

Verðbólguhorfur hafa versnað

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum hafa heldur batnað frá síðustu spá. Hagvöxtur var rúmlega 3% í fyrra og spáð er að hann verði 2½-3% á ári á þessu og næstu tveimur árum, sem er með því mesta meðal þróaðra ríkja. Einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting lögðu svipað til hagvaxtar síðasta árs og reiknað er með að einkaneysla og fjármunamyndun muni áfram drífa hagvöxtinn. Atvinnuleysi hefur einnig haldið áfram að minnka og atvinna að aukast, þótt vöxturinn á fyrsta fjórðungi ársins hafi verið heldur minni en gert hafði verið ráð fyrir. Framan af var aukning atvinnu að mestu drifin áfram af lengingu meðalvinnutíma, en störfum hefur fjölgað eftir því sem batanum hefur vaxið ásmegin. Verðbólga reyndist heldur meiri á fyrsta fjórðungi ársins en spáð var í febrúar og horfur fyrir þetta ár hafa versnað. Meiri hækkun olíuverðs en gert var ráð fyrir, lægra gengi krónunnar, heldur minni slaki í þjóðarbúinu, hærri verðbólguvæntingar og innbyggð tregða í verðbólgunni eiga þar hlut að máli. Samkvæmt spánni verður verðbólga ekki komin í 2,5%-markmiðið fyrr en í lok árs 2014. Raunvextir Seðlabankans hafa því lækkað lítillega þrátt fyrir nýlega hækkun vaxta bankans. Mikil óvissa er um gengis- og verðbólguhorfur og styrk og varanleika innlends efnahagsbata, sérstaklega í ljósi viðsjárverðra alþjóðahorfa.

I Efnahagshorfur og helstu óvissupættir

Meginþættir grunnspár Seðlabankans

Vextir Seðlabankans hækkaðir í mars

Á marsfundi sínum ákvað peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur, en á fundi nefndarinnar sem haldinn var samhliða útgáfu *Peningamála* í febrúar var vöxtum haldið óbreyttum. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum voru því 4% fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,75%, veðlánvextir 5% og daglánvextir 6%. Skammtíamarkaðsvextir höfðu einnig hækkað til samræmis. Tiltölulega rúm lausafjárstaða fjármálakerfisins veldur því að eftirspurn innlendra lánaþyrtaðra eftir lausafjárþyrtaðri hjá Seðlabankanum hefur verið lítil. Virkir vextir Seðlabankans liggja því líklega nær meðaltali vaxta á innlánsformum Seðlabankans, sem er rétt undir 4,4%. Af sömu ástæðu liggja stystu millibankavextir enn í neðri hluta vaxtagangs Seðlabankans.

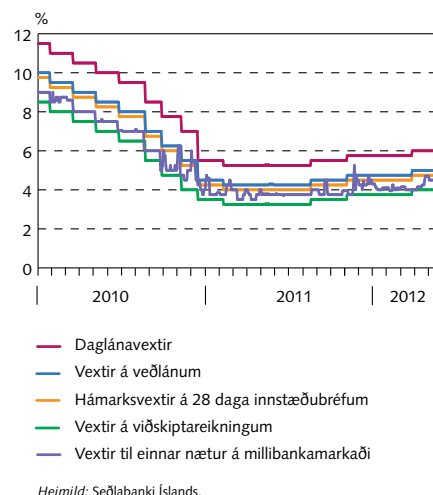
Raunvextir Seðlabankans hafa hins vegar lækkað lítillega og eru með því lægsta sem þekkt meðal þróaðra ríkja

Þrátt fyrir hækkun vaxta Seðlabankans í mars hafa raunvextir bankans lækkað lítillega vegna þess að verðbólga og verðbólguvæntingar hafa aukist enn meira. Miðað við tiltekna mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar mælast raunvextir bankans -1,2% að meðaltali, eða því sem næst 2 prósentum lægri en fyrir ári síðan. Þeir eru enn lægri ef eingöngu er horft til núverandi verðbólguþriggs, eða -1,9%, sem er ríflega 3 prósentum lægri raunvextir en fyrir ári. Eins og sést á mynd I-2 er þetta raunvaxtastig með því lægsta sem þekkt meðal þróaðra ríkja.

Mynd I-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíamarkaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 11. maí 2012

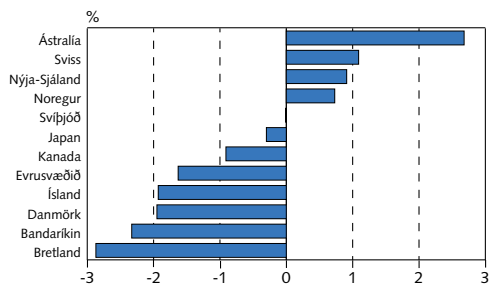


1. Greiningin í þessum *Peningamálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir í fyrri hluta máí.

Mynd I-2

Raunstyrivextir í ýmsum iðnríkjum

Virkir seðlabankavextir að frádreginni ársverðbólgu¹

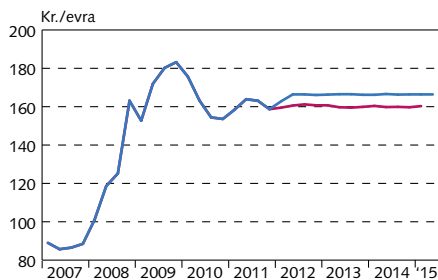


1. Fyrir Ísland er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta 28 daga innstæðubréfa.

Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3

Gengi krónu gagnvart evru - samanburður við PM 2012/1

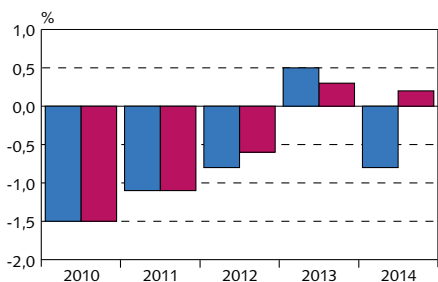


— PM 2012/2
— PM 2012/1

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar



■ PM 2012/2
■ PM 2012/1

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Peningastefnan heldur því áfram að styðja við efnahagsbatann með mjög lágu raunvaxtastigi. Lágt raunvaxtastig hefur einnig átt þátt í því að fjármáaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa smám saman verið að lagast. Hækkun eignaverðs, m.a. húsnæðisverðs, og lækkun skulda í kjölfar endurskipulagningar og afskrifta í samræmi við dóma-niðurstöður hefur bætt fjárhag þeirra. Hrein eign heimila og fyrirtækja hefur því aukist, sem eykur vilja og getu þeirra til að auka útgjöld. Á sama tíma hefur vöxtur peningamagns glæðst. Nánar er fjallað um vaxtaþróun og fjármáaleg skilyrði einkageirans í kafla III.

Gengi krónunnar veiktist nokkuð fram í byrjun aprílmánaðar

Gengi krónunnar veiktist nokkuð framan af árinu og alveg þar til snemma í apríl en frá þeim tíma hefur krónan styrkst á ný. Á fyrsta fjórðungi ársins var krónan 2% lægri gagnvart evru en reiknað var með í febrúar. Rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* hafði krónan lækkað um tæplega 3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá áramótum og um tæplega 1% frá útgáfu *Peningamála* í febrúar. Þróunin gagnvart evru var svipuð.

Lækkun krónunnar fram til byrjunar apríl virðist mega rekja til þess að fyrirtæki hafa verið að greiða niður lán í erlendri mynt, í sumum tilfellum af nauðung en í öðrum sakir þess að þau telja það hagstætt í ljósi lágra innlendra raunvaxta. Þá hafa fjármálafyrirtæki safnað upp í gjaldeyris-skuldbindingar með því að byggja upp gjald-eyrisforða. Árstíðarsveifla, verri viðskiptakjör og hækkun innlends kostnaðarstigs eiga líklega einnig hlut að máli. Gengislækkunarferlið stöðvaðist snemma í apríl og virðist sem breytingar á gjaldeyrislögum hafi þar haft áhrif. Styrking krónunnar í lok apríl og snemma í maí gæti hins vegar tengst því að þörf fjármálafyrirtækja á söfnun gjaldeyris-forða hefur minnkað og árstíðarsveifla leggst nú á sveif með genginu.

Mikil óvissa er um þróun gengis krónunnar á næstu misserum. Litið til skemmri tíma mun þróun þeirra þáttá sem ofan er getið skipta miklu um hvort framhald verður á nýlegri styrkingu krónunnar. Litið fram á seinni hluta ársins 2013 og byrjun árs 2014 gæti almenn losun hafta byrjað að hafa áhrif á gengisþróun og bætist þá óvissa um þau áhrif við áhrif hefðbundinna skýristærða, eins og t.d. vaxtamunar, viðskiptakjara og raungengis. Grunnspá bankans gerir því ráð fyrir að gengi krónunnar verði óbreytt á spátímanum. Það felur í sér að gengi krónunnar verður veikara á spátímanum en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Frekari umfjöllun um þróun á gjaldeyrismarkaði og gengisþróun er að finna í köflum II og III.

Horfur á kröftugri útflutningi en áður var spáð ...

Þótt áfram sé töluverð óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur, hafa þær heldur batnað og bjartsýni aukist. Alþjóðlegar spár benda til meiri hagvaxtar meðal helstu viðskiptalanda Íslands sem styðja mun við vöxt útflutnings. Sem fyrr eru horfur þó lakar fyrir evrusvæðið, mikilvægasta útflutningsmarkað þjóðarinnar. Nokkuð hefur dregið úr verðhækkun sjávarafurða á sama tíma og verð á olíu og hrávörum hefur hækkað mikið á fyrstu mánuðum ársins. Viðskiptakjör þjóðarinnar eru því lakari en áður hafði verið búist við. Útflutningsvöxtur hefur hins vegar verið kröftugri en spáð var í febrúar og horfur fyrir þetta ár hafa batnað

mikið, fyrst og fremst vegna bjartari horfa um útflutning sjávarafurða og þjónustu. Spáð er að útflutningur í heild aukist um tæplega 4% í ár og yfir 3% á ári á næstu tveimur árum. Í febrúar var reiknað með tæplega 2% vexti í ár og um 2½% vexti á því næsta. Útflutningshorfur hafa því vænkast talsvert í samanburði við febrúarspána.

Spáin um vöxt innflutnings á þessu ári hefur einnig verið endurskoðuð upp á við. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður því neikvætt í ár eins og undanfarin tvö ár. Talið er að utanríkisviðskiptin muni leggja heldur meira til hagvaxtar á næsta ári, en að afturkiptur verði árið 2014, sem rekja má til mikils innflutnings fjárfestingarvöru í tengslum við fjárfestingu í orkufrekum iðnaði, sem hefur verið færð aftur til þessa árs í spánni. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál, útflutning og ytri skilyrði í kafla II og um innflutning og framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar í kafla IV.

... en afgangur á viðskiptum við útlönd verður samt minni

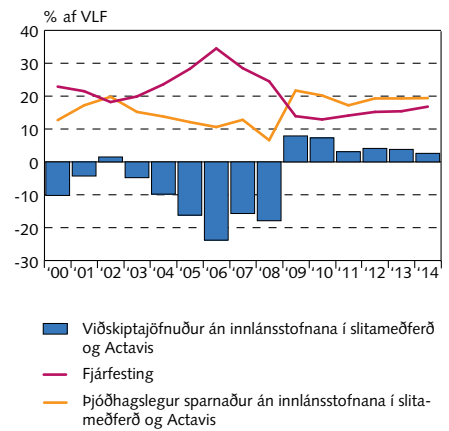
Afgangur á viðskiptum við útlönd verður því nokkru minni á spátím- anum en gert var ráð fyrir í febrúar. Framan af tímabilinu stafar minni afgangur á viðskiptum við útlönd einkum af lakari viðskiptakjörum, en árið 2014 minnkar afgangurinn fyrst og fremst vegna þess að fjárfesting eykst hraðar en þjóðhagslegur sparnaður. Nánar er fjallað um ytri jöfnuð í kafla VII.

Áfram ágætur vöxtur innlestrar eftirspurnar

Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands gefa til kynna að þjóðarútgjöld hafi vaxið um 4,7% í fyrra, eftir að hafa dregist saman um tæplega 30% árin 2008-2010. Í febrúarspá Seðlabankans hafði verið reiknað með 4,4% vexti. Vöxtur einkaneyslu reyndist 0,5 prósentum minni en spáð hafði verið, eða 4%, sem að mestu má rekja til lækkunar á einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi í endurskoðuðum tölum Hagstofunnar. Samneysla og birgðasöfnun voru einnig veikari en spáð hafði verið. Fjármunamyndun var hins vegar nokkru meiri en spáð hafði verið í febrúar. Gert hafði verið ráð fyrir um 7% vexti í febrúar, en útkoman varð 13½% vöxtur. Þar af jókst atvinnuvegafjárfesting um ríflega fjórðung. Atvinnuvegafjárfesting lagði því jafn mikið til hagvaxtar á árinu og einkaneysla, eða um 2 prósentur hvor útgjaldaþáttur. Þegar horft er til framlags einstakra atvinnugreina sést einnig að hagvöxtur síðasta árs var að mestu drifinn af aukinni framleiðslu í iðnaði og sjávarútvegi, ýmiss konar þjónustustarfsemi og fjarskiptastarfsemi. Litill bati hefur hins vegar verið í þeim greinum sem mest drógust saman þegar efnahagskreppan skall á, þ.e. í byggingariðnaði, verslun og fjármálaþjónustu.

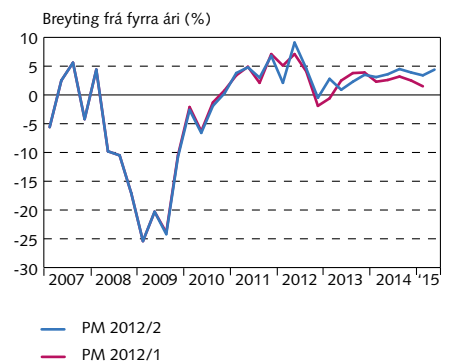
Horfur eru á ágætum vexti einkaneyslu og fjárfestingar á þessu ári en á móti leggst nokkur samdráttur samneyslu. Vöxtur einkaneyslu verður nokkru meiri en áður var spáð og reiknað er með kröftugri vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar utan orkufreks iðnaðar, skipa og flugvéla. Á móti kemur að búist er við töfum í fjárfestingu í orku- frekum iðnaði. Fjármunamyndun í heild er því nokkru veikari en spáð var í febrúar. Talið er að þjóðarútgjöld í heild muni aukast um 3,7% í ár, sem er 0,3 prósentum meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúar. Spáð er 2½% vexti þjóðarútgjalda á næsta ári eins og í febrúar en árið 2014 er búist við nokkru meiri vexti eða um 3,8% í stað 2,7% í

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2000-2014¹



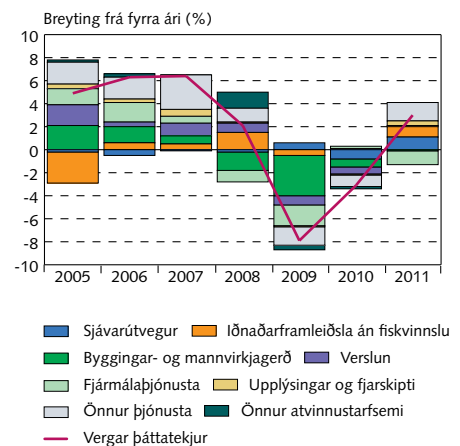
1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6
Þjóðarútgjöld - samanburður við PM 2012/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7
Þróun vegra þáttatekna og framlag atvinnugreina¹

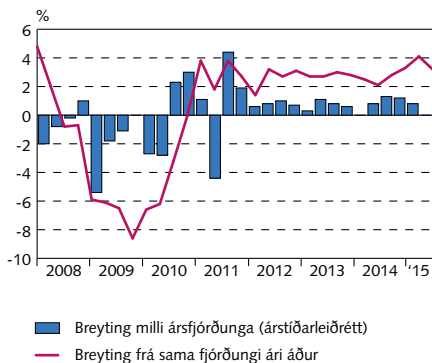


1. Vegur þáttatekjur (VPT) jafngilda vegri landsframleiðslu að frá- dregnum óbeinum sköttum og viðbættum framleiðslustyrkjum. VPT eru metnar út frá framleiðslu einstakra atvinnugreina.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd I-8

Hagvöxtur

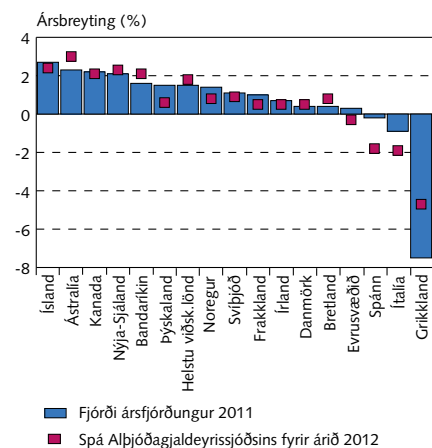
1. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

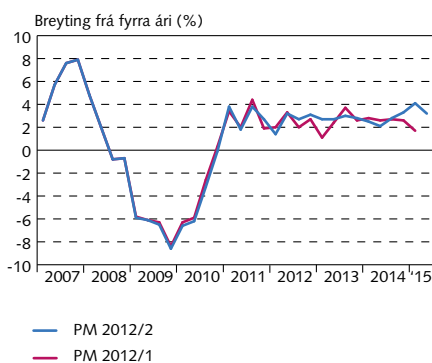
Hagvöxtur á 4. ársfjórðungi 2011 og horfur fyrir 2012



Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands, OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd I-10

Hagvöxtur - samanburður við PM 2012/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

febrúar. Aukin þjóðarútgjöld það ár má að mestu leyti rekja til þess að hluti fjárfestingar í orkufrekum iðnaði hefur verið færður aftur til ársins 2014. Nánari umfjöllun um eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í köflum IV og V.

Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár svipaðar og í febrúar ...

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst landsframleiðslan um rétt undir 2% á milli þriðja og fjórða ársfjórðungs í fyrra og var árs-hagvöxtur 2,7%. Á árinu í heild mældist hagvöxtur 3,1%, samanborið við 3% í febrúarspá Seðlabankans.

Spáð er að landsframleiðslan vaxi að meðaltali um ríflega 1/2% milli fjórðunga á þessu ári. Árshagvöxtur er talinn verða um 1 1/2% á fyrsta fjórðungi þessa árs og ríflega 3% á öðrum fjórðungi en um 2 1/2% á árinu í heild, sem er nánast óbreytt spá frá því í febrúar.

... og heldur betri en í flestum öðrum þróuðum ríkjum

Ef miðað er við ástand alþjóðlegra efnahagsmála og hagvaxtarþróun í öðrum þróuðum ríkjum, verður þetta að teljast nokkuð viðunandi. Þannig mældist árshagvöxtur á síðasta fjórðungi í fyrra með því mesta meðal OECD-ríkja og var hinn mesti meðal þróaðra ríkja.

Spár fyrir þetta ár benda til þess að hagvöxtur verði einna mestur í þeim þróuðu ríkjum sem mest byggja á hrávöru- og matvælaframleiðslu, þ.m.t. Íslandi. Horfur fyrir evrusvæðið, sem er mikilvægasta útflutningssvæði Íslendinga, eru hins vegar lakar. Sérstaklega eru horfur á suðurhluta evrusvæðisins dökkar.

Reiknað með 2 1/2-3% hagvexti næstu tvö ár

Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hafa heldur batnað frá því í febrúar. Þá var reiknað með 2,5% hagvexti, en nú er talið að hagvöxtur verði 2,8%. Spáð er heldur meiri vexti einkaneyslu, en mestu munar um jákvæðara framlag utanríkisviðskipta. Spáð er svipuðum hagvexti árið 2014 eða 2,7% og gert er ráð fyrir heldur meiri hagvexti á fyrri hluta árs 2015 eða tæplega 4% ársvexti. Að hluta má rekja þennan aukna vöxt til tafinnar fjárfestingar í orkufrekum iðnaði. Sem fyrr er hagvöxtur að mestu drifinn af innlendri eftirspurn og er framlag einkaneyslu og fjárfestingar til vaxtarins áþekkt meginhluta spátímans.

Miðað við árstíðarleiðrétt gögn Hagstofunnar var landsframleiðslan í lok síðasta árs 5% minni en haustið 2008, þegar efnahagskreppan brast á. Þegar hún var minnst um mitt ár 2010 hafði hún dregist saman um 12 1/2% frá sama tíma. Vöxtur landsframleiðslunnar frá botni samdráttarins um mitt ár 2010 hefur byggst á nokkuð breiðum grunni og hefur framlag útflutnings, atvinnuvegafjárfestingar og einkaneyslu verið áþekkt. Miðað við grunnspá Seðlabankans nú mun samdráttur landsframleiðslunnar frá hausti 2008 hafa gengið til baka á seinni hluta næsta árs og verður framleiðslustigið tæplega 5% yfir því í lok spátímans. Landsframleiðslan verður þó minni en ef hún hefði aukist í takt við langtímaleitnivöxt fyrir kreppuna. Í þeim skilningi hefur því hluti landsframleiðslunnar tapast varanlega í fjármálakreppunni.² Í þessu samhengi þarf þó að hafa í huga að framleiðslustigið

2. Sjá umfjöllun í rammagrein IV-1, „Af hverju minnkaði framleiðslugeta þjóðarþúsins í kjölfar fjármálakreppunnar?“, í *Peningamálum* 2011/4, bls. 35-38.

í aðdraganda kreppunnar var komið töluvert fram úr því sem talist getur sjálfbært. Hluti framleiðslutapsins endurspeglar því óhjákvæmlega aðlögun þjóðarbúsins eftir ofpenslu árána fram að kreppunni. Nánari umfjöllun um hagvaxtarþróun og -horfur er að finna í kafla IV.

Þróun á vinnumarkaði í meginatriðum í takt við fyrri spár

Í takt við fyrri spár Seðlabankans mældist atvinnuleysi um 6½% á fyrsta fjórðungi ársins, þegar leiðrétt er fyrir árstíðarsveiflu, og hefur minnkað úr ríflega 7% frá síðasta fjórðungi í fyrra og úr tæplega 8% frá sama tíma fyrir ári. Á sama tíma bendir vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar til þess að atvinna hafi aukist um rúmlega 1% frá sama tíma í fyrra, sem er heldur minni vöxtur en reiknað var með í febrúar. Aukin atvinna birtist framan af fyrst og fremst í því að meðalvinnutími lengdist á ný, í takt við hefðbundna hagsveifluhegðun. Nýjustu tölur Hagstofunnar gefa hins vegar til kynna að nú aukist atvinna vegna fjölgunar starfa.

