

# Betri horfur um hagvöxt í ár en áþekkar fyrir spátímabilið í heild

Horfur um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum hafa lítið breyst frá því að Peningamál komu út í ágúst. Þótt óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum sé enn nokkur, hefur hún minnkað og líkur á nýjum alþjóðlegum efnahagssamdrætti eru minni en þær voru í fyrra. Horfur um viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa einnig batnað frá því í ágúst, þótt gert sé ráð fyrir að þau haldi áfram að rýrna líkt og í fyrri spám bankans. Hér á landi reyndist hagvöxtur í fyrra lítillega minni en áður hafði verið talið eða 1,4% í stað 1,6%. Á fyrri hluta þessa árs var hagvöxtur hins vegar töluvert meiri en gert var ráð fyrir í ágúst eða 2,2% í stað nánast óbreyttrar landsframleiðslu frá fyrra ári. Horfur fyrir þetta ár hafa því heldur vænkast og er nú spáð 2,3% hagvexti í ár í stað 1,9% í ágústspánni. Betri horfur stafa fyrst og fremst af minni samdrætti fjárfestingar en áður var áætlað. Hagvaxtarhorfur til næstu tveggja ára eru hins vegar ögn lakari. Á næsta ári er spáð 2,6% hagvexti í stað 2,8% í ágúst og árið 2015 er búist við 2,8% hagvexti í stað 2,9%. Horfur fyrir spátímabilið í heild eru því áþekkar því sem spáð var í ágúst. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur að meðaltali 2,4% á ári á spátímanum sem er nálægt meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára og meiri en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum Íslands. Bati á vinnumarkaði heldur áfram og hefur reynst öflugri en búist var við í ágúst. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 4,5% á þriðja ársfjórðungi en var 5,4% samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Á þessa mælikvarða hafði atvinnuleysi minnkað um ½-1 prósentu frá sama tíma í fyrra. Hlutfall starfandi hefur hækkað um 2 prósentur á sama tíma og heildarvinnustundum fjölgaði um 5,6% sem er mun meiri fjölgun en spáð var í ágúst. Gert er ráð fyrir áframhaldandi bata á vinnumarkaði og minnkandi atvinnuleysi í tæplega 4% árið 2016. Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt frá því að Seðlabankinn jók inngrip á gjaldeyrismarkaði sl. vor. Krónan hefur þó heldur lækkað að undanförmu en álika mikið og gert var ráð fyrir í ágústspánni. Verðbólga hefur einnig þróast í takt við ágústspána og jókst í 4% á þriðja ársfjórðungi. Undirliggjandi verðbólga er heldur meiri og langtímaverðbólguvæntingar hafa haldist nálægt 4%. Verðbólguþrýstingur er því enn nokkur og kemur m.a. fram í riflegum hækkunum launakostnaðar á framleidda einingu. Mikil óvissa ríkir um launaþróun á næstunni enda kjarasamningar lausir. Forsenda um stöðugt gengi og nokkurn slaka í þjóðarbúskapnum nægja þó til að verðbólga hjaðnar að markmiði á spátímanum en það gerist hægt sakir þess að í spánni er reiknað með of miklum launahækkunum. Verði launahækkunar í betra samræmi við verðbólgu markmið mun hjóðnun verðbólgunnar að öðru óbreyttu verða hraðari. Óvissa er einnig um styrk og varanleika innlends efnahagsbata, sérstaklega í ljósi erfiðleika við að meta hversu mikill slaki er enn til staðar í þjóðarbúinu. Hægur bati á helstu viðskiptasvæðum gæti einnig reynst meiri dragbítur á efnahagsframvinduna hér á landi en gert er ráð fyrir.

## I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

### Peningastefnan

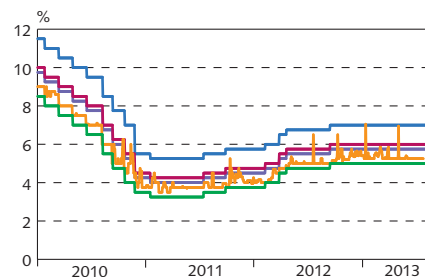
#### Vöxtum Seðlabankans haldið óbreyttum

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%, veðlánavextir 6% og daglánavextir 7%. Þar sem lausafjárstaða fjármálakerfisins er tiltölulega rúm, er eftirspurn fjármálafyrirtækja eftir lausafjárþyrngreiðslu frá Seðlabankanum lítil 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

Mynd I-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-millibankavextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 1. nóvember 2013

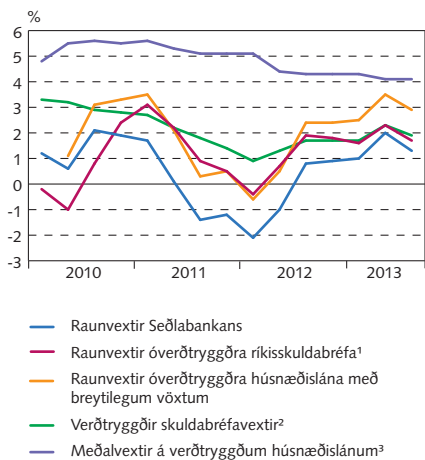


— Daglánavextir  
— Vextir á veðlánum  
— Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði  
— Vextir á viðskiptareikningum  
— Hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum

Heimild: Seðlabanki Íslands.

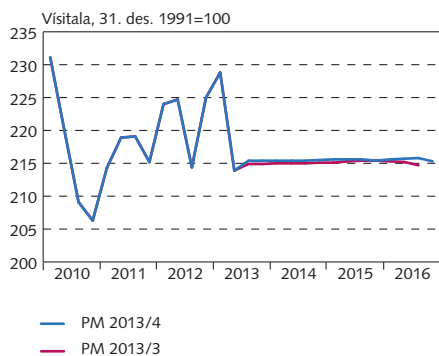
1. Greiningin í þessum *Peningamálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir í byrjun nóvember.

Mynd I-2  
Raunvextir Seðlabanka Íslands  
og raunvextir á markaði



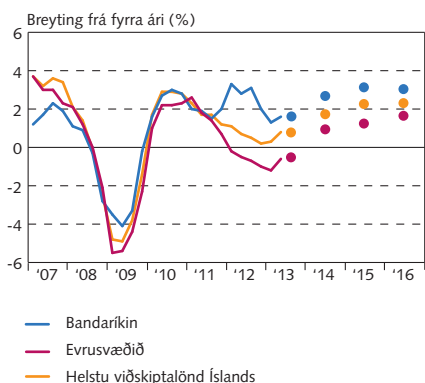
1. 5 ára vextir metnir út frá vaxtarófi ríkisbréfa. 2. 5 ára verðtryggðir vextir metnir út frá vaxtarófi verðtryggðra ríkisskuldabréfa og íbúðabréfa. 3. Vegið meðaltal útlánavaxta. Fastir vextir frá 5 árum og allt upp í allan lánstímann.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

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



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4  
Alþjóðlegur hagvöxtur<sup>1</sup>



1. Punktur sýna spár Consensus Forecasts og Global Insight fyrir árin 2013-2016.  
Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

hafa þeir hækkað um 1,75 prósentur en um 0,25 prósentur frá sama tíma fyrir ári. Skammtíamamillibankavextir hafa þróast með svipuðum hætti og vextir Seðlabankans. Voru vextir til einnar nætur 5,25% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og höfðu hækkað um 0,4 prósentur frá sama tíma í fyrra. Langtímanafnvextir ríkisskuldabréfa hafa hins vegar heldur lækkað frá því sem þeir voru fyrir ári. Markaðsaðilar virðast vænta þess að vextir Seðlabankans taki að hækka á ný á næsta ári.

### Breytingar á raunvöxtum bankans hafa miðlast út í efnahagslífið

Raunvextir Seðlabankans eru nú um 1½%, hvort sem miðað er við tólf mánaða hækkun vísitölu neysliverðs eða meðaltal nokkurra mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar, og hafa lítið breyst frá útgáfu *Peningamála* í ágúst. Þeir lækkuðu í haust í takt við aukna verðbólgu en eru tæplega 1 prósentu hærri en þeir voru á sama tíma í fyrra. Eins og sjá má á mynd I-2 hafa breytingar á raunvöxtum bankans í meginatriðum miðlast út í aðra raunvexti þótt áhrifanna gæti síst í verðtryggðum vöxtum nýrra húsnæðislána. Eignaverð hefur haldið áfram að hækka og fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja að batna. Staða fyrirtækja er þó misjöfn eftir því hvort um er að ræða fyrirtæki í innlendra starfsemi eða fyrirtæki í útflutningsstarfsemi. Nánar er fjallað um vaxtaþróun og fjármálaleg skilyrði einkageirans í kafla III.

### Gengi krónunnar lækkaði á þriðja fjórðungi í takt við ágústspá bankans

Gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt frá því að Seðlabankinn jók inngríp sín á gjaldeyrismarkaði í maí sl. en bankinn hefur bæði keypt og selt gjaldeyri á þessu tímabili. Gengi krónunnar hefur þó heldur lækkað að undanfögnu og var um 2% lægra gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* en við útgáfuna í ágúst. Lækkunin endurspeglar líklega fyrst og fremst áframhaldandi áhrif gjaldeyrissöfnunar innlendra aðila vegna niðurgreiðslu erlendra skulda, áframhaldandi rýrnun viðskiptakjara (sjá nánar í rammagrein II-1) og heldur minnkandi gjaldeyrissinnflæði tengt hámarki ferðamannatímabilsins í sumar. Gengi krónunnar samkvæmt gengisvísitölu er þó um 3% herra en í nóvember í fyrra.

Gengi krónunnar reyndist nánast það sama samkvæmt gengisvísitölu á þriðja ársfjórðungi og gert var ráð fyrir í ágúst. Sem fyrr byggist grunnspá bankans á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann miðað við stöðu vísitölnunnar þegar spágerð lýkur. Því er gert ráð fyrir að gengi krónunnar gagnvart gengisvísitölu verði um 215 stig út spátímann, sem er nánast sama forsenda og notast var við í ágúst. Eins og rakið er síðar í þessum kafla er þessi forsenda háð mikilli óvissu. Frekari umfjöllun um þróun á gjaldeyrismarkaði og gengisþróun er að finna í köflum II og III.

### Meginþættir grunnspár Seðlabankans

#### Vaxandi alþjóðlegur hagvöxtur þótt óvissa sé enn nokkur

Í takt við ágústspá bankans hefur hagvöxtur farið vaxandi meðal helstu viðskiptalanda Íslands eftir því sem liðið hefur á árið. Eins og í ágúst er gert ráð fyrir tæplega 1% hagvexti að meðaltali meðal helstu

viðskiptalanda í ár en að hann aukist í tæplega 2% á næsta ári og verði ríflega 2% á ári á tímabilinu 2015-16. Órói á mörkuðum jókst nokkuð í sumar og haust vegna óvissu um framhald skuldabréfakaupa bandaríska seðlabankans og deilna um fjárlög bandaríska ríkisins og hækkun skuldabæks þess. Óróinn hefur minnkað aftur og almennt er talið að óvissa um alþjóðlegar hagvaxtarhorfur fari minnkandi og dregið hafi úr hættu á alþjóðlegum efnahagssamdrætti (sjá síðar í þessum kafla). Áfram eru horfur þó óvissar og enn talin meiri hætta á að hagvöxtur verði minni en spáð er.

### Minni rýrnun viðskiptakjara í ár en horfur á hægari vexti útflutnings

Viðskiptakjör þjóðarþúskaþarins hafa haldið áfram að rýrna og er áætlað að þau verði tæplega 17% lakari í ár en þau voru árið 2007 en frá þeim tíma hafa þau versnað nær samfellt. Leggst þar á eitt slakur alþjóðlegur hagvöxtur og óhagstæð verðþróun helstu útflutningsafurða, þá sérstaklega sjávarafurða (sjá nánar í rammagrein II-1). Horfur um þróun viðskiptakjara hafa skánað frá því í ágúst en áfram er gert ráð fyrir að þau rýrni á spátímanum og verði ríflega 2% lægri árið 2016 en í ár.

Þótt horfur um eftirspurn helstu viðskiptalanda hafi lítið breyst frá ágúst virðist sem nokkru meiri kraftur sé í vöruútflutningi en áður var talið og skýrist það að mestu af auknu verðmæti útfluttra sjávarafurða. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig vænkast. Vegna hægari vaxtar þjónustuútflutnings það sem af er ári er hins vegar útlit fyrir að útflutningur vöru og þjónustu vaxi hægar í ár en spáð var í ágúst en horfur fyrir næstu tvö ár hafa batnað. Þrátt fyrir að þjónustuútflutningur verði ekki eins mikill í ár og áður var talið, stefnir í enn eitt metárið og ríflega helmingi meiri þjónustuútflutning í ár en hann var árið 2008. Á sama tíma hefur vöruútflutningur í meginatriðum vaxið í takt við innflutning helstu viðskiptalanda. Viðskiptakjör vöru hafa versnað mikið en viðskiptakjör þjónustu hafa nokkurn veginn staðið í stað. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál, útflutning og ytri skilyrði í kafla II.

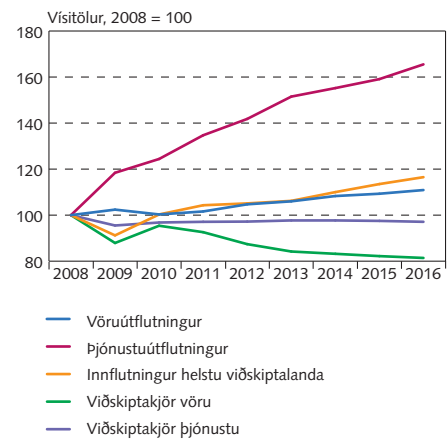
### Horfur á minnkandi afgangi á viðskiptum við útlönd

Horfur eru því á að afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði verði rétt yfir 6% af vergri landsframleiðslu í ár, eins og spáð var í ágúst. Þótt talið sé að afgangurinn á næstu árum verði meiri en spáð var í ágúst, er áfram gert ráð fyrir að hann fari minnkandi á spátímabilinu. Undirliggjandi viðskiptaafgangur minnkar einnig í takt við minni vergan þjóðhagslegan sparnað og snýst úr ríflega 3% afgangi í ár í um 2% halla árið 2015. Hallinn er þó minni en spáð var í ágúst. Nánar er fjallað um ytri jöfnuð í kafla VII.

### Meiri vöxtur þjóðarútgjalda í ár en spáð var í ágúst en horfur svipaðar á spátímanum í heild

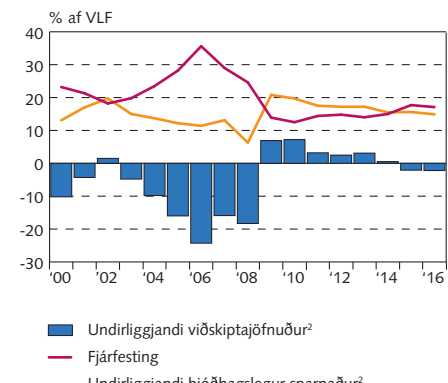
Endurskoðun Hagstofu Íslands á þjóðhagsreikningum síðasta árs bendir til þess að þjóðarútgjöld hafi vaxið heldur hægar í fyrra en fyrri tölur bentu til. Skýrist það einkum af minni vexti einkaneyslu og meiri samdrætti samneyslu en á móti vó meiri vöxtur fjármunamyndunar.

Mynd I-5  
Utanríkisviðskipti í kjölfar fjármálakreppunnar<sup>1</sup>



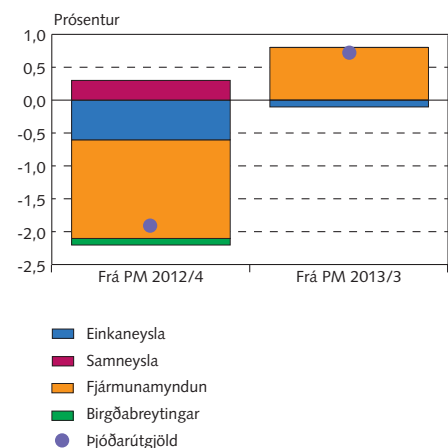
1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6  
Viðskiptajöfnuður 2000-2016<sup>1</sup>



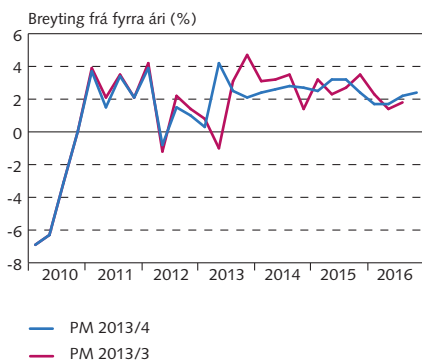
1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. 2. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjors búa þeirra og leiðrétt fyrir Actavis fram til ársins 2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7  
Framlag útgjaldaþátta til breytinga á horfum um innlenda eftirspurn 2013



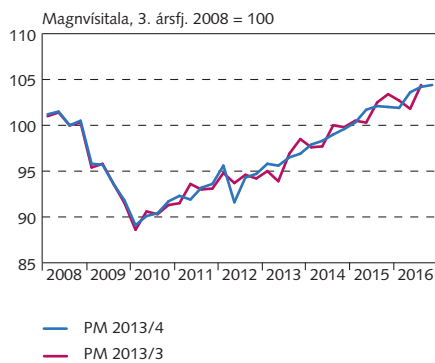
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8  
Hagvöxtur - samanburður við PM 2013/3



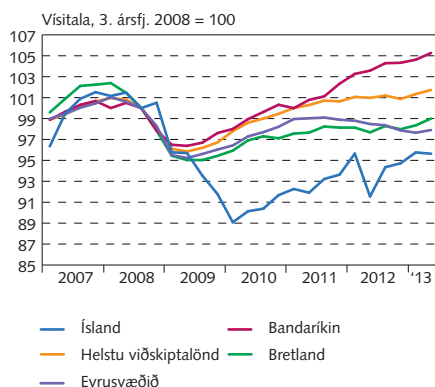
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9  
Árstíðarleiddrétt verg landsframleiðsla -  
samanburður við PM 2013/3<sup>1</sup>



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

Mynd I-10  
Þróun landsframleiðslunnar  
í kjölfar fjármálakreppunnar<sup>1</sup>



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

Horfur eru hins vegar á að þjóðarútgjöld aukist meira í ár en spáð var í ágúst eða um 0,7% í stað þess að standa í stað. Gert er ráð fyrir að fjármunamyndun dragist minna saman í ár en spáð var í ágúst en horfur um vöxt einka- og samneyslu breytast lítið. Vöxtur þjóðarútgjalda er hins vegar áfram nokkru minni en gert var ráð fyrir í spá bankans fyrir ári og munar þar mestu um talsvert hægari vöxt fjármunamyndunar en þá var spáð.

Með aukinni fjárfestingu, m.a. í orkufrekum iðnaði, er gert ráð fyrir að vöxtur þjóðarútgjalda taki við sér á næsta ári og verði tæplega 3% sem er svipaður vöxtur og spáð var í ágúst. Fjárfesting í orkufrekum iðnaði árið 2015 er einnig meginástæða rúmlega 5% vaxtar þjóðarútgjalda það árið. Heldur dregur úr þunga þessarar fjárfestingar árið 2016 og þá hægir á vexti þjóðarútgjalda. Eins og í fyrri spám bankans er aukin fjárfesting, ásamt áframhaldandi vexti einkaneyslu, megindrifkraftur bata þjóðarútgjalda. Líkt og fjallað er um síðar í kafla- anum, eru horfur um atvinnuvegafjárfestingu, ekki síst fjárfestingu í orkufrekum iðnaði, háðar nokkurri óvissu. Nánari umfjöllun um eftir- spurn einkageirans og hins opinbera er að finna í köflum IV og V.

### Útlit fyrir að hagvöxtur verði meiri í ár en spáð var í ágúst ...

Samkvæmt tölum Hagstofunnar var hagvöxtur í fyrra 1,4% en ekki 1,6% eins og fyrri tölur hennar bentu til. Í ágústspá bankans var gert ráð fyrir að hægja myndi á hagvexti á fyrri hluta þessa árs en að hann tæki við sér þegar líða tæki á árið. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda hins vegar til þess að hagvöxtur á fyrri hluta ársins hafi verið töluvert meiri en bankinn spáði eða 2,2% og skýrist meiri vöxtur fyrst og fremst af aukinni fjárfestingu og minni innflutningi. Nú er talið að hagvöxtur verði talsvert jafnari yfir árið og að hann verði um 2,3% á árinu í heild í stað 1,9% í ágústspánni. Aukinn vöxtur skýrist aðallega af kröftugri fjárfestingu en aðrir útgjaldaþættir og framlag utanríkis- viðskipta breytast lítið.

### ... en hagvaxtarhorfur til næstu ára örlitlu lakari

Hagvaxtarhorfur til næstu tveggja ára eru hins vegar ögn lakari en í ágúst. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur á næsta ári verði 2,6% í stað 2,8% og 2,8% árið 2015 í stað 2,9%. Nú er í fyrsta sinn birt spá fyrir árið 2016 og er gert ráð fyrir að nokkuð hægi á hagvexti það árið enda búist við að töluvert dragi þá úr fjárfestingu í tengslum við orkufrekan iðnað. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði 2% á árinu í heild. Gangi spáin eftir verður meðalhagvöxtur á spátímanum 2,4% sem er nálægt meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára. Líkt og í fyrri spám bankans er inn- lend eftirspurn megindrifkraftur hagvaxtarins.

### Landsframleiðslan svipuð í lok spátímabilsins og búist var við í ágúst

Landsframleiðslan hefur vaxið um ríflega 7% frá því sem hún var minnst á fyrsta ársfjórðungi 2010.<sup>2</sup> Hún er þó enn tæplega 6% minni en hún var þegar fjármálakreppan skall á haustið 2008. Gangi spá

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

bankans eftir verður landsframleiðslan um 9% meiri í lok spátímans á fjórða ársfjórðungi 2016 en áætlað er að hún hafi verið á öðrum ársfjórðungi þessa árs og tæplega 3% meiri en hún var þegar hún var mest haustið 2008.<sup>3</sup> Landsframleiðslan í lok spátímans er svipuð og í ágústspánni enda hagvaxtarhorfur á heildina litið lítt breyttar.

### Horfur á meiri hagvexti hér á landi en meðal helstu viðskiptalanda

Efnahagssamdrátturinn hér á landi í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar var meiri en meðal annarra iðnríkja og að jafnaði meðal helstu viðskiptalanda. 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 gjald-eyriskreppa. Rannsóknir benda til þess að efnahagssamdráttur í kjölfar slíkra kreppna sé að jafnaði allt að þrefalt meiri og vari um helmingi lengur en þegar eingöngu verður bankakreppa (sjá t.d. rammagrein I-2 í *Peningamálum* 2012/4).

Frá botni samdráttarskeiðsins á fyrri hluta árs 2010 hefur landsframleiðslan vaxið nokkru meira en að jafnaði meðal helstu viðskiptalanda og horfur eru á að svo verði áfram út spátímamann (sjá mynd I-11). Nánari umfjöllun um innlenda hagvaxtarþróun og -horfur er að finna í kafla IV.

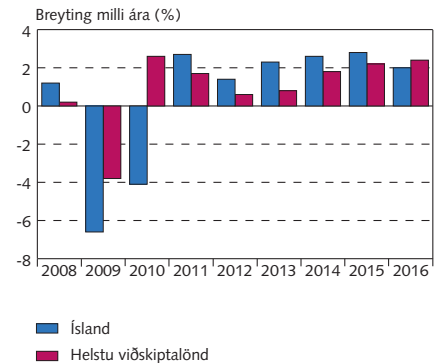
### Áframhaldandi kröftugur bati á vinnumarkaði

Atvinnuleysi hefur haldið áfram að minnka í takt við ágústspá *Peningamála*. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi, eins og það er skráð af Vinnumálastofnun, var 4,5% á þriðja fjórðungi ársins en 5,4% samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Atvinnuleysi hefur minnkað um ½-1 prósentu á þessa mælikvarða frá sama fjórðungi í fyrra og um 2½-4 prósentur frá því að það var mest fljótlega eftir að efnahagskreppan skall á. Störfum hélt einnig áfram að fjölga á þriðja fjórðungi og voru 4,3% fleiri en á sama tíma í fyrra og hlutfall starfandi hækkaði um 2 prósentur. Heildarvinnustundum fjölgaði að sama skapi um 5,6% frá fyrra ári sem er mun meiri fjölgun en spáð var í ágúst. Er þetta þriðji ársfjórðungurinn í röð sem fjölgun heildarvinnustunda reynist meiri en gert var ráð fyrir í spám bankans. Batinn á innlendum vinnumarkaði virðist því meiri en vænst var í ágúst. Eins og sjá má á mynd I-12 hefur hann einnig verið meiri en meðal flestra annarra iðnríkja: hlutfall starfandi er hærra og hefur hækkað hraðar á sama tíma og atvinnuleysi hefur haldist minna og minnkað meira.

Flestar vísbendingar af vinnumarkaði benda til áframhaldandi bata. Því er áætlað að heildarvinnustundum fjölgi nokkru hraðar í ár en áður hafði verið spáð og að fjölgun þeirra verði lítillega örari út spátímamann. Atvinnuleysi verður einnig minna út spátímamann en spáð var í ágúst. Árstíðarleiddrétt skráð atvinnuleysi verður um 4% á síðasta fjórðungi næsta árs og rétt undir 4% á síðasta fjórðungi ársins 2016.

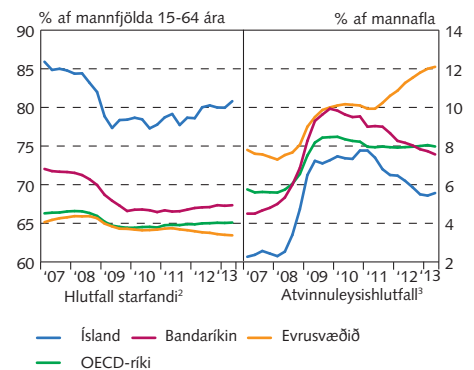
3. Landsframleiðslan verður þó minni en ef hún hefði aukist í takt við langtímaleitnivöxt fyrir kreppuna. Í þeim skilningi hefur hluti landsframleiðslunnar tapast varanlega í fjármálakreppunni. Í þessu samhengi þarf þó að hafa í huga að framleiðslustigið í aðdraganda kreppunnar var komið töluvert fram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

Mynd I-11  
Hagvöxtur á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum 2008-2016<sup>1</sup>



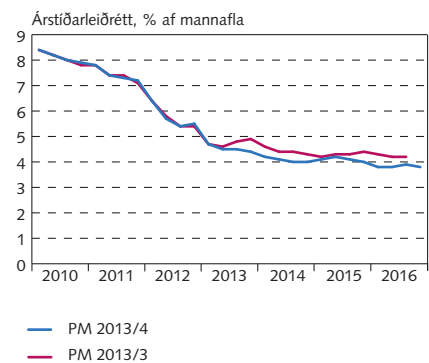
1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12  
Hlutfall starfandi og atvinnuleysi<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2013



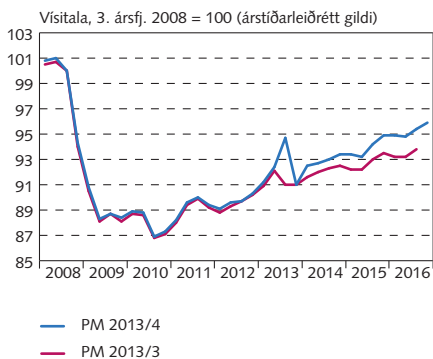
1. Árstíðarleiddréttar tölur. 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 15-64 ára. 3. Fjöldi atvinnulausa sem hlutfall af vinnuafli (alþjóðlega samræmdur mælikvarði OECD).  
Heimild: OECD.

Mynd I-13  
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2013/3

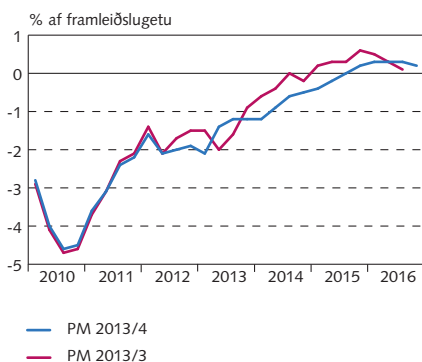


Heimildir: Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

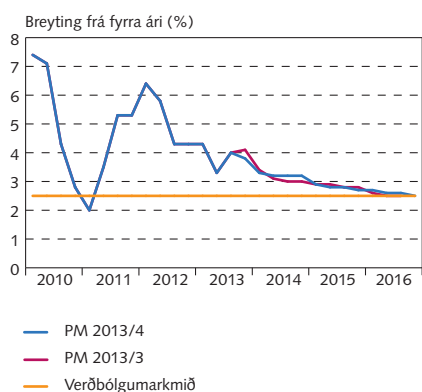
Mynd I-14  
Heildarvinnustundir - samanburður  
við PM 2013/3



Mynd I-15  
Framleiðsluspenna -  
samanburður við PM 2013/3



Mynd I-16  
Verðbólga - samanburður við PM 2013/3



Gert er ráð fyrir að undirliggjandi framleiðni aukist að meðaltali um u.þ.b. 1½% á ári á spátímanum. Er það hægari vöxtur en á fyrri bataskeiðum en nálægt meðaltali síðustu þrjátíu ára. Samkvæmt spánni dugar framleiðnivöxturinn þó ekki til að halda aftur af kostnaðaráhrifum launahækkana á spátímanum. Eins og í fyrri spám bankans er ekki gert ráð fyrir að launahækkningar í komandi kjarasamningum verði í takt við verðbólguþátt bankans. Byggist það á reynslu af kjarasamningum undanfarinna ára. Líkt og rakið er síðar í þessum kafla myndu hóflegri launahækkningar að öðru óbreyttu hafa í för með sér minni verðbólgu og örrari efnahagsbata. Nánari umfjöllun um vinnuþáttinn er að finna í kafla VI.

### Framleiðsluslakinn virðist örlitlu meiri en áður hafði verið talið

Talið er að framleiðsluslakinn verði rétt yfir 1% af framleiðslugetu í ár og minnki um tæpa prósentu frá því í fyrra. Slakinn er talinn ögn meiri en í ágústspánni en líkt og þá heldur hann áfram að minnka og er áætlað að hann verði horfinn á seinni hluta árs 2015, sem er heldur síðar en áður var talið. Þetta mat byggist á því að þótt vöxtur framleiðslugetu sé smám saman að taka við sér eftir fjármálakreppuna, verði hann undir langtímaleitnivexti meginhluta spátímans. Eins og rakið er síðar í þessum kafla er þetta mat háð mikilli óvissu. Nánari umfjöllun um framleiðslugetu og -slaka er að finna í kafla IV.

### Verðbólga hjaðnar hægt ef launahækkningar verða of miklar

Í takt við ágústspá bankans mældist verðbólga 4% á þriðja fjórðungi ársins og hafði aukist úr 3,3% á öðrum fjórðungi. Skýrist aukningin fyrst og fremst af óhagstæðum grunnáhrifum frá fyrra ári. Talið er að verðbólga hjaðni á ný á fjórða ársfjórðungi og mældist ársverðbólgan 3,6% í október. Kjarnaverðbólga, sem undanskilur ýmsa sveiflukennda liði, minnkaði einnig í október en er enn heldur meiri en verðbólga samkvæmt vísitölu neysluverðs. Verðbólguvæntingar hafa einnig reynst þrálátar. Enn er því nokkur verðbólguþrýstingur til staðar og hjöðnun verðbólgu verður hæg ef laun hækka eins og gert er ráð fyrir í spánni. Líkt og í ágústspánni er hins vegar nokkur slaki enn til staðar í þjóðarþáttinu sem, ásamt tiltölulega stöðugu gengi krónunnar stuðlar að hjöðnun verðbólgu frá fyrri hluta næsta árs og að verðbólga verður við markmið bankans er líða tekur á árið 2015. Ýmsar forsendur spárinnar eru háðar mikilli óvissu, sem fjallað er um hér á eftir, en nánar er fjallað um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og um þróun innlendar 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. Horfur um þróun efnahagsmála, hvort sem er innanlands eða alþjóðlega, geta því 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 er framundan hægfara bati í heimsbúskapnum þar sem þung skuldabyrði og veikleikar í alþjóðlegu fjármálakerfi verða áfram dragbítur á hagvöxt þróaðra ríkja. Líkur á stórfelldum efnahagsáföllum hafa þó minnkað og dregið hefur úr óvissu um alþjóðlegar hagvaxtarhorfur, eins og sjá má af auknum samhljómi í alþjóðlegum hagvaxtarspám og minnkandi flökti í hlutabréfaverði (mynd I-17) og minnkandi óvissu í spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (mynd I-18). Áfram er þó hættu á að bakslag geti komið í efnahagsbatann, en hagvöxtur í þróuðum ríkjum hefur ítrekað valdið vonbrigðum á undanförunum misserum (mynd I-18) og spár um hagvöxt verðið lækkaðar (mynd I-19). Lakari alþjóðlegur hagvöxtur, sérstaklega meðal helstu viðskiptalanda Íslands, 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.

## Gengi krónunnar

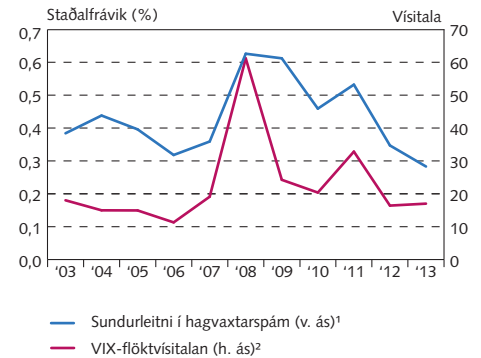
Alla jafna hefur reynst mjög erfitt að spá fyrir um gengi krónunnar. Óvissa er um hvernig aðgangur innlendra aðila að erlendum lánsfjármörkuðum þróast á næstunni og hvort framhald verður á hraðri niðurgreiðslu erlendra skulda innlendra aðila. Óvissa er jafnframt um þróun alþjóðlegra efnahagsmála sem einnig kann að hafa áhrif á gengisþróunina. Þá er óvissa um með hvaða hætti og hvenær uppgjör búa fallinna banka fer fram og þar með um tímasetningar losunar fjármagnshafta. Við slíkar aðstæður eru spár um gengi krónunnar háðar jafnvel meiri óvissu en endranær. Því er í grunnspánni byggt á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist svipað út spátímamann frá því sem það er þegar spágerð lýkur. Eins og reynslan sýnir, geta þessar horfur hæglega breyst á skömmum tíma (sjá mynd I-20). Að öðru óbreyttu mun áframhaldandi rýrnun viðskiptakjara einnig setja þrýsting á gengið en fjallað er um viðskiptakjörin í rammagrein II-1. Hvernig tekst til við komandi kjarasamninga og endurfjármögnun skulda Landsbankans í erlendum gjaldmiðli við gamla Landsbankann gæti einnig haft áhrif á gengisþróunina. Gengishorfur eru því háðar töluverðri óvissu. Miklu skiptir hvernig viðskiptajöfnuður og endurgreiðsluferill erlendra skulda þróast. Til skemmri tíma dregur ný inngripastefna Seðlabankans þó úr óvissunni en sú stefna er hins vegar ekki án fyrirvara varðandi þróun þeirra þátta sem fjallað er um hér að framan.

## Opinber fjármál

Samkvæmt fyrirbyggjandi fjárlagafrumvarpi er gert ráð fyrir lítills háttar afgangi á rekstri ríkissjóðs á næsta ári og áframhaldandi lækun skulda ríkissjóðs í hlutfalli af landsframleiðslu (sjá rammagrein V-1). Afgangurinn er hins vegar minni en fyrri áætlanir gerðu ráð fyrir og byggist að hluta á brothættum og óljósum forsendum. Að sama skapi liggur ekki fyrir hvernig fyrirætlanir stjórnvalda um almenna niðurfærslu verðtryggðra skulda heimila verða framkvæmdar og hvort og þá hvernig þær muni hafa áhrif á fjárhag ríkissjóðs. Þá er vandi íbúðalánasjóðs óleystur. Töluverð óvissa er því um horfur í opinberum fjármálum og sú hættu fyrir hendi að lykilsforsendur gangi

Mynd I-17

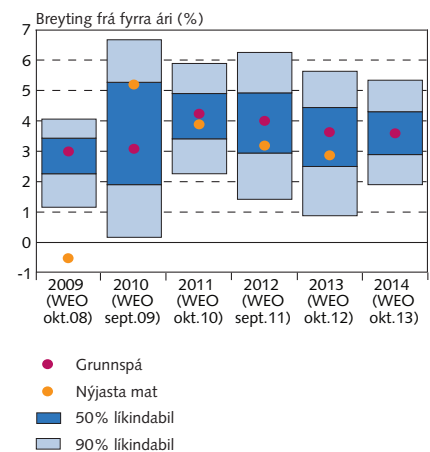
Óvissa í hagvaxtarspám og flökt í hlutabréfaverði



1. Vegið meðaltal staðalfráviks í hagvaxtarspám þeirra spáaðila sem Consensus Forecasts tekur saman fyrir G7-rikin (vegið með PPP-leiðréttri landsframleiðslu). Októberspár hvers árs fyrir árið eftir. 2. Afleitt flökt S&P-hlutabréfavisitölnunnar (Chicago Board Option Exchange). Meðaltal októbermánaðar hvers árs.  
Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond.

Mynd I-18

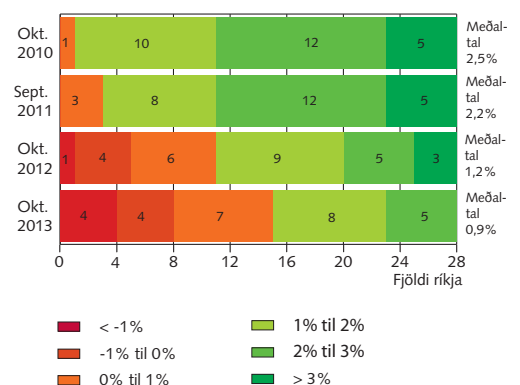
Óvissa í hagvaxtarspám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins<sup>1</sup>



1. Haustspár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir heimshagvöxt næsta árs.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, World Economic Outlook (WEO), mismunandi útgáfur.

Mynd I-19

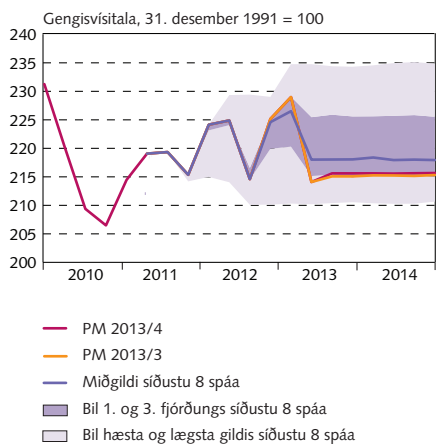
Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um meðalhagvöxt 2012-14 meðal 28 þróaðra ríkja



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, World Economic Outlook (WEO), mismunandi útgáfur.

Mynd I-20

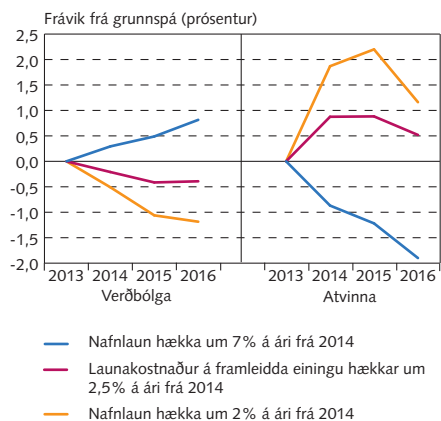
Gengisforsenda grunnspár  
Peningamála - bil síðustu 8 spáa<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir gengisforsendu grunnspár Peningamála 2011/4-2013/4 yfir tímabil elstu spárinnar (til fjórða ársfjórðungs 2014).  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-21

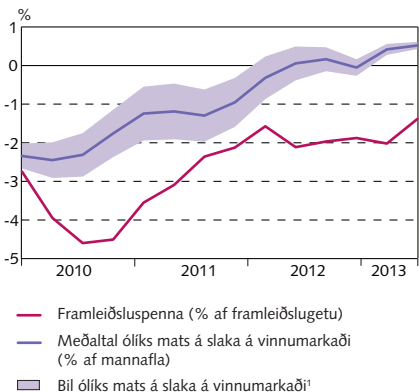
Verðbólga og atvinna með mismunandi  
launahækkunum<sup>1</sup>



1. Frávik ársverðbólgu og ársvaxtar heildarvinnustunda frá grunnspá (meðaltal mismunandi líkana Seðlabankans).  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-22

Mismunandi mælikvarðar á slaka  
í þjóðarbúskapnum



1. Mismunur skráðs atvinnuleysis og metins jafnvægisatvinnuleysis.  
Heimildir: Bjarni G. Einarsson og Jósef Sigurðsson (2013), "How "natural" is the natural rate? Unemployment hysteresis in Iceland".  
Seðlabanki Íslands Working Paper, nr. 64, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

ekki eftir. Í ljósi mikilla skulda hins opinbera gæti verri afkoma haft viðtæk neikvæð áhrif og orðið til þess að draga losun fjármagnshafta á langinn eða gert hana áhættusamari en ella. Seðlabankinn gæti þurft að bregðast við auknum slaka í opinberum fjármálum með þéttara peningalegu taumhaldi til þess að koma í veg fyrir að hann valdi aukinni verðbólgu. Efnahagsbatinn gæti því orðið hægari en spáð er í grunnspánni.

### Innlend launapróun

Í samræmi við reynslu undanfarinna ára er í grunnspánni gert ráð fyrir að launahækkanir á næstu misserum verði meiri en samrýmist verðbólguþróun Seðlabankans. Nægilega aðhaldssöm peningastefna, tiltölulega stöðugt gengi krónunnar og nokkur slaki í þjóðarbúskapnum stuðlar þó að því að verðbólga hjaðnar að markmiði er líða tekur á spátímann. Það gerist hins vegar hægt og gæti brugðið til beggja vona í ljósi þeirrar óvissu sem ríkir um niðurstöðu komandi kjarasamninga. Hækki almennur launakostnaður t.d. svipað og að meðaltali á árunum 1990-2012 yrði verðbólga töluvert meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni (sjá mynd I-21), bæði vegna þess að fyrirtæki velta auknum kostnaði út í verðlag og sakir lækkunar á gengi krónunnar. Innlendir efnahagsbati yrði þá einnig hægari, bæði sakir minni vinnuafleiftirspurnar en í grunnspánni og vegna þess að vextir Seðlabankans þyrftu að hækka til þess að vega á móti auknum verðbólguþróun. Atvinnuvegafjárfesting yrði einnig minni og hagvöxtur hægari. Verði launahækkanir hins vegar nær því sem samrýmist verðbólguþróun yrði verðbólga minni, krónan sterkari, fjárfesting fyrirtækja og vinnuafleiftirspurn meiri og innlendir efnahagsbati hraðari.

### Slakinn í þjóðarbúskapnum

Samkvæmt grunnspánni er enn nokkur slaki í þjóðarbúskapnum og er áætlað að hann hverfi ekki að fullu fyrr en á seinni hluta ársins 2015. Verðbólga hjaðnar því að markmiði þótt spáin geri ráð fyrir áframhaldandi hagvexti og minnkandi atvinnuleysi. Mikil óvissa ríkir hins vegar um umfang slakans og hversu mikið viðnám hann veitir gegn verðbólguþróun. Þessi óvissa er sérstaklega mikil í kjölfar djúprar fjármálakreppu eins og hér á landi sökum þess hve erfitt er að meta hversu mikið af framleiðslugetu þjóðarbúsins tapaðist í kjölfar kreppunnar. Áhrif tilfærslu framleiðsluáðfanga frá innlendum geirum þjóðarbúsins til útflutningsgeirans á framleiðslugetu þjóðarbúsins eru einnig mjög óviss (sjá rammagrein IV-2). Töluverðar launahækkanir í kjarasamningum árið 2011 og þrálátur verðbólguþróun sýndu þá gætu bent til þess að slakinn sé ofmetinn í grunnspánni. Nýlegt mat á jafnvægisatvinnuleysi styður þá ályktun (mynd I-22). Samkvæmt því mati er mögulegt að slakinn hafi jafnvel verið horfinn þegar á seinni hluta árs 2011 og mjög líklega á seinni hluta árs í fyrra. Sé þetta rétt er undirliggjandi verðbólguþróun vanmetinn í grunnspá bankans.

### Horfur um atvinnuvegafjárfestingu

Samkvæmt grunnspánni heldur atvinnuvegafjárfesting áfram að aukast næstu ár, enda hefur fjárfestingarhlutfallið sjaldan verið lægra.



Um þessar horfur ríkir hins vegar óvissa. Skuldsetning margra fyrirtækja dregur úr getu þeirra til fjárfestingar.<sup>4</sup> Á móti gætu væntingar fyrirtækja um bætt afkomu á næstunni gefið til kynna að vilji og geta þeirra til fjárfestingar séu vanmetin (sjá mynd I-23). Aukin atvinnuvegafjárfesting byggist einnig á forsendum um að ráðist verði í aukna fjárfestingu í orkufrekum iðnaði og orkuöflun, t.d. vegna byggingar nýs álvers í Helguvík og kísilverksmiðju á Bakka. Óvissa er hins vegar um fjármögnun og horfur á alþjóðlegum álmarkaði. Hefur áformum um þessa uppbyggingu ítrekað verið seinkað í grunnspám Seðlabankans. Verði ekki af þessum áformum á því tímabili sem grunnspá bankans nær yfir verður fjármunamyndun hægari en í grunnspánni og hagvöxtur minni (sjá mynd I-24): að öðru óbreyttu yrði fjármunamyndun sem hlutfall af landsframleiðslu um 2-3 prósentum minni en í grunnspánni árið 2015 og landsframleiðslan um 1% minni.

### Verðbólguhorfur

Allir þeir óvissuþættir sem lýst er hér að ofan valda því að verðbólguhorfur eru háðar töluverðri óvissu. Verði t.d. gengi krónunnar lægra eða launahækkar meiri en í grunnspánni er hætta á að verðbólguhorfur grunnsparinnar eða forsendan um þá vexti Seðlabankans sem nægja til þess að verðbólga hjaðni að markmiði séu of bjartsýnar.<sup>5</sup> Það sama á við ef aðhaldsstig opinberra fjármála er ofmetið í grunnspánni eða ef slakinn í þjóðarbúskapnum reynist minni en nú er talið. Hætta á vanmati undirliggjandi verðbólguþrýstings er jafnframt meiri en ella í ljósi þess að langtímaverðbólguvæntingar virðast ekki hafa trausta kjölfestu. Verði alþjóðlegi efnahagsbatinn hins vegar veikari en gert er ráð fyrir í grunnspánni gætu efnahagssumsvif orðið hægari hér á landi og verðbólguþrýstingur því minni. Hið sama á við ef hægari alþjóðlegur efnahagsbati hefur einnig í för með sér meiri lækkar alþjóðlegs hrá- og olíuverðs, a.m.k. að svo miklu leyti sem gengi krónunnar gæfi ekki eftir. Innlendir verðbólguþrýstingur gæti einnig orðið minni en í grunnspánni ef launahækkar í komandi kjarasamningum verða í betra samræmi við verðbólguþrýsting eða ef innlendir efnahagsbati verður hægari, t.d. ef fjárfesting í orkufrekum iðnaði verður minni en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

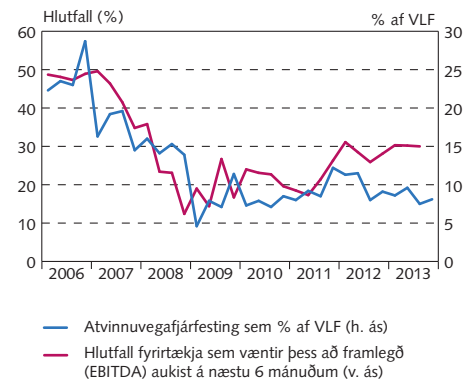
Óvissubíl verðbólguþrýstingurinn er sýnt á mynd I-25. Skyggðu svæðin sýna 50%, 75% og 90% bil líkindadreifingar spárinnar (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Talið er að óvissan sé svipuð og í fyrri spá bankans. Líkt og þá eru taldar heldur meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð en að henni sé ofspáð, en um það eins og annað er óvenjumikil óvissa um þessar mundir.

4. Sjá t.d. *Fjármálastöðugleiki* 2013/2 og *Samkeppniseftirlitið*, „Er týndi áratugurinn framundan? Öflug samkeppni læknar stöðun“, *Ritröð Samkeppniseftirlitsins*, nr. 3/2013.

5. Grunnspáin byggist á því að peningastefnunni sé beitt þannig að tryggt sé að verðbólguþrýstingurinn náist innan spátímans.

Mynd I-23

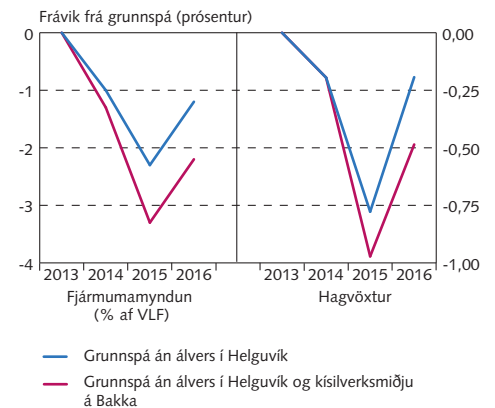
Atvinnuvegafjárfesting og visbendingar um afkomuvæntingar fyrirtækja



Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-24

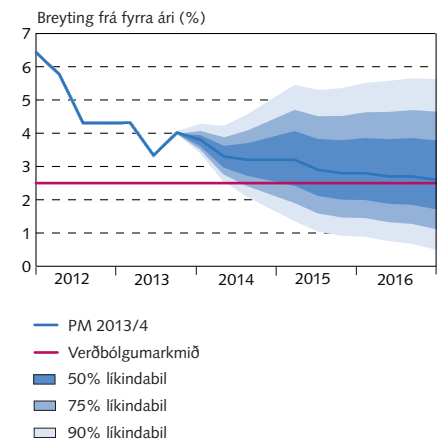
Hagvöxtur og fjármunamyndun með ólíkri fjárfestingu í stóriðju<sup>1</sup>



1. Frávik uppsafnaðs ársrhagvaxtar og hlutfalls fjárfestingar af landsframleiðslu frá grunnspá.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-25

Verðbólguþrýstingur og óvissumat

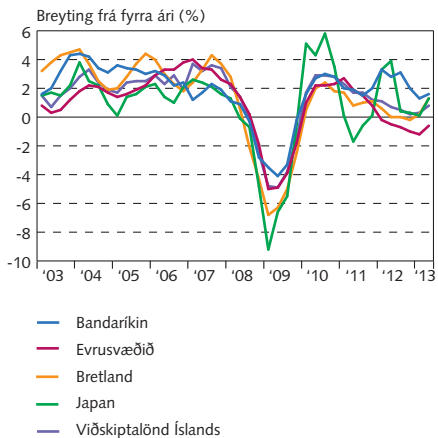


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-1

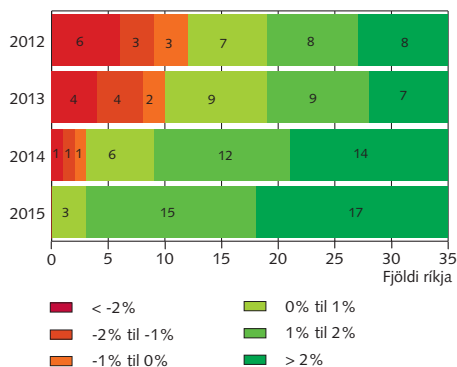
Hagvöxtur meðal viðskiptalanda Íslands og nokkurra iðnríkja

Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2013



Mynd II-2

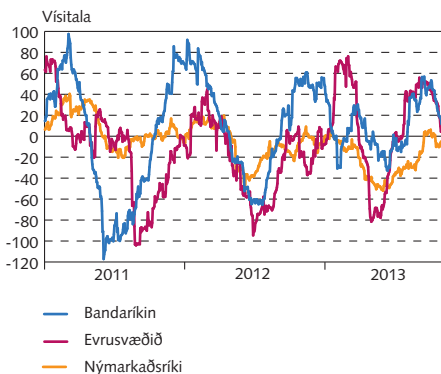
Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja



Mynd II-3

Vísitala um óvænta þróun hagvísar<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2011 - 1. nóvember 2013



## II Ytri skilyrði og útflutningur

Efnahagsbatinn í helstu viðskiptalöndum Íslands virðist hafa náð nokkurri viðspyrnu um miðbik ársins eftir að hægt hafði á honum undangengin misseri. Hagvöxtur er þó enn brösóttur og batinn brot-hættur. Órói varð á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í byrjun sumars en óvissan í október um stöðu ríkisfjármála í Bandaríkjunum hafði ekki enn haft veruleg áhrif á fjármálamarkaði þegar niðurstaða náðist. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum á fyrri hluta ársins olli vonbrigðum en horfur um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands eru svipaðar og í ágúst. Óvissa um hagvaxtarhorfur er almennt talin hafa minnkað, þótt áfram sé hún nokkur. Verðbólga hefur haldið áfram að minnka í helstu viðskiptalöndum Íslands og horfur eru nær óbreyttar. Áfram er gert ráð fyrir að viðskiptakjör versni á árinu, en eitthvað minna en spáð var í ágúst, einkum vegna minni lækkunar á álverði. Væntingar um inn-flutning helstu viðskiptalanda Íslands hafa lítið breyst frá ágústspánni, en engu að síður er útlit fyrir aðeins meiri vöxt vöruútflutnings í ár þar sem útflutningsmagn sjávarafurða er töluvert meira en áður var spáð. Horfur eru á hægari vexti útflutnings vöru og þjónustu í ár en horfur fyrir spátímamann í heild hafa heldur vænkast.

