

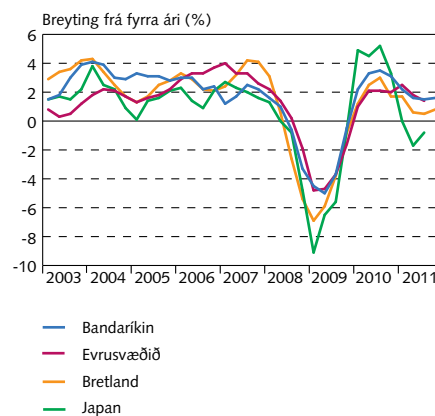
Efnahagsbatinn heldur áfram þrátt fyrir lakari alþjóðahorfur

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum halda áfram að versna, en alþjóðlegar spár gera enn sem komið er ráð fyrir að samdráttur á evrusvæðinu verði tiltölulega skammvinnur. Viðskiptakjör voru nokkru lakari í fyrra en spáð var og verða einnig lakari á þessu ári. Á móti virðist krafturinn í útflutningi vera heldur meiri. Horfur um hagvöxt eru í stórum dráttum svipaðar og í nóvemberspá Seðlabankans: hagvöxtur síðasta árs virðist hafa verið 3% og áætlað er að hann verði um 2½% á ári á þessu og næstu tveimur árum. Í spánni er gert ráð fyrir að bati á vinnumarkaði haldi áfram með svipuðum hætti og spáð var í nóvember. Áfram er spáð að verðbólga nái hámarki á fyrsta fjórðungi þessa árs en taki síðan að hjaðna og verði við verðbólguþröngumarkmið bankans snemma árs 2014. Sem fyrr litast efnahagshorurnar af óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum.

Alþjóðleg efnahagsmál og utaríkisviðskipti

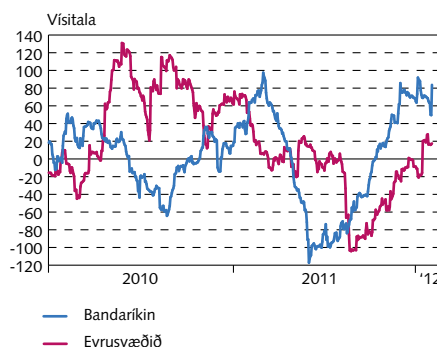
- Eftir því sem leið á síðasta ár dró úr hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands og bjartsýnin sem ríkti á fyrri hluta ársins um að það versta væri yfirstaðið fjaraði út. Áframhaldandi óvissa í tengslum við skuldavanda ýmissa evruríkja, hætta á frekari útbreiðslu vandans og minni hagvöxtur víða um heim hefur orðið til þess að spár um hagvöxt fyrir árið í ár hafa lækkað verulega.
- Töluvert dró úr hagvexti í flestum evruríkjum á þriðja ársfjórðungi síðasta árs. Skuldatryggingarálag langflestra evruríkja hækkaði gífurlega á síðasta ári og er almennt talið að evrusvæðið sé nú þegar komið í milda niðursveiflu. Í Bretlandi og Bandaríkjunum dró einnig verulega úr hagvexti á þriðja ársfjórðungi. Hins vegar dró heldur úr samdrættinum í Japan þegar áhrif jarðskjálftans snemma á síðasta ári tóku að fjara út. Fyrstu vísbendingar um þróunina á síðasta fjórðungi ársins gefa til kynna sterkari vöxt í Bandaríkjunum og Bretlandi, en að hægt hafi á hagvexti á evrusvæðinu.
- Spár um hagvöxt á þessu ári hafa verið lækkaðar í flestum viðskiptalöndum Íslands, að Bandaríkjunum og Japan undanskildum. Efnahags- og þróunarstofnunin (OECD) spár 0,8% hagvexti á árinu í helstu viðskiptalöndum Íslands en spár Consensus Forecasts og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins gera ráð fyrir ½% hagvexti, sem er töluvert lægra en gengið var út frá í síðasta hefti *Peningamála*.
- Verðbólguhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa lítið breyst frá því í byrjun nóvember sl. Verðbólga virðist hafa náð hámarki í flestum þessara landa í haust og hefur síðan hjaðnað, m.a. í kjölfar lækkunar hrávöruverðs. Verðbólga í Bretlandi og á evrusvæðinu er þó enn nokkuð yfir verðbólguþröngumarkmiði viðkomandi seðlabanka.

Mynd 1
Alþjóðlegur hagvöxtur
Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2011



Heimild: Macrobond.

Mynd 2
Vísitala um óvænta þróun hagvísu¹
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 3. febrúar 2012

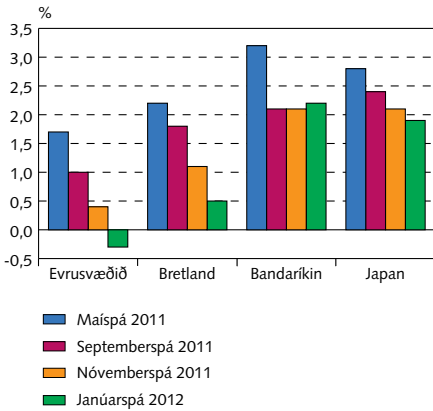


1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru jákvæðari en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.

Heimild: Macrobond.

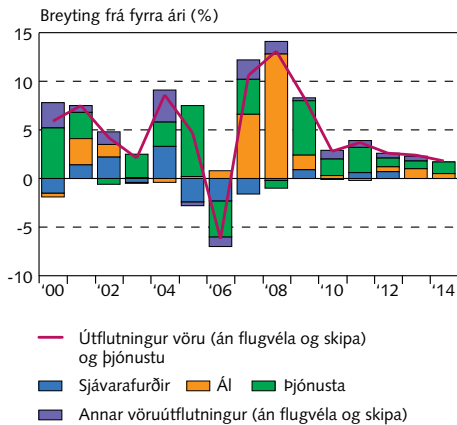
1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála sem birtist í *Peningamálum* 2011/4 í nóvember sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir snemma í febrúar 2012.

Mynd 3
Hagvaxtarspár fyrir árið 2012



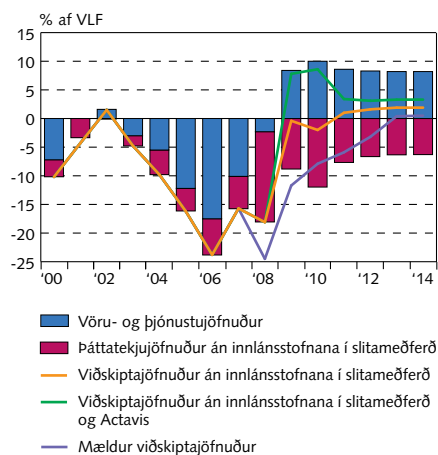
Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd 4
Þróun útflutnings (án flugvéla og skipa) og framlag undirlíða hans 2000-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Viðskiptajöfnuður 2000-2014¹