Horfur eru á hægfare bata atvinnu á spátímanum. Atvinnuleysi mun haldast við 6½% á þessu ári samkvæmt spánni en lækka síðan smám saman og verða um 5½% í lok næsta árs og ríflega 4% í lok spátímans, um mitt ár 2015. Bati atvinnu verður samkvæmt spánni heldur hægari en hagvöxtur og því eykst framleiðni vinnuafis á spátímanum. Framleiðnivöxturinn er þó ekki nægur til þess að koma í veg fyrir mikla hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á þessu ári. Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla VI.

Þjóðarþúskaþurinn nær fullri framleiðslugetu í byrjun árs 2014

Matið á núverandi slaka í þjóðarþúskaþurinn hefur lítið breyst frá því í febrúar. Talið er að framleiðsla hafi verið u.þ.b. 2% minni en framleiðslugeta í fyrra en sé um 1% undir henni í ár, sem er heldur minni slaki en reiknað var með í febrúar. Áætlað er að þjóðarþúskaþurinn verði við fulla nýtingu framleiðsluþátta í byrjun árs 2014. Þetta er svipaður tími og gert var ráð fyrir í febrúar. Á bak við þetta er sú forsenda að þótt vöxtur framleiðslugetu sé smám saman að taka við sér eftir fjármálakreppuna, verði hann undir langtímaleitnivexti á meginhluta spátímans. Nánari umfjöllun um framleiðslugetu og -slaka er að finna í kafla IV.

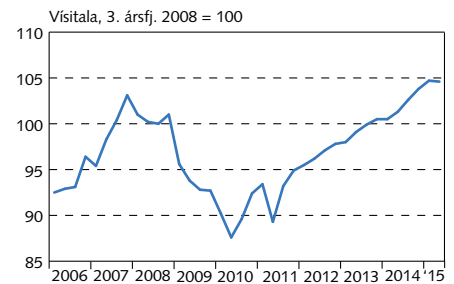
Verðbólguhorfur versna

Verðbólga mældist 6,4% á fyrsta fjórðungi þessa árs, sem er 0,3 prósentum meiri verðbólga en reiknað var með í febrúar. Frávikið skýrist einkum af meiri hækkun á verði olíu og almennrar innlendrar þjónustu en gert hafði verið ráð fyrir, auk þess sem gengi krónunnar hefur verið lægra en spáð var. Þótt talið sé að verðbólga hafi náð hámarki eru horfur á að hún hjaðni mun hæggar en áður hafði verið spáð. Talið er að verðbólga á öðrum ársfjórðungi verði um 6%, sem er ríflega prósentu meira en spáð var í febrúar. Samkvæmt spánni mun hún lítið hjaðna það sem eftir lifir ársins, ólíkt því sem gert var ráð fyrir í febrúar, og vera töluvert meiri en áður var spáð fram á árið 2014. Spila þar saman nokkru veikara gengi krónunnar, heldur minni slaki í þjóðarþúskaþurinn, hækkandi verðbólguvæntingar og mikil innbyggð tregða í verðbólgunni. Talið er að verðbólga verði tæplega 6% á

Mynd I-11

Árstíðarleiðrétt veg landsframleiðsla

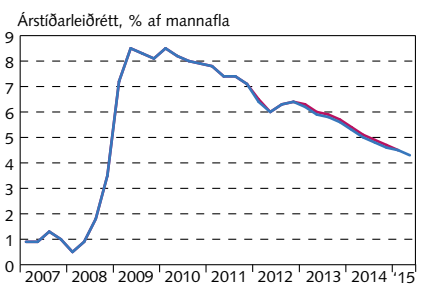
1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

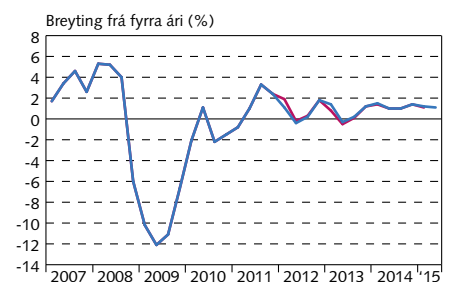
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2012/1



Heimildir: Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

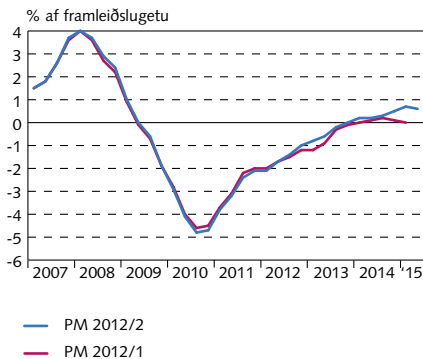
Mynd I-13

Atvinna - samanburður við PM 2012/1



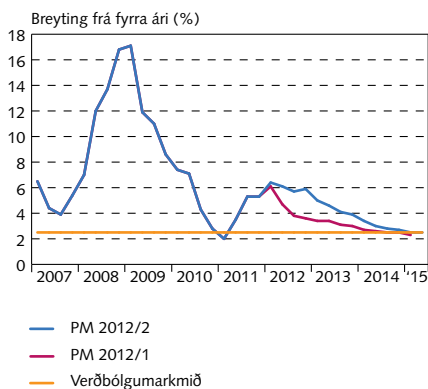
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14
Framleiðsluspenna -
samanburður við PM 2012/1



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-15
Verðbólga - samanburður við PM 2012/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

síðasta fjórðungi þessa árs og tæplega 4% ári síðar. Samkvæmt spánni verður verðbólguþátturinn ekki náð fyrr en í árslok 2014, sem er tæplega ári seinna en spáð var í febrúar. Nánar er fjallað um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og um þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VIII.

Helstu óvissupættir

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 mikil óvissa og horfur um þróun efnahagsmála, hvort sem er innanlands eða alþjóðlega, geta hæglega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hér á eftir eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissupættir í grunnspánni.

Alþjóðlegi efnahagsbatinn gæti verið ofmetinn

Samkvæmt grunnspánni hafa alþjóðlegar efnahagshorfur heldur batnað upp á síðkastið og óvissa minnkað en nýleg hækkun skuldatryggingarálags ríkissjóðs Spánar sýnir að vandinn er hvergi nærri að baki. Ekki er útilokað að bakslag komi í efnahagsumbætur þeirra evruríkja sem eru í hvað mestum skuldavanda og að ótti fjárfesta aukist á ný. Skuldakreppan gæti því aukist enn frekar og breiðst út til fleiri evruríkja. Því gæti heimsbúskapurinn dregist inn í nýtt samdráttarskeið sem gæti varað í nokkurn tíma. Óróleikinn á alþjóðlegum fjármálamörkuðum gæti þá aukist enn frekar. Við slíkar aðstæður er líklegt að áhrifin á íslenskan þjóðarbúskap verði meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir. Útflutningshorfur gætu veikst, enda evrusvæðið mikilvægasti útflutningsmarkaður Íslands. Viðskiptakjör gætu því rýrnað enn frekar, sérstaklega ef sjávarafurðaverð gæfi verulega eftir. Áform um innlenda fjárfestingu sem er háð alþjóðlegri fjármögnun gætu einnig komist í uppnám versni alþjóðlegar efnahagshorfur, sem gæti tafið innlenda uppbyggingu og dregið úr útflutningsgetu þjóðarbúsins til lengri tíma. Áframhaldandi efnahagsbati hér á landi gæti því komist í uppnám.

Skuldsetning íslenskra heimila gæti haldið meira aftur af áframhaldandi bata einkaneyslu

Í grunnspánni er reiknað með áframhaldandi vexti einkaneyslu, þótt vöxturinn verði heldur hægari en hann hefur verið undanfarið. Framan af endurspeglaði kröftugur bati einkaneyslu uppsafnaða eftirspurn eftir mikinn samdrátt neysluútgjalda í kjölfar fjármálakreppunnar. Vöxturinn var m.a. fjármagnaður með úttekt séreignarsparnaðar og sérstökum vaxtabótum. Ætla má að aukin bjartsyni og minni óvissa um efnahagshorfur og eigin efnahag, m.a. í kjölfar dómsúrskurða um ólögð gengistryggðra lána, hafi einnig dregið úr þörf fyrir varúðarsparnað. Lágir skammtímaraunvextir og aukinn hreinn auður heimila í kjölfar hækkunar húsnæðisverðs og lækkunar skulda hafa einnig stutt við aukin neysluútgjöld. Að síðustu hefur atvinna tekið að aukast á ný og laun hækkað, sem eykur ráðstöfunartekjur, þótt aukin verðbólga hafi vegið á móti og dregið úr kaupmætti þeirra.

Ekki er útilokað að of mikillar bjartsýni gæti um vöxt einkaneyslu í grunnspánni. Verði t.d. bakslag í alþjóðlegum efnahagsmálum gætu heimilin talið skynsamlegt að auka varúðarsparnað á ný. Þau gætu einnig talið þörf á að taka lengri tíma í að lagfæra efnahagsreikninga sína og greiða niður skuldir, enda skuldsetning íslenskra heimila enn mikil í alþjóðlegu samhengi. Jákvæðar fréttir af alþjóðlegum efnahagsmálum og aukin bjartsýni gætu hins vegar leitt til þess að heimili dragi hægar úr skuldsetningu. Því gæti krafturinn í innlendum þjóðarbúskap á spátímanum orðið meiri en felst í grunnspánni.

Er að slakna á aðhaldi í opinberum fjármálum?

Aðhald í opinberum rekstri hefur verið einn af hornsteinum þess að endurheimta trúverðugleika Íslands á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Miðað við núverandi fjárlög og áætlanir mun jöfnuður í ríkisrekstri nást nokkru seinna en gert var ráð fyrir í fyrri áætlunum, m.a. sakir afar kostnaðarsams kjarasamnings sem gerður var á síðasta ári. Ýmsar forsendur fjárlaga virðast einnig brothættar og ekki er útilokað að útgjöld muni fara fram úr áætlunum og/eða að tekjur verði ekki í samræmi við áætlanir. Vaxandi þrýstingur virðist vera á ný útgjaldaáform og hætt við að þrýstingurinn aukist eftir því sem dregur nær kosningum til Alþingis. Svigrúm stjórnvalda er hins vegar afar lítið enda hið opinbera mjög skuldsett. Sakir hafta á fjármagnshreyfingar býr hið opinbera við lægri vexti en skuldsetning þess gæti gefið tilefni til. Þegar höftin verða afnumin hverfur þetta skjól. Því er afar mikilvægt að það verði nýtt til að draga úr lánsfjárbörf.

Verði slakinn í ríkisfjármálum meiri en felst í grunnspánni er ekki útilokað að innlend eftirspurn verði eitthvað sterkari til skemmri tíma en nú er spáð. Á móti er hætt við að aukinn halli geti þrýst upp innlendu vaxtastigi og þannig rutt í burtu fjárfestingaráformum einkaaðila. Fjármögnunarkostnaður hins opinbera yrði jafnframt meiri, sérstaklega ef áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs færi að hækka á ný. Þrýstingur á gengi krónunnar gæti þá aukist og þar með hætta á meiri verðbólgu sem að öðru óbreyttu mun kalla á strangara peningalegt taumhald. Efnahagsbatinn gæti því orðið hægari en spáð er í grunnspánni. Að öðru óbreyttu mun það draga úr tekjum ríkissjóðs og þar með grafa undan viðleitni stjórnvalda við að ná tókum á skuldavanda hins opinbera.

Eftirspurnaráhrif nýgengins Hæstaréttardóms gætu verið ofmetin

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að dómur Hæstaréttar um uppgjör ólöglegra gengislána frá því í febrúar sl. muni auka ráðstöfunartekjur fjölmargra heimila og fyrirtækja, létta enn frekar skuldabyrði þeirra og auka einkaneyslu- og fjárfestingarútgjöld þeirra tímabundið og þar með valda tímabundinni aukningu hagvaxtar. Miðað við líklegustu niðurstöðu gæti umfang áhrifanna verið nokkurt.

Ekki er þó útilokað að eftirspurnaráhrif dómsins séu ofmetin þar sem hann gæti rýrt eignasafn lánastofnana verulega og dregið úr væntum framtíðarhagnaði þeirra. Veikari eiginfjárstaða gæti dregið úr getu þeirra til þess að lána til nýrra verkefna og skertar tekjur gætu stuðlað að auknum vaxtamun. Fjármagnskostnaður heimila og fyrirtækja gæti því aukist. Þessi áhrif gætu vegið að nokkru eða jafnvel

fullu leyti á móti tímabundnum áhrifum á tekjur þeirra sem dómurinn nær til og hægt á efnahagsbatanum þegar frá líður.

Horfur um gengi krónunnar mjög óvissar

Samkvæmt grunnspánni mun gengi krónunnar haldast svipað á meginhluta spátímans og þegar spáin var gerð. Íslenska krónan er lítill gjaldmiðill skuldsetts ríkis með skuldbindingar sem bera tiltölulega háa áhættuþóknun og því jafnan viðkvæm fyrir óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, jafnvel þótt hún sé í vari gjaldeyrishafta. Áformað er að losa gjaldeyrishöftin á spátímanum og því gætu fylgt gengis-sveiflur. Óvissa er um tímasetningar og aðstæður þegar gjaldeyrishöftin verða losuð og því afar erfitt að taka tillit til þessa í grunnspánni.

Haldi innlend fyrirtæki áfram að greiða niður erlendar skuldir og haldist aðgangur innlendra aðila að erlendu lánsfé takmarkaður gæti það stuðlað að lægra gengi krónunnar en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Sömu áhrif gæti umtalsverð rýrnun viðskiptakjara haft. Á hinn bóginn gætu stór fjárfestingarverkefni sem hefðu í för með sér töluvert innflæði á gjaldeyri umfram forsendur grunnspár leitt til umtalsverðrar styrkingar. Tímabundin söfnun gjaldeyris fjármálafyrirtækja sem hefur veikt krónuna að undanfögnu gæti einnig snúist við.

Samkvæmt grunnspánni hækkar raungengið smám saman á næstu árum, enda er það nú mjög lágt í sögulegu samhengi og líklega eitthvað undir langtímajafnvægisgildi sínu. Erfitt er þó að meta hvert jafnvægisraungengið er í raun, meðal annars í ljósi óvissu um skuldastöðu þjóðarbúsins. Á meðan aðgangur að erlendu lánsfé er takmarkaður og fyrirtæki vinna að endurskipulagningu erlendra skulda er ólíklegt að aðlögunin verði hröð. Hún gæti hins vegar orðið hröð ef forsendur breytast og rétt að hafa í huga að hreyfingar nafngengis geta sveiflað raungenginu á tiltölulega skömmum tíma, jafnt upp fyrir sem niður fyrir langtímajafnvægisgildi sitt.

Óvissa um forsendur kjarasamninga

Í þeim almennu kjarasamningum sem gerðir voru vorið 2011 voru m.a. ákvæði um þróun gengis krónunnar, verðbólgu og kaupmáttar launa sem ekki er útlit fyrir að gangi eftir miðað við spá Seðlabankans. Þrátt fyrir það gerir grunnspá bankans ekki ráð fyrir að endurskoðun kjarasamninga feli í sér umtalsverðar viðbótarhækkningar launa. Um þessa forsendu er óvissa. Verði samningum sagt upp og/eða samið um meiri launahækkningar er hætt á að verðbólguþrýstingur verði enn meiri en reiknað er með í grunnspánni. Þótt meiri hækkun nafnlauna gæti til skamms tíma örvað einkaneyslu er hætt við að fyrirtæki og hið opinbera velti þessum kostnaðarhækkunum fljótlega yfir í verðlag eins og gerst hefur undanfarið. Verði frekari framleiðniaukning ekki undirstaða meiri launahækkana, munu þær einnig auka þrýsting á gengi krónunnar til lækkunar. Auknum verðbólguþrýstingi vegna beinna áhrifa launahækkana og gengislækkunar krónunnar þyrfti Seðlabankinn að bregðast við með meiri hækkunum vaxta sem myndu draga enn frekar úr eftirspurn og atvinnu miðað við það sem gert er ráð fyrir í grunnspánni.

Hversu mikill er slakinn í þjóðarbúskapnum?

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að áframhaldandi slaki í þjóðarbúskapnum og vaxandi framleiðni hjálpi til við að halda verðbólgu í skefjum og sjá til þess að hún leiti aftur í 2,5%-markmiðið þegar áhrif tímabundinna kostnaðarpáttanna dvína smám saman.

Mikil óvissa er um hversu sterk þessi áhrif eru og hvenær verðbólga tekur að hjaðna á ný. Í kjölfar fjármálakreppunnar tapaðist hluti af framleiðslugetu þjóðarbúsins. Ekki er útilokað að tapið sé vanmetið og slakinn í þjóðarbúskapnum því ofmetinn sem því nemur. Það gæti t.d. þýtt að núverandi atvinnuleysisstig dygði ekki til að halda aftur af óhóflegum launakröfum þar sem jafnvægisatvinnuleysi hafi aukist meira en áætlað er í grunnspánni og undirliggjandi verðbólguþrýstingur því vanmetinn.

Samkvæmt grunnspánni minnkaði framleiðslugeta þjóðarbúsins fram á mitt síðasta ár. Þetta er óvenjulöng aðlögun í alþjóðlegu samhengi og endurspeglar hversu alvarleg fjármálakreppan var hér á landi. Ekki er útilokað að samdrátturinn hafi verið minni og batinn hafist fyrir. Slakinn í þjóðarbúskapnum gæti því verið meiri en talið er í grunnspánni og þjóðarþúið gæti þá vaxið hraðar án þess að aukinn verðbólguþrýstingur hljóti af.

Óvíst hversu hratt verðbólga hjaðnar að markmiði

Í grunnspánni er reiknað með að nægur slaki sé enn til staðar í þjóðarþúinu til að tryggja að þegar kostnaðaráhrif launahækkana og hækkunar innflutningsverðlags taka að dvína leiti verðbólga smám saman aftur í verðbólgu markmið Seðlabankans og verði við það í lok árs 2014.

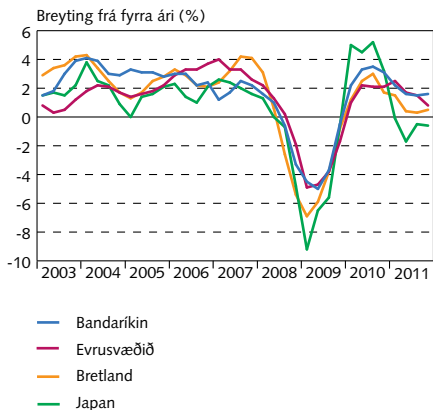
Eins og áður hefur verið rakið er mikil óvissa um hversu mikill slakinn raunverulega er. Þessu til viðbótar getur verið að tregða verðbólgunnar sé vanmetin. Þegar verðbólga hefur kerfisbundið verið vel yfir verðbólgu markmiðinu er hætt á að háar verðbólguvæntingar festist í sessi, eins og virðist mega merkja á fjölda mælikvarða á langtímaverðbólguvæntingum. Búist launafólk og fyrirtæki við meiri verðbólgu til langframa en fær samrýmst markmiði Seðlabankans er hætt við að kröfur launafólks um launahækkanir og viðbrögð fyrirtækja við þeim kröfum og ákvarðanir þeirra um verðlagningu afurða fari að litast af þeim væntingum. Verðbólga verður því meiri en ella og mun erfiðara verður að ráða niðurlögum hennar. Þessu til viðbótar benda rannsóknir Seðlabankans til þess að verðlagningarhegðun íslenskra fyrirtækja einkennist af beinni tengingu verðákvarðana við sögulega verðbólgu, sem gerir það að verkum að núverandi verðbólga fær framhaldslíf í sjálfkrafa hækkunum verðlags vöru og þjónustu.³ Þetta er dæmigerð hegðun í þjóðfélögum sem hafa búið við töluverða verðbólgu og gerir hana mjög þráláta. Hjöðnun verðbólgu að óbreyttu mati á slakanum í þjóðarbúskapnum og forsendum um alþjóðlega verðbólgu og gengi krónunnar gæti því tekið lengri tíma en felst í grunnspánni.

3. Sjá grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar, Ásgerðar Ó. Pétursdóttur og Karenar Á. Vignisdóttur (2011), „Price setting in turbulent times: Survey evidence from Icelandic firms. *Working Paper*, nr. 54.

Mynd II-1

Hagvöxtur meðal helstu iðnríkja

Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2011

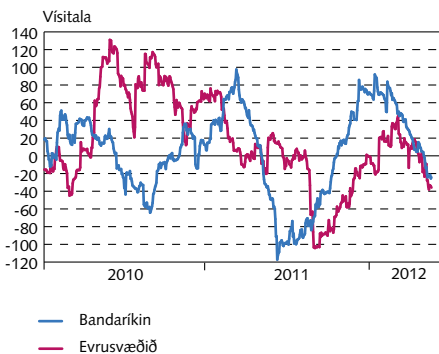


Heimild: Macrobond.

Mynd II-2

Vísitala um óvænta þróun hagvísar¹

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 11. maí 2012

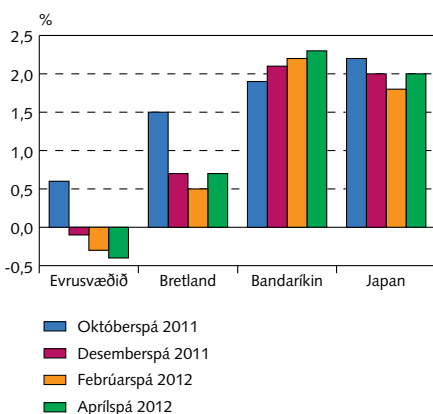


1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru jákvæðari en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.

Heimild: Macrobond.