### Hægfara bati framundan en horfur enn óvissar ...

Viðsnúningur virðist hafa orðið í efnahagsmálum helstu viðskipta-landa Íslands á öðrum ársfjórðungi og jókst hagvöxtur í flestum þeirra. Samdráttarskeiði evrusvæðisins lauk þar sem efnahagsbatinn sækir í sig veðrið í kjarnaríkjum en efnahagssumsvif eru enn veikburða í jaðarríkjum myntsvæðisins. Hagvöxtur jókst töluvert í Bretlandi og virðast stöðir efnahagsbatans þar nokkuð styrkar. Hagvaxtartölur fyrir Bandaríkin voru endurskoðaðar verulega upp á við á öðrum árs-fjórðungi og áfram er vænst ágætis hagvaxtar næstu misserin. Þó gæti komið afturkippur þar á síðasta fjórðungi ársins vegna þeirrar tímabundnu stöðvunar sem varð á starfsemi hluta bandaríska ríkisins í október í kjölfar deilu um fjárlög og óvissu í tengslum við endurskoðun á skuldaþaki ríkissjóðs. Hægt hefur á hagvexti í Kína að undanförunu en nýjustu vísbendingar benda til kröftugri vaxtar en áður hafði verið vænst, þótt áfram sé gert ráð fyrir að hann nái ekki sömu hæðum og undanfarin ár. Heilt á litið hefur hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum verið undir væntingum það sem af er ári. Nokkur þeirra urðu fyrir barðinu á þeim óróa sem varð á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í vor og nánar er fjallað um hér á eftir, þegar útstreymi fjármagns leiddi til lækkunar á gengi gjaldmiðla nokkurra þeirra. Búast má við að gengislækkunin styðji við útflutning og að hagvöxtur í þessum ríkjum taki við sér þegar líða tekur á árið.

Flestir hagvísar fyrir evrusvæðið og Bandaríkin sem hafa birst eftir útgáfu *Peningamála* í ágúst hafa verið nokkru betri en markaðsaðilar höfðu gert ráð fyrir. Á sama tíma hafa hagvísar fyrir nýmarkaðsríki verið í takt við væntingar markaðsaðila eftir að hafa verið undir væntingum um nokkurt skeið. Samkvæmt nýbirtri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins verður hagvöxtur undir 3% í öllum þróuðum ríkjum í ár og þeim ríkjum þar sem búist er við samdrætti fækkar lítið frá því í fyrra. Spáin gerir ráð fyrir að hagvöxtur verði meiri á næsta

ári en í ár í öllum þeirra utan Japans og að hann haldi áfram að aukast á næstu árum í flestum þeirra. Áfram er þó gert ráð fyrir að þung skuldabyrði og veikleikar í alþjóðlegu fjármálakerfi verði dragbítar á hagvöxt, sérstaklega í þróuðum ríkjum.

### ... og spáð er hægtum hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands

Spá Consensus Forecasts (CF) er áþekk spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Samkvæmt spá CF verður hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands að meðaltali 0,8% í ár sem eru óbreyttar horfur frá síðustu *Peningamálum*. Engu að síður er spáin lítillega verri fyrir flest viðskiptalönd Íslands nema fyrir evrusvæðið og Bretland. Á næsta ári er spáð 1,8% hagvexti í viðskiptalöndum Íslands og rúmlega 2% hagvexti á ári á árunum 2015-2016 sem er óbreytt frá því í ágúst en nokkru minni vöxtur en búist var við fyrir ári. Alþjóðlegar hagvaxtarspár eru meira samhljóma en áður og almennt er talið að óvissa um hagvaxtarhorfur hafi minnkað og að dregið hafi úr hættu á alþjóðlegum efnahagssamdrætti (sjá einnig kafla I). Óvissan er þó enn nokkur og áfram eru taldar meiri líkur á að hagvaxtarhorfur séu ofmetnar en að þær séu vanmetnar.

### Órói á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hefur minnkað

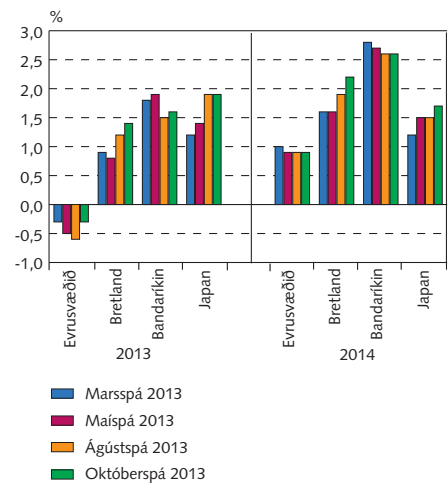
Töluverður óróleiki varð á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í vor og byrjun sumars þegar markaðsaðilar óttuðust að örar yrði dregið úr stuðningsaðgerðum bandaríska seðlabankans: vextir hækkuðu, eignaverð gaf eftir, gengi gjaldmiðla ýmissa nýmarkaðsríkja lækkaði og hagvaxtarhorfur versnuðu. Helstu seðlabankar heims reyndu að draga úr óróa á markaði með aukinni miðlun upplýsinga um framvindu peningastefnunnar og bandaríski seðlabankinn ítrekaði að skuldabréfakaupum bankans yrði haldið áfram í sama mæli. Nokkuð dró úr titringnum í kjölfarið en enn er þess þó vænst að peningalegt taumhald í Bandaríkjunum og Bretlandi aukist fyrr en áður var talið. Sum nýmarkaðsríki brugðust við útstreymi fjármagns vegna óróans með vaxtahækkun eða öðrum inngripum til að verja gengi gjaldmiðla sinna með misjöfnum árangri og samkvæmt nýjustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er hætta á að einstaka ríki lendi jafnvel í greiðslu-jafnaðarvanda.

Vandi suðurhluta evrusvæðisins vegna veikburða efnahags hins opinbera, banka og fyrirtækja reynist enn sem fyrr torlestur. Áhrif mikillar skuldsetningar sumra evruríkja og veikrar samkeppnisstöðu þeirra, ásamt veikri eiginfjárstöðu fjölmargra banka á evrusvæðinu birtast glögggt í erfiðum fjármálalegum skilyrðum skuldsettra fyrirtækja, sem eru með lítið borð fyrir báru til að takast á við hækkun fjármagns-kostnaðar. Vanskil hafa því haldið áfram að aukast og útlán til heimila og fyrirtækja eru enn að dragast saman á evrusvæðinu í heild en vöxtur er í Bandaríkjunum.<sup>1</sup>

Nokkurrar bjartsýni hefur engu að síður gætt á alþjóðlegum hlutabréfamörkuðum. Jákvæðir hagvísar beggja vegna Atlantsála hafa aukið eftirspurn eftir hlutabréfum og hefur verið þeirra hækkað

Mynd II-4

Hagvaxtarspár fyrir árin 2013 og 2014<sup>1</sup>

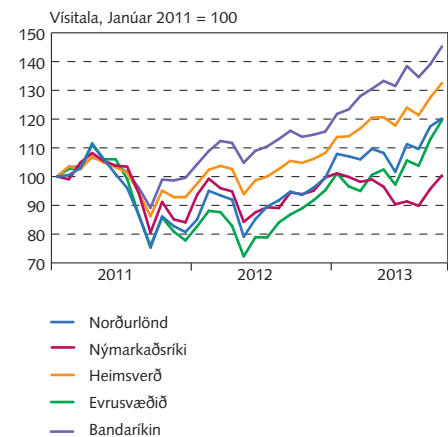


1. Byggt á spám 250 stofnana sem vegnar eru saman.  
Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd II-5

Hlutabréfaverð á ýmsum mörkuðum<sup>1</sup>

Janúar 2011 - október 2013

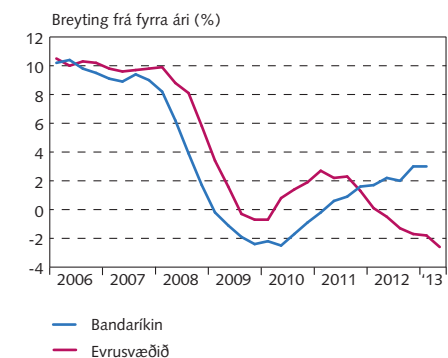


1. Mánaðarleg meðaltöl.  
Heimild: Macrobond.

Mynd II-6

Þróun útlánaaukningar í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu<sup>1</sup>

1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2013



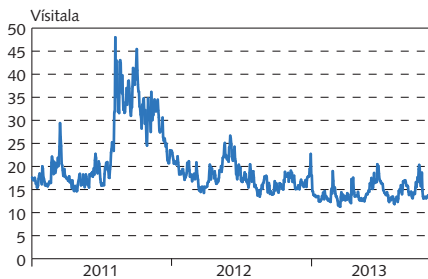
1. Fyrirtæki (önnur en fjármálafyrirtæki) og heimil.  
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

1. Um helmingur útlána til portúgalskra fyrirtækja er t.d. í höndum fyrirtækja sem hafa ekki nægilegan rekstrarafgang til að standa undir vaxtabyrði skulda. Hið sama gildir um u.þ.b. 40% fyrirtækjalána á Spáni og 30% á Ítalíu. Sjá nánari umfjöllun í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2013), „Transition challenges to stability“, *Global Financial Stability Report*, október 2013.

Mynd II-7

VIX-flöktvísitalan<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2011 - 1. nóvember 2013

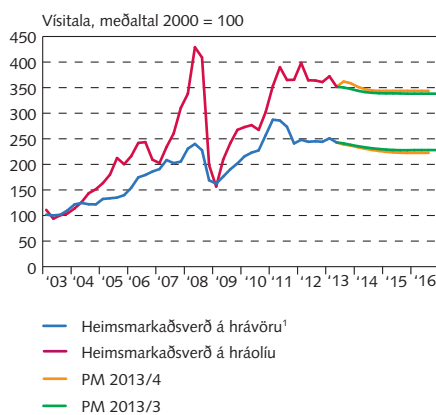


1. Afleitt flökt S&P hlutabréfavistölunnar (Chicago Board Option Exchange).  
Heimild: Macrobond.

Mynd II-8

Heimsmarkaðsverð á olíu og hrávöru

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2016

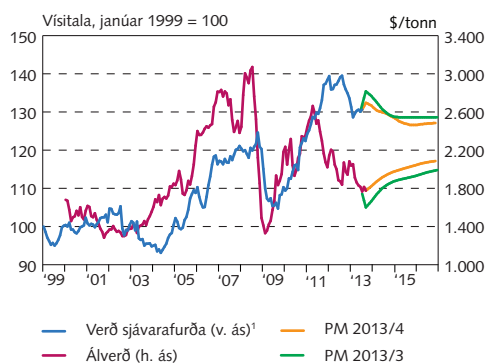


1. Verð á hrávöru án olíu í USD.  
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

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

töluvert á árinu. Hækkunin hefur verið einna mest á evrusvæðinu, en hlutabréf í nýmarkaðsríkjum hafa lækkað í verði. Óvissa á hlutabréfamörkuðum í Bandaríkjunum jókst í vor og sumar í tengslum við óvissu um áform bandaríska seðlabankans og aftur lítilega í október í tengslum við erfiðleikana í ríkisfjármálum þar í landi. Heldur hefur dregið úr óvissu á ný og sveiflur í verði minnkað.

**Verðbólguhorfur nær óbreyttar frá því í ágúst**

Verðbólga hefur almennt hjaðnað í helstu viðskiptalöndum Íslands undanfarna mánuði í kjölfar lækkandi matvæla- og hrávöruverðs. Í Japan og Noregi hefur þó hækkandi orkuverð valdið því að verðbólga hefur aukist. Verðbólguhorfur fyrir helstu viðskiptalönd Íslands eru nær óbreyttar frá því í *Peningamálum* í ágúst, bæði fyrir árið í ár og næstu tvö árin þar á eftir. Áætlað er að verðbólga verði að meðaltali tæplega 2% á spátímanum.

**Minni lækkun olíuverðs en áþekk þróun hrávöruverðs og í síðustu spá**

Olíuverð hækkaði lítilega seinni hluta sumars, lækkaði á ný í haust en hefur heilt á litið verið aðeins hærra en búist var við í síðustu *Peningamálum*. Því er nú gert ráð fyrir nokkru minni lækkun olíuverðs í ár eða tæplega 3% í stað 4,4% lækkunar í ágúst. Horfur fyrir næsta ár eru aftur á móti áþekkar og í síðustu spá: gert er ráð fyrir áframhaldandi verðlækkun eða 4% lægra olíuverði en að meðaltali í ár. Hægari vöxtur olíueftirspurnar, sérstaklega í Kína, Indlandi og Mið-Austurlöndum, vegur þar nokkuð en á móti kemur ótti við áhrif óstöðugleika í Mið-Austurlöndum og Norður-Afríku á olíuframboð.

Alþjóðlegt hrávöruverð hefur haldið áfram að lækka undanfarna mánuði og hefur lækkun matvæla-verðs t.d. reynst töluvert síðan um mitt sumar. Gert er ráð fyrir að meðallækkun hrávöruverðs á árinu verði rúmlega 1% sem er svipað og í ágústspánni. Á næstu tveimur árum er búist við áframhaldandi lækkun hrávöruverðs, en óvissan er umtalsverð og einkum upp á við, þar sem slæmt veðurfar getur auðveldlega haft mikil áhrif á framboð hrávöru, t.d. matvöru, og þrýst upp verði hennar.

**Horfur um verð sjávarafurða í ár lakari en í ágúst ...**

Hægt hefur á lækkun á verði sjávarafurða. Söluaðilar botnfiskafurða telja verðlækkunarhrininna, sem hófst snemma á síðasta ári, yfirstaðna og hefur verð hækkað lítilega undanfarið. Engu að síður er verð á saltfiski og á sjófrystum botnfiskafurðum töluvert lægra en þegar það fór hæst í upphafi síðasta árs. Á móti kemur að það sem af er ári hefur verð á afurðum uppsjávarfiska verið rúmlega 6% hærra en það var á sama tíma í fyrra og hefur verðhækkun á lýsi og mjöli verið hvað mest. Þetta er þó minni hækkun en gert var ráð fyrir í ágúst og veldur því, ásamt minni hækkun botnfiskafurða, að nú er talið að verðlækkun sjávarafurða í heild verði um ½ prósentu meiri í ár en spáð var í ágúst eða 4,5%. Mikil óvissa ríkir um verðþróun sjávarafurða á næsta ári. Gert er ráð fyrir að verð botnfiskafurða hækki eitthvað en að verð á mjöli og lýsi lækki í takt við þær vísbendingar sem framvirkt verð gefur til kynna. Mikil óvissa er um verðþróun á frystum uppsjávarfiski

(þ.e. loðnu, makríl og síld) en framboð á makríl mun aukast á næsta ári en framboð af síld minnki. Í spánni nú er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða lækki um u.þ.b. 2% á ári á næstu tveimur árum, og er það í takt við almenna þróun alþjóðlegs hrávöru- og matvælavæðs og hægan hagvöxt á helstu markaðssvæðum.

### ... en gert ráð fyrir heldur minni lækkun álverðs í ár

Álverð hefur haldið áfram að lækka í takt við annað hrávöruverð. Lækkun álverðs á heimsmarkaði hefur verið töluverð á milli ára, einna mest nú í september þegar það var rúmlega 14% lægra en á sama tíma í fyrra. Það sem af er ári er heimsmarkaðsverð á áli um 7% lægra en ári áður. Engu að síður er gert ráð fyrir einungis 4% lægra álverði á árinu í heild í spánni nú í stað 7% lækkunar í ágúst. Heldur skárrí horfur skýrast aðallega af því að verð á þeim tegundum áls sem framleiddar eru hér á landi virðist hafa þróast heldur hagstæðar en heimsmarkaðsverðið á þessu ári. Þá er útlit fyrir að álverð hækki um 3-5% á ári á næstu þremur árum sem er svipað og í ágústspánni.

### Horfur á áframhaldandi rýrnun viðskiptakjara

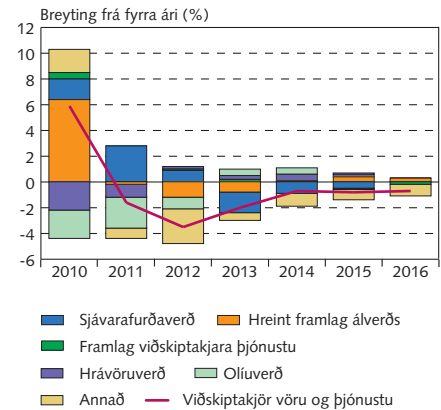
Útlit er fyrir að rýrnun viðskiptakjara í ár verði heldur minni en spáð var í ágúst eða um 2% í stað 3%. Kemur þar til minni lækkun álverðs en á móti vega óhagstæðari þróun olíuverðs og verðs sjávarafurða. Viðskiptakjararýrnunin í ár bætist við 3,5% rýrnun í fyrra og 1,6% árið þar á undan. Gangi þessi spá eftir verða viðskiptakjör tæplega 17% lakari í ár en þau voru áður en þau tóku að rýrna árið 2007. Þótt horfur um viðskiptakjör hafi lítilliga batnað frá því í ágúst er sem fyrr gert ráð fyrir að þau haldi áfram að rýrna út spátímann og verði tæplega 19% lakari árið 2016 en þau voru 2007. Munar þar mestu um horfur um áðurnefnda áframhaldandi verðlækkun sjávarafurða (sjá nánar umfjöllun í rammagrein II-1).

### Lítill breyting á raungengi krónunnar undanfarrið

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hefur hækkað það sem af er ári um 3,2% frá sama tíma í fyrra. Það hækkaði mikið milli febrúar og apríl en hækkunin í apríl var sú mesta í einum mánuði í rúm fjögur ár. Á undanförunum mánuðum hefur raungengið aftur á móti breyst lítið. Meðalraungengi það sem af er ári hefur ekki verið jafn hátt frá því að fjármálakreppan skall á. Engu að síður er raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag nú rúmlega 16% lægra en meðalraungengi undanfarinna þrjátíu ára.

Í kjölfar kreppunnar batnaði samkeppnisstaða þjóðarbúsins umtalsvert og raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað lækkaði um rúm 45% á tveimur árum. Frá árinu 2010 hefur launakostnaður á framleidda einingu hins vegar hækkað mun hraðar hér á landi en í helstu samkeppnislöndum og raungengið því hækkað á ný og samkeppnisstaðan versnað. Venju samkvæmt er í grunnspánni gengið út frá því að nafngengi krónunnar haldist tiltölulega stöðugt á spátímanum og raungengið heldur áfram að hækka lítilliga á næstu árum vegna örari hækkunar verðlags og launakostnaðar en meðal samkeppnisríkjanna. Raungengið verður þó áfram lágt í sögulegu samhengi.

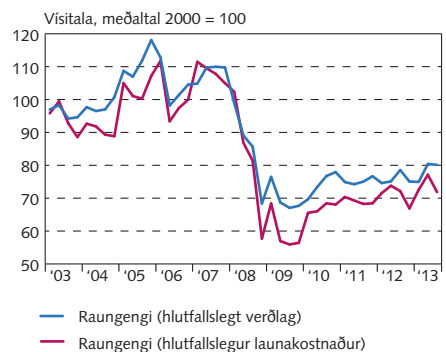
Mynd II-10  
Viðskiptakjör og framlag undirlíða  
2010-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. Framlag helstu undirlíða til ársbreytingar viðskiptakjara er fengið með því að vega saman árlega breytingu viðkomandi undirlíðar með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Líðurinn "annað" er afgangslíður.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

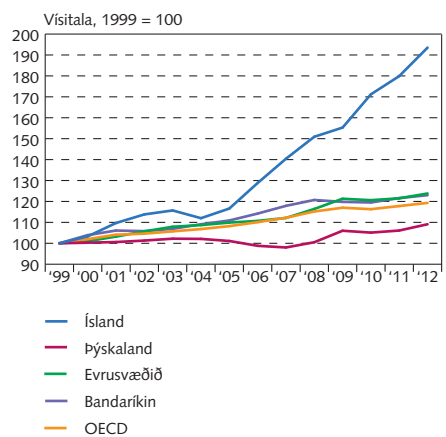
Mynd II-11  
Raungengi

1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2013



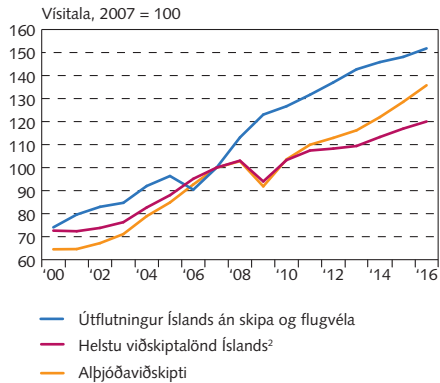
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12  
Launakostnaður á framleidda einingu



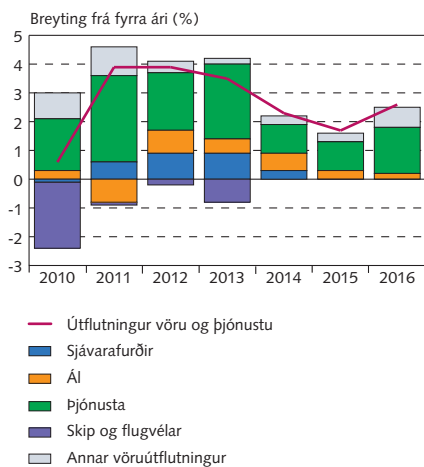
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13  
Alþjóðaviðskipti og íslenskur útflutningur  
2000-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. 2. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-14  
Þróun útflutnings og framlag undirliða hans  
2010-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Horfur á auknum alþjóðaviðskiptum en svipuðum vexti eftirspurnar helstu viðskiptalanda og í ágúst

Verulega dró úr vexti alþjóðaviðskipta í fyrra samhliða minnkandi hagvexti í heiminum. Í nýrri spá gerir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn ráð fyrir að eitthvað bæti í vöxt alþjóðaviðskipta í ár þrátt fyrir að það dragi úr heimshagvexti, þótt horfur séu heldur lakari en í aprílspá sjóðsins. Sé litið til innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands hafa horfur hins vegar lítið breyst frá því í ágúst. Áætlað er að innflutningur helstu viðskiptalanda aukist um 1,1% á þessu ári og um 3,6% á næsta ári sem er aðeins minna en gert var ráð fyrir í ágúst. Á árunum 2015 og 2016 er gert ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda Íslands vaxi um u.þ.b. 2½-3% á ári sem er óbreytt frá því í ágúst.

## Útflutningshorfur lakari í ár en svipaðar út spátímann

Gert er ráð fyrir að vöruútflutningur aukist um 1,3% á þessu ári sem er nokkru meiri vöxtur en spáð var í ágúst, einkum vegna meiri útflutnings sjávarafurða. Í síðustu spá *Peningamála* var gert ráð fyrir tæplega 1% samdrætti í útflutningsmagni sjávarafurða, en útflutningstölur fyrir fyrstu níu mánuði ársins liggja nú fyrir og það ásamt öðrum vísendingum bendir til þess að útflutningur sjávarafurða muni aukast um 3½% á þessu ári. Ein helsta skýringin virðist vera aukið framleiðsluverðmæti, þ.e. að vægi dýrari afurða hafi aukist en einnig virðist sem stærri hluti af framleiðslu ársins 2012 hafi verið fluttur út á fyrstu mánuðum þessa árs en vænta mátti miðað við reynslu síðustu ára. Á móti kemur að nú er gert ráð fyrir að útflutningur áls verði heldur lakari en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Spáð er að útflutningsmagn áls aukist um 1,8% á þessu ári þar sem nokkur framleiðsluaukning hefur orðið hjá innlendum álverum, en það er liðlega prósentu minni aukning en gert var ráð fyrir í ágúst. Horfur fyrir vöruútflutning í heild á næsta ári hafa einnig vænkast, en gert er ráð fyrir 2,1% vexti í stað 1,6% í ágústspánni. Búist er við að útflutningur áls aukist en álverið í Straumsvík hefur verið að auka framleiðslugetu sína og munu áhrif aukningarinnar koma fram að fullu á næsta ári. Einnig er búist við auknum útflutningi sjávarafurða en eins og ávallt er nokkur óvissa um aflamagn komandi árs þar sem heildarafi ræðst að hluta af þeim hámarksafli sem úthlutað verður á næsta ári. Á árunum 2015 og 2016 er gert ráð fyrir að verulega hægi á vexti vöruútflutnings og hann verði á bilinu 1-1½% á hvoru ári fyrir sig, sem eru aðeins lakari horfur en í ágúst.

Útlit er fyrir að vöxtur þjónustuútflutnings í ár verði heldur minni en gert var ráð fyrir í ágúst, þar sem vöxtur á fyrri helmingi ársins var minni en vænst var. Engu að síður stefnir í enn eitt metárið í komum ferðamanna til landsins en á fyrstu tíu mánuðum ársins hafa fleiri ferðamenn komið til landsins en allt árið í fyrra. Spáð er 6,8% vexti útfluttrar þjónustu í ár en að eitthvað dragi á næstu árum úr þeim mikla vexti sem hefur verið í útfluttri þjónustu undanfarin ár. Gert er ráð fyrir 2½-4% vexti í útfluttri þjónustu á ári út spátímann.

Gangi þetta eftir eru horfur á að útflutningur í heild aukist um 3,4% í ár sem er heldur minni vöxtur en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næsta ár hafa hins vegar batnað og er spáð rúmlega 2% vexti, sem er tæplega ½ prósentu meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Horfur um

útflutning það sem eftir lifir spátímans eru aftur á móti svipaðar og í ágúst.

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

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram <sup>1</sup>			
	2013	2014	2015	2016
Útflutningur vöru	1,3 (0,0)	2,1 (1,6)	1,0 (1,4)	1,5
Útflutningur þjónustu	6,8 (11,6)	2,4 (2,2)	2,5 (1,5)	4,1
Útflutningur vöru og þjónustu	3,4 (4,4)	2,2 (1,8)	1,6 (1,4)	2,5
Útflutningur vöru og þjónustu án flugvéla og skipa	4,2 (5,2)	2,2 (1,8)	1,6 (1,4)	2,5
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	3,6 (-0,9)	1,4 (0,9)	0,0 (0,0)	0,0
Útflutningsframleiðsla áls	1,8 (3,1)	2,4 (1,8)	1,1 (0,7)	0,7
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli	-4,6 (-4,0)	-1,9 (-2,2)	-2,0 (-1,4)	0,0
Verð áls í USD <sup>2</sup>	-4,0 (-7,2)	3,3 (3,0)	4,7 (5,2)	2,9
Verð eldsneytis í USD <sup>3</sup>	-2,9 (-4,4)	-4,0 (-4,0)	-0,9 (-0,7)	0,0
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-2,0 (-3,0)	-0,7 (-1,4)	-0,8 (-1,1)	-0,7
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum <sup>4</sup>	1,6 (1,5)	1,8 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum <sup>4</sup>	0,8 (0,8)	1,8 (1,8)	2,2 (2,2)	2,4
Skammtímaþróun í helstu viðskiptalöndum (%) <sup>5</sup>	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)	1,0 (1,3)	1,9

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2013/3. 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.

Frá því að alþjóðlega fjármálakreppan hófst árið 2007 hafa viðskiptakjör út- og innflutnings Íslendinga rýrnað um u.þ.b. 15% og voru í fyrra um 7% undir því sem þau hafa að meðaltali verið frá lokum seinni heimsstyrjaldar. Gangi núverandi grunnspá Seðlabankans eftir, eru horfur á að þau muni áfram rýrna og verða um 11% undir langtíma meðaltali sínu árið 2016. Munu viðskiptakjör þá hafa versnað í átta ár í röð um samtals 18½% og verður að leita allt aftur til ársins 1964 til að finna jafn óhagstæð viðskiptakjör.

Þessi óhagstæða viðskiptakjarapróun hefur haft víðtæk áhrif á þróun efnahagsmála undanfarin ár. Hún hefur m.a. leitt til þess að íslenskur útflutningur hefur tapað nokkurri hlutdeild í verðmæti alþjóðlegs útflutnings. Þetta á sérstaklega við þegar litið er til hlutdeildar íslensks útflutnings í alþjóðlegum vöruútflutningi sem hefur minnkað samfellt frá árinu 2007, þótt íslenskur útflutningsiðnaður hafi staðið nokkru betur af sér samdrátt í alþjóðaviðskiptum í kjölfar alþjóðlegu efnahagskreppunnar en flest önnur iðnríki. Hlutdeild íslensks vöruútflutnings í alþjóðlegu útflutningsmagni jókst því töluvert árin 2007-9 eins og sjá má á mynd 2, þótt hún hafi minnkað nokkuð á ný síðustu þrjú ár.

Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála*, hafa lakari viðskiptakjör jafnframt verið mikilvægasta ástæða þess að smám saman hefur dregið úr afgangi á viðskiptum við útlönd. Þau hafa því grafið undan gengi krónunnar og gert úrlausn núverandi greiðslujafnaðarvanda erfiðari en ella. Lakari viðskiptakjör hafa einnig leitt til lægri þjóðartekna og hægt á bata innlendrar eftirspurnar. Verði rýrnun viðskiptakjara varanleg mun innlent tekjustig jafnframt lækka varanlega í hlutfalli við helstu viðskiptalönd.

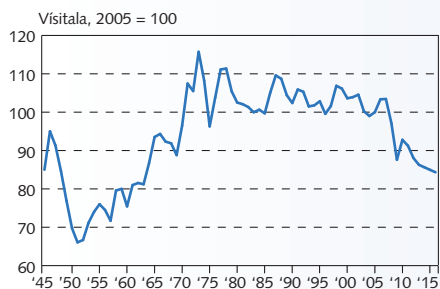
En hverjar eru meginástæður þessarar óhagstæðu viðskiptakjarapróunar og er rýrnun þeirra óvenju mikil þegar horft er til þróunar á verði helstu útflutningsafurða og alþjóðlegs hagvaxtar á

## Rammagrein II-1

Af hverju hafa viðskiptakjör þjóðarbúsins rýrnað svona mikið í kjölfar alþjóðlegu efnahagskreppunnar?

Mynd 1

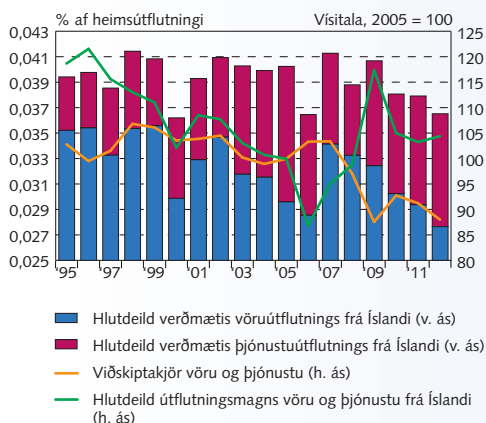
Viðskiptakjör vöru- og þjónustuviðskipta<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

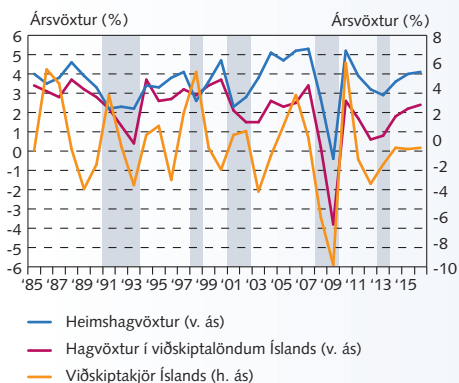
Viðskiptakjör og hlutdeild Íslands í alþjóðaviðskiptum



Heimildir: Gagnagrunnur Sameinuðu Þjóðanna, Hagstofa Íslands, OECD.

Mynd 3

Heimshagvöxtur og viðskiptakjör Íslands<sup>1</sup>



1. Tímabil þar sem heimshagvöxtur fer undir 3% á ári eru skyggð. Spá um heimshagvöxt 2013-16 er spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins úr *World Economic Outlook* í október 2013 en spá um viðskiptakjör er grunnspá Seðlabankans.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

undanförnum árum? Hverjar eru meginástæður þess að grunnsþáin gerir ráð fyrir áframhaldandi rýrnun viðskiptakjara á næstu þremur árum?

### Viðskiptakjör og alþjóðleg efnahagsþróun

Þar sem Ísland er lítið, opið hagkerfi er það í meginatriðum verðtaki í alþjóðaviðskiptum, þ.e. út- og innflutningsverð ráðast af alþjóðlegum efnahagsaðstæðum fremur en innlendum efnahagsþáttum.<sup>1</sup> Hið sama á við um viðskiptakjör (sem skilgreind eru sem hlutfall út- og innflutningsverðs). Eins og sést á mynd 3 hafa viðskiptakjör einmitt tilhneigingu til að þróast í takt við alþjóðlega efnahagsþróun, sérstaklega efnahagsþróun í helstu viðskiptalöndum Íslendinga, og rýrna jafnan í alþjóðlegum efnahagssamdrætti.<sup>2</sup> Mynd 4 ber glögglega með sér mikilvægi þróunar viðskiptakjara fyrir innlenda efnahagsþróun og gefur einnig til kynna mikilvægi miðlunar alþjóðlegra efnahagssveiflna inn í innlendan þjóðarbúskap í gegnum sveiflur í viðskiptakjörum.<sup>3</sup>

### Samanburður á þróun viðskiptakjara í kjölfar þriggja alþjóðlegra samdráttarskeiða

Viðskiptakjör hafa rýrnað um u.þ.b. 15% frá því að alþjóðlega efnahagskreppan hófst árið 2007, sem er mesta rýrnun viðskiptakjara frá því á seinni hluta fimmta áratugar síðustu aldar. Eins og mynd 3 sýnir endurspeglar þetta að hluta hversu alvarlegur hinn alþjóðlegi efnahagssamdráttur var. Þetta sést einnig á mynd 5 sem ber saman þróun viðskiptakjara í sex ár eftir þrjú alþjóðleg samdráttarskeið.<sup>4</sup> Eins og sést á myndinni bötnuðu viðskiptakjör strax eftir samdráttarskeiðið árin 1991-1993 en áhrifin voru nánast horfin þremur árum síðar. Áhrif alþjóðlega samdráttarskeiðsins 2001-2002 voru heldur meiri framan af en voru horfin sex árum síðar. Áhrifin eru þó hvergi eins mikil og í kjölfar kreppunnar 2008-2009 þar sem viðskiptakjör höfðu rýrnað um u.þ.b. 15% tveimur árum eftir að kreppan skall á. Nokkur rífsluningur varð ári síðar en síðan tóku þau að rýrna aftur og eru ríflega 16% lakari sex árum eftir að kreppan skall á.

Eins og sést á myndum 6 og 7 lækkaði bæði verð sjávar- og álafurða í kjölfar kreppunnar árið 2007 og er verðþróun sjávarafurða fyrstu tvö árin eftir að kreppan skall á töluvert óhagstæðari en í kjölfar fyrri tveggja samdráttarskeiða. Verð sjávarafurða tók að hækka á ný ári síðar og fimm árum síðar var það orðið nokkru herra en það var í upphafi kreppunnar. Gangi spá Seðlabankans eftir, er hins vegar útlit fyrir að það gefi nokkuð eftir á þessu ári. Í samanburði við samdráttarskeiðið í upphafi þessarar aldar hefur álverð gefið töluvert meira eftir í kjölfar kreppunnar árið 2007. Framan af var þróunin þó áþekkt því sem gerðist í kjölfar samdráttarins í byrjun tíunda áratugar síðustu aldar, þótt einnig drægi nokkuð í sundur þegar frá liður. Við samanburð á áhrifum sveiflna álverðs á viðskiptakjör þjóðarbúsins í kjölfar núverandi kreppu og í fyrri samdráttarskeiðum er þó rétt að hafa í huga að vægi álframléiðslu í útflutningi Íslendinga hefur aukist verulega á síðustu áratugum. Þannig vó útflutningur ál- og

1. Í vissum vörutegundum má færa rök fyrir því að Íslendingar hafi eitthvert verðákvörðunarvald en í meginatriðum gildir að Ísland er verðtaki í alþjóðaviðskiptum.
2. Eins og gjarnan er gert er alþjóðlegur efnahagssamdráttur skilgreindur sem þau tímabil þar sem heimshagvöxtur fer niður fyrir 3% á ári.
3. Fjallað er um mikilvægi sveiflna í viðskiptakjörum í Már Guðmundsson, Arnór Sighvatsson og Pórarinn G. Pétursson (2000). „Optimal exchange rate policy: The case of Iceland“. Í bókinni *Macroeconomic Policy: Small Open Economies in an era of Global Integration*, (ritstj.) Gylfi Zoega, Már Guðmundsson og Tryggvi P. Herbertsson. Reykjavík: Háskólaútgáfan.
4. Alþjóðlega samdráttarskeiðinu árið 1998 er sleppt í þessum samanburði þar sem það varði stutt og hafði lítil áhrif hér á landi. Sjötta árið í kjölfar nýjustu kreppunnar er árið 2013 og er þar notast við grunnsþá Seðlabankans.



kísiljárnafurða að meðaltali um 8% af útflutningi vöru og þjónustu árin 1991-1993 en hafði aukist í tæplega 15% árin 2001-2002 og í tæplega 27% árin 2008-2009 (sjá mynd 8).

### Meginástæður viðskiptakjaraþróunar síðustu ára

Til að átta sig betur á meginástæðum óhagstæðrar viðskiptakjaraþróunar undanfarin ár og þeim þáttum sem ráða mestu um áframhaldandi rýrnun þeirra á næstu árum samkvæmt spá bankans, er hægt að meta með einfaldri aðfallsgreiningu hvaða þættir ráða mestu um þróun viðskiptakjara. Ætla má að alþjóðlegt verð þeirra afurða sem mest vege í útflutningi Íslands, þ.e. verð sjávarafurða og áls, vegi þungt, auk fyrrgreindra áhrifa alþjóðlegu hagsveiflunnar. Í viðauka við þessa rammgrein er sýnt mat á slíkri jöfnu sem skýrir um 80% af sveiflum í viðskiptakjörum á árunum 1985-2012.

Eins og sjá má á mynd 9 skýra alþjóðlegur efnahagsamdráttur og lækkun sjávarafurðaverðs að stærstum hluta rýrnun viðskiptakjara árin 2008-2009, þótt lækkun álverðs vegi þar einnig nokkuð. Viðsnúning viðskiptakjara 2010-2012 má hins vegar að mestu rekja til hækkunar á verði sjávarafurða en hækkun útflutningsverðs helstu viðskiptalanda og slakur hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands vegar þar á móti. Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að viðskiptakjör haldi áfram að rýrna á þessu ári og fram til ársins 2016. Samkvæmt mynd 9 má að mestu skýra það með lækkun sjávarafurðaverðs í ár og því að horfur eru á að það haldi áfram að lækka út spátímann. Þótt grunnspáin geri ráð fyrir vaxandi hagvexti í okkar helstu viðskiptalöndum, verður hann ekki nógu mikill á meginhluta spátímans til að það dugi til að snúa þróuninni við. Eins og myndin sýnir vege á móti áhrif þátta sem matsjafnan nær ekki að skýra. Viðskiptakjara-rýrnun næstu ára verður því nokkru meiri samkvæmt matsjöfnunni en grunnspá bankans, sem gæti gefið til kynna að of mikillar bjart-sýni um þróun viðskiptakjara gæti í grunnspánni, a.m.k. miðað við spár um áframhaldandi lækkun verðs sjávarafurða.

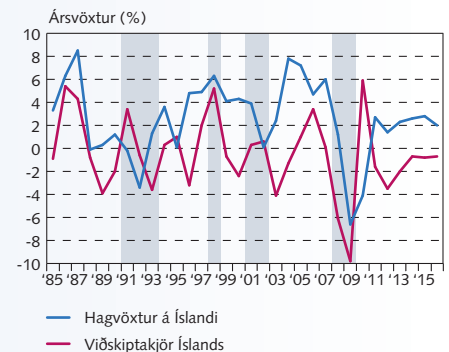
Á heildina litið virðist því mega rekja rýrnun viðskiptakjara á árabílinu 2008-2016 fyrst og fremst til slaks hagvaxtar í helstu viðskiptalöndum Íslands og mikillar lækkunar sjávarafurðaverðs í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda. Jafnframt virðast sveiflur í verði sjávarafurða vera stærsti orsakþáttur sveiflna í viðskiptakjörum á síðustu árum og í spá um þróun viðskiptakjara næstu ára. Áhrif óhagstæðrar þróunar álverðs eru hins vegar töluvert minni samkvæmt hinu tölfræðilega metna sambandi þessara stærða. Þar þarf þó að hafa í huga að aukið vægi útflutnings-álfurða á tímabilinu er að nokkru leyti á kostnað vægis útflutnings sjávarafurða. Hið metna tölfræðilega samband gæti því að einhverju leyti vanmetið áhrif sveiflna í álverði á viðskiptakjaraþróun síðustu ára. Einnig er rétt að hafa í huga við túlkun á áhrifum alþjóðlegs hagvaxtar að þau ná í raun lengra en hið tölfræðilega samband gefur til kynna þar sem alþjóðlegar hagsveiflur hafa einnig áhrif á viðskiptakjör í gegnum áhrif þeirra á álverð og verð sjávarafurða.

### Viðauki

Hægt er að skýra sveiflur í viðskiptakjörum á árabílinu 1985-2012 með hagvexti í helstu viðskiptalöndum og verði tveggja mikilvægustu útflutningsafurða í hlutfalli við alþjóðlegt útflutningsverð (tölur í svigum eru  $t$ -gildi,  $R^2$  táknar þann hluta breytileika viðskiptakjara sem jafnan skýrir og SE táknar staðalfrávik afgangslíðar jöfnunnar):<sup>5</sup>

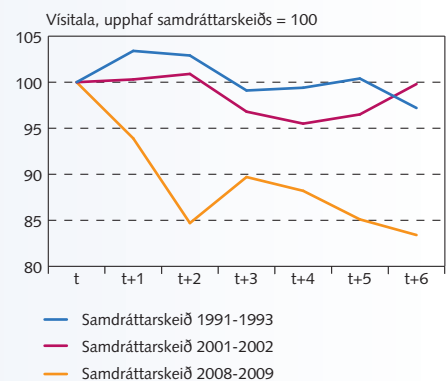
5. Jafnan var upphaflega metin með frjálsu stikamati við alþjóðlega útflutningsverðið en því var ekki hafnað tölfræðilega að verðáhrifin væru hlutfallsleg (þ.e. að summa stikanna við verðstærðirnar þrjár væri núll). Einnig var prófað að bæta við áhrifum alþjóðlegs hrávöruverðs og olíuverðs en áhrif þessara tveggja stærða reyndust tölfræðilega ómarktæk frá núlli.

Mynd 4  
Hagvöxtur og viðskiptakjör Íslands<sup>1</sup>



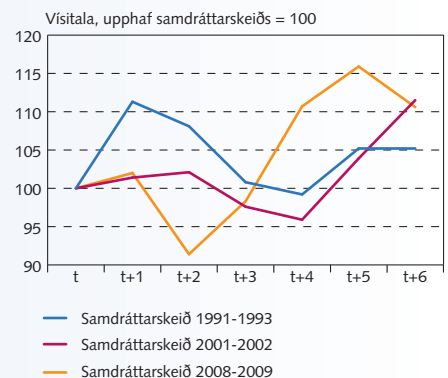
1. Tímabil þar sem heimshagvöxtur fer undir 3% á ári eru skyggð. Spá um heimshagvöxt 2013-16 er spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins úr *World Economic Outlook* í október 2013 en spá um viðskiptakjör er grunnspá Seðlabankans.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5  
Þróun viðskiptakjara í kjölfar þriggja alþjóðlegra samdráttarskeiða<sup>1</sup>



1. Fyrir samdráttarskeiðið 1991-1993 er ár t 1990, fyrir samdráttarskeiðið 2001-2002 er ár t 2000 og fyrir samdráttarskeiðið 2008-2009 er ár t 2007.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

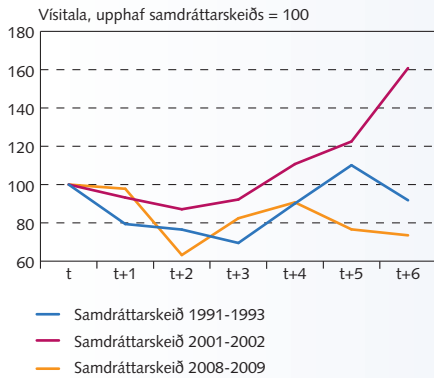
Mynd 6  
Þróun sjávarafurðaverðs í erlendri mynt í kjölfar þriggja alþjóðlegra samdráttarskeiða<sup>1</sup>



1. Fyrir samdráttarskeiðið 1991-1993 er ár t 1990, fyrir samdráttarskeiðið 2001-2002 er ár t 2000 og fyrir samdráttarskeiðið 2008-2009 er ár t 2007.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Þróun álverðs í erlendri mynt í kjölfar þriggja alþjóðlegra samdráttarskeiða<sup>1</sup>



1. Fyrir samdráttarskeiðið 1991-1993 er ár t 1990, fyrir samdráttarskeiðið 2001-2002 er ár t 2000 og fyrir samdráttarskeiðið 2008-2009 er ár t 2007.  
Heimildir: Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

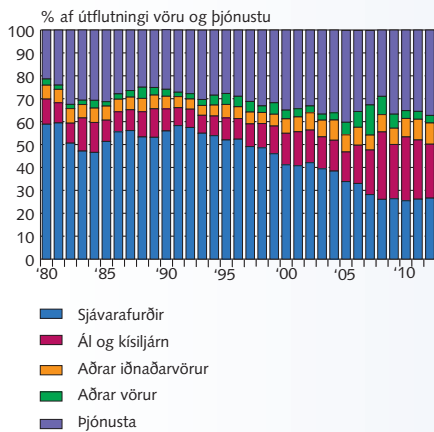
$$\Delta \bar{t\bar{o}t} = 0,044(\Delta \bar{p_{xa}} - \Delta \bar{w_{px}}) + 0,366(\Delta \bar{p_{xm}} - \Delta \bar{w_{px}}) + 0,767\Delta \bar{w_{y}} \quad (2,3) \quad (6,1) \quad (2,9)$$

$R^2 = 0,78$ ,  $SE = 1,8\%$ , matstímabil: 1985-2012

þar sem  $\Delta \bar{t\bar{o}t}$  er frávik ársbreytinga viðskiptakjara frá meðaltali árunna 1985-2012,  $\Delta \bar{p_{xa}}$  er frávik ársbreytinga álverðs í erlendri mynt frá meðaltali árunna 1985-2012,  $\Delta \bar{p_{xm}}$  er frávik ársbreytinga sjávarafurðaverðs í erlendri mynt frá meðaltali árunna 1985-2012,  $\Delta \bar{w_{px}}$  er frávik ársbreytinga útflutningsverðs viðskiptalanda Íslands í erlendri mynt frá meðaltali árunna 1985-2012 og  $\Delta \bar{w_{y}}$  er frávik hagvaxtar í helstu viðskiptalöndum frá meðaltali árunna 1985-2012.

Mynd 8

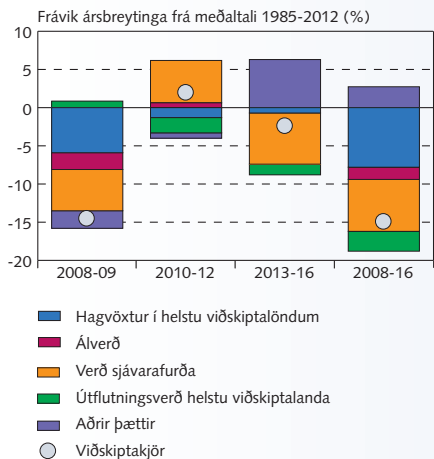
Samsetning útflutnings Íslands 1980-2012



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 9

Framlag áhrifaþátta til þróunar viðskiptakjara 2008-2016



Heimild: Hagstofa Íslands.

### III Fjármálaleg skilyrði

Vextir Seðlabankans hafa ekki breyst frá útgáfu *Peningamála* í ágúst og taumhald peningastefnunnar er svipað og þá. Markaðsaðilar virðast enn gera ráð fyrir óbreyttum vöxtum á þessu ári en hækkun á því næsta. Gengi krónunnar hefur lækkað frá því í ágúst en var svipað á þriðja ársfjórðungi og þá var gert ráð fyrir. Vítt skilgreint peningamagn eykst að nýju og ný útlán til heimila og fyrirtækja hafa aukist. Fjármálaleg skilyrði þeirra hafa í meginatriðum batnað. Þannig hafa vanskil og skuldir haldið áfram að lækka og íbúðaverð hækkad, þótt skuldir heimila og fyrirtækja séu enn háar í alþjóðlegu samhengi. Þá hefur útgáfa fyrirtækjaskuldabréfa aukist. Arðsemi fjölmargra stórra fyrirtækja var lág í fyrra, sérstaklega hjá þeim sem farið hafa í gegnum fjárhagslega endurskipulagningu. Staða og arðsemi fyrirtækja er þó afar misjöfn eftir því hvort þau eru í innlendra starfsemi eða útflutningi.