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

- Stýrivextir á evrusvæðinu hafa í tvígang verið lækkaðir frá útgáfu síðustu *Peningamála* og hefur sú hækkun sem átti sér stað fyrr á árinu 2011 nú að fullu gengið til baka. Í kjölfarið fylgdi mikil vaxtalækkun danska seðlabankans og eru stýrivextir þar í landi nú í fyrsta sinn lægri en á evrusvæðinu. Víða annars staðar hafa vextir verið lækkaðir á undanförunum mánuðum t.d. á hinum Norðurlöndunum og í allmörgum nýmarkaðsríkjum.
- Verulega tók að hægja á vexti alþjóðaviðskipta á seinni hluta síðasta árs. Bæði OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafa nú lækkað spár sínar um vöxt alþjóðaviðskipta á þessu og næsta ári. Í uppfærri spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda Íslands hafi aukist um 4,8% á síðasta ári en að aukningin verði 2,9% á þessu ári, sem er aðeins lægra en gert var ráð fyrir í síðustu spá.
- Hrávöruverð hélt áfram að lækka undir lok síðasta árs en virðist hafa náð lágmarki um miðjan desember. Heildarlækkunin á síðasta ársfjórðungi í fyrra varð nokkru meiri en gert var ráð fyrir í nóvemberspá Seðlabankans. Þrátt fyrir nokkra hækkun hrávöruverðs það sem af er þessu ári er nú gert ráð fyrir lægra verði í ár en áætlað var í síðustu *Peningamálum*. Hins vegar er gert ráð fyrir heldur minni verðlækkun á hráolíu í ár.
- Útlit er fyrir að verðlag helstu útflutningsafurða Íslands verði nokkru lakara á þessu ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá *Peningamála*. Áætlað er að álverð verði um 7% lægra að meðaltali á þessu ári en í fyrra en í nóvemberspánni var gert ráð fyrir að álverð yrði tæplega 2% hærra á þessu ári. Reiknað er með að verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðlum haldi áfram að hækka á árinu en að hækkunin nemi 4% í stað rúmlega 6% í síðustu spá *Peningamála*.
- Viðskiptakjör vöru og þjónustu reyndust nokkru verri á síðasta ári en spáð var í nóvember, en það endurspeglar að mestu leyti meiri hækkun innflutningsverðlags á þriðja ársfjórðungi og lækkun álverðs á síðasta fjórðungi ársins. Horfur hafa einnig versnað fyrir þetta ár, þótt áfram sé gert ráð fyrir viðskiptakjarabata fyrir tilstilli verðhækkunar sjávarafurða og verðlækkunar hrávöru og olíu. Horfur til næstu tveggja ára eru svipaðar og í nóvember.
- Áætlað er að útflutningur vöru og þjónustu hafi aukist um 3,3% í fyrra frá árinu á undan, en í síðustu spá var gert ráð fyrir 2,5% vexti. Vöxtur umfram spá skýrist einkum af meiri vexti útfluttrar þjónustu en bráðabirgðatölur höfðu gefið til kynna, sérstaklega á öðrum ársfjórðungi. Horfur um útflutning á þessu ári hafa einnig vænkast, einkum vegna meiri útflutnings sjávarafurða.
- Töluverður afgangur varð á vöru- og þjónustuviðskiptum á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs. Gert er ráð fyrir að afgangurinn á árinu í heild hafi numið 8½% af landsframléiðslu, sem er minni afgangur en spáð var í nóvember og skýrist einkum af verri viðskiptakjörum á seinni hluta ársins og auknum innflutningi á fjórða ársfjórðungi. Halli á þáttatekujöfnuði er hins vegar áætlaður nokkru minni á árinu en gert var ráð fyrir í nóvember, einkum

vegna meiri endurfjárfestingar erlendis hjá innlánsstofnunum í slitameðferð. Mældur viðskiptahalli í fyrra lækkar því töluvert eða úr 8,2% af landsframleiðslu í nóvemberspánni í tæplega 6% nú en afgangur á viðskiptajöfnuði án innlánsstofnana í slitameðferð er svipaður og í nóvemberspánni eða 0,4% af landsframleiðslu. Horfur eru á að viðskiptaafgangur án innlánsstofnana í slitameðferð verði á bilinu 1½-2% af landsframleiðslu á ári í ár og á næstu tveimur árum, sem er aðeins lægra en spáð var í nóvember.

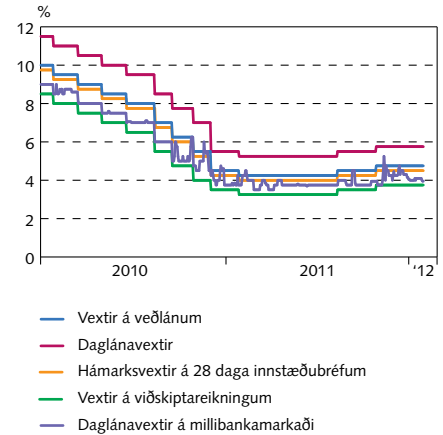
Innlendir fjármálamarkaðir

- Peningastefnunefnd Seðlabankans hækkaði vexti bankans um 0,25 prósentur samhliða útgáfu *Peningamála* í byrjun nóvember en hélt þeim óbreyttum í desember. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana 3,75%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,5%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 4,75% og daglánvextir 5,75%. Raunvextir bankans hafa hins vegar heldur lækkað frá því í nóvember og eru um -0,8% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar.
- Samkvæmt framvirkum vöxtum vænta markaðsaðilar þess að vextir Seðlabankans haldist óbreyttir fram til haustsins en þá virðist búið að verðleggja 0,25 prósentna hækkun vaxta inn í vaxtaferilinn. Samkvæmt framvirka ferlinum verða veðlánvextir því 5% í árslok og 6,5% í lok næsta árs.
- Skammtíma vextir á millibankamarkaði hafa sveiflast á bilinu 3,75-5,25% frá útgáfu *Peningamála* í nóvember. Á sama tíma hafa óverðtryggðir langtíma vextir lækkað um 0,2-0,3 prósentur en verðtryggðir langtíma vextir um 0,4-1 prósentu.
- Grunnfé hefur aukist lítillega frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Peningamagn í umferð (M3) hefur aukist um 10,7% frá því að það náði lágmarki í maí á síðasta ári. Aukninguna í M3 á síðari hluta ársins 2011 má að mestu rekja til þess að innlán fyrirtækja, sem áður töldust fjármálafyrirtæki en hafa nú verið endurskipulögð sem eignarhaldsfélög, hafa bæst við útreikninga á peningamagni. Ársvöxtur M3 var 8,6% í desember og er enn undir nafnvexti landsframleiðslunnar, sem talið er að hafi aukist um ríflega 10% á fjórða ársfjórðungi frá sama tíma ári áður.
- Frá útgáfu síðustu *Peningamála* í nóvember hefur langtíma vaxtamunur gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum haldist nær óbreyttur í 4,7% en skammtíma vaxtamunur aukist um 0,3 prósentur og mældist 4,2% rétt fyrir útgáfu þessa heftis.
- Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs Íslands hefur lækkað um u.þ.b. ½ prósentu frá útgáfu *Peningamála* í nóvember, hvort sem miðað er við skuldatryggingarálagið eða vaxtamun fimm ára skuldabréfs Ríkissjóðs Íslands í Bandaríkjadöllum og sambærilegs bréfs bandaríska ríkissjóðsins. Skuldatryggingarálagið er nú um 2,8 prósentur en vaxtamunurinn um prósentu hærri.

