og lækkaði hlutdeild hennar af landsframleiðslu í 51% sem er um 6½ prósentu undir meðaltali síðustu þrjátíu ára.² Frá miðju ári 2010 hefur einkaneysla smám saman tekið við sér á ný, þótt hlutdeild hennar af landsframleiðslu sé enn nokkru undir langtímameðaltali.

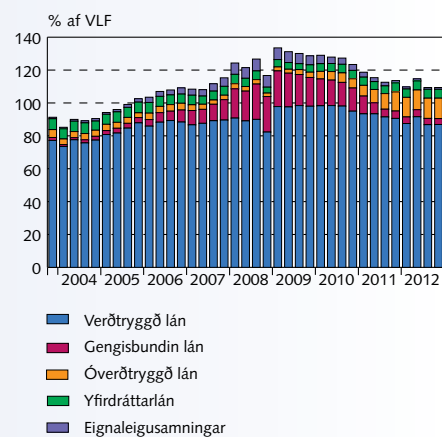
Ljóst er að samdráttur einkaneyslu hefði getað orðið enn meiri en raunin varð og kreppan því orðið enn dýpri ef ekki hefði verið gripið til ýmissa stuðningsaðgerða. Í nágrannalöndunum var víða gripið til aðgerða í formi aukinna opinberra útgjalda og skattalækkana. Mikil aukning opinberra skulda í kjölfar fjármálaáfallsins takmarkaði hins vegar verulega möguleikana á að grípa til slíkra aðgerða hér á landi. Þó var gripið til ýmissa aðgerða, bæði af hálfu hins opinbera og annarra aðila, sem studdu við eftirspurn heimila. Má þar t.d. nefna rýmkun á rétti til atvinnuleysisbóta, átakið „Allir vinna“ og að úttekt séreignarlífeyrissparnaðar var heimiluð. En á móti kom að greiðslur úr fæðingarorlofssjóði og almannatryggingakerfinu voru skertar auk þess sem barnabætur frá hinu opinbera drógust saman árin 2010 og 2011. Á þessu ári gengur þessi skerðing barnabóta til baka.

1. Sjá t.d. Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Karen Áslaug Vignisdóttir (2012), „Households' position in the financial crisis in Iceland“, Seðlabanki Íslands *Working Paper*, nr. 59, júní 2012.
2. Spár Seðlabankans, sem birtar voru áður en fjármálakreppan varð að veruleika, gerðu ráð fyrir að innlent neyslustig væri nokkuð umfram það sem gæti staðist til langframa og því væri einhver aðlögun neysluútgjalda óhjákvæmileg. Fjármálakreppan hraðaði aðlöguninni og gerði hana harkalegri.

Rammagrein IV-1

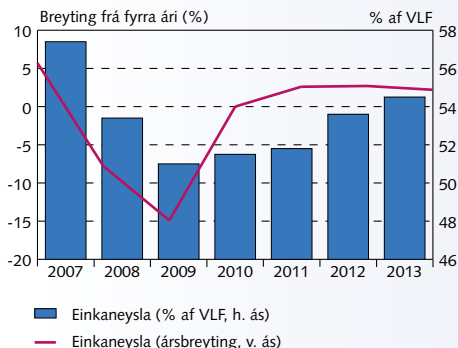
Greiðslur til heimila í kjölfar fjármálakreppunnar

Mynd 1
Skuldir heimila sem hlutfall af VLF
4. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2012



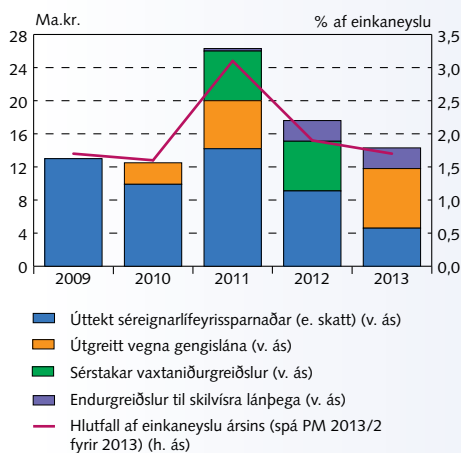
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Þróun einkaneyslu í aðdraganda og kjölfar fjármálakreppunnar¹



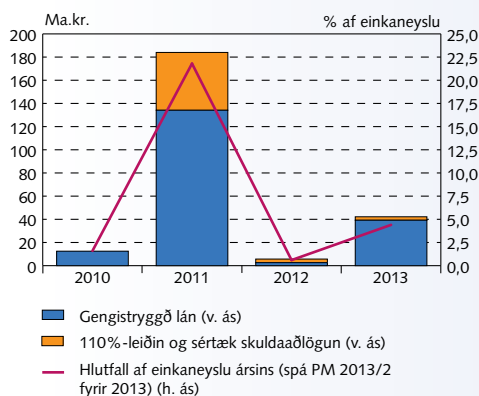
1. Spá Seðlabankans fyrir árið 2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3
Sértækar greiðslur til heimila í kjölfar fjármálakreppunnar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Niðurfærsla skulda heimila í kjölfar fjármálakreppunnar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Samtök fjármálafyrirtækja, Seðlabanki Íslands.

Úttekt séreignarsparnaðar

Ein stærsta aðgerðin í kjölfar fjármálakreppunnar reyndi þó ekki á fjárhag hins opinbera, þvert á móti aflaði hún hinu opinbera tekna, en það var tímabundin heimild til úttektar séreignarlífeyrissparnaðar. Þetta gerði þeim sem höfðu nýtt sér þennan sparnaðarmöguleika kleift að taka út hluta hans upp að ákveðnu hámarki og auðveldaði þannig heimilum að mæta þeim efnahagsáföllum sem fylgdu fjármálakreppunni.³

Í lok mars höfðu tæplega 66 þúsund einstaklingar sótt um að fá 84,5 ma.kr. af séreignarsparnaði sínum útgreiddan og rennur heimildin til umsóknar út 1. janúar 2014 en greiðslur berast í allt að fimmtán mánuði þar á eftir. Samtals hafa þessar úttektir numið 46 ma.kr. eftir skatt frá árinu 2009 til ársloka 2012 eða sem nemur um 2% af einkaneyslu á hverju ári að meðaltali. Þótt hægt hafi á útborgunum vegna úttektar séreignarsparnaðar eru þær enn þá töluverðar og er áætlað að 4,6 ma.kr. verði greiddir út í ár til heimila eftir skatt. Úttekt séreignarsparnaðar nemur því um 51 ma.kr. á tímabilinu 2009-13 eftir skatt eða sem nemur 5,2% af áætlaðri einkaneyslu í ár eða tæplega 3% af vergri landsframléiðslu.⁴

Aðrar sérstakar greiðslur til heimila

Heimilin hafa þar að auki fengið sérstakar vaxtaniðurgreiðslur sem samtals nema 12 ma.kr.⁵ Einnig hefur hluti heimila fengið endurgreidda ofgreidda vexti og afborganir af gengislánum, sem áætlað er að nemi samtals 15,6 ma.kr. að meðtöldum áætluðum greiðslum þessa árs. Skilvisir viðskiptavinir bankanna hafa síðan fengið endurgreidda 5,3 ma.kr. af vaxtagjöldum íbúðalána þegar áætlaðar greiðslur þessa árs eru meðtaldar. Samtals nema þessar greiðslur 32,9 ma.kr. eða sem nemur rúmlega 3% af áætlaðri einkaneyslu í ár eða tæplega 2% af vergri landsframléiðslu. Ef úttekt séreignarsparnaðar eftir skatta er meðtalin nema greiðslurnar því um 83,7 ma.kr. fyrir tímabilið 2009-13 eða sem nemur tæplega 9% af áætlaðri einkaneyslu í ár eða tæplega 5% af vergri landsframléiðslu.

Niðurfærsla skulda heimila

Þessu til viðbótar er áætlað að höfuðstóll ólögmetra gengistryggðra lána verði færður niður um rúmlega 39 ma.kr. í ár.⁶ Kemur það til viðbótar riflega 149 ma.kr. lækkun skulda á árunum 2010-12 vegna áhrifa dóma um ólögmeti fjölda lána sem tengd voru erlendum gjaldmiðlum og 56 ma.kr. lækkun skulda í tengslum við sértæka skuldaaflögung og 110%-leiðina svokölluðu. Þar er tekið tillit til nýlegrar viljayfirlýsingar stjórnvalda og Landssamtaka lífeyrissjóða um að lántakendur sem höfðu lánsveð fyrir húsnæðislánum frá lífeyrissjóðum gætu sótt um lækkun lána í samræmi við 110%-leiðina og mun ríkissjóður bæta lífeyrissjóðunum stærsta hluta kostnaðarins. Talið er að niðurfærslurnar geti numið um 3 ma.kr. Samtals hafa

- Stór hluti sparnaðar íslenskra heimila er bundin í lífeyri og húsnæði og því lítt aðgengilegur með skómmum fyrirvara verði heimilin fyrir tímabundnum áföllum. Þar sem nokkur hluti heimila bjó við skert aðgengi að fjármálamörkuðum og rýrnun veðhæfis í kjölfar fjármálakreppunnar áttu þau erfitt með að mæta tímabundinni tekjuskurðingu með lána-fyrirgreiðslu til að jafna neysluútgjöld yfir tíma þótt væntar ævitekjur hafi lítið skerst. Án aðgengis að þessum sparnaði, jafnvel þótt um eigin sparnað væri að ræða, hefðu heimilin því líklega þurft að draga enn meira úr einkaneyslu.
- Ætla má að flestir þeir sem tóku út hluta séreignarsparnaðar síns hafi einnig haldið áfram að greiða inn á hann vegna skattahagræðis og mótframlags vinnuveitanda. Þrátt fyrir heimild til úttektar sparnaðarins hefur heildarupphæð séreignarsparnaðar heimila í vörslu lífeyrissjóða haldið áfram að vaxa ár frá ári og er nú um 33% hærra en hún var í lok árs 2008.
- Hér er um að ræða greiðslur umfram reglubundnar vaxtabætur.
- Gert er ráð fyrir að búið verði að eyða þeirri réttaróvissu sem ríkir um endurútreikning lánanna í lok árs 2013. Mögulegt er að einhver hluti af niðurfærslu gengistryggðra lána og endurgreiðslum af ofgreiddum vöxtum tejjist til ársins 2014.

Því skuldir heimila lækkað um rúmlega 244 ma.kr. vegna þessara þátta frá því að fjármálakreppan skall á eða sem nemur fjórðungi af áætlaðri einkaneyslu þessa árs eða tæplega 14% af vergri landsframleiðslu. Þá er ótalin niðurfelling skulda sem sumar lánastofnanir réðust í áður en úrræði stjórnvalda voru kynnt og gengislán dæmd ólögleg.

Samneysla sveitarfélaga meiri en vænst var en útgjöld ríkissjóðs í takt við væntingar

Við endurskoðun á tölum ársins 2011 hækkaði samneysla þess árs um 2,6 ma.kr. að nafnvirði frá fyrra mati og er samdráttur hennar að raunvirði nú talinn vera þó nokkru minni en áður var áætlað eða 0,2% í stað 0,9%. Endurskoðunina má rekja til þess að samneysla sveitarfélaga reyndist meiri en áður hafði verið reiknað með. Samdráttur samneyslunnar í fyrra er nú nánast enginn í stað þess að vera liðlega 1%. Því hefur aðhald í útgjöldum hins opinbera undanfarin misseri verið nokkru minna en Seðlabankinn hafði gengið út frá. Hækkun á mati Hagstofunnar má að mestu leyti rekja til aukinna útgjalda þeirra sveitarfélaga sem hafa skilað hagstæðastri afkomu. Aðhald í samneyslu ríkissjóðs er hins vegar í takt við febrúarspá bankans.

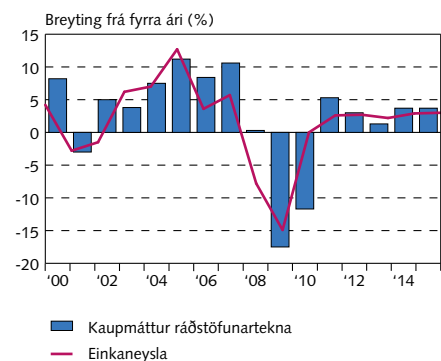
Framlag opinberra útgjalda til hagvaxtar jákvætt á ný

Þrátt fyrir meiri samneyslu en áður var talið, var framlag opinberra útgjalda til hagvaxtar á síðasta ári neikvætt um 0,4 prósentur, en fjárfesting hins opinbera dróst saman um 17% á árinu. Hefur hún ekki mælst minni sem hlutfall af landsframleiðslu um áratuga skeið eða einungis um 1,8%. Í ár er gert ráð fyrir að samneysla aukist um 0,5% og fjárfesting hins opinbera um tæplega 18%. Spáð er áþekktum vexti samneyslu og áframhaldandi vexti opinberrar fjárfestingar út spátímabilið þótt hann verði nokkru minni en á þessu ári. Gangi það eftir verður framlag útgjalda hins opinbera til hagvaxtar jákvætt í ár og út spátímann en það hefur verið neikvætt frá árinu 2009. Nánar er fjallað um opinber fjármál í kafla V.

Fjárfesting atvinnuveganna jókst en undirþættir þróuðust með ólíkum hætti

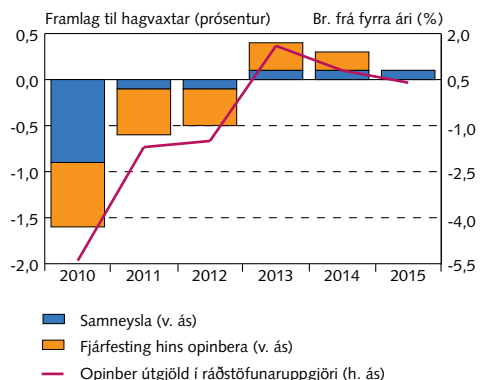
Fjárfesting atvinnuveganna jókst um 8,6% í fyrra. Fjárfesting í skipum og flugvélum vó þar þungt á metunum, því að stóriðjutengd fjárfesting dróst saman um rúman fjórðung frá fyrra ári og almenn atvinnuvegafjárfesting (þ.e. atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla) stóð í stað. Eins og í undanförunum spám hafa orðið nokkrar sviptingar í horfum um stóriðjutengda fjárfestingu. Nú er gert ráð fyrir að stóriðjutengd fjárfesting dragist saman um tæplega 5½% í ár, en í febrúar var búist við áþekktum vexti. Búist er við því að stóriðjufjárfesting verði 5-10% minni á spátímanum en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Þessar breytingar skýrast einkum af því að áætlað er að sumar framkvæmdir verði seinna á ferðinni en áður var ráðgert og í sumum tilvikum eftir að spátímabili lýkur.