Mynd II-3

Hagvaxtarspár fyrir árið 2012



Heimild: Consensus Forecasts.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa almennt batnað frá útgáfu síðustu *Peningamála* en óvissan er enn mikil. Dregið hefur úr óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum frá því í febrúar en áhættuálag í sumum ríkjum Suður-Evrópu hefur þó hækkað á ný. Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur minnkað. Verðhækkunum á sjávarafurðum virðist vera að linna og álverð hefur lækkað. Verð á olíu og hrávörum hefur aftur á móti hækkað töluvert í upphafi ársins og því er spáð lakari viðskiptakjörum í ár en áður. Hægt hefur á vexti alþjóðaviðskipta undanfarið og raungengi haldið áfram að lækka. Spáð er áframhaldandi útflutningsvexti á spátímanum og er vöxturinn meiri í ár en spáð var í febrúar.

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa heldur batnað ...

Verulega dró úr hagvexti í nokkrum af helstu viðskiptalöndum Íslands á síðasta fjórðungi ársins 2011, einkum á evrusvæðinu. Í Bandaríkjunum, Bretlandi, Japan og Noregi var vöxturinn þó svipaður og á fjórðungnum á undan og jafnvel ívið betri. Almennt séð hafa hagvaxtarhorfur í heiminum batnað lítillega frá því sem var í upphafi árs en óvissan er engu að síður mikil og ljóst að hagvöxtur í ár verður veikari en í fyrra. Helstu hagvísar fyrir evrusvæðið og Bandaríkin sem birtust skömmu eftir að síðustu *Peningamál* voru gefin út í febrúar voru almennt betri en spár helstu greiningaraðila höfðu gefið vísbendingu um, en frá miðjum mars hafa þeir verið í takt við væntingar markaðsaðila eða undir væntingum, sérstaklega á evrusvæðinu.

Nýjustu spár Consensus Forecasts og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir þetta ár benda til þess að hagvöxtur verði aðeins meiri í helstu viðskiptalöndum Íslands en gert var ráð fyrir í síðustu spá.¹ Engu að síður er gert ráð fyrir að vöxturinn verði einungis 0,8% í ár, enda búist við hægari hagvexti en í fyrra í öllum helstu viðskiptalöndunum nema í Bandaríkjunum og Japan. Spáð er tæplega 2% hagvexti meðal helstu viðskiptalanda Íslands á næsta ári og um 2½% vexti árið 2014, sem eru heldur betri horfur en reiknað var með í febrúar.

... og órói á alþjóðlegum fjármálamörkuðum minnkað

Mikill órói sem einkenndi alþjóðlega fjármálamarkaði síðasta sumar og haust hefur dvínað. Samningar sem náðust við kröfuhafa Grikkja og batnandi hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum virðast hafa haft jákvæð áhrif og lækkaði skuldatryggingarálag á ríkisskuldabréfum víða á fyrstu mánuðum ársins. Nýverið hefur skuldatryggingarálagið þó tekið að hækka á ný á Spáni og Ítalíu vegna vaxandi ótta um getu þeirra til að ráða við skuldastöðuna og langtímavextir hafa tekið að hækka á ný.

Verð hlutabréfa á heimsvísu hefur hækkað undanfarna mánuði, einkum í upphafi þessa árs, eftir umtalsverða lækkun í fyrra. Virðist sem verð hafi almennt náð botninum í september 2011 en hafi síðan

1. Þar sem hlutdeild Brasilíu og Kína í viðskiptavog Íslands er orðin um 3% hvor um sig var ákveðið að bæta þeim við í hóp þeirra landa sem teljast til helstu viðskiptalanda Íslands í greiningu á ytri skilyrðum.

hækkað þó nokkuð í takt við aukna bjartsýni á mörkuðum. Betri hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum og minni áhyggjur af evrusvæðinu hafa því ýtt undir verðhækkanir. Miklar hækkanir hafa t.d. verið á hinum Norðurlöndunum og í Bandaríkjunum og er hlutabréfaverð þar nú orðið hærra en það var fyrir fjármálakreppuna. Töluverð óvissa ríkir þó um þróunina á næstu mánuðum, einkum vegna fyrrgreindra áhyggna af ástandinu á Spáni og Ítalíu og mikillar óvissu í grískum stjórnámálum.

Verðbólguhorfur svipaðar og í febrúar

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur almennt minnkað undanfarna mánuði og virðist hafa náð hámarki sl. haust. Kjarna-verðbólga virðist einnig hafa hjaðnað í takt við almenna verðbólgu. Gert er ráð fyrir að verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands verði lítillega meiri á þessu ári en reiknað var með í síðustu *Peningamálum*, þar sem verðbólguhorfur fyrir bæði evrusvæðið og Bandaríkin eru nokkru verri en í upphafi árs. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar ekki breyst. Töluverð óvissa er þó um framvinduna í ár og gæti verðbólga orðið þrálátari en hér er reiknað með ef olíuverð hækkar á ný.

Fjöldi seðlabanka hefur lækkað vexti undanfarna mánuði, einkum í Asíu en einnig á hinum Norðurlöndunum. Seðlabankar stærstu iðnríkjanna hafa þó haldið stýrivöxtum sínum óbreyttum það sem af er ári. Nýjasta fundargerð peningastefnufundar Englandsbanka gefur þó vísbendingu um að áhyggjur af verðbólgu hafi aukist þar í landi.

Olíu- og hrávöruverð hærra en spáð var í febrúar

Olíuverð hefur hækkað mikið á fyrstu mánuðum ársins, einkum vegna minnkandi birgðastöðu. Verðhækkunin er mun meiri en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* og hefur spáin fyrir árið 2012 því hækkað töluvert. Nú er reiknað með að olíuverð nái hámarki á öðrum fjórðungi ársins og að meðalhækkun ársins verði 7%, en í síðustu *Peningamálum* var spáð 2% lækkun. Sem fyrr byggist spá bankans á framvirku verði og spám helstu greiningaraðila. Gert er ráð fyrir að olíuverðshækkanirnar í upphafi þessa árs gangi að einhverju leyti til baka á árinu 2013 og að meðalverð ársins verði rúmlega 3% lægra en á þessu ári, en í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir 3% hækkun.

Alþjóðlegt hrávöruverð hefur einnig hækkað mikið á fyrstu mánuðum ársins eftir að hafa náð lágmarki í byrjun desember, en það er þó enn töluvert lægra en það var á sama tíma fyrir ári. Gert er ráð fyrir að meðalhækkun ársins verði tæp 8%, í stað 12% í febrúarspánni, sem stafar einkum af töluverðri hækkun á fyrsta fjórðungi ársins. Ekki er búist við hækkunum á næstu tveimur árum, en vegna þess að spáð er að hagvöxtur taki almennt við sér á ný í heiminum og áframhaldandi vexti eftirspurnar í flestum nýmarkaðsríkjum er þó gert ráð fyrir að hrávöruverð haldi velli.

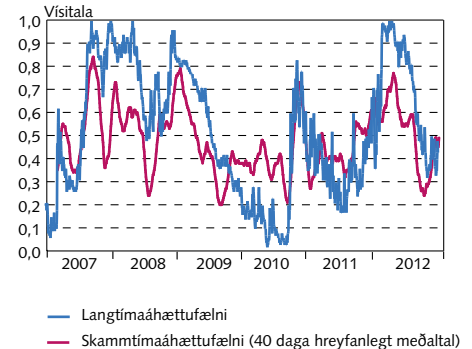
Dregið hefur úr verðhækkun sjávarafurða og álverð lækkar áfram

Verðlag sjávarafurða hefur hækkað mikið undanfarin ár en þeim hækkunum virðist nú vera að linna. Nokkur verðlækkun varð í febrúar, einkum á botnfiskafurðum og ferskum afurðum sem að mestu leyti hafa leitt verðhækkun undanfarinna mánaða. Verðlækkunina má rekja bæði til aukins framboðs á botnfiski og lakara efnahagsástands í

Mynd II-4

Áhættufælni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum¹

Daglegar tölur 2. janúar 2007 - 11. maí 2012

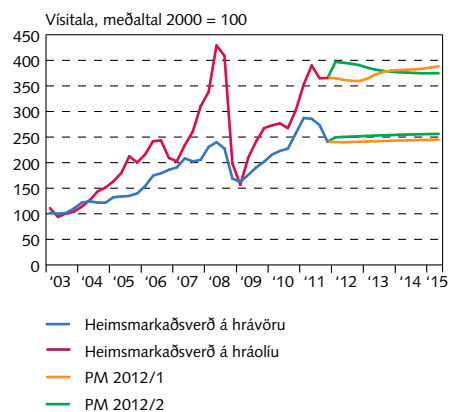


1. Núll þýðir litla áhættufælni og einn þýðir mikla áhættufælni. Heimild: Macrobond.

Mynd II-5

Heimsmarkaðsverð á hrávöru¹

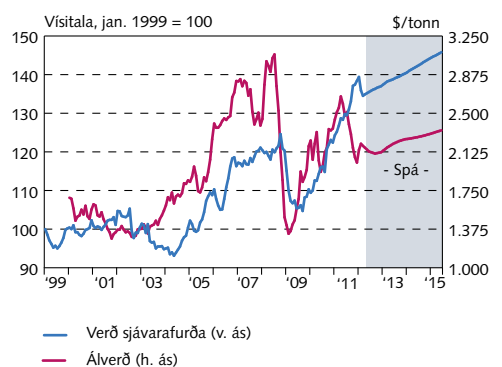
1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2015



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

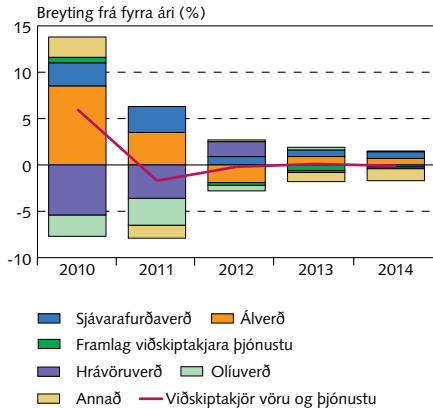
Mynd II-6

Verð á sjávarafurðum og áli í erlendum gjaldmiðli



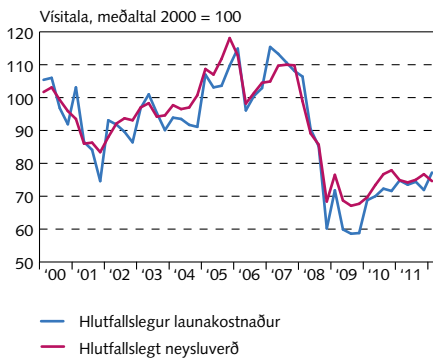
Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-7
Viðskiptakjör og framlag undirliða
2010-2014¹



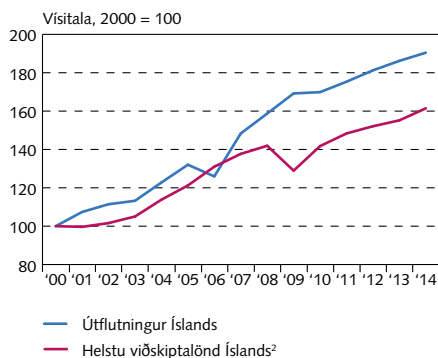
1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar viðskiptakjara er fengið með því að veita saman árlega breytingu viðkomandi undirliðar með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Líðurinn „annað“ er afgangslíður.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8
Raungengi
1. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-9
Alþjóðaviðskipti og íslenskur útflutningur
2000-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014. 2. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

flestum Evrópulöndum, sem hefur einkum áhrif á dýrari matvæli eins og ferskar sjávarafurðir. Á fyrstu tveimur mánuðum ársins var meðalverð sjávarafurða engu að síður um 11% hærra í erlendri mynt en á sama tíma í fyrra. Gert er ráð fyrir að verð sjávarafurða lækki frekar á árinu en að meðalverð ársins verði engu að síður um 3,5% hærra en í fyrra, sem eru heldur lakari horfur en í síðustu spá *Peningamála*. Á næsta ári er aftur á móti reiknað með aðeins meiri verðhækkun, 2,5% í stað 2% í febrúar.

Álverð styrktist í upphafi árs í takt við aðrar hrávörur en tók svo að lækka á ný í mars. Gert er ráð fyrir að lækkun á álverði á þessu ári verði svipuð og í síðustu spá eða að meðaltali um 7,5%. Horfur um álverð á næsta ári eru einnig svipaðar, en þær hafa versnað fyrir árið 2014.

Viðskiptakjör versna lítillega

Eins og rakið er hér að framan hafa orðið nokkrar breytingar á alþjóðlegri verðþróun og -horfum. Horfur um útflutningsverð tveggja helstu útflutningsafurða Íslands hafa versnað, þó misjafnlega mikið, en oliúverð hefur haldið áfram að hækka. Því er útlit fyrir að viðskiptakjör versni lítillega í ár eða um 0,2% í stað þess að batna um ríflega 1% eins og spáð var í febrúar. Þessu til viðbótar voru viðskiptakjör nokkru verri í fyrra en áður var talið. Miðað við bráðabirgðatölur Hagstofunnar virðist sem þau hafi versnað um 1,7% frá fyrra ári en í febrúar var gert ráð fyrir að þau hefðu versnað um sem nemur 0,6%. Skýrist þetta frávik aðallega af því að verðvísitala innflutnings, bæði vöru- og þjónustuinnflutnings, var hærri á árinu 2011 en gert var ráð fyrir. Horfur um viðskiptakjör á árunum 2013 og 2014 eru aftur á móti svipaðar og áður.

Áframhaldandi lækkun raungengis

Raungengi krónunnar virtist hafa náð lágmarki um miðbik síðasta árs en tók svo að lækka á ný í nóvember sl. og náði tveggja ára lágmarki í mars sl. Miðað við hlutfallslegt verðlag er raungengið nú rúmlega 23% lægra en meðalraungengi undanfarinna þrjátíu ára og um 20% lægra sé miðað við hlutfallslegan launakostnað. Gert er ráð fyrir að raungengið miðað við hlutfallslegt verðlag verði að meðaltali tæplega 1% lægra í ár en í fyrra en að síðan taki við hægfara hækkun. Samkvæmt spánni verður það áfram lágt í sögulegu samhengi.

Alþjóðaviðskipti aukast þrátt fyrir að hægt hafi á hagvexti

Verulega dró úr vexti alþjóðaviðskipta á seinni hluta síðasta árs samhliða minnkandi hagvexti. Bæði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) gera ráð fyrir áframhaldandi vexti alþjóðaviðskipta á þessu ári, en að hann verði mun minni en í fyrra. Spáð er að hann taki við sér á ný á næsta ári og verði drifinn áfram af nýmarkaðsrikkjum. Í spánni sem hér er birt er gert ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda Íslands aukist um 2½% á þessu ári, sem er svipað og í febrúarspánni. Reiknað er með 2% vexti á næsta ári en 4% vexti á árinu 2014 í kjölfar aukins hagvaxtar í heiminum.

Útflutningshorfur betri en í febrúar

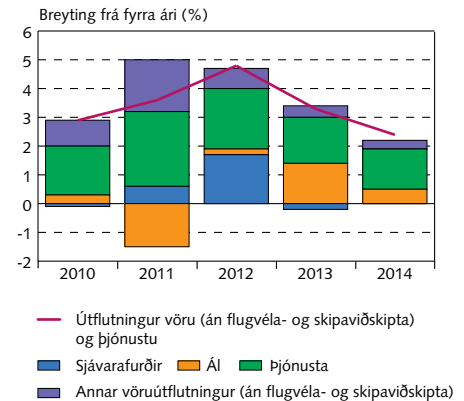
Horfur eru á að útflutningur sjávarafurða aukist töluvert á þessu ári frá fyrra ári. Aukning uppsjávarafla hefur verið mikil og loðnuvertíðin í ár var góð. Þar að auki er ástand þorsstofnsins nú gott og því gert ráð fyrir að leyfður hámarksafli þorsks verði aukinn á næsta fiskveiðiári, sem hefst 1. september. Því er reiknað með því að á þessu ári aukist útflutningur sjávarafurða um 7% á föstu verði, í stað 3% vaxtar í síðustu spá *Peningamála*. Áætlað er að álútflutningur á föstu verði aukist um 1% á þessu ári, í stað 2% aukningar í síðustu spá. Þessar tvær greinar veiga um 80% í vöruútflutningi Íslands. Samanlagt er gert ráð fyrir að annar vöruútflutningur aukist um rúmlega 3% á þessu ári, sem er um einni prósentu meiri aukning en spáð var í febrúar. Í heildina er því gert ráð fyrir að vöruútflutningur aukist um rúmlega 3% í ár í stað rúmlega 2% aukningar í febrúarspánni. Horfur eru á að vöxtur vöruútflutnings á næsta ári verði svipaður og í síðustu spá, eða tæp 3%, en að hann verði 1% meiri á árinu 2014, eða tæplega 2%.

Útflutt þjónusta hefur haldið áfram að vaxa umtalsvert, þótt hægt hafi á vextinum á síðasta fjórðungi ársins 2011. Útlit er fyrir nýtt met í komu ferðamanna til landsins á þessu ári. Spáð er 5½% vexti útfluttrar þjónustu í ár og u.þ.b. 4% vexti á næstu tveimur árum, sem eru töluvert betri horfur en reiknað var með í febrúar.

Spáð er að útflutningur í heild aukist um 3,8% í ár og um 2½-3% á ári á árunum 2013-2014. Að frátöldum útflutningi flugvéla og skipa eru horfur á meiri vexti útflutnings í ár, eða 4,7%. Í febrúar var reiknað með innan við 2% vexti heildarútflutnings í ár og um 2% vexti á næstu tveimur árum. Útflutningshorfur fyrir þetta og næstu tvö ár hafa því vænkast töluvert í samanburði við febrúarspána, einkum vegna aukins útflutnings sjávarafurða og útfluttrar þjónustu tengdra ferðamannaiðnaðinum.

Mynd II-10

Þróun útflutnings (án flugvéla- og skipaviðskipta) og framlag undirlíða hans 2010-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram ¹			
	2011	2012	2013	2014
Útflutningur vöru	1,1 (1,2)	3,1 (2,1)	2,7 (2,6)	1,7 (1,1)
Útflutningur þjónustu	7,1 (7,2)	5,6 (2,5)	4,3 (2,2)	3,7 (3,2)
Útflutningur vöru og þjónustu	3,2 (3,3)	3,8 (1,8)	3,2 (2,4)	2,3 (1,8)
Útflutningur vöru og þjónustu án flugvéla og skipa	3,5 (3,7)	4,7 (2,6)	3,2 (2,4)	2,3 (1,8)
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	2,5 (2,3)	7,0 (3,0)	-1,0 (0,0)	0,1 (0,0)
Útflutningsframleiðsla áls	-0,9 (-0,9)	1,0 (2,0)	6,0 (4,0)	2,0 (2,0)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli	10,5 (9,9)	3,5 (4,0)	2,5 (2,0)	2,5 (2,5)
Verð áls í USD ²	13,6 (13,7)	-7,5 (-7,1)	3,6 (3,6)	2,9 (5,0)
Verð eldsneytis í USD ³	31,6 (31,7)	7,0 (-1,9)	-3,3 (3,2)	-1,4 (2,4)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-1,7 (-0,6)	-0,2 (1,2)	0,0 (-0,2)	-0,1 (-0,1)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	2,8 (2,8)	2,2 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁴	1,8 (1,6)	0,8 (0,5)	1,8 (1,5)	2,5 (2,1)
Skammtímavextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁵	1,3 (1,3)	1,0 (1,0)	0,9 (0,9)	1,5 (1,5)

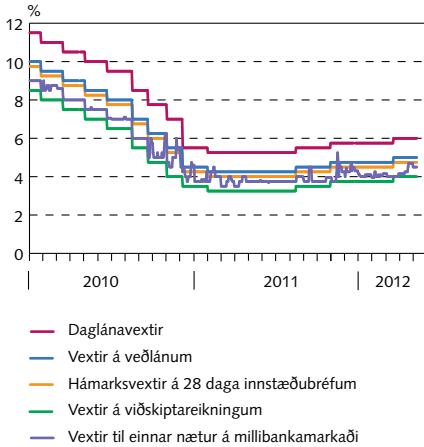
1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2012/1. 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá frá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 11. maí 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

III Fjármálaleg skilyrði

Þrátt fyrir hækkun vaxta Seðlabankans í mars hafa raunvextir bankans lækkað lítillega frá því í febrúar. Frekari vaxtahækkanir virðast vera verðlagðar inn í vaxtaferilinn. Gengi krónunnar hefur lækkað frá áramótum og er gengið lægra en vænst var í febrúarspánni. Lausafjárstaða fjármálakerfisins virðist góð og peningamagn hefur aukist. Eignaverð hefur einnig hækkað og skuldir einkageirans lækkað. Fjárhagsstaða heimila og fyrirtækja heldur því áfram að batna, þrátt fyrir háar skuldir.

Vextir Seðlabanka Íslands hækka ...

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hækkaði vexti bankans um 0,25 prósentur á fundi sínum 21. mars sl. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana 4%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,75%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 5% og daglánvextir 6%. Skammtíma vextir á millibankamarkaði hafa einnig þokast upp á við í takt við hækkun vaxta Seðlabankans. Vegna rúmrar lausafjárstöðu eru millibankavextir þó enn í neðri hluta vaxtagangs bankans.

... en raunvextir bankans hafa samt sem áður lækkað lítillega

Þrátt fyrir hækkun vaxta Seðlabankans hafa raunvextir bankans lækkað lítillega frá því í febrúar og eru nú um -1,2% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar. Þeir eru um 0,3 prósentum lægri en rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í febrúar og tæplega 2 prósentum lægri en þeir voru á sama tíma fyrir ári.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (11. maí 2012)	Breyting frá PM 2012/1 (7. feb. 2012)	Breyting frá PM 2011/2 (19. apríl 2011)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	-1,9	0,3	-3,2
Verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	-0,1	-0,2	0,2
Verðbólguvæntingar heimila til eins árs	-2,0	-0,2	-2,1
Verðbólguv. markaðsaðila til eins árs ²	-1,1	-	-
Verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs ³	-1,8	-0,3	-3,8
Verðbólguv. Spá Seðlabankans ⁴	-0,6	-1,1	-1,2
Meðaltal	-1,2	-0,3	-1,9

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

Peningamagn í umferð tók að vaxa á ný sl. haust

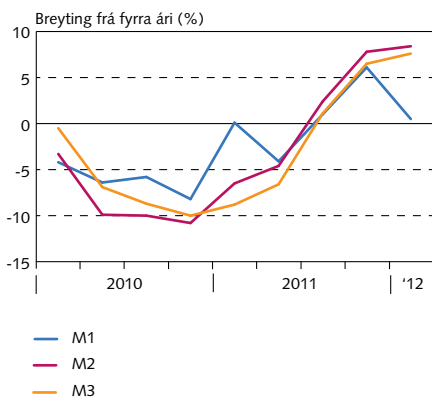
Grunnfé Seðlabankans var ríflega 8% hærra á fyrsta ársfjórðungi en á sama fjórðungi í fyrra og hefur lausafjárstaða fjármálakerfisins verið rúm um nokkurn tíma. Þröngt skilgreint peningamagn (M1) óx um 0,5% frá fyrra ári, á meðan víðar skilgreint peningamagn, M2 og M3, óx um 7½-8½%. Síðustu tvo ársfjórðunga hefur vöxtur M2 og M3 verið í ágætu samræmi við nafnvöxt landsframleiðslunnar og hlutfall breiðs peningamagns af landsframleiðslu hefur því verið tiltölulega stöðugt eftir að hafa lækkað samfellt frá ársbyrjun 2009 og náð lágmarki um mitt síðasta ár.