Mynd 6

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 3. febrúar 2012

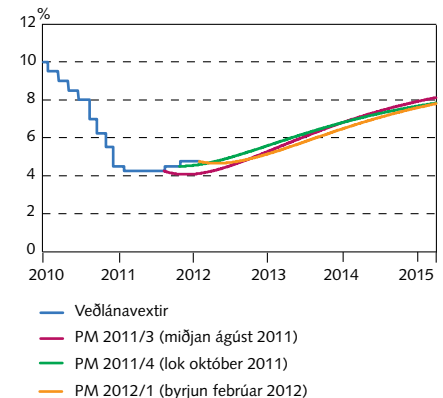


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Veðlánvextir og framvirkir vextir¹

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 31. mars 2015



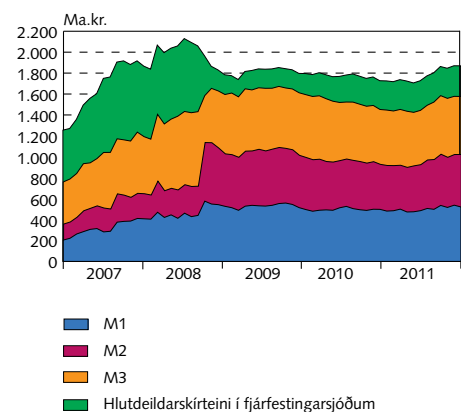
1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Ríkisbréf með gjalddaga á árunum 2012 og 2013 eru þó ekki notuð þar sem verðlagning þeirra er talin vera skekktt vegna áhrifa gjaldeyrishafta.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Peningamagn í umferð

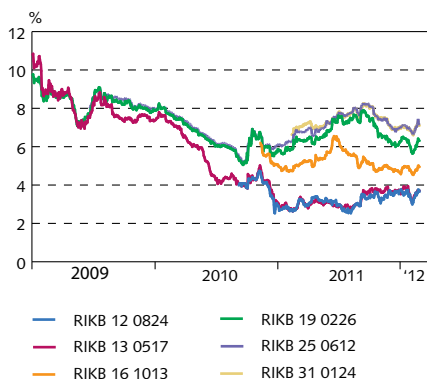
Janúar 2007 - desember 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

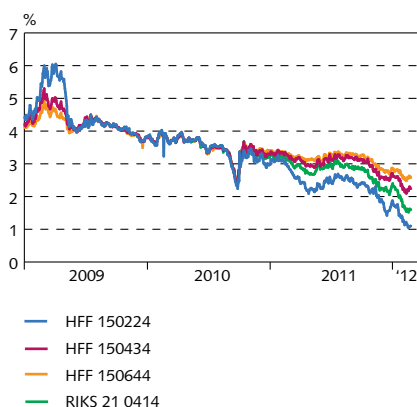
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 3. febrúar 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

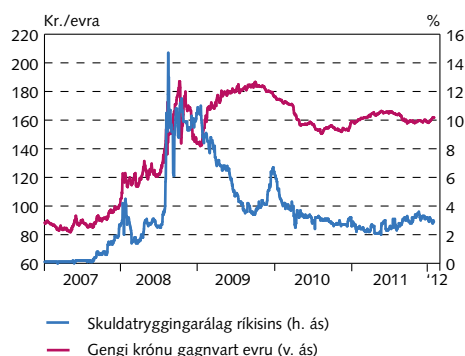
Ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 3. febrúar 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Gengi krónu gagnvart evru og
skuldatryggingarálag ríkisins
28. mars 2007 - 3. febrúar 2012



Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

- Frá útgáfu *Peningamála* í nóvember hefur gengi krónunnar lækkað um rúmlega 2% gagnvart evru en nokkru meira gagnvart Bandaríkjadal, eða um 6,3%. Lækkunin gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu nemur 3,9%. Mikla lækkun gagnvart Bandaríkjadal má líklega rekja til almennrar lækkunar gjaldmiðla gagnvart Bandaríkjadal vegna aukins óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í tengslum við skulda- og bankakreppu evrusvæðisins. Árstíðarbundnir þættir og lakari viðskiptakjör skýra hins vegar væntanlega að hluta almenna lækkun gengi krónunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Einnig bendir ýmislegt til þess að veikt gengi á undanförunum mánuðum megi að hluta rekja til tiltölulega mikilla endurgreiðslna fyrirtækja, og í einhverjum mæli sveitarfélaga, á erlendum lánum.
- Fyrir útgáfu *Peningamála* nú var gengi krónunnar tæplega 162 kr. gagnvart evru, sem er heldur lægra gengi en spáð var í *Peningamálum* í nóvember. Samkvæmt uppfærðri spá er gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist tiltölulega stöðugt í kringum 160 kr. gagnvart evru út spátímam svipað og í nóvember.
- Fjármálaleg skilyrði einkageirans héldu áfram að batna eftir því sem leið á síðasta ár. Útlán til íbúðakaupa hafa t.a.m. aukist og lánskjör batnað. Á sama tíma hefur íbúðaverð hækkað, og mældist árshækkunin tæp 10% í desember sl. eða um 4% að raunvirði. Skuldir einkageirans hafa einnig lækkað umtalsvert. Vísir að auknum umsvifum á innlendum hlutabréfamarkaði ætti jafnframt að stuðla að fjölbreyttari fjármögnunarmöguleikum innlendra fyrirtækja.

Innlendur þjóðarbúskapur

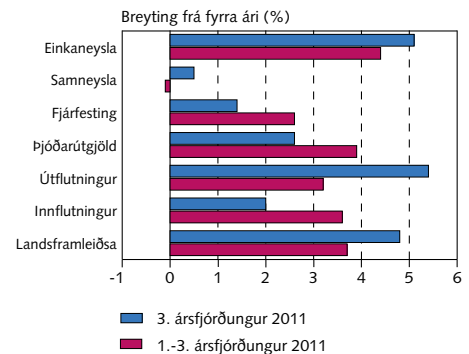
- Í desember sl. birti Hagstofa Íslands þjóðhagsreikninga fyrir þriðja fjórðung síðasta árs ásamt endurskoðun á þjóðhagsreikningum fyrri hluta ársins. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar nam árstíðarleiðréttur vöxtur landsframleiðslu á þriðja fjórðungi 4,7% frá fyrri fjórðungi en árshagvöxtur mældist 4,8%. Vöxtur á árinu var drifinn af 2,6% vexti þjóðarútgjalda og 5,4% vexti útflutnings, en á móti vó að innflutningur jókst um 2% frá fyrra ári.²
- Hagvöxtur fyrstu þrjú fjórðunga síðasta árs nam 3,7% samanborið við sama tímabil árið á undan. Mestu munar um vöxt einkaneyslu en hún jókst um 4,4% á tímabilinu. Samneysla dróst hins vegar saman um 0,1% en fjármunamyndun jókst um 2,6%. Framlag utanríkisviðskipta var jákvætt um 0,2 prósentur af landsframleiðslu. Útflutningur jókst um 3,2% og innflutningur um 3,6% samhlíða bata innlendar eftirspurnar.