Mynd IV-7
Einkaneysla og kaupmáttur ráðstöfunartekna 2000-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

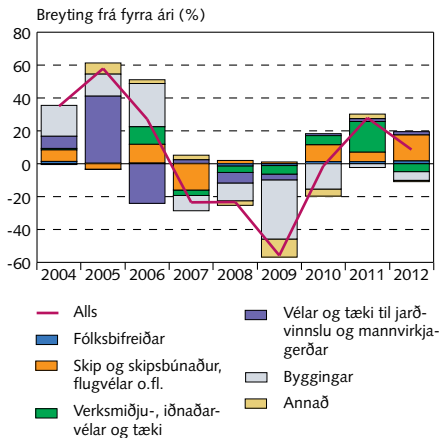
Mynd IV-8
Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

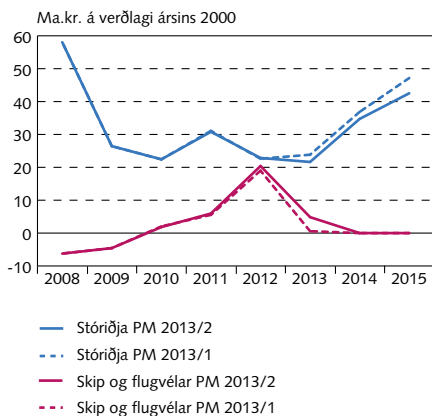
Mynd IV-9

Tegundaskipting atvinnuvegafjárfestingar
2004-2012



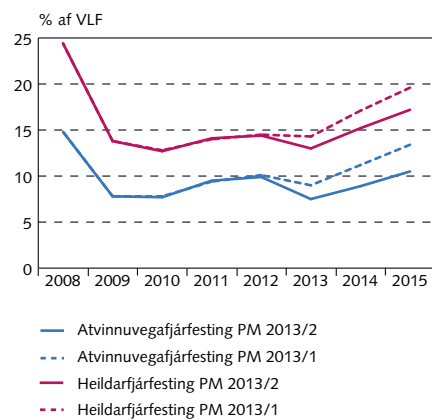
Mynd IV-10

Fjárfesting í stóriðju, skipum
og flugvélum 2008-2015¹



Mynd IV-11

Fjárfesting í hlutfalli af VLF 2008-2015¹



Umtalsvert verri horfur um almenna atvinnuvegafjárfestingu í ár ...

Horfur eru á minni almennri atvinnuvegafjárfestingu en Seðlabankinn spáði síðast. Í febrúar var búist við fimmtungs aukningu í ár en nú er gert ráð fyrir liðlega 5% samdrætti. Matið byggist einkum á nýrri könnun Seðlabankans á áætlunum fyrirtækja um fjárfestingu í ár (sjá töflu IV-1). Niðurstöður hennar gefa til kynna að fjárfesting verði minni í ár en í fyrra í flestum atvinnugreinum. Rétt er að hafa í huga að samanburður við síðustu könnun bendir til þess að í flestum atvinnugreinum og á heildina lítið hafi fjárfesting í fyrra verið meiri í reynd en ráða mátti af sams konar könnun sem gerð var í fyrra.

Tafla IV-1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja

Stærstu 134 fyrirtækin (fjöldi) Upphæðir í ma.kr.	2011	2012	2013	Breyting milli 2011-2012 (%) ¹	Breyting milli 2012-2013 (%) ¹
Sjávarútvegur (20)	4,0	9,0	6,9	122	-23
Iðnaður (22)	5,2	7,6	4,8	47	-37
Verslun (35)	4,4	7,2	3,8	42	-31
Flutningar og ferðaþjónusta (12)	12,5	12,6	15,2	-17	2
Fjármál/tryggingar (11)	2,7	3,4	3,8	22	12
Fjölmiðlar og upplýsingatækni (12)	5,3	5,7	6,5	7	14
Þjónusta og annað (22)	6,2	10,4	9,7	68	-7
Alls (134)	40,3	55,9	50,7	31	-11

1. Paraður samanburður.

Á móti minni almennri atvinnuvegafjárfestingu og fjárfestingu í stóriðju vegur að nú er gert ráð fyrir að meira verði fjárfest í skipum og flugvélum á þessu ári en áætlað var í febrúar. Heilt á litid er því spáð 23% samdrætti atvinnuvegafjárfestingar í ár í stað 11½% samdráttar í febrúar. Næstu tvö árin er hins vegar spáð rúmlega 20% vexti hvort árið fyrir sig, sem að miklu leyti má rekja til aukinna stóriðjutengdra framkvæmda.

... og vísbendingar eru um að einungis fimmtungur hennar sé fjármagnaður með lánsfé

Í fyrrgreindri könnun Seðlabankans voru fyrirtæki einnig spurð um fjármögnun fjárfestingarinnar. Niðurstöðurnar benda til þess að einungis u.þ.b. fimmtungur áætlaðrar fjárfestingar verði fjármagnaður með lánsfé. Meginhluti almennrar atvinnuvegafjárfestingar er því fjármagnaður með eigin fé og virðist hið sama hafa verið uppi á teningnum í fyrra. Þetta gæti verið vísbending um að verulegur hluti fjárfestingarinnar sé borinn uppi af öflugum fyrirtækjum sem hafa byggt upp trausta eiginfjárstöðu fyrir tilstilli góðrar arðsemi undanfarin misseri. Þetta birtist t.d. í því að fjárfestingarumsvifin eru mest á sviðum þar sem rekstrarskilyrði eru hagstæðust. Þetta er þó ekki einhlítt og gefa niðurstöður könnunarinnar því miður ekki færi á að álykta hvort lágt hlutfall lánsfjármagnaðrar fjárfestingar stafi af takmarkaðri eftirspurn fyrirtækja eftir lánsfé, t.d. vegna áherslu þeirra á lækkan skulda fremur en aukna framleiðslugetu, eða takmörkuðu lánsfjárframboði, t.d. vegna hertra lánaskilyrða fjármálastofnana. Eins og mynd IV-12 sýnir er ágætt samband á milli fjárfestingar fyrirtækja og væntinga þeirra um arðsemi eigin rekstrar. Því má ætla að fjárfesting muni glæðast þegar bjartsýni þeirra eykst.

Búist við áframhaldandi vexti íbúðafjárfestingar

Fjárfesting í íbúðarhúsnæði hefur glæðst jafnt og þétt frá því að hún náði lágmarki árið 2010. Íbúðafjárfesting jókst um tæp 7% í fyrra og í ár er spáð 28½% vexti. Spáin byggist m.a. á áætlunum Samtaka iðnaðarins um fjölda húsbýgginga sem framkvæmdir verði hafnar við á árinu auk þess sem tekið er tillit til þess að stór hluti þeirra íbúða sem byrjað verður á verði dýrari eignir. Húsnæðismarkaðurinn ber þó enn merki áhrifa fjármálakreppunnar á eftirspurn og framboð lánsfjár. Þá sýna gögn Þjóðskrár Íslands að fermetraverð í fjölbýli er mjög mismunandi eftir hverfum á höfuðborgarsvæðinu þannig að mismikill hvati er til nýfjárfestingar milli hverfa, sé tekið mið af hlutfalli byggingarkostnaðar og söluverðs. Í spánni er áætlað að vöxtur íbúðafjárfestingar á árunum 2014-15 verði um 11-26%, sem er heldur meira en spáð var í febrúar. Hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu var 2,6% í fyrra en fer í 4,5% árið 2015, gangi spáin eftir, sem er nærri meðaltali undanfarinna þrjátíu ára.

Horfur á minni fjárfestingu en vænst var

Vöxtur fjárfestingar í heild var um 4,4% í fyrra sem er um 10 prósentum minni vöxtur en árið áður. Vöxturinn var borinn uppi af fjárfestingu í skipum, flugvélum og íbúðarhúsnæði. Almenn atvinnuvegafjárfesting stóð hins vegar í stað og verulegur samdráttur varð í stóriðjutengdri fjárfestingu og fjárfestingu hins opinbera, eins og rakið var hér að framan. Búist er við umskiptum í fjárfestingu hins opinbera í ár og áframhaldandi vexti íbúðafjárfestingar. Þessi auknu umsvif mega sín hins vegar litils gagnvart tæplega fjórðungs samdrætti atvinnuvegafjárfestingar. Því er gert ráð fyrir 9,2% samdrætti fjárfestingar í heild á þessu ári, en það litast mjög af því hversu mikið fjárfesting í skipum og flugvélum dregst saman frá fyrra ári. Ef litið er fram hjá skipum og flugvélum er því spáð að fjármunamyndun aukist um 5% frá fyrra ári. Gert er ráð fyrir að fjárfesting sækji sig veðrið eftir því sem efnahagur heimila, fyrirtækja og hins opinbera styrkist og afrakstur endurskipulagningar skulda skýrist. Þetta birtist í aukinni fjárfestingu á árunum 2014-15, þegar nær allir undirliðir fjárfestingar leggjast á sömu sveif. Vöxtur fjármunamyndunar fer í ríflega 20% á næsta ári og vex litlu minna ári síðar.

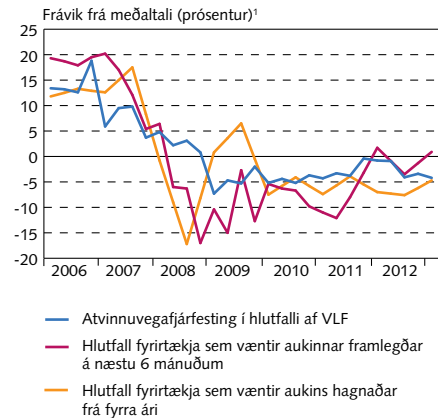
Hlutdeild fjárfestingar í landsframleiðslu fer vaxandi á spátím-anum þótt hún aukist ekki eins mikið og gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Samkvæmt spánni hækkar hún úr 14,4% í fyrra í ríflega 17% árið 2015, sem er rúmlega 3 prósentum undir meðaltali síðustu þrjátíu ára.

Áþekkur vöxtur heildarfjárfestingar og á fyrri bataskeiðum

Samkvæmt spánni eykst fjármunamyndun að meðaltali um 3,2% á ári á tímabilinu 2011-13. Vöxtur fjármunamyndunar hefur því verið minni á yfirstandandi bataskeiði en í kjölfar samdráttarskeiða undanfarinna tveggja áratuga, þegar umfangsmiklar stóriðjuframkvæmdir voru drifkraftur efnahagsbatans. Vöxtur fjármunamyndunar var hins vegar svipaður og á tímabilum efnahagsbata í kjölfar samdráttarskeiða á áttunda og níunda áratug síðustu aldar. Hér þarf einnig að hafa í huga að skuldsetning heimila, fyrirtækja og hins opinbera er langtum meiri á

Mynd IV-12

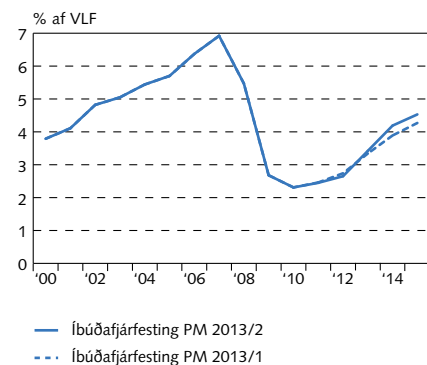
Atvinnuvegafjárfesting í hlutfalli af landsframleiðslu og væntingar fyrirtækja



1. Tekið er mið af 30 ára meðaltali hlutdeildar atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu og meðaltalshlutfalli fyrirtækja frá ársbyrjun 2006 í Capacent Gallup sem væntir ymist aukinnar framlegðar eða hagnaðar. Brúað er á milli kannanna með línulegri nálgun.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13

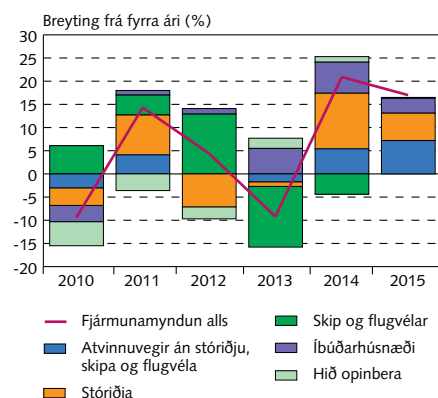
Íbúðafjárfesting 2000-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

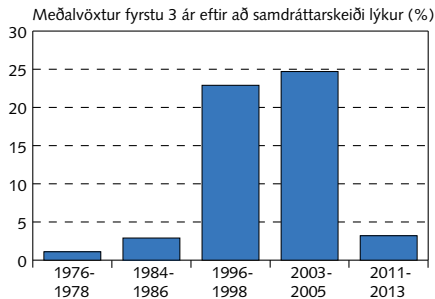
Mynd IV-14

Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2010-2015¹



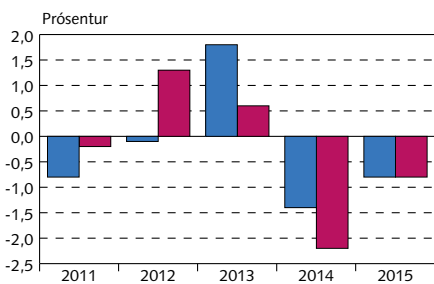
1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-15
Fjárfesting í efnahagsbata¹



1. Samdráttarskeiðin á Íslandi byggjast á mati Þórarins G. Péturssonar (2000) að viðbættum skeiðunum 2002-3 og 2008-10. Vöxturinn fyrir árið 2013 er samkvæmt spá PM 2013/2.
Heimildir: Þórarinn G. Pétursson (2000). "Business cycle forecasting and regime switching", Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 7, Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

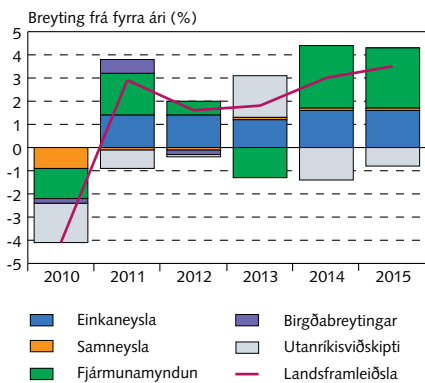
Mynd IV-16
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar¹



■ Framlag utanríkisviðskipta
■ Framlag utanríkisviðskipta án skipa og flugvéla

1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

yfirstandandi bataskeiði. Því er líklegt að þung greiðslubyrði verði meiri dragbítur á fjárfestingu að þessu sinni. Alþjóðlegt efnahagsástand er einnig einkar óhagfelld nú um stundir, sem hindrar aðgang að erlendu lánsfjármagni til fjárfestingar og dregur úr vilja fyrirtækja til að leggja út í nýja fjárfestingu (sjá rammagrein 1-2 í *Peningamálum* 2012/4 og umfjöllun hér að ofan).

Framlag utanríkisviðskipta meira í ár en áður var spáð

Vöxtur útflutnings á síðasta ári nam 3,9% sem var í takt við febrúarspána. Vöruútflutningur jókst um 3,1% en þjónustuútflutningur enn meira eða um 5,2%. Innflutningur jókst um 4,8% sem er rúmri 1 prósentu meiri vöxtur en spáð hafði verið. Það var einkum kröftugur vöxtur þjónustuinflutnings á síðasta fjórðungi ársins sem olli því að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var lakara en febrúarspá bankans gerði ráð fyrir. Sé horft fram hjá inn- og útflutningi tengdum fjárfestingu í skipum og flugvélum jókst útflutningur nokkru meira en innflutningur á árinu sem leið, en leiðrétt fyrir inn- og útflutningi skipa og flugvéla var framlag utanríkisviðskipta jákvætt um rúmlega 1 prósentu. Í ár er spáð jákvæðu framlagi utanríkisviðskipta sem nemur um 1½ prósentu en það endurspeglar að mestu leyti minni innflutning skipa og flugvéla en árið áður. Sé horft fram hjá inn- og útflutningi skipa og flugvéla vex útflutningur meira en innflutningur, þótt munurinn sé nokkru minni. Gert er ráð fyrir örari vexti innflutnings en útflutnings á næstu árum. Gangi spáin eftir verður framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt um tæplega 1 prósentu á næsta ári og 0,3 prósentur árið 2015.