#### Vextir Seðlabanka Íslands áfram óbreyttir ...

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands tilkynnti að hún hafði ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum þann 21. ágúst við útgáfu *Peningamála* 2013/3 og aftur þann 2. október sl. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana því 5%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 5,75%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 6% og daglánavextir 7% og hafa því verið óbreyttir frá því í nóvember í fyrra. Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði hafa haldist í neðri hluta vaxtagangsins vegna rúmrar lausafjárstöðu innlánsstofnana og í meginatriðum fylgt vöxtum Seðlabankans. Þeir hafa haldist í 5,25% frá síðustu útgáfu *Peningamála* en engin velta var á millibankamarkaði í september sl., sem hefur ekki gerst síðan í sama mánuði árið 2009, og var veltan einungis um 11 ma.kr. í október. Veltan á millibankamarkaði er þó svipuð á fyrstu tíu mánuðum ársins og á sama tímabili í fyrra. Vextir ríkisvíxla í útboðum liggja hins vegar enn nokkuð undir vaxtagangi Seðlabankans. Nánar er fjallað um virkni innlends peningamarkaðar í rammagrein III-1.

#### ... og taumhald peningastefnunnar hefur lítið breyst

Taumhald peningastefnunnar hefur lítið breyst frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Virkir raunvextir bankans eru nú 1,7% miðað við núverandi ársverðbólgu og um 1,4% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar. Þetta meðaltal er nánast óbreytt frá því sem það var rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í ágúst en um 0,8 prósentum hærra en það var í byrjun nóvember 2012.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

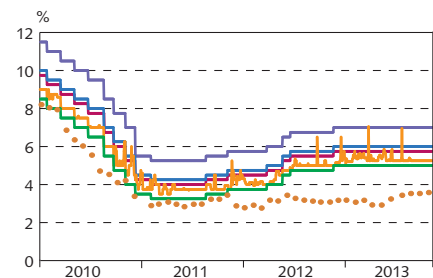
	Núverandi aðhaldsstig (1. nóv. 2013)	Breyting frá PM 2013/3 (16. ágúst 2013)	Breyting frá PM 2012/4 (9. nóv. 2012)
Raunvextir miðað við: <sup>1</sup>			
Ársverðbólgu	1,7	0,2	0,8
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	1,3	0,0	0,4
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	0,4	0,0	0,8
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs <sup>2</sup>	1,3	0,2	0,7
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs <sup>3</sup>	1,8	0,3	1,3
verðbólguv. á Seðlabankans <sup>4</sup>	2,1	-0,1	0,5
Meðaltal	1,4	0,1	0,8

1. Miðað við meðaltal innlænsvaxta 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 óverðtrygga og verðtrygga vaxtarórsins (5 daga hlupandi meðaltal). 4. Spá Seðlabanka um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga.

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-  
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 1. nóvember 2013



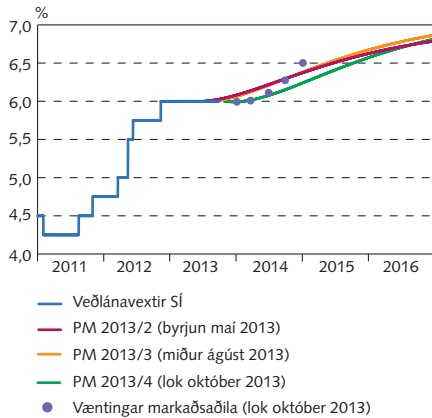
- Daglánavextir
- Vextir á veðlánum
- Hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum
- Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði
- Vextir á viðskiptareikningum
- Tekin tilboð við útgáfu þriggja mánaða ríkisvíxla (ávöxtun)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Veðlánavextir, framvirkir vextir<sup>1</sup> og væntingar markaðsaðila um veðlánavexti<sup>2</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2011 - 31. desember 2016



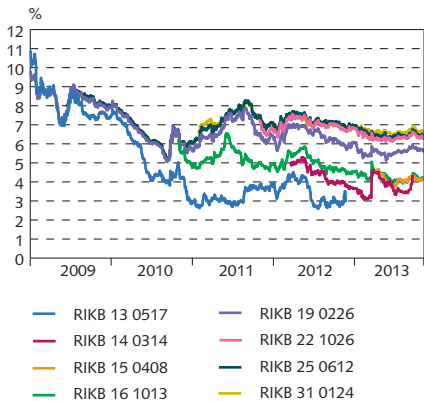
1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Ríkisbréf með gjalddaga innan tveggja ára eru þó ekki notuð þar sem verðlagning þeirra er talin vera skekkt vegna áhrifa gjaldeyrishafa. 2. Miðað við miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila dagana 28.-30. október 2013.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 1. nóvember 2013

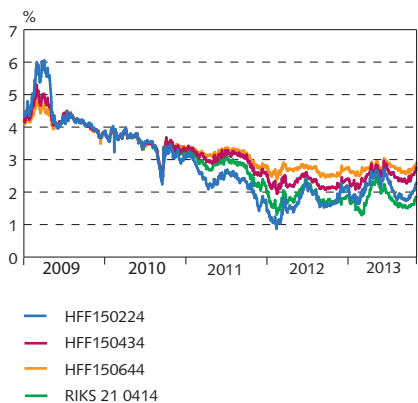


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 1. nóvember 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Markaðsaðilar vænta enn óbreyttra vaxta á þessu ári og lítils háttar hækkunar á næsta ári

Vísbendingar sem framvirkir vextir gefa um væntingar markaðsaðila til vaxta Seðlabankans hafa lítið breyst frá því í ágúst sl. Matið á vaxtaferlinum gefur enn til kynna að þeir vænti óbreyttra vaxta á þessu ári en hækkandi á því næsta.<sup>1</sup> Samkvæmt framvirka vaxtaferlinum vænta markaðsaðilar að veðlánavextir bankans hækki um 0,25 prósentur til loka næsta árs og verði þá 6,25% en að þeir verði 6,75% í lok spátímans, en það eru jafnháir vextir og þeir væntu samkvæmt framvirkum vaxtaferli í ágúst sl. en um 0,5 prósentum lægri vextir en þeir væntu í byrjun nóvember í fyrra. Könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í lok október sl. gefur einnig til kynna að búist sé við óbreyttum vöxtum til loka þessa árs en hækkun um 0,25 prósentur á öðrum ársfjórðungi næsta árs og 0,25 prósentna viðbótarhækkun til loka þess árs og verði þá 6,5%.

## Skuldabréfavextir hafa hækkað lítillega

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað lítillega frá *Peningamálum* í ágúst sem kann að hluta til að endurspeglar aukna verðbólgu á þriðja fjórðungi ársins. Þá tilkynntu Lánamál ríkisins að ríkissjóður hygðist auka útgáfu ríkisbréfa um allt að 20 ma.kr. til loka þessa árs vegna væntinga um minni útgáfu ríkisvixla en áætlanir gerðu ráð fyrir en ríkissjóður hafði þegar náð markmiði ársáætlunar sinnar um útgáfu ríkisbréfa fyrir 90 ma.kr. á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Aukin eftirspurn erlendra aðila á styttri ríkisbréfum undanfarið kann þó að hafa leitt til minni kröfuhækkunar en ella hefði orðið. Ríkisbréfaeign þessara aðila nam um 181 ma.kr. í lok september sem bendir til þess að þeir hafi endurfjárfest stóran hluta þeirrar fjárhæðar sem þeir fengu við gjalddaga ríkisbréfsins í maí sl. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa hefur einnig hækkað og er um 0,2-0,4 prósentum hærra en fyrir útgáfu *Peningamála* í ágúst.

## Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs hefur lítið breyst

Um miðjan október staðfesti matsfyrirtækið Fitch óbreytta láns-hæfiseinkunn Ríkissjóðs Íslands en tiltölulega litlar breytingar hafa orðið á áhættuálagi á skuldbindingar hans frá *Peningamálum* í ágúst. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar hans er nánast óbreytt og mælist nú 1,6%. Það er hins vegar um 0,4 prósentum lægra en það var í upphafi nóvember 2012. Áhættuálag samkvæmt vaxtamun á skuldabréfi ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum á gjalddaga árið 2016 og sambærilegs bréfs ríkissjóðs Bandaríkjanna hefur aukist lítillega frá því í ágúst og mælist 2,7 prósentur og einnig miðað við sambærileg bréf á gjalddaga árið 2022, 2,9 prósentur. Vaxtamunurinn jókst í júní sl. eftir að hafa minnkað nær samfellt frá miðju ári 2012 sem líklega má rekja til almennrar hækkunar vaxtaálags í tengslum við ótta markaðsaðila um að bandaríski seðlabankinn myndi fljótlega byrja að draga úr reglulegum skuldabréfakaupum sínum (sjá umfjöllun

1. Vísbendingar sem vaxtaferillinn gefur um væntingar markaðsaðila um næstu vaxtaákvörðanir eru óvissari en ella vegna mælivandamála á stysta enda vaxtarófsins, líkt og fjallað er um í rammagrein III-1. Þá eru ríkisbréf á gjalddaga innan tveggja ára ekki notuð við matið þar sem verðlagning þeirra er talin skekkt vegna áhrifa gjaldeyrishafta.

Markaðir með skammtímaverðbréf, eins og ríkis- og bankavíxla, skipta máli fyrir framkvæmd peningastefnunnar og miðlun hennar um fjármálakerfið. Virkni þeirra skiptir einnig máli fyrir áreiðanleika þeirra upplýsinga sem lesa má út úr þeim er varða væntingar um stefnuna í framtíðinni. Óskilvirkni í verðmyndun skammtímaverðbréfa getur því torvelað eðlilega miðlun peningastefnunnar um fjármálakerfið og dregið úr notagildi þeirra upplýsinga um væntingar markaðsaðila sem jafnan má lesa úr vaxtamynduninni.

Almennt séð gegnir millibankamarkaður með krónur mikilvægu hlutverki við lausafjárstýringu banka en þar geta þeir látið frá sér eða orðið sér úti um fjármagn til mislangs tíma, allt frá einni nótt til tólf mánaða. Velta á millibankamarkaði hefur í gegnum tíðina ekki verið mikil hér á landi og aðallega verið í stystu tímalengdunum. Hún dróst verulega saman eftir hrun bankakerfisins en samdráttinn má að öllum líkindum rekja til þess að laust fé á markaði hefur almennt verið mikið. Önnur ástæða gæti verið sú að minna trausts gæti á markaði og að bankar reyni í ríkara mæli að mæta tímabundinni lausafjárþörf innan eigin samstæðu fremur en að leita út á markað. Sömu þróun hefur mátt greina á millibankamörkuðum hjá nágrennaríkjum okkar.

Frá ársbyrjun 2009 til ársbyrjunar 2011 voru veðlávextir Seðlabankans lækkaðir um 13,75 prósentur, í 4,25%. Þeir voru síðan hækkaðir í 6% í sex skrefum frá ágúst 2011 til nóvember í fyrra og hafa haldist óbreyttir síðan. Lausafé á markaði hefur verið mikið og til að draga úr því hóf Seðlabankinn útgáfu innstæðubréfa í september 2009 til að skammtímamarkaðsvextir væru í samræmi við það aðhaldsstig sem peningastefnan stefndi að og stendur útgáfan nú í rúmlega 111 ma.kr. Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði hafa frá þeim tíma í meginatriðum fylgt þróun vaxta Seðlabankans. Vegna rúmrar lausafjárstöðu innlánsstofnana hafa þeir haldist í neðri hluta vaxtagangs bankans frá seinni hluta ársins 2009, fyrir utan einstaka daga þegar þeir hafa hliðrast að efri hluta vaxtagangsins í kjölfar tímabundinna breytinga á lausu fé á markaði. Vextir til skamms tíma á millibankamarkaði hafa því þróast í takt við það sem peningastefnunefnd bankans telur æskilegt hverju sinni.

Vextir á útgefnum ríkisvxlum hafa hins vegar ekki fylgt eftir þróun vaxta Seðlabankans. Meðan á vaxtalækkunarferli bankans stóð fylgdu vextir í útboðum ríkisvíxla vöxtum Seðlabankans en sömu sögu er ekki að segja eftir að þeir voru hækkaðir á ný. Þannig hafa vextir í útboðum ríkisvíxla verið nokkuð undir gólfi vaxtagangsins að undanfögnu og rúmlega helmingi lægri en í sambærilegri útgáfu eins viðskiptabankans nýlega.<sup>1</sup> Á sama tíma hefur þátttaka í útboðum ríkisvíxla minnkað og erlendir aðilar, sem áður sóttust eftir vxlum, flutt sig lengra út á vaxtarófið. Þá þróun má túlka á ýmsa vegu. Biðlund erlendra fjárfesta sem eru læstir innan fjármagnshafna kann að hafa aukist, þeir gætu gert ráð fyrir að afnám fjármagnshafanna muni tefjast enn frekar eða að þau kjör sem bjóðist í útgáfu ríkisvíxla séu ekki ásættanleg í samanburði við almenn markaðskjör. Í útgáfuáætlun Lánamála ríkisins fyrir fjórða ársfjórðung þessa árs er áætlað að mæta hugsanlega minni útgáfu víxla með frekari útgáfu ríkisbréfa, sem getur reynst hagstæðari fjármögnunarkostur fyrir ríkissjóð miðað við núverandi kjör í útgáfum ríkisbréfa fremur en að samþykkja hærri vexti í útgáfu víxla. Á móti kemur að minni útgáfa ríkisvíxla veikir grundvöll styttri enda vaxtarófsins sem gerir verðlagningu skammtímaskuldbindinga erfiðari en ella og gæti torvelað miðlun peningastefnunnar.

Minni útgáfa ríkisvíxla sem og lítil velta á millibankamarkaði gerir túlkun styttri enda vaxtarófsins enn erfiðari. Seðlabankinn fær

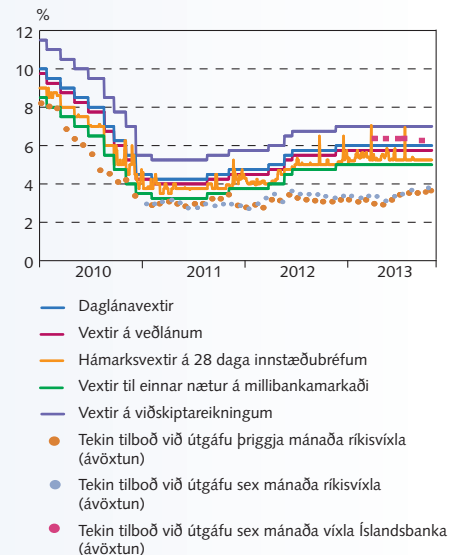
## Rammagrein III-1

### Áhrif markaðsmisbresta á miðlun peningastefnu og áreiðanleika vísbendinga um væntingar markaðsaðila

Mynd 1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 1. nóvember 2013

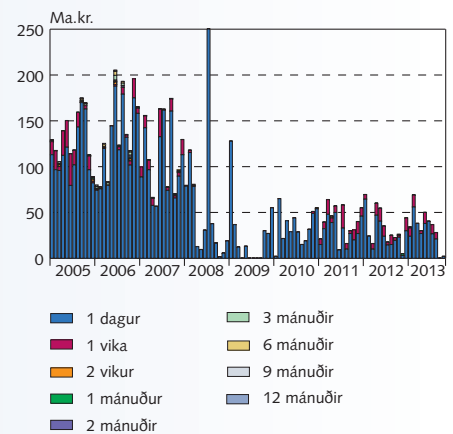


Heimildir: Íslandsbanki, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Velta á millibankamarkaði með krónur

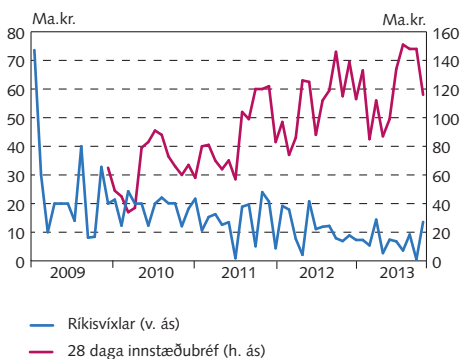
Janúar 2005 - október 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

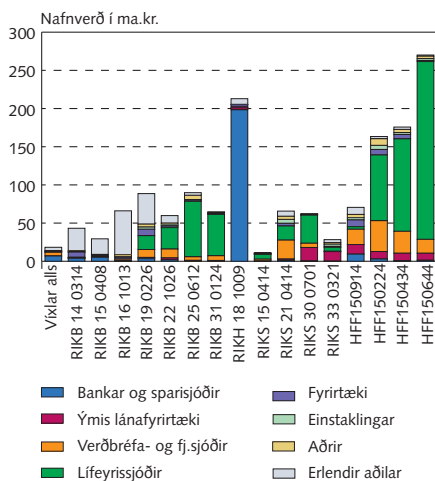
1. Þetta er ekki í fyrsta sinn sem ósamræmi skapast á milli vaxta á ríkisvxlum og millibankamarkaði, sjá t.d. umfjöllun í viðauka 1 í *Peningamálum* 2005/1.

Mynd 3  
Útgáfa ríkisvixla og 28 daga innstæðubréfa  
Desember 2008 - október 2013



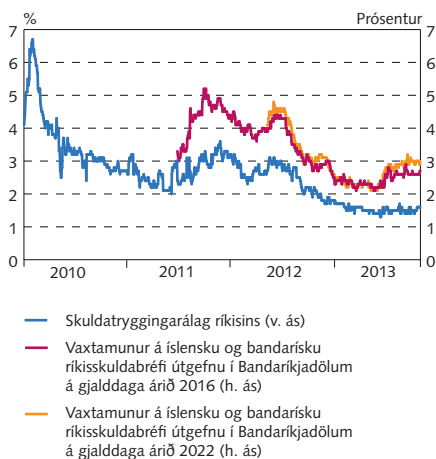
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4  
Eigendur ríkisverðbréfa og íbúðabréfa  
Staðan 30. september 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5  
Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs  
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 1. nóvember 2013



Heimild: Bloomberg.

Því óljósari mynd af væntingum markaðsaðila um framvindu stýri-vaxta og hefur bankinn leitast við að bregðast við þeim vanda með spurningakönnunum. Slíkar kannanir geta þó aldrei komið í stað eðlilegrar verðmyndunar á markaði. Til að auka virkni markaðar með skammtímaverðbréf, bæta verðlagningu þeirra og styrkja miðlun peningastefnunnar væri æskilegt að ríkissjóður hefði grundvöll vaxtarófsins og skilvirka verðlagningu skammtímaverðbréfa í huga við útfærslu útgáfuáætlunar sinnar.

í kafla II). Þetta gekk að einhverju leyti til baka eftir tilkynningu hans í september sl. um óbreyttar stuðningsaðgerðir. Vaxtamunurinn er enn um 0,5-0,7 prósentum meiri en í júníbyrjun en um 0,2 prósentum minni en í upphafi nóvember í fyrra.

### Gengi krónunnar lækkar

Frá útgáfu *Peningamála* í ágúst hefur gengi krónunnar lækkað um 1,9% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tíma hefur það lækkað um 2,8% gagnvart bresku pundi, 1,8% gagnvart evru og 0,7% gagnvart Bandaríkjadal. Velta á gjaldeyrismarkaði hefur aukist nokkuð frá því í fyrra og var rúmlega 5% meiri á fyrstu tíu mánuðum ársins samanborið við sama tíma í fyrra. Viðskipti Seðlabankans hafa á þessum tíma numið um 9% af heildarveltunni og hafa dregist saman um 29% miðað við sama tíma í fyrra.

Gengi krónunnar hækkaði ekki í sumar líkt og sumarið 2012 þrátt fyrir aukinn straum ferðamanna og jákvæð vöruskipti á þriðja fjórðungi ársins. Á sama tíma hefur niðurgreiðsla erlendra skulda hald-

ið áfram með tilheyrandi þrýstingi á gengi krónunnar, auk þess sem viðskiptakjör hafa versnað (sjá rammagrein II-1). Seðlabankinn hefur einnig unnið gegn gengissveiflum í auknum mæli. Samhliða útgáfu *Peningamála* í maí sl. tilkynnti peningastefnunefnd Seðlabankans að bankinn hygðist leitast við að minnka sveiflur í gengi krónunnar og yrði virkari aðili á gjaldeyrismarkaði. Frá þeim tíma hefur bankinn keypt meira af gjaldeyri en hann hefur selt eða sem nemur 6 milljónum evra. Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans frá upphafi árs 2012, að viðbættum framvirkum gjaldeyrisviðskiptum bankans í febrúar sl., nema því um 5,9 ma.kr. en 48,5 ma.kr. sé farið allt aftur til ágúst 2010 þegar regluleg gjaldeyriskaup bankans hófust.

### Þolinmæði erlendra fjárfesta ef til vill meiri

Út frá upplýsingum um gjaldeyrisviðskipti vegna vaxtagreiðslna af innlendum skuldabréfum til erlendra aðila má gera ráð fyrir að þolinmæði erlendra fjárfesta sé ef til vill meiri en stundum er haldið fram. Minna hefur verið skipt af greiðslum vegna skuldabréfa og innlána yfir í gjaldeyri en heimilt hefur verið. Á sama tíma hafa þessir fjárfestar fært sig úr skemmri ríkistryggðri fjármögnun, t.d. ríkisvixlum, lengra út á vaxtarófið (sjá rammagrein III-1).

### Innlán aukast ...

Heildarinnlán innlendra aðila í innlánsstofnunum jukust um 2,3% á þriðja fjórðungi ársins miðað við sama fjórðung í fyrra, eftir að hafa dregist saman seinustu þrjá ársfjórðunga þar á undan. Á þessu tímabili jukust innlán eignarhaldsfélaga um 12,2% og innlán fjármálfyrirtækja annarra en banka um 7,1%, aðallega verðbréfa- og fjárfestingarsjóða. Hrein eign verðbréfa- og fjárfestingarsjóða hefur aukist um rúmlega 60 ma.kr. sl. ár en hlutfall innlána af heildareign þeirra haldist svipað. Innlán annarra fyrirtækja drógust hins vegar saman á þriðja ársfjórðungi um 1,4% miðað við sama fjórðung í fyrra en innlán heimila héldust nánast óbreytt.

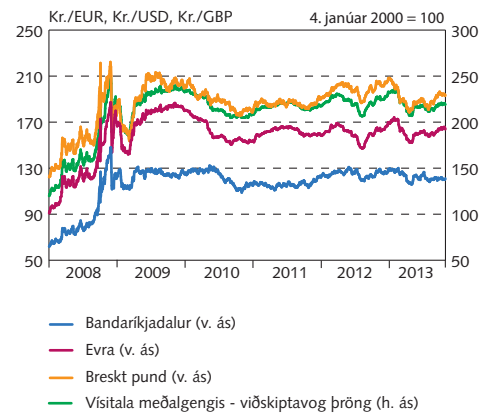
Innlán þjónustufyrirtækja vega þyngst í innlánnum fyrirtækja og hefur hlutdeild þeirra farið vaxandi á undanföllum árum. Í árslok 2004 námu innlán þjónustufyrirtækja um 45% af heildarinnlánnum fyrirtækja en eru nú komin í um 53%. Frá árinu 2011 hefur verið hægt að greina fasteignafélög sérstaklega frá þjónustufyrirtækjum og eiga þau nú um þriðjung innlána þjónustufyrirtækja. Líklegast vega fyrirtæki í leigu atvinnuhúsnæðis þar þungt en umsvif slíkra fyrirtækja hafa aukist á undanföllum árum.

### ... og peningamagn er tekið að aukast á ný

Vítt skilgreint peningamagn (M3) hefur aukist milli ára fjóra mánuði í röð eftir samfellda ársminnkun síðan í september 2012 og var á þriðja fjórðungi ársins 2,3% meira en á sama tíma í fyrra. Án innlána eignarhaldsfélaga jókst vítt skilgreint peningamagn þó minna eða um 0,7%. Undanfarið ár hafa veltiinnlán og óbundið sparifé dregist saman á sama tíma og bundið sparifé hefur aukist. Minni vöxtur hefur því verið í þrengra skilgreindu peningamagn. Þannig jókst M1 um 0,4% á þriðja ársfjórðungi frá sama tíma í fyrra en M2 dróst saman um 0,2%. Á sama tíma hefur grunnfé Seðlabankans haldist nánast óbreytt.

Mynd III-6

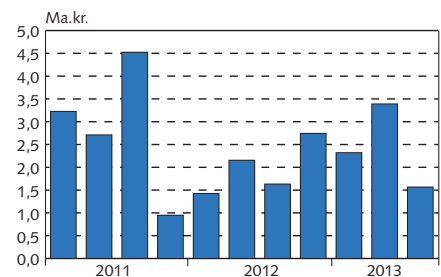
Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum  
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 1. nóvember 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Gjaldeyrisviðskipti erlendra aðila  
vegna innlendra vaxtagreiðslna  
1. ársfj. 2011 - 3. ársfj. 2013

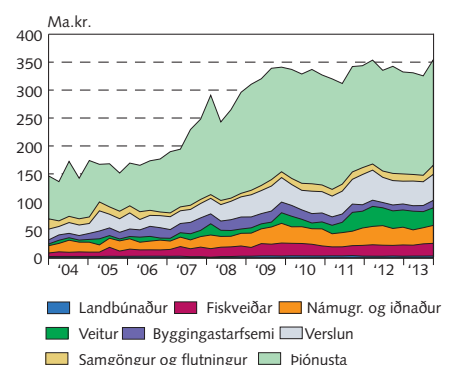


Tölur byggja á upplýsingum sem innlend fjármálfyrirtæki hafa sent Seðlabankanum um gjaldeyrisviðskipti erlendra aðila vegna greiðslu vaxta og verðbóta af skuldabréfum útgefnum í innlendum gjaldeyri af innlendum aðilum og innstæðum í innlendum fjármálfyrirtækjum. Við samanburð fjárhæða yfir tíma þarf að hafa í huga að ákvæði um gjaldeyrisviðskipti vegna vaxtagreiðslna hafa tekið breytingum. Seðlabankinn telur áreiðanleika gagna fyrir árin 2009 og 2010 ekki nægjanlegan til opinberrar birtingar. Þó má ætla að gjaldeyrisviðskipti vegna vaxtagreiðslna erlendra aðila hafi lækkað á milli þessara tímabila.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Samsetning innlána fyrirtækja  
1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2013

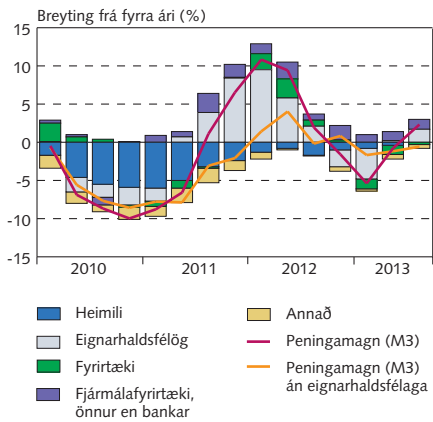


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Samsetning peningamagns í umferð

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2013

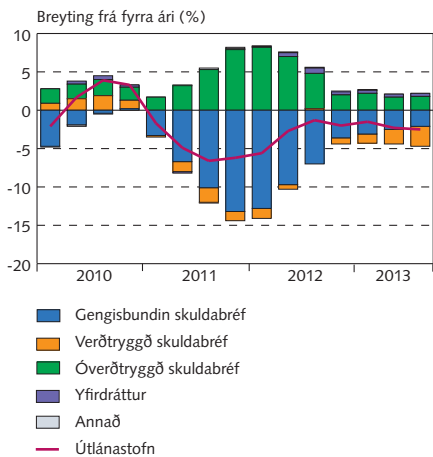


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Framlag til útlánavaxtar<sup>1</sup> innlánsstofnana, lífeyrissjóða og Íbúðalánasjóðs til heimila og fyrirtækja<sup>2</sup>

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2013



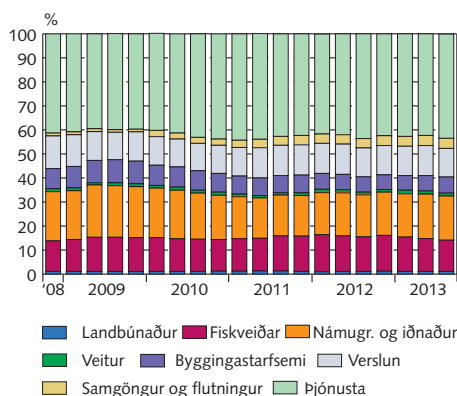
1. Leiðrétt er fyrir áhrifum verðlags- og gengisbreytinga á stofn verð- og gengis tryggðra lána. Útlán innlánsstofnana eru metin á bókfærðu virði. 2. Eignarhaldsfélög eru ekki meðtalin.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Samsetning útlána<sup>1</sup> innlánsstofnana til fyrirtækja<sup>2</sup>

4. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2013



1. Útlán innlánsstofnana eru metin á bókfærðu virði. 2. Utan eignarhaldsfélaga.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vöxtur peningamagns er þó enn nokkru hægari en vöxtur nafnvirðis landsframleiðslunnar og lækkaði því hlutfall M3 af landsframleiðslu áfram á öðrum ársfjórðungi m.v. sama fjórðungi í fyrra.

Raunvöxtur peningamagns var mikill árin fyrir hrun bankakerfisins en hefur verið neikvæður stærstan hluta undanfarinna fjögurra ára sem m.a. stafar af því að heimili hafa gengið á sparnað til að jafna út neyslu vegna samdráttar í kaupmætti ráðstöfunartekna. Raunvöxtur peningamagns hefur verið lengur að taka við sér samanborið við reynslu annarra þjóða sem hafa gengið í gegnum samdráttarskeið.<sup>2</sup>

Útlánastofn heimila og fyrirtækja enn að minnka að raunvirði ...

Miðað við bókfært virði hefur gengis- og verðlagsleiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana, lífeyrissjóða og Íbúðalánasjóðs til heimila og fyrirtækja, annarra en eignarhaldsfélaga, haldið áfram að minnka. Heildarstofn útlána til heimila hefur þannig minnkað um 1,6% á fyrstu níu mánuðum ársins og um 0,9% á þriðja fjórðungi þessa árs samanborið við sama fjórðungi í fyrra. Samdrátturinn kemur að mestu leyti til vegna minnkunar í verðleiðréttum útlánastofni Íbúðalánasjóðs sem rekja má til uppgreiðslu lána og samdráttar í eftirspurn eftir nýjum lánnum. Útlánastofn innlánsstofnana til heimila hefur hins vegar aukist um 2,0% frá upphafi árs til septembermánaðar og um 3,3% milli ára á þriðja fjórðungi ársins. Aukningin er að stærstum hluta til komin vegna aukningar í stofni óverðtryggðra lána en á móti hefur stofn gengisbundinna lána dregist saman. Það endurspeglar að hluta til endurfjármögnun lána og endurútreikning gengisbundinna lána sem dæmd hafa verið ólögleg.

Leiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana og Íbúðalánasjóðs til fyrirtækja, annarra en eignarhaldsfélaga, hefur minnkað um 2,5% á fyrstu níu mánuðum ársins og um 4,8% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Minnkunin skýrist að stærstum hluta af samdrætti í stofni gengisbundinna og verðtryggðra lána innlánsstofnana en á móti hefur stofn óverðtryggðra lána og yfirdráttarlána aukist. Eins og sjá má á mynd III-11 hefur stærstur hluti útlánastofnsins frá árslokum 2008 verið til þjónustufyrirtækja. Hlutfallið hefur að meðaltali verið um 42% á tímabilinu en hlutdeild þess atvinnuvegar hefur jafnframt vegið þyngst í heildarinnlánum fyrirtækja líkt og fram kom hér að ofan.

... en nokkuð um ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja

Seðlabankinn hóf á miðju þessu ári að safna nákvæmari upplýsingum um ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja en fyrri tölur tóku ekki að fullu tillit til uppgreiðslna lána sem gerði bankanum erfitt að meta umfang nýrra útlána í bankakerfinu. Samkvæmt þeim hafa hrein ný útlán, þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum, stóru viðskiptabankanna þriggja til heimila vaxið á árinu og námu um 38 ma.kr. á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Á sama tímabili voru hrein ný útlán Íbúðalánasjóðs hins vegar neikvæð um 4,4 ma.kr. Stærstur hluti útlána

2. Viðsnúningur í vexti peningamagnsins er þó almennt hægari í löndum sem gengið hafa í gegnum fjármálakreppu samhliða samdráttarskeiði. Sjá nánari umfjöllun í Seðlabanki Evrópu (2012), „Money and credit growth after economic and financial crises – Historical global perspective“, *Monthly Bulletin*, febrúar 2012.



viðskiptabankanna hafa verið óverðtryggð lán eða um 27,1 ma.kr., þar af um 20 ma.kr. lán með veði í íbúðarhúsnæði. Hrein ný verðtryggð útlán jukust frá öðrum fjórðungi ársins og námu þau um 6,4 ma.kr. á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Meginhluti hreinna nýrra verðtryggðra lána með veði í íbúðarhúsnæði ber breytilega vexti en í tilfalli óverðtryggðra lána er hlutfallið milli lána sem bera fasta vexti og breytilega vexti svipað.

Samkvæmt upplýsingum frá stóru viðskiptabönkunum þremur námu hrein ný útlán til fyrirtækja, annarra en eignarhaldsfélaga, um 50,7 ma.kr. á sama tímabili eða um 5,6 ma.kr. að meðaltali á mánuði, að langstærstum hluta óverðtryggð lán. Innlend fyrirtæki virðast því í einhverjum mæli vera fjármögnuð með lánsfé, þótt stærstur hluti fjárfestingarútgjalda þeirra virðist fjármagnaður úr eigin rekstri (sjá kafla IV). Samdráttur í heildarstofni útlána innlánsstofnana til fyrirtækja gefur því til kynna að afskriftir og breytingar í verðmati lána hafi verið umfram ný veitt lán á árinu.

### Íbúðaverð hefur hækkað lítillega frá síðustu Peningamálum ...

Á fyrstu níu mánuðum ársins voru þinglýstir kaupsamningar á landinu öllu tæplega 12% fleiri en á sama tíma í fyrra og rúmlega 13% fleiri þegar eingöngu er litið til höfuðborgarsvæðisins. Íbúðaverð hefur hækkað um rúmlega 1% frá útgáfu síðustu *Peningamála* og var um 6% hærra á fyrstu níu mánuðum ársins en það var á sama tíma í fyrra en um 2% hærra að raunvirði. Hækkunin fyrstu níu mánuðina er því svipuð og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Íbúðaverð hefur hækkað að nafnverði um 22½% frá því að það var lægst í árslok 2009 en raunverð um 8% frá því að það var lægst undir lok ársins 2010. Raunverðið er nú svipað og það var rétt fyrir hinar miklu umbreytingar sem urðu á innlendum íbúðalánamarkaði um mitt ár 2004.

### ... en hækkunin er í ágætu samræmi við þróun launa, tekna og byggingarkostnaðar ...

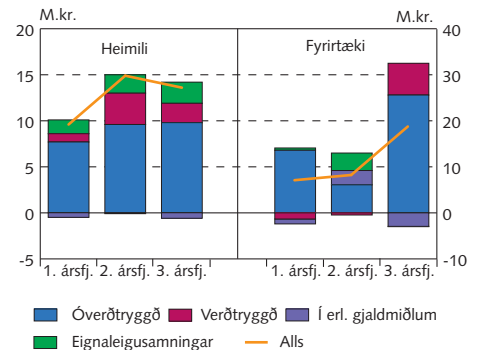
Hækkun húsnæðisverðs undanfarin þrjú ár hefur verið í ágætu samræmi við hækkun launa, ráðstöfunartekna og byggingarkostnaðar og eru hlutföll húsnæðisverðs og þessara stærða nálægt tuttugu ára meðaltali. Samkvæmt grunnsþá bankans mun íbúðaverð halda áfram að hækka á næstu árum. Gangi spáin eftir verður íbúðaverð að raunvirði um 18% hærra í lok árs 2016 en þegar það var lægst í ársbyrjun 2010.

### ... en minni en hækkun leiguverðs

Leiguverð hefur hækkað nokkru hraðar en húsnæðisverð undanfarin tvö ár og hafði leiguverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um tæp 9% á fyrstu níu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Þetta getur endurspeglad nokkra þætti. Kröfur um hátt eiginfjárframlag og aðstæður þar sem fólk hefur misst húsnæði sitt, t.d. á nauðungarsölu, valda því að margir, sérstaklega ungt fólk, leita nú fanga á leigumarkaði. Ósamræmi milli tegunda íbúðarhúsnæðis í boði á fasteignamarkaði og eftirspurnar ásamt lítilli fjárfestingu í húsnæði í fimm ár gæti einnig haft einhver áhrif á þessa þróun. Einnig kann þetta að endurspegla tímabundna aukna eftirspurn eftir húsnæði fyrir ferðamenn.

Mynd III-12

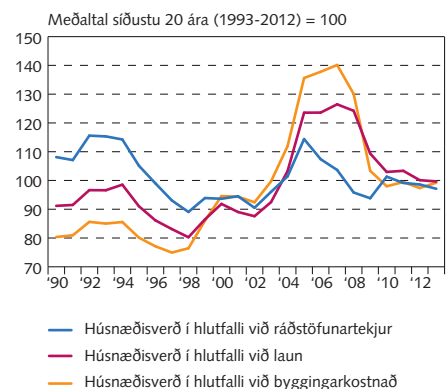
Hrein ný útlán stóru viðskiptabankanna þriggja til heimila og fyrirtækja<sup>1</sup>  
1. - 3. ársfj. 2013



1. Ný útlán að frádregnum uppgreiðslum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13

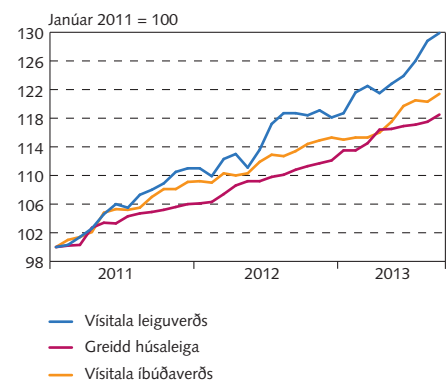
Húsnæðisverð, laun, ráðstöfunartekjur og byggingarkostnaður 1990-2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

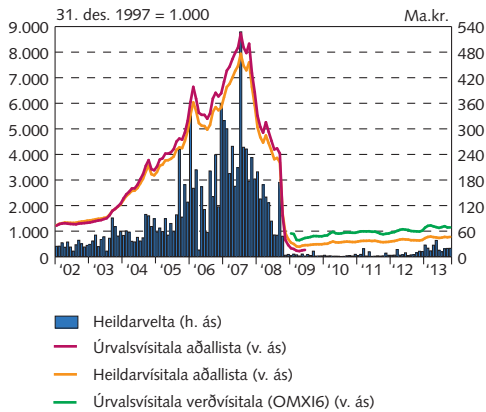
Mynd III-14

Vísitölur íbúðaverðs, leiguverðs og greiddrar húsaleigu  
Janúar 2011 - september 2013



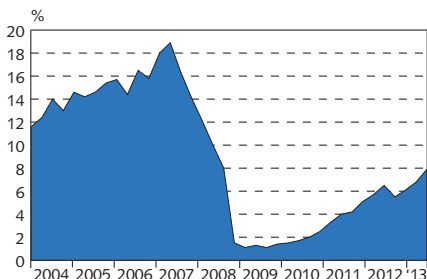
Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrár Íslands.

Mynd III-15  
Hlutafjármarkaður<sup>1</sup>  
Janúar 2002 - október 2013



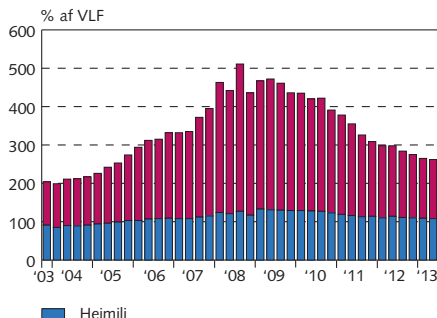
1. Mánaðarleg heildarvelta skráðra hlutabréfa og mánaðarlegt meðaltal úrvalsvisitalna.  
Heimild: Nasdaq OMX Iceland.

Mynd III-16  
Innlend hlutabréfaeign lífeyrissjóða  
sem hlutfall af hreinni eign  
1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-17  
Skuldir heimila og fyrirtækja<sup>1</sup>  
4. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2013



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

## Líflegur hlutabréfamarkaður

Líkt og fjallað er um í kafla II hefur hlutabréfaverð í Evrópu og Bandaríkjunum hækkað nokkuð frá áramótum. Svipuð þróun hefur verið hér á landi og hefur heildarvísitala aðallista Kauphallarinnar hækkað um 21,6% en úrvalsvisitala OMX16 um 12,9%. Innlent hlutabréfaverð hefur þó gefið aðeins eftir undanfarið og hefur heildarvísitalan hækkað um 6,2% og úrvalsvisitalan um 0,6% frá útgáfu *Peningamála* í ágúst. Velta á fyrstu tíu mánuðum ársins var tæplega 240% meiri en á sama tíma í fyrra en er þó enn töluvert minni en árin fyrir fjármálakreppuna. Skráð fyrirtæki í Kauphöllinni eru nú 15 en a.m.k. þrjú til viðbótar stefna á skráningu fyrir árslok 2014. Í kjölfar mikillar umframeftirspurnar eftir hlutum í útboðum tveggja tryggingafélaga sem skráð voru á markaði í vor sendi Fjármálaeftirlitið (FME) út tilkynningu varðandi lögmæti innsendra tilboða í slíkum útboðum út frá löggjöf um markaðsmisnotkun. FME benti einnig á að við birtingu niðurstaðna úr útboðum gæti það verið lögbrot að telja ógild tilboð sem hluta eftirspurnar. Var það gert til að reyna að koma í veg fyrir að umræða um eftirspurn, sem ekki er til staðar í reynd, valdi verðhækkunum og laði kaupendur að hlutabréfum á fölskum forsendum. Á sama tíma virðist verðmyndun á markaði vera orðin virkari. Birting hálfársuppgjöra skráðra fyrirtækja virðist þannig hafa haft meiri áhrif á verð þeirra nú en í upphafi árs þegar fréttir af uppgjörum skráðra fyrirtækja sem voru undir væntingum virtust hafa lítil áhrif á hlutabréfaverð.

Innlend hlutabréf sem hlutfall af hreinni eign lífeyrissjóða hefur farið vaxandi undanfarið ár og var í ágúst rúmlega 8%. Heildareign þeirra í innlendum og erlendum hlutabréfum er rúmlega 12% af hreinni eign þeirra sem er enn langt undir leyfilegum mörkum, sem eru 60%. Hver lífeyrissjóður má þó ekki eiga meira en 15% af hlutfé í hverju fyrirtæki fyrir sig en einstaka sjóðir nálgast það hlutfall í ákveðnum bréfum. Jafnframt hefur hlutfall óskráðra hlutabréfa hækkað.

## Fjármálaleg skilyrði einkageirans hafa batnað á heildina litið

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa í meginatriðum batnað að undanfögnu. Skuldir heimila og fyrirtækja við fjármálafyrirtæki hafa haldið áfram að lækka og eignaverð hækkað, sem eykur hreina eign þeirra. Þannig námu skuldir heimila um 108% af vergri landsframleiðslu í lok annars ársfjórðungs og höfðu lækkað sem nemur 2 prósentum af landsframleiðslu á þessu ári en um 25 prósentur frá hámarki þeirra á fyrsta ársfjórðungi 2009. Skuldir fyrirtækja hafa lækkað um 11 prósentur af landsframleiðslu frá upphafi ársins og voru 154% af landsframleiðslu í lok júní sl. eða um 230 prósentum lægri en haustið 2008.<sup>3</sup> Skuldalækkun einkageirans heldur því áfram.

Svipaða sögu má sjá í nýbirtum upplýsingum Hagstofu Íslands um fjármálareikninga einstakra geira þjóðarbúskaparins.<sup>4</sup> Samkvæmt þeim hefur bókfært virði hreinna fjáreigna heimila og fyrirtækja vaxið

3. Tölur um skuldir íslenskra fyrirtækja innihalda einnig skuldir eignarhaldsfélaga sem tengjast fjármálastarfsemi þar sem þau hafa ekki verið flokkuð sérstaklega. Án eignarhaldsfélaga fóru skuldir fyrirtækja hæst í 274% af landsframleiðslu á þriðja ársfjórðungi 2008.  
4. Þessir reikningar eru þó ekki á samstæðugrunni en það gerir túlkun þeirra erfiðari en ella.

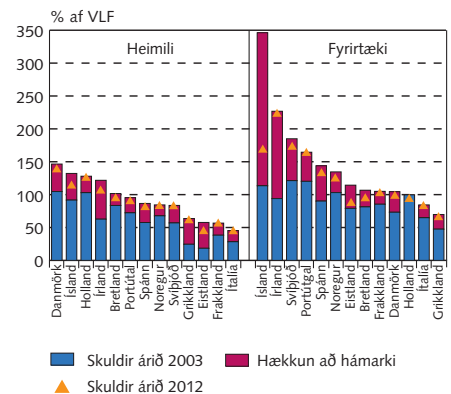
á hverju ári síðastliðin fjögur ár. Hjá heimilum og félagasamtökum námu þær um 125% af vergri landsframleiðslu í lok árs 2012 eða um 6 prósentum meira en árið 2007 og 21 prósentu meira en árið 2008. Þessi hækkun stafar af aukinni lífeyriseign og lækkun skulda sem vegur þyngra en lækkun annarra fjáreigna. Hreinar fjáreignir fyrirtækja eru enn neikvæðar um 126% af landsframleiðslu en hafa batnað um 62 prósentur af landsframleiðslu frá árinu 2008 og 128 prósentur frá því að þær voru lægstar árið 2007. Lækkun skulda heimila og fyrirtækja hefur verið meiri hér á landi í kjölfar núverandi fjármálakreppu en hjá öðrum þjóðum en skuldinar eru samt enn háar í alþjóðlegu samhengi. Fjárhagsstaða þeirra mun væntanlega áfram batna þegar uppgjóri ólöglegra gengistryggðra lána er lokið. Endurútreikningar þeirra eru vel á veg komnir en enn bíða einhver mál meðferðar dómstóla.

Hlutfall lána heimila í vanskilum hjá þremur stærstu viðskiptabönkunum og Íbúðalánasjóði hafa jafnframt haldið áfram að lækka. Þá fækkaði einstaklingum á vanskilaskrá um 208 milli mánaða í ágúst sl., en voru þó enn tæplega 1.600 fleiri en í sama mánuði í fyrra (sjá *Fjármálastöðugleiki* 2013/2). Aðgengi að lánsfé virðist enn tiltölulega rúmt fyrir þá sem hafa fullnægjandi eiginfjárstöðu en hrein ný útlán viðskiptabankanna til heimila hafa farið vaxandi frá áramótum. Þá hafa vextir á verðtryggðum húsnæðislánum stóru viðskiptabankanna þriggja lækkað lítillega á árinu en vextir óverðtryggðra húsnæðislána með breytilegum vöxtum hafa haldist nánast óbreyttir. Raunvextir óverðtryggðu lánanna hafa hins vegar hækkað miðað við núverandi verðbólgu eftir lækkun á þriðja fjórðungi ársins. Þeir eru þó enn lægri en sambærilegir verðtryggðir vextir húsnæðislána.

Töluverð aukning hefur einnig verið í útgáfu fyrirtækjabréfa á árinu og innlendir hlutabréfamarkaður hefur eflst, þótt fjárfesting fyrirtækja virðist enn að miklu leyti fjármögnuð með eigin sjóðsstreymi. Endurskipulagningu fyrirtækja virðist einnig hafa miðað áfram. Þannig hafa vanskil fyrirtækja hjá stóru bönkunum þremur haldið áfram að lækka það sem af er ári og gjaldþrotum fækkað. Hins vegar hafði töluvert hlutfall stórra íslenskra fyrirtækja lága arðsemi í fyrra samkvæmt nýlegri skýrslu Samkeppniseftirlitsins.<sup>5</sup> Staða fyrirtækja er þó afar misjöfn eftir því hvort þau eru í innlendri starfsemi eða í útflutningi. Í skýrslunni kemur einnig fram að staða fyrirtækja sem hafa farið í gegnum fjárhagslega endurskipulagningu er almennt verri en þeirra sem þurftu ekki á slíku úrræði að halda. Þrátt fyrir að skuldir þessara fyrirtækja hafi verið lækkaðar verulega eru þau enn nokkuð skuldsett og þarf sá hluti fyrirtækja sem fengu biðlán á hagstæðari kjörum til þriggja ára að endurfjármagna þau á næstu mánuðum og misserum. Fjárhagsleg staða margra fyrirtækja er því enn nokkuð brothætt.

Mynd III-18

Þróun skulda heimila og fyrirtækja í nokkrum Evrópulöndum 2003-2012<sup>1</sup>

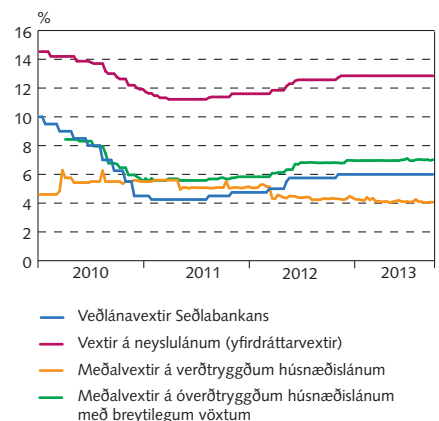


1. Bláar súlur sýna skuldastöðu heimila og fyrirtækja í lok árs 2003. Rauðar sýna aukningu skulda að hesta árslokagildi og þríhyrningur sýna stöðuna í lok árs 2012.  
Heimildir: Eurostat, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-19

Veðlávextir Seðlabankans og útlásvextir til einstaklinga<sup>1</sup>

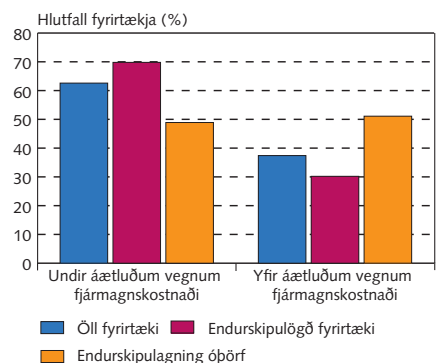
1. janúar 2010 - 21. október 2013



1. Vegið meðaltal útlásvaxta miðað við lánsupphæð hjá Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka. Verðtryggðu húsnæðislánum er með fóstum vöxtum til fimm ára og upp í allt að allan lánstímann.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-20

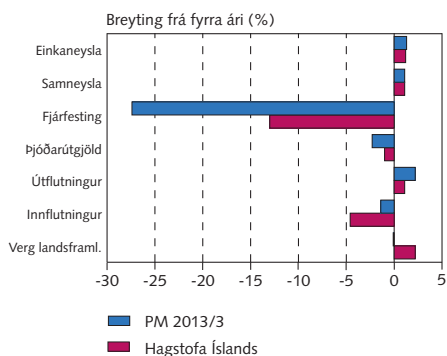
Arðsemi stærri fyrirtækja árið 2013<sup>1</sup>



1. Samkvæmt niðurstöðum Samkeppniseftirlitsins á stöðu 120 stórra rekstrarfyrirtækja en bankar, orkufyrirtæki, stóriðjan, fasteignafyrirtæki og fyrirtæki með megnið af veltu sinni erlendis (þó ekki sjávarútvegsfyrirtæki) auk flestra eignarhaldsfélaga eru undanskilin. Áætlaður veginn fjármagnskostnaður er metinn 10% með hliðsjón af greiningu á íslenskum fyrirtækjum árið 2013. Rúmlega þriðjungur allra fyrirtækjanna í úrtakinu er með arðsemi undir stýrivöxtum, hið sama gildir um rúmlega helming endurskipulagðra fyrirtækja.  
Heimild: Samkeppniseftirlitið, „Er týndi áratugurinn framundan? Öflug samkeppni læknar stöðun“, *Ritröð Samkeppniseftirlitsins*, nr. 3/2013.