2. Eins og greint hefur verið frá í fyrri heftum *Peningamála* gerir Seðlabankinn ráð fyrir því að fjárfesting á árinu 2010 hafi verið um 7 ma.kr. meiri en áætlanir Hagstofu segja til um. Af þessum sökum reiknar bankinn með að hagvöxtur á þriðja fjórðungi hafi numið 4,4% frá fyrra ári og að vöxtur þjóðarútgjalda hafi verið 2,1%. Umfjöllunin sem á eftir kemur miðar við áætlun Seðlabankans um fjárfestingu ársins 2010.

- Hagvöxtur á þriðja ársfjórðungi reyndist í góðu samræmi við spá Seðlabankans frá því í nóvember en þá var gert ráð fyrir 4,9% árshagvexti. Þegar litið er til fyrstu þriggja fjórðunga ársins var þrótturinn í þjóðarþúskapnum þó heldur meiri en spáð var í nóvember þegar spáð var 3,2% vexti en reyndin varð 3,7%.
- Einkaneysla jókst um 1,1% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi (árstíðarleiddrétt). Það er meira en áætlað var í nóvemberútgáfu *Peningamála*, en þar var spáð 0,6% vexti. Milli ára var frávik spárinnar talsvert meira, en það endurspeglar að verulegu leyti endurskoðun á tölum fyrir fyrstu tvo ársfjórðunga samhliða birtingu þjóðhagsreikninga í desember. Vöxtur einkaneyslu á fyrri hluta ársins var talsvert meiri en áður var talið samkvæmt endurskoðuðum tölum og í raun nærri því sem spáð var í ágústhefti *Peningamála*.
- Einkaneysla hefur verið einn helsti drifkraftur efnahagsbatans á undanförunum fjórðungum. Reiknað er með að svo verði áfram, þótt gert sé ráð fyrir hægari vexti en var á síðasta ári, þar sem áhrif tímabundinna aðgerða er ýta undir neyslu dvíni. Þess í stað verður einkaneysla næstu missera í auknum mæli drifin áfram af hærra atvinnustigi, vaxandi kaupmætti og auknum auð heimila, sem endurspeglar lækkun skulda, hækkun eignaverðs og lækkun raunvaxta.
- Spáð er að árstíðarleiddrétt einkaneysla hafi aukist um tæplega 2% á fjórða ársfjórðungi í fyrra frá fyrri fjórðungi og um 5% milli ára. Að baki þessari áætlun liggur þróun ýmissa vísbendinga á borð við greiðslukortaveltu, innflutning neysluvarnings og þróun smásölu. Nú er áætlað að einkaneysla hafi aukist um 4,5% á síðasta ári, sem er nokkru meira en spáð var í nóvember. Á spátímanum er áætlað að einkaneysla muni vaxa um 2½% að meðaltali á ári. Hlutfall einkaneyslu af landsframléiðslu verður þó áfram lágt í sögulegu samhengi.
- Fyrstu áætlanir Hagstofunnar um samneyslu á fyrstu tveimur fjórðungum síðasta árs virtust benda til þess að mjög hefði slaknað á aðhaldi í ríkisfjármálum miðað við fyrri áform. Ekki var tekið fullt tillit til þessara vísbendinga í nóvemberspá Seðlabankans. Í endurskoðuðum tölum Hagstofunnar sem birtust í desember reyndust útgjöld til samneyslunnar mun lægri og í samræmi við það sem vænst hafði verið í nóvemberspánni. Uppfærð spá fyrir samneyslu er því mjög áþekkt nóvemberspá bankans.
- Fjárlög voru samþykkt í desember og urðu nokkrar breytingar frá fjárlagafrumvarpinu sem lá til grundvallar nóvemberspá Seðlabankans. Heildarjöfnuður endanlegra fjárlaga var 3 ma.kr. lakari en í upphaflegu frumvarpi. Mest munar um að ekki var gengið jafn langt í aðhaldi launakostnaðar eins og gert hafði verið ráð fyrir í frumvarpinu eða sem nemur um 2,1 ma.kr. Gert er ráð fyrir að launakostnaður í ár verði 2,5% meiri en í fyrra. Í ljósi umsaminna launahækkana opinberra starfsmanna er ljóst að enn þarf að skera niður vinnumagn eigi þessi forsenda að

Mynd 12

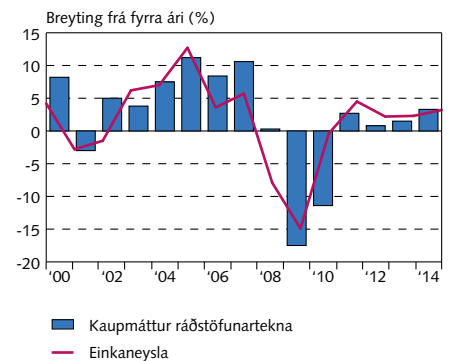
Þjóðhagsreikningar fyrstu þrjá ársfjórðunga 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

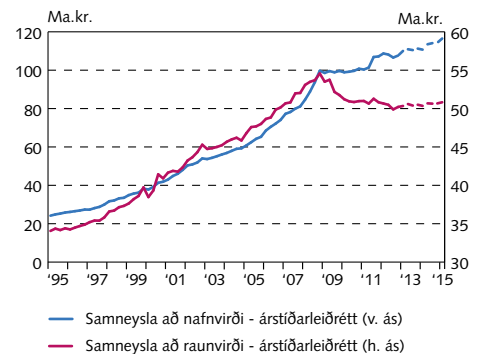
Einkaneysla og kaupmáttur ráðstöfunartekna 2000-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

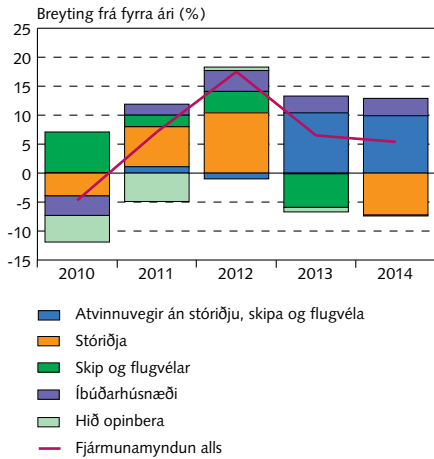
Mynd 14

Þróun samneyslu að raun- og nafnvirði
1. ársfj. 1995 - 1. ársfj. 2015¹



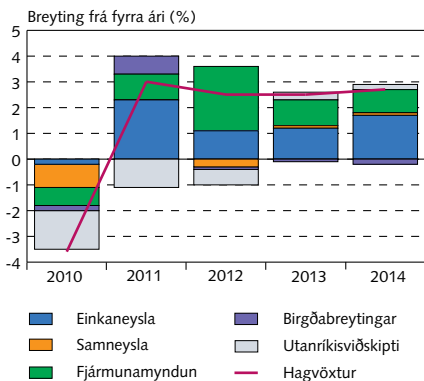
1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2011 - 1. ársfj. 2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 15
Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða hennar 2010-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 16
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

halda. Áætlaður halli á ríkissjóði er 20,7 ma.kr. á þessu ári. Gert er ráð fyrir að frumjöfnuður nemi um 2% af landsframleiðslu eða 35,9 ma.kr. í stað 39,6 ma.kr. samkvæmt fjárlagafrumvarpinu. Áætlaður frumjöfnuður er eftir sem áður í samræmi við endurskoðaða efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