Hægari efnahagsbati en spáð hafði verið en vænta má aukins hagvaxtar á komandi árum

Eins og fyrr segir hefur hægt á efnahagsbatanum sem hófst árið 2010. Hagvöxtur í fyrra var minni en spáð var og svipaða sögu er að segja um horfurnar fyrir þetta ár. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði innan við 1% á fyrri hluta ársins en að hann taki við sér þegar líða tekur á árið og verði 1,8% á árinu í heild, sem er 0,3 prósentum minni vöxtur en spáð var í febrúar. Hagvöxturinn verður drifinn áfram af vexti einkaneyslu og framlagi utanríkisviðskipta, bæði vegna útflutningsvaxtar og samdráttar í innflutningi skipa og flugvéla. Á móti vexti einkaneyslu vegur samdráttur fjárfestingar, þannig að þjóðarútgjöld standa nánast í stað á milli ára. Innlend eftirspurn er talin taka við sér á næstu tveimur árum vegna aukinnar fjárfestingar, einkum í stóriðju. Spáð er að hún aukist um 4½% á ári að meðaltali. Á móti kemur að framlag utanríkisviðskipta verður neikvætt vegna aukins innflutnings í tengslum við vaxandi innlenda eftirspurn. Hagvöxtur verður á bilinu 3-3½% og að meðaltali um 2,8% á spátímanum, sem er heldur minni vöxtur en spáð var í febrúar en í ágætum takti við meðalhagvöxt síðustu þrjátíu ára.

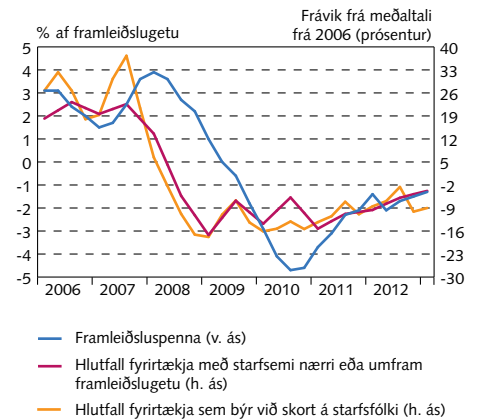
Dregur jafnt og þétt úr framleiðslulakanum

Frá árinu 2008 hefur verið umtalsverður framleiðslulakari í þjóðarþúskapnum. Mikil óvissa er um þróun hans og hversu mikill hann hefur verið frá því að efnahagsbatinn hófst en áætlað er að slakinn

hafi minnkað jafnt og þétt. Minnkandi atvinnuleysi styður við þessar áætlanir sem og kannanir Capacent Gallup á viðhorfum og væntingum stærstu fyrirtækja landsins. Sýna niðurstöður þeirra að frá fyrri hluta ársins 2011 hefur þeim stjórnendum sem telja fyrirtæki sín starfa í námunda við hámarks framleiðslugetu fjölgað jafnt og þétt og þeim sem telja framleiðsluna undir hámarks afköstum fækkað. Enn telja þó fleiri fyrirtæki framleiðslu sína vera undir hámarksafköstum en við hámarksframleiðslugetu. Svör stjórnenda varðandi skort á starfsfólki sýna einnig að heldur fleiri fyrirtæki telja að skortur sé á starfsmönnum nú en á svipuðum tíma árið 2011. Þessar vísbendingar gefa til kynna að slaki í þjóðarþúskapnum fari minnkandi þótt einhver slaki sé enn til staðar. Hlutfall fjármagnsstofnsins af landsframleiðslu og þróun hlutdeildar launa í þáttatekjum benda einnig til að slakinn sé að minnka. Hlutfall fjármagnsstofnsins hefur lækkað frá árinu 2010, sem bendir til betri nýtingar hans, og launahlutfallið hefur hækkað í átt að langtímameðaltali.

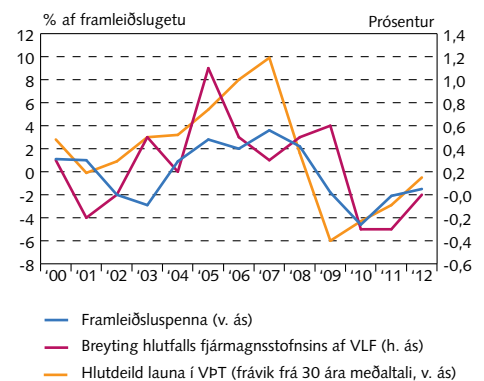
Þrátt fyrir að hagvöxtur hafi verið minni í fyrra en spáð var í febrúar er talið, líkt og þá, að framleiðsluslakinn á síðasta ári hafi verið um 1½% af framleiðslugetu. Að hluta endurspeglar óbreytt mat á slakanum í fyrra áhrif þess að landsframleiðsla ársins 2011 var endurskoðuð upp á við í síðustu endurskoðun Hagstofunnar en einnig að vöxtur framleiðslugetu þjóðarþúskaparins er talinn hafa verið minni en áður var áætlað. Á spátímanum er reiknað með því að framleiðslugeta hagkerfisins aukist hægar en hagvöxtur eða um 1-2½% á ári. Framleiðsluslakinn minnkar eftir því sem líður á spátímann í takt við minnkandi atvinnuleysi og er áætlað að slakinn verði horfinn í lok tímabilsins.

Mynd IV-18
Framleiðsluspenna og vísbendingar um framleiðsluspennu



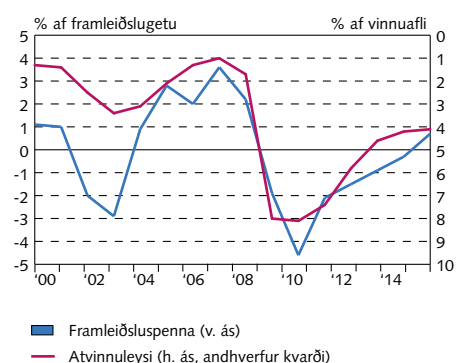
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-19
Framleiðsluspenna, launahlutfall og hlutfall fjármagnsstofns af VLF 2000-2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

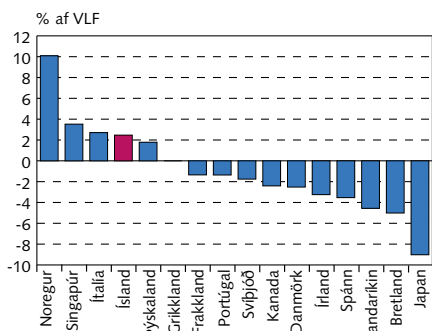
Mynd IV-20
Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 1990-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálfstafnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-1

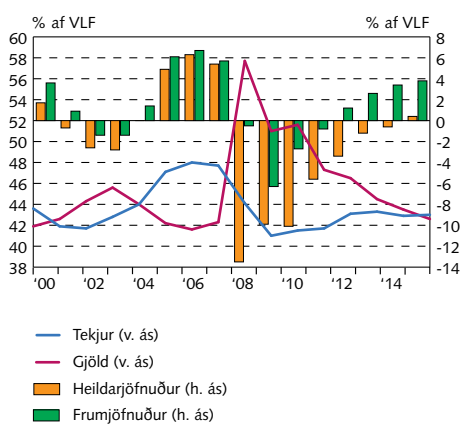
Frumjöfnuður nokkurra þróaðra ríkja árið 2013



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2013). Fiscal Monitor, apríl 2013.

Mynd V-2

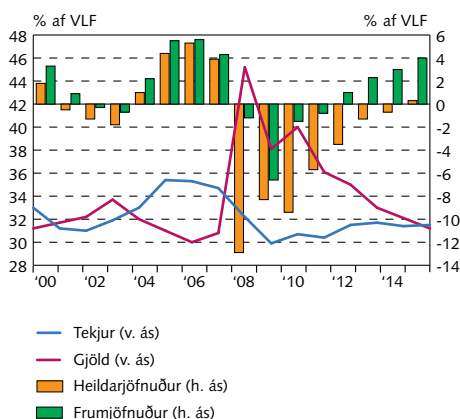
Fjármál hins opinbera 2000-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015. Á rekstrargrunni.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Fjármál ríkissjóðs 2000-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015. Á rekstrargrunni.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

V Fjármál hins opinbera

Meginmarkmið allrar áætlunargerðar í opinberum fjármálum frá því að fjármálakreppan skall á hefur verið að gera skuldsetningu hins opinbera sjálfbæra. Halli á rekstri hins opinbera var mikill í upphafi niðursveiflunnar vegna þess hve mikið tekjur minnkuðu og gjöld jukust í tengslum við endurreisn fjármálakerfisins og aukið atvinnuleysi. Til að koma í veg fyrir ósjálfbæran vöxt skulda var nauðsynlegt að stöðva þennan hallarekstur. Langtímaáætlanir um jöfnuð í ríkisfjármálum voru settar fram og tóku þær breytingum eftir því sem óvissan um skuldastöðuna minnkaði og skuldastaðan náði jafnvægi. Markmið um frum- og heildarjöfnuð hafa ávallt verið höfð til hliðsjónar við áætlunargerðina. Í núgildandi langtímaáætlun sem samþykkt var í fjárlögum ársins 2012 er gert ráð fyrir afgangi á frumjöfnuði í fyrra og að afgangur náist á heildarjöfnuði árið 2014. Samkvæmt því ætti frekari skuldasoðnun hins opinbera að stöðvast á næsta ári.

Markmiðið um afgang á frumjöfnuði árið 2012 náðist ...

Nú er lokið fyrsta heila árinu frá því að efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins lauk. Til að styðja við efnahagsbatann var í fjárlögum fyrir síðasta ár slakað lítillega á því aðhaldi sem boðað hafði verið í fjárlagafrumvarpi ársins 2011 þegar efnahagsáætlunin stóð enn yfir. Markmiðinu um afgang á heildarjöfnuði var frestað um eitt ár til ársins 2014 og var það aftur staðfest í fjárlögum fyrir þetta ár. Markmiðið um jákvæðan afgang á frumjöfnuði árið 2012 var þó enn í gildi og tóku fjárlög ársins 2012 mið af því. Nú liggja fyrir bráðabirgðatölur um afkomu ríkissjóðs á greiðslugrunni fyrir árið 2012.¹ Þær tölur gefa til kynna að fjárlög ársins 2012 hafi að mestu gengið eftir en þar var gert ráð fyrir 2% afgangi á frumjöfnuði. Undirliggjandi rekstur er því á áætlun og markmiðinu um afgang á frumjöfnuði náð. Tekjuáætlun fjárlaga gekk eftir og útgjöld voru 2% innan heildarfjárheimilda. Eins og sést á mynd V-1 er afgangurinn á frumjöfnuði í ár einna mestur hér á landi meðal þróaðra ríkja.

... en óvíst að markmiðið um afgang á heildarjöfnuði árið 2014 náist

Í fjárlögum ársins 2012 var hins vegar ekki tekið á mögulegri gjaldfærslu vegna 13 ma.kr. framlags til Íbúðalánasjóðs. Litið var á það framlag sem eiginfjárframlag og því var það ekki gjaldfært. Afskriftapörf vegna taprekstrar Íbúðalánasjóðs er þó að öllum líkindum töluvert meiri og er hún ein helsta ógnin við markmið áætlunarinnar um jöfnuð í ríkisfjármálum. Í bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands fyrir afkomu ríkissjóðs á rekstrargrunni árið 2012 er þetta framlag hins vegar gjaldfært og er líklegt að það verði einnig gjaldfært í ríkisreikningi þegar hann kemur út í júní nk.

Þegar horft er til þess hvort skuldastaða ríkissjóðs sé sjálfbær verður einnig að taka með í reikninginn áfallnar lífeyrisskuldbindingar þótt þær séu samkvæmt alþjóðlegum stöðlum ekki taldar með í

1. Markmið áætlunar um jöfnuð í ríkisfjármálum eru sett fram miðað við greiðslugrunn fjárlaga sem oftast sýnir lakari afkomu en á rekstrargrunni.

opinberum tölum um skuldastöðu hins opinbera. Í bráðabirgðatölum Hagstofunnar fyrir árið 2012 kemur fram að vegna endurmats hafi lífeyrisskuldbindingar vegna ríkisstarfsmanna aukist um 10 ma.kr. en þær koma ekki fram í rekstrargrunni fjárlaga. Miðað við þetta endurmat eru lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs nú tæplega 23% af landsframleiðslu og bætast við skuldahlutfall upp á rúmlega 80% af landsframleiðslu. Svigrúm ríkissjóðs til að standa straum af kostnaði við þensluhvetjandi aðgerðir til að styðja við efnahagsbatann er því takmarkað.

Óvissa í fjármálum hins opinbera næstu árin lýtur að mestu að lakari afkomu. Efnahagsbatinn hefur heldur hægt á sér en það setur þrýsting á tekjuhlíð fjárlaga og komið hafa fram tillögur um aukin útgjöld svo sem vegna byggingar nýs Landspítala og í stjórnarfrumvarpi um lífeyrisréttindi almannatrygginga og félagslegan stuðning. Myndu þær að öðru óbreyttu kalla á mótvægisáðgerðir á gjalda- og/ eða tekjuhlíð ef verja á afkomu ríkissjóðs og tryggja að langtíma-áætlun um jöfnuð í ríkisfjármálum gangi eftir.

Í spá Seðlabankans um afkomu hins opinbera og ríkissjóðs er ekki gert ráð fyrir frekari gjaldfærslu vegna afskriftaþarfar íbúðalánasjóðs. Ástæðan er ekki sú að litlar líkur séu á frekari afskriftum enda telur bankinn rekstur sjóðsins ósjálfbæran við núverandi aðstæður.² Hins vegar er erfitt að spá fyrir um hve miklar afskriftirnar verða og hvenær ríkissjóður muni veita auknu fé til sjóðsins.

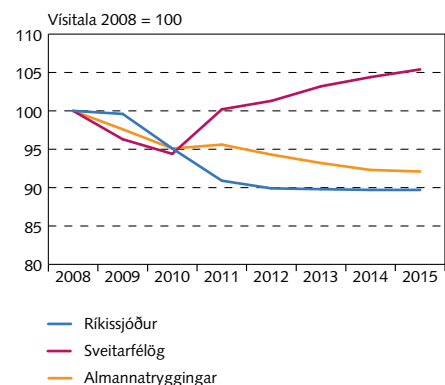
Samneysla ríkissjóðs dregst enn saman en samneysla sveitarfélaga eykst

Á síðasta ári hélt samneysla ríkissjóðs og almannatrygginga áfram að dragast saman. Samneysla ríkissjóðs dróst saman um 1% en almannatrygginga um 1,4%. Samneysla ríkissjóðs hefur því dregist saman að magni til um samtals 10% frá árinu 2008 og samneysluútgjöld almannatrygginga um 5,7%.