Meginástæður þess að víðari skilgreiningar peningamagns hafa vaxið meira en þrengri skilgreiningar má rekja til þess að í júlí sl. voru

Mynd III-2

Peningamagn í umferð

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

viðskiptabankaleyfi slitastjórna Glitnis banka hf. og Kaupþings banka hf. afturkölluð og þær skilgreindar sem eignarhaldsfélög en ekki sem fjármálastofnanir. Við það verða innlán þeirra í bankakerfinu hluti af skuldbindingum innlánsstofnana gagnvart almenningi og því hluti af peningamagni í umferð. Þar sem innlánin voru að mestu á reikningum sem teknir eru með við útreikning á almennari formi peningamagns eru áhrif þessarar breytingar meiri á M2 og M3 en á M1.

Vaxtaferillinn bendir til væntinga um að vextir Seðlabankans eigi eftir að hækka um 1 prósentu á þessu ári

Vaxtaferillinn bendir til þess að markaðsaðilar vænti þess að vextir Seðlabankans hækki um 1 prósentu til viðbótar á þessu ári. Miðað við þennan mælikvarða verða vextir Seðlabankans á lánum gegn veði til sjö daga um 6% í lok ársins, sem er einnig í samræmi við niðurstöður könnunar Seðlabankans meðal markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun maí. Litið til næstu vaxtaákvörðunar virðist sem markaðsaðilar hafi verðlagt inn í vaxtaferilinn að vöxtum bankans verði haldið óbreyttum. Miðað við væntingar markaðsaðila út frá svörum í könnun Seðlabankans virðast þeir hins vegar reikna með 0,5 prósentna hækkun á öðrum ársfjórðungi. Líklegt er að mælivandamál á stysta enda vaxtaferilsins sakir óskilvirkni innlends millibankamarkaðar geri það að verkum að þær vísbendingar sem vaxtaferillinn gefur um væntingar markaðsaðila um næstu vaxtaákvörðanir Seðlabankans séu óvissari en ella.

Lengri ríkisbréfavextir hækkuðu í takt við vaxtahækkunina í mars

Hinn 13. mars sl. var lögum um gjaldeyrismál breytt þannig að ekki er lengur heimilt að kaupa erlendan gjaldeyri fyrir andvirði afborgana og verðbóta af höfuðstól skuldabréfa. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hækkaði í febrúar en eftir þessa lagabreytingu lækkaði krafan á ný. Ávöxtunarkrafan hækkaði svo aftur í kjölfar vaxtahækkunar Seðlabankans í mars og er hún nú um 0,1-0,6 prósentum hærri en fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*, fyrir utan ríkisskuldabréfið með gjalddaga í ágúst á þessu ári en ávöxtunarkrafa þess hefur lækkað um 0,4 prósentur.

Lítil breyting á lengri verðtryggðum vöxtum

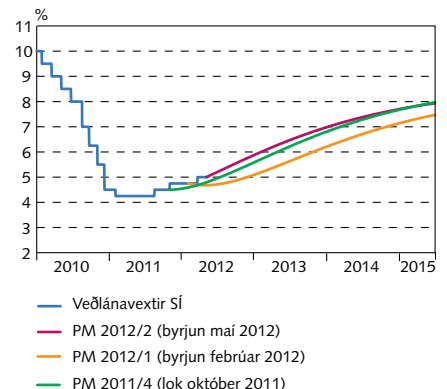
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa hafði hækkað í febrúar og hækkaði enn eftir að lögum um gjaldeyrismál var breytt. Hún lækkaði síðan í kjölfar hækkunar stýrivaxta Seðlabankans í mars, en þessa lækkun má e.t.v. einnig rekja til minna framboðs á verðtryggðum skuldabréfum þar sem ríkissjóður hyggst ekki gefa út verðtryggð ríkisskuldabréf á öðrum ársfjórðungi þessa árs nema þá í gjaldeyrísútböðum og íbúðalánasjóður hefur minnkað útgáfu sína á þessu ári um helming. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa er nú nánast hin sama og fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*, fyrir utan ávöxtunarkröfu íbúðabréfsins með gjalddaga 2024 sem hefur hækkað um 0,4 prósentur.

Langtímavaxtamunur við útlönd hefur aukist

Langtímavaxtamunur við þýsk ríkisskuldabréf hefur aukist um 0,8 prósentur frá útgáfu síðustu *Peningamála* og mældist 5,7 prósentur rétt fyrir útgáfu þessa heftis. Munur á ávöxtun þriggja mánaða íslenskra og þýskra ríkisvixla lækkaði hins vegar um 0,9 prósentur á sama tímabili

Mynd III-3

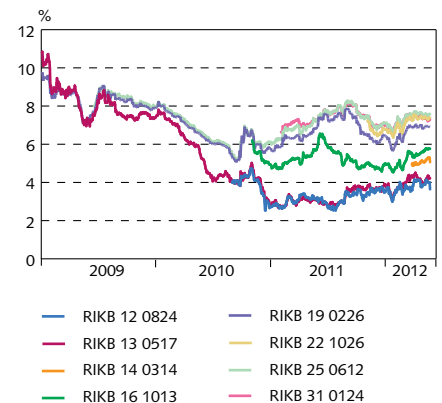
Veðlánavextir og framvirkir vextir¹
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 30. júní 2015



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

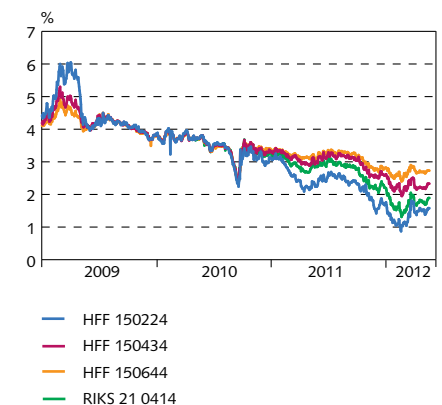
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 11. maí 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

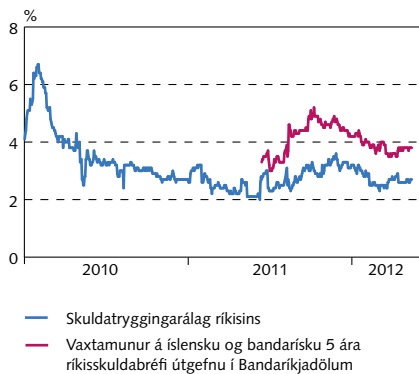
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 11. maí 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 11. maí 2012



Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

og er nú um 3,4 prósentur. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum fimm ára skuldabréfs Ríkissjóðs Íslands í Bandaríkjadöllum og sambærilegs bréfs ríkissjóðs Bandaríkjanna, er nánast það sama og það var við útgáfu síðustu *Peningamála* í febrúar eða um 3,8 prósentur. Áhættuþóknunin, sem lesa má út úr skuldatryggingarálagi ríkissjóðs, hefur á sama tíma lækkað um 0,2 prósentur og er nú um 2,7 prósentur. Í byrjun maí gaf ríkissjóður út 10 ára skuldabréf í Bandaríkjadöllum á 6% vöxtum sem gefur til kynna 4 prósentna álag á sambærilegt skuldabréf ríkissjóðs Bandaríkjanna.

Gengi krónunnar veiktist nokkuð fram í byrjun apríl

Gengi krónunnar veiktist nokkuð framan af árinu og alveg þar til snemma í apríl en frá þeim tíma hefur það styrkst aðeins á ný. Rétt fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* var gengi krónunnar tæplega 3% lægra en í ársbyrjun sé miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu. Á sama tímabili hefur gengi krónunnar lækkað um 2,4% gagnvart evru, 6,1% gagnvart bresku pundi og 2,4% gagnvart Bandaríkjadal. Gengislækkun krónunnar fram í byrjun apríl skýrist líklega af mörgum þáttum.

Í fyrsta lagi virðast fyrirtæki hafa verið að greiða niður lán í erlendri mynt, í sumum tilfellum af nauðung en í öðrum sakir þess að þau telja það hagstætt í ljósi lágra innlendra raunvaxta. Í öðru lagi hafa fjármálafyrirtæki safnað upp í gjaldeyrisskuldbindingar með því að byggja upp gjaldeyrisforða. Í þriðja lagi hafa árstíðarsveifla og verri viðskiptakjör líklega einnig átt hlut að máli. Gengislækkunarferlið stöðvaðist snemma í apríl og virðist sem breytingar á gjaldeyrislögum hafi þar haft áhrif. Styrking krónunnar í lok apríl og snemma í maí gæti hins vegar tengst því að þörf fjármálafyrirtækja fyrir söfnun gjaldeyrisforða hefur minnkað og árstíðarsveifla leggst nú á sveif með genginu. Að lokum er líklegt að miklar kostnaðarhækkunarinnar séu að þrýsta á gengi krónunnar. Meiri launa- og verðlagshækkunarir hér á landi en í helstu viðskiptalöndum leiða að öðru jöfnu til þess að raungengið hækkar. Hækkun þessi dregur úr útflutningstekjum og eykur innflutning, sem aftur dregur úr framboði á gjaldeyri en eykur eftirspurn og þrýstir á lækkun nafngengis krónunnar.

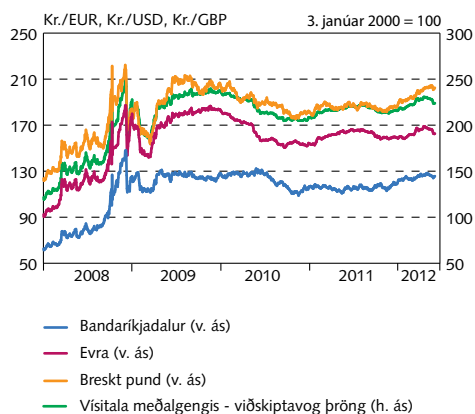
Seðlabanki Íslands seldi 12 milljónir evra á millibankamarkaði 6. mars sl. í því skyni að vinna á móti áhrifum undanþágna sem bankinn hafði veitt og höfðu í för með sér útstreymi gjaldeyris. Skammtímaáhrifin á gengi krónunnar voru nokkur þar sem kaupin komu fram á sama tíma og afborganir af erlendum lánum voru miklar og innstreymi gjaldeyris vegna utanríkisviðskipta var í minna lagi. Eins og áður hefur komið fram voru glufur í gjaldeyrislögunum þéttar um miðjan mars og í kjölfarið stöðvaðist veiking krónunnar og undanfarnar vikur hefur hún tekið að styrkjast á ný.

Horfur um gengi krónunnar afar óvissar

Gengi krónu gagnvart evru var að meðaltali 162,8 krónur á fyrsta fjórðungi ársins, sem er 2% lægra en reiknað hafði verið með í febrúarspánni. Rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* var álandsgengið 162 krónur gagnvart evru, sem er svipað og það var við síðustu útgáfu. Aflandsgengi krónunnar var um 252 krónur gagnvart evru rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hafði lækkað um tæplega 2% frá því

Mynd III-7

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 11. maí 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

í febrúar. Aflandsgengið gefur hins vegar takmarkaðar upplýsingar um þann þrýsting sem kynni að vera til staðar ef gjaldeyrishöftin væru leyst en hverfandi viðskipti hafa verið á þessum markaði að undanfögnu.

Mikil óvissa er um áhrif áframhaldandi losunar hafta á gengi krónunnar og nákvæmar tímasetningar endanlegs afnáms þeirra. Þó er ekki líklegt að losun hafta, sem gæti haft óvíst gjaldeyrisústreymi í för með sér, verði fyrr en á seinni hluta árs 2013 og snemma á árinu 2014. Samantekið er því ákaflega erfitt að byggja spá um gengisþróun á hefðbundnum efnahagsþáttum. Af þessum sökum byggist grunnspáin á þeirri einföldu forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt á spátímanum. Það felur í sér að gengi krónunnar verður heldur lægra á spátímanum en reiknað var með í febrúarspánni.

Innlán heimila dragast saman

Heildarinnlán fyrirtækja án eignarhaldsfélaga jukust í mars um 10,5% frá sama tíma árið áður. Mest jukust innlán fyrirtækja á innlendum gjaldeyrisreikningum, sem líklega má rekja til þess að fyrirtæki eru að safna gjaldeyri til að greiða niður erlend lán. Heildarinnlán heimila höfðu hins vegar dregist saman um 2,7% í mars frá sama tíma í fyrra og var mestur samdráttur á peningamarkaðsreikningum og óbundnu sparifé. Samdrátturinn stafar að einhverju leyti af fjárfestingu heimila í hlutdeildarskírteinum sjóða og fasteignum, en einnig er líklegt að einhver heimili gangi á sparnað sinn eða greiði niður lán.

Ný útlán til heimila og fyrirtækja vaxa hægt

Íbúðalánasjóður og lífeyrissjóðir voru helstu lánveitendur til íbúðakaupa frá því að fjármálakreppan hófst og fram til sl. hausts þegar umsvif viðskiptabanka á íbúðalánamarkaði jukust á ný. Ný íbúðalán íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóðanna hafa því dregist saman. Heildarútlán innlánsstofnana til heimila lækkuðu um tæplega 10% á fyrsta fjórðungi þessa árs frá því fyrir ári sem má að mestu leyti rekja til afskrifta á skuldum.¹

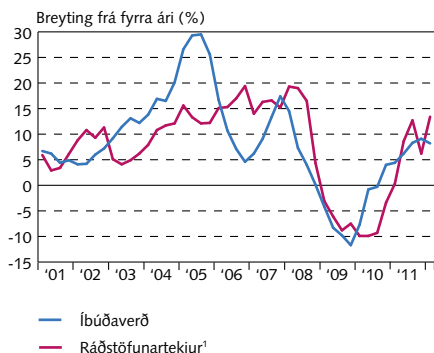
Lítið er um ný útlán til fyrirtækja enn sem komið er þrátt fyrir að atvinnuvegafjárfesting hafi tekið við sér. Líklegt er að fyrirtæki, sérstaklega í útflutningsiðnaði, hafi fjármagnað þessi fjárfestingarútgjöld að einhverju leyti með eigin sjóðsstreymi. Samkvæmt spá Seðlabankans má búast við því að útlánavöxtur til fyrirtækja taki við sér í takt við áframhaldandi bata atvinnuvegafjárfestingar.

Íbúðaverð hækkar og umsvif á fasteignamarkaði aukast

Íbúðaverð hækkaði um 8,6% á fyrsta fjórðungi ársins frá sama tíma í fyrra og hefur hækkað um 11,3% frá því að það var lægst í árslok 2009 samkvæmt tölum frá Þjóðskrá Íslands. Að raunvirði hækkaði íbúðaverð um 2% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins og hefur hækkað um rétt rúm 3% frá því að það var lægst undir lok ársins 2010. Á árinu 2011 fjölgaði þinglýstum kaupsamningum á höfuðborgarsvæðinu um tæp 58% frá fyrra ári en á árinu 2010 var einungis tæpum 2.800 samningum þinglýst. Velta á fasteignamarkaði á landinu öllu jókst heldur minna eða um 47%. Fjölgun þinglýstra kaupsamninga hélt áfram á fyrsta fjórðungi þessa árs og voru um fjórðungi fleiri en á sama tíma í fyrra.

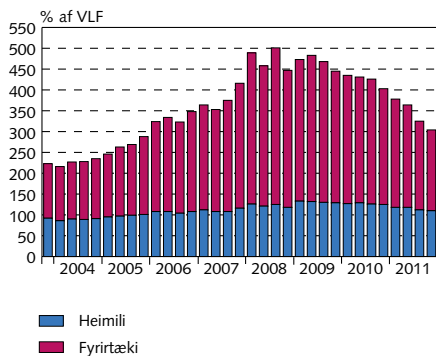
1. Hér er miðað við útlán bankanna á kröfuvirði.

Mynd III-8
Íbúðaverð og ráðstöfunartekjur heimila
1. ársfj. 2001 - 1. ársfj. 2012



1. Áætlun Seðlabankans 1. ársfj. 2011 - 1. ársfj. 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9
Skuldir heimila og fyrirtækja
4. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Íbúðalánasjóður, bankar og eignarhaldsfélög eignuðust fjölda íbúða í kjölfar fjármálakreppunnar (sjá rammagrein III-1 í *Peningamálum* 2011/4). Í lok mars áttu þessar stofnanir um 3.000 eignir, rúmlega 500 fleiri en þegar upplýsingum var safnað fyrir skrif í *Peningamál* í október 2011. Um þriðjungur þessara 3.000 eigna fór strax í útleigu en um helmingur eru eignir sem skráðar voru fullbúnar en ekki í útleigu. Afgangurinn af íbúðunum var enn í byggingu í lok mars.

Nýverið birti Þjóðskrá Íslands upplýsingar um greidda húsaleigu eftir staðsetningu og stærðarflokkum fasteigna. Samkvæmt þessum tölum hækkaði leiguverð um tæplega 11% í mars sl. frá sama tíma í fyrra. Þetta er meiri hækkun en fæst með því að skoða liðinn greidd húsaleiga í vísitölu neysluverðs, en samkvæmt honum er árshækkun leiguverðs um 7%. Á sama tíma hefur íbúðaverð hækkað um tæplega 9%. Nánar er fjallað um leigumarkaðinn í rammagrein III-1.

Hækkun húsnæðisverðs undanfarin misseri hefur verið í ágætu samræmi við hækkun ráðstöfunartekna og byggingarkostnaðar. Þótt raunverð húsnæðis sé enn nokkuð hátt í langtímasamhengi, virðist það nokkuð nálægt langtímadeðaltali þegar horft er til hlutfalls þess af ráðstöfunartekjum og byggingarkostnaði. Samkvæmt þessum mælikvörðum er því ekki að sjá merki um verðbólgu á fasteignamarkaði. Eins og rakið er í rammagrein III-1, er húsnæðisverð einnig tiltölulega lágt í hlutfalli við leiguverð. Í grunnspánni er reiknað með að húsnæðisverð þróist á næstu árum í takt við þróun verðlags, tekna og byggingarkostnaðar.

Skuldir heimila og fyrirtækja lækka en eru enn háar í alþjóðlegu samhengi

Verri verðbólguhorfur draga úr kaupmætti ráðstöfunartekna heimilanna og hækka nafnvaxtabyrði skulda heimila og fyrirtækja. Nafnvextir nýrra lána hafa einnig hækkað í kjölfar verri verðbólguhorfa og hækkunar vaxta Seðlabankans.

Á móti kemur að nokkur hluti skulda heimila og fyrirtækja hefur verið afskrifaður og nokkur árangur hefur náðst í endurskipulagningu skulda. Þannig lækkuðu skuldir fyrirtækja um tæplega fimmtung í fyrra og skuldir heimila rúmlega 3%. Skuldir fyrirtækja voru komnar í 194% af landsframleiðslu á síðasta fjórðungi ársins 2011 en höfðu náð hámarki í tæplega 380% haustið 2008. Með sama hætti höfðu skuldir heimila lækkað úr rúmlega 130% af landsframleiðslu um mitt ár 2009 í 110% í árslok 2011. Samtals námu skuldir einkageirans því 304% af landsframleiðslu í lok síðasta árs en voru 501% þegar þær náðu hámarki haustið 2008. Hlutfallið er enn hátt í alþjóðlegu samhengi og í flokki með þeim einkageirum sem eru mest skuldsettir meðal þróaðra ríkja.² Íslensk fyrirtæki og heimili eru því enn töluvert skuldsett þrátt fyrir mikla lækkingu skulda undanfarin tvö ár.³

2. Samkvæmt yfirliti Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*Global Financial Stability Report*, apríl 2012, bls. 7), nema skuldir einkageirans á Írlandi um 364% af landsframleiðslu. Þar á eftir koma Spánn (285%), Portúgal (259%) og Belgía (231%). Að meðaltali nema skuldir einkageirans í 12 þróuðum ríkjum um 211% af landsframleiðslu og þar af telur Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn skuldir helmings þessara ríkja of miklar. Hefði Ísland verið með í þessari greiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, myndu skuldir bæði heimila og fyrirtækja hér á landi falla í þann flokk.

3. Eins og kemur fram í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar og Karenar Á. Vignisdóttur, „Households' position in the financial crisis in Iceland: Analysis based on a nationwide household-level database“ (væntanleg í rannsóknaritrið Seðlabankans), er skuldsetningu heimila og greiðsluvanda tengdum henni mjög misdreift milli tekju- og aldurshópa.

Útlit er fyrir að fjárhagsstaða fjölda heimila og fyrirtækja geti batnað enn frekar í kjölfar dóms Hæstaréttar frá 15. febrúar sl. í tengslum við uppgjör ólöglegra gengistryggðra lána. Í kjölfar dómsins hafa innlánsstofnanir gjaldfært hugsanlegt tap vegna hans, en endanleg fjárhæð mun velta á niðurstöðum úr fjölda dómsmála sem eru framundan. Samkvæmt upplýsingum frá Fjármálaeftirlitinu er ekki unnt að skuldajafna hluta af tapi innlánsstofnananna og því líklegt að sú fjárhæð verði greidd beint út til fyrirtækja og heimila. Endurútreikningi innlánsstofnana er ekki enn lokið og því óljóst hvernær þessir fjármunir verða greiddir.