- Fjárfesting dróst saman um 1,6% á þriðja fjórðungi síðasta árs frá fyrra ári sé gengið út frá áætlun Seðlabankans um fjárfestingu ársins 2010. Þetta er nokkru minni fjárfesting en spáð var í *Peningamálum* í nóvember og endurspeglar mikinn samdrátt fjárfestingar hins opinbera sem nam liðlega 28% frá fyrra ári. Atvinnuvegafjárfesting jókst hins vegar um 6,5% og íbúðafjárfesting um 9,2%. Nokkur vöxtur er því kominn í atvinnuvegafjárfestingu, þótt hann sé frá lágu stigi eftir mikinn samdrátt í kjölfar fjármálakreppunnar. Líklegt er að endurnýjunarþörf fastafjármuna auk meiri eftirspurnar, bæði innanlands og utan, skýri vöxt undanfarinna fjórðunga.
- Áætlanir um stóriðjutengd fjárfestingarverkefni hafa sáralítið breyst frá því í nóvember, þótt í einhverjum tilvikum hafi orðið einhver seinkun á tímaáætlun og af þeim sökum verður stóriðjutengd fjárfesting minni í ár en nokkru meiri á næsta ári. Umtalsverð aukning er hins vegar áætluð í fjárfestingu í skipum og flugvélum á þessu ári. Samanborið við spána í nóvember er nú reiknað með að önnur atvinnuvegafjárfesting hafi verið minni á síðasta ári en áfram er spáð sama raunvexti á þessu ári. Á heildina litið er því áætlað að atvinnuvegafjárfesting hafi aukist um 16% í fyrra og að hún muni aukast um rúmlega 19% á þessu ári, sem er nokkru meiri vöxtur en spáð var í nóvember. Áfram er gert ráð fyrir meiri vexti fjárfestingar á næsta ári en horfur fyrir árið 2014 eru hins vegar lakari en reiknað var með í nóvember.
- Í spánni er áætlað að fjárfesting hafi í heild aukist um 7% í fyrra og vöxtur hennar muni nema tæplega 18% á þessu ári og um 5½-6½% á ári á næstu tveimur árum. Aukninguna má að stærstum hluta rekja til fyrrgreindrar aukningar atvinnuvegafjárfestingar en auk þess er talið að íbúðafjárfesting muni aukast um 15-20% á ári á spátímanum. Áfram er gert ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera dragist saman en samdrátturinn á seinni hluta tímabilsins verði minni en spáð var í nóvember m.a. vegna þess að opinber fjárfesting í tengslum við kjarasamning síðasta árs hefur farið hægar af stað en ráðgert var. Þrátt fyrir töluverðan vöxt fjárfestingar á spátímanum mun hlutfall hennar af landsframleiðslu haldast undir sögulegu meðaltali, en verður þó komið í 17% af landsframleiðslu undir lok spátímans.³
- Í uppfærðri spá er áætlað að hagvöxtur síðasta fjórðungs í fyrra hafi numið tæplega 2% frá fyrra ári, sem er heldur lakara en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni. Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla er talin hafa dregist saman um 0,4% á fjórða ársfjórðungi frá fyrri fjórðungi, sem er mjög svipað og í nóvemberspánni. Spáð er að

3. Frá 1980 hefur hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu verið að meðaltali 21%.

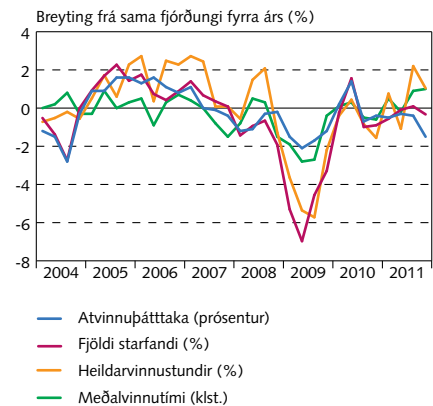
hagvöxtur síðasta árs hafi verið 3%, sem er nánast sá sami og spáð var í nóvember.

- Á þessu ári er spáð 2,5% hagvexti, einkum fyrir tilstuðlan aukinnar fjárfestingar. Framlag einkaneyslu er auk þess nokkurt, þótt það sé umtalsvert minna en í fyrra. Áætlað er að framlag utanríkisviðskipta verði neikvætt í ár um sem nemur 0,6 prósentum af landsframleiðslu, sem er svipað því sem var í nóvemberspánni. Á næsta ári er einnig spáð 2,5% hagvexti og 2,7% hagvexti árið 2014. Áfram er gert ráð fyrir að fjárfesting og einkaneysla beri uppi vöxt landsframleiðslunnar. Spáð er að framlag utanríkisviðskipta batni lítillega og verði jákvætt á næstu tveimur árum en í báðum tilvikum er um litlar breytingar milli ára að ræða. Hagvaxtarhorfur í ár og næstu tvö ár eru því mjög svipaðar og gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans.
- Áætlað er að framleiðsluslakinn hafi minnkað verulega á síðasta ári og numið 2% af framleiðslugetu. Gert er ráð fyrir að slakinn minnki enn frekar í ár og á næsta ári þrátt fyrir hóflegan hagvöxt og verði horfinn á árinu 2014. Þetta er áþekkt þróun og í nóvemberspánni. Áætlanir um framleiðsluslaka eru hins vegar óvenju óvissar um þessar mundir sakir þess að þjóðarbúskapurinn er að ganga í gegnum óvenju miklar breytingar í framhaldi af þeim stóru áföllum sem riðu yfir í fjármálakreppunni.
- Vinnuafseftirspurn hélt áfram að aukast á milli ára á síðasta fjórðungi í fyrra, eins og hún gerði á öðrum og þriðja ársfjórðungi samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar. Heldur hefur hægt á batanum í samræmi við spá Seðlabankans frá því í nóvember. Heildarvinnustundum fjölgaði um 2,4% milli ára þrátt fyrir að starfandi fólki fækkaði lítillega þar sem meðalvinnutími á viku jókst um eina klukkustund. Ársverkum fjölgaði um 1,5% milli ára í fyrra sem er í takt við nóvemberspána. Einnig fjölgar áfram þeim sem eru í fullu starfi á meðan starfandi í hlutastarfi fækkar. Gert er ráð fyrir svipuðum og tiltölulega hægum vexti atvinnu á spátímanum og í síðustu spá eða tæplega 1% að meðaltali á ári.
- Vinnuafslsframboð minnkaði hins vegar um rúmlega 3.000 manns milli ára á fjórða fjórðungi síðasta árs þannig að atvinnuþátttökuhlutfallið lækkaði um 1,5 prósentur og hefur ekki verið lægra frá því að framkvæmd ársfjórðungslegra vinnumarkaðskannana hófst árið 2003. Þátttökuhlutfallið mældist 80,4% á árinu 2011 og lækkaði um 0,7 prósentur frá fyrra ári eða sem samsvarar tæplega 1.000 manns. Á sama tíma fjölgaði þeim sem voru utan vinnumarkaðar um tæplega 3.000. Fjölgun fólks sem var utan vinnumarkaðar skýrist að mestu af fjölgun námsmanna og öryrkja.
- Atvinnuleysi hefur verið svipað og gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans, bæði á síðasta fjórðungnum í fyrra (7,1%) og á árinu öllu (7,4%) og dróst atvinnuleysi saman um 0,7 prósentur milli ára. Vísbendingar úr viðhorfskönnun meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, sem Capacent Gallup gerði í desember, gefa til kynna að 7,5 prósentum fleiri fyrirtæki vilji fækka starfsmönnum á