Fyrstu viðbrögð sveitarfélaga við efnahagskreppunni voru einnig að skera niður í samneyslunni og dróst samneysla þeirra meira saman en hjá ríkissjóði fyrstu tvö árin eftir að kreppan skall á eða um 5,7%. Árið 2011 urðu hins vegar kaflaskil þegar samneysluútgjöld sveitarfélaga tóku aftur að vaxa og það hratt en þau jukust um samtals 5% á árunum 2011 og 2012. Halli á rekstri sveitarfélaga nam þó aðeins 0,3% af landsframleiðslu árin 2011 og 2012 samanborið við tæplega 1% halla árin 2009 og 2010. Aðhaldi sveitarfélaga virðist því vera lokið og þau eru því ekki í sambærilegum aðhaldsaðgerðum og ríkissjóður. Sjálfsgagt hefur það áhrif á stöðuna að mörg sveitarfélög úti á landi njóta góðs af uppgangi í sjávarútvegi og ferðamannaíðnaði. Þó verður að setja þann fyrirvara á að tölur Hagstofunnar fyrir árið 2012 eru að mestu áætlun þar sem endanlegt uppgjör liggur ekki fyrir fyrir en ársreikningar sveitarfélaga verða birtir í september nk.³

Fróðlegt er að skoða þróun á nafnvirði samneyslunnar þar sem hún sýnir enn skýrar ólíka þróun hjá ríki og sveitarfélögunum. Nafnvirði

Mynd V-4
Þróun raunvirðis samneyslu 2008-2015¹

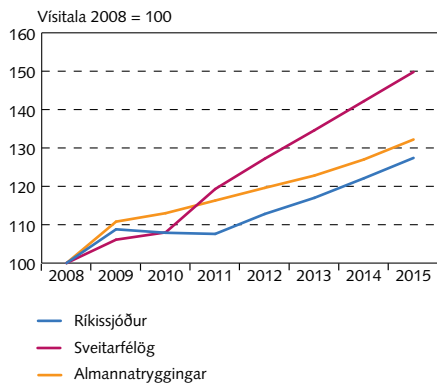


1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2. Sjá rammagrein III-1 í *Fjármálastöðugleika* 2013/1, bls. 35-38.

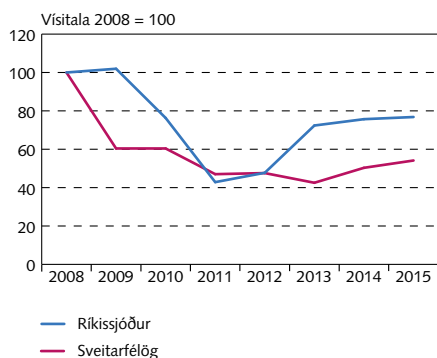
3. Veruleg endurskoðun verður oftast á fyrstu tölum sveitarfélaga vegna þess hversu seint endanlegar upplýsingar um afkomu þeirra liggja fyrir.

Mynd V-5
Þróun nafnvirðis samneyslu 2008-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6
Þróun nafnvirðis fjárfestingar 2008-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

samneysluútgjalda ríkissjóðs hækkaði um tæpa 8 ma.kr. milli árana 2009 og 2012 en nafnvirði samneysluútgjalda sveitarfélaga hækkaði á sama tíma um rúmlega 28 ma.kr., jafnvel þótt heildarútgjöld ríkisins til samneyslunnar séu 35% hærri en heildarútgjöld sveitarfélaganna. Árið 2012 nam nafnvirðisaukningin hjá ríkissjóði 3,6% en sambærileg tala fyrir sveitarfélögin var 16,6%. Mismunandi þróun skýrist aðallega af ólíkri þróun útgjalda til kaupa á vörum og þjónustu en þróun launakostnaðar er svipuð. Útgjöld ríkissjóðs til kaupa á vörum og þjónustu hafa staðið í stað að nafnvirði en hækkuðu um 9% hjá sveitarfélögum árið 2011 og er áætlað að þau hafi hækkað um 6% í fyrra.

Fjárfesting hins opinbera var í sögulegu lágmarki á síðasta ári

Fjárfesting hins opinbera dróst saman um 17% á síðasta ári og nam samtals 30,5 ma.kr. samanborið við 35 ma.kr. árið áður. Samdrátturinn var svipaður hjá ríki og sveitarfélögum. Fjárfesting ríkis og sveitarfélaga hefur nánast helmingast frá árinu 2008. Á föstu verðlagi er samdrátturinn enn meiri eða 62%. Sveitarfélögin urðu fyrri til að draga úr fjárfestingu eftir að fjármálakreppan skall á því að strax á árinu 2009 minnkaði fjárfesting þeirra um 40% að nafnvirði. Ríkissjóður hélt hins vegar óbreyttu fjárfestingarstigi það ár en árið eftir lækkaði fjárfesting ríkisins að nafnvirði um 25% og um 43% árið 2011. Sem hlutfall af landsframleiðslu nam fjárfesting hins opinbera 1,8% árið 2012 samanborið við 4,1% árið 2008.

Í ár er hins vegar gert ráð fyrir töluverðum viðsnúningi í fjárfestingu hins opinbera eða hátt í 18% vexti. Munar þar mest um aukna fjárfestingu ríkisins samkvæmt sérstakri fjárfestingaráætlun fyrir árin 2013-15 sem sett hefur verið á fjárlög. Auk þess hefst vinna við gerð Vaðlaheiðarganga í ár en hún flokkast sem opinber framkvæmd í þjóðhagsreikningum þótt hún sé ekki á fjárlögum.⁴ Árið 2015 er gert ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu hafi vaxið í 2,1%. Það er þó enn 1,5 prósentum undir meðaltali síðustu þrjátíu ára.

Í spánni sem hér er birt er gert ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera verði svipuð og í síðustu spá bankans. Enn er gert ráð fyrir að ekki verði af byggingu nýs Landspítala á spátímabilinu. Óvissa um byggingu spítalans er mikil en ríkisstjórnin lögfesti á vorþingi breytingar á hlutverki Nýja Landspítalans ohf. Félagið á nú einungis að undirbúa byggingu nýs Landspítala og gera verkið tilbúið til útboðs en ekki að gera samninga um einkaframkvæmd verksins. Verkið fer því ekki í einkaframkvæmd heldur verður á fjárlögum. Það að ríkisvaldið þarf sjálft að fjármagna kostnað byggingarinnar af fjárlögum kann að hafa í för með sér að hæggar gangi að hrinda áformunum í framkvæmd. Svo umfangsmikil fjárfesting myndi, ef ekki yrði gripið til mótvægisáðgerða, raska verulega langtímaáætlun um jöfnuð í opinberum fjármálum. Þar sem lögfesting frumvarpsins felur ekki í sér ákvörðun Alþingis um að heimila framkvæmdina né að veita fjárheimild til hennar er ný ríkisstjórn óbundin að þessu leyti.

4. Um einkaframkvæmd er að ræða og var hlutfélag stofnað um rekstur og byggingu ganganna en Hagstofan metur það svo að ríkissjóður beri alla fjárhagslega áhættu af rekstrinum og flokkar framkvæmdina því sem opinbera.

Þrátt fyrir viðsnúning í opinberum fjármálum er svigrúm hins opinbera til örvunaraðgerða lítið

Þriggja ára tímabili mikils aðhalds í opinberum fjármálum er nú lokið. Áfram er þó gert ráð fyrir nokkru aðhaldi og í áætlun um jöfnuð í opinberum fjármálum til ársins 2016 er gert ráð fyrir að frumjöfnuður verði jákvæður um 5% af landsframleiðslu í lok tímabilsins. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn áætlað að á árunum 2010-15 verði batinn í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði 12% af framleiðslugetu. Það er nánast sama breyting og gert er ráð fyrir að verði á Írlandi en aðeins í Grikklandi er gert ráð fyrir meiri bata á frumjöfnuði eða tæplega 18%. Næst á eftir Íslandi og Írlandi koma Spánn og Portúgal en þar er gert ráð fyrir 10% bata á frumjöfnuði.

Árangursrík erlend skuldabréfaútgáfa ríkissjóðs hefur að verulegu leyti hvílt á trúverðugleika áætlunarinnar um jöfnuð í ríkisfjármálum. Áherslur nýrrar ríkisstjórnar munu sjást þegar hún leggur fram fjárlagafrumvarp fyrir næsta ár. Hátt skuldahlutfall ríkissjóðs setur stjórnvöldum hins vegar töluverðar skorður. Eftir sem áður kann að vera vilji til þess að grípa til þensluhvetjandi aðgerða á gjalda- og/eða tekjuhlíð. Áhrif af slíkum aðgerðum eru þó líklega minni hér á landi en í stærri Evrópuríkjum sökum þess hve lítið og opið hagkerfið er þar sem hluti aukinnar eftirspurnar lekur úr landi gegnum aukinn innflutning. Margfaldarar ríkisfjármála eru því jafnan minni hér á landi.⁵

Dregið hefur úr slaka í þjóðarbúskapnum. Aðhaldsstig peningastefnunnar á hverjum tíma tekur tillit til þess og myndu þensluhvetjandi aðgerðir í ríkisfjármálum, á sama tíma og slakinn hverfur eða er horfinn, kalla á aukið aðhald peningastefnunnar. Það myndi draga enn frekar úr stærð margfaldara ríkisfjármála. Hverjar svo sem aðgerðir stjórnvalda verða er mikilvægt að ekki verði vikið verulega frá núgildandi áætlun um jöfnuð í ríkisfjármálum því að lakari afkoma kann að vekja upp spurningar um sjálfbærni skuldastöðunnar sem gæti haft í för með sér hækkun áhættuálags og þar með aukinn vaxtakostnað. Rétt er að hafa í huga að önnur ríki sem eru með svipað skuldahlutfall og Ríkissjóður Íslands, eins og t.d. Spánn og Portúgal, hafa lent í vandræðum sem höftin hér á landi hafa fram til þessa hlíft ríkissjóði fyrir.

Höftin hafa haldið vaxtakostnaði hins opinbera niðri ...

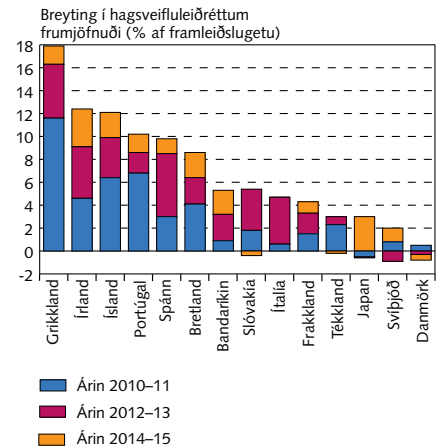
Ríkissjóði hefur tekist að fjármagna hallarekstur sinn á hagstæðari kjörum en ella vegna fjármagnshaftanna. Vaxtabyrði ríkissjóðs er þrátt fyrir það mjög mikil og eru vextir nú þriðji stærsti útgjaldaliður ríkissjóðs. Þannig er áætlað að vaxtagreiðslur nemi um 88 ma.kr. í ár samkvæmt fjárlagafrumvarpi ársins 2013 og að þar af sé ríflega 23 ma.kr. vegna vaxtagreiðslna af erlendum lánum. Ef til þess kæmi að fjármagnshöft verði losuð má gera ráð fyrir að vaxtakostnaður ríkissjóðs vegna nýrrar skuldabréfaútgáfu hækki að öðru óbreyttu.

... og hjálpað til við að ná tókum á skuldum hins opinbera

Skuldaferill hins opinbera hækkar um 4-5 prósentur frá síðustu spá vegna lækkunar á nafnvirði landsframleiðslu. Skuldir hins opinbera

Mynd V-7

Aðlögun ríkisfjármála í nokkrum þróuðum ríkjum í kjölfar fjármálakreppunnar¹

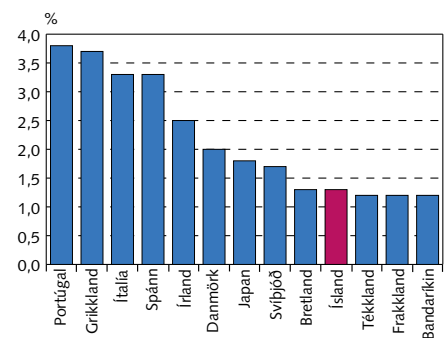


1. Aðlögunin 2010-11 vísar í breytingu hagsveifluleiðréttis frumjafnaðar 2011 í samanburði við 2009; 2012-13 vísar í sambærilega breytingu 2013 í samanburði við 2011; og 2014-15 vísar í sambærilega breytingu 2015 í samanburði við 2013.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2012). *Fiscal Monitor*, október 2012.

Mynd V-8

Raunvaxtabyrði skulda hins opinbera árið 2012¹

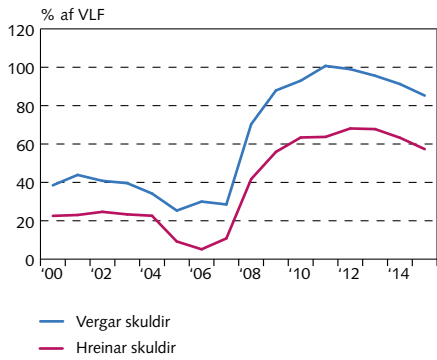


1. Byggt á mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í *Fiscal Monitor*, október 2012. Raunvextir opinberra skulda eru reiknaðir sem hlutfall vaxtagreiðslna af skuldum síðasta tímabils.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

5. Sjá t.d. umfjöllun í kafla 15 í „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, Seðlabanki Íslands, *Sérítit* 7, september 2012 og alþjóðlegan samanburð á margföldurum ríkisfjármála í viðauka 4 í *Peningamálum* 2008/1.

Mynd V-9
Skuldir hins opinbera 2000-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

sem hlutfall af landsframleiðslu munu hins vegar lækka á spátím-
anum, ekki vegna þess að nafnvirði höfuðstóls skulda lækki, heldur
vegna þess að nafnvirði landsframleiðslu hækkar vegna hagvaxtar
og hækkunar verðlags. Lækkun skuldahlutfalls mun því ekki leiða til
lægri vaxtabyrði í krónum talið. Engar ákvarðanir hafa verið teknar um
frekari fyrirframgreiðslur erlendra lána.

VI Vinnumarkaður og launapróun

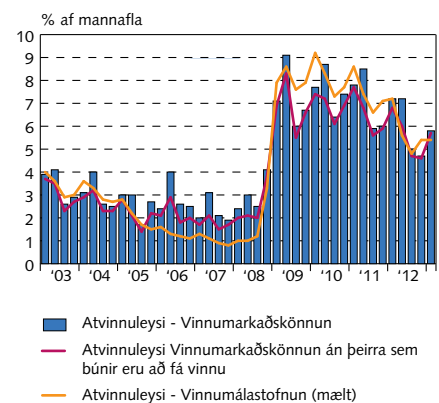
Atvinnuleysi hélt áfram að minnka á fyrsta ársfjórðungi og var heldur minna en spáð var í febrúar. Gert er ráð fyrir að áfram dragi úr skráðu atvinnuleysi, bæði vegna áframhaldandi aukinna umsvifa í þjóðar-búskapnum og vegna þess að margir sem hafa verið atvinnulausir munu fullnýta bótarétt sinn. Heildarvinnustundum fjölgaði nokkru meira á fyrsta fjórðungi ársins en hafði verið gert ráð fyrir í febrúar og bjartsýni forsvarsmanna fyrirtækja virðist heldur hafa aukist. Lakari hagvaxtarhorfur hafa hins vegar í för með sér að gert er ráð fyrir að vinnuafleifingur aukist hægar á næstu árum en áætlað var í síðustu spá. Endurskoðaðar tölur Hagstofu Íslands benda til þess að launastigið hafi verið lægra á árunum 2007-11 en fyrri tölur bentu til. Endurskoðunin sýnir að launahækkunar á tímabilinu 2007-9 hafi verið nokkru minni en áður var talið en að launahækkunar árunum 2010 og 2011 hafi hins vegar verið meiri. Það, ásamt horfum á hægari framleiðnivexti á næstu árum, gerir það að verkum að nú er talið að vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu hafi verið meiri undanfarin ár og muni vaxa hraðar á næstu árum samanborið við febrúarspána.