Þjóðskrá Íslands, í samstarfi við Íbúðalánasjóð, hóf birtingu upplýsinga um greidda húsaleigu eftir staðsetningu og stærðarflokkum fasteigna í febrúar sl. Áður hafði Þjóðskrá birt mánaðarlegar upplýsingar um fjölda þinglýstra leigusamninga. Framvegis verða birt mánaðarlega gögn um fjölda þinglýstra leigusamninga, meðalleiguverð eftir staðsetningu og stærð fasteignar og einnig vísitala leiguverðs íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu sem sýnir breytingu á vegnu meðaltali fermetraverðs.

Mismunandi vísitölur fyrir leigumarkaðinn

Undanfarin misseri hefur leigumarkaðurinn vaxið ört, einkum sökum fjárhagsþrenginga margra heimila í kjölfar fjármálakreppunnar. Hingað til hefur vísitala greiddrar húsaleigu, sem Hagstofa Íslands reiknar og notar við útreikning á vísitölu neysluverðs, verið einu upplýsingarnar um þróun leiguverðs. Nokkur munur er á vísitölu greiddrar húsaleigu og nýrri vísitölu leiguverðs frá Þjóðskrá. Vísitala greiddrar húsaleigu er byggð á upplýsingum fyrir landið allt en leiguverðsvísitala Þjóðskrár tekur einungis mið af þinglýstum samningum á höfuðborgarsvæðinu. Við útreikning vísitölu greiddrar húsaleigu er jafnframt byggt á upplýsingum um leigu frá sveitarfélögum þar sem Félagasbústaðir í Reykjavík eru langstærsti aðilinn (50%) og frá félagasamtökum þar sem stúdentar og Öryrkjabandalagið veða þyngst. Upplýsingar um almenna markaðinn fást úr húsaleigubóta-kerfinu. Gögnin sem Hagstofan tekur saman litast því mjög af samningum þar sem leiguverð er niðurgreitt af hinu opinbera og endurspeglar því ekki endilega raunverulegt markaðsverð leiguhúsnæðis.

Við útreikning á vísitölu leiguverðs Þjóðskrárinnar er meðalleiguverð og fjöldi þinglýstra samninga flokkað eftir stærð íbúða (fjöldi herbergja), hverfum og landshlutum. Til að bæta gæði vísitöluunnar eru samningar þar sem herbergjafjöldi íbúða er ekki þekktur, samningar sem eru eldri en sextíu daga gamlir og samningar um félagslegar íbúðir ekki teknir með. Munurinn í fjölda getur verið tölurverður líkt og sjá má á mynd 2.

Til að bæta vísitölu greiddrar húsaleigu hyggst Hagstofan fá aðgang að gögnum Þjóðskrár, en mun áfram safna gögnum t.d. frá Félagasbústöðum því að þeim samningum ber ekki að þinglýsa.

Anmarkar á vísitölu leiguverðs

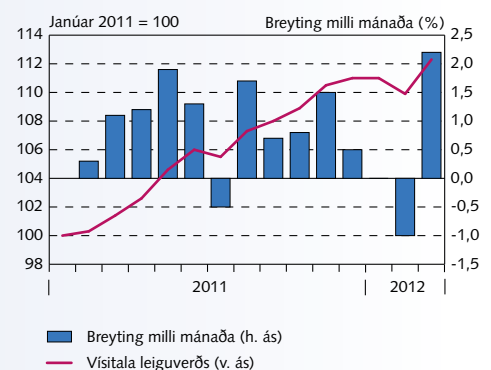
Hér á landi er ekki skylt samkvæmt lögum að þinglýsa leigusamningum, og því er líklegt að hluta samninga sé ekki þinglýst. Líklegt er að það eigi frekar við um dýrari íbúðir þar sem tekjuháir einstaklingar fá ekki húsaleigubætur og því lítill hvati fyrir þá að þinglýsa leigusamningnum.¹ Einnig má gera ráð fyrir að ódýrustu íbúðirnar komi

1. Tekjur skerða húsaleigubætur í hverjum mánuði um 1% af árstekjum umfram 2 m.kr. Átt er við samanlagðar heildartekjur allra þeirra sem eiga lögheimili eða aðsetur í viðkomandi leiguhúsnæði. Sjá nánar lög um húsaleigubætur: <http://althingi.is/lagas/nuna/1997138.html>.

Rammagrein III-1

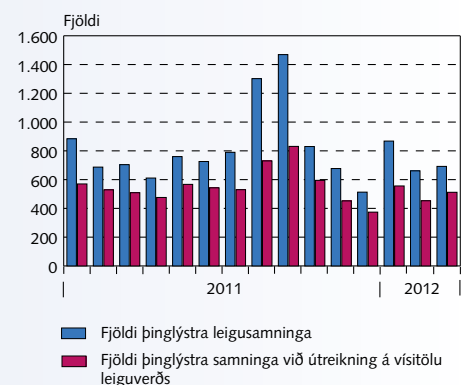
Íslenskur leigumarkaður

Mynd 1
Leiguverðsvísitala Þjóðskrár
Janúar 2011 - mars 2012



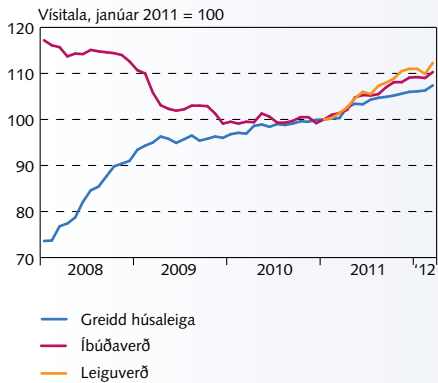
Heimild: Þjóðskrá Íslands.

Mynd 2
Fjöldi þinglýstra leigusamninga
um íbúðarhúsnæði á landinu öllu
Janúar 2011 - mars 2012



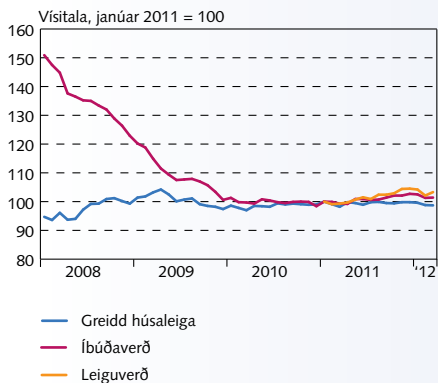
Heimild: Þjóðskrá Íslands.

Mynd 3
Leiguverð, íbúðaverð og greidd húsaleiga
Janúar 2008 - mars 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands.

Mynd 4
Raunvirði íbúðaverðs, leiguverðs
og greiddar húsaleigu
Janúar 2008 - mars 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands.

ekki með í útreikninginn þar sem ekki eru greiddar húsaleigubætur fyrir einstaklingsherbergi og hvati til að þinglýsa samningum því lífill. Það sama á eflaust við um leigusamninga sem gerðir eru til sex mánaða eða skemur en húsaleigubætur eru heldur ekki greiddar vegna þeirra.

Þróun fasteigna- og leiguverðs

Áhugavert er að bera saman þróun leiguverðs og íbúðaverðs. Þar sem gögnin fyrir vísitölu leiguverðs ná einungis frá byrjun árs 2011 er notast við vísitölu greiddrar húsaleigu frá Hagstofunni fyrir þann tíma. Mynd 3 sýnir þróunina frá byrjun árs 2008 en íbúðaverð lækkaði um rúmlega 15% að nafnvirði frá janúar 2008 þegar það náði hámarki þangað til að það náði lágmarki í desember 2009. Greidd húsaleiga hækkaði hins vegar um 30% á sama tíma. Ársbreyting vísitölu leiguverðs var 10,7% í mars sl. en vísitala greiddrar húsaleigu hækkaði um 7% á sama tíma og vísitala íbúðaverðs um 8,7%. Mynd 4 sýnir að íbúðaverð lækkaði um þriðjung að raunvirði frá janúar 2008. Raunvirði greiddrar húsaleigu hefur verið nokkuð stöðugt frá því í janúar 2008 en vísitala leiguverðs hækkaði um 4% umfram verðbólgu frá mars 2011 til mars 2012.

Hlutfall kaupverðs á móti leiguverði

Ágæt yfirsýn fæst yfir heildarleigumarkaðinn með birtingu upplýsinga um meðalleiguverð og fjölda þinglýstra samninga eftir stærð íbúða (fjölda herbergja), hverfum og landshlutum. Þessar upplýsingar geta einnig auðveldað val þeirra sem standa frammi fyrir þeirri ákvörðun hvort kaupa eigi húsnæði eða leigja, þar sem talið er að hlutfall kaupverðs af leiguverði (e. price-to-rent ratio) gefi vísbendingu um hvor valkosturinn sé betri. Oft er vísað í að ef hlutfallið er undir 15 sé talið hagstæðara að kaupa eign en að leigja en ef hlutfallið er á bilinu 16-20 sé betra að kaupa ef ætlunin er að eiga eignina í langan tíma en leigja ef ætlunin er að eiga hana í skamman tíma. Ef hlutfallið er hærra en 20 er talið að hagstæðara sé að leigja fremur en að kaupa.² Í töflu 1 má sjá þetta hlutfall eftir hverfum og landshlutum á árinu 2011. Hlutfallið er alls staðar undir 15, sem þýðir að hagstæðara ætti að vera að kaupa íbúð frekar en að leigja. Þetta hlutfall er oft talsvert hærra í Evrópu og Bandaríkjunum en á Íslandi sem skýrist m.a. af ólíku vaxta- og lánaumhverfi, lögbundnu þaki á leiguverði sem ekki er til staðar hér á landi og misjöfnu verði eftir staðsetningu.

2. Sjá t.d. <http://www.investopedia.com/terms/p/price-to-rent-ratio.asp#axzz1peJ2rnr4>.

Tafla 1 Hlutfall kaupverðs á móti leiguverði árið 2011 eftir hverfum og landshlutum

Reykjavík vestan Kringlumýrarbrautar og Seltjarnarnes	13,4
Reykjavík milli Kringlumýrarbrautar og Reykjanesbrautar	12,8
Kópavogur	13,4
Garðabær, Hafnarfjörður og Álftanes	13,3
Grafarvogur, Grafarholt, Árbær, Norðlingaholt og Úlfarsárdalur	12,5
Breiðholt	11,4
Kjalarnes og Mosfellsbær	13,5
Suðurnes	11,8
Vesturland	12,5
Vestfirðir	8,9
Norðurland	11,4
Austurland	9,6
Suðurland	10,9

Heimild: Þjóðskrá Íslands.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Efnahagsbatinn sem hófst um mitt ár 2010 hélt áfram á síðasta ári og var hagvöxtur ársins 3,1% samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Einkaneysla og fjárfesting atvinnuveganna voru helstu drifkraftar hans og lögðu jafn mikið til vaxtarins. Á næstu árum er reiknað með að jafnaði um 2½-3% hagvexti á ári sem er lítillega meira en í febrúarspá bankans. Áframhaldandi bati einkaneyslu og fjármunamyndunar mun leiða hagvöxtinn samkvæmt spánni en framlag utanríkisviðskipta verður, að undanskildu næsta ári, neikvætt á spátímanum og endurspeglar það vaxandi innflutning samhliða bata innlendrar eftirspurnar. Framleiðslulakinn sem myndaðist í kjölfar fjármálakreppunnar hefur minnkað mikið frá árinu 2010 þegar hann varð sem mestur og verður horfinn í lok næsta árs.

Efnahagsbatinn á breiðum grunni

Hagstofa Íslands birti fyrstu áætlanir um þjóðhagsreikninga fyrir fjórða ársfjórðung síðasta árs í mars sl. ásamt endurskoðun á áður birtum tölum. Vöxtur landsframleiðslunnar frá fjórðungnum á undan nam 1,9% að teknu tilliti til árstíðarsveiflu og 2,7% milli ára. Vöxtur þjóðarútgjalda á fjórðungnum nam 6,8% milli ára og á árinu í heild var aukningin 4,7%. Lægsta gildi landsframleiðslunnar frá því að fjármálakreppan skall á var á öðrum ársfjórðungi 2010. Síðan þá hefur landsframleiðslan vaxið nær samfelldt og nam aukning hennar frá öðrum fjórðungi ársins 2010 til fjórða fjórðungs ársins 2011 8,3%, sé miðað við árstíðarleiðrétta landsframleiðslu. Af undirliðum landsframleiðslunnar munar mestu um framlag útflutnings, en framlag hans til batans nam 5,1 prósentu. Atvinnuvegafjárfesting hefur einnig leikið stórt hlutverk, sérstaklega á seinni hluta ársins 2011, en framlag hennar til vaxtarins nam 4,7 prósentum. Þar á eftir kemur einkaneysla, en framlag hennar er 4,1 prósentu. Samhliða vaxandi innlendri eftirspurn hefur innflutningur aukist umfram útflutning á tímabilinu og því draga utanríkisviðskipti úr batanum um sem nemur 1½ prósentu.

Þróunin í meginatriðum í takt við febrúarspá Seðlabankans

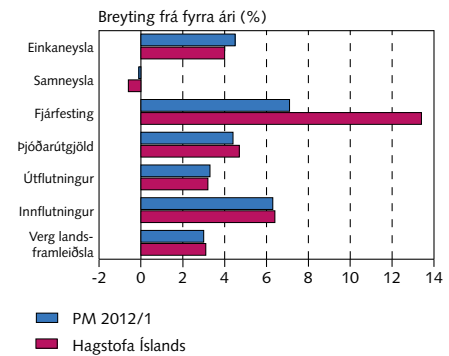
Í spá Seðlabankans frá því í febrúar var gert ráð fyrir 3% hagvexti á árinu 2011 sem endurspeglar vaxandi innlenda eftirspurn. Í meginatriðum gekk þetta eftir en þó var einkaneysla um ½ prósentu veikari en meiri vöxtur var í fjárfestingu en spáð hafði verið í febrúar. Að verulegu leyti má rekja þetta frávik til endurskoðunar Hagstofunnar á fyrri tölum, en einkaneysla á þriðja ársfjórðungi var færð niður við endurskoðun þjóðhagsreikninga og sama má segja um atvinnuvegafjárfestingu á árinu 2010. Hins vegar var atvinnuvegafjárfesting á þriðja ársfjórðungi 2011 endurskoðuð umtalsvert upp á við. Framlag utanríkisviðskipta var í samræmi við spá bankans.

Umtalsverður bati einkaneyslu

Eftirspurn íslenskra heimila hefur farið vaxandi á síðustu misserum og jókst einkaneyslan um 4% á síðasta ári samanborið við árið 2010. Á síðasta fjórðungi ársins nam árstíðarleiðrétta aukning 1,6% frá fyrri fjórðungi og um 3,9% frá sama tíma fyrra árs. Ýmsir þættir studdu

Mynd IV-1

Þjóðhagsreikningar 2011 og mat Seðlabankans

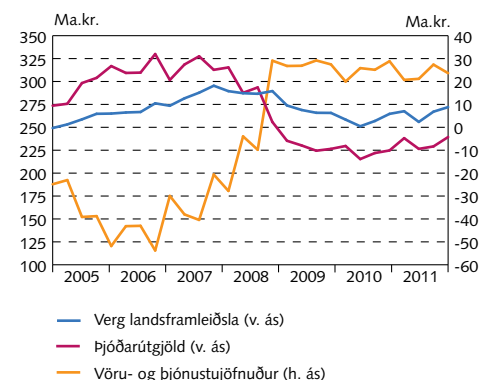


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

Verg landsframleiðsla, þjóðarútgjöld og vöru- og þjónustujöfnuður

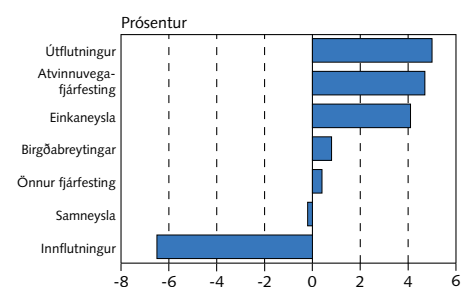
1. ársfj. 2005 - 4. ársfj. 2011
Árstíðarleiðrétta tölur á verðlagi ársins 2005¹



1. Vegna keðjutengingar þarf summa þjóðarútgjalda og nettó utanríkisviðskipta ekki að vera jöfn VLF.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

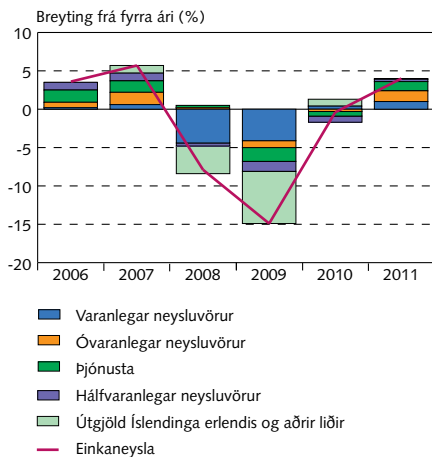
Mynd IV-3

Framlag undirliða landsframleiðslu til efnahagsbata¹



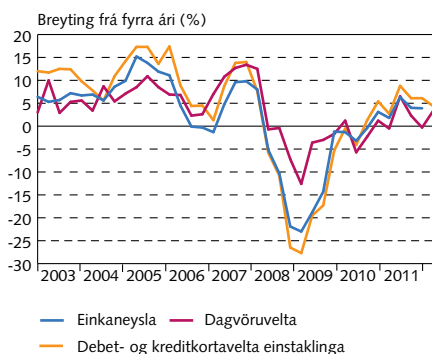
1. Frá 2. ársfj. 2010 til 4. ársfj. 2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4
Þróun einkaneyslu og framlag undirlíða
2006-2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5
Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu
og greiðslukortaveltu
1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2012¹



1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 4. ársfjórðungs 2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar,
Seðlabanki Íslands.

við þróunina á síðasta ári, eins og hækkun kaupmáttar launatekna sem jókst samhliða hækkandi atvinnustigi og raunlaunum. Þessu til viðbótar var úttekt viðbótarsparnaðar veruleg á árinu auk þess sem sérstakar vaxtabætur studdu við eftirspurn. Hrein eign heimila hefur einnig aukist með hækkandi húsnæðisverði og lækkandi skuldum, m.a. vegna endurskipulagningar skulda og áhrifa dóma Hæstaréttar um ólögsmæti gengistryggðra lána. Skammtímarauðvæðing er einnig mjög lágir sem hafa hvatt heimili til að draga úr sparnaði og flýta útgjaldaákvörðunum, einkum að því er varðar stærri útgjaldaliði eins og nýskráningar bifreiða og velta á húsnæðismarkaði bera vott um.

Útlit fyrir áframhaldandi vöxt einkaneyslu

Helstu vísbendingar um einkaneyslu á fyrsta fjórðungi ársins benda til þess að framhald hafi verið á vexti einkaneyslu í fjórðungnum. Þetta á við hvort heldur horft er til þátta á borð við kortaveltu, innflutning á neysluvöru og nýskráningar bifreiða eða atvinnustigs, eða raunlauna og væntinga neytenda (sjá nánar umfjöllun um vísbendingar einkaneyslu í rammagrein IV-1). Í spánni er áætlað að vöxturinn hafi numið 0,4% milli ársfjórðunga að teknu tilliti til árstíðarsveiflu, eða 4,7% aukningu milli ára. Á fyrri hluta þessa árs nýtur eftirspurn heimila enn stuðnings vegna útgreiðslu viðbótarlífeyrissparnaðar en hún minnkar mjög þegar líður á árið. Í spánni er gert ráð fyrir áframhaldandi vexti atvinnutekna sem vegur á móti minni stuðningi frá tímabundnum aðgerðum. Að teknu tilliti til þessara þátta er gert ráð fyrir hóflegum vexti einkaneyslu innan líðandi árs og aukningu frá 2011 um 3,2%. Á seinni hluta spátímans er spáð um 3% vexti einkaneyslu á ári samhliða því að þeir liðir ráðstöfunartekna sem ekki eru til komnir vegna tímabundinna aðgerða stjórnvalda bera meginhluta vaxtarins. Lítil vöxtur ráðstöfunartekna á þessu ári og því næsta skýrist m.a. af því að sérstök útgreiðsla viðbótarlífeyrissparnaðar, sem nam rúmum 24 ma.kr. árið 2011, er hluti ráðstöfunartekna og reiknað er með að verulega dragi úr þessum greiðslum á þessu ári og því næsta.

Rammagrein IV-1

Notkun hátíðnivís- bendinga til að spá einkaneyslu

Þróun einkaneyslu skiptir miklu máli fyrir framvindu efnahagslífsins í heild, enda stærsti einstaki ráðstöfunarliður landsframleiðslunnar með rúmlega helmingsvægi. Því er mikilvægt við ákvarðanatöku í peningamálum að hafa sem bestar upplýsingar um þróun einkaneyslu. Það er þó nokkrum erfiðleikum háð að spá fyrir um þróun einkaneyslunnar hér á landi því að hún er mjög sveiflukennd, mun meira en þróun einkaneyslunnar í öðrum iðnríkjum.¹

Við mat á nýlegri þróun einkaneyslu og horfum um þróun hennar til skemmri tíma er gjarnan horft til þróunar vísbendinga eins og greiðslukortaveltu heimila, smásöluveltu og upplýsinga um þróun innflutnings neysluvöru. Einföld aðferð til að skýra sam-
eiginlega þróun ýmissa stærða er svokölluð frumþáttgreining (e. principal components analysis). Í stuttu máli gengur aðferðin út á að finna línulega vegnar summur gagnaraðanna sem skýra hvað mest af breytileika þeirra. Þessar línulegu summur eru kallaðar frumþættir

1. Sjá t.d. rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2010/2, „Sveiflur í einkaneyslu“.

og jafnan duga 1-2 frumpættir til að skýra meginhluta breytileika gagnasafnsins.²

Spár bankans um þróun einkaneyslu byggjast að mestu á þjóðhagslíkani bankans (QMM). Hins vegar birtir Hagstofa Íslands fyrstu áætlanir um þjóðhagsreikninga tiltekins ársfjórðungs rúmunum tveimur mánuðum eftir lok hans en þá liggja ýmsar hátiðnivisbendingar fyrir. Til að nýta þær upplýsingar er hægt að nota aðferð frumpáttagreiningarinnar til að spá fyrir um þróun einkaneyslu yfir tímabilið eftir að þjóðhagsreikningatölum Hagstofunnar sleppir en sem hátiðnivisbendingar eru til um. Þær breytur sem eru skoðaðar eru greiðslukortavelta heimila, margfeldi raunlauna og atvinnustigs,³ velta á húsnæðismarkaði, raunverð húsnæðis, innfluttar neysluvörur, nýskráningar bifreiða og dagvöruvelta. Allar stærðirnar eru árstíðarleidrættar, á lograformi og á mánaðargrunni. Búið er að draga meðaltal hverrar stærðar frá upprunalegum gögnum. Sjá má niðurstöður frumpáttagreiningarinnar í töflu 1.