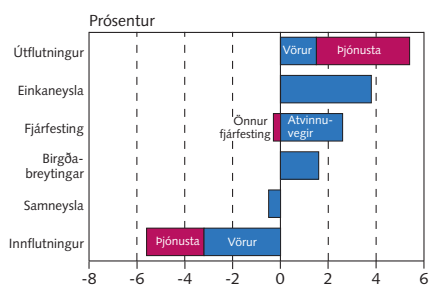
5. Samkeppniseftirlitið, „Er týndi áratugurinn framundan? Öflug samkeppni læknar stöðun“, *Ritröð Samkeppniseftirlitsins*, nr. 3/2013.

Mynd IV-1  
Þjóðhagsreikningar 1H 2013  
og mat Seðlabankans



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2  
Framlag undirliða landsframleiðslu  
til efnahagsbata<sup>1</sup>



1. 1. árshl. 2010 - 1. árshl. 2013.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Frá lokum samdráttar þjóðarbúskaparins á fyrsta fjórðungi ársins 2010 og fram á annan fjórðung þessa árs hefur landsframleiðslan aukist um ríflega 7%. Efnahagsbatinn kann að virðast fremur þróttlítil í ljósi þess hversu samdrátturinn í kjölfar falls bankanna var mikill, en hann hefur þó reynst tvöfalt meiri en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum Íslands eða um 2% á ári. Efnahagsbatinn hefur verið borinn uppi af vexti innlestrar eftirspurnar einkaaðila en hún dróst verulega saman í kjölfar fjármálakreppunnar. Hlutur hins opinbera hefur einkenst af nauðsynlegum aðhaldsaðgerðum á tímabilinu og vó á móti vexti annarra innlestra eftirspurnarliða. Útflutningur hefur einnig verið mikilvægur drifkraftur efnahagsbatans og þá sérstaklega þjónustuútflutningur. Mikill samdráttur innflutnings varði landsframleiðsluna fyrir frekari falli í fyrstu en frá því að bataskiðið hófst hefur hann vaxið í takt við aukna innlesta eftirspurn. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að efnahagsbatinn haldi áfram með áþekktum takti út spátímabilið. Samkvæmt spánni verður hagvöxtur 2,3% í ár og um 2½% á ári að meðaltali á spátímanum. Gert er ráð fyrir því að áfram dragi úr framleiðslulakanum á næstu misserum og að hann verði horfinn á seinni helmingi spátímabilsins.

### Lítill breyting á hagvexti síðasta árs við endurskoðun

Endurskoðaðar tölur Hagstofu Íslands fyrir landsframleiðslu síðasta árs voru birtar í september sl. Samkvæmt þeim var hagvöxtur um 0,2 prósentum minni en fyrri áætlun sagði til um eða 1,4%. Endurskoðunina má helst rekja til þess að vöxtur einkaneyslu og samneyslu var endurskoðaður niður á við en endurskoðun fjárfestingar hins opinbera vó þar nokkuð á móti. Hagvöxtur ársins 2011 var einnig lækkaður við endurskoðunina í 2,7%. Það er sami vöxtur og spár *Peningamála*, sem birtust á árinu 2011, gerðu ráð fyrir að meðaltali.<sup>1</sup> Fyrstu bráðabirgðatölur Hagstofunnar sýndu hins vegar 3,1% hagvöxt. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 hefur þjóðarframleiðslan þróast í takt við landsframleiðsluna frá því að efnahagsbatinn náði viðspyrnu um mitt ár 2010 en þjóðartekjur hafa vaxið töluvert hægar sem endurspeglar rýrnun viðskiptakjara á tímabilinu (sjá rammagrein II-1).

1. Fjallað er um reynsluna af spám bankans í viðauka 2.

### Rammagrein IV-1

## Mismunandi mælikvarðar á umfang efnahagsstarfseminnar

Hagvöxtur er gjarnan mældur með vergri landsframleiðslu en hún mælir markaðsverðmæti þeirrar vöru og þjónustu sem framleidd er í landinu, óháð því hvort framleiðandinn er innlendir eða erlendir. Hagvöxt er einnig hægt að mæla með markaðsverðmæti framleiðslu þjóðarinnar, óháð því hvort framleiðslan á sér stað hér á landi eða utan landssteinanna. Er þá talað um verga þjóðarframleiðslu. Munurinn á þessum tveimur stærðum liggur í því að hluti afkrastar innlestrar efnahagsstarfsemi rennur til erlendra aðila sem starfa hér á landi í formi eigna- og launatekna. Þessar tekjur mælast því með í landsframleiðslunni en ekki í þjóðarframleiðslunni. Að sama skapi hafa Íslendingar eigna- og launatekjur af starfsemi sinni erlendis sem telst með í þjóðarframleiðslunni en ekki í landsframleiðslunni. Munurinn á lands- og þjóðarframleiðslunni liggur því í hreinum eigna-

og launatekjum frá útlöndum, þ.e. því sem nefnt er þáttatekjujöfnuður. Þar sem erlendar skuldir Íslendinga eru meiri en eignir þeirra í útlöndum, er þjóðarframleiðslan jafnan lægri en landsframleiðslan og liggur munurinn einkum í vaxtagreiðslum Íslendinga af erlendum lánum. Þriðji mælikvarðinn á umfang efnahagsstarfseminnar er vergar þjóðartekjur sem mælir hve mikið þjóðin ber úr bítum fyrir framleiðsluna. Á verðlagi hvers árs eru þjóðartekjur jafnar þjóðarframleiðslunni en þegar kemur að því að meta þjóðartekjur á föstu verðlagi er tekið tillit til þess að viðskiptakjör hafa áhrif á kaupmátt útflutningstekna: ef viðskiptakjörin batna hækkar útflutningsverð meira en innflutningsverð og þjóðartekjur á föstu verðlagi hækka umfram þjóðarframleiðslu og öfugt ef viðskiptakjör rýrna.

Eins og mynd 1 sýnir hafa þessir þrjú mælikvarðar lengst af gefið áþekka lýsingu á efnahagsframvindunni: hagvöxtur mældur með breytingu vergrar landsframleiðslu var að meðaltali um 3,3% árin 1990-2007 en 3,2% mældur með vergri þjóðarframleiðslu og -tekjum.

### Vandamál við túlkun þjóðarframleiðslu og -tekna í kjölfar fjármálakreppunnar

Eins og sjá má á mynd 1 virðist þróun þessara þriggja mælikvarða hins vegar vera töluvert ólík frá því að fjármála- og efnahagskreppan skall á árið 2008. Þjóðarframleiðslan virðist þannig hafa dregist saman um tæplega 16% árið 2008 og þjóðartekjur lækkað um rúmlega 18%. Á sama tíma mældist hins vegar 1,2% hagvöxtur út frá landsframleiðslunni. Landsframleiðslan dróst síðan saman um 6,6% ári síðar og um 4% til viðbótar árið 2010. Samdráttur þjóðarframleiðslunnar virðist hins vegar hafa verið minni þessi tvö ár og þjóðartekjur virðast hafa tekið að aukast strax árið 2010.

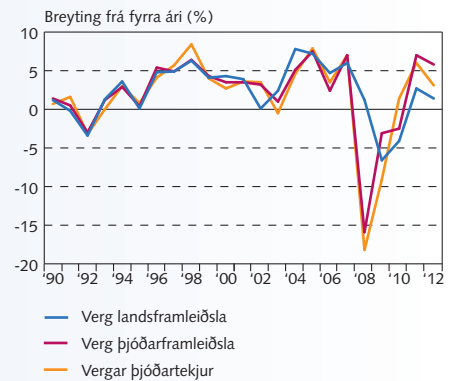
Vandinn við þessar tölur er hins vegar að þær byggjast á opinberu uppgjöri þáttatekjujafnaðar. Eins og reglulega hefur verið fjallað um í *Peningamála* og öðrum útgáfum Seðlabankans,<sup>1</sup> hefur þetta opinbera uppgjör gefið afar skekkt mynd af raunverulegri þróun þáttatekjujafnaðar þar sem inn í því eru reiknuð áfallnar vaxtatekjur og -gjöld af erlendum eignum og skuldum hinna föllnu banka. Þar sem erlendar skuldbindingar þeirra voru töluvert meiri en eignir er um verulegar upphæðir að ræða í reiknuðum áföllnum hreinum vaxtagjöldum sem endurspeglar ekki raunverulegar greiðslur úr búum þeirra þar sem þau munu að öllum líkindum aldrei verða greidd að fullu. Í mati Seðlabankans á raunverulegri þróun þáttatekju- og viðskiptajafnaðar og erlendra skulda þjóðarbúsins hefur því verið reynt að leiðrétta fyrir áhrifum þessara þátta.<sup>2</sup> Hið sama þarf að gera við mat á þjóðarframleiðslu og -tekjum frá árinu 2008 eigi að fá betri mynd af þróun þessara stærða eftir fall bankakerfisins.

### Mat á þjóðarframleiðslu og -tekjum þegar leiðrétt er fyrir áhrifum hinna föllnu banka á þáttatekjujöfnuð þjóðarbúsins

Mynd 2 sýnir þróun þessara þriggja mælikvarða frá árinu 2005 þegar notast er við mat Seðlabankans á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði við útreikning þjóðarframleiðslu og -tekna. Þegar leiðrétt er fyrir áhrifum hinna föllnu banka á þáttatekjujöfnuð þjóðarbúsins reynist samdráttur þjóðarframleiðslu og -tekna árið 2008 töluvert minni en ef notast er við opinberar tölur um þáttatekjujöfnuðinn. Að sama skapi verður nokkur bati í báðum stærðum árið 2009 í stað samdráttar. Mat á efnahagsþróuninni árin 2008-2009 er því töluvert frábrugðið eftir því hvort horft er til landsframleiðslunnar eða þjóðarframleiðslu

Mynd 1

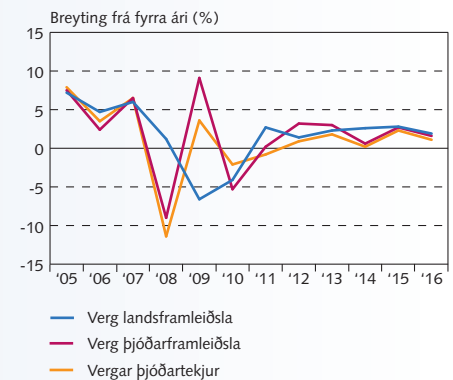
Landsframleiðsla, þjóðarframleiðsla og þjóðartekjur 1990-2012<sup>1</sup>



1. Þjóðarframleiðsla er landsframleiðsla leiðrétt fyrir þáttatekjum. Þjóðartekjur leiðrétta þjóðarframleiðslu fyrir áhrifum breytinga á viðskiptakjörum. Miðað við opinber gögn um vergar þáttatekjur. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Landsframleiðsla, þjóðarframleiðsla og þjóðartekjur 2005-2016<sup>1</sup>

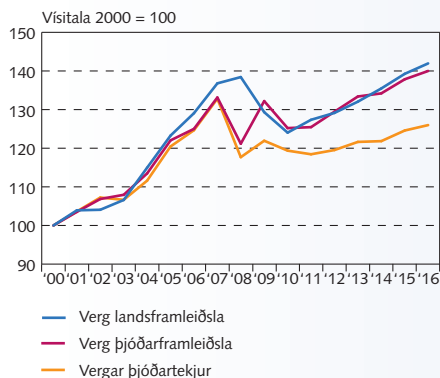


1. Þjóðarframleiðsla er landsframleiðsla leiðrétt fyrir þáttatekjum. Þjóðartekjur leiðrétta þjóðarframleiðslu fyrir áhrifum breytinga á viðskiptakjörum. Miðað við mat á undirliggjandi þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Sjá ítarlegri umfjöllun og skýringar á aðferðaræði í kafla 7 þessara og eldri *Peningamála* og greinina „Undirliggjandi erlend staða og greiðslujöfnuður“, Seðlabanki Íslands, *Sérrit nr. 9*.  
2. Einnig er leiðrétt fyrir áhrifum uppgjörs búa þeirra og fyrir sérstökum áhrifum lyfjafyrirtækisins Actavis á tímabilinu 2009-2012.

Mynd 3

Landsframleiðsla, þjóðarframleiðsla og þjóðartekjur 2000-2016<sup>1</sup>



1. Þjóðarframleiðsla er landsframleiðsla leiðrétt fyrir þáttatekjum. Þjóðartekjur leiðrétt þjóðarframleiðslu fyrir áhrifum breytinga á viðskiptakjörum. Miðað við mat á undirliggjandi þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

og -tekna, eða eftir því hvort miðað er við opinbert uppgjör þáttatekjujafnaðar eða mat á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði.

Það torveldar þó túlkun á mati á undirliggjandi þjóðarframleiðslu og -tekjum árin 2008-2009 að skuldbindingar hinna föllnu banka eru inni í mati á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði fyrstu þrjá ársfjórðunga ársins 2008 en falla síðan út þegar þeir fara í þrot á síðasta fjórðungi ársins. Því mælist töluverð aukning á undirliggjandi þáttatekjuhalla árið 2008, eins og í opinberum tölum um þáttatekjujöfnuð,<sup>3</sup> en síðan minnkar hallinn mikið árið 2009 þegar þáttatekjur og -gjöld tengd hinum föllnu bönkum detta út. Það skýrir hina miklu sveiflu sem verður í þjóðarframleiðslu og -tekjum milli árunna 2008-9 þegar notast er við mat á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði.

Við túlkun á ólíkri þróun þessara þriggja mælikvarða á efnahagsfravinduna frá árinu 2008 er því líklega vænlegra að horfa yfir tímabilið í heild en á vöxt milli ára, sérstaklega framan af tímabilinu. Slíkur samanburður er sýndur á mynd 3. Þar má sjá að samdráttur landsframleiðslunnar frá hátoppi fyrir kreppuna til lágpunkts eftir hana nam um 10½%, en var um 9% sé miðað við undirliggjandi þjóðarframleiðslu og um 11½% sé miðað við undirliggjandi þjóðartekjur.<sup>4</sup> Efnahagssamdrátturinn í kjölfar fjármálakreppunnar mælist því í meginatriðum svipaður á þessa þrjá mælikvarða, þótt samdráttur landsframleiðslunnar sé heldur meiri en samdráttur þjóðarframleiðslunnar. Rýrnun viðskiptakjara á tímabilinu gerir það síðan að verkum að samdráttur þjóðartekna verður heldur meiri en samdráttur landsframleiðslunnar.

Efnahagsbatinn sem hófst um mitt ár 2010 hefur verið svipaður hvort sem horft er til landsframleiðslu eða þjóðarframleiðslu. Sé miðað við spá Seðlabankans fyrir þetta ár, hefur lands- og þjóðarframleiðslan vaxið um 6½% frá árinu 2010. Aukning þjóðartekna er hins vegar töluvert minni eða einungis 1,9% og skýrist af fyrrgreindri rýrnun viðskiptakjara. Gangi grunnspá bankans fyrir næstu ár eftir mun lands- og þjóðarframleiðslan halda áfram að þróast með áþekku hætti út spátímann en aukning þjóðartekna mun áfram vera hæg. Framleiðslustigið mun því vaxa nokkrum hraðar en afrakstur þjóðarbúsins af framleiðslunni enda horfur um viðskiptakjör þjóðarbúsins óhagstæðar.<sup>5</sup>

3. Þessi mikla hækkun á þáttatekjuhalla endurspeglar m.a. mikla lækkun á gengi krónunnar árið 2008.
4. Sé hins vegar miðað við opinbert mat á þáttatekjujöfnuði, mælist samdráttur þjóðarframleiðslunnar um 21½% og lækkun þjóðartekna tæplega 26%.
5. Sjá nánari umfjöllun um þróun og horfur viðskiptakjara í rammagrein II-1 í þessu hefti *Peningamála*.

## Meiri hagvöxtur á fyrri hluta þessa árs en spáð var í *Peningamálu* í ágúst

Hagstofan birti fyrstu áætlanir um þjóðhagsreikninga fyrir annan ársfjórðung í september sl. ásamt endurskoðun á fyrri áætlun fyrir fyrsta fjórðung. Ársvöxtur landsframleiðslunnar á öðrum fjórðungi nam 4,2% en leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu dróst landsframleiðslan saman um 0,1% frá fyrri fjórðungi.<sup>2</sup> Vegna mikilla sveiflna í birgða-

2. Hér er miðað við árstíðarleiðréttingu Seðlabankans. Árstíðarleiðréttar tölur Hagstofunnar sýndu hins vegar 6,5% samdrátt milli fjórðunga. Munurinn felst í ólíkum aðferðum sem notaðar eru við árstíðarleiðréttinguna. Seðlabankinn árstíðarleiðréttir landsframleiðslu beint en Hagstofan leggur saman árstíðarleiðréttu undirlíði landsframleiðslunnar. Seðlabankinn notar einnig spá um landsframleiðslu til ársins 2016 við útreikninginn til að komast hjá þekktum vandamálum við endapunkta árstíðarleiðréttu raðarinnar. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 í *Peningamálu* 2012/4 eru töluverðir ágallar á árstíðarleiðréttum tölum Hagstofunnar: tölurnar eru mjög sveiflukennar og endurskoðun á þeim milli birtinga er oft veruleg og langt umfram endurskoðun frumgagnanna sjálfra. Vandkvæði Hagstofutalanna birtast t.d. í því að samkvæmt þeim var samdrátturinn á milli fyrsta og annars ársfjórðungs í ár sá mesti sem orðið hefur á því tímabili sem ársfjórðungslegir þjóðhagsreikningar ná yfir og liðlega prósentu meiri en varð þegar efnahagskreppan skall á í ársbyrjun 2009.

breytingum fæst jafnan skýrari mynd af undirliggjandi efnahagsþróun með því að skoða fyrstu tvo fjórðunga ársins saman. Þá kemur í ljós að hagvöxtur var 2,2% á fyrri helmingi ársins sem er umtalsvert meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í ágúst þar sem búist var við að landsframleiðslan myndi nánast standa í stað. Kröftugri atvinnuvegafjárfesting og meiri samdráttur innfluttrar þjónustu skýra fráviknið að mestu leyti. Samdráttur atvinnuvegafjárfestingar var tæpum 9 prósentum minni en spáð hafði verið en sé horft fram hjá skipum og flugvélum jókst atvinnuvegafjárfestingin um 4,8% á fyrri helmingi ársins. Innflutt þjónusta dróst saman um 5% en í ágúst-spánni var gert ráð fyrir 3,9% vexti. Sem fyrr hafa innlend eftirspurn einkaaðila og útflutningur, og þá sérstaklega þjónustuútflutningur, verið meginstöðir efnahagsbatans. Eins og rakið er í rammagrein IV-2 endurspeglar það þann mikla tilflutning framleiðsluáðfanga sem hefur átt sér stað frá innlenda geiranum til útflutningsgeirans í kjölfar fjármálakreppunnar.

### Kaupmáttur ráðstöfunartekna á síðasta ári minni en spáð var

Í uppgjöri á ráðstöfunartekjum heimilageirans sem Hagstofan birti í október kemur fram að kaupmáttur þeirra lækkaði um 0,6% árið 2012 frá fyrra ári.<sup>3</sup> Þessi þróun er talsvert á skjön við þá sem búist var við í *Peningamálum* í ágúst þar sem talið var að kaupmáttur ráðstöfunartekna hefði vaxið um 3%. Vert er að hafa í huga að tekið er tillit til margra liða þegar ráðstöfunartekjur heimila eru gerðar upp. Meðal annars er áætlaður rekstrarafgangur heimila af því að búa í eigin húsnæði, en um þriðjung spáskekkjunnar má rekja til þess liðar. Launatekjur jukust einnig minna en áætlað var og sama gildir um hreinar eignatekjur. Á móti kemur að tilfærslutekjur voru hærri en gert var ráð fyrir. Eftir sem áður jókst kaupmáttur launa um 3,2% í fyrra og fjölgun heildarvinnustunda nam tæplega ½% þannig að þó nokkur aukning átti sér stað í kaupmætti atvinnutekna.

Þó að sá hluti spáskekkjunnar sem snýr að reiknuðum rekstrarafgangi af eigin húsnæði hafi e.t.v. ekki mikil áhrif á neysluákvæðanir heimila, a.m.k. til skemmri tíma, stendur eftir að kaupmáttur heimila var nokkru minni en áætlað var í ágúst. Það kann að skýra að hluta að spár Seðlabankans fyrir einkaneyslu þessa árs hafa ítrekað verið endurskoðaðar niður á við (sjá mynd IV-5). Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna vaxi um 3,5% á þessu ári, að verulegu leyti vegna aukins kaupmáttar atvinnutekna. Á næsta ári er spáð tæplega 2% vexti, einnig vegna atvinnutekna, en auk þeirra er tekið tillit til þeirrar lækkunar tekjuskatts og hækkunar persónuafsláttar sem boðaðar eru í fjárlagafrumvarpi næsta árs. Spáð er um 3-3½% vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna á ári að meðaltali 2015-2016.

### Dregið hefur úr vexti einkaneyslu undanfarna ársfjórðunga

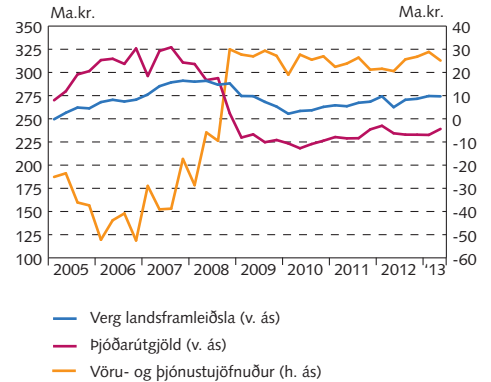
Vöxtur einkaneyslu á fyrri helmingi ársins var í ágætu samræmi við spána frá því í ágúst þrátt fyrir að búist hafi verið við annarri skiptingu á milli fjórðunga en bráðabirgðatölur gefa nú til kynna. Vöxturinn er

Mynd IV-3

Verg landsframleiðsla, þjóðarútgjöld og vöru- og þjónustuþjónuður

1. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2013.

Árstíðarleiðréttar tölur á verðlagi ársins 2005<sup>1</sup>

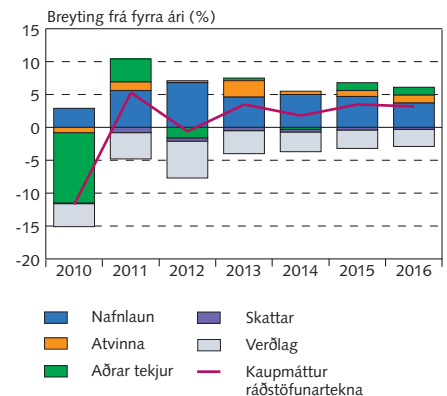


1. Vegna keðjutengingar þarf summa þjóðarútgjalda og nettó utanríkisviðskipta ekki að vera jöfn VLF. Tölur eru árstíðarleiðréttar af Seðlabanka Íslands.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

Þróun kaupmáttar ráðstöfunartekna og framlag undirlíða 2010-2016<sup>1</sup>

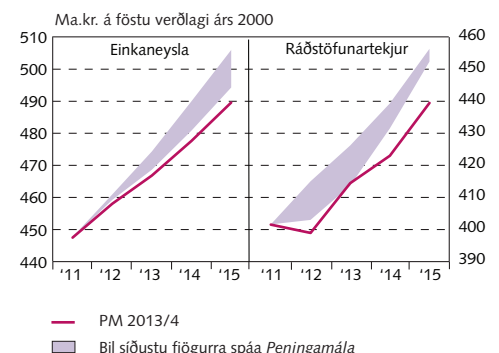


1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. Framlag helstu undirlíða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að veita saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirlíða gefur því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna afrúnnunar og þar sem fullkomið tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Einkaneysla og kaupmáttur ráðstöfunartekna Samanburður við síðustu fjórar spár *Peningamála*

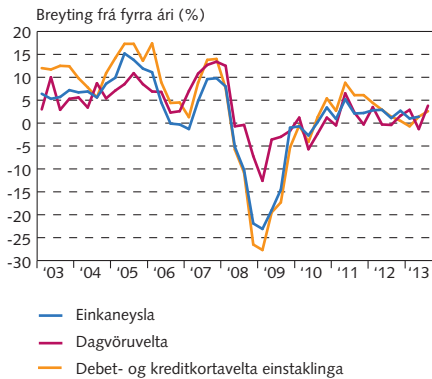


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Í tölum Hagstofunnar segir að kaupmáttur ráðstöfunartekna hafi minnkað um 0,2%. Munurinn felst í því að Seðlabankinn notar verðvísitölu einkaneyslu til að staðvirða ráðstöfunartekjur en Hagstofan vísitölu neysluverðs.

Mynd IV-6

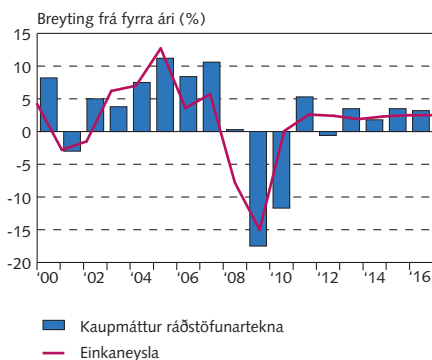
Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu  
1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2013<sup>1</sup>



1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 2. ársfjórðungs 2013.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

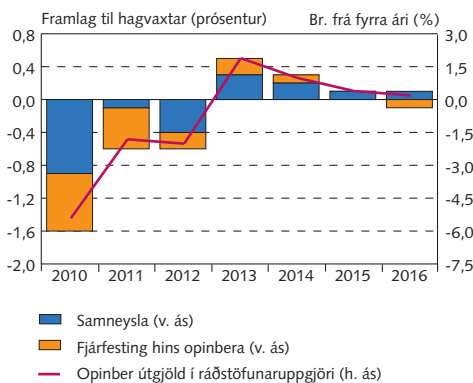
Einkaneysla og kaupmáttur  
ráðstöfunartekna 2000-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Samneysla og fjárfesting hins opinbera  
2010-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hins vegar frá lægra stigi þar sem vöxtur einkaneyslunnar í fyrra var lækkaður um 0,3 prósentur í endurskoðuðum gögnum Hagstofunnar. Eins og búist var við hefur heldur dregið úr vexti einkaneyslu undanfarna ársfjórðunga frá því sem var árið 2011 og á fyrri hluta síðasta árs. Skýringin á því kann að felast í að vöxtur kaupmáttar atvinnutekna hefur ekki nægt til að vege á móti því að dregið hefur úr sérstökum aðgerðum á borð við sérstakar útgreiðslur séreignarsparnaðar og sérstakar vaxtabætur sem greiddar voru árin 2011 og 2012.

Vísbendingar um einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi benda til þess að lítil vöxtur hafi verið milli ársfjórðunga og í spánni er gert ráð fyrir að einkaneysla hafi vaxið um 2,1% milli ára á fjórðungnum. Á árinu í heild er gert ráð fyrir 1,9% vexti sem er svipað og í ágúst. Ef horft er til þess bata sem orðið hefur á vinnumarkaði síðustu mánuði kann spáin að virðast í lægri kantinum, en hátiðnivísbendingar um þróun einkaneyslu benda til þess að vöxturinn verði hóflegur.

### Hlutdeild einkaneyslu í landsframleiðslu helst óbreytt megnið af spátímanum

Umtalsverð óvissa er um einkaneyslu á næstu árum. Fyrir liggur yfirlýsing stjórnvalda um að koma eigi til móts við skuldug heimili og einnig eru breytingar á skattkerfi boðaðar í stjórnarsáttmála. Á sama tíma liggur fyrir að stefnt er að því að ná jöfnuði í opinberum rekstri þannig að búast má við breytingum á útgjaldahliðinni. Ljóst er að breytingar af því tagi sem boðaðar eru kunna að hafa umtalsverð áhrif á eftirspurn heimila og því ríkir óvissa um þróun einkaneyslu á meðan ekki liggur fyrir hversu umfangsmiklar breytingarnar verða. Þar að auki er óvissa tengd komandi kjarasamningum ásamt því að skuldir heimila eru enn nokkuð háar, þótt þær hafi lækkað síðustu misseri, og verða líklega áfram dragbítur á vöxt einkaneyslu (sjá kafla III).

Eftir því sem spátímanum vindur fram er því spáð að þróun einkaneyslu fylgi framvindu helstu áhrifaþátta eftirspurnar á borð við atvinnustig, kaupmátt launa og hreina eign heimila. Í spánni er gert ráð fyrir að einkaneysla vaxi um 2,3% á næsta ári og að ársvöxtur hennar haldist í u.p.b. 2½% út spátímabilið sem er heldur hægari vöxtur en spáð var í ágúst. Búist er við að hlutdeild einkaneyslu í landsframleiðslu að nafnvirði aukist einungis lítillega frá þeim 54% sem hún náði í fyrra. Hlutdeildin fór lægst í 51% af landsframleiðslu árið 2009.

### Horfurnar fyrir samneyslu og fjárfestingu hins opinbera svipaðar og í fyrri spá

Mat á samneyslu síðasta árs breyttist umtalsvert við endurskoðun þjóðhagsreikninga í september og er nú áætlað að hún hafi dregist saman um 1,4% í stað 0,2% í fyrri áætlun. Á móti vó að samdráttur fjárfestingar hins opinbera minnkaði við endurskoðunina. Í ár er gert ráð fyrir að samneyslan muni vaxa um 1,2% og um 0,4-0,7% á ári fram til ársins 2016 sem er mjög áþekkt því sem spáð var í ágúst. Áætlað er að fjárfesting hins opinbera aukist um 12% í stað 8½% í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að nokkuð hægi á vextinum á næstu árum og er spáð rúmlega 4% samdrætti árið 2016 en þá er m.a. áætlað að framkvæmdum við gerð Vaðlaheiðarganga ljúki. Horfur



eru á að framlag opinberra útgjalda til hagvaxtar verði svipað og áður hefur verið gert ráð fyrir. Í ár er búist við jákvæðu framlagi til hagvaxtar upp á 0,5 prósentur og svo 0,1-0,3 prósentur eftir það fram til ársins 2016. Nánar er fjallað um opinber fjármál í kafla V.

### Stóriðjutengd fjárfesting mun aukast á næstu tveimur árum ...

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar dróst stóriðjutengd fjárfesting saman um rúman fjórðung árið 2012 og á fyrri hluta þessa árs hefur samdrátturinn haldið áfram og nam um 17½%. Það er rúmum 5 prósentum meiri samdráttur en gert var ráð fyrir í ágúst. Þær tölur eru ekki í samræmi við upplýsingar frá fyrirtækjum í orkufrekum iðnaði en samkvæmt þeim má ætla að stóriðjutengd fjárfesting í ár verði meiri en áætlað var í ágúst. Á móti kemur að á næsta ári er spáð nokkru minni vexti en gert var í síðustu *Peningamálum*. Líkt og í ágúst er spáð miklum vexti árið 2015 og verulegum samdrætti þegar fjárfestingarverkefnum lýkur á árinu 2016. Samanlagt er gert ráð fyrir um 6½% meiri fjárfestingu á spátímanum en í ágústspánni.

### ... og meiri þróttur er í annarri atvinnuvegafjárfestingu en spáð var

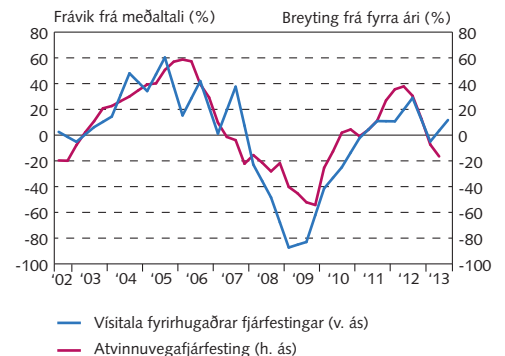
Eins og áður hefur komið fram er kraftmeiri atvinnuvegafjárfesting ein meginþing meiri hagvaxtar á fyrri helmingi ársins en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans. Atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla var þróttmeiri en búist var við og nam um 6% af landsframleiðslu á fyrri helmingi ársins sem er liðlega ½ prósentu umfram það sem gert var ráð fyrir í ágústspánni en sú spá var svartýnni á fjárfestingarhorfur en fyrri spár bankans. Þessi niðurstaða kemur einnig fram í nýjum vísbendingum um þróun atvinnuvegafjárfestingar. Samkvæmt könnun á fjárfestingaráformum 55 fyrirtækja sem Seðlabankinn gerði í haust er heldur meiri fjárfestingarvilji meðal fyrirtækja nú en birtist í síðustu könnun bankans sem gerð var í mars sl. Í annarri könnun meðal hótela og gistiheimila komu einnig fram aukin áform um fjárfestingu í hótelum á þessu ári og því næsta, auk þess sem verkefni fjármögnuð í gegnum fjárfestingarleið Seðlabankans leggja nokkuð til fjárfestingar næsta árs. Þessar kannanir benda einnig til þess að aukin fjárfesting á næsta ári verði í meiri mæli fjármögnuð með lánsfé en undanfarin ár hafa fyrirtækin fjármagnað fjárfestingu sína að mestu leyti með uppsöfnuðum óráðstöfuðum hagnaði. Vísbendingar um aukinn fjárfestingarvilji birtast einnig í könnun Capacent Gallup, sem gerð var í september sl., þar sem hlutfall stjórnenda sem væntu aukinnar fjárfestingar á þessu ári samanborið við í fyrra hækkaði um 3 prósentur frá könnuninni í vor í 25% og hlutfall þeirra sem sáu fyrir sér minni fjárfestingu á sama tímabili lækkaði úr 30% í 24%.

### Horfur á kröftugri atvinnuvegafjárfestingu en í fyrri spá

Eftir mikil fjárfestingarumsvif í skipum og flugvélum í fyrra litast atvinnuvegafjárfesting á þessu ári af verulegum samdrætti í þessum lið. Í takt við fjárfestingaráform aðila í sjávarútvegi og flutningum er nú gert ráð fyrir minni samdrætti í fjárfestingu skipa og flugvéla í ár en í ágústspánni auk þess sem gert er ráð fyrir meiri fjárfestingu í skipum og flugvélum á næstu tveimur árum.

Mynd IV-9

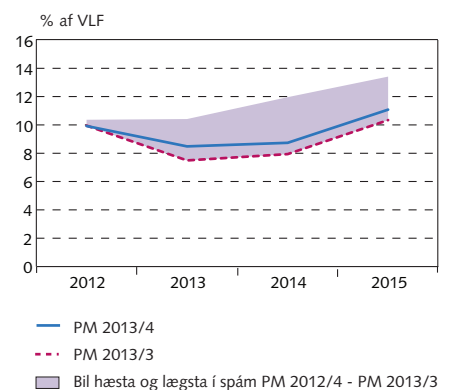
Atvinnuvegafjárfesting og vísitala fyrirhugaðrar fjárfestingar<sup>1</sup>



1. Blái ferillinn sýnir heildarvísitölu breytinga fjárfestingar fyrirtækja á milli ára skv. könnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins og rauði ferillinn sýnir fjögurra ársfjórðunga hlaupandi meðaltal ársbreytingar atvinnuvegafjárfestingar. Tölur fyrir fjárfestingu ná einungis fram til 2. ársfjórðungs 2013.  
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

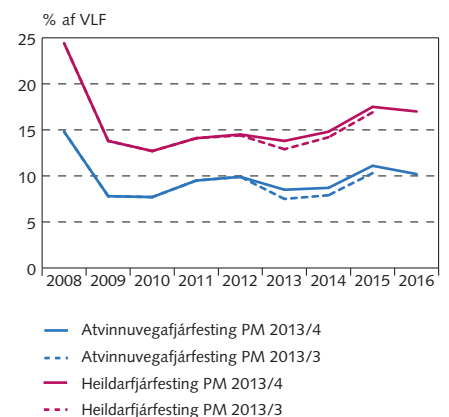
Atvinnuvegafjárfesting í spám *Peningamála* 2012/4-2013/4<sup>1</sup>



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

Mynd IV-11

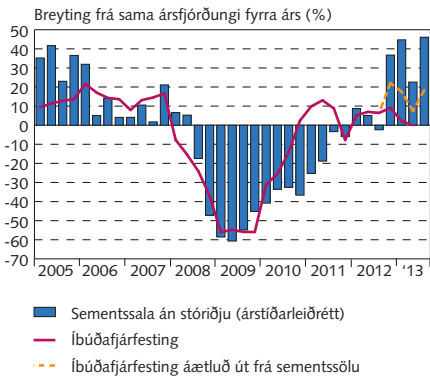
Fjárfesting í hlutfalli af VLF 2008-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

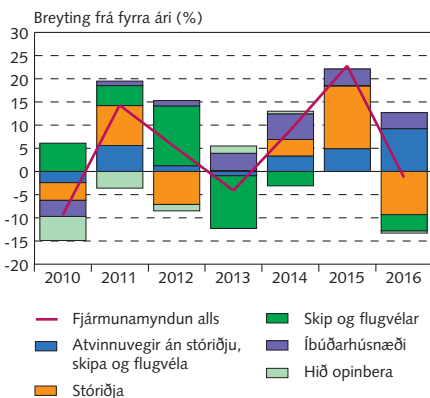
Íbúðafjárfesting og sementssala án stóriðju<sup>1</sup>



1. Keðjutengt verðmæti íbúðafjárfestingar og sementssala í tonnum. Heimildir: Aalborg Portland Island hf., Hagstofa Íslands, Sementsverksmiðjan hf., Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13

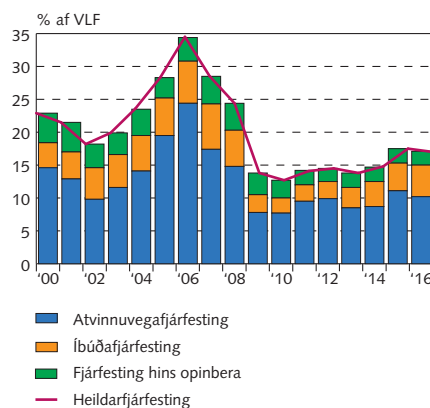
Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirlíða hennar 2010-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14

Fjárfesting sem hlutfall af VLF 2000-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla IV-1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja (án skipa og flugvéla)

Stærstu 55 fyrirtækin Upphæðir í ma.kr.	2012	Breyting milli 2012-2013 (síðasta könnun) <sup>1</sup>	Breyting milli 2013-2014
Sjávarútvegur (11)	8,1	-1,0% (-19,1%)	-11,1%
Iðnaður (9)	6,2	-13,1% (35,3%)	36,2%
Verslun (8)	4,2	-17,7% (-22,9%)	-14,4%
Flutningar og ferðaþjónusta (7)	10,2	-6,3% (5,7%)	37,4%
Fjármál/tryggingar (4)	2,8	-2,7% (20,2%)	47,1%
Fjölmiðlar og upplýsingatækni (8)	5,4	21,8% (15,6%)	4,1%
Þjónusta og annað (8)	9,0	-0,2% (-3,1%)	0,7%
Alls (55)	45,9	-2,6% (-6,4%)	4,2%

1. Innan sviga er paraður samanburður við síðustu könnun sem kynnt var í *Peningamálum* 2013/2 þegar spurt var um fjárfestingaráform 134 fyrirtækja fyrir árin 2012 og 2013.

Eins og kemur fram hér að framan hefur atvinnuvegafjárfesting gegnt veigamiklu hlutverki í efnahagsbatanum frá árinu 2010 og spáð er að sú þróun haldi áfram á næstu árum. Á heildina litið eru horfur á að atvinnuvegafjárfesting verði nokkru meiri í ár en áætlað var í ágúst. Spáð er 13% samdrætti í ár en það er tæpum 8 prósentum minni samdráttur en spáð var í ágúst. Á næsta ári er áætlað að atvinnuvegafjárfesting vaxi um tæp 5% sem er nokkru minna en í síðustu spá vegna minni vaxtar stóriðjufjárfestingar. Á árinu 2015 er gert ráð fyrir að vöxturinn ágerist enn frekar vegna aukinna umsvifa í orkufrekum iðnaði en reiknað er með rúmlega 30% vexti það ár. Þegar þeim framkvæmdum lýkur ári síðar snýst vöxturinn í tæplega 6% samdrátt. Gangi spáin eftir verður hlutfall atvinnuvegafjárfestingar rúmlega 10% af landsframleiðslu undir lok spátímabilsins, eins og spáð var í ágúst en um 2 prósentum undir meðaltali síðustu þrjátíu ára.

**Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til minni fjárfestingar í íbúðarhúsnæði í ár en búist var við í síðustu *Peningamálum***

Frá því að efnahagsbatinn hófst hefur íbúðafjárfesting aukist stöðugt en frá því að hún var minnst á öðrum ársfjórðungi 2010 til annars ársfjórðungs í ár hefur hún vaxið um tæpan fimmtung. Á síðustu tveimur ársfjórðungum virðist vöxturinn þó hafa gefið eftir. Á öðrum fjórðungi þessa árs stóð íbúðafjárfesting í stað frá fyrra ári og nam vöxturinn á milli árshelminga líðlega 1%. Þessi litli vöxtur kemur á óvart í ljósi helstu visbendinga um íbúðafjárfestingu. Samkvæmt talningu Samtaka iðnaðarins frá því í september eru um 1.700 íbúðir í byggingu á suðvesturhorni landsins um þessar mundir, sem er um 400 fleiri íbúðir en á sama tíma í fyrra, en þar af eru um 900 íbúðir foheldar eða lengra komnar. Þessu til viðbótar hefur sementssala að frádreginni sölu til stóriðjufyrirtækja aukist um 37%. Í spánni er því gert ráð fyrir að töluvert bæti í vöxt íbúðafjárfestingar á seinni hluta ársins en að hún vaxi heldur minna á þessu ári en áætlað var í síðustu spá eða um 20%. Á árunum 2014-2016 er spáð að meðaltali tæplega 18% vexti á ári. Hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu verður nálægt þrjátíu ára meðaltali sínu árið 2016 eða 4,8%.

**Heildarfjárfesting nálgast langtímeðaltal sitt**

Frá því að efnahagskreppan reið yfir hefur fjárfesting verið umtals-

vert undir langtímameðaltali eða tæplega 14% af landsframleiðslu á árunum 2009-2012 en meðaltal síðustu þrjátíu ára er rúmlega 20%. Í spánni er gert ráð fyrir nokkuð sveiflukenndu framlagi atvinnuvega-fjárfestingar til vaxtar heildarfjárfestingar á spátímabilinu. Skýrist það einkum af sveiflum í fjárfestingu í skipum og flugvélum auk stóriðju-tengdrar fjárfestingar, en gert er ráð fyrir að framlag íbúðafjárfestingar haldist nokkuð jafnt. Í ár er búist við 4,1% samdrætti heildarfjárfestingar (en tæplega 10% vexti sé horft fram hjá fjárfestingu í skipum og flugvélum). Spáð er 9% vexti á næsta ári og tæplega 23% vexti árið 2015 þegar stóriðjuframkvæmdir aukast til muna. Gert er ráð fyrir að þeim framkvæmdum ljúki að mestu árið 2016 og er spáð samdrætti í heildarfjárfestingu um líðlega 1% það ár. Gangi spáin eftir verður hlutdeild fjárfestingar í landsframleiðslunni 17% undir lok spátímabilsins sem er heldur hærra en spáð var í ágúst.

### Framlag utanríkisviðskipta ein meginstoð hagvaxtar í ár ...

Útflutningsvöxtur var 1,1% á fyrri hluta ársins sem er undir ágústspá bankans, einkum vegna lakari þjónustuútflutnings (sjá kafla II). Á fyrri helmingi ársins dróst innflutningur saman um 4,6% sem er umtalsvert meiri samdráttur en spáð var í ágúst þegar gert var ráð fyrir 1,4% samdrætti. Skýringin á frávikinu felst einkum í minni þjónustuinnflutningi en spáð var, sér í lagi undirliðnum önnur þjónusta sem jókst mikið í kjölfar fjármálakreppunnar (sjá kafla VII). Þrátt fyrir að innflutningur vaxi minna í ár samkvæmt spánni en búist var við í ágúst er áætlað að framlag utanríkisviðskipta verði heldur minna en þá var vænst. Þessi breyting skýrist af lakari horfum um útflutning á seinni hluta ársins og útliti fyrir meiri innflutning. Engu að síður verður framlag utanríkisviðskipta jákvætt um 1,6 prósentur í ár gangi spáin eftir og ber því að miklu leyti uppi hagvöxt ársins.

### ... en skilar litlu til hagvaxtar yfir spátímabilið í heild

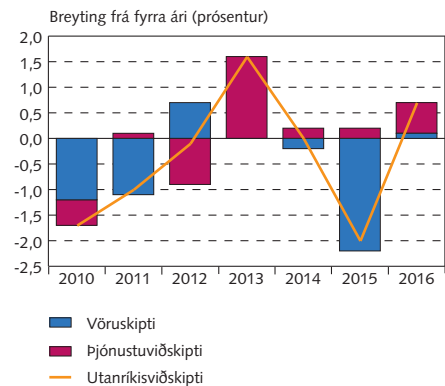
Á næsta ári er áætlað að bæði vöru- og þjónustuinnflutningur aukist en að vöxtur útflutnings dugi til að koma í veg fyrir að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði neikvætt. Árið 2015 er hins vegar búist við umtalsverðum innflutningi í tengslum við stóriðjuframkvæmdir og því gert ráð fyrir að framlag utanríkisviðskipta verði neikvætt um 2 prósentur. Árið 2016 snýst þetta að hluta við þannig að framlag utanríkisviðskipta verði jákvætt um sem nemur rúmlega ½ prósentu. Samanborið við ágústspá bankans leggja utanríkisviðskiptin því heldur meira til hagvaxtar á næsta ári en horfurnar fyrir árið 2015 eru mjög áþekkar því sem þá var spáð.

### Hagvöxtur á seinni hluta árs áþekkur hagvexti undanfarinna missera

Eins og fyrr segir var hagvöxtur á fyrri hluta ársins 2,2% og jókst landsframleiðslan um ríflega 7% frá lágpunktinum á fyrsta fjórðungi ársins 2010 til annars ársfjórðungs 2013. Áætlað er að hagvöxtur verði svipaður á seinni hluta ársins og þeim fyrri eða 2,3%. Gangi það eftir verður hagvöxtur í ár 2,3% sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Megindrifkraftar hagvaxtarinnar í ár eru utanríkisviðskipti og einkaneysla þótt framlag þessara liða sé minna en í síðustu

Mynd IV-15

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar  
2010-2016<sup>1</sup>

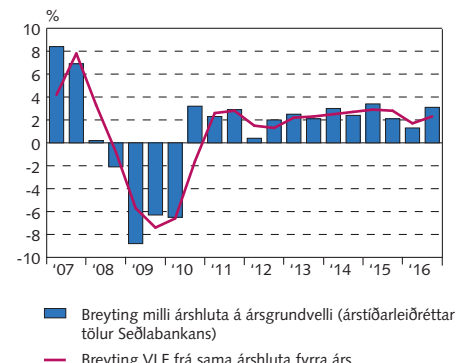


1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Hagvöxtur eftir árshlutum<sup>1</sup>

1. árshl. 2007 - 2. árshl. 2016

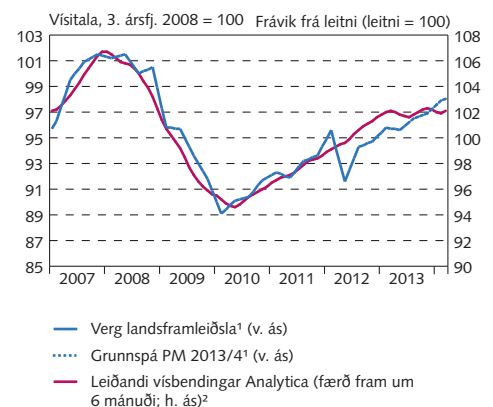


1. Grunnspá Seðlabankans 2. árshl. 2013 - 2. árshl. 2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

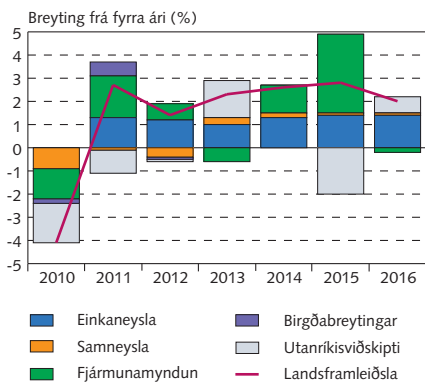
Verg landsframleiðsla og leiðandi  
hagvísir Analytica

Janúar 2007 - mars 2014



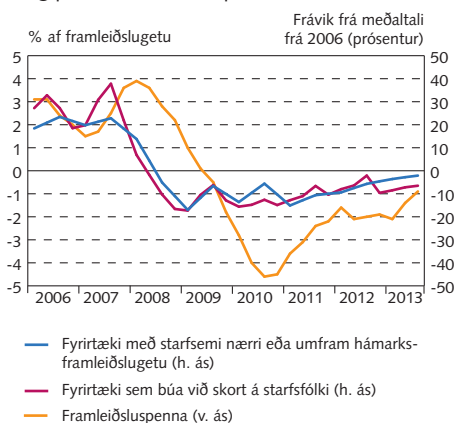
1. VLF (árstíðarleiddrétt af Seðlabankanum) og grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2013 - 1. ársfj. 2014 jafnað á mánuði með línulegri brúun.  
2. Samsett úr aflamagni, debetkortaveltu, ferðamannafjölda, heimsvísitölu hlutabréfa, innflutningi og væntingavísitölu Gallup.  
Heimildir: Analytica, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-18  
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2016<sup>1</sup>



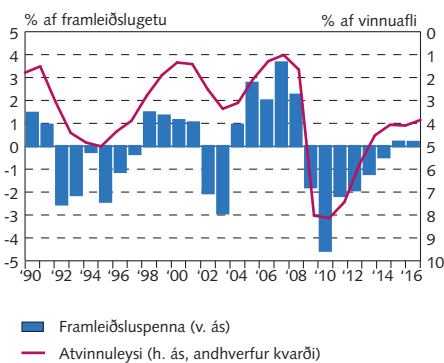
1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-19  
Vísendingar um notkun framleiðsluþátta og þróun framleiðsluspennu<sup>1</sup>



1. Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Tvisvar á ári er spurt um hvort starfsemi sé nærri eða umfram framleiðslugetu. Ársfjórðungsleg gögn eru fengin með línulegri brúum (e. interpolation). Framleiðsluspennan er mat Seðlabankans.  
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-20  
Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 1990-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálfstofnun, Seðlabanki Íslands.

spá. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði 2,5% á fyrri hluta næsta árs og 2,6% á árinu í heild sem er lítillega minni vöxtur en spáð var í ágúst. Vísitala leiðandi hagvísu Analytica gæti bent til þess að hagvöxtur næstu tveggja fjórðunga sé ofmetinn í spá bankans en rétt er að hafa í huga að vísitala leiðandi hagvísu gaf til kynna meiri vöxt á síðasta ári og inn á þetta ár en tölur Hagstofunnar segja til um.<sup>4</sup> Batinn á vinnumarkaði og vísendingar um fjárfestingu gefa hins vegar til kynna að hagvöxtur í ár gæti orðið meiri en spáð er.