Atvinnuleysi minna vegna styttingar bótaréttar

Að jafnaði eykst atvinnuleysi eins og það er mælt af Vinnumálastofnun (VMS) á fyrsta fjórðungi ársins. Í ár stóð það hins vegar í stað, líklega að mestu vegna þess að bráðabirgðaákvæði sem lengdi atvinnuleysis-bótarétt úr þremur árum í fjögur féll úr gildi um síðustu áramót. Var skráð atvinnuleysi 5,4%, sem er heldur minna en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Að teknu tilliti til árstíðar minnkaði atvinnuleysi um 0,7 prósentur og var 4,6% og hefur ekki mælst jafn lítið frá því á síðasta fjórðungi ársins 2008.

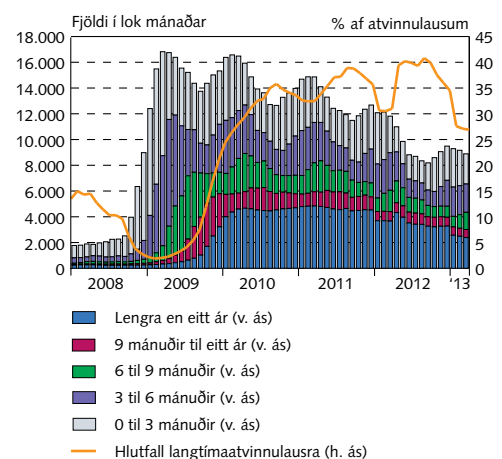
VMS áætlar að um 1.900 manns hafi misst bótarétt á fyrsta þriðjungi ársins. Þar af hafa um 400 manns verið atvinnulausir í 3-3½ ár, fá greiddan biðstyrk í allt að sex mánuði og þurfa að staðfesta atvinnuleit á sama hátt og þeir sem eiga bótarétt og teljast því áfram atvinnulausir. Átaksverkefnið Liðsstyrkur gengur út á að bjóða þeim einstaklingum sem missa bótarétt og skrá sig í verkefnið störf á almennum vinnumarkaði eða hjá hinu opinbera eða þeim sem á þurfa að halda starfsendurhæfingu. Í lok apríl höfðu 500 manns fengið vinnu í gegnum verkefnið, um 300 biðað þess að fá starf og um 40 hafa farið í starfsendurhæfingu. Lítið sem ekkert er vitað um þá sem eiga ekki lengur rétt á bótum frá VMS en miðað við áætlun VMS gætu það verið á bilinu 600-700 manns eða sem svarar til tæplega hálftrar prósentu af vinnuaflinu. Einhverjir þeirra geta verið áfram á atvinnuleysissskrá vilji þeir nýta sér vinnumiðlunarþjónustu VMS, en gera má ráð fyrir því að einungis lítill hluti þeirra geri það. Þótt atvinnuleysi samkvæmt skrá VMS minnki vegna þess að bótaréttur þeirra sem lengst hafa verið atvinnulausir sé fullnýttur ættu þeir sem ekki eiga lengur rétt á bótum, en eru í virkri atvinnuleit, að mælast áfram atvinnulausir í tölum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands (VMK), en í þeirri könnun telst sá sem er tilbúinn að hefja störf innan tveggja vikna í virkri atvinnuleit óháð bótarétti. Ekki síst vegna þessara breytinga á bótarétti eru tölur Hagstofunnar líklega betri mælikvarði

Mynd VI-1
Mismunandi aðferðir við að mæla atvinnuleysi
1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2013



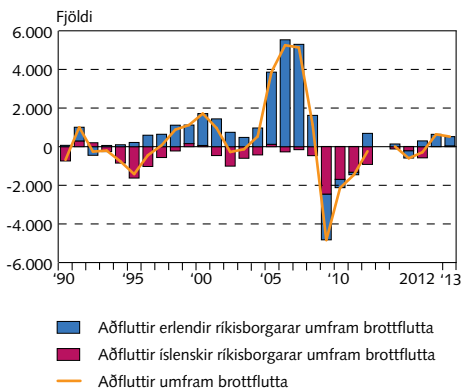
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun.

Mynd VI-2
Atvinnuleysi eftir lengd
Janúar 2008 - mars 2013



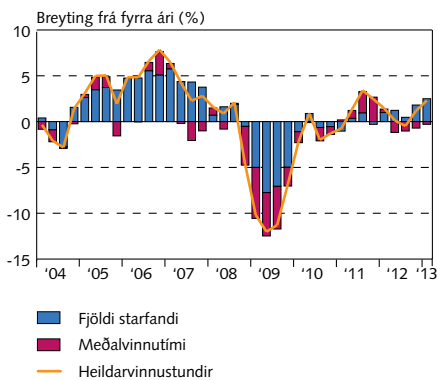
Heimild: Vinnumálastofnun.

Mynd VI-3
Fólksflutningar



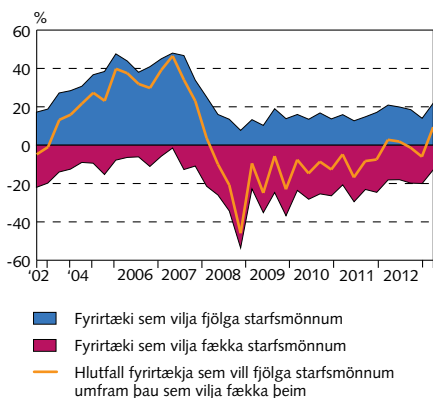
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-4
Breytingar á atvinnu og vinnutíma
1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2013



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-5
Fyrirtæki sem hyggja á starfsmanna-
breytingar á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

á raunverulega þróun á vinnumarkaði um þessar mundir. Miðað við niðurstöður VMK fyrir fyrsta fjórðung ársins mælist atvinnuleysi heldur meira í VMK og hjá VMS eða 5,8% (5,3% sé tekið tillit til árstíðar-sveiflu). Einnig má gera ráð fyrir að skráð atvinnuleysi samkvæmt VMS lækki hraðar en atvinnuleysi samkvæmt VMK og að munurinn aukist heldur eftir því sem fleiri fullnýta bótarétt sinn. Jafnframt má gera ráð fyrir að atvinnuleysi eins og VMK mælir það verði meira þegar þeir sem horfið hafa af vinnumarkaði og fullnýtt bótarétt sinn hefja atvinnuleit að nýju.

Langtímaatvinnuleysi minnkar áfram

Langtímaatvinnulausum, þ.e. þeim sem hafa verið atvinnulausir lengur en í eitt ár, tók að fækka á síðasta ári og hefur þróunin haldið áfram á þessu ári. Fækkunin er örari í þessum hópi en meðal þeirra sem hafa verið atvinnulausir skemur, enda hafa vinnumarkaðsaðgerðir VMS sérstaklega beinst að langtímaatvinnulausum. Langtímaatvinnulausir mælast nú 27% atvinnulausra, en fyrir ári var hlutfallið 31%.

Fjöldi aðfluttra meiri en brottfluttra síðustu tvo ársfjórðunga

Í kjölfar fjármálakreppunnar flutti talsverður fjöldi landsmanna til annarra landa. Eftir því sem tíminn frá því að kreppan skall á hefur liðið hefur jafnt og þétt dregið úr fjölda brottfluttra umfram aðflutta. Á síðasta ári fluttu 319 fleiri frá landinu en til þess eða sem nemur 0,1% af mannfjölda, en jöfnuðurinn var neikvæður um ½% af mannfjölda árið á undan og 1½% þegar hann varð neikvæðastur árið 2009. Á síðasta fjórðungi í fyrra og fyrsta fjórðungi í ár fluttu hins vegar fleiri til landsins en frá því eða sem nemur 0,2% af mannfjölda.

Heildarvinnustundum fjölga vegna fjölgunar starfa

Samkvæmt niðurstöðum VMK var vinnuafseftirspurn nokkru meiri á fyrsta fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Þá var gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgaði um 1,5% milli ára, en reyndin varð 2,5%. Starfandi fólki fjölgaði um 2,7% á fjórðungnum, sem er um einni prósentu meiri fjölgun en á fjórðungnum á undan. Ólíkt því sem verið hefur undangengna ársfjórðunga, stóðu meðalvinnustundir á mann hins vegar nánast í stað.

Eins og fjallað hefur verið um í fyrri *Peningamálum* fjölgaði heildarvinnustundum í fyrstu eftir að bati á vinnumarkaði hófst vegna lengingar meðalvinnutíma, eins og vænta mátti í ljósi þess að aðlögun vinnuafslnotkunar í kjölfar fjármálakreppunnar átti sér að tölverðu leyti stað með fækkun vinnustunda á mann.¹ Frá og með öðrum fjórðungi í fyrra tók störfum einnig að fjölga. Fljótlega eftir að starfandi fólki tók að fjölga styttest hins vegar meðalvinnutími, en fjölgun starfandi fólks var það mikil að hún náði að vega á móti styttri meðalvinnutíma. Óljóst er hvers vegna meðalvinnutími hefur styst undangengið ár. Ein líkleg skýring er að vinnutími sé styttri hjá nýráðnum starfsmönnum. Hins vegar sýna niðurstöður úr launaran-sókn Hagstofu Íslands (LRS) að greiddum stundum fjölgaði um 0,2% á síðasta ári en samkvæmt VMK fækkaði þeim um 0,6%. Munurinn á

1. Sjá umfjöllun í kafla VI og rammagrein VI-1 í *Peningamálum* 2012/4.

Þessum mælikvörðum gæti endurspeglad mismunandi aðferðafræði á bak við þessa mælikvarða. Meðalvinnutími er þó enn undir langtíma-meðtali og því líklegra að hann lengist á ný samfara aukinni atvinnu en að hann styttest.

Fleiri fyrirtæki vilja fjölga starfsmönnum en fækka

Rúmlega 9% fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsmönnum á næstu sex mánuðum en fækka þeim samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup sem var framkvæmd í mars sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Bæði vildu fleiri fyrirtæki fjölga starfsmönnum nú en í síðustu könnun og færri fækka starfsmönnum. Aðeins í sjávarútvegi og fjármálastarfsemi hafa fleiri fyrirtæki áform um að fækka starfsfólki en fjölga. Mestu umskiptin, bæði frá síðustu könnun og könnuninni sem gerð var á sama tíma í fyrra, áttu sér stað meðal fyrirtækja í byggingastarfsemi en í mars sl. vildu 44% þeirra fjölga starfsmönnum.

Gert ráð fyrir hægari fjölgun heildarvinnustunda á spátímanum ...

Þar sem nú er útlit fyrir að hagvöxtur verði minni á spátímanum en spáð var í febrúar er gert ráð fyrir heldur hægari fjölgun heildarvinnustunda á spátímanum. Í ár er þó gert ráð fyrir svipaðri fjölgun og í síðustu spá eða 1,1% en heldur hægari fjölgun út spátímann. Þar sem horfur eru á meiri hagvexti en sem nemur fjölgun heildarvinnustunda, er áætlað að framleiðni vinnuaflsins muni halda áfram að aukast á tímabilinu. Hún jókst um 1,2% í fyrra og mælist nú ríflega 6% meiri en hún var þegar fjármálakreppan skall á haustið 2008. Áætlað er að framleiðni vinnuaflsins aukist um 1,8% að meðaltali á ári á þessu og næstu tveimur árum, sem er lítillega undir langtímaleitnivexti og minni en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Efnahagsbatinn verður því að nokkru leyti án samsvarandi fjölgunar heildarvinnustunda.

... en horfur um atvinnuleysi svipaðar

Eins og fram kom hér að framan hefur þróun atvinnuleysis það sem af er ári verið áþekkt en þó heldur betri en gert var ráð fyrir í febrúar. Atvinnuleysishorfur til næstu þriggja ára eru svipaðar og þær voru í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að mælt atvinnuleysi verði um 4,6% á þessu ári, um 4,2% á því næsta og um 4% í lok spátímans.

Endurskoðun á heildarlaunatölum Hagstofunnar

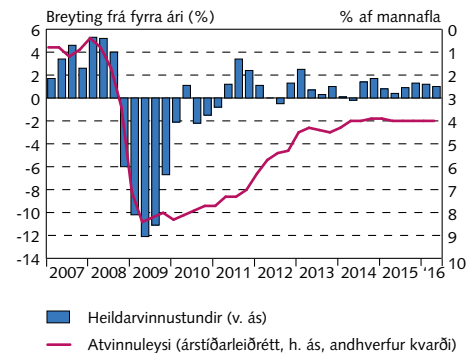
Hagstofan birti í mars endurskoðaðar tölur út frá þjóðhagsreikningum um heildarlaun á árunum 2007-11 sem sýna að laun hækkuðu nokkru minna á fyrstu árum kreppunnar en fyrri tölur höfðu bent til. Á móti kemur að launahækkanir árunum 2010 og 2011 virðast hafa verið meiri en fyrri tölur gáfu til kynna. Launastigið er þó um 1½% lægra á öllu tímabilinu en fyrri tölur bentu til. Á sama tíma birti Hagstofan einnig fyrstu tölur fyrir síðasta ár og sýna þær heldur meiri hækkun heildarlauna en gert var ráð fyrir í febrúarspánni eða 8,5% í stað 7,8%. Launahækkanir árunum 2010-12 eru því að jafnaði um 1 prósentu meiri á ári en gert var ráð fyrir í febrúarspánni.

Launapróun á fyrsta fjórðungi þessa árs var í samræmi við febrúarspána. Launavísitalan hækkaði um 2,4% á milli fjórðunga og nam árshækkun vísitölnnar 5,2%. Umsamin launahækkun ársins sem

Mynd VI-6

Heildarvinnustundir og atvinnuleysi

1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2016¹

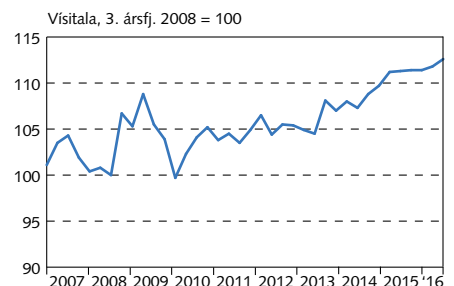


1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2016. Heimildir: Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-7

Framleiðni vinnuafls

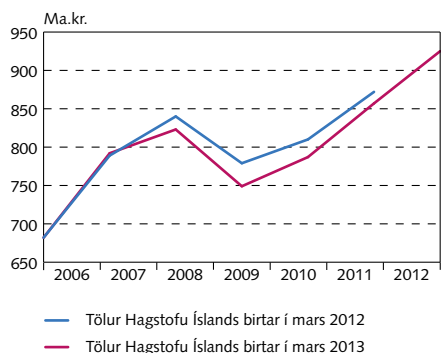
1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2016¹



1. Landsframleiðsla sem hlutfall af heildarvinnustundum. Árstíðarleiddrett gögn Seðlabankans. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-8

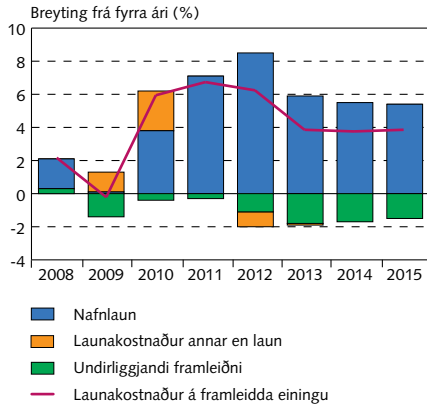
Laun og launatengd gjöld



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-9

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2015¹



1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

kom til framkvæmda á fjórðungnum skýrir að mestu hækkun vísitölunnar en hluti hennar stafar af launahækkunum á Landspítalanum. Enn er óvíst hvort og í hvaða mæli sú launahækkun leiðir til hækkana hjá öðrum opinberum starfsmönnum eða á almennum vinnumarkaði. Eins og í fyrri spá er ekki gert ráð fyrir að áhrifin verði mikil eða almenn enda lítið svigrúm til staðar til launahækkana hjá þeim stofnunum þar sem þessir hópar eru í meirihluta.