Mynd 17

Breytingar á vinnuafli

1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2011

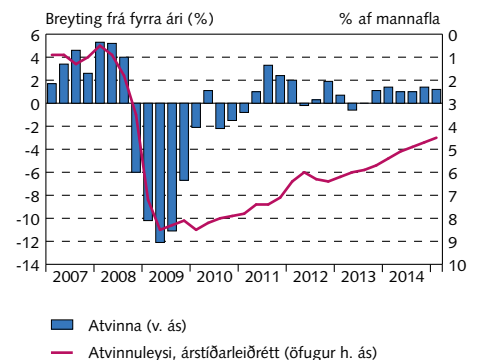


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 18

Atvinna og atvinnuleysi

1. ársfj. 2009 - 1. ársfj. 2015¹

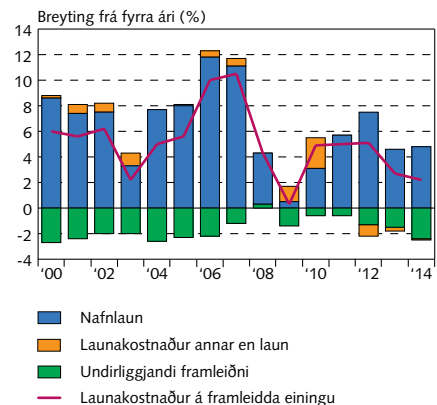


1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálfstafnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

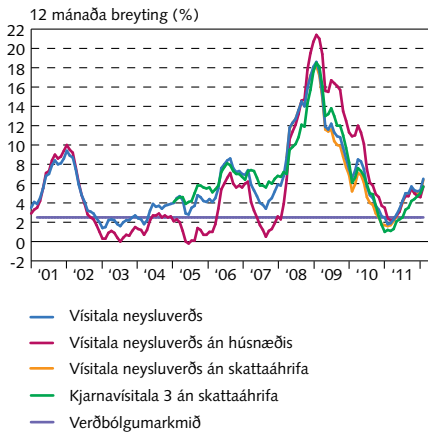
Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2000-2014¹



1. Jákvæður vöxtur framleiðni kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.

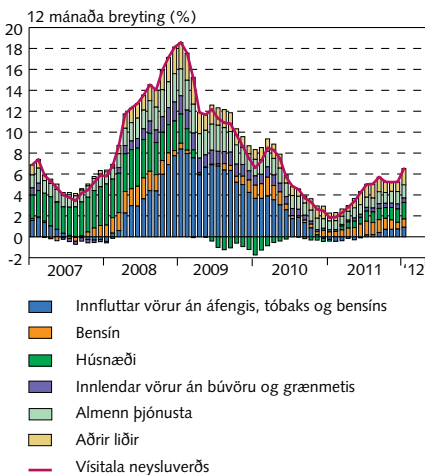
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 20
Verðbólga á ýmsa mælikvarða
Janúar 2001 - janúar 2012



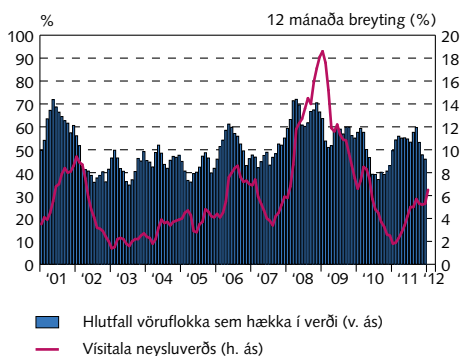
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 21
Undirliðir verðbólgu
Framlag einstakra undirliða til verðbólgu
janúar 2007 - janúar 2012



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 22
Dreifing verðhækkunar vísitölu neysluverðs¹
Janúar 2001 - janúar 2012



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

næstu sex mánuðum en fjölga, en það er um helmingi lægra hlutfall en í sambærilegri könnun sem gerð var í október. Horfur um atvinnuleysi eru svipaðar og þær voru í nóvemberspánni. Áætlað er að það verði um 6,3% í ár og að það verði komið niður í 4½% í lok spátímabilsins.

- Hækkun launa var svipuð á síðasta ári og gert var ráð fyrir í nóvemberspánni, en þó heldur minni á síðustu mánuðum ársins þar sem áætlaðar launabreytingar virðast koma seinna fram en gert var ráð fyrir. Horfur um launaþróun hafa því lítið breyst og forsendur um áformaða lækkun tryggingargjalds í ár og á næsta ári eru þær sömu. Gert er ráð fyrir að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu verði svipuð á spátímanum og í síðustu spá og að hann aukist um ríflega 5% í ár og um 2½% á ári að meðaltali á næstu tveimur árum.

Verðbólga

- Verðbólga mældist 5,3% á fjórða ársfjórðungi í fyrra eða 0,3 prósentum minni en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni og hélt hún jafnframt óbreytt frá þriðja ársfjórðungi. Þeir undirþættir verðvísitölunnar sem hækkuðu mest í verði voru húsnæði og almenn þjónusta. Meðalverðbólga nam 4% í fyrra samanborið við 5,4% árið á undan.
- Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,28% í janúar frá fyrri mánuði eftir að hafa hækkað um 0,36% í desember og haldist óbreytt í nóvember. Hækkunina í janúar má að mestu rekja til gjaldskrárhækkana opinberrar þjónustu og hækkunar matvöru- og bensínverðs en á móti komu verðlækkunar vegna vetrarútsölu. Tólf mánaða verðbólga mældist 6,5% og hafði aukist úr 5,3% í desember.
- Vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta hækkaði hins vegar um 0,13% í janúar frá fyrri mánuði þar sem áhrif hækkunar áfengis-, tóbaks- og eldsneytisgjalds eru undanskilin og nam tólf mánaða verðbólga á þann mælikvarða 6,4%. Mikil grunnáhrif valda því að tólf mánaða verðbólga eykst meira en ella í janúar þar sem eitt ár er liðið frá því að útvarpsgjaldið var tekið út úr vísitölu neysluverðs en það olli 0,4 prósentna lækkun hennar þangað til núna í janúar.
- Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa lækkaði um 0,8% í janúar frá fyrri mánuði en þá er auk þess horft fram hjá áhrifum sveiflukenndra liða, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar. Ársverðbólga á þann mælikvarða nam 5,7% í janúar og hafði aukist úr 5% í desember og 4,4% við síðustu útgáfu *Peningamála*.
- Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði gæti bent til þess að verðbólguvæntingar markaðsaðila hafi hækkað lítillega frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Verðbólguálag bréfa til fimm ára er að meðaltali tæplega 5% og svipað þegar horft er til árána 2017-2022, samanborið við u.þ.b. 4½% í byrjun nóvember 2011.