### Bati í innlendri eftirspurn leiðir hagvöxt

Hagvöxt næsta árs má að stærstu leyti rekja til vaxtar einkaneyslu og fjármunamyndunar. Svipaða sögu er að segja af árinu 2015 en þá er spáð 2,8% hagvexti, sem er 0,1 prósentu minni vöxtur en spáð var í ágúst. Vöxtur fjármunamyndunar er fyrirferðarmikill það ár en auk hennar leggur einkaneysla tæplega 1½ prósentu til hagvaxtarins en framlag utanríkisviðskipta er neikvætt. Nú er í fyrsta skipti birt spá fyrir árið 2016 og er gert ráð fyrir 2% hagvexti það ár. Stóran hluta hans má rekja til einkaneyslu en framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar þess árs er einnig jákvætt.

### Framleiðslustigið við framleiðslugetu á seinni hluta spátímans

Mat á framleiðslugetu hagkerfisins er alla jafna háð nokkurri óvissu. Miklar breytingar á borð við þær sem hér urðu í kjölfar falls fjármála-kerfisins eru síst til þess fallnar að draga úr þeirri óvissu. Áður hefur verið fjallað um það í *Peningamálum* að hluti framleiðslugetunnar gæti hafa tapast í kjölfar fjármálakreppunnar þannig að framleiðslu-  
slakinn (þ.e. munurinn á landsframléiðslunni og framleiðslugetunni) sem myndaðist eftir 2008 hafi verið nokkru minni en ætla mætti út frá samdrætti landsframléiðslunnar einum saman.<sup>5</sup> Hagvöxtur hefur verið um eða undir langtíma meðalhagvexti frá því að efnahagsbatinn hófst en vöxtur framleiðslugetunnar hefur verið talinn enn hægar m.a. vegna lítillar fjárfestingar, sem hefur ekki haldið í við afskriftir, og stöðunar í fjölda fólks á vinnufærum aldri á landinu. Þetta tvennt hefur valdið því að frá árinu 2011 hefur slakinn í hagkerfinu minnkað. Aðrar vísendingar um þróun framleiðsluspennunnar segja svipaða sögu. Þannig hefur hlutfall þeirra stjórnenda sem segja fyrirtæki sín starfa nærri eða umfram hámarksframleiðslugetu hækkað jafnt og þétt að undanförunu. Í síðustu könnun Capacent Gallup meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins var hlutfallið rétt undir meðaltali sínu og hefur ekki verið svo hátt frá því í könnun sem gerð var vorið 2008. Einnig hefur hlutfall þeirra fyrirtækja sem búa við skort á starfsfólki heldur þokast upp á við. Þessar vísendingar og þróun á vinnumarkaði gætu jafnvel bent til þess að slakinn sé ofmetinn í mati bankans á framleiðsluspennunni (sjá rammagrein VI-1).

Á síðasta ári er talið að framleiðslu-  
slakinn hafi verið rétt undir 2% af framleiðslugetu, sem er 0,3 prósentum minni slaki en á árinu á

4. Leiðandi hagvísir Analytica er samsettur úr sex undirþáttum (aflamagni, debetkortaveltu, ferðamannafjöldi, heimsvísitölu hlutabréfa, innflutningi og væntingavísitölu Gallup). Hagvísirinn byggist á aðferðafræði OECD og er ætlað að gefa vísendingu um þróun landsframléiðslunnar sex mánuði fram í tímann, þá sérstaklega viðsnúning í þróun hennar. Enn er þó of stutt reynsla komin á notkun þessa hagvísar til að hægt sé að meta gagnsemi hans hér á landi.  
5. Sjá umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2011/4.

undan. Hægar hefur dregið úr slakanum en vænst var í ágústspánni og endurspeglar það að hluta minni hagvöxt árin 2011-2012 eftir endurskoðun þjóðhagsreikninga. Áætlað er að áfram dragi úr slakanum, hann nemi ríflega 1% í ár og ½% á því næsta. Á árunum 2015 og 2016 er áætlað að framleiðslustigið verði í námunda við framleiðslugetu þjóðarþúsins.

Nokkur aðlögun á sér ætíð stað í þjóðarþúskaðnum þar sem framleiðsluþættir færast á milli atvinnugreina og viðbúið er að vægi einstakra greina í verðmætasköpuninni breytist ár frá ári. Sú aðlögun sem íslenskur þjóðarþúskaður hefur gengið í gegnum á undanförmum árum er þó mun umfangsmeiri en á sér stað við eðlilegt árferði. Í þessari rammagreini er brugðið upp mynd af þessari aðlögun. Hún sýnir að verðmætasköpunin fer í auknum mæli fram í útflutningsgreininum, sem njóta góðs af lágu raungengi krónunnar, í stað innlendu greinanna sem uxu hratt á þensluárunum fyrir fjármálakreppuna.<sup>1</sup>

### Efnahagsbatinn knúinn áfram af útflutningi og tengdum greinum

Ráðstöfunaruppgjör þjóðhagsreikninga sýnir þá aðlögun sem hefur farið fram í neyslu, fjárfestingu og utanríkisviðskiptum og sýnir t.d. vel hvernig hluta samdráttaráhrifa fjármálakreppunnar var beint út úr þjóðarþúskaðnum með verulegum samdrætti innflutnings. Í framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga má greina efnahagsþróunina eftir atvinnugreinum og skoða þá aðlögun sem hefur átt sér stað í verðmætasköpuninni og framlag mismunandi greina til bæði samdráttarins í kjölfar fjármálakreppunnar og þess efnahagsbata sem hefur átt sér stað frá árinu 2010.<sup>2</sup>

Samdráttur vergra þáttatekna í kjölfar fjármálakreppunnar varð mestur í þeim greinum sem höfðu vaxið mest þar á undan, ekki síst í byggingar- og fjármálageiranum, auk smásölu (sjá mynd 1). Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands bregður upp áþekkri mynd en fækkun starfa á milli áruna 2008 og 2010 nam um 7.500 í byggingargeiranum, tæplega 5.000 í verslun og um 800 í fjármálaþjónustu (sjá mynd 2). Störfum í byggingar- og mannvirkjagerð hélt reyndar áfram að fækka og jafngildir fækkunin á tímabilinu 2008-2012 því að öll störf í fjármálaþjónustu þegar þau voru flest hefðu glatast.

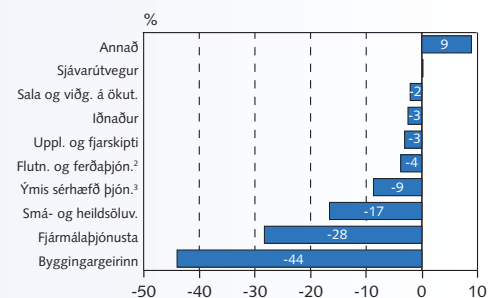
Efnahagsbatinn frá árinu 2010 til ársins 2012 hefur verið borinn uppi af greinum í útflutningi og honum tengdum. Um 41½% af aukningu vergra þáttatekna frá árinu 2010 skýrist þannig af vexti í flutningum, rekstri ferðaskrifstofa, gisti- og veitingastaða og leigustarfsemi á öðru en fasteignum (t.d. bílum). Til viðbótar nam framlag sjávarútvegs til batans tæplega 14%. Af innlenda einkageiranum

- Greiningin getur aldrei orðið betri en fyrirliggjandi gögn leyfa en meðal vandamála við túlkun og greiningu gagnanna er að ná í reynd utan um hvaða fyrirtæki teljast til útflutningsgeirans. Í rammagreininni er stuðst við framleiðsluuppgjör þjóðhagsreikninga, auk annarra gagna um vinnumarkaðinn, rekstur, fjármunaeign, fjáreignir og skuldir fyrirtækja.
- Ráðstöfunaruppgjörð sýnir skiptingu landsframleiðslunnar eftir ráðstöfun í einkaneyslu, samneyslu, fjármunamyndun og utanríkisverslun. Framleiðsluuppgjörð sýnir aftur á móti í hvaða atvinnugreinum landsframleiðslan myndast. Vergar þáttatekjur atvinnuveganna mæla virði þeirrar framleiðslu af vörum og þjónustu sem á sér stað í þjóðarþúskaðnum. Sá munur er á vergri landsframleiðslu og vergum þáttatekjum að óbeinir skattar eru ekki taldir með í þáttatekjum enda ekki hluti af tekjum fyrirtækja en framleiðslustyrkir eru með. Enn liggja ekki fyrir vergar þáttatekjur á föstu verði fyrir árið 2012 en hægt er að nota magnvísitölur til að áætla hvernig þróunin á síðasta ári hafi verið.

## Rammagreini IV-2

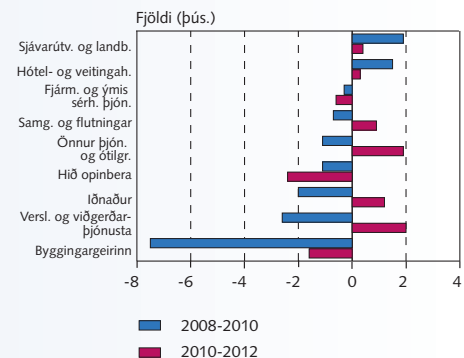
### Vísbendingar um innri aðlögun þjóðarþúsins og tilfærslu verðmætasköpunar frá innlendri starfsemi til útflutningsgreina

Mynd 1  
Hlutdeild nokkurra atvinnugreina í efnahagssamdrættinum 2008-2010<sup>1</sup>



1. Samkvæmt vergum þáttatekjum (VPT) miðað við framleiðsluuppgjör Hagstofunnar. 2. Til þessa flokks teljast flutningar og geymsla, rekstur gististaða, veitingahúsa og ferðaskrifstofa, auk leigustarfsemi (án fasteigna). 3. Án ferðaskrifstofa og leigustarfsemi á öðru en fasteignum.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

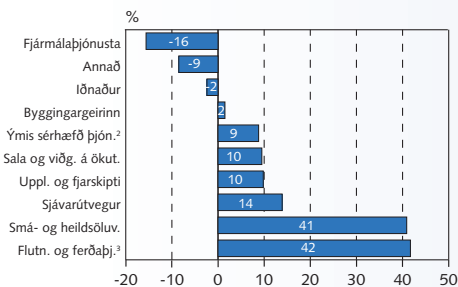
Mynd 2  
Breyting í fjölda starfandi<sup>1</sup>



1. Fólk telst vera starfandi (hafa atvinnu) ef það hefur unnið eina klukkustund eða lengur í viðmiðunarvikunni þegar vinnu- markaðsrannsóknin er framkvæmd eða verið fjarverandi frá starfi sem það gegnir að öllu jöfnu.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Áætluð hlutdeild nokkurra atvinnu-  
greina í efnahagsbatanum 2010-2012<sup>1</sup>

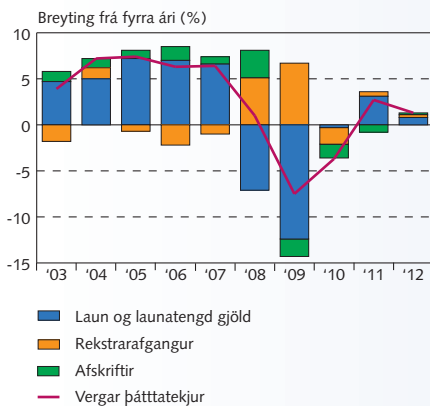


1. Samkvæmt vergum þáttatekjum (VPT) miðað við framleiðslu-  
uppgjör Hagstofunnar þar sem gildi fyrir 2012 er áætlað út frá  
þróun magnvísitalna. 2. Til þessa flokks teljast flutningar og  
geymsla, rekstur gististaða, veitingahúsa og ferðaskrifstofa, auk  
leigustarfsemi (án fasteigna). 3. Án ferðaskrifstofa og leigustarf-  
semi á öðru en fasteignum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

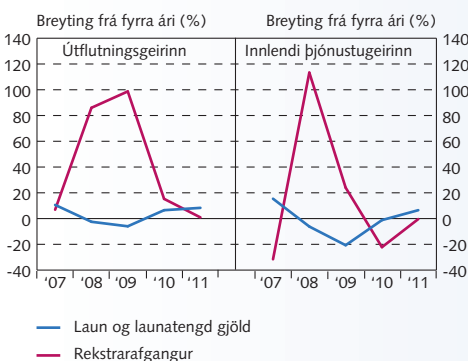
Þróun vegra þáttatekna og framlag undirliða<sup>1</sup>



1. Vegar þáttatekjur er samtala launakostnaðar, rekstrarafgangs og  
afskrifta. Allar stærðir eru á föstu verðlagi. Launakostnaður er hvers  
kyns greiðslur fyrir vinnuframlag. Rekstrarafgangur er hagnaður fyrir  
vaxtagreiðslur. Gildi þáttatekna árið 2012 er áætlað út frá magnvísitölu  
og hlutdeild ofangreindra undirþátta látin halda sér óbreyttri frá fyrra ári.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Þróun rekstrarafgangs og launakostnaðar  
eftir geirum<sup>1</sup>



1. Samkvæmt framleiðsluuppgjöri. Rekstrarafgangur fyrirtækja er  
hagnaður fyrir vaxtagreiðslur.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

munar mest um batann í heild- og smásöluverslun (að undanskild-  
um vélknúnum ökutækjum). Það endurspeglar að hluta aukningu  
einkaneyslu á tímabilinu, auk þess sem verslun og þjónusta nýtur  
góðs af vaxandi fjölda ferðamanna (sjá mynd 3). Áþekk þróun fæst  
af skoðun vinnumarkaðskönnunarinnar en samkvæmt henni hefur  
fjölgun starfa frá árinu 2008 numið um 2.000 í hótél- og veitinga-  
húsarekstri, tæplega 1.300 í fiskiðnaði og 500 í samgöngum og  
flutningum (sjá mynd 2).

### Aðlögun fyrirtækja virðist einkum hafa falist í lækku- launakostnaðar til að mæta auknum fjármagnskostnaði og bregðast við minni eftirspurn

Framleiðsluuppgjör Hagstofunnar má einnig nýta til að skoða  
skiptingu afraksturs verðmætasköpunarinnar á milli launafólks og  
eigenda fyrirtækja þar sem vegar þáttatekjur eru samtala launa-  
kostnaðar, rekstrarafgangs og afskrifta.<sup>3</sup> Þensluskeiðið fyrir fjár-  
málakreppuna einkenndist af örum vexti launakostnaðar og vaxandi  
hlutdeild launafólks af afrakstri framleiðslunnar allt fram til ársins  
2007. Veruleg umskipti áttu sér hins vegar stað á árunum 2007-  
2009 þegar launakostnaður dróst saman um tæplega fjórðung á  
föstu verðlagi og hlutdeild launafólks minnkaði (sjá mynd 4). Sam-  
dráttur launakostnaðar var mestur í byggingargeiranum og innlenda  
þjónustugeiranum þar sem störfum fækkaði hvað mest en minnstur í  
útflutningsgreinunum. Samdráttur heildarvinnustunda var enn meiri  
en fækkun starfa gefur til kynna þar sem meðalvinnutími styttest.  
Hlutdeild launafólks af afrakstri framleiðslunnar hefur aukist nokkuð  
frá árinu 2009 í nær öllum geirum.

Rekstrarafgangur fyrirtækja og hlutdeild eigenda fyrirtækja  
anna af afrakstri verðmætasköpunarinnar jókst verulega á árunum  
2007-2009 þegar launakostnaður lækkaði (sjá myndir 4 og 5). Hér  
verður þó að hafa í huga að rekstrarafgangur fyrirtækja í framleiðslu-  
uppgjörunu sýnir hagnað þeirra fyrir vaxtagreiðslur og bregður því  
ekki upp mynd af því hversu mikill hagnaður þeirra var í reynd eftir  
greiðslu fjármagnskostnaðar. Ársreikningayfirlit Hagstofunnar má  
hins vegar nýta til að fá vísbendingu um hversu mikið hreinn hagna-  
ður fyrirtækja hefur vikið frá rekstrarhagnaði.<sup>4</sup> Munurinn var veru-  
legur árið 2008 þegar nær allar atvinnugreinar skiluðu miklu hreinu  
tapi þrátt fyrir jákvæðan rekstrarhagnað. Stærsti hlutinn af gífurleg-  
um fjármagnskostnaði fyrirtækja á árinu 2008 er til kominn vegna  
gengislækkunar krónunnar og meðfylgjandi verðbólguaukningar.  
Árin 2009-2011 hefur rekstrarhagnaður fyrirtækja hins vegar endur-  
speglað betur hreinan hagnað þeirra. Glöggt má sjá að afkoman er  
mun betri í útflutningsgreinunum en í innlendu greinunum (sjá mynd  
6) en tapið frá árinu 2008 vegur svo þungt að flestir atvinnugeirar  
hafa verið reknir með hreinu tapi sé litið til alls tímabilsins 2008-  
2011. Hafi hagnaður í fyrra verið áþekkur því sem hann var árið  
2011 og verði sömuleiðis svipaður hagnaður í ár er ljóst að útflut-  
ningsgreinarnar skiluðu verulegum hagnaði yfir allt tímabilið 2008-  
2013 en að enn væri nokkuð í land hjá innlendu þjónustunni og  
byggingargeiranum í að vinna upp tapið.

3. Tekjuskiptingaruppgjör þjóðhagsreikninga væri reyndar enn betur til þess fallið þar sem  
það byggist á því að meta virðisaukann eftir að honum hefur verið útteilt til þeirra geira  
sem átt hafa þátt í myndun hans. Því miður er hins vegar ekki enn til tekjuskiptingaruppg-  
gjör fyrir alla geira á Íslandi.
4. Hagstofan tekur saman yfirlit um rekstur atvinnugreina, að mestu upp úr stöðluðum  
skattframtölum rekstraraðila í öllum atvinnurekstri. Safnið nær nú til afar stórs hluta eða  
yfir 90% alls fyrirtækjarekstrar í landinu en niðurstöðurnar eru birtar með þó nokkurri  
töf og niðurstöður fyrir árið 2012 hafa ekki verið birtar. Í þessari rammgrein er byggt á  
þessum gögnum en þau hafa verið færð á fast verðlag ársins 2005 og fjármálafyrirtæki  
og liðurinn „fasteignafélög og ýmis sérhæfð þjónusta“, þar sem eignahaldsfélög eru  
umfangsmikil, eru undanskilin.

## Fjármunaeign fyrirtækja jókst lítið þrátt fyrir mikla skuldaföfnun í aðdraganda fjármálakreppunnar og bati í fjárfestingu hefur verið hægur

Af umræðunni að framan er ljóst að verðmætasköpunin hefur í auknum mæli færst yfir til útflutningsgeirans og að nokkur tilfærsla vinnuafis hefur átt sér stað. Hins vegar þarf mikil aðlögun einnig að eiga sér stað í öðrum framleiðsluþáttum og hætta er á að hún geti reynst tímafrek. Sé lítið til þróunar fjármunaeignar eftir atvinnugreinum virðist örrí skuldaföfnun fyrirtækja fyrir fjármálakreppuna mun fremur hafa verið varið í kaup á fjáreignum en fjárfestingu í uppbyggingu fjármunaeignar. Þetta skiptir máli því að mikilvægi fjármunaeignar felst í því að hún nýtist við framleiðslu annarrar vöru og þjónustu og er því til þess fallin að renna styrkari stoðum undir framleiðslugetu þjóðarþúsins. Vöxtur fjármunaeignar á þessu skeiði skýrist að mestu af umfangsmikilli fjárfestingu í orkufrekum iðnaði og atvinnuhúsnæði. Í kjölfar lækkunar skulda fyrirtækja á undanförunum misserum ríkir nú betra samræmi á milli skuldsetningar og fjármunaeignar fyrirtækjageirans í heild sinni (sjá myndir 7 og 8).

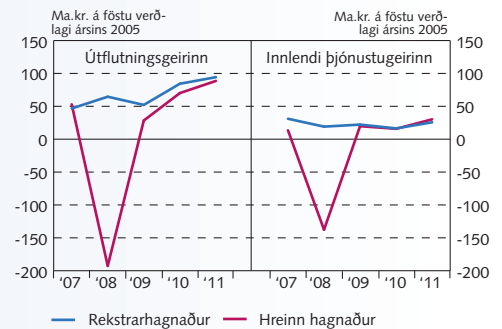
Fjárfestingarumsvif hafa aukist hægt frá því að efnahagsbati hófst á árinu 2010. Þó er ljóst að fjárfesting í innviðum ferðapjónustunnar mun aukast verulega næstu misserin og þá er gert ráð fyrir að fjárfesting sjávarútvegsfyrirtækja í skipum verði áfram þó nokkur á næstu árum. Framleiðslugetu sjávarútvegsfyrirtækja og álframleiðenda eru þó settar verulegar skorður og því er ekki endilega að vænta töluverðra umskipta í fjárfestingarumsvifum þótt breytingar eigi sér stað á samkeppnisstöðu þeirra þar sem þau geta ekki mætt aukinni eftirspurn með framleiðsluaukningu.

## Vísending um verulega aðlögun í verðmætasköpun og tilflutning starfa frá innlendum greinum til útflutningsgreina

Af ofangreindu er ljóst að umfangsmikil aðlögun hefur átt sér stað í þjóðarþúskaðum í kjölfar þess að hann bar upp á sker í fjármálakreppunni. Þúsundir starfa hafa flust frá innlendu greinum til útflutningsgeirans, efnahagur fjölda fyrirtækja hefur verið endurskipulagður, þó nokkur fjöldi farið í þrot og efnahagsbatinn sótt fremur hægt í sig veðrið. Viðbúið er að aðlögunin muni halda áfram á komandi misserum og greining á framvindu hennar verði enn um sinn verðugt rannsóknarefni.

Mynd 6

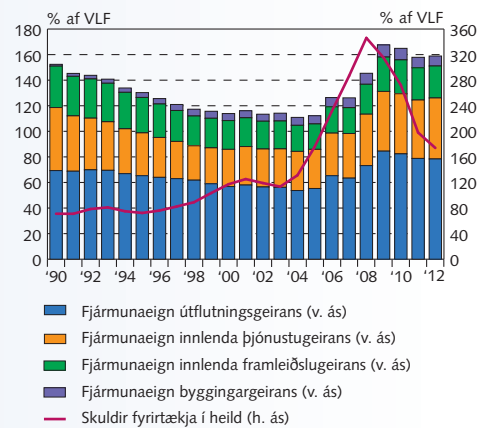
Þróun hagnaðar eftir geirum<sup>1</sup>



1. Samkvæmt ársreikningayfirliti Hagstofunnar sem unnið er upp úr skattframtölum rekstraraðila. Fjármálafyrirtækjum og flokknum fasteignafélög og ýmis sérhæfð þjónusta sem inniheldur eignarhaldsfélög er sleppt. Rekstrarhagnaður er tekjur að frádrögnum rekstrargjöldum að meðtöldum afskriftum, en fyrir færslu nettófjármagnsgjalda. Hreinn hagnaður tekur einnig tillit til nettófjármagnsgjalda og óregluþegra líða.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

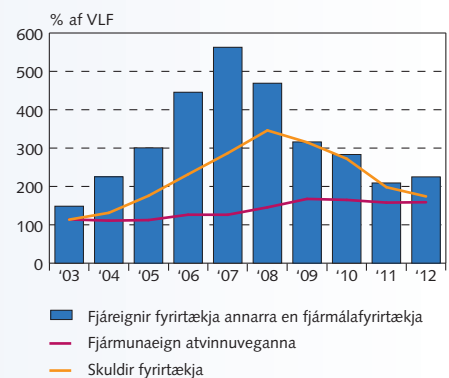
Fjármunaeign og skuldir atvinnuveganna 1990-2012<sup>1</sup>



1. Fjármunaeign er uppsafnað en afskrifað verðmæti þeirra fjármuna sem orðið hafa til við fjármunamyndun innan framleiðslustarfseminnar, auðlindir sem ekki hafa verið framleiddar eru undanskildar. Til útflutningsgeirans teljast sjávarútvegur, vinnsla sjávarafurða, framleiðsla málna, ferðapjónustan og 75% af veitustarfsemi. Aðrir atvinnuvegir eru flokkaðir sem innlendir og skipt í framleiðslu-, þjónustu- og byggingargeira. Skuldir eru á kröfuvirði.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

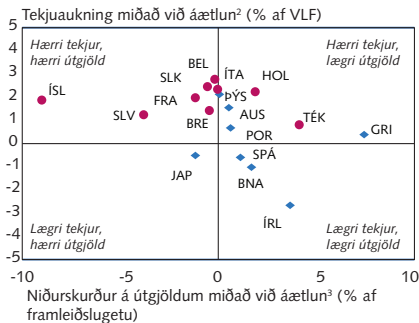
Fjármunaeign, fjáreignir og skuldir atvinnuveganna 2003-2012<sup>1</sup>



1. Fjármunaeign er uppsafnað en afskrifað verðmæti þeirra fjármuna sem orðið hafa til við fjármunamyndun innan framleiðslustarfseminnar, auðlindir sem ekki hafa verið framleiddar eru undanskildar. Virði fjáreigna er fengið frá fjármálareikningum, þó þannig að hlutabréf, útlán og verðbréfaeign er lækkuð sem nemur mismun skulda samkvæmt fjármálareikningum og tölum Seðlabankans þar sem sá munur endurspeglar að verulegu leyti skuldir á milli fyrirtækja innan sömu samstæðu.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-1

Frávik frá áætluðum aðhaldsaðgerðum í nokkrum iðnríkjum 2009-2013<sup>1</sup>



1. Lönd þar sem meirihluti aðgerða er á tekjuhlíð eru sýnd með rauðum punktum. Möt eru fengin með því að bera saman breytinguna í tekjum og gjöldum fyrir árin 2009-13 í annars vegar *Fiscal Monitor* október 2010 og *Fiscal Monitor* október 2013. 2. Breyting í tekjum gerir ráð fyrir að teygning gagnvart VLF sé 1. 3. Breyting í gjöldum gerir ráð fyrir að teygning gagnvart VLF sé 0.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *Fiscal Monitor*, október 2013.

## V Fjármál hins opinbera

Ríkisfjármálastefnan sem mörkuð var árið 2008 í samstarfi við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn náði til árána 2009 til 2013. Áætlunin tók nokkrum breytingum eftir því sem leið á tímabilið eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála*. Samkvæmt fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2014 er gert ráð fyrir að bati á frumjöfnuði verði nokkru minni en stefnt var að í fyrri áætlunum. Gert er ráð fyrir smávægilegum afgangi á ríkissjóði á næsta ári og gangi áætlanir stjórnvalda eftir yrði það í fyrsta sinn í sex ár sem ekki er halli á ríkissjóði. Afgangurinn verður þó nokkru minni en áður var gert ráð fyrir, ekki síst vegna lakari afkomu í ár. Veigamiklar forsendur frumvarpsins virðast byggðar á nokkuð óvissum grunni og langtímaáætlun í ríkisfjármálum tekur töluverðum breytingum til hins verra. Horfur um skuldir hins opinbera hafa því versnað frá fyrri áætlunum og er útlit fyrir að skuldahlutfallið lækki hægar en áður var vonast til.

### Útlit fyrir talsvert meiri halla á ríkissjóði í ár en gert var ráð fyrir í fjárlögum

Árið 2013 stefnir í að verða fyrsta árið frá upphafi fjármálakreppunnar þar sem upp koma veruleg frávik frá útgefnum áætlunum í ríkisfjármálum. Á árunum 2010 til 2012 gekk framkvæmd fjárlaga að mestu eftir í þeim skilningi að afkoman var nærri því sem stefnt var að en frávikkið nam að meðaltali innan við 1% af tekjum á þessu þriggja ára tímabili. Þá er þeim óreglulegu tekjum og gjöldum sem féllu til eins og t.d. vegna Avens-samningsins og SpKef-sparisjóðsins sem aldrei voru á fjárlögum haldið utan við.

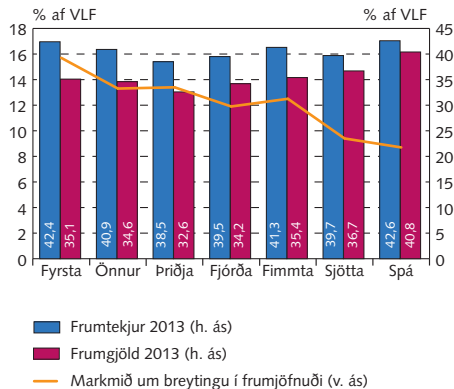
Ein helsta ástæða frávikna frá fjárlögum ársins 2013 er lakari efnahagsþróun en gert var ráð fyrir í þjóðhagsspánni sem lá til grundvallar fjárlögunum og hefur það veruleg áhrif á tekjur ríkissjóðs. Einnig eru nokkur frávik á útgjaldahlíðinni sem tengjast loforðum um aukin útgjöld sem gefin voru í vor, en fyrir þeim var ekki heimild í fjárlögum. Má þar t.d. nefna jafnlaunaátak á heilbrigðisstofnunum og endurgreiðslur á tannlækningum barna. Veikleikar voru einnig á tekjuhlíð fjárlaga vegna þess að samhliða aukningu á fjárfestingu samkvæmt Fjárfestingarleið síðustu ríkisstjórnar fyrir árin 2013-2015 voru áætlaðar tekjur af eignasölu og arðgreiðslum sem ekki munu ganga að fullu eftir. Loks veikja aðgerðir nýrrar ríkisstjórnar afkomuna í ár um tæpa 5 ma.kr. Fjármála- og efnahagsráðuneytið áætlar nú að hallinn í ár verði 31 ma.kr. á rekstrargrunni eða 1,7% af vergri landsframleiðslu. Til samanburðar var hallinn samkvæmt fjárlögum 2013 3,7 ma.kr. Frávikkið nemur 5,6% af áætluðum tekjum ársins 2013 sem verður að teljast mikið frávik.

### Bati á frumjöfnuði frá 2009 til 2013 verður helmingi minni en upphaflega var stefnt að

Upphaflega gerði efnahagsáætlun íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins ráð fyrir að uppsafnaður bati á frumjöfnuði næmi 16% af landsframleiðslu frá árinu 2009 til og með 2013. Áætlaður bati var síðan færður niður, fyrst í 12% í fjárlögum ársins 2011 vegna hagstæðari skuldastöðu en áður var gert ráð fyrir og síðan í 10% í

Mynd V-2

Þróun á markmiðum efnahagsáætlunar fyrir árin 2009-2013 í sex endurskoðunum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.



fjárlögum áráanna 2012 og 2013. Vegna fráviks frá fjárlögum 2013 stefnir í að bati á frumjöfnuði nemi einungis 8% af landsframleiðslu á árunum 2009 til og með 2013. Umfjöllun um bata á frumjöfnuði í kjölfar kreppu í alþjóðlegu samhengi er síðar í kaflanum.

### Stefnt að 500 m.kr. afgangi á rekstrargrunni árið 2014

Allt frá fyrstu endurskoðun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins var það markmið sett að ríkissjóður skilaði afgangi strax árið 2013 en því var seinkað til ársins 2014 í fjárlögum ársins 2012. Í því fjárlagafrumvarpi sem lagt hefur verið fram fyrir árið 2014 er stefnt að afgangi á ríkissjóði á rekstrargrunni á næsta ári og gangi það eftir yrði það mikilvægt skref í átt að lægri skuldastöðu ríkissjóðs og þar með hins opinbera. Afgangurinn er hins vegar minni en áætlað var í fjárlögum 2012 eða 500 m.kr. sem samsvarar tæplega 0,1% af landsframleiðslu. Enn á eftir að koma í ljós hver niðurstaðan verður eftir meðferð þingsins.

Eins og frumvarpið stendur núna er útlit fyrir að bati á frumjöfnuði og heildarjöfnuði milli ára verði nálægt 1,5% af landsframleiðslu (sjá umfjöllun um fjárlagafrumvarp ársins 2014 í ramma V-1). Afkoman á greiðslugrunni verður þó áfram neikvæð um 10 ma.kr. eða sem svarar 0,5% af landsframleiðslu. Halli á greiðslugrunni þýðir að enn þurfi að veita fé inn í rekstur ríkissjóðs á árinu. Hallinn er þó ekki það mikill að það nægir að fjármagna hann með því að ganga á innstæður ríkissjóðs í Seðlabankanum. Þótt eftir eigi að koma í ljós hvort aðhaldsaðgerðir fjárlagafrumvarpsins á útgjaldahlíð gangi eftir, virðast helstu veikleikar frumvarpsins varðandi varanlegan bata vera tveir. Þar ber fyrst að nefna að ríkissjóður vill framlengja fimm ára skuldabréf sem ríkissjóður lagði inn í Seðlabankann við upphaf kreppunnar og breyta skilmálum þess á þann veg að það beri enga vexti og verði til tuttugu ára. Fjármála- og efnahagsráðuneytið áttar að þannig spari ríkissjóður tæpa 11 ma.kr. í vexti á ári. Þessi framkvæmd, ef að verður, jafngildir tilfærslu fjármuna til ríkissjóðs þar sem með henni yrði eigið fé Seðlabankans skert um sömu upphæð nema nafnvirði bréfsins yrði hækkað til þess að það haldist óbreytt að núvirði. Slík framkvæmd orkar tvímælis og er lagagrundvöllur hennar óviss.<sup>1</sup> Óvíst er hvort af þessu verður þar sem viðræður á milli bankans og fjármálaráðuneytisins um fjárhagsleg samskipti ríkissjóðs og Seðlabanka standa yfir.<sup>2</sup> Í öðru lagi gerir fjárlagafrumvarpið ráð fyrir rúmlega 11 ma.kr. tekjum af því að sérstakur bankaskattur verði lagður á bú banka í slitameðferð. Eðli máls samkvæmt er hér um tímabundna tekjuöflun að ræða. Samkvæmt frumvarpinu er áætlað að þessar tvær aðgerðir skili samanlagt 22 ma.kr. eða 3,7% af áætluðum tekjum næsta árs.

### Langtímaáætlun ríkisfjármála tekur miklum breytingum

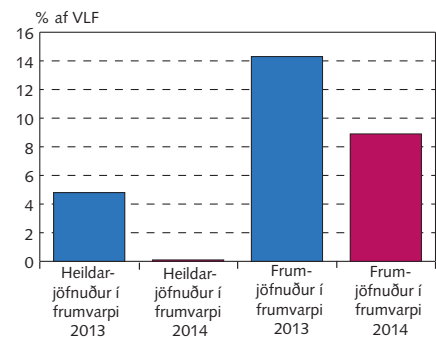
Úr þeim langtímaáætlunum sem birtar voru í fjárlagafrumvörpum allt frá upphafi samstarfsins við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn mátti lesa stefnu-

1. Aðgerðin gæti stangast á við lög um Seðlabanka Íslands sem leggja bann við beinum lánveitingum til ríkissjóðs og gera ráð fyrir að hlutdeild ríkissjóðs í hagnaði bankans sé í formi arðgreiðslna. Þessi áform gætu einnig talist peningaleg fjármögnun ríkissjóðs og fæli í sér peningalega slökun sem færir inn á valdsvið peningastefnunefndar bankans.

2. Í grunnspá bankans er þó gert ráð fyrir að hver svo sem niðurstaða þessara viðræðna verði þá verði gripið til mótvægisáðgerða þannig að afkomumarkmið fjárlagafrumvarpsins náist engu að síður.

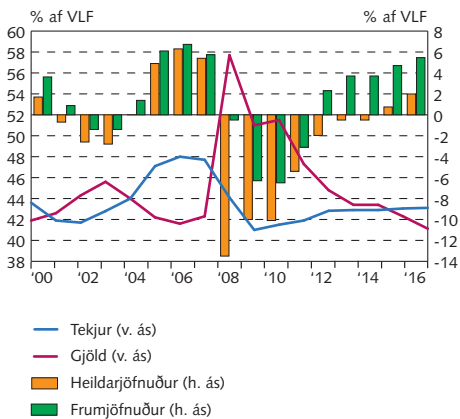
Mynd V-3

Samanburður á uppsöfnuðum heildarjöfnuði og frumjöfnuði frá 2014 til 2016 í fjárlagafrumvörpum áráanna 2013 og 2014



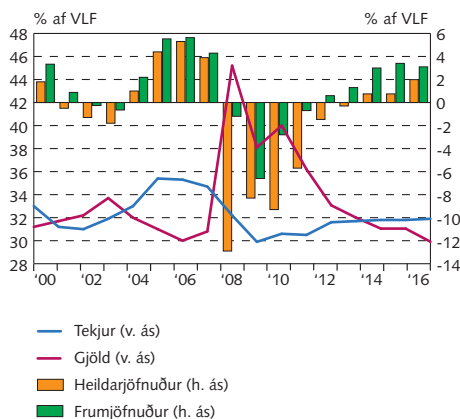
Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

Mynd V-4  
Fjármál hins opinbera 2000-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. Á rekstrargrunni.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

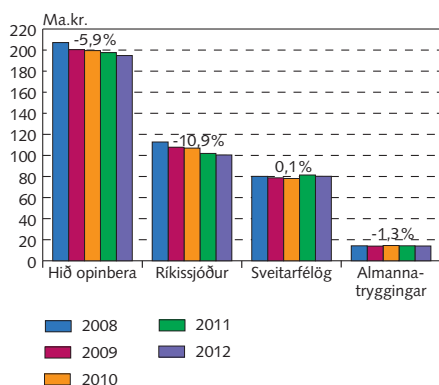
Mynd V-5  
Fjármál ríkissjóðs 2000-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. Á rekstrargrunni.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6  
Launakostnaður<sup>1</sup>

Prósentur sýna breytingu milli 2008 og 2012



1. Staðvurt með launavísitölu opinberra starfsmanna.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

mörkun ríkisstjórnar í ríkisfjármálum næstu fjögur árin. Endanlegt markmið var ávallt afgangur á frumjöfnuði sem næmi 5% af landsframléiðslu og myndarlegur afgangur á heildarjöfnuði til að skapa svigrúm til að greiða niður skuldir og greiða fyrir losun fjármagnshaftanna. Í fjárlagafrumvarpi ársins 2014 er brugðið frá þessu og er langtímaáætlunin nú aðeins einfaldur framreikningur og því ekki hægt að lesa úr langtímaáætluninni stefnumörkun ríkisstjórnar í ríkisfjármálum til næstu ára. Samkvæmt framreikningnum virðist ekki stefnt að því að ná fyrri markmiðum um myndarlegan afgang á næstu fjórum árum. Afar mikilvægt er að langtímaáætlun í ríkisfjármálum með lækkun opinberra skulda í forgrunni sé mótuð svo að styrkja megi grundvöll ríkisfjármálastefnunnar og hægt sé að byggja upp þjóðhagslegan sparnað og varúðarsjóði til að mæta mögulegum framtíðaráföllum.<sup>3</sup>

### Horfur á minni afgangi hjá hinu opinbera

Í takt við fjárlagafrumvarpið er í grunnspá Seðlabankans gert ráð fyrir að jöfnuður náist á rekstri ríkissjóðs á næsta ári en líkt og í máispá bankans næst afgangur á rekstri hins opinbera ekki fyrir en á árinu 2015. Varðandi afkomu árána 2015 og 2016 er gert ráð fyrir heldur meiri afgangi á rekstri ríkissjóðs en í langtímaáætlun fjárlagafrumvarpsins. Afgangurinn er þó ekki mikill og í ljósi skuldastöðunnar er svigrúm ríkissjóðs til að standa straum af kostnaði til að örva eftirspurn afar lítið. Óvissa varðandi ríkisfjármál næstu ára lýtur að mestu að lakari afkomu. Þótt hagvaxtarforsenda frumvarpsins sé í ágætu samræmi við spá bankans, gæti hún reynst of bjartsýn (sjá umfjöllun í kafla I) sem myndi setja þrýsting á tekjuhlíð fjárlaga og viðspyrna við óvæntum útgjaldaáformum kann að minnka. Ástæða er jafnframt til að taka undir gagnrýni Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á hugmyndir um sjálfsfjármagnandi skattalækkanir.<sup>4</sup> Skattheimta á Íslandi er hvergi nærri því nógu mikil til að sjálfsfjármögnun sé hugsanleg nema mögulega á þeim vörum þar sem skattheimta er há og er ætlað að draga úr notkun þeirra.

Annar veikleiki langtímaáætlunarinnar lýtur að Íbúðalánasjóði. Í fyrirliggjandi fjárlagafrumvarpi hefur verið sett inn 4,5 ma.kr. rekstrarframlag til Íbúðalánasjóðs hvert ár fram til ársins 2017. Framlögina draga hins vegar ekki úr afskriftapörf Íbúðalánasjóðs (þ.e. bókfærðu tapi af rekstri sjóðsins) heldur einungis úr hinum ófjármagnaða hluta þessa taprekstrar. Afkomuspáin tekur ekki tillit til hugsanlega aukinna afskrifta þótt nokkuð líklegt sé að til þeirra þurfi að koma.

### Samneysla eykst á ný

Á árunum 2008-2012 dróst samneysla hins opinbera saman um 6,7%. Samdrátturinn var þó misjafn hjá þeim þrem aðilum sem saman mynda hið opinbera. Þannig dróst samneysla ríkissjóðs saman um 9,9%, samneysla sveitarfélaga um 1,6% og samneysla almannatrygginga um 7,7%. Sveitarfélögin skera sig því úr að því er aðhald varðar. Samdráttur í samneyslu ríkissjóðs skýrir því tæplega 80% af samdrætti

3. Sjá t.d. umfjöllun í Seðlabanki Íslands (2010). „Peningastefnan eftir höft“, *Sérít nr. 4*.

4. Sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *Article IV Consultation and Third Post Program Monitoring Discussions with Iceland*, ágúst 2013, bls. 15.

hins opinbera á þessu tímabili en samdráttur í samneyslu sveitarfélaga einungis rúmlega 8%. Samneysla sveitarfélaganna er 37% af samneyslu hins opinbera og því hefur lítið aðhald þeirra veruleg áhrif á samdrátt samneyslu hins opinbera í heild.

Ríkissjóður sker sig úr í aðhaldi í launakostnaði en laun eru nálægt því að vera  $\frac{2}{3}$  af samneysluútgjöldum. Keypt vinnumagn af ríkisstarfsmönnum dróst saman um tæp 11% á árunum 2008-2012.<sup>5</sup> Keypt vinnumagn almannatrygginga dróst saman um rúmt prósent á sama tíma en hjá sveitarfélögum hélst vinnumagn óbreytt. Minni munur er á hve mikið hinn stóri kostnaðarliður samneyslunnar, kaup og sala á vörum og þjónustu, dróst saman. Ef þessi kostnaðarliður er staðvirtur með vísitölu neysluverðs til að fá nálgun á magnbreytingunni fæst að hann hafi dregist saman um tæp 11% hjá hinu opinbera. Eins og með launalið samneyslunnar er samdrátturinn mestur hjá ríkissjóði eða 12½%, næstmestur hjá almannatryggingum (11%) og minnstur hjá sveitarfélögum (tæplega 9%).

Í spám *Peningamála* undangengin ár hefur því verið spáð að samdráttarskeiði samneyslunnar myndi ljúka kosningarárið 2013 en vöxturinn hefur reynst meiri en spáð var. Grunnspá *Peningamála* gerir nú ráð fyrir að magnvöxturinn verði jákvæður um 1,2% hjá hinu opinbera. Hjá ríkissjóði er gert ráð fyrir 1,6% vexti en 1,3% hjá sveitarfélögum. Hins vegar er gert ráð fyrir áframhaldandi samdrætti hjá almannatryggingum um sem nemur 0,8%.

Á árunum 2014-2016 er gert ráð fyrir að launakostnaður vaxi umfram launavísitölu opinberra starfsmanna þannig að vinnuþáttur samneyslunnar aukist hjá öllum þrem hlutum hins opinbera. Einnig er gert ráð fyrir magnbreytingu í kaupum og sölu vöru og þjónustu hjá sveitarfélögum, en á grundvelli yfirlýstra aðhaldsmarkmiða sem fram koma í fjárlagafrumvarpi ársins 2014 er gert ráð fyrir samdrætti hjá bæði ríkissjóði og almannatryggingum. Niðurstaðan er þó sú að jákvæður vöxtur verður á samneyslu hins opinbera.

### Fjárfesting hins opinbera eykst frá sögulegu lágmarki

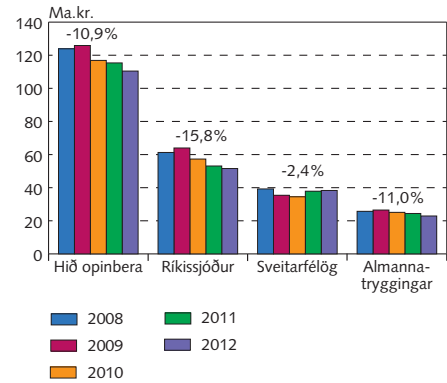
Líkt og með samneysluna markar árið 2013 lok samdráttarskeiðs í fjárfestingar hins opinbera. Þrátt fyrir að við endurskoðun Hagstofunnar á þjóðhagsreikningum ársins 2012 hafi fjárfesting sveitarfélaga verið hækkuð um 3 ma.kr. var fjárfesting hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu í sögulegu lágmarki. Frá árinu 1997 hefur fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu verið 3,6% að meðaltali en í fyrra var það einungis 2%.

Allt frá því að síðasta ríkisstjórn kynnti til sögunnar stóraukna fjárfestingu undir heitinu Fjárfestingaráætlun 2013-2015 hefur verið gert ráð fyrir töluverðum vexti fjárfestingar ríkissjóðs. Ríkisstjórnin sem nú er tekin við hefur dregið verulega úr þeim áformum og rökstutt það m.a. með því að þær tekjur sem áttu að fjármagna fjárfestingu muni ekki skila sér eins og lagt var upp með og áætlunin sé því að miklu leyti ófjármögnuð. Sú fjárfesting sem ekki var komin það langt að búið væri að skuldbinda ríkissjóð til að ráðast í framkvæmdina hefur því verið slegin af, má þar t.d. nefna Náttúruminjasafn og Hús

Mynd V-7

#### Kaup og sala vöru og þjónustu<sup>1</sup>

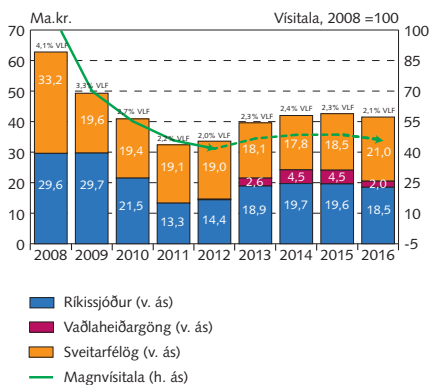
Prósentur sýna breytingu milli 2008 og 2012



1. Staðvirt með vísitölu neysluverðs.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

5. Nálgæð með því að staðvirða nafnlaunakostnað með launavísitölu ríkisstarfsmanna.

Mynd V-8  
Fjárfesting hins opinbera árin 2008-2016



Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Íslenskra fræða. Í sumum tilfellum reyndist þó ekki hægt að stöðva fjárfestingu eins og t.d. við nýtt fangelsi og Norðfjarðargöng. Í spá síðustu *Peningamála*, sem gerð var þegar mikil óvissa var um aðdrif Fjárfestingaráætlunarinnar, var gert ráð fyrir meiri niðurskurði á áætluninni á þessu ári en virðist ætla að verða í raun. Því er aftur aukið við vöxt fjárfestingar í spá fyrir árið 2013 en hann er þó enn nokkuð undir spá um vöxt þegar talið var að Fjárfestingaráætlunin myndi öll ná fram að ganga.

Áætlanir um fjárfestingu næstu ára má lesa út úr fjárlagafrumvarpinu og fjárhagsáætlunum sveitarfélaga. Í spánni er byggt á þróun fjárfestingar í fjárhagsáætlunum tíu stærstu sveitarfélaganna. Eins og sést á mynd V-8 drógu sveitarfélögin úr fjárfestingu strax árið 2009 þegar hún var rúmlega 19 ma.kr. og hélst hún á því reiki fram til ársins 2012. Gert er ráð fyrir að hún haldist lítið eitt lægri út spátímabilið. Fjárfesting ríkissjóðs árið 2009 hélst óbreytt milli ára en dróst síðan hratt saman þar til á síðasta ári. Fjárfesting ríkissjóðs samkvæmt fjárlögum verður orðin meiri en fjárfesting sveitarfélaga á spátímanum. Við fjárfestingu ríkissjóðs bætist fjárfesting vegna Vaðlaheiðarganga þar sem ábyrgð á framkvæmdinni liggur að mestu leyti á ríkissjóði og telst því opinber fjárfesting í þjóðhagsreikningum. Árið 2016 er gert ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu vaxi í 2,1% sem er 1,5 prósentum undir meðaltali síðustu þrjátíu ára.

Rétt er að taka fram að eins og í fyrri *Peningamálum* er ekki gert ráð fyrir að af byggingu nýs Landspítala verði á spátímabilinu enda rúmast hún ekki innan þeirrar ríkisfjármálaáætlunar sem kemur fram í fjárlagafrumvarpi ársins 2014 og ekki er til staðfest framkvæmdaáætlun ef ákveðið yrði að fara af stað með framkvæmdir. Á síðasta vorþingi voru lögfestar breytingar á hlutverki Nýja Landspítalans ohf. Þær breytingar valda því að verkið fer ekki í einkaframkvæmd heldur verður á fjárlögum. Svo umfangsmikil fjárfesting myndi, ef ekki yrði gripið til mótvægisáðgerða, raska verulega markmiðum um jöfnuð í opinberum fjármálum.

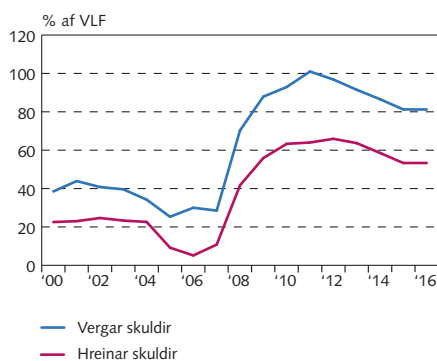
### Hækkun óbeinna skatta hækkar verðlag um 0,3%

Í fjárlagafrumvarpi ársins 2014 hefur hækkun óbeinna skatta meiri áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs en vegna fjárlaga þessa árs. Í fjárlögum ársins 2013 var fallið að mestu frá hækkunum á svo-nefndum krónugjöldum rétt áður en þau voru samþykkt. Samkvæmt nýju fjárlagafrumvarpi hækka óbeinir skattar eins og kolefnis-, bensín- og áfengisgjöld í takt við verðlag. Áhrif þessara hækkana á sköttum og vörugjöldum á vísitölu neysluverðs hafa verið áætluð um 0,3 prósentur (sjá einnig kafla VIII).

### Verri horfur um skuldastöðu hins opinbera

Sökum veikari langtímaáætlunar í ríkisfjármálum mun hlutfall skulda hins opinbera af landsframleiðslu lækka hægar en ráðgert var við samþykkt síðustu fjárlaga. Langtímaáætlun fyrri ríkisstjórnar gerði ráð fyrir að heildarskuldir færu niður í 66% af landsframleiðslu árið 2016 eftir að hafa náð hámarki í 90% af landsframleiðslu árið 2011. Þeim árangri átti að ná með því að halda nafnvirði skulda óbreyttu eða lækka þær lítið eitt og láta hlutfallið fyrst og fremst lækka vegna vaxtar

Mynd V-9  
Skuldir hins opinbera 2000-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

nafnvirðis landsframleiðslunnar. Í fyrirliggjandi fjárlagafrumvarpi er stefnt að því að skuldir verði komnar í 70% af landsframleiðslu árið 2017. Áætlað er að nafnvirði skulda vaxi hægum skrefum út tímabilið en að nafnvirði landsframleiðslunnar vaxi hraðar og tryggi þannig lækkun skuldahlutfallsins.