Forsendur um þróun launa á næstu misserum hafa því lítið breyst frá síðustu spá. Gert er ráð fyrir sömu breytingum milli ársfjórðunga en ársþækkun launa verður nokkru meiri þar sem tölur Hagstofunnar sýndu heldur meiri hækkun launa í fyrra eins og áður var rakið. Gert er ráð fyrir heldur hægari framleiðnivexti á spátímanum en í síðustu *Peningamálum* og því vex launakostnaður á framleidda einingu nokkru meira en spáð var í febrúar eða um ríflega 3½% á ári að jafnaði, sem er nokkru yfir verðbólguþröngun Seðlabankans.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptajöfnuður, reiknaður samkvæmt alþjóðlegum stöðlum, var neikvæður um tæp 5% af vergri landsframleiðslu á síðasta ári. Þetta er rúmlega prósentu minni halli en á árinu 2011. Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum mældist tæpir 108 ma.kr. en 191 ma.kr. halli var á jöfnuði þáttatekna. Undirliggjandi þáttatekjuhalli (þ.e. þegar leiðrétt hefur verið fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra og fyrir lyfjafyrirtækinu Actavis) var 136 ma.kr. minni en opinberi hallinn eða um 55 ma.kr.¹ Undirliggjandi viðskiptajöfnuður ársins 2012 var því jákvæður um 52 ma.kr. eða rúm 3% af vergri landsframleiðslu.

Horfur eru á minni afgangi af vöru- og þjónustujöfnuði á spátímanum en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í febrúar. Þar vegast á óhagstæðari þróun viðskiptakjara og horfur um heldur jákvæðara framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar. Spáð er að undirliggjandi viðskiptajöfnuður verði jákvæður um 4% af vergri landsframleiðslu á þessu ári en að afgangurinn minnki í tæplega 1% á næsta ári og verði lítillega neikvæður á árinu 2015 eða nokkru verri en spáð var í febrúar. Lakari horfur má einkum rekja til minni afgangi af vöru- og þjónustujöfnuði.

Útlit fyrir minni afgang af vöru- og þjónustuviðskiptum en í febrúarspánni

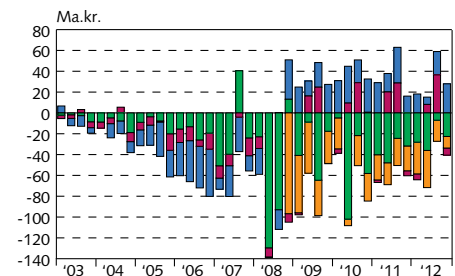
Afgangur af vöruskiptajöfnuði hefur aukist nokkuð það sem af er ári samanborið við sama tímabil í fyrra. Mældur á föstu gengi dróst innflutningur á fyrstu þremur mánuðum ársins saman um tæplega 10% miðað við sama tíma árið áður, en útflutningur dróst saman um rúmlega 2% á sama tíma. Afgangur af vöruskiptajöfnuði, mældur á föstu gengi, nam rúmlega 27 ma.kr. á þessu tímabili. Þetta er um 10 ma.kr. meiri vöruskiptaafgangur en á sama tímabili í fyrra. Vöruskiptajöfnuður án skipa og flugvéla var hins vegar rúmum 2 ma.kr. lakari á fyrstu þremur mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra, en þá voru flutt inn skip og flugvélar að verðmæti 12,6 ma.kr. á föstu gengi. Vöruskiptajöfnuður með og án skipa og flugvéla var hins vegar svipaður og á sama tímabili á árunum 2010-11.

Þjónustuviðskipti á fjórða fjórðungi ársins 2012 voru neikvæð um 6,8 ma.kr., mæld á föstu gengi, eftir tæplega 39 ma.kr. afgang á fjórðungnum á undan. Afgangur af þjónustuviðskiptum á síðasta ári var 34 ma.kr. eða tæpum 8 ma.kr. minni en árið 2011. Auknar hreinar tekjur af samgöngum og ferðaþjónustu skýra afganginn á síðasta ári en á móti vega aukin útgjöld vegna „annarrar þjónustu“ (t.d. rekstrarleigu, lögfræði- og endurskoðunarþjónustu) en þau jukust mun meira en samsvarandi tekjur af annarri þjónustu og draga talsvert úr áhrif-

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar¹

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2012



■ Vöruskiptajöfnuður
■ Þjónustujöfnuður
■ Þáttatekjujöfnuður (hlutur innlánsstofnana í slitameðferð)
■ Þáttatekjujöfnuður (annað)

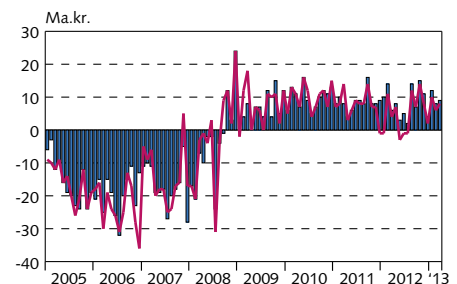
1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-2

Vöruskiptajöfnuður

Á föstu gengi, janúar 2005 - mars 2013



— Vöruskiptajöfnuður án skipa og flugvéla
— Vöruskiptajöfnuður

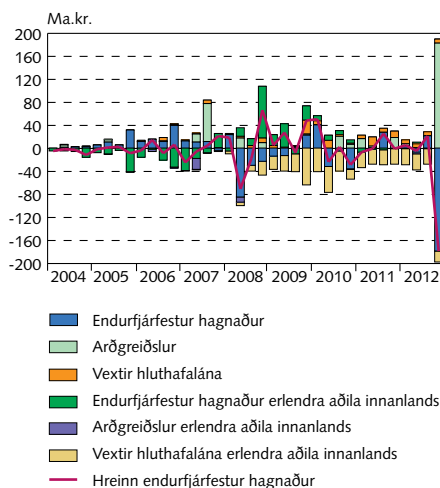
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Líkt og í fyrri spám er talið réttmætt að líta fram hjá lyfjafyrirtækinu Actavis í mati á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði en fyrirtækið hefur verið mjög skuldsett og mikil vaxtagjöld eru reiknuð á skuldarnar. Greiðslur vegna skuldanna eru hins vegar litlar (sjá nánar í grein Arnórs Sighvatssonar, Ásgeirs Daniélssonar, Freys Hermannssonar, Gunnars Gunnarssonar, Hrnannar Helgadóttur, Regínu Bjarnadóttur og Ríkarðs B. Ríkarðssonar, 2011, „Hvað skuldar þjóðin?“, sem kom út í ritinu *Efnahagsmálum* nr. 4 í febrúar 2011, og í „Undirliggjandi erlend staða og greiðslujöfnuður“, *Sérriti* nr. 9, Seðlabanki Íslands, mars 2013).

Mynd VII-3

Arður af beinni erlendri fjárfestingu

1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2012

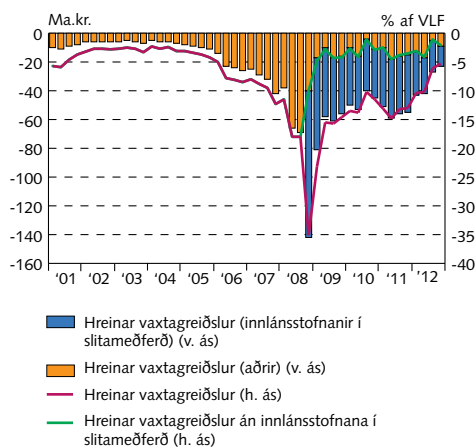


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-4

Hreinar erlendar vaxtagreiðslur

1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

unum af miklum afgangi af samgöngum og ferðapjónustu. Töluverð aukning varð á milli ára í útfluttri ferðapjónustu en innflutningur ferðapjónustu jókst einnig nokkuð.

Útlit er fyrir áframhaldandi afgang af vöru- og þjónustuviðskiptum á þessu ári. Búið er við að vöruútflutningur dragist saman um u.þ.b. ½% í ár. Vegur þar þyngst að spáð er að heildarútflutningur sjávarafurða dragist saman um 3% á þessu ári. Á hinn bóginn er gert ráð fyrir töluverðum vexti í öðrum vöruútflutningi, sem nýtur hagstæðs raungengis og er ekki háður magntakmörkunum til skemmri tíma (sjá nánar í kafla II). Vísbendingar eru um að útflutningur ferðapjónustu hafi vaxið ört á fyrsta ársfjórðungi þessa árs. Velta erlendrar greiðslukorta var t.d. tæplega 20% meiri á fyrstu þremur mánuðum þessa árs en á sama tíma í fyrra og hefur veltan aukist ár frá ári. Upplýsingar frá Ferðamálastofu benda einnig til þess að erlendum ferðamönnum hafi fjölgað um rúmlega 34 þúsund eða um liðlega 39% fyrstu þrjá mánuði ársins frá sama tímabili í fyrra. Gert er ráð fyrir að þjónustuútflutningur aukist um 8,6% að magni til á þessu ári og að vöru- og þjónustuútflutningur í heild aukist um tæplega 3% frá fyrra ári, sem er um 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Þrátt fyrir meiri vöxt útflutnings og minni vöxt innflutnings verður afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum minni í ár en búið var við í febrúar um sem nemur tæplega einni prósentu af landsframléiðslu eða um 6½%. Skýrist það af talsvert lakari viðskiptakjörum í ár, eins og rakið er í kafla II. Spáð er að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði verði um 4½% af landsframléiðslu á næsta ári og tæplega 3½% árið 2015. Þetta er minni afgangur en gert var ráð fyrir í febrúarspánni og skýrist munurinn aðallega af lakari viðskiptakjarahorfum.

Þáttatekjuhallinn var talsverður í fyrra en minnkar mikið frá árinu 2011

Þáttatekjuhallinn samkvæmt opinberu uppgjöri reyndist 191 ma.kr. í fyrra eða um 11,2% af vergri landsframléiðslu sem er þó 48 ma.kr. minni halli en árið 2011. Það sem skýrir þessa breytingu milli ára er að mestu leyti 85 ma.kr. minni halli af vaxtjöfnuði, sem að mestu leyti má rekja til lægri erlendra vaxtagjalda. Vaxtagjöld hafa farið lækkanði frá öðrum ársfjórðungi 2011. Hrein ávöxtun hlutafjár, sem sveiflast meira en hrein vaxtagjöld, dróst hins vegar saman um rúma 35 ma.kr. og er skýringu á samdrættinum að mestu að finna á tekjuhliðinni. Samanlagðar tekjur af arðgreiðslum og endurfjárfestum hagnaði voru tæpir 28 ma.kr. og drógust saman um 38 ma.kr. frá árinu 2011. Það sama á við um vaxtatekjur af hluthafalánum sem voru tæpir 28 ma.kr. en drógust saman um 13 ma.kr. frá árinu 2011. Á fyrri hluta ársins 2012 var þáttatekjuhallinn um 130 ma.kr. en hann var einungis 61 ma.kr. á seinni hluta ársins.

Undirliggjandi þáttatekjuhali var hins vegar mun minni á síðasta ári en samkvæmt opinberu uppgjöri eða rúmir 55 ma.kr. (sem samsvavar 3,2% af vergri landsframléiðslu) sem er um 29 ma.kr. minni halli en árið 2011. Hallinn skýrist einkum af 45 ma.kr. halla af vaxtjöfnuði. Minni halli á árinu 2012 samanborið við árið 2011 skýrist bæði af 16 ma.kr. minni halla af ávöxtun hlutafjár og 14 ma.kr. minni vaxtahalla.

Nokkur undirliggjandi viðskiptaafgangur í ár ...

Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta var jákvæður um tæpa 108 ma.kr. á síðasta ári en þáttatekjuhallinn ásamt rekstrarframlögum nam rúmlega 191 ma.kr.² Mældur viðskiptajöfnuður var þannig neikvæður um tæpa 84 ma.kr. eða sem samsvarar 4,9% af vergri landsframleiðslu. Afgangur mældist hins vegar á undirliggjandi viðskiptajöfnuði á síðasta ári sem nam 52 ma.kr. eða sem samsvarar 3,1% af vergri landsframleiðslu.

Líkt og rakið er hér að ofan er útlit fyrir að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði verði um 119 ma.kr. á þessu ári eða um 6½% af vergri landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir að halli af þáttatekjum verði nokkru minni í ár en í fyrra vegna minni vaxtagjalda. Ein helsta ástæðan eru lægri vaxtagjöld vegna Actavis, en líkt og gert hefur verið ráð fyrir í spám Seðlabankans munu áhrifin af sölu Actavis til bandaríska lyfjarisans Watson Pharmaceuticals á erlenda stöðu þjóðarbúsins samkvæmt opinberum stöðlum verða nokkur og þar með talið á þáttatekjuföfnuðinn. Minni þáttatekjuhalli vegur þyngra en minni afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum og því verður viðskiptajöfnuður samkvæmt opinberu uppgjöri nokkru betri á þessu ári en í fyrra eða neikvæður um 27 ma.kr. eða 1½% af vergri landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir að undirliggjandi þáttatekjuhalli verði talsvert minni en opinberi þáttatekjuhallinn á þessu ári eða um 35 ma.kr. sem leiðir af sér 73 ma.kr. undirliggjandi afgang á viðskiptajöfnuði (4,1% af landsframleiðslu) sem er nokkru meiri afgangur en í fyrra og heldur meiri afgangur en spáð var í febrúar.

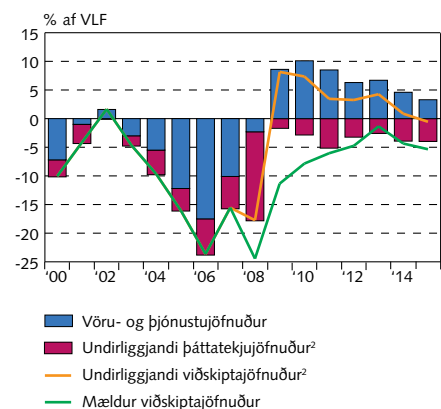
... en verður orðinn lítillega neikvæður árið 2015

Gert er ráð fyrir að halli á undirliggjandi þáttatekjuföfnuði aukist nokkuð á næsta ári vegna aukins vaxtakostnaðar erlendra skuldbindinga. Meginástæðan er sú að við útreikning á þáttatekjuföfnuði hefur verið byggt á þeirri forsendu að a.m.k. tvær af þremur innlánsstofnunum í slitameðferð breyti um rekstrarform á árinu sem hafi í för með sér breytingu á flokkun eigna og skulda í opinberu greiðslujafnaðaruppgjöri. Ekki er talin ástæða til að breyta þeirri forsendu enn sem komið er. Þar með eru eignir og skuldir þessara fyrrum innlánsstofnana ekki lengur settar til hliðar við mat á undirliggjandi þáttatekjuföfnuði. Það mun hafa neikvæð áhrif á þróun undirliggjandi þáttatekjufarnaðar þar sem hrein staða við útlönd versnar þegar uppgjör þeirra á sér stað og því hækka vaxta- og arðgreiðslur vegna þeirra eigna sem erlendu kröfuhafarnir fá í sinn hlut.