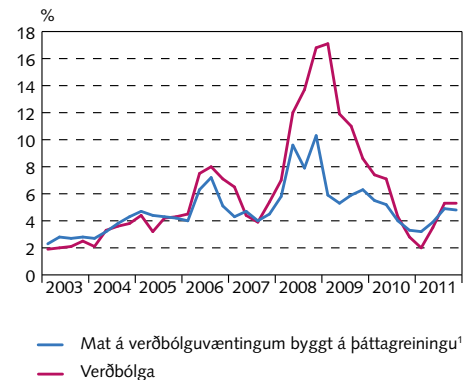
Verðbólguvæntingar eru líklega eitthvað lægri þar sem álagið felur í sér áhættuþóknun vegna óvissu um verðbólgu. Þá gætu væntingar um framboð skuldabréfa á næstu árum einnig skekkt myndina.

- Verðbólguvæntingar heimila hafa heldur lækkað samkvæmt könnun Capacent Gallup sem framkvæmd var í desember sl. Til eins árs námu þær 6% eða ½ prósentu minna en í síðustu könnun í september. Væntingar heimila um verðbólgu eftir tvö ár höfðu lækkað um jafn mikið frá fyrri könnun og mældust 5,5%. Á hinn bóginn héldust verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs óbreyttar milli kannana í desember sl. og mældust þær 4%.
- Verðbólguhorfur eru tiltölulega svipaðar og við útgáfu síðustu *Peningamála*. Horfur eru á að verðbólga verði rúmlega 6% á fyrsta fjórðungi ársins sem er í samræmi við síðustu spá. Spáð er að hún hjaðni smám saman yfir árið og að meðalverðbólga ársins verði 4,6% eða 0,5 prósentum meiri en búist var við í nóvember. Ef áhrif óbeinna skatta eru undanskilin er spáð að verðbólga verði 4,4% á þessu ári. Hægari hjöðnun verðbólgu á þessu ári skýrist að nokkru leyti af því að verðbólguþrýstingur sem áætlað var að kæmi fram í fyrri virðist koma síðar fram, m.a. vegna þess að launahækkningar hafa verið seinna á ferðinni. Jafnframt er reiknað með heldur veikara gengi krónunnar en í nóvemberspánni. Búist er við að verðbólgu markmiðið náist snemma árs 2014, sem er heldur seinna en reiknað var með í nóvember, en það skýrist að hluta af því að gert er ráð fyrir veikara gengi á spátímanum en í nóvember. Reynist lækkun gengis að undanförunu vera skammvinn myndi verðbólgu markmið að öðru óbreyttu nást fyrr.
- Það er því nokkur óvissa um hversu hratt verðbólga hjaðnar að verðbólgu markmiðinu og þar ræður gengisþróunin miklu. Í grunnspánni er reiknað með nánast óbreyttu lágu gengi krónunnar út spátímann. Um leið og núverandi endurgreiðslum á erlendum lánnum linnir og aðgangur innlendra banka og fyrirtækja að erlendu lánsfé opnast gæti afgangur á fjármagnsjöfnuði lagst á sveif með undirliggjandi viðskiptajöfnuði til styrkingar krónunnar. Á móti kemur að losun gjaldeyrishafta gæti fylgt tímabundin lækkun krónunnar. Það er þó ekki víst og jafnvel þó svo verði skiptir máli hversu lengi slík lækkun varir. Aðrir þættir en gjald-eyrisstraumar og gengisþróun munu hins vegar einnig hafa áhrif á hversu hratt verðbólgan hjaðnar. Þannig er hætta á að í kjölfar hraðrar aukningar í fyrri muni verðbólga og verðbólguvæntingar reynast þrálátar. Þá er erfitt að segja til um hversu mikill slaki sé í þjóðarþúskapnum og í hvaða mæli hann dugi til að halda aftur af verðbólguþrýstingi. Ef húsnæðisverð heldur áfram að hækka ört myndi það þar að auki draga úr hraða verðbólguhjöðnunarinnar. Til viðbótar er hætta á að töluverð hækkun olíuverðs frá áramótum hafi annarrar umferðar áhrif á aðfangaverð og aðra kostnaðarliði fyrirtækja. Mikil og hröð aukning kjarnaverðbólgu undanfarið ár er einnig vísbending um að verðbólga gæti reynst þrálát. Hins vegar eru horfur á litlum hagvexti í heiminum á næstu misserum, sem gæti orðið til þess að hún verði minni en ella.

Mynd 23

Verðbólguvæntingar og verðbólga

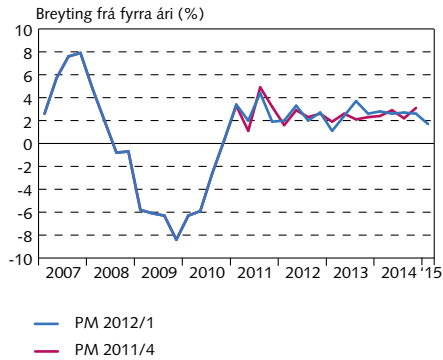
1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2011



1. Þáttgreining metur sameiginlega leitnihegðun fjölda mæli-
kvarða á verðbólguvæntingum.

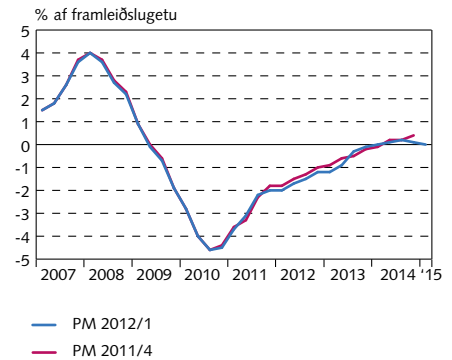
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 24
Hagvöxtur - samanburður við PM 2011/4



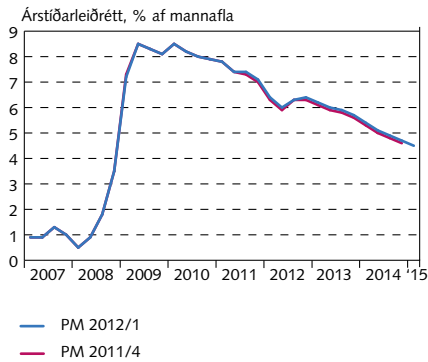
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 25
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2011/4



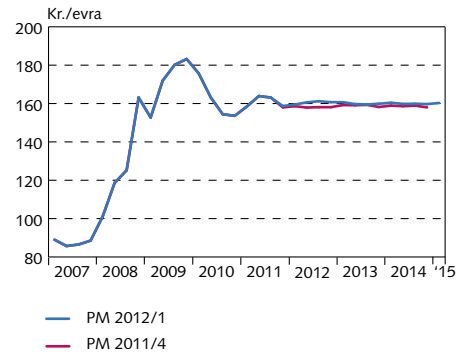
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 26
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2011/4