Samkvæmt spá Seðlabankans um þróun skulda endar skuldahlutfall hins opinbera í tæplega 85% af landsframleiðslu í lok spátímans árið 2016. Horfur hafa versnað nokkuð frá því að síðast var birt spá um skuldir hins opinbera í *Peningamálum* 2013/2. Þá var gert ráð fyrir að skuldahlutfallið myndi lækka í rúmlega 85% af landsframleiðslu árið 2015, sem er tæplega 2 prósentum lægra hlutfall en nú er gert ráð fyrir. Hreinar skuldir hins opinbera lækka einnig hægar en áður var spáð en við mat á þeim eru aðeins taldar til eigna peningalegar eignir hins opinbera í handbærum sjóðum. Þetta er þrengri skilgreining en hefðbundið er að nota, en venja er að telja einnig til eigna aðrar peningalegar eignir að undanskildum hlutabréfum, eignarhlutum og stofnfé. Sé það talið með verður hrein skuldastaða hins opinbera betri en hér er lýst.

Árið 2012 fyrirframgreiddu Ríkissjóður og Seðlabankinn í tvígang afborganir lána tengdum efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins til að lækka kostnað af gjaldeyrsforðahaldi. Í spám bankans er ekki gert ráð fyrir frekari fyrirframgreiðslum. Kæmi til frekari fyrirframgreiðslna myndi það lækka vergar skuldir ríkissjóðs en hrein skuld hans héldist óbreytt.

### Skuldastaða Íslands í alþjóðlegu samhengi

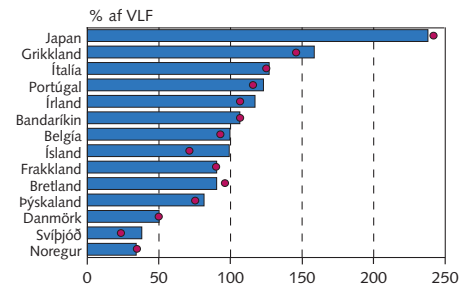
Skuldir hins opinbera hér á landi námu tæplega einni landsframleiðslu í lok árs 2012. Þetta eru svipaðar vergar skuldir og í ýmsum öðrum iðnríkjum á borð við t.d. Bandaríkin og Belgíu en nokkru lægri en í Grikklandi, Ítalíu, Írlandi, Portúgal og Japan. Eins og myndir V-11 og V-12 sýna er útlit fyrir að skuldastaðan batni frekar á næstu árum verði aðhaldsaðgerðum fylgt eftir og að Ísland verði árið 2018 með svipað skuldahlutfall og Þýskaland og Frakkland. Hlutfallið verður eftir sem áður enn hátt.

Sé horft til hreinnar skuldastöðu hins opinbera nema peningalegar eignir ríkissjóðs þriðjungji af landsframleiðslu. Hreinar skuldir eru því 68% af landsframleiðslu sem er mitt á milli t.d. Þýskalands og Bretlands. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir því að árið 2018 verði hrein skuldastaða Íslands og Þýskalands í kringum 50% af landsframleiðslu.

### Aðhaldsaðgerðir árunum 2009 til 2013 í alþjóðlegu samhengi

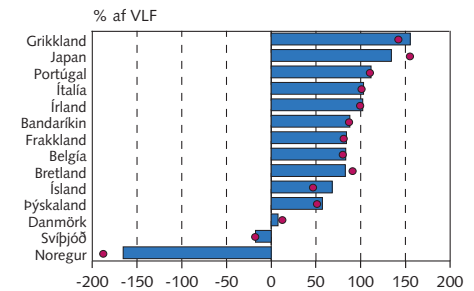
Nú þegar niðurstöðu er að vænta um hver batinn á frumjöfnuði frá árinu 2009 til ársins 2013 verður í raun er rétt að rifja upp umfjallanir í fyrri *Peningamálum* þar sem áætlanir um bata á frumjöfnuði hér á landi voru skoðaðar í alþjóðlegu samhengi. Þegar horft er til þeirra landa sem gripið hafa til umfangsmestu aðhaldsaðgerðanna í kjölfar fjármálakreppna, mælt sem bati á frumjöfnuði, skera Finnland, Danmörk og Svíþjóð sig úr. Mestur var batinn á frumjöfnuði í Finnlandi á árunum 1993-2000 og hjá Dönum á árunum 1983-1986 eða 15%. Í Svíþjóð var batinn heldur minni eða rúm 14% á árunum 1993-1998 í kjölfar fjármálakreppu. Eins og áður hefur verið rakið stefnir batinn

Mynd V-10  
Vergar skuldir hins opinbera í ýmsum iðnríkjum árin 2012 og 2018<sup>1</sup>



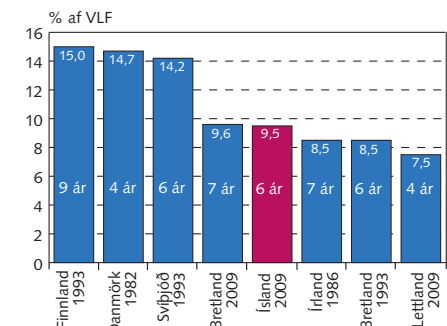
1. Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir árið 2018 eru sýndar með rauðum punktum.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-11  
Hreinar skuldir hins opinbera í ýmsum iðnríkjum árin 2012 og 2018<sup>1</sup>



1. Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir árið 2018 eru sýndar með rauðum punktum.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

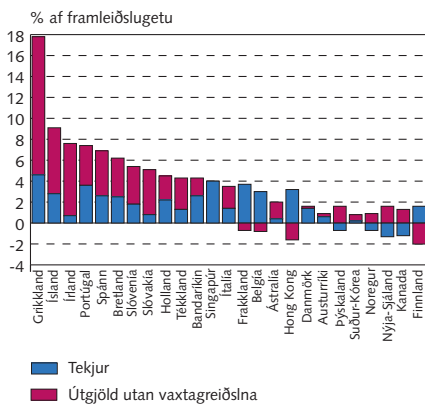
Mynd V-12  
Viðsnúningur á frumjöfnuði í nokkrum ríkjum



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Evrópusambandið, Fjármálaráðuneytið.

Mynd V-13

Samsetning aðhaldsaðgerða  
í ýmsum iðnríkjum 2009-2013<sup>1</sup>



1. Aðlögun hagsveifluleiðrétts frumjafnaðar.

Heimild: Alþjóðagjalddeyrissjóðurinn, *Fiscal Monitor*, október 2013.

hér í 8% á árunum 2009-2013 og ef áætlanir fjárlagafrumvarps fyrir næsta ár ganga eftir verður hann 9,5% á tímabilinu 2009-2014. Frekari bati á frumjöfnuði er ekki áætlaður samkvæmt langtímaáætlun frumvarpsins. Umfang afkomuáðgerða hér á landi er því nær því sem var t.d. gripið til á Írlandi árið 1986 og í Bretlandi árið 1993, þegar ráðist var í afkomuáðgerðir sem skiluðu bata sem nam 8½% af landsframléiðslu á rúmlega sex ára tímabili. Þær eru einnig svipaðar að umfangi og sömu lönd áætla nú. Bresk stjórnvöld ætla að ná fram bata sem nemur tæplega 10% af landsframléiðslu á sex ára tímabili og Írar 9% bata á tímabilinu 2011-2014. Svipaða sögu er að segja af Lettum en fjármálakreppan kom illa við þá. Þeir ætla sér að bæta afkomuna um 7½% af landsframléiðslu á fjórum árum. Eins og sjá má á mynd V-13 má rekja um ¾ aðhaldsaðgerðanna hér á landi til aðgerða á tekjuhlið en þriðjung til aðgerða á gjaldahlið, sem er svipað og t.d. hjá Bretum og Grikkjum á meðan mestur hluti aðhaldsaðgerða Íra hefur verið í gegnum aðhald á útgjaldahlið en Dana og Bandaríkjamanna á tekjuhlið.

## Rammagrein V-1

### Fjárlagafrumvarp ársins 2014

Annað meginmarkmið fjárlagafrumvarpa árána 2012 og 2013 var að ná afgangi á heildarjöfnuði árið 2014 sem næmi 1% af landsframléiðslu. Samkvæmt fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2014 er gert ráð fyrir að markmið um afgang á heildarjöfnuði náist árið 2014 en að hann verði mun minni eða einungis tæplega 0,1% af landsframléiðslu. Langtímaáætlun frumvarpsins vikur einnig töluvert frá langtímaáætlun fjárlagafrumvarpa árána 2012 og 2013. Núverandi langtímaáætlun felur ekki í sér stefnumörkun ríkisstjórnarinnar fyrir ríkisfjármálin heldur er aðeins um að ræða einfaldan framreikning fyrir næstu ár. Í frumvarpinu er gert ráð fyrir að frumjöfnuður nemi 56 ma.kr. á næsta ári eða 2,9% af landsframléiðslu sem er bati frá fyrra ári um 1,5 prósentur. Gangi það eftir yrði bati á frumjöfnuði frá árinu 2009 til og með ársinu 2014 samtals 9,5% af landsframléiðslu (sjá umfjöllun í kafla V).

#### Heildarjöfnuður lítilla jákvæður á rekstrargrunni en neikvæður á greiðslugrunni

Samkvæmt fjárlagafrumvarpinu er stefnt að afgangi á heildarjöfnuði sem nemur 0,1% af vergri landsframléiðslu. Sá afgangur er mældur á rekstrargrunni. Afkoman á greiðslugrunni verður hins vegar enn þá neikvæð um 10 ma.kr., sem þýðir að enn þarf að fjármagna útgjöld umfram tekjur. Hallinn er hins vegar það lítill að stefnt er að því að fjármagna hann með því að ganga á innstæður ríkissjóðs hjá Seðlabankanum.

Til að ná þeim bata á afkomu milli ára sem stefnt er að með frumvarpinu er gert ráð fyrir, eins og undanfarin ár, að farin verði blönduð leið þar sem tekjur eru auknar og útgjöld dregin saman. Áætlað er að sértækar aðgerðir muni nema 1% af landsframléiðslu en í krónum talið nema aðgerðir til að bæta afkomu ríkissjóðs frá því sem ella hefði orðið tæpum 19 ma.kr. – ráðstafanir til að auka tekjur nemi tæplega 7 ma.kr. og útgjöld verði dregin saman um 12 ma.kr.

#### Tekjuhliðin árið 2014

Samkvæmt frumvarpinu munu hækkar á sköttum og vörugjöldum skila 8,9 ma.kr. í auknar tekjur en lægri arðgreiðslur og lægra veiðigjald draga úr þeim sem nemur 4,4 ma.kr. Áætlað er að tekjur aukist um 27,4 ma.kr. vegna hækkunar nafnvirðis landsframléiðslu á næsta ári. Samtals aukast því tekjur um tæpa 32 ma.kr. frá áætluðum tekjum ársins 2013.

**Tafla 1 Áætluð afkoma ríkissjóðs 2014-17 samkvæmt langtímaáætlun fjárlagafrumvarps ársins 2014**

Ma.kr.	2014	2015	2016	2017
Heildartekjur	587,6	606,1	624,6	663,7
Þar af skatttekjur	534,3	551,4	566,5	600,7
Heildargjöld	587,1	603,5	624,3	644,7
Rekstrargjöld	239,8	246	254,6	263,5
Fjármagnskostnaður	76	80,2	86,1	89,3
Tilfærsluútgjöld	241,4	248	255,2	264,6
Viðhald	8,7	8,8	9	9,3
Fjárfesting	21,2	20,6	19,4	18,1
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	0,5	2,6	0,3	19
sem % af VLF	0	0,1	0	0,8
bati frá fyrra ári	1,8	0,1	-0,1	0,8
Frumtekjur	567,1	584,6	600,4	635,1
Frumgjöld	511,1	523,4	538,3	555,4
Frumjöfnuður ríkissjóðs	55,9	61,2	62,2	79,7
sem hlutfall af VLF (%)	2,9	3,1	2,9	3,6
Bati frá fyrra ári	1,5	0,1	-0,1	0,6

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

Gert er ráð fyrir að breytingar verði á skattstofnum eins og tekjuskatti einstaklinga og fjármagnstekjuskatti en að tekjuskattur lögaðila haldist óbreyttur og boðaðar eru breytingar á óbeinum sköttum á næstu árum án þess að þær séu útfærðar í frumvarpinu. Tryggingargjald verður áfram lækkað. Eftirfarandi skattbreytingar eru áætlaðar:

- Lækka á samantlagt hlutfall tryggingargjalds hjá atvinnurekendum og gjalds í Ábyrgðarsjóð launa um 0,1 prósentu. Lækkunin samanstendur af lækkun atvinnuþryggingargjalds um 0,6 prósentur, 0,25 prósentna lækkun gjalds í Ábyrgðarsjóð launa vegna gjaldþrota og 0,75 prósentna hækkingu almenna tryggingargjaldsins. Áætlað er að tekjur ríkissjóðs minnki um 1 ma.kr. á næsta ári vegna þessara breytinga. Jafnframt er áætlað að tryggingargjald lækki til viðbótar um samtals 0,24 prósentur á árunum 2015 og 2016 og verði þá 7%.
- Fjársýsluskattur sem lagður er á launagreiðslur fjármálafyrirtækja og tryggingafélaga verður lækkaður úr 6,75% í 4,5% og er áætlað að tekjur minnki um 1,1 ma.kr. þess vegna.
- Svonefndur „bankaskattur“, sem er lagður á heildarskuldir lána- fyrirtækja og innlánsstofnana hækkar úr 0,041% í 0,145%. Að auki er stefnt að því að breyta lögum um þennan skatt þannig að þau taki einnig til lögaðila í slitameðferð. Áætlað er að tekjur ríkissjóðs hækki um 14,3 ma.kr. vegna þessa árið 2014.
- Lækka á tekjuskatt einstaklinga með því að lækka miðþrep skattsins um 0,8 prósentur þannig að það fari úr 25,8% í 25%. Áætlað er að aðgerðin dragi úr tekjum ríkissjóðs um allt að 5 ma.kr. árið 2014.
- Frítekjumark fjármagnstekjuskatts vegna fjármagnstekna einstaklinga hækkar úr 100 þ.kr. í 125 þ.kr. Breytingin hefur hins vegar ekki áhrif á tekjur fyrr en árið 2015.
- Virðisaukaskattur á einnota pappírubleiur lækkar úr almennu þrepi niður í neðra þrep skattsins. Gert er ráð fyrir að tekjur af virðisaukaskatti minnki við það um 200 m.kr.
- Stimpilgjald af lánskjöllum verður fellt niður samhliða því að stimpilgjald af eignaryfirfærsluskiptasamningum hækkar. Tekju- áhrif eru talin verða óveruleg.

Tafla 2 Breytingar á tekjum milli ára

	Ma.kr.
Áætlaðar tekjur ársins 2013	555,6
<i>Breytingar á tekjum milli ára</i>	
Hærrí landsframleiðsla árið 2014 en 2013	27,4
Breikkun bankaskatts (protabú)	11,3
Hækkun bankaskatts (0,041% í 0,145%)	2,9
Lækkun tekjuskatts einstaklinga, miðþreps, úr 25,8% í 25%	-5,0
Lækkun fjársýsluskatts (6,75% í 4,5%)	-1,1
Lækkun tryggingargjalds (7,34% í 7,24%)	-1,0
Vsk. á bleiur lækkaður í lægra skattþrep	-0,2
Vörugjöld	2,0
Veidigjald	-0,6
Arður	-3,8
Áætlaðar tekjur ársins 2014 samkvæmt fjárlagafrumvarpi	587,6
Hækkun frá áætlun 2013	31,9

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

Í töflu 2 er að finna samantekt á tekjubreytingum sem áætlað er að verði á milli ára. Tekjur af væntum arðgreiðslum minnka um 3,8 ma.kr., auk þess sem tekjur af veiðigjaldi minnka um 600 m.kr. vegna þeirra breytinga sem gerðar voru á gjaldinu á sumarþingi. Gert er ráð fyrir að áfengis-, bifreiða-, kílómetra-, olú- og bensín-gjöld hækki í samræmi við verðlag um 3% sem skila eiga viðbótar-tekjum sem nema 2 m.kr.

#### Gjaldahliðin árið 2014

Áætlað er að útgjöld ríkissjóðs minnki um 12 ma.kr. eða 0,6% af landsframleiðslu á árinu 2014 vegna sérstakra aðhaldsaðgerða. Aðhaldskrafan nemur 1,2% af veltu. Á árunum 2015-2017 er gert ráð fyrir að aðhaldið verði svipað, í kringum 1%, en þá er ráðuneytum ætlað að lækka útgjöld um 5 ma.kr. á ári í sérstökum aðhaldsaðgerðum.

Af þeim 12 ma.kr. sem gert er ráð fyrir að útgjöld ársins 2014 minnki um eru 3,6 ma.kr. veltutengdar aðhaldsráðstafanir og 2,6 ma.kr. sértækar aðhaldsaðgerðir. Þar vegur þyngst að dregið er úr nýframkvæmdum í vegamálum (0,8 ma.kr.) á móti framkvæmdum við jarðgöng. Loks á að ná fram 5,8 ma.kr. niðurskurði með því að falla frá verkefnum sem ekki eru komin til framkvæmda eða eru til-  
tölulega nýbyrjuð þar sem ríkissjóður hefur ekki enn skuldbundið sig. Megnið af þeirri lækkun, eða 4,5 ma.kr., er vegna ýmissa verkefna úr fjárfestingaráætlun fyrir árin 2013-15 sem fyrri ríkisstjórn veitti fram-  
lög til með fjárlögum ársins 2013 og ekki er lengur nægilega traust fjármögnun fyrir. Sjá má aðhaldsaðgerðir eftir hagrænni skiptingu í töflu 3.

Tafla 3 Hagræn skipting aðhaldsaðgerða

Rekstrargrunnur, ma.kr.	Lækkun 2014	Velta 2013	Lækkun %
Rekstur	-3,1	220,1	-1,4
Tilfærslur	-4,9	229,5	-2,1
Viðhald og stofnkostnaður	-4,0	27,8	-14,3
Samtals	-12,0	477,4	-2,5

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

Gangi þetta eftir verður umfang aðhaldsaðgerða einni pró-sentu meira á næsta ári, mælt sem hlutfall af veltu, en samkvæmt áformum fjárlagafrumvarpsins fyrir árið í ár. Til að setja aðhaldsað-gerðirnar sem áætlaðar eru á næsta ári í samhengi við það sem verið



hefur frá því að fjármálakreppan brast á námu aðhaldsaðgerðir ársins 2010, en þá varð aðhaldið mest, 3,6% en áætlað er að aðhaldið verði 0,6% á næsta ári.

Heildarútgjaldaaukningin frá fjárlögum ársins 2013 er 4,1 ma.kr. Þar vege þyngst breyttar útgjaldaskuldbindingar í ýmsum kerfum sem ríkissjóður rekur (14,1 ma.kr.) en launa-, gengis- og verðlagsbreytingar frá árinu 2013 nema samtals 10,6 ma.kr. Loks er áætlað að vaxtagjöld ríkissjóðs minnki um 8,7 ma.kr. m.a. vegna þess að gert er ráð fyrir skilmálabreytingu samhliða framlengingu skuldabréfs sem ríkissjóður gaf út til Seðlabanka Íslands vegna yfirtöku bankans á veð- og daglánum fjármálastofnana í kjölfar falls þeirra. Yrði af þessari skilmálabreytingu, myndu vaxtagjöld ríkissjóðs lækka um 10,7 ma.kr. á ári. Lækkunin kemur ekki öll fram í lækkun vaxtagjalda þar sem ekki varð af því að vöxtum skuldabréfsins yrði breytt í óverðtryggða vexti í stað verðtryggðra eins og til stóð samkvæmt fjárlögum þessa árs.<sup>1</sup> Hækkunir á útgjaldahlið nema því samtals 24,7 ma.kr. en á móti þeim vege áður nefndar aðhaldsaðgerðir upp á 12 ma.kr. og lækkun vaxtagjalda um tæpa 9 ma.kr. Niðurstaðan er því 4 ma.kr. aukning útgjalda milli ára. Í töflu 4 má sjá ítarlega sundurliðun á breytingum á útgjöldum frá fjárlögum ársins 2013 til fjárlagafrumvarps ársins 2014.

Tafla 4 Breytingar á útgjöldum milli árana 2013 og 2014

Rekstrargrunnur	M.kr.
Útgjöld samkvæmt fjárlögum ársins 2013	583.028
<i>Breytingar á útgjöldum milli ára</i>	
Lífeyrstryggingar og félagsleg aðstoð, lagabreytingar og samningsbundin útgjöld	5.039
Íbúðalánasjóður, tímabundið árlegt rekstrarframlag 2013-2017	4.500
Sjúkratryggingar (umframútgjöld)	1.538
Framlag til jafnlaunaátaks á árinu 2014	1.490
Uppbygging innviða vegna atvinnustarfsemi Bakka í Norðurþingi	1.477
Lífeyrstr. og félagsleg aðstoð, fjölgun bótaþega milli ára og umframútgjöld 2013	1.000
Hækkun á framlagi Íslands til Þróunarsjóðs EFTA	749
Hækkun á framlagi ríkissjóðs vegna Norðfjarðarganga	670
Efling almennrar löggæslu	500
Vaxtabætur, endurmetin áætlun m.t.t. útkomu árana 2012 og 2013	-2.000
Atvinnuleysisbætur, tímabundnum átaksverkefnum lýkur og minna atvinnuleysi	-1.790
Barnabætur	-393
Framlag til jöfnunar flutningskostnaðar fellur niður 2014	-197
Breyting á mörkun útvarpsgjalds frestast til 1. janúar 2016	-500
40 hjúkrunarrými á Vífilsstöðum	350
Aukin framlög til Aldarafmælistjóðs Háskóla Íslands	300
Hækkun hámarksþaks á greiðslur til foreldra í fæðingarorlofi	400
Önnur bundin útgjöld	9.807
Samtals aukin útgjöld	22.940
Niðurfelld fjárfrelög (t.d. tækjakaup FSA og LSH, -700 m.kr.)	-7.863
Útgjöld fjármögnuð með ríkistekjum	-951
Aðhaldsráðstafanir	-11.968
Frumútgjöld 2014 á verðlagi 2013	500.510
Áhrif af launahækkunum 1. mars 2013 sem gilda allt árið 2014	863
Launabætur vegna kjarasamnings sjúkraflutningamanna frá 2011	41
Launa-, gengis- og verðlagsbreytingar fjárlagafrumvarps 2014	9.719
Launa-, gengis- og verðlagsbreytingar alls	10.623
Frumútgjöld 2014 á verðlagi ársins	511.133
Breyting vaxtagj. (þar af -10.700 m.kr. vegna skilmálabreytinga á SÍ skuldabréfi)	-8.713
Heildargjöld árið 2014 samkvæmt fjárlagafrumvarpi	587.096

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

1. Vextir af óverðtryggðu bréfi færast á rekstrarreikning ríkissjóðs en ef lánið er verðtryggt færast raunvextir á rekstrarreikning en verðtryggingarþátturinn færast sem endurmat í efnahagsreikningi.

### Ný umgjörð um ríkisfjármálastefnuna væntanleg í nýjum lögum um opinber fjármál

Boðað hefur verið að frumvarp sem ætlað er að skapa ríkisfjármálastefnunni betri umgjörð verði lagt fram á Alþingi nú í nóvember. Sú vinna kemur í kjölfar ráðgjafar frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum um hvernig styrkja megi umgjörð ríkisfjármála. Meginmarkmiðið er að treysta aðkomu Alþingis að því að setja ríkisfjármálunum og opinberum fjármálum markmið sem liggi til grundvallar við gerð fjárlaga. Betri áætlanagerð og aukinn agi í framkvæmd fjárlaga á að leiða til þess að sama niðurstaða fái stöð í fjárlögum hvers árs og í ríkisreikningi. Til athugunar er m.a. að taka upp fjármálareglu sem fastsetur fjármálastefnuna fimm ár fram í tímann. Gert er ráð fyrir að fjármálastefnan yrði mörkuð í umræðum á vörþingi og að hún setji sumarmarkmið við fjárlög og haustumræðu um fjárlög ákveðinn ramma. Auk þessa er stefnt að stofnun óháðs fjármálaráðs þriggja sérfræðinga sem á að hafa eftirlit með og veita umsögn um framkvæmd fjármálastefnunnar.<sup>2</sup>

2. Slík fjármálaráð hafa verið sett á fót í fjölmörgum ríkjum og hafa t.d. Svíar starfrækt slíkt ráð í mörg ár með góðum árangri. Sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *Case Studies of Fiscal Councils – Functions and Impact*, júlí 2013.

## VI Vinnumarkaður og launaþróun

Atvinnuleysi hélt áfram að minnka á þriðja ársfjórðungi og var heldur minna en spáð var í ágúst. Vísbendingar af vinnumarkaði benda flestar til áframhaldandi bata. Fjölgun heildarvinnustunda var t.d. töluvert meiri en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Vilji fyrirtækja til að fjölga starfsmönnum á næstu mánuðum virðist hins vegar heldur minni samkvæmt könnun sem gerð var í september en í samþærilegum könnunum í mars og maí. Spáð er að auknum umsvifum í þjódarbúskapnum fylgi heldur meiri fjölgun heildarvinnustunda en gert var ráð fyrir í síðustu spá og að atvinnuleysi verði minna. Launahækkningar á þriðja fjórðungi ársins voru svipaðar en heldur meiri en í ágústspánni og horfur um launaþróun næstu ára hafa lítið breyst, enda kjarasamningsviðræður skammt á veg komnar. Gert er ráð fyrir svipuðum vexti launakostnaðar á framleidda einingu og í ágúst. Samkvæmt spánni vex hann engu að síður hraðar á spátímanum en samrýmist verðbólgu markmiði Seðlabankans.

### Atvinnuleysi heldur minna en spáð var í ágúst ...

Atvinnuleysi heldur áfram að minnka og var heldur minna á þriðja fjórðungi ársins en spáð var í ágúst. Skráð atvinnuleysi samkvæmt Vinnumálastofnun (VMS) mældist 3,9% á fjórðungnum og minnkaði um ½ prósentu milli fjórðunga og um 0,9 prósentur milli ára. Að teknu tilliti til árstíðar var atvinnuleysi eins og VMS mælir það 4,5% á þriðja fjórðungi og var óbreytt frá fjórðungnum á undan, en 1 prósentu minna en á sama tíma í fyrra. Vegna breytinga á atvinnuleysisbótarétti um síðustu áramót er hins vegar líklegt að mælingar Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands (VMK) séu betri mælikvarði á raunverulega þróun atvinnuleysis um þessar mundir þar sem þær taka þá sem hafa misst bótarétt einnig með í hóp atvinnulausra.<sup>1</sup> Atvinnuleysi samkvæmt VMK var heldur meira á fjórðungnum en samkvæmt mælingu VMS eða 4,4%. Að teknu tilliti til árstíðar var það 5,4% og minnkaði um 0,2 prósentur frá fjórðungnum á undan og 0,6 prósentur frá sama tíma í fyrra. Munurinn á mælingum VMK og VMS á atvinnuleysi er hins vegar nánast enginn ef horft er framhjá þeim sem samkvæmt skilgreiningu VMK eru atvinnulausir en hafa þegar fengið vinnu (sjá mynd VI-1).<sup>2</sup> Eins og rakið er í rammagrein VI-1 hefur jafnvægisatvinnuleysi einnig minnkað.

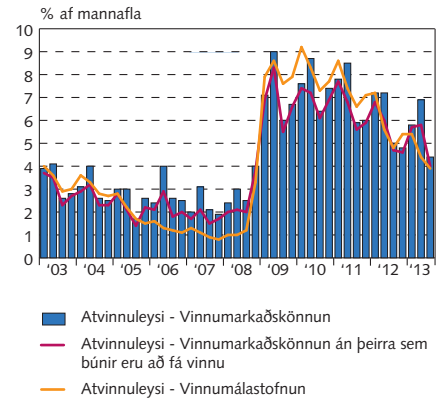
### ... og fjölgun heildarvinnustunda töluvert meiri

Samkvæmt niðurstöðum VMK var vinnuafseftirspurn töluvert meiri á þriðja fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Þá var spáð 0,5% fjölgun heildarvinnustunda milli ára en í reynd fjölgaði þeim um 5,6%. Þetta er þriðji fjórðungurinn í röð þar sem fjölgun heildarvinnustunda er töluvert meiri en gert hafði verið ráð fyrir í spám bankans,

1. Þar sem ákvæði um tímabundna lengingu bótaréttar úr þremur í fjögur ár var ekki fram­lengt um síðustu áramót má gera ráð fyrir að atvinnuleysi samkvæmt VMK mælist meira en hjá VMS þar sem þeir sem hafa verið atvinnulausir lengur en þrjú ár og hafa því fullnýtt bótarétt sinn koma ekki fram í tölum VMS, en ættu að koma fram í tölum VMK séu þeir í virkri atvinnuleit.
2. Samkvæmt skilgreiningu VMK eru þeir sem þegar hafa fengið vinnu en eru ekki byrjaðir að vinna atvinnulausir.

Mynd VI-1

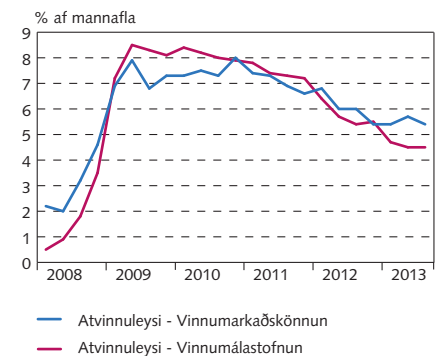
Mismunandi aðferðir við að mæla atvinnuleysi  
1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun.

Mynd VI-2

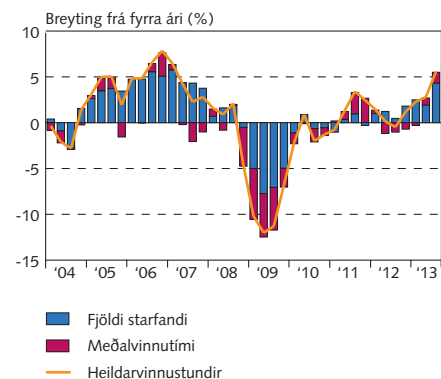
Árstíðarleidd atvinnuleysi  
1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-3

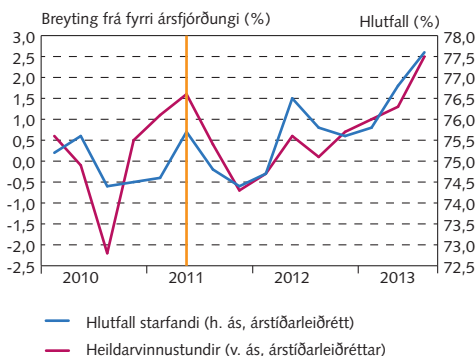
Breytingar á atvinnu og vinnutíma  
1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2013



Heimild: Hagstofa Íslands.

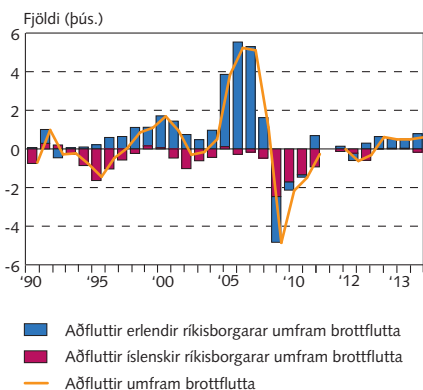
Mynd VI-4

Kjarasamningar 2011 og vinnuafseftirspurn<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2013



1. Lóðrétta línan sýnir tímasetningu kjarasamningsins á öðrum ársfjórðungi 2011.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

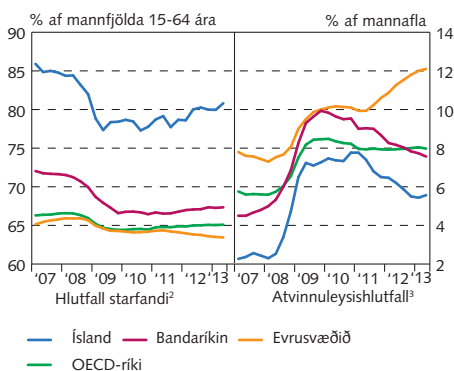
Mynd VI-5  
Fólksflutningar



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-6

Hlutfall starfandi og atvinnuleysis<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2013



1. Árstíðarleiðréttar tölur. 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 15-64 ára. 3. Fjöldi atvinnulausra sem hlutfall af vinnuafli (alþjóðlega samræmdur mælikvarði OECD).  
Heimild: OECD.

en fyrri spár höfðu verið endurskoðaðar niður á við í ljósi lakari hagvaxtartalna. Ágústspáin gerði ráð fyrir að heildarvinnustundum myndi fjölga um 2% í ár, en þeim hefur hins vegar þegar fjölgað um 3,5% það sem af er ári.

Fjölgun heildarvinnustunda á þriðja fjórðungi ársins má bæði rekja til 4,3% fjölgunar starfandi fólks og lengingar meðalvinnutíma um 1,2% milli ára. Þetta er annar fjórðungurinn í röð þar sem meðalvinnutími eykst, en áður hafði hann dregist saman samfellt í fjóra ársfjórðunga sem má líklega að einhverju leyti skýra af viðbrögðum fyrirtækja í kjölfar kjarasamningsins árið 2011 en kann einnig að endurspeglar að vinnutími sé styttri hjá nýráðnum starfsmönnum. Meðalvinnutími er þó enn undir langtímameðaltali og því líklegra að hann haldi áfram að lengjast samfara aukinni atvinnu.

### Atvinnuleysi hjaðnar vegna þess að fólk fer í launaða vinnu

Hjöðnun atvinnuleysis skýrist ekki af því að fólk yfirgefi vinnumarkaðinn ef marka má tölur VMK, heldur fremur af því að fólk fer í launaða vinnu. Þeim sem eru utan vinnumarkaðar fækkaði um 6% milli ára á þriðja fjórðungi ársins og hefur fækkað um 1,7% það sem af er ári. Að sama skapi jókst hlutfall starfandi fólks um 1,8 prósentur milli ára á fjórðungnum og atvinnuþátttaka jókst um 1,4 prósentur. Það sem af er ári hefur atvinnuþátttaka aukist um 0,6 prósentur og hlutfall starfandi hækkað um 1,2 prósentur. Brottlutningur fólks umfram aðflutta skýrir heldur ekki hjöðnun atvinnuleysis, því að undanfarið ár hafa rúmlega 2.000 fleiri flutt til landsins en frá því.

Miðað við tölur VMK virðist batinn á vinnumarkaði því hafa sótt í sig veðrið eftir því sem liðið hefur á árið og virðist hann, hvort heldur horft er til hlutfalls starfandi fólks eða hjöðnunar atvinnuleysis, vera kröftugri hér en t.d. á evrusvæðinu eða að meðaltali meðal OECD-ríkja og svipaður eða meiri en í Bandaríkjunum.

### Fyrirtæki í útflutningi vilja fjölga starfsfólki en innanlands-greinarnar fækka því

Svipaður fjöldi fyrirtækja vildi fækka starfsfólki á næstu sex mánuðum og fjölga þeim samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup, sem var framkvæmd í september sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þetta er nokkur viðsnúningur frá fyrri könnunum ársins en samkvæmt þeim vildu um 10 prósentum fleiri fyrirtæki frekar fjölga starfsfólki en fækka. Breytingin stafar bæði af því að fleiri fyrirtæki vilja fækka starfsfólki en í síðustu könnun og færri vilja fjölga því. Eins og búast mátti við ríkir nokkur bjartsýni meðal fyrirtækja í útflutningi, en 8 prósentum fleiri fyrirtæki sem selja afurðir til útlanda vilja fjölga en fækka starfsfólki. Fyrirtæki sem selja eingöngu á innanlandsmarkaði eru hins vegar svartsýnni núna en áður og vilja 5 prósentum fleiri fyrirtæki fækka fólki heldur en fjölga því.

Í tveimur fyrri könnunum ársins hafði komið fram veruleg breyting á vilja fyrirtækja í byggingastarfsemi til starfsmannabreytinga. Í júnikönnuninni vildu um 19 prósentum fleiri fyrirtæki þar frekar fjölga starfsfólki en fækka því og um 57% fyrirtækja töldu vera skort á starfsfólki. Niðurstöður úr septemberkönnuninni sýna að þrátt fyrir að 20% fyrirtækja í greininni vilji fjölga starfsfólki vilja um 30% þeirra

fækka því. Enn taldi þó um þriðjungur þeirra að það væri skortur á starfsfólki í september.

Minni bjartsýni fyrirtækja frá því sem var í síðustu könnun sem gerð var í júní, er nokkuð í takt við breytingar á væntingum heimila, sem jukust töluvert í maí og júní en hafa dvínað nokkuð síðan þá. Óvissa um áform stjórnvalda og komandi kjarasamninga gætu haft áhrif á áætlanir fyrirtækja í starfsmannamálum. Einnig kann að vera að þörfin fyrir að fjölga starfsfólki sé ekki jafn mikil og hún var í upphafi árs eftir tæplega 3% fjölgun starfsmanna það sem af er ári.

### Gert ráð fyrir örari fjölgun heildarvinnustunda en í ágúst ...

Þrátt fyrir að áform fyrirtækja í starfsmannamálum bendi ekki til að þau muni fjölga starfsmönnum mikið á næstu sex mánuðum gefa þau ekki tilefni til að ætla að starfsmönnum fækki. Það er því ekki líklegt að spáin frá því í ágúst um 2% fjölgun heildarvinnustunda í ár gangi eftir þar sem það hefði í för með sér nokkra fækkun heildarvinnustunda milli ára á síðasta fjórðungi ársins en heildarvinnustundum hefur þegar fjölgað um 3,5% það sem af er ári. Því er spáð 3% fjölgun heildarvinnustunda í ár eða 1 prósentu meiri fjölgun en í ágúst og lítillega meiri fjölgun út spátímann eða tæplega 1% að meðaltali á ári.

### ... en svipuðum undirliggjandi framleiðnivexti

Frá því að efnahagsbatinn hófst árið 2010 hefur undirliggjandi framleiðni vinnuafnsins aukist um tæplega 3% þar sem fyrirtæki hafa hagrætt og í einhverjum tilfellum fækkað fólki til að mæta minni eftirspurn en var fyrir efnahagskreppuna. Horfur um undirliggjandi framleiðnivöxt næstu ára eru svipaðar og gert var ráð fyrir í ágúst. Hún jókst um 1,2% í fyrra og áætlað er að aukningin verði við langtíma-meðalvöxt sem er u.þ.b. 1½% í ár og á næstu tveimur árum. Þetta er hægari framleiðniþætti en hefur verið á fyrri bataskeiðum, eins og sést á mynd VI-9.

### Horfur um atvinnuleysi betri

Eins og kom fram hér að framan var atvinnuleysi á þriðja fjórðungi ársins heldur minna en gert var ráð fyrir í ágúst. Aðrar vísbendingar benda til svipaðrar en heldur hagstæðari þróunar á næstu misserum. Atvinnuleysishorfur til næstu þriggja ára eru því betri en þær voru í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að skráð atvinnuleysi verði um 4,5% á þessu ári og um 4% á árunum 2015-2016.

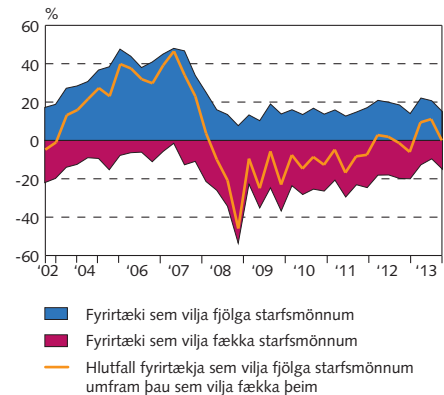
### Forsendur um launabróun óbreyttar ...

Launahækkunar á þriðja fjórðungi þessa árs voru svipaðar en heldur meiri en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Launavísitalan hækkaði um 0,5% á milli fjórðunga og nam árshækkun vísitölunnar 5,7%, sem er svipaður árstaktur og var á sama tíma í fyrra. Kaupmáttur launa jókst að meðaltali um rúmlega 1½% milli ára á þriðja fjórðungi ársins, en hefur nánast staðið í stað frá fjórðungi á undan.

Kjarasamningaviðræður eru nýlega hafnar og engar skýrar línur komnar fram um það hvort samningsaðilum tekst að ná saman um kjarasamning með nafnlaunahækkunum sem eru í samræmi við verðbólguþætti Seðlabankans, eins og aðilar vinnuþingaþarinn

Mynd VI-7

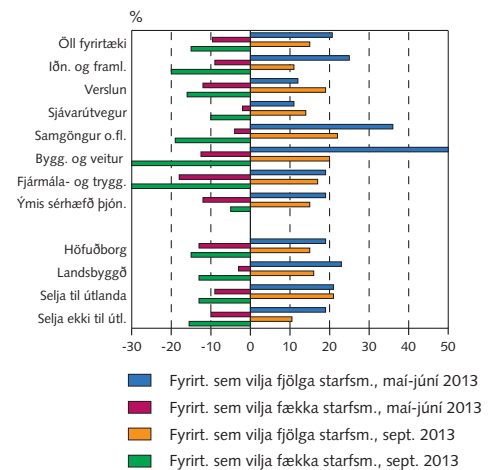
Fyrirtæki sem hyggja á starfsmanna-  
breytingar á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VI-8

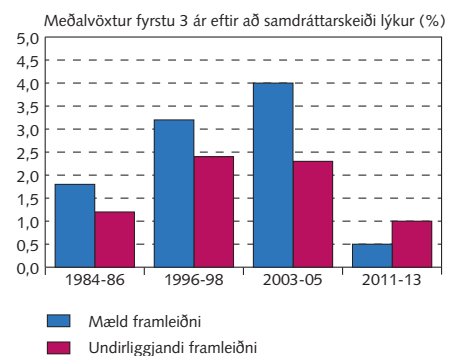
Fyrirtæki sem hyggja á starfsmanna-  
breytingar á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VI-9

Framleiðni vinnuafns í efnahagsbata<sup>1</sup>

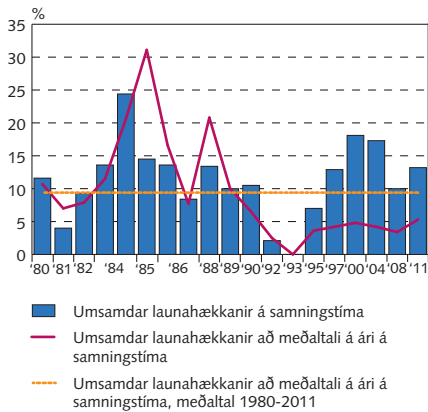


1. Mæld framleiðni er hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda en undirliggjandi framleiðni er hlutfall metinnar leitni samsvarandi stærða. Samdráttarskeiðin á Íslandi byggjast á mati Þórarins G. Péturssonar (2000) að viðbættum skeiðunum 2002-3 og 2008-10. Vöxturinn fyrir árið 2013 er samkvæmt spá PM 2013/4.

Heimildir: Þórarinn G. Pétursson (2000). "Business cycle forecasting and regime switching", Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 7, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-10

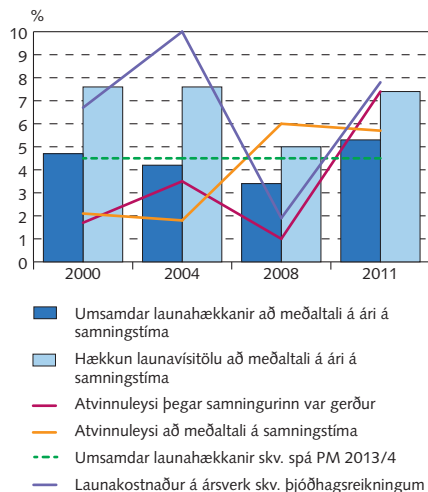
Umsamdar launahækkningar í kjarasamningum á almennum vinnumarkaði 1980-2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-11

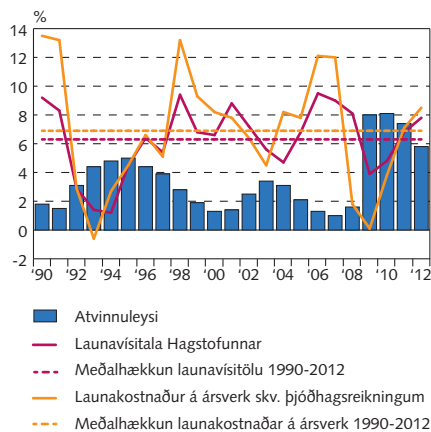
Laun og atvinnuleysi á tímabili kjarasamninga og forsendur um umsamdar launahækkningar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-12

Launaþróun 1990-2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun.

hafa lýst vilja til. Því er í þessari spá áfram byggt á sögulegri reynslu og gert ráð fyrir launahækkunum í kjarasamningunum sem eru umfram það sem samræmist verðbólguþróuninni. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að laun hækki um 5,9% í ár og um 5% að meðaltali á næstu þremur árum.

Ekki er augljóst hve langt tímabil er rétt að miða við þegar byggja skal á sögulegri reynslu. Umsamdar launahækkningar hafa verið tæplega 10% að meðaltali á ári ef farið er aftur til ársins 1980, en eins og sést á mynd VI-10 verða nokkur kaflaskil í kjölfar þjóðarsáttarsamninganna árið 1990 í því að árlegt meðaltal umsaminna launahækkana á því tímabili er lægra en 5% ef undan eru skildir þjóðarsáttarsamningurinn sjálfur og kjarasamningurinn sem gerður var árið 2011.<sup>3</sup> Sé horft til alls tímabilsins frá þjóðarsáttarsamningnum voru umsamdar launahækkningar að meðaltali 3,8% á ári en 4,5% ef aðeins er miðað við kjarasaminga sem gerðir hafa verið frá aldamótum. Munurinn á meðaltalshækkunum á fyrsta áratug þessarar aldar og síðasta áratug þeirrar síðustu skýrist að mestu af því að engar almennar launahækkningar voru í kjarasamningnum sem gerður var í maí 1993 og í samningnum sem gerður var árið 1992 var 2% hækkun í tíu mánaða samningi. Atvinnuleysi var mikið á þessum tíma, um 5% á fjórðungnum áður en kjarasamningur var undirritaður árið 1993 og jókst hratt á þeim tíma sem kjarasamningurinn árið 1992 var gerður. Mikið atvinnuleysi, milli 7% og 8%, var á þeim tíma sem núverandi kjarasamningur var gerður en umsamdar launahækkningar virðast ekki hafa tekið mið af því.

Umsamin laun í kjarasamningum segja hins vegar aðeins hluta af sögunni þar sem launaskrið bætist jafnan ofan á umsamdar launahækkningar. Á meðan umsamin laun hafa hækkað um 3,8% að meðaltali á ári frá árinu 1990 nam meðalhækkun launa samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar um 6,3% á ári. Besti mælikvarði er þó launakostnaður á ársverk samkvæmt þjóðhagsreikningum en hann jókst að meðaltali um 6,9% á ári, hvort heldur miðað er við tímabilið frá árinu 1990 eða aðeins frá árinu 2000. Þróun launavísitölnnar og launakostnaðar á ársverk er þó mismunandi eftir árferði. Eins og sjá má á myndum VI-11 og VI-12 eykst launakostnaður jafnan meira en launavísitalan þegar efnahagssumsvif eru mikil og þessu er öfugt farið þegar atvinnuleysi er að aukast enda líklegra að atvinnurekendur reyni og takist að draga úr launakostnaði þegar hægir á eftirspurn.

Besti mælikvarði á raunverulegan kostnað vegna launa er hins vegar launakostnaður á framleidda einingu, en þar er einnig tekinn með annar launakostnaður en laun og tillit tekið til framleiðni vinnuafslins. Eins og sést á mynd VI-13 hefur launakostnaður á framleidda einingu aukist um að meðaltali 5,7% á ári frá því að þjóðarsáttarsamningarnir voru gerðir árið 1990, sem er töluvert meiri aukning en samrýmist verðbólguþróuninni. Eins og launakostnaður á ársverk sveiflast launakostnaður á framleidda einingu með hagsveiflunni. Hann eykst mikið á uppsveiflutímum en hægar þegar atvinnuleysi er mikið. Á árinu 1993 dróst launakostnaður á framleidda einingu hins vegar saman milli ára en stóð í stað árið 2009. Ástæðurnar eru þó mis-

3. Hækkningar á launakostnaði, t.d. vegna aukinna réttinda launafólks, eru ekki reiknaðar með hér.

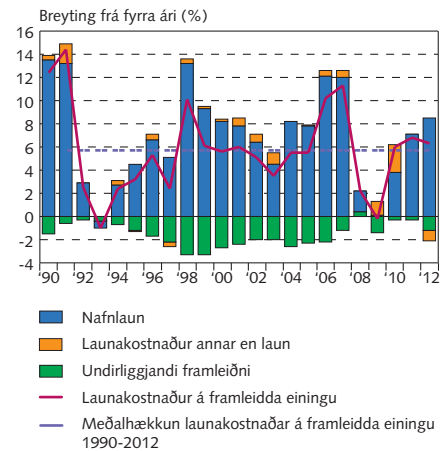
munandi. Árið 1993 er árið sem „núll-samningurinn“ var gerður og það ár lækka laun á ársverk um 0,6% en framleiðniaukningin var hins vegar óveruleg þar sem fyrirtæki virðast hafa haft fleira fólki í vinnu en þörf var á þegar eftirspurn minnkaði. Framleiðniaukningin var hins vegar nokkur árið 2009, enda var fækkun heildarvinnustunda það árið töluvert meiri en samdráttur landsframleiðslunnar. Aukin framleiðni náði því að vega upp kostnað vegna hækkunar tryggingagjaldsins, en laun á ársverk stóðu nánast í stað.

### ... og hækkar launakostnaður á framleidda einingu svipað og í ágúst

Eins og fram kom hér að framan byggist spá bankans um launaþróun næstu ára á sögulegri reynslu. Er það í takt við fyrri spár bankans. Í samræmi við forsendur fjárlagafrumvarps er gert ráð fyrir samtals 0,34 prósentna lækkun annars launakostnaðar á næstu þremur árum vegna lækkunar tryggingagjalds. Gert er ráð fyrir svipuðum vexti undirliggjandi framleiðni og í ágústspánni og dugar framleiðnivöxturinn því ekki til að halda aftur af kostnaðaráhrifum launahækkana á spátímanum. Launakostnaður á framleidda einingu vex um 4½% í ár og um 3,7% á ári að meðaltali næstu þrjú ár. Það er svipaður vöxtur og spáð var í ágúst og meiri vöxtur en samræmist verðbólgu markmiði Seðlabankans. Gangi spáin eftir verður vinnumarkaðurinn því áfram mikilvæg uppspretta innlends verðbólguþrýstings. Eins og rakið er í kafla I gæti verðbólga hjaðnað hraðar og efnahagsbatinn orðið kröftugri en gert er ráð fyrir í grunnspá bankans verði launahækkanir í betra samræmi við verðbólgu markmiðið.