Spáð er að viðskiptahalli samkvæmt opinberu uppgjöri aukist í 4½% af vergri landsframleiðslu á næsta ári en að tæplega 1% afgangur verði á undirliggjandi viðskiptajöfnuði. Þetta er nokkru minni afgangur en gert var ráð fyrir í síðustu spá *Peningamála*, enda var þá gert ráð fyrir tæplega 2 prósentu meiri afgangi af vöru- og þjónustuviðskiptum á árinu 2014. Á árinu 2015 er gert ráð fyrir að opinberi viðskiptahallinn aukist enn frekar og að undirliggjandi viðskiptajöfnuður verði lítillega neikvæður þar sem afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum minnkar á sama tíma og þáttatekjuhallinn eykst.

2. Rekstrarframlög námu 10 ma.kr. á árinu og hafa aukist jafnt og þétt frá því að fjármálakreppan skall á árið 2008.

Mynd VII-5
Viðskiptajöfnuður 2000-2015¹

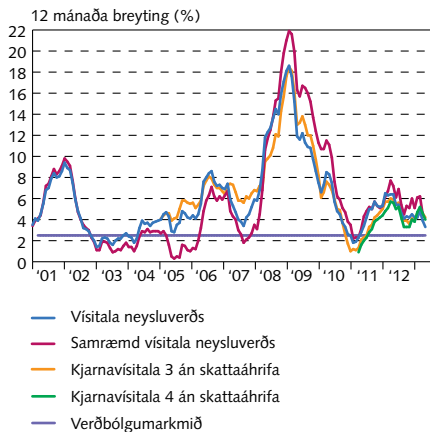


1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2013-2015. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slita-meðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörum búa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis á þáttatekjuföfnuð.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-1

Verðbólga á ýmsa mælikvarða¹

Janúar 2001 - apríl 2013

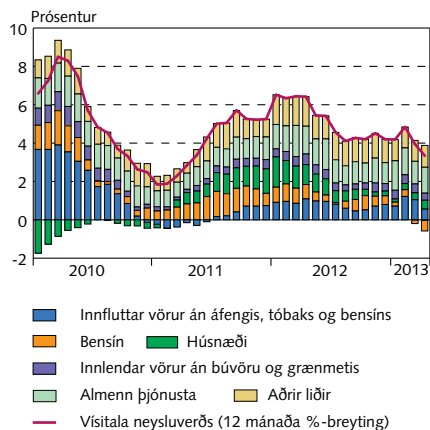


1. Kjarnavísitala 3 er visitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensins, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Í kjarnavísitalu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-2

Undirlitir verðbólgu

Framlag einstakra undirlita til verðbólgu jan. 2010 - apríl 2013



Heimild: Hagstofa Íslands.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Ársverðbólga hefur hjaðnað frá útgáfu síðustu *Peningamála* og mældist 3,3% í apríl sl. Hins vegar hefur dregið hægar úr undirliggjandi verðbólgu sem, ásamt langtímaverðbólguvæntingum nokkuð yfir verðból gumarkmiði, benda til þess að enn séu að verki þættir sem vinna gegn frekari hjöðnun verðbólgu. Verðbólguhorfur hafa heldur batnað í kjölfar gengisstyrkingar krónunnar að undanfögnu þrátt fyrir að verðbólga hafi reynst lítillaga meiri á fyrsta ársfjórðungi 2013 en áður var spáð. Meiri framleiðslulaki á næsta ári en áður var gert ráð fyrir dregur einnig úr verðbólguþrýstingi þótt meiri launaþrýstingur vegi upp á móti. Spáð er að meðalverðbólga á þessu ári verði 3,8% og 2,7% á næsta ári. Verðbólguhorfur eru hins vegar sem fyrr afar óvissar þar sem gengispróun krónunnar og launaþróun munu ráða miklu um framvinduna. Óvissumat spárinnar bendir til þess að um helmingslíkur séu á að verðbólga verði á bilinu 2-4% að ári liðnu.

Verðbólga hefur hjaðnað undanfarna mánuði ...

Verðbólga mældist 4,3% á fyrsta ársfjórðungi 2013, þriðja ársfjórðunginn í röð. Verðhækkun almennrar þjónustu og innfluttrar vöru án áfengis, tóbaks og bensins hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs á fyrsta ársfjórðungi þar sem töluverð áhrif vegna gengislækkunar krónunnar í ársbyrjun komu fyrst og fremst fram í verðhækkunum í janúar og febrúar, þótt ekki sé útilokað að þeirra gæti enn og vegi á móti áhrifum nýlegrar hækkunar krónunnar. Til viðbótar við áhrif gengislækkunarinnar áttu útsölulok og hækkun launa einnig þátt í 1,6% hækkun vísitölu neysluverðs í febrúar frá fyrri mánuði sem olli því að ársverðbólga jókst í 4,8%. Í mars hækkaði vísitalan hins vegar mun minna milli mánaða eða um 0,2%, og hjaðnaði ársverðbólga því á ný í 3,9%. Í kjölfar 0,2% hækkunar vísitölu neysluverðs í apríl, sem að mestu má rekja til hækkunar kostnaðar vegna eigin húsnæðis, minnkaði ársverðbólgan enn frekar. Hún mældist nú 3,3% eða 0,8 prósentum yfir verðból gumarkmiði Seðlabankans og hefur ekki verið svo lítil síðan í apríl 2011.¹

... en dregið hefur hægar úr undirliggjandi verðbólgu

Verðbólga er hins vegar nokkru meiri á mælikvarða samræmdu neysluverðsvísitölnunnar og kjarnavísitalna þótt hún hafi einnig hjaðnað á þá mælikvarða að undanfögnu. Ársverðbólga samkvæmt samræmdu neysluverðsvísitölnunni, sem undanskilur húsnæðisverð, mældist 4,5% í mars og hefur hjaðnað úr rúmlega 6% í janúar sl. Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitalu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukennra matvöru-liða, bensins, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, var 4,2% í apríl og hefur hjaðnað úr 4,6% í janúar. Það hefur því dregið hægar úr undirliggjandi verðbólgu en mældri undanfarna mánuði, enda hefur lækkun bensínverðs haft töluverð áhrif á mælda verðbólgu sl. tvo mánuði. Sama niðurstaða fæst ef undirliggjandi verðbólga er skoðuð með einföldum tölfræði-

1. Töluverð grunnáhrif hafa einnig verið fyrir hendi undanfarna mánuði þar sem vísitala neysluverðs hækkaði um rúmlega 1% í mars 2012 frá fyrri mánuði og síðan um 0,8% í apríl 2012.

legum mælikvörðum út frá „klipptu“ meðaltali (e. trimmed mean) þar sem hún hefur hjaðnað um 0,3 prósentur að meðaltali síðan í janúar. Verð almennrar þjónustu er ágæt vísbending um innlenda verðbólgu. Það hefur hækkað um 6,4% sl. tólf mánuði og bendir einnig til þess að innlendir verðbólguþrýstingur sé nokkru meiri en verðbólga mæld með vísitölu neysliverðs gefur til kynna.

Dregur úr verðbólgu vegna hækkunar gengis krónunnar

Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur hækkað um 10,2% frá útgáfu *Peningamála* í febrúar, sem hefur dregið úr verðbólguþrýstingi. Sögulega hafa áhrif gengisbreytinga haft tilhneigingu til að vera ósamhverf og gengislækkun krónunnar komið hraðar og í ríkari mæli fram í verðlagi heldur en gengishækkun.² Því lengur sem gengi krónunnar helst stöðugt í kjölfar gengisstyrkingar því meiri og varanlegri eru verðlagsáhrifin, þótt áhrif á verðlagsáhrifanir fyrirtækja geti verið töluverðan tíma að festast í sessi. Nýleg gengishækkun virðist hafa haft lítills háttar áhrif á verðlagsþróun innfluttrar vöru í mars og apríl, auk þess sem heimsmarkaðsverð á olíu hefur lækkað um tæplega 4½% sl. þrjú mánuði. Áhrif bensínverðslækkana á vísitölu neysliverðs námu um ½ prósentu í mars og apríl. Enn er til staðar nokkur slaki í þjórðarbúskapnum og efnahagsbatinn hefur verið tiltölulega hægur sem gæti einnig leitt til þess að áhrif gengisstyrkingar verði meiri en ella. Framlag innfluttrar vöru án áfengis, tóbaks og bensíns til ársverðbólgu nam eigi að síður 0,6 prósentum í apríl og skýrir sá undirþáttur, ásamt almennri þjónustu, rúmlega helming ársverðbólgunnar. Athygli vekur einnig að árshækkun almennrar þjónustu hefur ekki farið niður fyrir 3½% síðan haustið 2005 og hefur verið 6½% að meðaltali síðan (almenn þjónusta vegur rúmlega 20% í vísitölu neysliverðs).

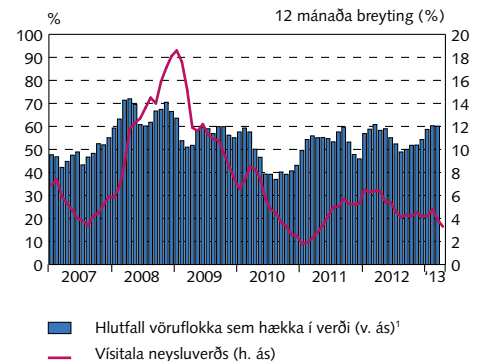
Þróun framleiðsluverðs og smásöluverðs innlendrar vöru ólík

Þróun framleiðsluverðs getur gefið vísbendingu um horfur á undirliggjandi kostnaðarþrýstingi innlendra fyrirtækja og þannig um almenna verðbólguþróun. Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hafði í mars hækkað um rúmlega 1% sl. tólf mánuði en verðbólga á þennan mælikvarða hjaðnaði hratt á árinu 2012. Athygli vekur hins vegar að verð innlendrar vöru í vísitölu neysliverðs hafði í mars hækkað um 5,9% á tólf mánuðum. Svo virðist því sem dregið hafi nokkuð í sundur með þessum mælikvörðum á innlendri verðbólgu, sem gæti verið vísbending um að meiri framleiðsluslaki sé fyrir hendi á vörumarkaði en þróun vísitölu neysliverðs gefur til kynna. Það gæti einnig endurspeglað þráláta verðbólgu á undanförunum árum, sem hefur stuðlað að háum verðbólguvæntingum.

Niðurstöður könnunar Capacent Gallup sem var framkvæmd í febrúar og mars sl. þar sem stjórnendur voru bjartsýnni um framlegðarþróun (EBITDA) á næstu sex mánuðum, bæði ef miðað er við síðustu könnun og fyrir ári, eru vísbending um að fyrirtæki gætu haft nokkurt svigrúm til að taka á sig kostnaðarhækkunar án þess að velja þeim út í verðlag eða hægja á ráðningum. Ef breytingin frá könnuninni

Mynd VIII-3

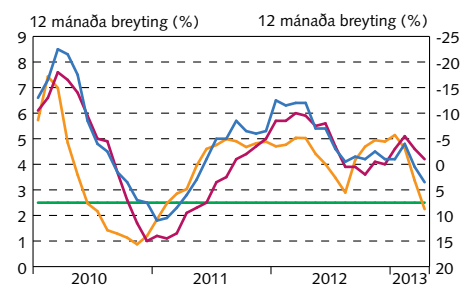
Dreifing verðhækkana vísitölu neysliverðs
Janúar 2007 - apríl 2013



1. Hlutfall vöruflokka sem hækka í verði er 3 mánaða miðsett meðaltal. Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4

Verðbólga, kjarnaverðbólga og gengi krónunnar
Janúar 2010 - apríl 2013

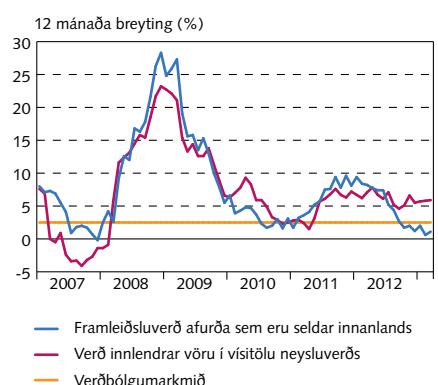


— Vísitala neysliverðs (v. ás)
— Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa (v. ás)
— Vísitala meðalgengis - viðskiptavog þröng (h. ás, andhverfur kvarði)
— Verðbólguþrýstingur (v. ás)

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-5

Framleiðslu- og smásöluverð innlendrar vöru
Janúar 2007 - mars 2013



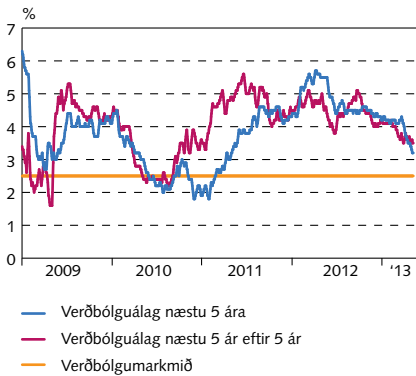
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2. Sjá t.d. grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar, Ásgerðar Pétursdóttur og Karenar Á. Vignisdóttur (2011), „Price setting in turbulent times: Survey evidence from Icelandic firms“, Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 54.

Mynd VIII-6

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 10. maí 2013

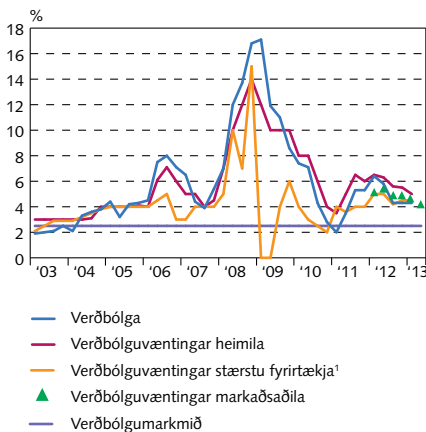


1. Verðbólguálagið er reiknað út frá mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa (5 daga hreyfanleg meðaltöl).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-7

Verðbólga og verðbólguvæntingar

1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2013



1. Mælingar á verðbólguvæntingum fyrirtækja voru framkvæmdar óreglulega fram að þriðja ársfjórðungi 2006 og því er brúað á milli mælinga fram að því.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fyrir ári er skoðuð eru t.d. mun betri horfur í verslun, samgöngum, flutningum og ferðapjónustu. Einnig virðast stjórnendur fyrirtækja í iðnaði og framleiðslu vera bjartsýnni en í könnun sem var gerð í september 2012. Hvort fyrirtæki nýti sér aukið svigrúm til þess að taka á sig kostnaðarhækkanir fer þó eftir markaðsaðstæðum hverju sinni.

Verðbólguvæntingar hafa lækkað á nokkra mælikvarða

Hvort verðbólga haldi áfram að hjaðna í átt að verðbólgu markmiði Seðlabankans er að miklu leyti háð gengi krónunnar, launabreytingum og verðbólguvæntingum. Verðbólguvæntingar hafa verið yfir verðbólgu markmiðinu um nokkurt skeið. Í ljósi þess að þær hafa áhrif á launakröfur einstaklinga og verðákvarðanir fyrirtækja er mikilvægt að þær lækki á næstu misserum. Einkum er það mikilvægt þar sem framundan er gerð kjarasamninga næsta haust (sjá kafla VI).