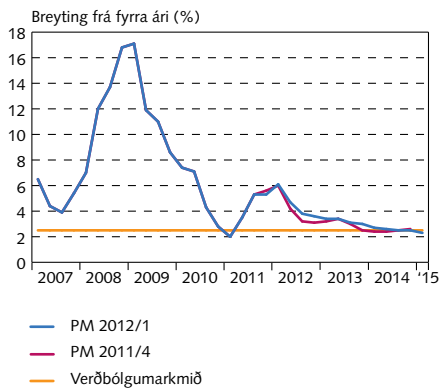
Heimildir: Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 27
Gengi krónu gagnvart evru - samanburður við PM 2011/4



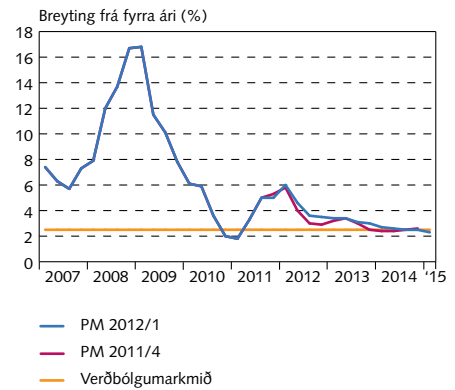
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 28
Verðbólga - samanburður við PM 2011/4



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 29
Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2011/4



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþá 2012/1

 Tafla 1 Þjóðhagsþá¹

Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
		2010	2011	2012	2013	2014
Einkaneysla	787,7	-0,4 (-0,4)	4,5 (2,9)	2,2 (3,1)	2,3 (3,2)	3,2 (2,8)
Samneysla	398,6	-3,4 (-3,4)	-0,1 (-0,2)	-1,2 (-1,2)	0,3 (0,4)	0,2 (0,3)
Fjármunamyndun	206,9	-4,7 (-4,7)	7,1 (6,7)	17,5 (16,5)	6,5 (4,4)	5,4 (11,1)
Atvinnuvegafjárfesting	129,4	5,5 (5,5)	16,0 (13,2)	19,3 (16,5)	6,5 (4,4)	3,9 (13,5)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	35,5	-17,6 (-17,6)	11,0 (13,8)	19,9 (21,6)	15,9 (14,6)	15,4 (15,1)
Fjárfesting hins opinbera	42,0	-19,3 (-19,3)	-24,0 (-19,8)	4,0 (9,5)	-6,1 (-8,8)	-1,8 (-8,5)
Þjóðarútgjöld	1.389,9	-2,2 (-2,2)	4,4 (3,9)	3,4 (3,2)	2,4 (2,3)	2,7 (3,4)
Útflutningur vöru og þjónustu	861,3	0,4 (0,4)	3,3 (2,5)	1,8 (1,3)	2,4 (1,6)	1,8 (2,1)
Innflutningur vöru og þjónustu	707,0	4,0 (4,0)	6,3 (4,0)	3,4 (2,8)	2,2 (1,6)	1,6 (3,5)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar	-	-1,5 (-1,5)	-1,1 (-0,4)	-0,6 (-0,5)	0,3 (0,2)	0,2 (-0,4)
Verg landsframleiðsla	1.544,1	-3,6 (-3,6)	3,0 (3,1)	2,5 (2,3)	2,5 (2,3)	2,7 (2,6)
<i>Aðrar lykilstærðir</i>						
Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.544 (1.544)	1.656 (1.674)	1.788 (1.822)	1.883 (1.918)	1.981 (2.009)	
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)	10,0 (10,0)	8,6 (10,0)	8,3 (10,9)	8,2 (10,8)	8,2 (10,0)	
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-7,9 (-11,1)	-5,9 (-8,2)	-3,2 (-1,5)	0,5 (1,1)	0,5 (-0,2)	
Viðskiptajöfnuður án áfallinna vaxta vegna innlánsstofnana í slitameðferð (% af landsframleiðslu)	-2,0 (-2,4)	0,4 (0,5)	1,6 (3,3)	1,9 (2,6)	1,9 (1,2)	
Heildarfjármunamyndun (% af landsframleiðslu)	13,4 (13,4)	14,0 (13,7)	16,0 (15,0)	16,5 (15,3)	17,0 (16,6)	
Atvinnuvegafjárfesting (% af landsframleiðslu)	8,4 (8,4)	9,5 (9,0)	11,1 (9,8)	11,4 (10,0)	11,6 (11,1)	
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-4,5 (-4,4)	-2,0 (-1,8)	-1,2 (-1,0)	-0,1 (-0,2)	0,1 (0,4)	
Launakostnaður á framleidda einingu (br. ársmeðaltala)	4,9 (4,9)	5,0 (5,4)	5,1 (4,6)	2,7 (2,7)	2,2 (2,9)	
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)	-11,4 (-11,4)	2,7 (2,2)	0,8 (0,9)	1,5 (0,5)	3,3 (4,8)	
Atvinnuleysi (% af mannafla)	8,1 (8,1)	7,4 (7,4)	6,3 (6,2)	6,0 (5,8)	5,0 (4,9)	
Gengi krónu gagnvart evru	161,7 (161,7)	161,0 (160,8)	160,5 (158,2)	159,9 (158,9)	159,9 (158,6)	
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	5,4 (5,4)	4,0 (4,1)	4,6 (4,1)	3,2 (3,0)	2,6 (2,5)	
Verðbólga án skattaáhrifa (ársmeðaltal, %)	4,4 (4,4)	3,8 (3,9)	4,4 (3,9)	3,2 (3,0)	2,6 (2,5)	

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2011/4.

 Tafla 2 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma árið áður)	Verðbólga án skattaáhrifa (br. frá sama tíma árið áður)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
2010:4	2,8 (2,8)	2,0 (2,0)	4,0 (4,0)
2011:1	2,0 (2,0)	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)
2011:2	3,5 (3,5)	3,3 (3,3)	10,9 (10,9)
2011:3	5,3 (5,3)	5,0 (5,0)	4,6 (4,6)
2011:4	5,3 (5,6)	5,0 (5,3)	3,9 (5,2)
		Spáð gildi	
2012:1	6,1 (6,0)	6,0 (5,8)	5,2 (3,4)
2012:2	4,7 (4,2)	4,6 (4,0)	5,2 (3,4)
2012:3	3,8 (3,2)	3,6 (3,0)	0,9 (0,7)
2012:4	3,6 (3,1)	3,5 (2,9)	3,3 (4,9)
2013:1	3,4 (3,2)	3,4 (3,2)	4,0 (3,7)
2013:2	3,4 (3,4)	3,4 (3,4)	5,5 (4,5)
2013:3	3,1 (3,0)	3,1 (3,0)	-0,5 (-0,9)
2013:4	3,0 (2,5)	3,0 (2,5)	3,1 (2,8)
2014:1	2,7 (2,4)	2,7 (2,4)	3,0 (3,2)
2014:2	2,6 (2,4)	2,6 (2,4)	4,9 (4,6)
2014:3	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)	-0,9 (-0,7)
2014:4	2,5 (2,6)	2,5 (2,6)	2,9 (3,3)
2015:1	2,3	2,3	2,5

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2011/4.