Tafla 1 Frumpáttagreining

Frumpáttur	1	2
Dagvöruvelta	0,16	0,63
Fjöldi þinglýstra húsnæðis kaupsamninga	0,27	-0,54
Innfluttar neysluvörur	0,46	-0,01
Nálgun á kaupmátt ráðstöfunartekna	0,45	-0,07
Greiðslukortavelta	0,42	0,29
Raunverð íbúðarhúsnæðis	0,42	0,26
Nýskráningar bifreiða	0,37	-0,40
Uppsafnað hlutfall breytileika	64%	94%

Sjá má að allar breytur hafa jákvætt vægi í frumpætti 1 og flestar eru af svipaðri stærð. Þetta má túlka sem svo að frumpáttur 1 endurspeglir öðru fremur sameiginlegan undirliggjandi drifkraft á bak við þróun allra þessara breyta. Það er helst dagvöruvelta sem fær tiltölulega lágt vægi í frumpætti 1 en á móti kemur að hún fær nokkuð hátt vægi í frumpætti 2 en aðrir fá minna vægi og sumir sveiflukenndir liðir fá neikvætt vægi. Einnig má sjá að frumpáttur 1 skýrir um 64% af breytileikanum á milli breytanna og frumpáttur 2 um 30%. Saman skýra þessir tveir þættir því um 94% af breytileika þeirra gagna sem oftast er horft til þegar spáð er fyrir um skammtímahorfur einkaneyslu.

Eins og sést í töflu 2 er mikil fylgni á milli nokkurra af vísendingunum, t.d. greiðslukortaveltu og innflutnings neysluvöru,

Tafla 2 Samtímafylgni vísendinga einkaneyslu

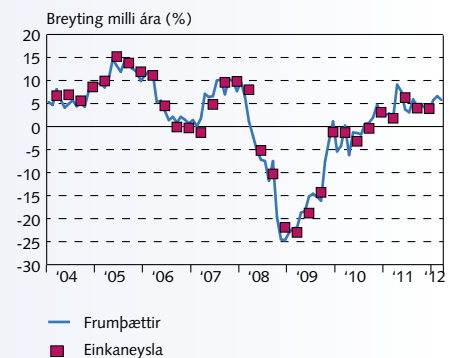
	DVV	FHS	INV	KM	GKV	RVH	NSB
DVV	1						
FHS	-0,46	1					
INV	0,32	0,56	1				
KM	0,20	0,59	0,89	1			
GKV	0,69	0,20	0,87	0,78	1		
RVH	0,57	0,18	0,84	0,84	0,92	1	
NSB	-0,25	0,88	0,77	0,79	0,45	0,46	1

DVV=Dagvöruvelta, FHS=Fjöldi þinglýstra húsnæðis kaupsamninga, INV=Innfluttar neysluvörur, KM=Nálgun á þróun kaupmáttar, GKV=Greiðslukortavelta heimila, RVH=Raunverð húsnæðis, NSB=Nýskráningar bifreiða.

- Nánar tiltekið er reiknað sambreytileikafylki (e. covariance matrix) gagnaraðanna og síðan fundnir eiginvektorar fylkisins og eiginildi þeirra. Sá eiginvektor sem hefur hæst eiginildi er flokkaður sem eiginvektor frumpáttar 1 og svo koll af kolli. Eiginvektorarnir eru síðan notaðir til að reikna út frumpættina sjálfa (hér sem tímaröð) með því að margfalda þá saman við upprunaleg gögn.
- Fengið með því að draga atvinnuleysisprósentu Vinnuálagstofnunar frá einum.

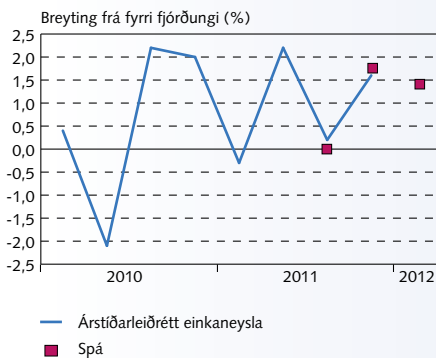
Mynd 1

Einkaneysla og frumpættir hátiðnivisbendinga



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Einkaneysla og hátiðnisvísendingar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

en minni fylgni t.a.m. dagvöruveltu við aðrar vísendingar. Þetta má líklega rekja til þess að undirliðir einkaneyslunnar eru missveiflukenndir og hver vísending er mistengd einstaka undirlið.

Séu þessir tveir frumpættir síðan notaðir til að spá fyrir um einkaneyslu má sjá á myndum 1 og 2 að þeir gefa nokkuð góða mynd af þróun hennar (á mynd 2 er notast við ársfjórðungsmeðaltöl frumpáttá). Með einfaldri aðhvarfsgreiningu fæst eftirfarandi jafna:⁴

$$\ln(C_t) = 11,862 + 0,047PC_{1t} + 0,017PC_{2t}$$

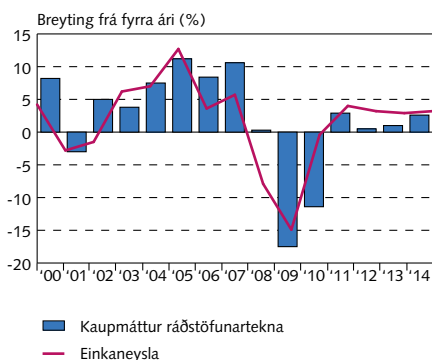
(0,00027) (0,0012) (0,0020)

C_t táknar árstíðarleiðrétt einkaneyslu og PC_{it} stendur fyrir frumpættina. Sjá má að frumpáttur 1 leikur mun stærra hlutverk í jöfnunni en frumpáttur 2, en þrátt fyrir það mælist sá síðarnefndi tölfræðilega marktækur. Þessi jafna er notuð til að gera skammtíaspár um þróun einkaneyslu en við spár lengra fram í tímann er notast við þjóðhagslíkan Seðlabankans, eins og áður hefur komið fram.

Til að prófa ágæti aðferðarinnar við skammtíaspágerð má meta líkanið til skemmri tíma en gagnaraðirnar bjóða upp á og láta það svo spá fyrir um einkaneyslu nokkra ársfjórðunga fram í tímann. Sjá má á mynd 2 hvernig jöfnunni reiðir af við að spá þróun einkaneyslu á þriðja og fjórða fjórðungi ársins 2011 með því að meta jöfnuna einungis fram til annars fjórðungs sama árs. Myndin gefur til kynna að frumpættirnir sem búnir eru til úr þessum hátiðnisgögnum nýtast vel við að meta nýliðna þróun einkaneyslu en auðvitað verður ávallt einhver óvissa í spágerðinni.

4. Jafnan inniheldur einnig gervibreytu fyrir fjórða ársfjórðung 2008 og fyrstu gráðu eiginfylgniþátt. Tölur í sviga sýna staðalfrávik stikamatsins.

Mynd IV-6
Einkaneysla og kaupmáttur
ráðstöfunartekna 2000-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Framlag opinberra útgjalda til hagvaxtar neikvætt í ár

Árstíðarleiðrétt samneysla var 0,1% minni á síðasta fjórðungi ársins 2011 en á fjórðungnum á undan, en samdrátturinn á árinu í heild nam 0,6%. Þrátt fyrir að magnsamdráttur mælist milli ára hefur nafnvirði samneyslu aukist eftir að hafa staðið því sem næst í stað frá því að fjármálakreppan skall á. Sú þróun endurspeglar að nokkru leyti áhrif kjarasamninga á launakostnað hins opinbera. Gert er ráð fyrir sambærilegum samdrætti samneyslu á þessu ári og í fyrra en frá miðju ári 2013 tekur við lítill háttar vöxtur.

Fjárfesting hins opinbera hefur verið lítil frá því að aðhalds- aðgerðir hófust árið 2009 og nam fjárfestingin á síðasta ári um 2,2% af landsframleiðslu, vel fyrir neðan þrjátíu ára meðaltal sem er 3,7%. Á síðasta ári var fjárfesting hins opinbera einungis um 43% af því sem hún var þegar hún var mest árið 2007. Vegna þess hversu lítil fjárfesting hins opinbera er geta einstök verkefni haft umtalsverð áhrif á magnbreytingar milli ára. Í þeirri spá sem hér er kynnt er gert ráð fyrir meiri aukningu opinberrar fjárfestingar á næstu árum en gert var í febrúar. Það skýrist að mestu leyti af því að nú er áætlað að framkvæmdir við gerð Vaðlaheiðarganga flokkist sem opinber framkvæmd. Í lok spátímans verður opinber fjárfesting enn töluvert undir langtíma-meðaltali sínu: áætlað er að hlutfall opinberrar fjárfestingar af landsframleiðslu verði um 2%.

Áætlað er að framlag opinberra útgjalda til hagvaxtar verði neikvætt um 0,2 prósentur í ár en verði jákvætt um 0,1-0,2 prósentur á næstu árum, en framlag opinberra útgjalda til hagvaxtar hefur verið neikvætt eftir 2008. Nánar er fjallað um opinber fjármál í kafla V.

Nokkuð breyttar horfur varðandi stóriðjufjárfestingu og tengd verkefni

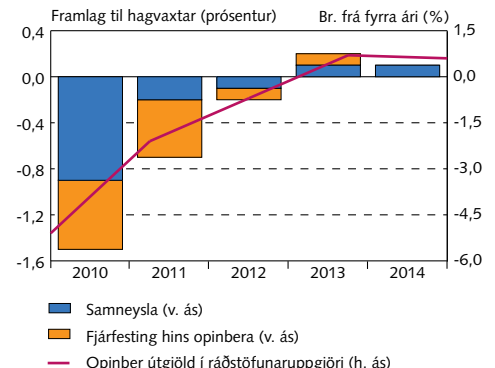
Á síðasta ári vó fjárfesting í orkufrekum iðnaði þungt í vexti atvinnuvegafjárfestingar, en hún nam um 42% allrar atvinnuvegafjárfestingar á árinu og jókst um tæp 39% að raungildi frá fyrra ári. Nokkur breyting hefur orðið á forsendum um fjárfestingu í orkufrekum iðnaði, orkuöflun og veitustarfsemi á spátímanum frá því í febrúar. Á heildina lítið er áætlað að hún verði um 30 ma.kr. meiri að nafnvirði á spátímanum en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í febrúar vegna endurmatís á kostnaði nokkurra verkefna, en mestu munar um aukið umfang ýmissa verkefna Landsvirkjunar. Á móti auknu umfangi sumra verkefna á fyrri hluta spátímans vegur að verkefni tengd fyrirhuguðu álveri í Helgúvik eru færð aftar á spátímann. Í samanburði við síðustu spá bankans frá því í febrúar er ferill stóriðju- og tengdrar fjárfestingar því nokkru afturhlaðnari en um leið jafnari. Nú er gert ráð fyrir að fjárfestingarstigið haldist út spátímann á svipuðu stigi og það var undir lok síðasta árs en í febrúarspánni var búist við mikilli aukningu í ár og miklum samdrætti árið 2014.

Niðurstöður könnunar bankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja lítið breyttar

Atvinnuvegafjárfesting utan skipa, flugvéla, stóriðju og verkefna tengdra henni jókst um rúm 7% á síðasta ári sem er nokkru meiri vöxtur en áætlað var í febrúar. Skýrist frávikkið einkum af því að þessi fjárfesting á árinu 2010 var endurskoðuð niður á við í tölum Hagstofunnar sem birtar voru í mars sl. ásamt því að hún var endurskoðuð upp á við á þriðja ársfjórðungi 2011. Niðurstöður könnunar sem Seðlabankinn framkvæmir á fjárfestingaráætlunum fyrirtækja sýna að þau áforma að auka fjárfestingu sína um 2% að raungildi á þessu ári. Mesta aukningin er fyrirhuguð innan sjávarútvegsgeirans, bæði í vinnslu og skipum. Mestur samdráttur er innan flutninga- og ferðaþjónustugeirans, en það skýrist af því að þau fyrirtæki sem könnunin nær til áforma minni fjárfestingu í flugvélum í ár en á síðasta ári þegar þessi fjárfesting var mjög mikil.¹ Sjá má niðurstöður könnunarinnar í töflu IV-1. Á móti þeirri aukningu sem könnunin bendir til vegur að framkvæmdum við byggingu tónlistar- og ráðstefnuhússins Hörpu var að langmestu leyti lokið á síðasta ári. Í spánni er því gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting utan skipa, flugvéla og stóriðju standi nánast í stað í ár en aukist talsvert á næstu tveimur árum. Þetta er nokkru meiri fjárfesting en reiknað var með í febrúar.

Mynd IV-7

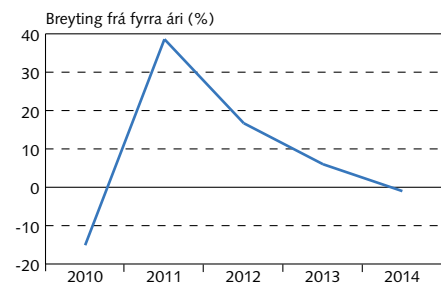
Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

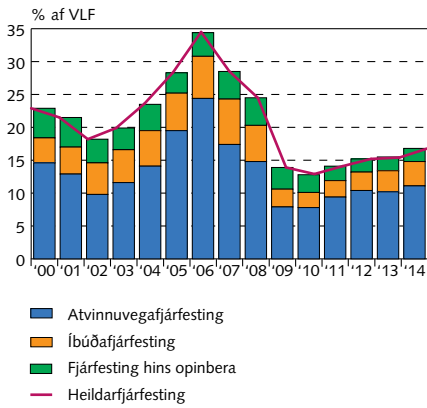
Fjárfesting í stóriðju 2010-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

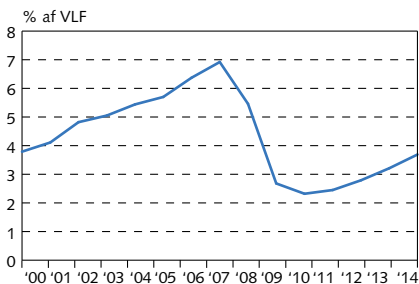
1. Í spánni er gert ráð fyrir aukinni fjárfestingu í flugvélum í heild, en sú aukning er einkum meðal fyrirtækja sem könnunin nær ekki til.

Mynd IV-9
Fjárfesting sem hlutfall af VLF 2000-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10
Íbúðafjárfesting 2000-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla IV-1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja

Stærstu 132 fyrirtækin (fjöldi) Upphæðir í m.kr.	2011	2012	Breyting milli 2011-2012 (%)
Sjávarútvegur (20)	3.976	12.529	215%
Iðnaður (20)	5.939	3.787	-36%
Verslun (35)	4.302	3.581	-17%
Flutningar og ferðaþjónusta (14)	22.621	17.347	-23%
Fjármál/tryggingar (12)	2.759	3.334	21%
Fjölmiðlar og upplýsingatækni (12)	5.477	6.224	14%
Þjónusta og annað (19)	3.529	2.414	-32%
Alls (132)	48.604	52.816	9%

Atvinnuvegafjárfesting eykst á spátímanum

Atvinnuvegafjárfesting jókst um 25,8% á síðasta ári. Að miklu leyti má rekja það til stóriðjutengdra verkefna og fjárfestingar í skipum og flugvélum, en framlag atvinnuvegafjárfestingar til hagvaxtar nam um 2 prósentum, sem er jafn mikið og framlag einkaneyslu. Rekja má stærstu breytinguna á horfunum fyrir atvinnuvegafjárfestingu á þessu ári, samanborið við febrúarspána, til áætlana um nokkru meiri fjárfestingu í skipum og flugvélum, en reiknað er með tæplega 9 ma.kr. meiri fjárfestingu á þessu ári en gert var ráð fyrir í febrúar. Á heildina litið er því áætlað að atvinnuvegafjárfesting aukist um rúm 14% í ár. Á næsta ári er gert ráð fyrir að verulega dragi úr skipa- og flugvéla fjárfestingu þannig að þrátt fyrir myndarlegan vöxt atvinnuvegafjárfestingar utan stóriðju, skipa og flugvéla verði vöxtur hennar aðeins um 2,4%. Vöxturinn verður þó kröftugri árið 2014 eða ríflega 12%. Í lok spátímans, um mitt ár 2015, er gert ráð fyrir að hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu verði komið í þrjátíu ára meðaltal sitt sem er um 12½% en hlutfallið fór lágst í um 4½% í byrjun árs 2009.

Búist við áframhaldandi vexti íbúðafjárfestingar

Eftir mikinn samdrátt í kjölfar fjármálakreppunnar jókst íbúðafjárfesting í fyrra um 8,6% sem er minna en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Þrátt fyrir nokkurn vöxt á árinu í heild dróst íbúðafjárfesting saman á síðasta fjórðungi ársins frá sama tíma árið 2010. Samkvæmt tölum um endurgreiðslu virðisaukaskatts frá Ríkisskattstjóra vegna átaksins „Allir vinna“ virðist sem íbúðafjárfesting síðasta árs hafi að langmestu leyti falist í vinnu við viðhald og endurbætur íbúða frekar en nýbyggingar.

Horfur eru á að byggingariðnaðurinn taki nokkuð við sér á næstu 2-3 árum eftir mikla lægð á síðustu árum. Ef marka má tilkynningar nokkurra fasteignafélaga og byggingaraðila virðist sem framkvæmdir við nýbyggingar séu að fara í gang. Auk þess hefur sementsala aukist jafnt og þétt að undanfögnu. Af stærri framkvæmdum má nefna að Kópavogsbær hefur nú þegar hafið úthlutun á alls um 300 lóðum við Þorrasali, Rjúpnahæð og Kópavogstún og er stefnt að upphafi framkvæmda á seinni hluta þessa árs. Því má leiða að því líkur að meirihluti þessara verkefna verði kominn vel af stað á árunum 2013 og 2014. Í spánni er áætlað að íbúðafjárfesting vaxi um 17-19% á ári á spátímanum og að hlutfall hennar af landsframleiðslu fari vaxandi, úr 2,5% á árinu 2011 í tæp 4% í lok spátímans. Á síðustu þrjátíu árum var þetta hlutfall að meðaltali 4,9%.

Fjárfestingarstigið hækkar á spátímanum

Frá því að alþjóðlega fjármálakreppan skall á haustið 2008 hefur fjárfestingarstigið verið afar lágt í flestum þróuðum ríkjum. Hér á landi fór hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu niður í 10½% í byrjun árs 2009 en þrjátíu ára meðaltal hlutfallsins er 20,8%. Frá þeim tíma hefur hlutfallið hækkað smám saman og mældist 14,1% í fyrra, en var nokkru hærra á fjórða ársfjórðungi eða 17,8% vegna mikillar fjárfestingar í skipum og flugvélum.

Ýmsir þættir hjálpast að við að skýra hvers vegna fjárfestingarstigið hefur verið svo lágt frá því að fjármálakreppan skall á, m.a. var fjárfestingarstigið afar hátt í aðdraganda fjármálakreppunnar. Fjármagnsstofninn var því orðinn mjög stór og mikið um vannýtta framleiðslugetu. Þrátt fyrir að heildarfjárfesting hafi aukist um 13,4% á síðasta ári var stækkun fjármagnsstofnsins minni en aukning landsframleiðslunnar og því jókst framleiðni fjármagnsstofnsins í fyrsta sinn frá árinu 2005. Slík þróun er ein af forsendum þess að aukinn skriður komist á fjárfestingu. Í spánni er áætlað að fjárfesting í heild aukist um 12,4% í ár og um 5,7% á því næsta. Í lok spátímans er reiknað með að hlutur fjárfestingar í landsframleiðslunni nálgist langtímameðaltal sitt og verði um 18% um mitt ár 2015. Eins og áður hefur verið rakið er gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting verði við langtímahlutfall sitt í lok spátímans en ástæða þess að heildarfjárfestingarstigið helst enn undir langtímahlutfalli sínu er fyrst og fremst sú hversu lítil opinber fjárfesting er, auk þess sem fjárfesting í íbúðarhúsnæði er enn undir langtímahlutfalli sínu.

Innflutningur eykst samhliða vexti innlendarar eftirspurnar

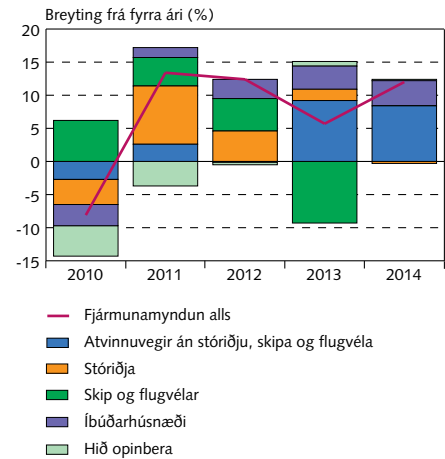
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar á síðasta ári var neikvætt um rúmlega eina prósentu, en innflutningur jókst um 6,4% og útflutningur um 3,2%. Gert er ráð fyrir svipaðri þróun á þessu ári þar sem spáð er tæplega 6% aukningu innflutnings og 3,8% aukningu útflutnings. Að hluta til má skýra þennan mikla vöxt innflutnings á þessu ári með fjárfestingu í skipum og flugvélum sem kemur nánast að fullu fram í innflutningi. Gert er ráð fyrir áframhaldandi vexti bæði inn- og útflutnings síðar á spátímanum. Spáð er að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði jákvætt á næsta ári um ½ prósentu. Búist er við að framlagið verði aftur neikvætt um 0,8 prósentur árið 2014 vegna mikils innflutnings fjárfestingarvara í tengslum við fjárfestingu í orkufrekum iðnaði sem hefur færst til 2014 samkvæmt forsendum spárinnar. Nánar er fjallað um utanríkisviðskipti í köflum II og VII.