Verðbólguálagið út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa hefur lækkað frá útgáfu síðustu *Peningamála*, sem gæti gefið til kynna að verðbólguvæntingar hafi hjaðnað. Verðbólguálagið til fimm ára er 3,2% og hefur lækkað um tæpa prósentu síðan í byrjun febrúar og til næstu fimm ára þar á eftir er það 3½% og hefur lækkað um rúmlega ½ prósentu. Óvíst er þó hversu stór hluti lækkunarinnar síðan í febrúar stafi af lækkun verðbólguvæntinga. Að nokkru leyti tengist hún líklega hækkun á áhættuálagi verðtryggðra íbúðabréfa í kjölfar lækkunar á lánsþæfiseinkunn Íbúðalánasjóðs í febrúar (sjá kafla III). Einnig gæti áhættuþóknun vegna lausafjárahættu og óvissu um verðbólgu hafa lækkað að undanförmu enda hefur gengi krónunnar styrkst þó nokkuð undanfarið. Lækkunin á verðbólguálaginu til fimm ára átti sér stað eftir að verðbólga tók að hjaðna í mars. Því er líklegt að hún eigi að einhverju leyti rætur að rekja til nýliðinnar verðbólgu- og gengisþróunar.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í febrúar sl. lækkuðu þær til eins árs um ½ prósentu frá síðustu könnun í desember 2012 og námu 5%. Væntingar heimila um verðbólgu eftir tvö ár mældust einnig 5% og hafa verið óbreyttar síðan haustið 2012. Þær hafa því verið afar tregbreytanlegar niður á við enda er töluverð fylgni milli verðbólguvæntinga heimila og nýliðinnar verðbólgu. Svipaða niðurstöðu má sjá í könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum fyrirtækja sem var framkvæmd í febrúar og mars sl. Stjórnendur fyrirtækja væntu 4,5% verðbólgu eftir ár sem var óbreytt frá síðustu könnun í desember. Þeir væntu einnig 4,5% verðbólgu eftir tvö ár sem var hins vegar ½ prósentu lækkun frá síðustu könnun. Verðbólguvæntingar þeirra hafa því verið nokkuð áþekkar verðbólguvæntingum á skuldabréfamarkaði að undanförmu. Tæplega 80% þeirra bjuggust við því að verð á aðföngum fyrirtækisins myndi hækka á næstu sex mánuðum sem er hærra hlutfall en í síðustu könnun en svipað og fyrir ári.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í maí, rétt fyrir útgáfu *Peningamála*, hafa verðbólguvæntingar þeirra lækkað frá síðustu könnun í lok janúar. Þeir gera ráð fyrir að ársverðbólga verði 4% bæði eftir eitt og tvö ár sem er um ½ prósentu lækkun frá síðustu könnun. Langtímavæntingar þeirra hafa hins vegar lítið breyst og eru rétt yfir 4%.

Verðbólguhorfur hafa heldur batnað frá síðustu spá ...

Verðbólga mældist 4,3% á fyrsta ársfjórðungi 2012, sem var 0,3 prósentum meira en spáð var í febrúarhefti *Peningamála*. Frávikið má einkum rekja til meiri áhrifa vegna gengislækkunar krónunnar fram undir miðjan febrúar en búist var við. Hins vegar hefur verðbólga hjaðnað tiltölulega hratt undanfarna mánuði, einkum vegna mikillar gengisstyrkingar krónunnar síðan þá og lækkunar olíuverðs, og eru horfur á að hún verði 3,4% á öðrum ársfjórðungi eða svipað og í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að ársverðbólga aukist á ný á seinni hluta ársins, einkum vegna grunnáhrifa, og að verðbólgan mælist 3,7% á síðasta fjórðungi ársins og 3,8% á árinu í heild, eins og spáð var í febrúar. Þau tölfræðilíkön sem notuð eru til samanburðar við grunnspána gefa til kynna að verðbólga verði heldur meiri í lok ársins en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

Í spánni er áætlað að framleiðslulaki verði heldur meiri á næsta ári en gert var ráð fyrir í febrúar (kafla IV) og verðbólguþrýstingur því minni. Einnig er búist við að hrávöru- og olíuverð á heimsmarkaði lækki meira á næstu misserum en í síðustu spá (kafla II). Byggt á ofangreindum þáttum til viðbótar við sterkara gengi krónunnar (kafla III) hafa verðbólguhorfur á spátímanum heldur batnað. Hins vegar er búist við að framleiðnivöxtur verði heldur hægari en áður var spáð og hækkun launakostnaðar á framleidda einingu því meiri á öllum spátímanum (kafla VI) sem vegur upp á móti áhrifum veikari þjódar-búskapar. Spáð er að verðbólga nálgist verðbólguþrýstinginn á fyrri hluta næsta árs sem er nokkru fyrr en gert var ráð fyrir í febrúar.

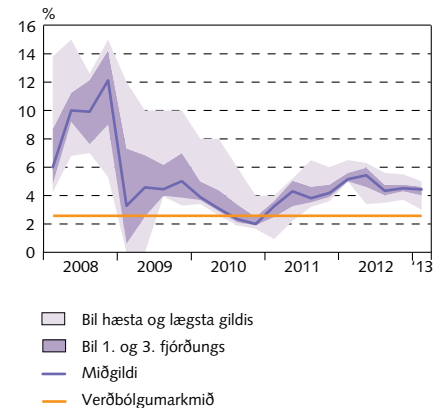
... en gengisþróun krónunnar mun ráða miklu um framvinduna

Þrátt fyrir heldur betri verðbólguhorfur á spátímanum miðað við óbreytt gengi hefur verðbólga jafnan verið afar þrálát ef verðbólguvæntingar haldast háar og launahækkningar eru ekki í samræmi við verðbólguþrýstinginn. Óvissa um framtíðarþróun gengis krónunnar í ljósi stórra afborgana innlendra fyrirtækja af erlendum lánnum auk losunar fjármagnshafta gæti jafnframt leitt til þess að erfitt yrði að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu. Þar að auki hefur kjarnaverðbólga og ýmsir mælikvarðar á innlendra verðbólgu, til að mynda verðþróun almennrar þjónustu, reynst meiri að undanförmu en mæld verðbólga sem gæti bent til meiri undirliggjandi verðbólguþrýstings en búist er við í grunnspánni. Ef gengi krónunnar lækkar að ráði á ný er því hættu á að verðbólga aukist tiltölulega hratt. Annar óvissuþáttur eru horfur um launaþrýsting í tengslum við gerð kjarasamninga næsta haust. Ef launahækkningar verða meiri en búist er við myndu verðbólguhorfur versna að öðru óbreyttu, bæði vegna þess að fyrirtæki eru líkleg til að velja hluta hækkanna út í verðlag og vegna þess að miklar launahækkningar myndu setja aukinn þrýsting á gengi krónunnar. Hins vegar hefur efnahagsbatinn reynst hægari en áður var gert ráð fyrir og spáð er áframhaldandi slaka í þjódarþjónustu út árið 2014. Einnig eru alþjóðlegar efnahagshorfur nokkuð ótraustar og efnahagsbati í viðskiptalöndum Íslands veikur. Verðbólguþrýstingur gæti því orðið minni en ella ef slíkar aðstæður dragast á langinn og slakinn verði meiri en búist er við, þótt nokkur óvissa sé um í hve miklum mæli hann dugar til að halda aftur af verðbólguþrýstingi. Jafnframt ætti að draga

Mynd VIII-8

Verðbólguvæntingar miðað við mismunandi mælikvarða¹

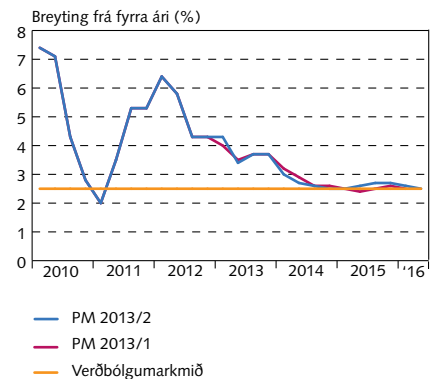
1. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2013



1. Miðað við verðbólguvæntingar fyrirtækja, heimila og á skuldabréfa-markaði til eins árs og verðbólguþrýstingur Seðlabankans eitt ár fram í tímann. Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

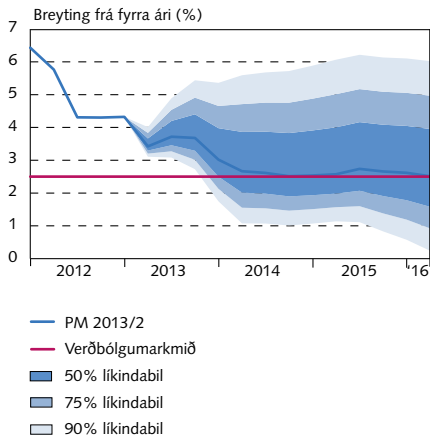
Mynd VIII-9

Verðbólga - samanburður við PM 2013/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-10
Verðbólguþá og óvissumat



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

enn frekar úr verðbólgu ef gengi krónunnar heldur áfram að styrkjast. Mynd VIII-10 endurspeglar þá óvissu sem felst í grunnspánni þar sem líkindadreifing verðbólguþróunarinnar hefur verið metin. Breidd líkindadreifingarinnar varpar ljósi á hve mikil óvissan er og lögun hennar endurspeglar mat á því hvaða áhættuþættir eru taldir hafa yfirhöndina og hvernig þeir hafa áhrif á verðbólguhorfur. Myndin sýnir það bil sem metnar eru 50%, 75% og 90% líkur á að verðbólga verði innan á spátímanum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1). Samkvæmt matinu á líkindadreifingunni eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 2-4% um mitt næsta ár. Nánar er fjallað um helstu óvissuþætti grunnspárinnar í kafla I.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2013/2

 Tafla 1 Þjóðhagsspá¹

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram			
		Spá			
	2012	2013	2014	2015	
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar					
Einkaneysla	915,9	2,7 (2,6)	2,2 (2,5)	2,9 (2,9)	3,0 (3,1)
Samneysla	435,8	-0,2 (-1,1)	0,5 (0,1)	0,3 (0,2)	0,3 (0,4)
Fjármunamyndun	245,8	4,4 (4,9)	-9,2 (-1,0)	20,9 (24,9)	17,0 (18,7)
Atvinnuvegafjárfesting	169,9	8,6 (8,6)	-23,0 (-11,4)	22,5 (30,5)	22,5 (23,4)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	45,3	6,9 (11,6)	29,7 (26,3)	25,6 (20,5)	11,6 (13,0)
Fjárfesting hins opinbera	30,6	-17,0 (-19,8)	17,7 (19,0)	7,5 (5,8)	1,4 (1,8)
Þjóðarútgjöld	1.600,4	1,9 (2,0)	0,0 (1,3)	4,7 (5,4)	4,5 (5,3)
Útflutningur vöru og þjónustu	1.011,0	3,9 (3,9)	2,9 (1,8)	1,2 (1,5)	3,3 (2,8)
Innflutningur vöru og þjónustu	903,2	4,8 (3,7)	-0,2 (0,5)	4,1 (4,2)	5,2 (5,2)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar	-	-0,1 (0,4)	1,8 (0,8)	-1,4 (-1,3)	-0,8 (-1,0)
Verg landsframleiðsla	1.708,2	1,6 (2,2)	1,8 (2,1)	3,0 (3,7)	3,5 (3,9)
Aðrar lykilstærðir					
Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.708 (1.710)	1.778 (1.827)	1.877 (1.947)	1.996 (2.061)	
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)	6,3 (6,6)	6,7 (7,5)	4,6 (6,4)	3,3 (4,9)	
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-4,9 (-4,6)	-1,5 (-1,9)	-4,5 (-2,3)	-5,5 (-3,6)	
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu) ²	3,1 (3,9)	4,1 (3,8)	0,7 (3,0)	-0,7 (1,3)	
Viðskiptakjör vöru og þjónustu (br. milli ársmeðaltala)	-3,3 (-3,8)	-2,1 (0,3)	-0,8 (0,9)	-0,6 (-0,6)	
Heildarfjármunamyndun (% af landsframleiðslu)	14,4 (14,5)	13,0 (14,3)	15,2 (17,1)	17,2 (19,6)	
Atvinnuvegafjárfesting (% af landsframleiðslu)	9,9 (10,1)	7,5 (9,0)	8,9 (11,2)	10,5 (13,4)	
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-1,5 (-1,5)	-0,9 (-1,0)	-0,3 (0,1)	0,7 (0,6)	
Launakostnaður á framleidda einingu (br. milli ársmeðaltala) ³	6,3 (5,4)	3,9 (3,0)	3,8 (3,5)	3,9 (3,0)	
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)	3,0 (1,8)	1,3 (0,9)	3,7 (4,0)	3,7 (4,2)	
Atvinnuleysi (% af mannafla)	5,8 (5,8)	4,6 (4,8)	4,2 (4,3)	4,1 (4,2)	
Vísitala meðalgengis – viðskiptavog þröng (31/12 1991 = 100)	222,0 (222,0)	218,7 (234,4)	215,2 (234,7)	215,3 (234,8)	
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	5,2 (5,2)	3,8 (3,8)	2,7 (2,8)	2,6 (2,5)	
Verðbólga án skattaáhrifa (ársmeðaltal, %)	5,0 (5,0)	3,6 (3,6)	2,7 (2,8)	2,6 (2,5)	

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2013/1. 2. Leiðrétt hefur verið fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra og fyrir lyfjafyrirtækinu Actavis. 3. Miðað við undirliggjandi framleiðni.

 Tafla 2 Ársfjórðungsleg verðbólguþáttar (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma árið áður)	Verðbólga án skattaáhrifa (br. frá sama tíma árið áður)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
2012:1	6,4 (6,4)	6,3 (6,3)	6,4 (6,4)
2012:2	5,8 (5,8)	5,6 (5,6)	8,1 (8,1)
2012:3	4,3 (4,3)	4,2 (4,2)	-1,0 (-1,0)
2012:4	4,3 (4,3)	4,1 (4,1)	3,9 (3,9)
2013:1	4,3 (4,0)	4,2 (3,9)	6,5 (5,2)
			Spáð gildi
2013:2	3,4 (3,5)	3,3 (3,4)	4,5 (6,2)
2013:3	3,7 (3,7)	3,6 (3,6)	0,1 (-0,3)
2013:4	3,7 (3,7)	3,6 (3,6)	3,8 (3,9)
2014:1	3,0 (3,2)	3,0 (3,2)	3,8 (3,0)
2014:2	2,7 (2,9)	2,7 (2,9)	3,1 (4,9)
2014:3	2,6 (2,6)	2,6 (2,6)	-0,1 (-1,2)
2014:4	2,5 (2,6)	2,5 (2,6)	3,4 (3,8)
2015:1	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)	3,8 (2,8)
2015:2	2,6 (2,4)	2,6 (2,4)	3,2 (4,3)
2015:3	2,7 (2,5)	2,7 (2,5)	0,6 (-0,8)
2015:4	2,7 (2,6)	2,7 (2,6)	3,0 (4,4)
2016:1	2,6 (2,5)	2,6 (2,5)	3,7 (2,4)
2016:2	2,5	2,5	2,8

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2013/1.