Mynd VI-13

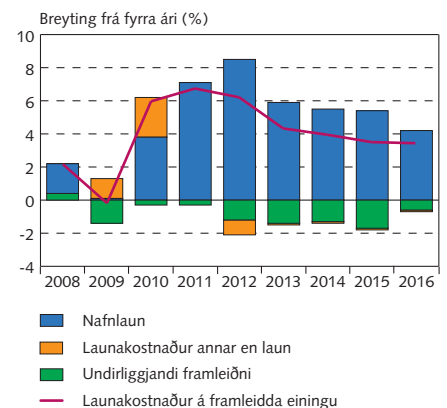
Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 1990-2012<sup>1</sup>



1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-14

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2016<sup>1</sup>



1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mikilvægur ákvörðunarþáttur verðbólgu er hversu mikill slaki er í þjóðarbúskapnum hverju sinni. Þegar hluti framleiðsluþátta er ónýttur geta fyrirtæki t.d. aukið við framleiðslu sína án þess að það kalli á yfirvinnu eða aukavaktir sem óhjákvæmilega hækka framleiðslukostnað og að lokum afurðaverð. Í þessu samhengi er vísað í að framleiðsluslaki sé til staðar í þjóðarbúskapnum (e. output gap), þ.e. að framleiðslustig þjóðarbúsins sé minna en framleiðslugeta þess. Framleiðsluslaki fer yfirleitt saman við slaka á vinnumarkaði. Atvinnuleysi er þá óvenjumikið og fyrirtæki geta ráðið fleira fólk án þess að það kalli á launahækkanir og samtök launafólks eiga erfiðara með að þvinga fram launahækkanir þar sem samningsstaða þeirra er tiltölulega veik. Eitthvert atvinnuleysi er hins vegar alltaf til staðar óháð hagsveiflunni, t.d. vegna þess að fólk flytur eða ákveður að skipta um starf og tekur sér tíma í að leita að nýju starfi. Þess vegna þarf að meta það hversu mikið atvinnuleysi er umfram það sem skýrist af breytilegum aðstæðum fólks og óskum og breytingum í gerð atvinnulífsins þar sem sumar atvinnugreinar vaxa en aðrar dragast

## Rammagrein VI-1

### Jafnvægisatvinnuleysi á Íslandi

saman. Þetta er stundum nefnt „eðlilegt“ atvinnuleysi, „náttúrulegt“ atvinnuleysi eða jafnvægisatvinnuleysi.

Þegar mælt atvinnuleysi er minna en þetta jafnvægisgildi er spenna á vinnumarkaði sem leiðir að öðru óbreyttu til aukins launaþrýstings sem skilar sér í aukinni verðbólgu. Sé atvinnuleysi aftur á móti yfir jafnvægisgildi sínu er slaki á vinnumarkaði sem heldur aftur af launaþrýstingi og dregur úr verðbólgu að öðru óbreyttu. Mat á jafnvægisatvinnuleysi er því mikilvægt fyrir mat á verðbólguhorfum og því fyrir mótun peningastefnunnar.

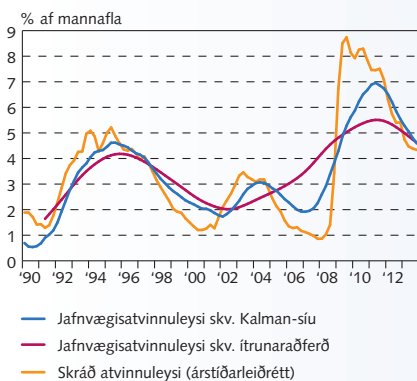
### Nýtt mat á jafnvægisatvinnuleysi á Íslandi

Sú staðreynd að þetta jafnvægisatvinnuleysi getur tekið breytingum yfir tíma gerir mat þess erfitt. Til eru nokkrar aðferðir til að leggja mat á það.<sup>1</sup> Í nýlegri rannsókn leitast Bjarni G. Einarsson og Jósef Sigurðsson (2013a) við að leggja mat á jafnvægisatvinnuleysið og kanna hverjir helstu áhrifaþættir þess eru (sjá einnig grein höfunda, 2013b). Tvær aðferðir eru notaðar við matið en báðar byggjast þær á sambandi atvinnuleysis og verðbólgu, svokölluðum Phillipsferli. Fyrri aðferðin metur slíkt samband með aðfallsgreiningu og itrúnaraðferð þar sem jafnvægisgildi atvinnuleysis er leitt út úr samspili verðbólgu og atvinnuleysis. Sú síðari byggist hins vegar á notkun Kalman-síu þar sem jafnvægisatvinnuleysið er metið beint og sérstaklega tekið tillit til mögulegra áhrifa framboðsskella á samspil verðbólgu og atvinnuleysis (og þar með áhrifa þeirra á jafnvægisgildi atvinnuleysisins). Niðurstöður matsins má sjá á mynd 1. Eins og sjá má fylgir matið á jafnvægisgildi atvinnuleysisins hinu mælda atvinnuleysi í grófum dráttum en sveiflur þess fyrrnefnda eru þó minni. Umtalsverð hækkun virðist hafa orðið á jafnvægisatvinnuleysi í kjölfar efnahagssamdráttarins á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar og fór jafnvægisatvinnuleysið í um 4-4½%. Það virðist síðan lækka á ný en hækkaði mikið aftur í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008 og fer hæst í 5½-7% um mitt ár 2011 eftir því við hvora aðferðina er miðað. Í kjölfarið virðist jafnvægisatvinnuleysið hafa minnkað á ný og var tæp 5% um mitt þetta ár. Miðað við núverandi grunnspá minnkar það lítillega til viðbótar á næstu árum og helst á bilinu 3½-4½% á spátímanum.

Eins og sést á mynd 2 myndaðist veruleg spenna á innlendum vinnumarkaði í aðdraganda fjármálakreppunnar þegar atvinnuleysi var langt undir jafnvægisgildi sínu og launa- og verðbólguþrýstingur því mikill. Það snérist snögglega við eftir að fjármálakreppan skellur á og hafði mikill slaki myndast á vinnumarkaðnum þegar um mitt ár 2009. Samkvæmt matinu á jafnvægisatvinnuleysinu var þessi slaki hins vegar í meginatriðum horfinn þegar á seinni hluta árs 2011 og jafnvel fyrr samkvæmt matinu með Kalman-síunni (sjá einnig umfjöllun í kafla I).

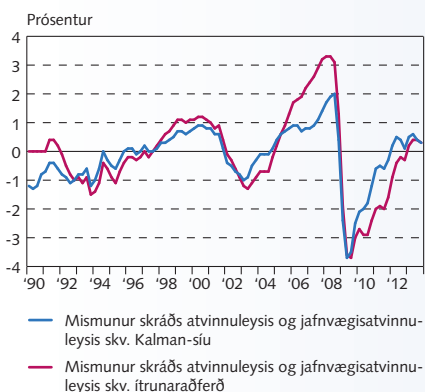
Rétt er að ítreka að mat á jafnvægisatvinnuleysi er ávallt háð tölverðri óvissu og þótt ólíkar niðurstöður þeirra tveggja matsaðferða sem hér er fjallað um endurspegli að einhverju leyti þá óvissu er hún í raun meiri. Líkönin sem aðferðirnar byggja á gætu verið ranglega skilgreind og kerfisbreyting gæti hafa orðið í samspili skýristærða þeirra. Einnig gætu skipulagsbreytingar á vinnumarkaði haft áhrif á jafnvægisgildi atvinnuleysis. Þá er á það að líta að sé litið til einstakra landa getur hugtakið jafnvægisatvinnuleysi átt því minna við sem vinnumarkaður þess er samþættari vinnumarkaði annarra landa. Niðurstöðurnar sem hér eru raktar eru þó í ágætu samræmi

Mynd 1  
Atvinnuleysi og jafnvægisatvinnuleysi á Íslandi



Heimildir: Bjarni G. Einarsson og Jósef Sigurðsson (2013a), Vinnumálastofnun.

Mynd 2  
Frávik atvinnuleysis frá jafnvægisatvinnuleysi



Heimildir: Bjarni G. Einarsson og Jósef Sigurðsson (2013a), Vinnumálastofnun.

1. Með sama hætti þarf að leggja mat á framleiðslugetu þjóðarþúsins við mat á umfangi framleiðsluspennunnar. Því er stundum haldið fram að mat á jafnvægisatvinnuleysi byggist á traustari grunni þar sem óvissuþættir við mat þess séu heldur færri en við mat á framleiðslugetu. M.a. með þeim rökum hafa bæði bandaríska og enska seðlabankinn vísað í tölulegt gildi atvinnuleysis sem viðmið við mótun peningastefnunnar á næstu misserum.



við niðurstöður annarra rannsókna á jafnvægisatvinnuleysi á Íslandi yfir sambærileg matstímabil (sjá tilvísanir í rannsóknarritgerð Bjarna og Jósefs; 2013a).

### Meginorsakir aukins jafnvægisatvinnuleysis í kjölfar fjármálakreppunnar

Ýmsar skýringar geta verið á því af hverju jafnvægisatvinnuleysi jókst í kjölfar fjármálakreppunnar. Þótt uppbygging verkalyðsfélaga og stofnanaumhverfi vinnumarkaðarins hafi lítið breyst á tímabilinu (sjá Seðlabanki Íslands, 2012, kafli 14), var bótaréttur lengdur úr þremur í fjögur ár árið 2010 og gæti það hafa dregið úr hvata til vinnu og leitt til hækkunar jafnvægisatvinnuleysis. Hana má líklega einnig rekja til þess að miklir tilflutningar urðu á fjármagni og vinnuafli frá innlenda geiranum í samkeppnisgeirann í kjölfar fjármálakreppunnar og átti hluti vinnuaflsins þá erfitt með að finna störf sem hæfðu reynslu og menntun fólks (sjá einnig umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamálu* 2011/4).

Niðurstöður Bjarna og Jósefs benda hins vegar til þess að svokölluð „heldni“ atvinnuleysis (e. unemployment hysteresis) sé helsti áhrifaþáttur breytinga á jafnvægisatvinnuleysi og skýri hvers vegna jafnvægisatvinnuleysi hefur tilhneigingu til að elta mælt atvinnuleysi yfir hagsveifluna. Þeir sem hafa verið lengi atvinnulausir missa oft tengsl við vinnumarkaðinn þar sem þeir verja minni tíma og orku í atvinnuleit. Smám saman getur því dregið úr færni þeirra og getu til að takast á við þau störf sem eru í boði. Einnig getur verið að fyrirtæki telji langvarandi atvinnuleysi merki um minni mannauð og séu því tregari til að ráða langtímaatvinnulausa í vinnu. Það leiðir af sér að langtímaatvinnulausir eiga frekar á hættu að festast í atvinnuleysi sem leiðir til hækkunar jafnvægisatvinnuleysis. Það er í samræmi við niðurstöður Bjarna og Jósefs en þær sýna að langtímaatvinnuleysi hefur í för með sér minni launaprýsting en skammtímaatvinnuleysi. Langvarandi samdráttur heildareftirspurnar getur því haft í för með sér fjölgun langtímaatvinnulausra og þannig leitt til hækkunar jafnvægisatvinnuleysis. Í þessu ljósi er mikilvægt að stjórnvöld stuðli að skilvirkum vinnumarkaðsúrræðum. Úrræði sem miða að því að viðhalda eða auka mannauð atvinnulausra, auka samstillingu starfa og þekkingar og stuðla að skilvirkri pörun atvinnulausra við laus störf geta dregið úr langtímaatvinnuleysi og þar með jafnvægisatvinnuleysi.<sup>2</sup>

#### Heimildir

Bjarni G. Einarsson og Jósef Sigurðsson (2013a). „How “natural” is the Natural Rate? Unemployment hysteresis in Iceland“. Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 64.

Bjarni G. Einarsson og Jósef Sigurðsson (2013b). „Ljón í vegi minnkandi atvinnuleysis. Mikilvægi ráðdeildar í ríkisfjármálum, forsjálni í kjarasamningum og varfærni við stjórn peningamála“. Seðlabanki Íslands *Efnahagsmál* nr. 5.

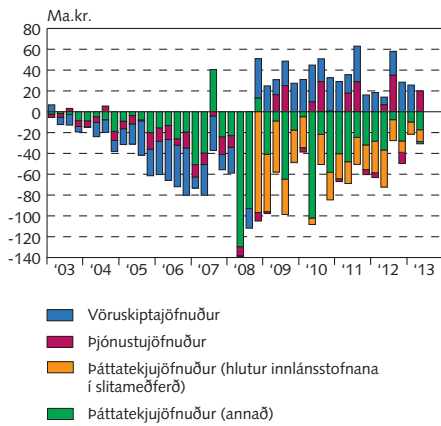
Seðlabanki Íslands (2012). Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og peningamálum. *Sérít*, nr. 7.

2. Nánari umfjöllun um virkni mismunandi vinnumarkaðsúrræða er að finna í kafla 5.4 í rannsóknarritgerð Bjarna og Jósefs (2013a).

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar<sup>1</sup>

1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2013

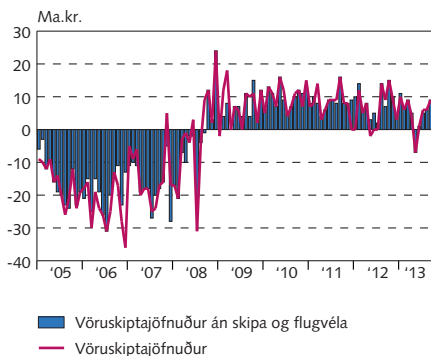


1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-2

Vöruskiptajöfnuður

Á föstu gengi, janúar 2005 - september 2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## VII Ytri jöfnuður

Undirliggjandi viðskiptajöfnuður var jákvæður um rúma 16 ma.kr. eða tæp 2% af vergri landsframleiðslu á fyrri helmingi ársins, sem er töluverður viðsnúningur frá sama tíma fyrir ári þegar það mældist 9 ma.kr. halli. Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum nam 43 ma.kr. eða 5% af landsframleiðslu, en halli á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði nam um 27 ma.kr., sem samsvarar 3,2% af landsframleiðslu. Á sama tíma var undirliggjandi fjármagnsjöfnuður neikvæður um 12,2% af landsframleiðslu. Horfur eru á heldur meiri afgangi af vöru- og þjónustujöfnuði á spátímanum en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Spáð er að undirliggjandi viðskiptajöfnuður verði jákvæður um rúm 3% á þessu ári og haldist litillega jákvæður á næsta ári, en verði neikvæður um rúm 2% af landsframleiðslu árin 2015-2016 sem eru aðeins betri horfur en í ágústspánni.

### Svipaður afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum í ár og áætlað var í ágúst

Afgangur af vöruskiptajöfnuði hefur dregist nokkuð saman það sem af er ári. Útflutningur, mældur á föstu gengi, dróst saman um 2,3% á fyrstu níu mánuðum ársins miðað við sama tíma árið áður, en innflutningur dróst saman um 1,7%. Afgangur af vöruskiptajöfnuði, mældur á föstu gengi, nam um 45 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins sem er tæpum 4 ma.kr. minni afgangur en á sama tímabili í fyrra. Vöruskiptajöfnuður án skipa og flugvéla var hins vegar 23 ma.kr. lakari á fyrstu níu mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra, en þá voru flutt inn skip og flugvélar að verðmæti 29 ma.kr. á föstu gengi.

Afgangur af þjónustuviðskiptum jókst töluvert á milli ára og var jákvæður um 20 ma.kr. á öðrum ársfjórðungi eftir jöfnuð á fyrsta ársfjórðungi (mælt á föstu gengi). Afgangur af þjónustujöfnuði á fyrri helmingi ársins var því um 20 ma.kr., sem er rúmum 18 ma.kr. meiri afgangur en á sama tímabili í fyrra. Hreinar tekjur af samgöngum, sem námu tæpum 38 ma.kr., ásamt 4 ma.kr. afgangi af ferðapjónustu, skýra afganginn á fyrri helmingi ársins en á móti vega aukin útgjöld vegna „annarrar innfluttrar þjónustu“ (t.d. rekstrarleigu, lögfræði- og endurskoðunarþjónustu) en hrein útgjöld vegna þessa liðar námu tæpum 22 ma.kr. á föstu gengi á sama tímabili og draga því nokkuð úr áhrifunum af miklum afgangi af samgöngum og ferðapjónustu. Þrátt fyrir neikvætt framlag „annarrar þjónustu“ dregst innflutningur hennar saman á fyrri helmingi ársins um tæp 9% frá sama tímabili árið 2012. Á sama tíma jókst útflutt ferðapjónusta um 21% á milli ára en innflutt ferðapjónusta jókst um 5%.

Útlit er fyrir að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum verði 6,1% af landsframleiðslu í ár, sem er nánast óbreytt frá ágústspánni. Búist er við að vöruútflutningur aukist um 1,3% í ár. Einna mest verður aukning í útflutningi á sjávarafurðum, en búist er við að sá útflutningur aukist um 3,6% á þessu ári, þar að auki er gert ráð fyrir 1,8% aukningu í útflutningi á áli. Útflutningur á öðrum vörum sem ekki er háður magntakmörkunum til skemmri tíma er talinn aukast um rúm ½% (sjá nánar umfjöllun í kafla II).

Greiðslukortavelta erlendra aðila á Íslandi jókst um rúm 17% á þriðja ársfjórðungi frá sama tíma í fyrra og um 22% á fyrstu níu mán-

uðum ársins. Upplýsingar frá Ferðamálastofu sýna að fjöldi erlendra ferðamanna hafi aukist um 12% á þriðja ársfjórðungi og þar með um 19% milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins. Vísbendingar eru því um að útflutt ferðþjónusta hafi vaxið nokkuð ört á þriðja ársfjórðungi. Áætlað er að þjónustuútflutningur á föstu verðlagi aukist um 6,8% á árinu og að vöru- og þjónustuútflutningur í heild aukist um 3,4% frá fyrra ári, sem er um 1 prósentu minni vöxtur en í ágústspánni. Skýrist það að mestu leyti af minni vexti í útfluttri þjónustu en áður var spáð.

Útlit er fyrir að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði minnki heldur á næsta ári frá því sem hann verður í ár. Gert er ráð fyrir að hann verði 5,4% af landsframleiðslu og minnki enn frekar í u.þ.b. 3% árin 2015-2016. Þetta er þó meiri afgangur en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Skýrist munurinn fyrir næsta ár einkum af minni rýrnun viðskiptakjara en búist var við í ágústspánni, en einnig af meiri útflutningi og minni innflutningi, og er ástæða aukins afgangs árin á eftir einkum vegna grunnáhrifa.

### Þáttatekjuhali minnkaði verulega milli ára á fyrri hluta ársins

Undirliggjandi þáttatekjuhali (að viðbættum rekstrarframlögum) var rúmlega 27 ma.kr. á fyrri helmingi ársins eða sem samsvarar 3,2% af vergri landsframleiðslu, sem er um 10 ma.kr. minni halli en á fyrri hluta síðasta árs. Stærsti hluti hallans er vegna vaxtagjalda, eða rúmlega 23 ma.kr. og minnkun hallans í ár er einkum vegna 9 ma.kr. lægri vaxtagjalda. Bæði vaxtagjöld og gjöld vegna ávöxtunar hlutafjár hafa farið minnkandi frá miðju ári 2011 og náðu lágmarki á fyrsta fjórðungi þessa árs. Hlutur lyfjafyrirtækisins Actavis í þáttatekjujöfnuði þjóðarþúsins hefur lækkað verulega á þessu ári í kjölfar breytinga á eignarhaldi þess en það var selt bandaríska lyfjafyrirtækinu Watson Pharmaceuticals í lok síðasta árs. Frá og með árinu 2013 er Actavis því ekki lengur undanskilið þegar undirliggjandi þáttatekjujöfnuður er metinn, heldur einungis reiknaðar tekjur og gjöld innlánsstofnana í slitameðferð.

### Undirliggjandi viðskiptajöfnuður jákvæður á þessu ári

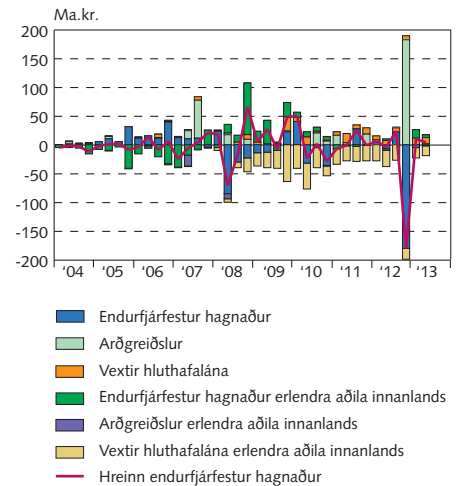
Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta var jákvæður um 43 ma.kr. á fyrri hluta ársins en undirliggjandi þáttatekjuhali ásamt rekstrarframlögum reyndist vera 27 ma.kr.<sup>1</sup> Undirliggjandi viðskiptajöfnuður reyndist því jákvæður um rúma 16 ma.kr. á fyrri hluta þessa árs eða sem svarar 1,9% af landsframleiðslu.

Útlit er fyrir að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði verði um 108 ma.kr. á þessu ári eða sem nemur 6,1% af vergri landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir að undirliggjandi þáttatekjuhali verði mun minni í ár en í fyrra þar sem vaxtagjöld minnka milli ára. Undirliggjandi þáttatekjuhali verður því um 53 ma.kr. eða sem samsvarar 3% af landsframleiðslu og því verður undirliggjandi viðskiptajöfnuður jákvæður um 3,1% af landsframleiðslu sem er nokkru meiri afgangur en árið 2012 og meiri afgangur en áætlað var í ágústspánni.

Mynd VII-3

Arður af beinni erlendri fjárfestingu

1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2013

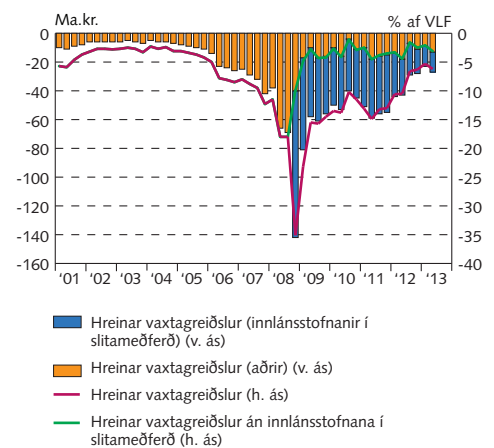


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-4

Hreinar erlendar vaxtagreiðslur

1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Rekstrarframlög námu 5,6 ma.kr. á fyrri hluta ársins og hafa aukist jafnt og þétt frá því að fjármálakreppan skall á árið 2008.

### Hreint útlæði vegna fjármagnsjafnaðar mun minna á fyrri hluta ársins en á sama tíma fyrir ári

Undirliggjandi fjármagnsjöfnuður var neikvæður um tæpa 105 ma.kr. á fyrri hluta ársins eða sem nemur rúmum 12% af landsframleiðslu, sem er mun minna hreint útstreymi fjármagns en á sama tíma fyrir ári en þá áttu sér stað verulegar endurgreiðslur á erlendum lánum ríkissjóðs. Ástæða útstreymisins á þessu ári er einnig að stórum hluta vegna endurgreiðslna á erlendum lánum bæði ríkissjóðs og annarra aðila, en einnig vegna kaupa á erlendum verðbréfum. Innstreymi vegna beinnar erlendar fjárfestingar vegur þó eitthvað upp á móti.

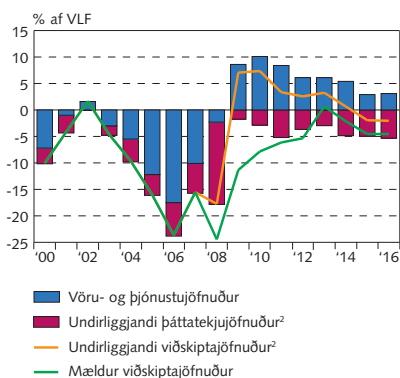
Hrein skuldastaða þjóðarbúsins hefur farið lækkanði. Opinbera hreina erlenda staða þjóðarbúsins var neikvæð um 458% af vergri landsframleiðslu í lok annars ársfjórðungs. Án eigna og skulda föllnu bankanna var staðan hins vegar mun betri eða neikvæð um 27% af landsframleiðslu. Eins og rakið hefur verið í ritum bankans, felur þetta í sér vanmat á skuldastöðu þjóðarbúsins.<sup>2</sup> Til að fá betra mat á undirliggjandi skuldastöðu þarf einnig að taka tillit til þess sem gerist við slit búa föllnu bankanna með tilliti til bókfærðs virðis eigna og undirliggjandi skiptingu kröfuhafa miðað við samþykktar kröfur í kröfuhafaskrá. Þar að auki er lagt mat á skuldastöðu annarra fyrirtækja sem unnið er að slitum á. Samkvæmt nýjasta mati Seðlabankans er talið að hrein erlend staða þjóðarbúsins hafi á öðrum ársfjórðungi verið neikvæð um 67% af vergri landsframleiðslu (sjá *Fjármálastöðugleiki* 2013/2). Hefur staðan versnað lítillega frá því að bráðabirgðatölur voru birtar í september, sem skýrist af lækkun bókfærðs virðis erlendra eigna föllnu bankanna vegna styrkingar krónunnar og á sama tíma virðishækkunar innlendra eigna þeirra.

### Undirliggjandi viðskiptajöfnuður áfram jákvæður á næsta ári en neikvæður á seinni hluta spátímans

Áætlað er að halli á undirliggjandi þáttatekjuföfnuði á næsta ári verði nokkru meiri en á þessu ári (4,9% af landsframleiðslu) vegna aukins vaxtakostnaðar erlendra skuldbindinga. Áfram er lagt mat á áhrif af uppgjörum búa innlánsstofnana í slitameðferð á þáttatekjuföfnuðinn. Við uppgjör föllnu bankanna verða eignir og skuldir þeirra ekki lengur settar til hliðar við mat á undirliggjandi þáttatekjuföfnuði og munu þær hafa neikvæð áhrif á þróun hans. Vaxta- og arðgreiðslur vegna eigna sem erlendir kröfuhafar fá í sinn hlut munu hækka og hafa neikvæð áhrif á undirliggjandi þáttatekjuföfnuð. Hrein staða við útlönd versnar því við uppgjör með tilheyrandi áhrifum á þáttatekjuföfnuð.

Gert er ráð fyrir að afgangur af undirliggjandi viðskiptajöfnuði minnki í 0,5% af landsframleiðslu á næsta ári, en í síðustu spá var gert ráð fyrir halla sem næmi 0,3% af landsframleiðslu. Breytingin er einkum vegna þess að vænst er meiri afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum en í síðustu spá. Á árunum 2015 og 2016 er svo gert ráð fyrir halla sem nemur rúmlega 2% af landsframleiðslu sem er aðeins minni halli en gert var ráð fyrir í ágúst. Að einhverju leyti má rekja hallann til mikillar aukningar í innflutningi á fjárfestingarvörum í tengslum við

Mynd VII-5  
Viðskiptajöfnuður 2000-2016<sup>1</sup>



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slitameðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörum þrotabúa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis á þáttatekjuföfnuð fram til ársins 2012. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2. Sjá Seðlabanki Íslands (2013), „Undirliggjandi erlend staða og greiðsluföfnuður“, *Sérrit* nr. 9, mars 2013.

uppbyggingu í orkufrekum iðnaði. Eykst innflutningur sem hlutfall af landsframleiðslu um 1½ prósentu sem er svipuð aukning og í stóriðju-fjárfestingu.

Tafla VII-1 Viðskiptajöfnuður og undirliðir hans

	Hlutfall af vergri landsframleiðslu (%) <sup>1</sup>			
	2013	2014	2015	2016
Vöru- og þjónustujöfnuður	6,1 (6,2)	5,4 (4,8)	2,9 (2,3)	3,1
Mældur þáttatekjujöfnuður <sup>2</sup>	-5,6 (-5,9)	-7,7 (-7,8)	-7,6 (-7,6)	-7,8
Undirliggjandi þáttatekjujöfnuður <sup>3</sup>	-3,0 (-3,7)	-4,9 (-5,1)	-5,0 (-5,1)	-5,3
Mældur viðskiptajöfnuður <sup>2</sup>	0,5 (0,3)	-2,3 (-3,0)	-4,7 (-5,3)	-4,7
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður <sup>3</sup>	3,1 (2,6)	0,5 (-0,3)	-2,1 (-2,8)	-2,2

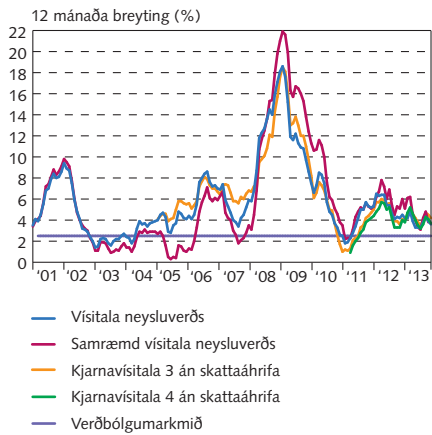
1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2013/3. 2. Reiknað samkvæmt stöðlum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Þáttatekjujöfnuður að viðbættum rekstrarframlögum. 3. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-1

Verðbólga á ýmsa mælikvarða<sup>1</sup>

Janúar 2001 - október 2013

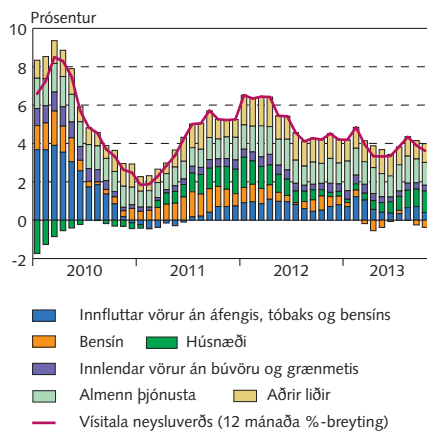


1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-2

Undirlíðir verðbólgu

Framlag einstakra undirlíða til verðbólgu jan. 2010 - okt. 2013

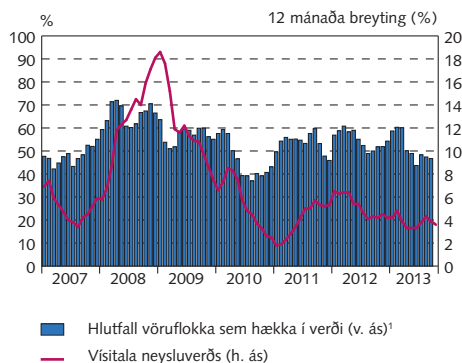


Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3

Dreifing verðhækkana vísitölu neysluverðs<sup>1</sup>

Janúar 2007 - október 2013



1. Hlutfall vörflokka sem hækka í verði er 3 mánaða miðsett meðaltal.  
Heimildir: Hagstofa Íslands.

## VIII Verðlagsþróun og verðbólguhorfur

Ársverðbólga hefur hjaðnað frá útgáfu síðustu *Peningamála* og mældist 3,6% í október sl. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig minnkað en er líkt og langtímaverðbólguvæntingar, enn yfir verðbólgu markmiði Seðlabankans. Horfur um verðbólgu á næsta ári eru ögn betri en í ágúst ef horft er fram hjá tímabundnum áhrifum hækkunar óbeinna skatta á verðbólgu í byrjun næsta árs. Horfur frá árinu 2015 eru hins vegar mjög áþekkar. Líkt og í fyrri spám bankans hjaðnar verðbólgan hægt, fyrst og fremst vegna áframhaldandi þrýstings af vinnumarkaði sem m.a. endurspeglar tregðu verðbólguvæntinga. Samkvæmt grunnspá verður meðalverðbólga á þessu ári 3,9% en 3,2% á því næsta. Verðbólguhorfur eru sem fyrr óvissar þar sem gengisþróun krónunnar og niðurstaða komandi kjarasamninga munu ráða miklu um framvinduna. Óvissumat spárinnar bendir til þess að um helmings líkur séu á að verðbólga verði á bilinu 2½-4% að ári liðnu og á bilinu 1½-3¾% í lok spátímans.

### Verðbólga er tekin að hjaðna á ný eftir skarpa aukningu síðsumars

Verðbólga mældist 4% á þriðja ársfjórðungi, rétt eins og spáð var í síðustu *Peningamálum*, og jókst úr 3,3% á fjórðungnum á undan. Aukningu hennar á þriðja ársfjórðungi má að mestu leyti rekja til óhagstæðra grunnáhrifa. Vísitala neysluverðs lækkaði um tæplega 0,3% frá fyrri mánuði í júlí en það var töluvert minni lækkun en á sama tíma árið áður. Ársverðbólgan jókst því á milli mánaða úr 3,3% í 3,8%. Innfluttar vörur lækkuðu í verði í júlí vegna útsöluáhrifa en þær hækkunar gengu til baka í ágúst og september og rúmlega það. Í ágúst jókst verðbólgan enn frekar og fór í 4,3% en hjaðnaði aftur í 3,9% í september.<sup>1</sup> Vísitalan var síðan óbreytt í október og fór þá ársverðbólgan í 3,6%. Þar vó lækkun á greiddri húsaleigu á móti lægra verði á bensíni, almennri þjónustu og öðrum innfluttum vörum. Sem fyrr virðist verðbólgan fyrst og fremst eiga sér rætur í innlendum þáttum fremur en innfluttum. Þannig nam ársverðhækkun innlendar þjónustu 5,7% í október og munar þar mest um hækkunir liða eins og síma- og netþjónustu, gistingu og tryggingar- og fjármálaþjónustu. Á sama tíma hækkaði verð innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks einungis um 0,1%. Bensínverðslækkun á þar drjúgan hlut að máli en verð annarra innfluttra vara en bensins, áfengis og tóbaks hækkaði um 1,6% í október frá sama tíma í fyrra.

### Undirliggjandi verðbólga einnig tekin að hjaðna en er enn vel yfir markmiði

Verðbólga hefur einnig hjaðnað á aðra mælikvarða eftir aukningu í júlí og ágúst. Samkvæmt samræmdri neysluverðsvísitölu Hagstofu Evrópusambandsins mældist verðbólga 3,8% í september og hafði hjaðnað úr 4,8% í ágúst. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu

1. Við það að verðbólgan fór aftur yfir 4% fráviksmörk verðbólgu markmiðsins þurfti Seðlabankinn að skila greinargerð til ríkisstjórnarinnar um ástæður fráviksins og hvernig bankinn hygðist bregðast við. Greinargerðin var birt 12. september og má finna í viðauka 3 í þessum *Peningamálum*.

sýndu svipaða þróun. Samkvæmt kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöru-liða, bensins, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðis-lána, var verðbólga t.d. 4,2% í október og hafði hjaðnað úr 4,7%. Kjarnavísitala 4, sem einnig undanskilur áhrif breytinga á markaðsverði húsnæðis, minnkaði á sama tíma úr 4,3% í 3,7%. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu gefa svipaða niðurstöðu: þannig gefa mismunandi mælikvarðar á klippt meðaltal (e. trimmed mean) vísitölu neysluverðs undirliggjandi verðbólgu á bilinu 2,7-3,4% í október sem er um 0,4 prósentum minni verðbólga en í ágúst.

### Dregið hefur úr sveiflum í gengi krónunnar

Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt frá því að Seðlabankinn jók inngrip sín á gjaldeyrismarkaði í maí sl. Það hefur þó heldur lækkað að undanförunu og var tæplega 2% lægra gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* en fyrir útgáfuna í ágúst en er enn um 3% hærra en það var á sama tíma í fyrra (sjá kafla III). Þróunin á þriðja ársfjórðungi var þó í ágætu samræmi við það sem gert var ráð fyrir í ágústspánni. Eftir því sem gengi krónunnar helst lengur stöðugt aukast líkur á að gengisstyrkingin á fyrri hluta ársins skili sér að fullu í verðlagi en styrking gengis er að jafnaði lengur að skila sér í verðlag en veiking þess sé tekið mið af sögulegri reynslu.<sup>2</sup> Enn sem komið er má þó ekki merkja áhrif aukins gengisstöðugleika á verðbólguvæntingar (sjá síðar í þessum kafla) og er líklegt að það muni taka einhvern tíma.

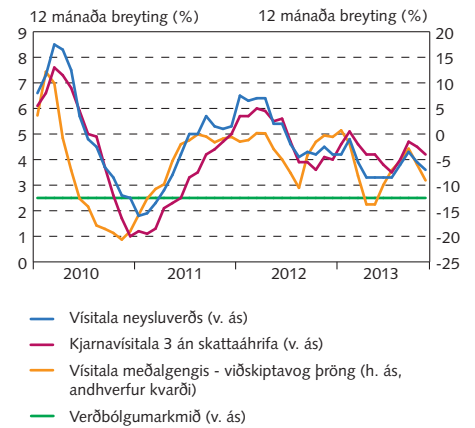
### Lægra framleiðsluverð ekki skilað sér í lægra smásöluverði

Þróun innlends framleiðsluverðs getur gefið vísbendingu um horfur á undirliggjandi kostnaðarþrýstingi innlendra fyrirtækja og þannig um almenna verðbólguþróun. Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hafði í september hækkað um 1,8% frá sama tíma í fyrra en verð innlendarar vöru í vísitölu neysluverðs hefur hins vegar hækkað um 4,7%. Á sama tíma fyrir ári var árshækkun innlends framleiðsluverðs og innlendarar vöru í vísitölu neysluverðs hins vegar svipuð eða um 4½-5%. Þannig hefur dregið í sundur með þessum mælikvörðum á innlenda verðbólgu og virðist sem lægra framleiðsluverð skili sér ekki í lægra smásöluverði sem gæti endurspeglað áhrif þrálátrar verðbólgu undanfarna ára á verðbólguvæntingar fyrirtækja og verðákvarðanir þeirra.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup sem var gerð í september sl. voru stjórnendur jafn bjartsýnir um þróun framlegðar (EBITDA) á næstu sex mánuðum og þeir voru í seinustu könnun í febrúar en þá hafði bjartsýni þeirra ekki mælst meiri frá því í desember 2007. Það gæti verið vísbending um að fyrirtæki hafi nokkurt svigrúm til að taka á sig kostnaðarhækkanir án þess að velja þeim út í verðlag eða hægja á ráðningum. Samkvæmt könnuninni eru horfur töluvert betri í verslun, samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu, en lakari

Mynd VIII-4

Verðbólga, kjarnaverðbólga og gengi krónunnar  
Janúar 2010 - október 2013

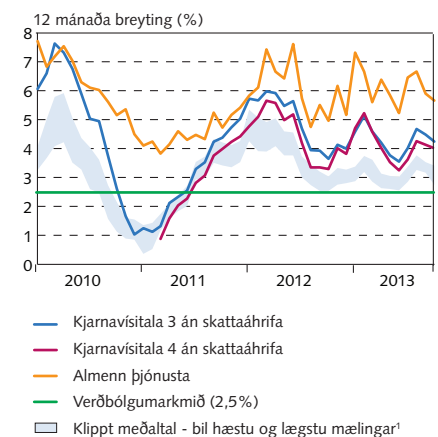


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-5

Ýmsir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu og verðbólguþrýsting<sup>1</sup>

Janúar 2010 - október 2013



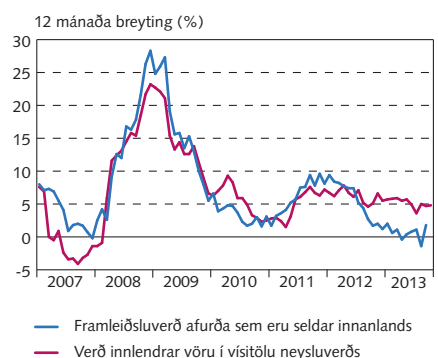
1. Undirliggjandi verðbólga er mæld sem klippt meðaltal (e. trimmed mean) þar sem 10%, 15%, 20% og 25% þeirra undirlíða sem breyst mest í verði eru undanskilin.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-6

Framleiðslu- og smásöluverð innlendarar vöru

Janúar 2007 - október 2013



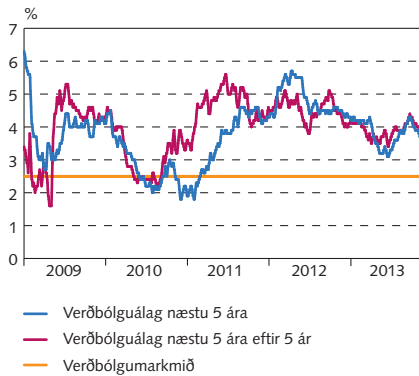
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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-7

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði<sup>1</sup>

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 1. nóvember 2013

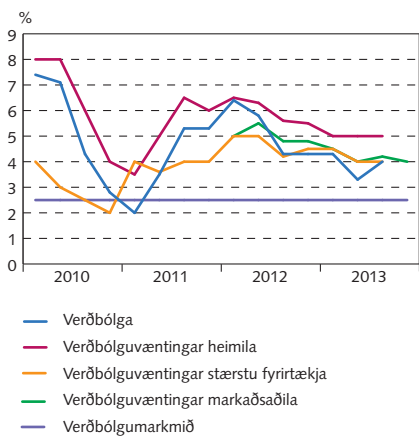


1. Verðbólguálagið er reiknað út frá mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa (5 daga hreyfanleg meðaltöl).  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-8

Verðbólga og verðbólguvæntingar

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2013

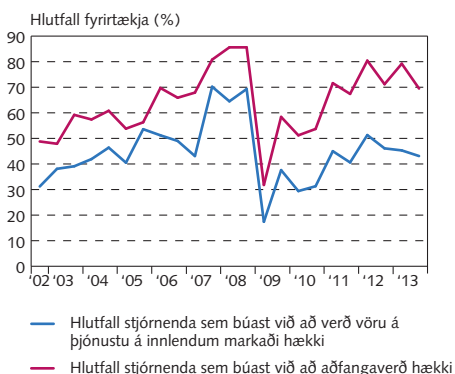


Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-9

Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð næstu 6 mánuði

Haust 2002 - haust 2013



Heimild: Capacent Gallup.

í byggingastarfsemi og veitustarfsemi. Hvort fyrirtæki nýti sér aukið svigrúm til þess að taka á sig kostnaðarhækkanir fer þó á endanum eftir markaðsaðstæðum hverju sinni.

**Verðbólguvæntingar hafa lækkað frá sama tíma í fyrra en eru enn prálátar**

Verðbólguvæntingar geta skipt sköpun um þróun verðbólgunnar, ekki síst í aðdraganda kjarasamninga þar sem þær geta haft áhrif á launakröfur launafólks og vilja fyrirtækja til að samþykkja riflegar launahækkanir. Þá hafa þær einnig áhrif á verðákvarðanir þeirra. Þannig skapa lágar og stöðugar verðbólguvæntingar verðbólgunni kjölfestu og eru mikilvæg forsenda þess að verðbólga haldist viðvarandi lág.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði, mælt út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, er nánast óbreytt frá útgáfu síðustu *Peningamála* og mælist 3,7% til næstu fimm ára og 3,9% til næstu fimm ára þar á eftir. Það er hins vegar lægra en það var á sama tíma í fyrra: álagið til næstu fimm ára hefur lækkað um 0,9 prósentur en álagið til fimm ára eftir það um ½ prósentu. Rétt er þó að árétta að auk verðbólguvæntinga inniheldur vaxtamunurinn einnig áhættuþóknun sem endurspeglar óvissu um verðbólguna og áhættuþóknun tengda seljanleika skuldabréfanna. Það styður þó þá ályktun að verðbólguvæntingar hafi lækkað frá sama tíma í fyrra að væntingar markaðsaðila um verðbólgu næstu ára hafa einnig lækkað. Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í byrjun nóvember væntu markaðsaðilar að ársverðbólga yrði 4% eftir ár og að meðaltali næstu tíu ár sem er lækkun um 0,8 prósentur frá því í fyrra. Þær eru hins vegar lítið breyttar frá því í ágúst sl. og hafa líkt og verðbólguálagið sveiflast í kringum 4% um nokkurn tíma.

Verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hafa að sama skapi lítið breyst undanfarið. Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í september sl. voru þær 5% bæði til eins og tveggja ára og hafa haldist óbreyttar um nokkurn tíma. Í sambærilegri könnun meðal fyrirtækja sem gerð var í september sl. kom fram að stjórnendur fyrirtækja væntu 4% verðbólgu eftir ár, sem var óbreytt frá síðustu könnun í maí, og einnig 4% verðbólgu eftir tvö ár, sem var ½ prósentu lækkun frá síðustu könnun. Tæplega 70% stjórnenda bjuggust við að verð á aðföngum fyrirtækisins myndi hækka á næstu sex mánuðum og um 43% að afurðaverð þeirra myndi hækka sem er lægra hlutfall en í síðustu könnun og í sömu könnun fyrir ári. Fleiri fyrirtæki búast þó við hækkun aðfanga- og afurðaverðs á næstu sex mánuðum en á fyrri hluta síðasta áratugar þegar verðbólga var nær verðbólguálagiðinu.

**Verðbólguhorfur svipaðar og í síðustu spá ...**

Verðbólga var 4% á þriðja ársfjórðungi sem var í takt við ágústspá bankans. Samkvæmt spánni núna mun verðbólga hjaðna á ný á síðasta fjórðungi ársins og mælast 3,8%. Það er heldur minni verðbólga en spáð var í ágúst sem má einkum rekja til þess að verðbólga í október mældist minni en búist var við. Spáð er að verðbólga verði 3,2% að meðaltali á næsta ári, sem er svipað og í ágúst. Horfur fyrir næsta ár eru hins vegar aðeins betri en í ágúst sé lítið fram hjá áhrifum hækk-



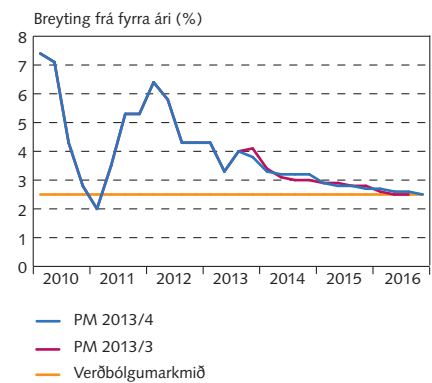
unar á óbeinum sköttum í byrjun næsta árs sem endurspeglar að slakinn er nú talinn vera heldur meiri í þjóðarþúinu. Hjöðnun verðbólgu er þó eftir sem áður tiltölulega hæg á spátímanum sem fyrst og fremst má rekja til þess að spád er áframhaldandi þrýstingi af vinnumarkaði í ljósi sögulegrar reynslu og þess hve þrálátar verðbólguvæntingar eru umfram markmið. Slakinn í þjóðarþúinu og tiltölulega stöðugt gengi krónunnar á spátímanum leiða hins vegar til þess að verðbólga tekur að hjaðna á fyrri hluta næsta árs og er við verðbólguþmarkmið bankans er líða tekur á árið 2015.

### ... en framvindan mun ráðast að miklu leyti af gengi krónunnar og komandi kjarasamningum

Óvissa um framtíðarþróun gengis krónunnar gerir verðbólguhorfur óvissar og því er erfitt að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu. Það ásamt þrálátri verðbólgu eykur hættu á að grunnspáin vanmeti þann verðbólguþrýsting sem er framundan og því gæti verðbólga á næstu misserum verið nær því sem ýmis einföld tölfræðilikön gefa til kynna. Það gæti t.d. birst í vanmati á launahækkunum í komandi kjarasamningum, þótt í grunnspánni sé gert ráð fyrir að þær verði nokkuð umfram vöxt framléiðni og að raungengi og hlutfall launakostnaðar í vergum þjóðartekjum hækki á spátímanum. Þessi spá lítur til sögulegrar reynslu af kjarasamningum frekar en það sem talið er æskilegt út frá markmiði Seðlabankans um stöðuga verðbólgu nálægt 2,5% á ári. Verði launahækkunir meiri en í grunnspánni verður verðbólguþrýstingur enn meiri. Þrýstingur á gengi krónunnar verður jafnframt meiri, vextir hærri og efnahagsbatinn hægari. Hófsamari launahækkunir myndu hins vegar að öðru óbreyttu gera það að verkum að verðbólga hjaðni hraðar, vextir verði lægri og efnahagsbatinn hraðari (sjá nánar umfjöllun í köflum I og VI). Verðbólga gæti einnig reynst þrálátari ef aðhaldsstig opinberra fjármála eða slakinn í þjóðarþúskapnum er ofmetinn. Hins vegar gæti hægari efnahagsbati hér á landi eða alþjóðlega hraðað hjöðnun verðbólgu umfram það sem gert er ráð fyrir í grunnspánni.

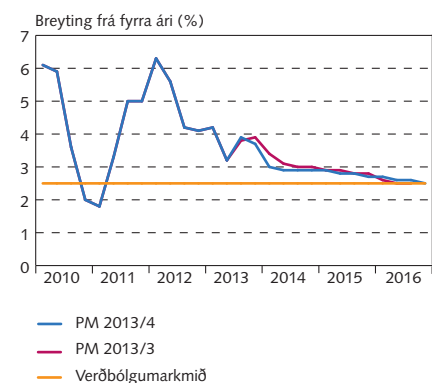
Mynd VIII-12 sýnir mat á líkindadreifingu þróunar verðbólgunnar á spátímanum. Breidd líkindadreifingarinnar varpar ljósi á hve mikil óvissan er og lögun hennar endurspeglar mat á því hvaða áhættuþættir eru taldir hafa yfirhöndina og hvernig þeir hafa áhrif á verðbólguhorfur. Skyggðu svæðin í myndinni sýna bil um grunnspána. Samkvæmt líkindamatinu eru 50%, 75% og 90% líkur á að verðbólga verði innan viðkomandi bils á spátímanum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1). Samkvæmt þessu mati eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 2½-4% að ári liðnu og á bilinu 1½-3¾% í lok spátímans. Talið er að óvissan sé svipuð og í ágústspá bankans. Líkt og þá eru taldar heldur meiri líkur á að verðbólgu sé vanspád en að henni sé ofspád. Nánar er fjallað um helstu óvissuþætti grunnspárinnar í kafla I.