Hagvöxtur drifinn áfram af vexti einkaneyslu og fjárfestingar

Eins og rakið er hér að ofan er því spáð að flestir liðir innlendarar eftirspurnar haldi áfram að rétta úr kútnum á spátímanum eftir samdráttinn í kjölfar fjármálakreppunnar. Á þessu ári er spáð 2,6% hagvexti sem rekja má til aukinnar einkaneyslu og fjármunamyndunar, hvort um sig með 1,7 prósentna framlag. Á móti þessu kemur neikvætt framlag utanríkisviðskipta um 0,8 prósentur. Á næsta ári er spáð 2,8% hagvexti þar sem framlag einkaneyslu er álíka mikið og í ár en framlag fjárfestingar umtalsvert minna, eða um helmingur þess sem spáð er að það verði í ár. Eins og áður var rakið verður framlag utanríkisviðskipta

Mynd IV-11

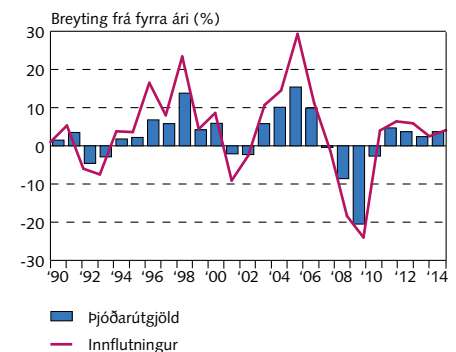
Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2010-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

Þjóðarútgjöld og innflutningur 1990-2014¹

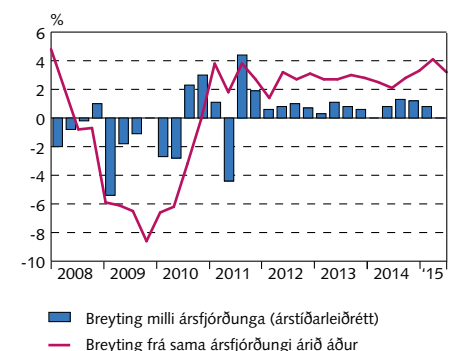


1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13

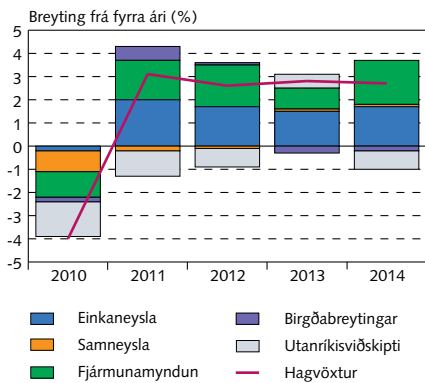
Hagvöxtur

1. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2015¹



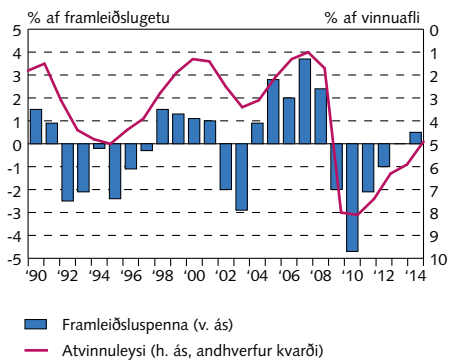
1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-15
Framleiðsluspenna og atvinnuleysi
1990-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

einnig jákvætt, einkum vegna minni innflutnings skipa og flugvéla. Á árinu 2014 er spáð 2,7% hagvexti og mjög áþekktum framlögum einstakra undirliða því sem þau eru í ár.

Framleiðslulakinn á undanhaldi

Frá því fyrir fjármálakreppuna og fram á annan fjórðung ársins 2010 dróst landsframleiðsla saman um 12½%. Þetta leiddi til þess að sú mikla framleiðsluspenna sem var til staðar á árunum fyrir hrun snerist í mikinn slaka, mikið atvinnuleysi og slaka nýtingu fjármagnsstofnsins. Áætlað er að slakinn hafi numið 4,7% árið 2010 en að verulega hafi dregið úr honum í fyrra, enda vöxtur framleiðsluþátta takmarkaður á meðan hagvöxtur var 3,1%. Slakinn er talinn hafa verið um 2% í fyrra.

Hafa þarf í huga að mat á nýtingu framleiðsluþátta á hverjum tíma er ávallt háð mikilli óvissu. Matið batnar hins vegar þegar frá líður og meiri gögn liggja fyrir. Þessi óvissa er mun meiri en venjulega í kjölfar mikilla breytinga á þjóðarþúskapnum eins og þeim sem nú hafa gengið yfir vegna fjármálakreppunnar. Því er ávallt mikilvægt að horfa til fjölbreyttra vísbendinga um nýtingarstigið. Landsframleiðsla á hverja fjármagnseiningu jókst um rúm 4% á síðasta ári og á hverja vinnuafleiningu um 1½%. Könnun Capacent Gallup meðal stærstu fyrirtækja landsins á getu þeirra til að bregðast við óvæntri eftirspurnaraukningu sýnir einnig að þeim fyrirtækjum fjölgar sem telja það erfitt, þótt enn telji mun fleiri fyrirtæki það ekki sérstakt vandamál. Atvinnuleysi hefur jafnframt minnkað og atvinna aukist. Allar þessar vísbendingar styðja við mat bankans á að slakinn hafi minnkað í fyrra. Í spánni er gert ráð fyrir að framleiðslugeta hagkerfisins vaxi nokkuð hægt á spátímanum og að framleiðslulakinn verði um 1% af framleiðslugetu í ár en verði horfinn í lok næsta árs.

V Fjármál hins opinbera

Áætlanir um aðlögun ríkisfjármála að sjálfbærri skuldsetningu hafa breyst eftir því sem efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hefur miðað áfram. Í nýrri langtímaáætlun sem birt var í fjárlagafrumvarpi ársins 2012 var slakað á því aðhaldi sem boðað hafði verið í fjárlagafrumvarpi ári áður. Samkvæmt áætluninni er ekki gert ráð fyrir afgangi á heildarjöfnuði fyrr en árið 2014, ári síðar en upphaflega áætlunin hljóðaði upp á, og að hann verði minni en þá var stefnt að. Þrátt fyrir hægari aðlögun hefur óvissa aukist um hvort markmiðið muni nást.

Rekstrarafkoma ársins 2011 var í samræmi við spá *Peningamála*

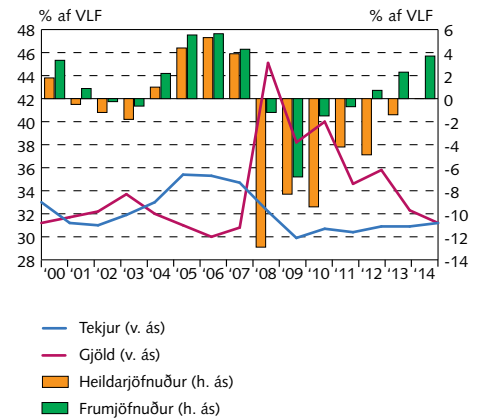
Nýbirtar bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands um afkomu hins opinbera á síðasta ári voru mjög áþekkar spánni sem birtist í síðustu *Peningamálum*. Halli á rekstri reyndist vera 4,4% af landsframleiðslu en spáð var 4,2% halla. Áþekk frávik voru á milli spár og talna Hagstofunnar um hlutfall tekna og gjalda af landsframleiðslu. Í spá bankans var reiknað með að hlutfall tekna og gjalda af landsframleiðslu yrði hærra en gert var ráð fyrir í áætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um jöfnuð í opinberum fjármálum um sem nemur tæplega 1% af landsframleiðslu og gekk það eftir. Þótt afkoman á síðasta ári hafi verið nálægt áætlaðri rekstrarafkomu, sem var 4% halli, er ljóst að mikill útgjaldaþrýstingur er til staðar.

Afkomuspá *Peningamála* og áætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og stjórnvalda gerðu ráð fyrir afskriftum tengdum sparissjóðnum SpKef og Íbúðalánasjóði á síðasta ári sem nemur 2,2% af landsframleiðslu eða tæpum 36 ma.kr. Af þeim afskriftum varð ekki og því eru frávik í fyrri afkomuspám sem því nemur. Líklega mun koma til þessara afskrifta í ár og hafa þær því verið fluttar yfir á afkomuspá þessa árs.

Óvissa varðandi afkomu þessa árs

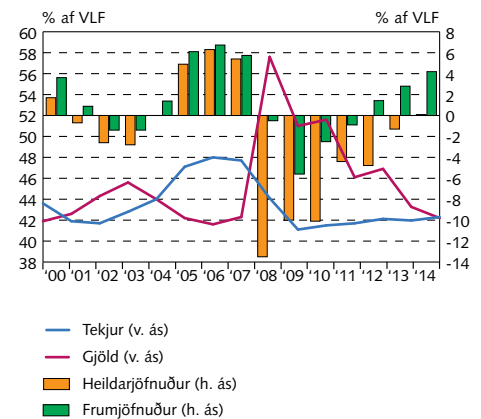
Áætlað er að rekstrarafkoma ríkissjóðs batni um sem nemur 1,5% af landsframleiðslu í ár. Hins vegar er nokkur óvissa um framkvæmd fjárlaga þessa árs sem gæti orðið til þess að afkoman verði lakari en gert er ráð fyrir í fjárlögum. Á tekjuhlíðinni er fyrst að nefna áætlaða sölu eigna sem nemur 7 ma.kr., en eins og sakir standa er óvíst hvort þau áform nái fram að ganga. Eignarhlutir eru ekki enn komnir í formlegt sölufæri. Á móti eru vísbendingar um að arðgreiðslur gætu reynst meiri. Í öðru lagi er nokkur óvissa um tekjur af nýjum skatti á fjármálafyrirtæki sem upphaflega átti að leggja á heildarlaunagreiðslur. Í meðförum Alþingis breyttist skattstofninn frá því að vera heildarlaunagreiðslur fjármálafyrirtækja í að vera blanda af heildarlaunagreiðslum og hagnaði þeirra. Í kjölfar nýfallins dóms Hæstaréttar varðandi uppgjör á afborgunum gengistryggðra lána er líklegt að afkoma fjármálafyrirtækja í ár verði lakari en gert var ráð fyrir og skatttekjur því mögulega 2,3 ma.kr. minni en ella. Í þriðja lagi hefur frumvarp um veiðigjöld mætt mikilli mótstöðu og nokkur óvissa um 1,5 ma.kr. tekjur sem reiknað var með af þeim. Á móti þessari óvissu á tekjuhlíð fjárlaga vegur tekjuskattsgreiðsla Eignasafns Seðlabanka Íslands (ESÍ) sem er 3 ma.kr. meiri en gert hafði verið ráð fyrir. Sé horft til útgjalda

Mynd V-1
Fjármál ríkissjóðs 2000-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014. Á rekstrargrunni.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2
Fjármál hins opinbera 2000-2014¹

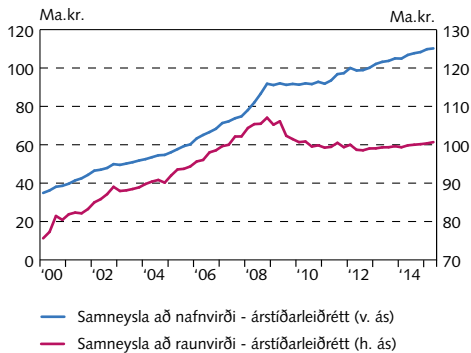


1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014. Á rekstrargrunni.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Þróun samneyslu

1. ársfj. 2000 - 2. ársfj. 2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

gera fjárlög ráð fyrir áframhaldandi samdrætti samneyslu en ekki er öruggt að þær áætlanir gangi að fullu eftir vegna útgjaldaþrýstings sem er til staðar, m.a. vegna kjarasamninga. Þá stýttist í þingkosningar. Einnig má benda á að félagslegar tilfærslur til heimila voru ½% af landsframleiðslu umfram það sem áætlað hafði verið.

Óvíst hvort jákvæður heildarjöfnuður hins opinbera næst á árinu 2014

Í endurskoðun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á áætlun hans og stjórnvalda um jöfnuð í opinberum fjármálum frá því í ágúst 2011 er gert ráð fyrir afgangi á heildarjöfnuði hins opinbera árið 2014. Síðan hefur Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gefið út nýja spá um afkomu hins opinbera þar sem gert er ráð fyrir halla sem nemur 0,6% af landsframleiðslu árið 2014 og að afgangur náist ekki fyrr en ári síðar. Spáin sem hér er birt gerir ráð fyrir að rekstur hins opinbera verði í kringum núllið árið 2014 og skýrist munurinn m.a. af hærri tekjum vegna heldur meiri hagvaxtar en gert er ráð fyrir í spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Þetta eru lakari horfur en áður hefur verið reiknað með í spám Seðlabankans. Í spá bankans frá því í nóvember, stuttu eftir samþykkt fjárlaga, var reiknað með að árið 2014 yrði kominn afgangur hjá hinu opinbera sem næmi 1% af landsframleiðslu. Eins og áður segir gera hvorki spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins né bankans nú ráð fyrir að það markmið náist.

Kaflaskil hafa orðið í þróun samneyslu

Þegar fjármálakreppan brast á haustið 2008 varð verulegur viðsnúningur á þróun samneyslu. Nafnvirði samneyslu hélst nær óbreytt í kringum 100 ma.kr. á hverjum ársfjórðungi 11 ársfjórðunga í röð. Hún tók hins vegar að vaxa aftur á þriðja fjórðungi síðasta árs og jókst um 5-6% að nafnvirði milli ára á þriðja og fjórða ársfjórðungi. Það er töluvert meiri aukning en gert var ráð fyrir í upphaflegum áætlunum stjórnvalda. Skýrist þessi viðsnúningur einna helst af launahækkunum vegna kjarasamninga sem voru verulega umfram það sem áður hafði verið reiknað með. Einnig jukust kaup á vöru og þjónustu nokkuð umfram áætlanir. Þessi vöxtur samneyslu er þó í neðri mörkum þess 6-16% vaxtar sem var frá aldamótum fram að fjármálakreppunni en vöxtur samneyslu var mestur árið 2008 rétt áður en kreppan skall á.

Þrátt fyrir að samneysla sé aftur farin að vaxa að nafnvirði dróst hún saman um 0,6% að magni til á síðasta ári. Frá aldamótum til ársins 2008 jókst magn samneyslu að meðaltali um tæp 4% á ári. Í kjölfar fjármálahrunsins varð nauðsynlegt að grípa til aðhaldsaðgerða til að tryggja sjálfbæra skuldastöðu hins opinbera og höfðu þær í för með sér að samneysla dróst saman um 1,7% árið 2009 og um 3,4% árið 2010. Frá árinu 1980 og fram að fjármálahruni hafði magn samneyslu aðeins einu sinni dregist saman en það var árið 1992 þegar það dróst saman um 0,6%.

Allt útlit er fyrir að samneysla haldi áfram að vaxa nokkuð að nafnvirði út spátímabilið, bæði vegna áðurnefndra áhrifa kjarasamninga og annarra verðlagshækkana. Miðað við spá Seðlabankans hafa verðbólguhorfur þessa árs versnað. Auk þess eru boðaðar aðhaldsaðgerðir ríkisstjórnarinnar umfangsminni en áður. Þannig er

áætlað að aðhaldsaðgerðir í ár nemi 0,5% af landsframleiðslu samanborið við 3,6% árið 2010 þegar þær náðu hámarki. Spá Seðlabankans gerir engu að síður ráð fyrir að samneysla dragist enn saman í ár að magni til, fjórða árið í röð, um sem nemur 0,6%. Næstu tvö árin þar á eftir er hins vegar spáð að samneysla vaxi lítillega.

Spá um magnsamdrátt samneyslu á þessu ári gerir ráð fyrir að það takist að halda aftur af útgjaldaþrýstingi vegna launakostnaðar. Launakostnaður ríkissjóðs á síðasta ári nam 120 ma.kr. en samkvæmt fjárlögum er gert ráð fyrir að launakostnaður þessa árs nemi 121 ma.kr. Með hliðsjón af umsömdum launahækkunum sem almennt tóku gildi hjá hinu opinbera 1. mars sl. er ljóst að vinnumagn þarf að dragast saman eigi launakostnaður að vera innan fjárlaga. Ekki er gert ráð fyrir að það gangi að fullu eftir í þeirri spá sem hér er birt.

Fjárfesting hins opinbera dregst enn saman í ár og nær sögulegu lágmarki

Sé litið til þriggja ára fjárhagsáætlana stærstu sveitarfélaganna virðist sem fjárfesting þeirra muni áfram dragast saman í ár þrátt fyrir mikinn samdrátt á síðasta ári. Má t.d. nefna að Reykjavíkurborg áætla að draga töluvert saman í fjárfestingu á sama tíma og fjárhagslegt svigrúm stórra sveitarfélaga eins og Hafnarfjarðar og Reykjanesbæjar til fjárfestingar er mjög takmarkað.

Samkvæmt fjárlögum þessa árs er áætlað að fjárfesting ríkissjóðs verði jöfn fjárfestingu síðasta árs að nafnvirði. Hins vegar var í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar í tengslum við gerð kjarasamninga á almennum vinnumarkaði gefið loforð um umfangsmikla nýfjárfestingu aðallega á árunum 2011 og 2012. Þær framkvæmdir eru að verulegum hluta utan fjárlaga eins og t.d. bygging nýs Landspítala, Vaðlaheiðargöng og fjárfesting sveitarfélaga á dvalarheimilum aldraðra. Áætlað var að þungi aðgerðanna væri á árunum 2011 og 2012 en dregist hefur að hefja framkvæmdir og er nú gert ráð fyrir að þær komi til framkvæmda í ár og á næsta ári.

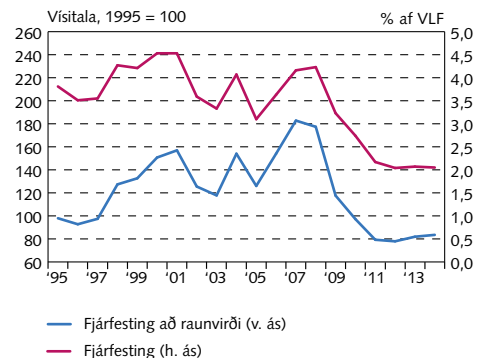
Í síðustu spá Seðlabankans var gert ráð fyrir að farið yrði í framkvæmdir við Vaðlaheiðargöng. Þessi fjárfesting var þó ekki talin með opinberri fjárfestingu heldur sem einkafjárfesting í takt við yfirlýsingar stjórnvalda um fjármögnun framkvæmdarinnar frá þeim tíma. Síðan hafa forsendur framkvæmdarinnar breyst og er nú talið að framkvæmdin verði flokkuð sem opinber fjárfesting. Þessi breyting gerir það að verkum að í spánni nú er gert ráð fyrir heldur meiri opinberri fjárfestingu en í síðustu spá. Vaðlaheiðargöng eru u.þ.b. 10 ma.kr. fjárfesting sem dreifist á 3-4 ár en heildarfjárfesting hins opinbera í ár er áætluð 37 ma.kr. Þegar fjárfesting hins opinbera náði hámarki árið 2008 nam hún 77 ma.kr. á verðlagi ársins 2011.

Fyrirframgreiðsla á lánum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Norðurlandanna

Til að lækka kostnað af gjaldeyrisforðahaldi ákváðu Ríkissjóður Íslands og Seðlabanki Íslands að greiða fyrirfram næstu gjalddaga á lánum tengdum efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Alls er um að ræða 116 ma.kr. fyrirframgreiðslu sem nemur rösklega 20% af þeim lánum sem tekin voru hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og

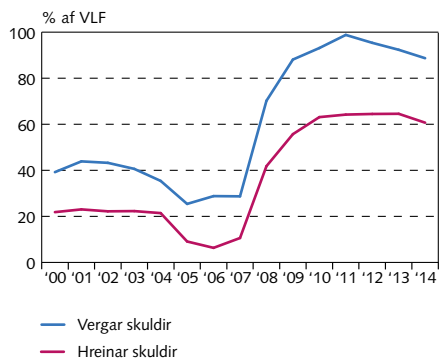
Mynd V-4

Þróun opinberra fjárfestingar
1995-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5
Skuldir hins opinbera 2000-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hinum Norðurlöndunum. Við þetta lækka vergar skuldir ríkissjóðs en hrein skuld helst óbreytt.

Vergar skuldir hins opinbera náðu hámarki á sl. ári í um 99% af landsframleiðslu. Þær lækka nokkuð í ár vegna áðurnefndrar fyrirframgreiðslu en á móti vegur veiking krónunnar og væntanlegar afskriftir vegna SpKef sparisjóðs og Íbúðalánasjóðs í ár. Vergar skuldir í ár eru því áætlaðar um 95% af landsframleiðslu. Nafnvirði vergra skulda mun síðan vaxa aðeins lítillega fram til ársins 2014 á sama tíma og verg landsframleiðsla vex um tæp 11% að nafnvirði. Það leiðir til þess að vergar skuldir lækka niður í um 89% af landsframleiðslu árið 2014. Hreinar skuldir sem hlutfall af landsframleiðslu munu ekki lækka jafnmikið. Eftir að þær ná hámarki í ár í um 65% af landsframleiðslu er reiknað með að þær lækki niður í um 61% af landsframleiðslu árið 2014. Hreinar skuldir hækka reyndar örlítið frá fyrri spá vegna þess að afkomuhorfur eru lakari.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Atvinnuleysi hélt áfram að minnka á fyrsta ársfjórðungi og var svipað og spáð var í febrúar. Langtímaatvinnuleysi minnkaði einnig. Spáð er að áfram dragi úr atvinnuleysi í takt við aukin umsvif í þjóðar- búskapnum og að það verði rétt yfir 4% í lok spátímabilsins. Aukning atvinnu á fyrsta fjórðungi ársins var heldur hægari en gert var ráð fyrir í febrúar. Aukna atvinnu má fyrst og fremst rekja til fjölgunar starfandi fólks, en í fyrra var aukningin fyrst og fremst drifin af lengri meðalvinnutíma. Gert er ráð fyrir svipuðum launahækkunum á næstu árum og spáð var í febrúar, en nýjar tölur Hagstofu Íslands sýna meiri launahækkunir undanfarn þrjú ár en fyrri tölur. Spáð er að launakostnaður á framleidda einingu aukist töluvert meira í ár en samræmist verðbólgu markmiði Seðlabankans en verði u.þ.b. í samræmi við það á seinni hluta spátímans.