Mynd VIII-10  
Verðbólga - samanburður við PM 2013/3



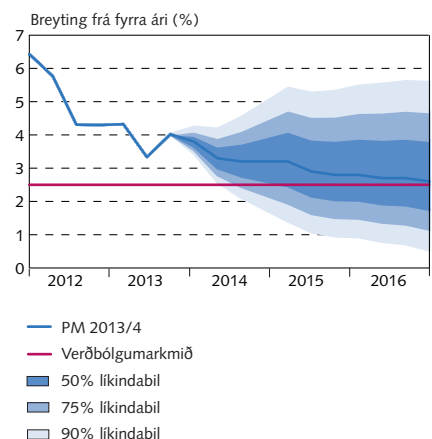
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-11  
Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2013/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-12  
Verðbólguþspá og óvissumat



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Viðauki 1

# Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2013/4

Tafla 1 Þjóðhagsspá<sup>1</sup>

	Í ma.kr.		Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram			
	2012	2012	2013	Spá		
			2014	2015	2016	
<b>Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar</b>						
Einkaneysla	912,9	2,4 (2,7)	1,9 (2,0)	2,3 (2,6)	2,5 (2,8)	2,5
Samneysla	430,4	-1,4 (-0,2)	1,2 (1,2)	0,7 (0,6)	0,4 (0,5)	0,6
Fjármunamyndun	246,9	5,0 (4,4)	-4,1 (-9,4)	8,9 (13,0)	22,8 (21,6)	-1,3
Atvinnuvegafjárfesting	168,6	7,8 (8,6)	-13,0 (-21,6)	4,8 (9,8)	31,2 (30,9)	-5,8
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	44,9	6,9 (6,9)	20,1 (29,2)	24,5 (26,3)	14,1 (10,0)	14,5
Fjárfesting hins opinbera	33,5	-9,1 (-17,0)	12,1 (8,5)	3,9 (5,4)	0,1 (1,4)	-4,3
Þjóðarútgjöld	1.594,6	1,6 (1,9)	0,7 (0,0)	2,8 (3,5)	5,1 (5,0)	1,3
Útflutningur vöru og þjónustu	1.009,5	3,8 (3,9)	3,4 (4,4)	2,2 (1,8)	1,6 (1,4)	2,5
Innflutningur vöru og þjónustu	905,5	4,7 (4,8)	0,8 (1,2)	2,6 (3,0)	5,8 (5,1)	1,3
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar	-	-0,1 (-0,1)	1,6 (2,0)	0,0 (-0,5)	-2,0 (-1,8)	0,7
Verg landsframleiðsla	1.698,5	1,4 (1,6)	2,3 (1,9)	2,6 (2,8)	2,8 (2,9)	2,0

### Aðrar lykilstærðir

Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.698 (1.708)	1.771 (1.763)	1.865 (1.855)	1.963 (1.952)	2.052
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)	6,1 (6,3)	6,1 (6,2)	5,4 (4,8)	2,9 (2,3)	3,1
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-5,5 (-4,9)	0,5 (0,3)	-2,3 (-3,0)	-4,7 (-5,3)	-4,7
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu) <sup>2</sup>	2,4 (3,0)	3,1 (2,6)	0,5 (-0,3)	-2,1 (-2,8)	-2,2
Viðskiptakjör vöru og þjónustu (br. milli ársmeðaltala)	-3,5 (-3,3)	-2,0 (-3,0)	-0,7 (-1,4)	-0,8 (-1,1)	-0,7
Heildarfjármunamyndun (% af landsframleiðslu)	14,5 (14,4)	13,8 (12,9)	14,8 (14,2)	17,5 (16,9)	17,0
Atvinnuvegafjárfesting (% af landsframleiðslu)	9,9 (9,9)	8,5 (7,5)	8,7 (7,9)	11,1 (10,3)	10,2
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-1,9 (-1,5)	-1,2 (-0,9)	-0,5 (-0,2)	0,2 (0,6)	0,2
Launakostnaður á framleidda einingu (br. milli ársmeðaltala) <sup>3</sup>	6,3 (6,3)	4,4 (4,6)	4,0 (4,0)	3,5 (3,9)	3,5
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)	-0,6 (3,0)	3,5 (2,4)	1,8 (2,8)	3,5 (3,2)	3,2
Atvinnuleysi (% af mannafla)	5,8 (5,8)	4,5 (4,8)	4,1 (4,4)	4,1 (4,3)	3,8
Vísitala meðalgengis – viðskiptavog þröng (31/12 1991 = 100)	222,0 (222,0)	218,4 (218,1)	215,4 (215,0)	215,6 (215,3)	215,6
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	5,2 (5,2)	3,9 (3,9)	3,2 (3,1)	2,8 (2,9)	2,6
Verðbólga án skattaáhrifa (ársmeðaltal, %)	5,0 (5,0)	3,7 (3,8)	2,9 (3,1)	2,8 (2,9)	2,6

1. Tölur í svigum er spá Peningamála 2013/3. 2. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra. Á árinu 2012 er einnig leiðrétt fyrir lyfjafyrirtækinu Actavis. 3. Miðað við undirliggjandi framleiðni.

Tafla 2 Ársfjórðungsleg verðbólguþáttar (%)<sup>1</sup>

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

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2013/3.

## Viðauki 2

# Reynsla af spám Seðlabanka Íslands

Oft verður efnahagsþróunin með öðrum hætti en hagspár gerðu ráð fyrir. Skekkjur geta verið til komnar vegna skekkja í þeim líkönum sem notuð eru við spárnar, aðrar vegna þess að upplýsingar um efnahagsstærðir sem líkönin byggjast á eru ekki nægilega nákvæmar, t.d. vegna mæliskekkja, og stundum geta skekkjur stafað af ófyrirséðum atburðum, t.d. í heimsbúskapnum. Þá byggist spágerð ætíð að hluta á mati sérfræðinga og því er rót sumra skekkja að finna þar. Athugun á skekkjum í spám gefur hugmynd um þá óvissu sem er í spánum og mikilvægar upplýsingar um hugsanleg mistök í spágerðinni eða kerfisbreytingar í þjóðar- búskapnum. Hvort tveggja má nýta við frekari þróun á haglíkönun, spágerð og vinnubrögðum við spágerðarferlið.

### Þjóðhags- og verðbólguþróun Seðlabankans

Þjóðhags- og verðbólguþróun Seðlabankans eru gerðar fjórum sinnum á ári til þriggja ára í senn. Að baki hverri spá liggur ítarleg greining á stöðu þjóðarbúsins hverju sinni. Forsendur um alþjóðlega efnahagsþróun byggjast m.a. á alþjóðlegum spám og því sem lesa má út úr framvirku verði um verðþróun helstu hrávörutegunda. Þjóðhagsreikningar eru helsti grundvöllur matsins á stöðu þjóðarbúsins en einnig er horft til fjölda annarra vísbendinga, eins og t.d. upplýsinga um veltu, útlán, peningamagn og vexti, þegar rýnt er í horfur um þróunina frá birtingu síðustu þjóðhagsreikninga. Til viðbótar við hefðbundnar hagmælingar er einnig byggt á upplýsingum sem lesa má út úr fjölda viðhorfskannana, auk þess sem sérfræðingar bankans gera eigin spurningakannanir og ræða við forsvarsmenn fyrirtækja, stofnana og aðila á vinnumarkaði. Þjóðhagslíkan Seðlabankans er það tæki sem heldur utan um þessar upplýsingar. Sumar jöfnur líkansins eru bókhaldslegs eðlis en aðrar eru hegðunarijöfnur sem metnar eru með tölfræðilegum aðferðum. Endanleg spá bankans, einkum fyrir nýliðinn tíma og næstu framtíð, ræðst hins vegar ekki síður af mati sérfræðinga bankans, ýmsum öðrum einföldum spálíkönun og margvíslegum upplýsingum sem ekki er að finna í þjóðhagslíkaninu.

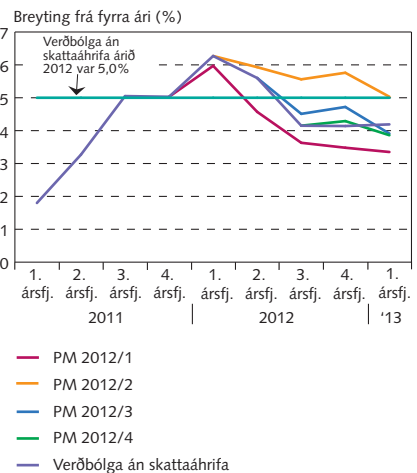
Framvinda peningastefnunnar á spátímabilinu er lykilsenda í hverri spágerð.<sup>1</sup> Í þjóðhagslíkaninu er peningastefnan ákvörðuð með framsýnni peningastefnureglu þar sem vextir Seðlabankans ráðast af væntu fráviki verðbólgu frá verðbólgu markmiðinu og framleiðsluspennu hvers tíma. Þessi regla tryggir að vextir bankans stýri verðbólgu að markmiði ekki síðar en við lok spátímans. Peningastefnureglan í þjóðhagslíkaninu var valin úr hópi slíkra reglna þar sem hún var talin valda sem minnstum þjóðhagslegum kostnaði við að tryggja að verðbólga sé við markmið.<sup>2</sup>

1. Sjá nánari umfjöllun um ólíka valkosti seðlabanka um undirliggjandi stýrivaxtaferil í spám í Þorvarður Tjörvi Ólafsson (2007). „Birting eigin stýrivaxtaspar eykur áhrifamátt peningastefnu seðlabanka“, *Peningamál* 2007/1, bls. 71-86.

2. Sjá umfjöllun í Ásgeir Danielsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Ó. Pétursdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa Sveinsdóttir (2009), „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 41.

Mynd 1

Verðbólguþróun Seðlabankans árið 2012 og verðbólga án skattaáhrifa



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Verðbólguþá Seðlabankans fyrir árið 2012

Ársverðbólga í janúar 2012 mældist 6,5% og hafði þá aukist nokkuð frá því í desember er hún mældist 5,3%. Þessar mælingar marka því upphafsstöðu þess tímabils sem hér er skoðað með tilliti til spáárangurs. Helstu ástæður aukinnar verðbólgu í byrjun árs 2012 voru gjaldskrárhækkanir á opinberri þjónustu og hækkun matvöru- og bensínverðs. Ársverðbólga fyrir fyrsta ársfjórðung 2012 mældist 6,4% og hafði ekki mælst meiri síðan á fyrsta ársfjórðungi 2010. Í Töflu 1 má sjá að mæld verðbólga fyrir árið 2012 reyndist vera 5,2% og til samanburðar eru spár *Peningamála* sem birtar voru á árinu. Fyrsta spáin á árinu gerði ráð fyrir nokkurri hjöðnun verðbólgu yfir árið, líkt og fyrri spá, en fyrsta spáin 2012 hafði verið færð upp á við og verðbólgan því talin hjaðna hægari en áður var spáð. Meginástæður hægari hjöðnunar voru að búist var við auknum þrýstingi vegna meiri launahækkana en áður hafði verið áætlað og lægra gengi krónunnar en fyrri spár gengu út frá. Þrátt fyrir þessa endurskoðun frá fyrri spá reyndist verðbólgu vanspáð um 0,6 prósentur fyrir árið í heild.

Við stöðumat á öðrum ársfjórðungi höfðu verðbólguvæntingar hækkað til muna. Gengi krónunnar hafði lækkað, olíuverð hækkað og slaki í þjóðarbúskapnum reynst minni en spár höfðu gert ráð fyrir. Verðbólguhorfur virtust því hafa versnað og endurspegladist það í vorspá *Peningamála*. Spáin í þessari annarri útgáfu ársins reyndist hins vegar of svartsýn á verðbólguhorfur og ofspáði verðbólgu fyrir árið í heild um 0,8 prósentur.

Skekkjur í spánni um verðbólgu á milli áranna 2011 og 2012 voru minni á síðari helmingi ársins, eins og vænta má þar sem verðbólga hluta ársins er þekkt og spáin út árið nær til skemmri tíma. Að einhverju leyti gengu fyrri breytingar á olíuverði og gengi krónunnar til baka, auk þess sem undirliggjandi verðbólga tók að hjaðna á ný. Verðbólguvæntingar markaðsaðila lækkuðu einnig í takt við betri horfur. Skekkjan í spá *Peningamála* 2012/3 var einungis 0,2 prósentum frá endanlegri útkomu en spáin í 2012/4 gekk nákvæmlega eftir. Einfalt meðaltal verðbólguþáanna fyrir árið er 5,3% og því sveifluðust spárnar í kringum nokkurn veginn rétt gildi.

Tafla 1 Verðbólguþá árið 2012

% frá fyrra ári	PM 2012/1	PM 2012/2	PM 2012/3	PM 2012/4	Endanleg útkoma
Verðbólga	4,6	6,0	5,4	5,2	5,2
Verðbólga án skattaáhrifa	4,4	5,9	5,3	5,1	5,0

### Skekkjur í verðbólguþám yfir lengra tímabil

Við mat á verðbólguþám er gjarnan horft á meðalskekkju og staðalfrávik spáskekkju. Meðalskekkja sýnir meðalfrávik spánna frá mældri verðbólgu. Hún gefur þannig vísbendingu um hvort bjögun, þ.e. kerfisbundið ofmat eða vanmat, sé fyrir hendi. Staðalfrávik er mælikvarði á breytileika spáskekkjunnar og þar með óvissuna í spánni. Eftir því sem spáð er lengra fram í tímann má að jafnaði búast við því að spáskekkjan aukist.

**Tafla 2 Skekkjur í verðbólguþám Seðlabankans frá 1. ársfj. 1994**

%	Einn ársfj.	Tvo ársfj.	Þrjá ársfj.	Fjóra ársfj.
Meðalskekkja	0,0	-0,3	-0,7	-1,2
Staðalfrávik	0,6	1,6	2,3	2,7

Tafla 2 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólguþám Seðlabankans allt að fjóra ársfjórðunga fram í tímann frá árinu 1994 til og með ágústspánni í ár, þ.e. í 70 spám. Samkvæmt töflunni hefur verðbólgu verið vanspáð tvo til fjóra ársfjórðunga fram í tímann og því meira því lengra sem er horft fram á veginn. Meðalskekkjur spánna þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann reyndust vera tölfræðilega marktækar frá núlli miðað við 5% öryggismörk, sem þýðir að spárnar voru bjagaðar niður á við og verðbólgu kerfisbundið vanspáð. Hins vegar finnst ekki marktæk bjögun í skekkjum í spám einn og tvo ársfjórðunga fram í tímann.

**Tafla 3 Skekkjur í verðbólguþám Seðlabankans frá 2. ársfj. 2001**

	Fjöldi mælinga	Meðalskekkja (%)	Staðalfrávik (%)
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	44	-1,5	2,9
Átta ársfjórðungar fram í tímann	40	-2,7	4,3
Tölf ársfjórðungar fram í tímann	14	-2,1	2,5

Frá því að verðbólguþám var tekið upp í mars árið 2001 hefur Seðlabankinn birt verðbólguþám tvö ár fram í tímann og spár þrjú ár fram í tímann frá því í mars 2007. Tafla 3 sýnir meðaltal og staðalfrávik spáskekkja frá því að verðbólguþám var tekið upp. Með því að bera saman staðalfrávik eins árs spáskekkju, í annars vegar töflu 2 og hins vegar töflu 3, sést að staðalfrávik eins árs spáskekkja er meira eftir að bankinn tók upp verðbólguþám og flótgengi en á öllu tímabilinu.<sup>3</sup> Einnig er rétt að hafa í huga að núverandi þjóðhagslíkan var ekki tekið í notkun fyrr en í ársbyrjun 2006. Því var notast við spár Þjóðhagsstofnunar sem byggðust á þjóðhagslíkanum sem var bæði barns síns tíma og ekki hannað til að gera þjóðhagsspár til að styðja við mótun peningastefnu. Þá gerði bankinn ekki spár um þróun gengis krónunnar og vaxta bankans fyrr en á árinu 2007 og nýttu spárnar því ekki að fullu mat sérfræðinga bankans um líklega þróun þessara stærða. Svo er að hluta til enn því að síðustu ár hafa þjóðhags- og verðbólguþám Seðlabankans byggst á þeirri tæknilegu forsendu að gengi krónunnar haldist nær óbreytt frá því sem það er þegar spágerð lýkur (sjá umfjöllun í köflum I og III). Reynslan sýnir að stórar skekkjur í verðbólguþám á Íslandi eru yfirleitt tengdar sveiflum í gengi krónunnar, líkt og sjá má á mynd 2, en einnig hefur verið horft til þess að ekki sé nægilegt tillit tekið til ótraustrar kjölfestu verðbólguvæntinga í þjóðhagslíkanum bankans sem geti leitt til þess að of auðvelt sé að tryggja aðlögun verðbólgu að markmiði í spám bankans.

### Verðbólguþám Seðlabankans í samanburði við spár einfaldra tímaraðalíkana

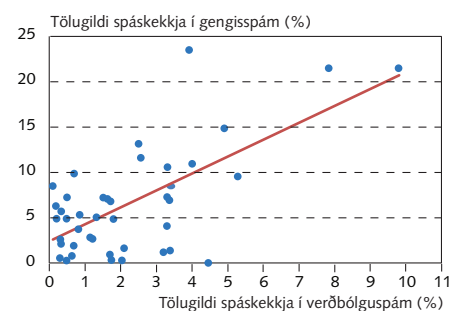
Til að meta árangur verðbólguþáa Seðlabankans er hægt að bera saman spáskekkjur í spám bankans og spáskekkjur sem fást með því

3. Sjá einnig umfjöllun í skýrslum Seðlabankans, „Peningastefnan eftir höft“, *Sérrið* nr. 4, og „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, *Sérrið* nr. 7 (kafla 3, 4 og 12).

Mynd 2

Spáskekkjur í verðbólguþám Seðlabankans og frávik meðalgengis frá eins árs spáðu gengi 2001-2012

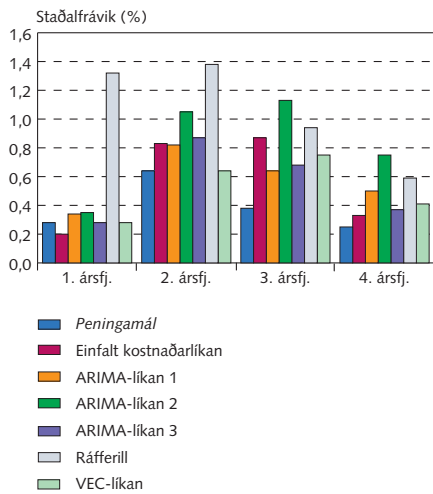
Spár eitt ár fram í tímann



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

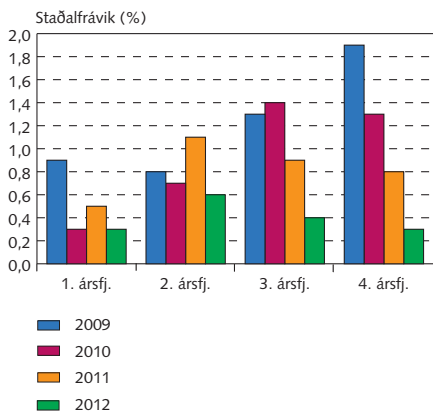
Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* og ýmsum einföldum líkönum árið 2012<sup>1</sup>



1. Fyrsti ársfjórðungur er fjórðungurinn sem *Peningamál* eru birt eða fyrsti fjórðungurinn sem spáð er. Annar ársfjórðungur er næsti fjórðungur á eftir birtingu *Peningamála*. Þriðji ársfjórðungur er fjórðungurinn þar á eftir.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamáalum* árin 2009 til 2012<sup>1</sup>



1. Fyrsti ársfjórðungur er fjórðungurinn sem *Peningamál* eru birt eða fyrsti fjórðungurinn sem spáð er. Annar ársfjórðungur er næsti fjórðungur á eftir birtingu *Peningamála*. Þriðji ársfjórðungur er fjórðungurinn þar á eftir.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

að spá verðbólgu með einföldum tímaráðalíkönunum.<sup>4</sup> Til viðmiðunar eru þrjú ARIMA-líkön, einfalt kostnaðarlíkan, ráfferill og VEC-líkan.<sup>5</sup> Þegar litið er yfir árið 2012 sést að spár bankans komu jafnan best út. Þær komu misvel út eftir því til hversu langs tíma spáð var en almennt verða spáskekkjur einföldu líkananna meiri og víkja um leið meira frá spáskekkjum grunnspár bankans eftir því sem litið er til lengra tímabils.

Þegar skoðað er hvernig tókst að spá einn ársfjórðung fram í tímann kemur í ljós að einfalda kostnaðarlíkanið stóð sig best, eins og sést á mynd 3. Næst í röðinni kemur grunnspá *Peningamála* ásamt ARIMA-líkani 3 og VEC-líkaninu. Athyglisvert er að spáskekkja grunnspárinnar er meiri tvo ársfjórðunga en þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann en yfirleitt er þessu öfugt farið þar sem meiri óvissa er þegar horft er lengra fram á veginn. Fyrir tvo til fjóra ársfjórðunga kemur grunnspá *Peningamála* best út og er munurinn hvað mestur þegar spáð er fyrir þrjá ársfjórðunga. Þar er spáskekkja grunnspárinnar 0,38%, en næst á eftir kemur ARIMA-líkan 1 með skekkju upp á 0,64%. Því er um talsverða yfirburði að ræða.

Einnig getur verið upplýsandi að bera spárnar saman við svokallaðan ráfferil (e. random walk), en þess konar spá gerir ráð fyrir að ekki sé hægt að sjá fyrir breytingar í verðbólgunni. Ef verðbólgan fylgir ráfferli er skynsamlegast að spá því að verðbólgan í framtíðinni verði jöfn þeirri verðbólgu sem mældist síðast. Á mynd 3 má sjá að upplýsingar hinna líkananna nýtast mun betur við styttri spár (einn og tvo ársfjórðunga fram í tímann) þar sem spáskekkjur þeirra eru mun minni en skekkjur ráfferilsins. Sá munur minnkar síðan verulega, sem endurspeglar aukna óvissu við spár lengra fram í tímann.

Þá er athyglisvert að skoða hvernig spáskekkjur grunnspárinnar hafa þróast á milli ára. Á mynd 4 má sjá að skekkjurnar hafa minnkað töluvert frá árinu 2009. Einnig sést að árið 2012 kom vel út í samanburði við fyrri ár, en skekkjur í spám um verðbólgu á því ári eru í öllum tilfellum minni eða jafnar spáskekkjum fyrri ára. Mestar eru framfarirnar við spár þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann, en þar hafa skekkjurnar minnkað verulega yfir tímabilið 2009-2012. Ástæðan er sennilega að miklu leyti fólgin í vaxandi stöðugleika í þjódarbúskapnum eftir því sem lengra hefur liðið frá því að efnahagskreppan skall á, en ársverðbólga var um og yfir 12% árin 2008 og 2009 og ársfjórðungslegur verðbólguhraði mjög breytilegur í samanburði við árin 2011 og 2012. Oftast er það svo að meiri verðbólgu fylgir aukinn breytileiki hennar.<sup>6</sup>

4. Í öllum líkönunum er þess gætt að þau hafi sömu upplýsingar um verðbólgu þegar spáð er.  
5. Samkvæmt einfalda kostnaðarlíkaninu ræðst verðbólga af sögulegri þróun launakostnaðar á framleidda einingu og innflutningsverðlagi í innlendum gjaldmiðli. ARIMA-líkan 1 er byggt á spám fyrir helstu undirlíði vísitölu neysliverðs og þeir eru síðan vegnir saman í eina heildarvísitölu. Tölf undirlíðir vísitölu neysliverðs skiptast í búvörur án grænmetis, grænmeti, aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur, aðrar innlendar vörur, innfluttar mat- og drykkjarvörur, nýja bíla ásamt varahlutum, bensín, aðrar innfluttar vörur, áfengi og tóbak, húsnæði, opinbera þjónustu og að lokum aðra þjónustu. ARIMA-líkan 2 spár vísitölu neysliverðs beint en ARIMA-líkan 3 spár heildarvísitölunni án áhrifa óbeinna skatta og er metnum áhrifum af skattabreytingum bætt við. Umfjöllun um notkun ARIMA-líkana við verðbólguþspár má t.d. finna í A. Meyler, G. Kenny og T. Quinn (1998), „Forecasting Irish inflation using ARIMA models“, Central Bank of Ireland, *Technical Paper*, nr. 3/RT/98.  
6. Fjármálakreppan hefur reynst verulegur prófsteinn fyrir spágerð ýmissa seðlabanka eins og t.d. er fjallað um í David Stockton (2012). *Review of the Monetary Policy Committee's Forecasting Capability*, október 2012.

## Hagvaxtarspár Seðlabankans fyrir árið 2012

Til að fá betri mynd af árangri Seðlabankans við verðbólguþátt þarf einnig að horfa til þess hvernig bankanum hefur tekist að spá fyrir um þróun efnahagssumsvifa. Þannig er t.d. líklegt að bankinn vanspái verðbólgu á tímabilum þar sem hann vanspái vexti almennrar eftirspurnar og ofmetur umfang þess slaka sem er í efnahagslífinu.

Hagstofa Íslands birtir áætlanir um þjóðhagsreikninga fyrir hvern ársfjórðung rúmum tveim mánuðum eftir lok fjórðungsins. Fyrsta áætlun fyrir fjórða ársfjórðung 2012 og árið 2012 í heild var birt í mars 2013 og endurskoðaðar tölur voru birtar í september sl. Spár Seðlabankans og áætlanir Hagstofunnar fyrir breytingar helstu þjóðhagsstærða frá fyrra ári má sjá í töflu 4. Í efstu röð töflunnar má sjá fyrsta fjórðunginn sem spáð er fyrir um. Þegar *Peningamál* 2012/1 voru gefin út í febrúar 2012 lágu fyrir áætlanir frá Hagstofunni um þjóðhagsreikninga fyrir þriðja ársfjórðung 2011. Spá bankans fyrir árið 2012 þurfti því að byggja á spá bankans fyrir fjórða ársfjórðung ársins 2011.

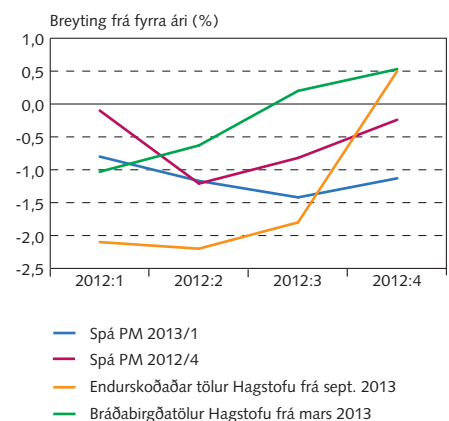
Tafla 4 Þjóðhagsspár *Peningamála* fyrir árið 2012

Spátímabil frá:	2011/4	2012/1	2012/2	2012/3	2012/4	Bráða- birgða- tölur mars 2013	Endursk. tölur sept. 2013
Breyting frá fyrra ári (%)	PM 2012/1	PM 2012/2	PM 2012/3	PM 2012/4	PM 2013/1		
Einkaneysla	2,2	3,2	3,0	3,0	2,6	2,7	2,4
Samneysla	-1,2	-0,6	-0,1	-0,6	-1,1	-0,2	-1,4
Fjármunamyndun	17,5	12,4	9,0	9,2	4,9	4,4	5,0
Þjóðarútgjöld	3,4	3,7	3,2	2,8	2,0	1,9	1,6
Útflutningur	1,8	3,8	5,4	4,6	3,9	3,9	3,8
Innflutningur	3,4	5,9	6,4	5,6	3,7	4,8	4,7
Hagvöxtur	2,5	2,6	3,1	2,5	2,2	1,6	1,4

Talsverð breyting átti sér stað á tölum Hagstofunnar frá birtingu bráðabirgðatalna í mars til endurskoðaðra talna í september á þessu ári. Allir liðir voru lækkaðir nema fjármunamyndun. Umfangsmesta breytingin varð í samneyslu sem stafaði að mestu leyti af niðurfærslu á samneyslu sveitarfélaganna um 1,2 prósentur frá bráðabirgðatölu. Mynd 5 sýnir hvernig ársfjórðungslegur vöxtur samneyslu þróaðist í útgáfum *Peningamála* yfir árið í samanburði við bráðabirgðatölur og nýjustu tölur Hagstofunnar. Þar má jafnframt sjá hvað endurskoðunin í september hafði mikil áhrif á skekkjur í spám um samneyslu. Spárnar fara frá því að vanspá henni yfir í að ofspá fyrir megnið af tímabilinu.

Spá um fjármunamyndun fyrir tímabilið breyttist einnig talsvert. Megin skýringuna má finna í stóriðjuþjárfestingu sem ítrekað var seinkað í spám bankans og olli því lækkun á áætlaðri fjármunamyndun á milli spáa. Þegar leið á árið varð óvissa um framkvæmdir ársins skiljanlega minni og í síðustu spá fyrir tímabilið var spágildi *Peningamála* nánast hið sama og nýjustu tölur Hagstofunnar gefa til kynna. Vísbendingar um einkaneyslu fyrir árið gáfu einnig tilefni til meiri bjartsýni en nýjustu mælingar réttlæta. Búist var við meiri vexti einkaneyslu vegna vaxandi hreinnar eignar heimilanna, lægri raunvaxta og bata á vinnumarkaði. Þó að skekkja í spám um einkaneyslu hafi ekki verið mikil í prósentum, vegur hún þungt í spáskekkju landsframleiðslunnar vegna mikils vægis einkaneyslu í landsframleiðslu.

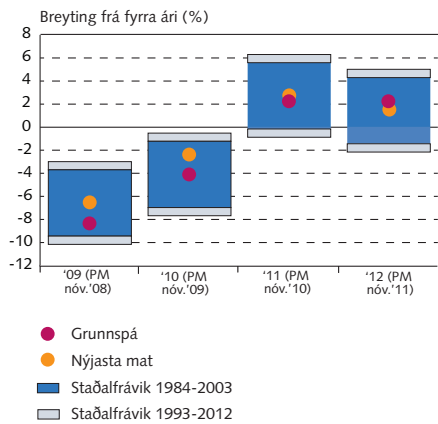
Mynd 5  
Samneysla: Tölur Hagstofu  
og spár Seðlabankans



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

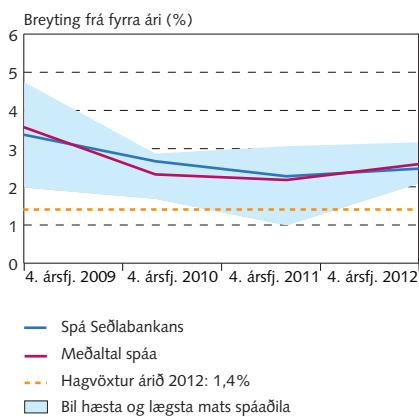
Spár nóvemberheftis *Peningamála* um hagvöxt næsta árs



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

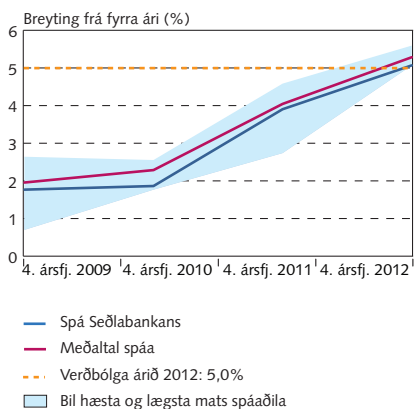
Spár um hagvöxt árið 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Spár um verðbólgu árið 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Auk innlendra þátta fóru horfur um alþjóðlega efnahagsþróun einnig versnandi yfir árið. Á mynd 1-19 í kafla 1 má sjá hvernig hagvaxtarspár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir þróuð ríki hafa sífellt verið endurskoðaðar niður á við, aðallega vegna óvissu á evrusvæðinu. Hægari vöxtur eftirspurnar helstu viðskiptalanda rýrði viðskiptakjör þjóðarbúsins (sjá nánar í rammagrein II-1) og hægði að einhverju leyti á útflutningsvexti.

Uptalningin hér að ofan skýrir að mestu hvers vegna hagvexti var ofspáð fyrir árið 2012. Þróttur innlendar sem og erlendar eftirspurnar reyndist ofmetinn. Hagvaxtarspár voru hvað bjartsýnastar yfir miðbik tímabilsins og reyndist skekkjan mest í *Peningamála* 2012/3 eða sem nemur 1,7 prósentum. Eins og sjá má á mynd 6 er spáskekkja hagvaxtar þó vel innan þeirra marka sem sögulegt staðalfrávik hagvaxtar afmarkar. Það sama má segja um árin þar á undan.<sup>7</sup>

### Spár Seðlabankans í samanburði við spár annarra spáaðila

Á mynd 7 má sjá samanburð á hagvaxtarspám Seðlabankans fyrir árið 2012 við meðaltal spáa annarra aðila. Spárnar voru allar gerðar á fjórða ársfjórðungi á árunum 2009-2012 og samanstandur meðaltalið af spám átta spáaðila: spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, Alþýðusambands Íslands (ASÍ), fjármálaráðuneytisins, þriggja stóru viðskiptabankanna, Hagstofunnar og framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins. Bil hæsta og lágsta spágildis þeirra er sýnt sem skyggt svæði. Þetta bil breiðkar jafnan þegar mikil óvissa ríkir um efnahagshorfur eða horft er langt fram á veginn.

Ágætur samhljómur er á milli hagvaxtarspáa Seðlabankans og spáa annarra aðila. Eins og sjá má á myndinni voru spár *Peningamála* sem birtar voru frá miðju ári 2010 til loka árs 2011 nokkru bjartsýnni og skipa sér meðal bjartsýnni spáa sem birtar voru á fjórða ársfjórðungi 2010. Af spám sem birtar voru við lok árs 2011 voru tveir spáaðilar sem voru nærri nýjustu mælingu Hagstofunnar, en það voru ASÍ sem spáði 1% hagvexti og Landsbankinn sem spáði 1,7% hagvexti. Almennt virðist mat spáaðila á hagvaxtarhorfum hafa verið of bjartsýnt. Af níu aðilum spáðu átta meiri hagvexti í öllum spám fyrir árið en Hagstofan mældi í september, þar á meðal Seðlabankinn. Eins og áður hefur komið fram er líklegasta ástæðan endurmat á samneyslu sveitarfélaganna, erlendri eftirspurn og frestun stóriðjufjárfestingar sem koma nokkuð jafnt niður á spáaðila í stað þess að skilja á milli þeirra.

Einnig var góður samhljómur milli verðbólguþspáa Seðlabankans fyrir árið 2012 og spáa annarra aðila. Á mynd 8 sést að spáð verðbólga fyrir árið 2012 samkvæmt þeim spám sem voru birtar framan af því tímabili sem hér er skoðað var mun lægri en mæld ársverðbólga, en voru svo endurskoðaðar upp á við með tímanum og birtingu nýrra upplýsinga, sérstaklega þegar nýr kjarasamningur lá fyrir um mitt ár 2011. Þar sem ferlarnir eru svipaðir virðast það hafa verið breytingar í ytri þáttum sem hafa haft áhrif á spárnar, fremur en munur á spálíkönun eða mati spáaðila. Sá meginmunur var þó á verðbólguþspánum

7. Eins og fjallað er um í rammagrein I-1 í *Peningamála* 2012/4 reyndist nóvemberþáin 2008 um þróun landsframléiðslunnar út árið 2011 t.d. ganga nánast fullkomlega eftir en sú spá var gerð strax í kjölfar bankahrunsins.



að í öllum tilfellum var grunnspáin undir meðaltali spáaðila. Því virðast verðbólguþáttur *Peningamála* hafa verið bjartsýnni á tímabilinu. Eins og bil hæstu og lægstu spáa sýnir voru þau þó ekki með lægstu spána nema í hópi þeirra spáa sem voru birtar á fjórða ársfjórðungi 2012.

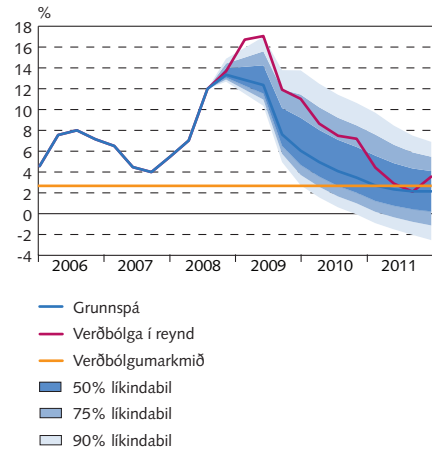
### Endurbætur á spágerð

Eins og áður segir er mikilvægt að draga lærdóma af spáskekkjum og huga að mögulegum endurbótum á líkönum, vinnubrögðum við greininguna og framsetningu spáa til að draga úr umfangi slíkra skekkja, ekki síst sé um kerfisbundna bjögun að ræða, og koma þeirri óvissu sem umlykur spár betur á framfæri. Sérfræðingar Seðlabankans vinna sífellt að ýmiss konar endurbótum á þessu sviði og hafa margar þeirra komið til framkvæmda á undanförunum árum. Meðal þess sem nú er unnið að er að ná betur utan um áhrif þess að verðbólguþáttur miðað hefur skort trausta kjölfestu og þeirrar innbyggðu tregðu sem einkennir eiginleika verðbólguþróunar hér á landi á miðlun peningastefnunnar og verðbólguþróunina í þjóðhagslíkani bankans.<sup>8</sup> Í öðru lagi er unnið að nýrri uppfærslu þjóðhagslíkansins og þróun annarra þjóðhagslíkana þar sem t.d. er leitast við að ná betur utan um aðlögun þjóðarbúsins að sjálfbæru jafnvægi sem getur við skilyrði þar sem þjóðarbúskapurinn er fjarri slíku jafnvægi teygst sig yfir lengra tímabil en þeirra þriggja ára sem birt eru í *Peningamálum*. Í þriðja lagi má nefna að þeirri óvissu sem umlykur verðbólguþáttur bankans hafa frá því í maíhefti þessa árs verið gerð betri skil með birtingu óvissubils spárinnar á svokölluðu blævængsformi (e. fan chart). Þar á undan hafði Seðlabankinn síðast birt slíkt óvissumat í júlí 2008, nokkrum mánuðum fyrir fall viðskiptabankanna, og þá fyrir fleiri stærðir. Eins og sjá má á myndum 9-11 gengu þær ágætlega eftir þrátt fyrir þau miklu áföll sem þjóðarbúskapurinn varð fyrir stuttu síðar.

Mynd 9

Verðbólga samkvæmt spá *Peningamála* í júlí 2008 og í reynd

Spátímabil 3. ársfj. 2008- 2. ársfj. 2011

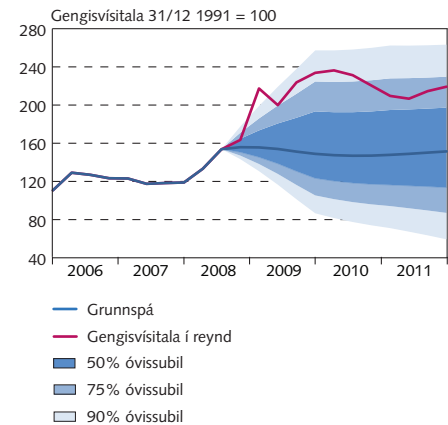


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Gengi krónunnar samkvæmt spá *Peningamála* í júlí 2008 og í reynd

Spátímabil 3. ársfj. 2008- 2. ársfj. 2011

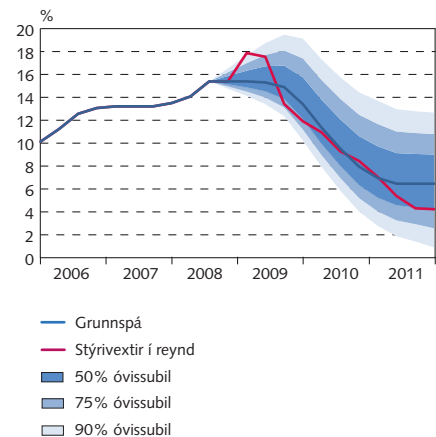


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Stýrivextir skv. spá *Peningamála* í júlí 2008 og í reynd

Spátímabil 3. ársfj. 2008- 2. ársfj. 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

8. Sjá t.d. umfjöllun í Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Ó. Pétursdóttir og Karen Á. Vignisdóttir (2011). „Price setting in turbulent times: Survey evidence from Icelandic firms“. Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 54; og í skýrslum Seðlabankans, „Peningastefnan eftir höft“, *Sérít* nr. 4, og „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, *Sérít* nr. 7 (kafla 3).

## Viðauki 3

# Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram fráviksmörk

Samkvæmt lögum nr. 36/2001, um Seðlabanka Íslands, er meginmarkmið stjórnar peningamála stöðugleiki í verðlagsmálum. Í yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 var bankanum sett verðbólguþakmið, þ.e.a.s. að hann skuli stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Í yfirlýsingunni er einnig kveðið á um að víki verðbólga meira en 1½ prósentu frá markmiðinu beri bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar þar sem fram komi hverjar bankinn telur vera meginástæður fráviksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur að það muni taka að ná verðbólguþakmiðinu að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega. Rétt er þó að ítreka að þessi fráviksmörk fela ekki í sér neina aðra formlega kvöð af hálfu Seðlabankans. Markmið bankans er að halda verðbólgu sem næst 2½% að jafnaði, ekki einungis innan markanna.

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 28. ágúst, mældist tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 4,3% í ágúst, sem er meira en 1½ prósentu frá verðbólguþakmiðinu. Fráviksmörk verðbólguþakmiðsins hafa því verið rofin á ný eftir að verðbólga fór inn fyrir þau í mars sl. og er það tilefni þessarar greinargerðar.

### Verðbólguþróunin undanfarið

Verðbólgan náði lágmarki í kjölfar fjármálakreppunnar snemma árs 2011. Hún tók síðan að rísa nokkuð er leið á árið 2011, fyrst vegna hækkunar olíuverðs og lækkunar á gengi krónunnar en síðar fyrst og fremst vegna ríflegra launahækkana í kjölfar kjarasamninga vorið 2011. Eftir að hún náði hámarki í 6,4% í apríl 2012 tók hún að hjaðna á ný og var komin í 3,3% í júní sl. Þá tók hún að vaxa á ný og mældist 4,3% í ágúst, eins og áður hefur komið fram. Hækkunin í ágúst stafaði að nokkru leyti af óhagstæðum grunnáhrifum, þ.e.a.s. lækkun vísitölnunnar á sama tíma árið 2012 sem rekja má til mikillar styrkingar krónunnar um sumarið.

Þeir þættir sem vegið hafa þyngst í þróun verðbólgu undanfarið eru annars vegar verðlag innlendar þjónustu, en verðlag þjónustu einkaaðila hækkaði um 6,7% í ágúst frá fyrra ári og verðlag opinberrar þjónustu um 5%, en saman vega þessir tveir liðir tæplega þriðjung í vísitölu neysluverðs. Annar veigamikill þáttur verðbólgunnar er hækkun húsnæðisliðar vísitölnunnar, sem að nokkru leyti má rekja til hækkunar á ýmsum kostnaðarliðum tengdum rekstri og viðhaldi húsnæðis en einnig til hækkunar á markaðsvirði húsnæðis.

Verðbólgan undanfarið virðist fyrst og fremst eiga sér rætur í innlendum kostnaði fremur en innfluttum. Þannig nam árshækkun verðlags innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks einungis um 2% í ágúst. Verðhækkanir virðast einnig nokkuð almennar. Það endurspeglast líka í mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu, sem einnig hafa

hækkað nokkuð frá því í júní. Þannig mældist verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa 4,7% og hafði vaxið úr 3,5% í júní. Undirliggjandi verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 4 án skattaáhrifa hefur einnig aukist og mældist 4,2% og hafði aukist úr 3,2% í júní.<sup>1</sup>

Verðbólguvæntingar mælast einnig um og yfir 4% og hafa þróast með svipuðum hætti og mæld verðbólga og hafa aukist á flesta mælikvarða frá því í vor.

### Breytir þessi þróun mati Seðlabankans á verðbólguhorfum?

Seðlabankinn birti síðast verðbólguþspá í *Peningamálum* 2013/3 hinn 21. ágúst sl. Þar var því spáð að verðbólga myndi aukast úr 3,3% á öðrum fjórðungi þessa árs í 4% á þeim þriðja og í 4,1% á þeim fjórða. Samkvæmt spánni mun verðbólgan síðan hjaðna á ný og vera komin niður í u.þ.b. 3% á síðasta fjórðungi næsta árs og nálægt 2½% markmiðinu á seinni hluta árs 2015 og í markmið snemma árs 2016.

Aukin verðbólga síðla sumars var því að stærstum hluta fyrirséð og í samræmi við spá bankans, þótt aukningin sé lítillega meiri en þar var spáð. Ekki er því á þessari stundu ástæða til að breyta því mati bankans á verðbólguhorfum sem birtist í *Peningamálum* 2013/3.

Bankinn mun birta nýja verðbólguþspá í *Peningamálum* sem gefin verða út 6. nóvember nk.

### Viðbrögð peningastefnunnar

Þar sem rof fráviksmarka var að þessu sinni í meginatriðum fyrirséð endurspeglast viðbrögð peningastefnunnar í síðustu vaxtaákvörðun peningastefnunefndar bankans. Rof fráviksmarkanna eitt og sér kallar því ekki á sérstök viðbrögð peningastefnunnar.

Samkvæmt spá bankans frá því í ágúst mun verðbólga hjaðna frá og með ársbyrjun 2014 en hún mun hjaðna hægt og verðbólgu-markmiðið því ekki nást fyrr en snemma árs 2016. Það er mjög hæg hjöðnun og telst varla ásættanleg og brýnt að unnið sé að því að hún verði hraðari.

Að miklu leyti stafar þessi hæg hjöðnun verðbólgu af því að í spánni er í ljósi sögulegrar reynslu gert ráð fyrir nokkuð ríflegum launahækkunum í komandi kjarasamningum. Launakostnaður á framleidda einingu mun því vaxa um 4½% á þessu ári og um 4% á ári næstu tvö ár. Það er töluvert umfram það sem að öðru óbreyttu getur samrýmst 2½% verðbólgu. Samkvæmt spánni vega ríflegar launahækkningar á móti tiltölulega stöðugu gengi krónunnar og áframhaldandi slaka í þjóðarbúskapnum. Þessi þróun gæti kallað á frekari hækkun á vöxtum bankans á komandi misserum og þeir verða í öllu falli hærri en ef launahækkningar verða í samræmi við verðbólgu-markmiðið. Það er því ljóst að verði launahækkningar enn meiri en gert er ráð fyrir í spánni er óhjákvæmilegt að peningastefnan þurfi að bregðast við með hækkun vaxta.

Verði launahækkningar í komandi kjarasamningum hins vegar hófsamari en gert er ráð fyrir í spánni mun verðbólga að öðru óbreyttu

1. Kjarnavísitala 3 án skatta undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruleiða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðisrána. Kjarnavísitala 4 án skatta undanskilur til viðbótar áhrif breytinga á markaðsvirði húsnæðis.

hjaðna hraðar. Vextir yrðu þá lægri en ella og innlend eftirspurn, vinnuafslnotkun og hagvöxtur meiri en spá bankans gerir ráð fyrir. Til dæmis um það hvaða ávinning slík þróun gæti haft varðandi verðbólgu­markmið Seðlabankans má nefna að ef laun á árunum 2014 og 2015 hækka ekki umfram verðbólgu­markmið og áætlaða framleiðni­aukningu mun verðbólgu­markmið að öðru óbreyttu nást síðla árs 2014 eða snemma árs 2015 sem er um ári fyrir en í grunnspá. Afar brýnt er að unnið sé að því að þetta verði niðurstaðan.

Helsta tæki Seðlabankans til þess að hafa áhrif á verðbólgu eru vextir bankans í viðskiptum við innlánsstofnanir. Almennt gildir að horfur um langvarandi verðbólgu yfir markmiði kalla á hækkun vaxta í því skyni að draga úr umsvifum í þjóðar­búskapnum og draga þannig úr þrýstingi á verðlag. Þegar lagt er mat á núverandi stöðu verður að hafa í huga að Seðlabankinn hefur þegar hækkað vexti sína umtals­vert frá því þeir náðu lágmarki, en áhrif þeirra hækkana eru vart komin fram að fullu leyti.

Annar mikilvægur farvegur fyrir miðlun peningastefnunnar eru áhrif hennar á gengi krónunnar, sem einnig hefur áhrif á verðlags- og launaþróun. Að öðru óbreyttu hafa hærri vextir tilhneigingu til að styrkja gengi krónunnar, a.m.k. tímabundið, en þessi farvegur vaxtaá­hrifa er þó veikari en ella um þessar mundir vegna fjármagnshafta. Báðir þessir farvegir miðlunar peningastefnunnar eru mikilli óvissu háðir. Því er ákvörðun um vexti og möguleg inngrip á gjaldeyris­markaði ævinlega matsatriði, jafnvel þótt byggt sé á öllum tiltækum upplýsingum sem máli skipta og bestu fánlegu líkðnum við mat á efnahagshorfum.

Það hefur verið mat peningastefnufndarinnar að nokkur slaki hafi verið í þjóðar­búskapnum frá fjármálahruninu haustið 2008, þ.e.a.s. að framleiðslugetan hafi ekki verið nýtt að því marki að það stuðli að aukinni verðbólgu. Því hafi verið nokkurt svigrúm til þess að halda raunvöxtum bankans tímabundið lægri en þeir þurfa að vera að jafnaði þegar framleiðslugeta er u.þ.b. fullnýtt og með því hefur pen­ingastefnan stutt við efnahagsbatann. Peningastefnufndin hefur hins vegar ítrekað lagt áherslu á að eftir því sem slakinn í þjóðar­búskapnum minnki þurfi slakinn í peningastefnunni einnig að minnka. Vextir Seðlabankans hafa því verið hækkaðir um 1,75 prósentur frá sögulegu lágmarki árið 2011 til þess að bregðast við verðbólguhorfum og færa raunvexti nær hlutlausri stöðu, þ.e.a.s. stöðu sem samrýmist lítilli og stöðugri verðbólgu þegar framleiðslugeta þjóðar­búskaparins er nær fullnýtt.

Viðskipti seðlabanka á millibankamarkaði með gjaldeyri, í því skyni að draga úr sveiflum í gengi gjaldmiðilsins, geta við vissar að­stæður verið mikilvægt hjálpartæki peningastefnunnar, einkum í litlum opnum hagkerfum þar sem breytingar á gengi hafa mikil og hröð áhrif á innlent verðlag. Seðlabankinn hefur um þó nokkurt skeið boðað í ritum sínum að bankinn myndi verða virkari á gjaldeyrismarkaði í því skyni að milda sveiflur í gengi. Við núverandi aðstæður þar sem verðbólguvæntingar hafa verið sveiflukenndar og kjölfesta þeirra í verðbólgu­markmiði er ekki nægjanleg má ætla að miklar gengis­sveiflur leiði til þess að þær verði kvikari en ella. Verðbólgu­markmiðið verður þá torsóttara.

Í maí sl. jók Seðlabankinn virkni sína á gjaldeyrismarkaði, með það að markmiði að draga úr gengissveiflum og stuðla með þeim hætti að því að hjöðnun verðbólgunnar yrði hraðari en ella. Forsenda þessa var að þá hafði dregið verulega úr gjaldeyrismisvægi í efnahagsreikningum fjármálastofnana og gengi krónu um nokkurt skeið verið nálægt því sem að óbreyttu mátti ætla að nægði til þess að ná verðból gumarkmiðinu á næstu misserum.

Frá því að Seðlabankinn jók virkni sína á markaði hefur daglegt flókt gengisins u.þ.b. helmingast sé miðað við jafnlangt tímabil á undan og sveiflur yfir lengri tímabil hafa einnig minnkað. Peningastefnunefndin bindur vonir við að stöðugra gengi muni þegar til lengdar lætur veita verðbólguvæntingum betri kjölfestu og stuðla þannig að hófsamari kjarasamningum og lægri verðbólgu. Of snemmt er þó að fullyrða um árangurinn á þessu sviði, en þeirri stefnu sem mörkuð var í maí verður fram haldið á komandi mánuðum.

Rétt er í þessu sambandi að undirstrika að aukin virkni Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði felur ekki í sér yfirlýsingu um fastgengisstefnu enda ekki hægt að breyta grundvelli gengisstefnunnar með þeim hætti nema með samþykki ráðherra. Eins og kom fram þegar inngripastefnan var kynnt í maí sl. kann hún að verða endurskoðuð í tengslum við það að afgerandi skref eru stigin varðandi losun fjármagnshafta enda varhugavert að skuldsettur gjaldeyrisforði verði notaður til að draga úr áhættu þeirra sem kunna við þær aðstæður að vilja skipta krónueignum í gjaldeyri. Sú óvissa sem þessu fylgir varðandi þróun gengis ásamt óvissu vegna þungs endurgreiðsluferils erlendra lána vinnur óhjákvæmilega í einhverjum mæli gegn lækkun verðbólguvæntinga um þessar mundir. Árangursrík skref sem draga úr þessari óvissu gætu því stuðlað að lækkun verðbólguvæntinga.

Auk óvissu um áhrif erlendra greiðslubyrði og losunar fjármagnshafta á gengi krónunnar eru til staðar tveir óvissuþættir sem munu ráða miklu um hve háir vextir Seðlabankans þurfa að vera til þess að ná verðból gumarkmiðinu. Annars vegar munu niðurstöður kjarasamninga á næstunni ráða mestu um það hve hratt verðbólga hjaðnar að markmiði, bæði vegna beinna áhrifa á launakostnað fyrirtækja og vegna óbeinna áhrifa á gengi krónunnar. Hins vegar mun stefnan í ríkisfjármálum hafa veruleg áhrif þegar horft er lengra fram í tímann, en nægilega aðhaldssöm stefna í ríkisfjármálum getur létt þær byrðar sem leggjast á vaxtastefnuna.

Næsti vaxtaákvörðunarfundur peningastefnunefndar er 2. október nk.