Atvinnuleysi í takt við spá

Atvinnuleysi eins og það er mælt af Vinnumálastofnun var 7,2% á fyrsta fjórðungi ársins, eins og spáð var í febrúar. Að teknu tilliti til árstíðar var það 6,4%. Atvinnuleysi eins og það mælist í Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands var einnig 7,2% á fyrsta fjórðungi ársins.

Ólíkt því sem venja er, minnkaði atvinnuleysi í janúar vegna afskráningar um 1.400 manns. Um tveir þriðju þeirra sem fóru af atvinnuleysisráði í janúar höfðu tekið þátt í verkefni á vegum Vinnu- málastofnunar sem gaf þeim sem höfðu verið atvinnulausir lengur en í sex mánuði kost á að stunda nám á atvinnuleysisbótum á haustönn 2011. Þeir sem völdu að halda áfram námi á vorönn fá ekki lengur atvinnuleysisbætur og voru því afskráðir. Aðrir voru afskráðir vegna þess að tímabundið ákvæði sem sett var í lög um atvinnuleysisstrygg- ingar haustið 2008 féll úr gildi, en það hafði gefið launafólki og sjálf- stætt starfandi í hlutastarfi kost á að fá atvinnuleysisbætur á móti atvinnutekjum án þess að tekjur í hlutastarfi hefðu áhrif á atvinnu- leysisbætur.

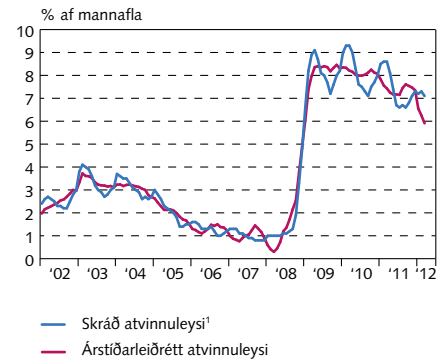
Dregur úr langtímaatvinnuleysi ...

Atvinnulausum á skrá fækkaði um 2.800 milli ára á fyrsta fjórðungi ársins. Þar af fækkaði þeim sem höfðu verið atvinnulausir samkvæmt skrá Vinnu- málastofnunar lengur en tólf mánuði um rúmlega 1.100. Afskráning rúmlega 900 manns í janúar vegna þátttöku í náms- verkefni Vinnu- málastofnunar sem fjallað var um hér að framan, skýrir líklega að mestu þessa fækkun langtímaatvinnulausra. Tölur Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar sýna svipaða fækkun lang- tímaatvinnulausra milli fjórðunga.

... og jafnvægi hefur náðst milli brott- og aðflutnings

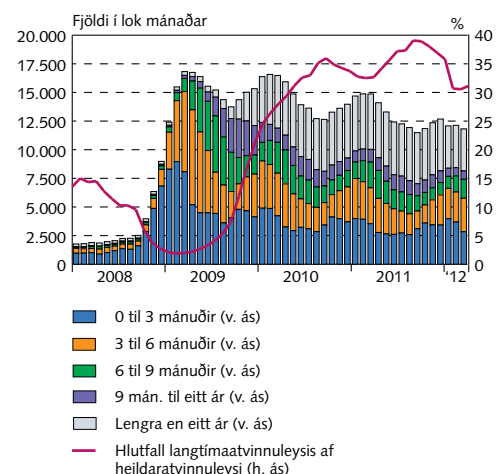
Eins og áður hefur verið fjallað um í *Peningamálum* hefur brottflut- ingur í kjölfar efnahagssamdráttarins haft í för með sér að atvinnuleysi jókst minna en ella í samdrættinum 2009 og 2010.¹ Árið 2009 nam

Mynd VI-1
Atvinnuleysi
Janúar 2002 - mars 2012



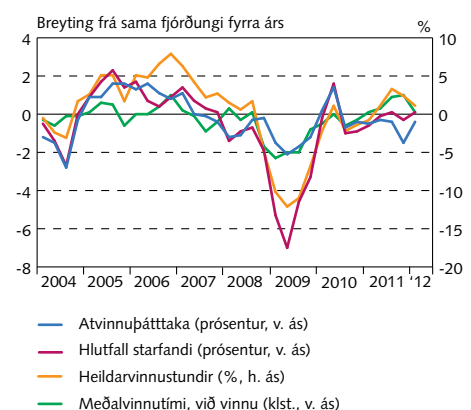
1. Skráð atvinnuleysi er meðalfjöldi einstaklinga sem skráðir eru á atvinnuöðlunum á öllu landinu, sem hlutfall af áætluðum mannafla á vinnumarkaði í hverjum mánuði.
Heimildir: Vinnu- málastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2
Atvinnuleysi eftir lengd
Janúar 2008 - mars 2012



Heimildir: Vinnu- málastofnun.

Mynd VI-3
Breytingar á vinnuafli
1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2012



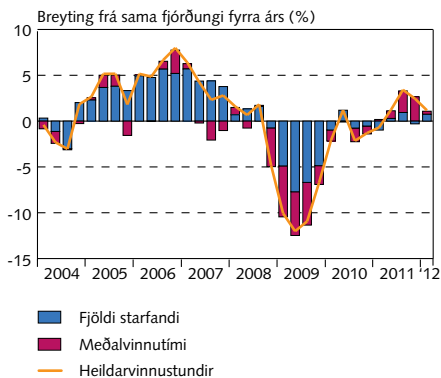
Heimildir: Hagstofa Íslands.

1. Sjá t.d. rammagrein VI-1 í *Peningamálum* 2011/4.

Mynd VI-4

Breytingar á atvinnu og vinnutíma

1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2012

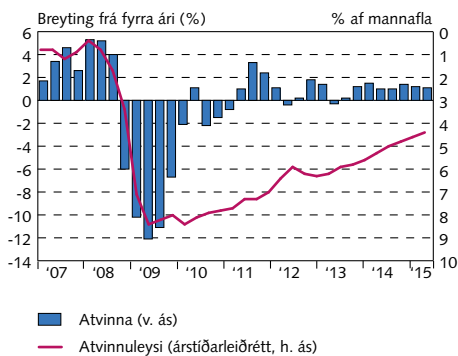


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-5

Atvinna og atvinnuleysi

1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2015¹

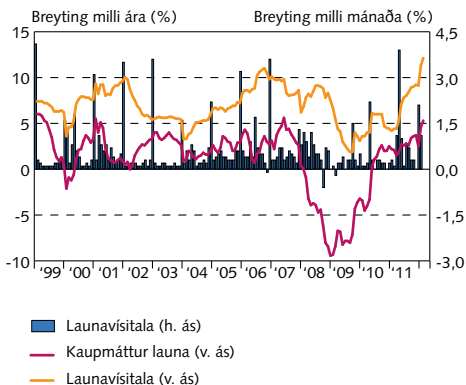


1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2015.
Heimildir: Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-6

Laun og kaupmáttur¹

Janúar 1999 - mars 2012



1. Kaupmáttur er launavísitala staðvirk með vísitölu neysluverðs.
Heimild: Hagstofa Íslands.

hreinn brottflutningur fólks sem hlutfall af mannfjölda um 1,5%, en þetta hlutfall hefur lækkað og var tæplega ½% árið 2011 og frá og með síðasta ársfjórðungi 2011 hafa nánast jafn margir flutt til landsins og frá því.

Atvinna eykst vegna fjölgunar starfandi fólks

Niðurstöður Vinnuþéttunna Hagstofu Íslands fyrir fyrsta fjórðung ársins sýndu áframhaldandi vöxt atvinnu en þó heldur hægari en gert var ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans. Heildarvinnustundum, sem er mælikvarði á ársverk, fjölgaði um 1,1% milli ára, en í spánni var gert ráð fyrir 1,9% aukningu. Aukning atvinnu á fyrsta fjórðungi ársins stafar að mestu leyti af fjölgun starfandi fólks. Fyrst eftir að atvinna tók að aukast á öðrum fjórðungi ársins 2011 jókst atvinna hins vegar fyrst og fremst vegna lengri meðalvinnutíma. Þetta er eðlileg þróun í ljósi þess að aðlögun vinnuafslotkunar í kjölfar fjármálakreppunnar átti sér að töluverðu leyti stað með samdrætti í vinnustundum á mann. Eftirspurn eftir vinnuafli kemur við þær aðstæður fyrst fram í lengri vinnutíma þeirra sem þegar eru í starfi. Eftir því sem batanum vindur fram verður hins vegar erfiðara að mæta aukinni vinnuafleiftirspurn eingöngu með fjölgun vinnustunda og þá fer aðlögunin í vaxandi mæli að koma fram í fjölgun starfa.

Atvinnuþátttaka mældist 78,9% á fyrsta fjórðungi ársins, en það er sama hlutfall og þegar atvinnuþátttaka varð minnst í síðustu niðursveiflu á fyrsta fjórðungi ársins 2004. Að teknu tilliti til árstíðar jókst atvinnuþátttaka milli fjórðunga um 1,1 prósentu og var 80,4% á fyrsta fjórðungi ársins.

Fleiri fyrirtæki vilja fjölga starfsmönnum en fækka

Ofangreindar niðurstöður eru í góðu samræmi við niðurstöður könnunar Capacent Gallup, sem var framkvæmd í febrúar og mars sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Sýnir hún, í fyrsta skipti frá marsmánuði 2008, að fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsmönnum en fækka á næstu sex mánuðum. Hins vegar má gera ráð fyrir að eftirspurn eftir starfsfólki aukist ekki hratt á næstunni, því að rúmlega 60% fyrirtækja gerðu ráð fyrir óbreyttum starfsmannafjölda, en það er svipað hlutfall og verið hefur undanfarin tvö ár.

Horfur um atvinnuleysi og atvinnu svipaðar og í febrúar

Í ljósi þessa, og miðað við reynslu annarra landa í fyrri fjármálaáföllum sem sýnir að atvinna eykst hægt eftir að þjódarbúskapurinn hefur tekið við sér, er gert ráð fyrir svipuðum og tiltölulega hægum vexti atvinnu á spátímanum og í síðustu spá eða tæplega 1% að meðaltali á ári. Atvinnuleysishorfur næstu þriggja ára eru einnig svipaðar og þær voru í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi haldi áfram að minnka eftir því sem efnahagssumsvif aukast og verði um 6,3% á árinu en að það verði komið niður í um 4,3% að teknu tilliti til árstíðar um mitt ár 2015.

Endurskoðaðar tölur Hagstofunnar sýna meiri hækkun launa

Hagstofan birti í mars sl. endurskoðaðar tölur um heildarlaunahækkunir síðustu ára. Mestu munar um töluvert meiri hækkun heildarlauna

á árinu 2009 eða 2% í stað 0,5%. Hins vegar er áætlað að laun hafi hækkað heldur minna á árinu 2010 eða um 2,6% í stað 3,1% í fyrri mati Seðlabankans. Hagstofan birti einnig í mars í fyrsta sinn tölur fyrir síðasta ár en þær sýna heldur meiri hækkun heildarlauna en gert var ráð fyrir í febrúarspánni eða 6,1% í stað 5,7%.

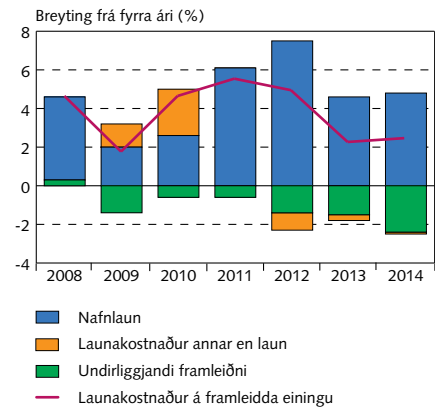
Kjarasamningsbundnar hækkunir launa í takt við spá

Launahækkunir vegna kjarasamninga á fyrsta ársfjórðungi ársins hafa hins vegar verið í takt við það sem gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Launavísitalan hækkaði um 2,1% á milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins, að mestu vegna almennrar 3,5% kjarasamningsbundinnar hækkunar launa og 11 þ.kr. hækkunar taxtalauna þeirra sem eru með laun undir 314 þ.kr. á mánuði, en heildaráhrif af krónutöluhækkun launa í ár eru áætluð um ½ prósentu. Á móti áhrifum febrúar- og marshækkunar í kjarasamningum lækkaði vísitala launa um 1,2% vegna þess að áhrif 50 þ.kr. eingreiðslunnar sem kom til framkvæmda við undirskrift kjarasamninga í fyrri hurfu úr vísitölunni. Árshækkun vísitölunnar nam 10,8% á fyrsta fjórðungi ársins, en hafa verður í huga að laun hækkuðu tvisvar á tímabilinu vegna kjarasamninga.

Í grunnsþánni er gert ráð fyrir að ekki komi til umtalsverðrar viðbótarhækkunar launa við endurskoðun kjarasamninga um næstu áramót þrátt fyrir að spáin fyrir þetta ár bendi til þess að viðmiðanir í samningnum gangi ekki eftir. Hins vegar eru ekki efnahagslegar forsendur fyrir miklum viðbótarlaunahækkunum fyrr en verðbólga og verðbólguvæntingar stefna örugglega að markmiði. Forsendur um launapróun hafa því lítið breyst frá síðustu spá. Talið er að launakostnaður á framleidda einingu verði svipaður á spátímanum og áætlað var í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að hann aukist um 5% í ár en að aukningin verði í samræmi við verðbólguþétt Seðlabankans það sem eftir lifir spátímans, um 2½-3% að meðaltali á ári.

Mynd VI-7

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2014¹

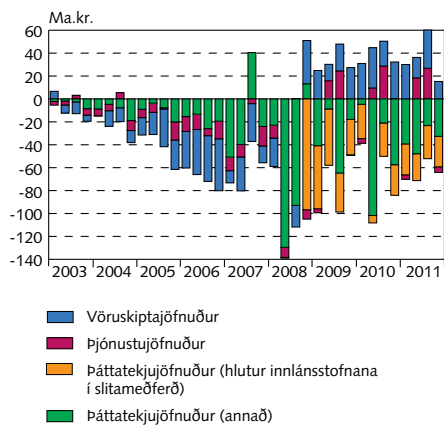


1. Jákvæður vöxtur framleiðni kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar¹

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2011

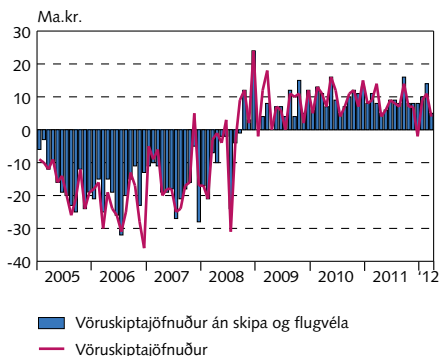


1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-2

Vöruskiptajöfnuður

Á föstu gengi, janúar 2005 - mars 2012

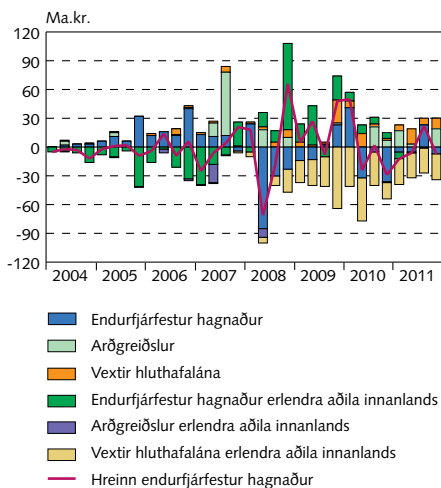


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3

Arður af fjárfestingu

1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptajöfnuðurinn var neikvæður um rúm 7% af vergri landsframleiðslu eða sem nemur 116 ma.kr. á síðasta ári sem er litlu minni halli en árið 2010. Um 125 ma.kr. afgangur var á vöru- og þjónustuviðskiptum en rúmlega 240 ma.kr. halli á þáttatekujöfnuði. Halli þáttatekna án áhrifa innlánsstofnana í slitameðferð var mun minni eða tæpir 135 ma.kr., en eðlilegt er að horfa fram hjá þrotabúum við greiningu á ytri jöfnuði vegna þess að stærstur hluti áfallinna gjalda þeirra verður aldrei greiddur og hverfur úr bókhaldinu yfir gjöld til erlendra aðila þegar þrotabúin verða gerð upp. Halli þáttatekna án áhrifa innlánsstofnana í slitameðferð og án Actavis var ennþá minni eða 75 ma.kr. Viðskiptajöfnuðurinn án þrotabúanna og Actavis var því jákvæður um tæpa 50 ma.kr. eða sem nemur 3,1% af vergri landsframleiðslu. Horfur eru á áframhaldandi afgangi á viðskiptajöfnuði í ár og út spátímann þegar leiðrétt hefur verið fyrir áhrifum innlánsstofnana í slitameðferð og Actavis.

Horfur á áframhaldandi afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði

Vöruskiptajöfnuður var jákvæður alla mánuði síðasta árs að desembermánuði undanskildum, þegar hann var neikvæður í fyrsta sinn frá byrjun ársins 2009. Í heildina nam vöruskiptaafgangurinn 97 ma.kr. á árinu 2011. Vöruinnflutningur hefur aukist milli ára frá því í mars 2010 og nam aukningin í fyrsta 18% á föstu gengi og rúmlega 5% á föstu verðlagi. Mest munaði um aukinn innflutning á flutningatækjum og verðhækkun eldsneytis. Vöruútflutningur jókst um rúmlega 10% á föstu gengi, sem skýrist að mestu leyti af auknum útflutningi sjávarafurða og áls, en magnaukningin nam aðeins ríflega 1%. Verðmæti bæði inn- og útflutnings vöru hefur haldið áfram að aukast á fyrstu þremur mánuðum þessa árs og var 28 ma.kr. afgangur á viðskiptum við útlönd á fyrsta fjórðungi ársins.

Þjónustuviðskipti voru jákvæð um 36 ma.kr. á árinu 2011 og er það mjög svipaður afgangur og árið á undan. Á fyrsta og fjórða ársfjórðungi í fyrsta var lítilsháttar halli á þjónustuviðskiptum en talsverður afgangur reyndist á bæði öðrum og þriðja ársfjórðungi. Helstu ástæður afgangansins eru miklar tekjur af ferðapjónustu á síðasta ári og þá einkum af samgönguliðnum.

Horfur eru á áframhaldandi afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum á þessu ári. Gert er ráð fyrir að heildarútflutningur sjávarafurða aukist um 7% og að raungengi haldist lágt, sem ýtir undir útflutning, sérstaklega í geirum sem ekki eru háðir skammtíma magntakmörkunum. Vísendingar úr ferðapjónustu benda til þess að byrjun ársins hafi verið góð. Fyrstu þrjú mánuði ársins hefur velta erlendra greiðslukorta verið mun meiri en á sama tímabili undanfarin þrjú ár. Upplýsingar frá Ferðamálastofu gefa til kynna að erlendum ferðamönnum hafi fjölgað um tæplega 16 þúsund eða um 22% fyrstu þrjú mánuði ársins frá sama tíma í fyrsta. Útlitið virðist afar gott fyrir vorið og sumarið í ár. Því er gert ráð fyrir að útflutningsverðmæti vöru og þjónustu verði heldur meira í ár en í síðustu spá, en einnig er gert ráð fyrir meiri vexti innflutnings, einkum þar sem flugvélainnflutningur verður töluverður. Sakir lakari viðskiptakjara er spáð 1 prósentu minni afgangi af vöru- og

þjónustujöfnuði í ár en í síðustu spá eða 7% af vergri landsframleiðslu. Búist er við að innflutningur aukist hraðar en útflutningur á spátím-
anum en að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði verði engu að síður
á bilinu 6-7% af vergri landsframleiðslu á næstu tveimur árum sem er
nokkru minni afgangur en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Verri upp-
hafsstaða skýrir að mestu leyti minni afgang á næstu tveimur árum
en í síðustu spá, en vöxtur innflutnings í tengslum við fjárfestingu í
orkufrekum iðnaði skýrir einnig minni afgang árið 2014.

Mikill en minnkandi þáttatekjuhalli

Á móti talsverðum afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði var mikill halli
á þáttatekjujöfnuði á síðasta ári, sem að mestu endurspeglar mikla
skuldaförningu árin fram að fjármálakreppunni þegar mikill halli var á
viðskiptajöfnuði. Nam hallinn rúmlega 240 ma.kr. á árinu 2011, sem
skýrist að langmestu leyti af 213 ma.kr. halla af vaxtajöfnuði og 29
ma.kr. neikvæðri ávöxtun hlutafjár. Þáttatekjuhallinn í fyrra var engu
að síður nokkru minni en á árinu 2010 og nam rúmlega 15% af vergri
landsframleiðslu samanborið við 18% árið 2010. Hallinn á vaxtajöfn-
uði jókst frá árinu 2010 en minni halli vegna ávöxtunar hlutafjár dró
úr halla á þáttatekjujöfnuði í heild.

Þáttatekjuhallinn án innlánsstofnana í slitameðferð og Actavis var
hins vegar mun minni á árinu 2011 eða um 75 ma.kr. (7% af lands-
framleiðslu). Hallinn skýrist einkum af 50 ma.kr. halla á vaxtajöfnuði,
en einnig var 25 ma.kr. halli á ávöxtun hlutafjár. Þáttatekjuhalli ársins
2011 var nokkru meiri en ári áður, þegar hann mældist rúmlega 2% af
vergri landsframleiðslu. Halli á vaxtajöfnuði var meiri á árinu 2011, en
mestu munaði um breytingu á ávöxtun hlutafjár. Á árinu 2010 var lítils
háttar afgangur af hreinni ávöxtun hlutafjár, en í fyrra var hallinn 25
ma.kr. Breytingin skýrist að miklu leyti af því að töluvert tap var af inn-
lendri fjárfestingu í eigu erlendra aðila á árinu 2010, sem hefur jákvæð
áhrif á hreina ávöxtun hlutafjár og þar með þáttatekjujöfnuðinn.
Hagnaður var hins vegar á innlendri fjárfestingu í eigu erlendra aðila á
árinu 2011 sem kemur til lækkunar á hreinni ávöxtun hlutafjár og þar
með þáttatekjum. Ávöxtun innlendra aðila af erlendum eignum var því
meiri en ávöxtun erlendra aðila af innlendum eignum árið 2010, en því
var öfugt farið árið 2011.

Lítills háttar viðskiptaafgangur þegar leiðrétt er fyrir áföllnum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð

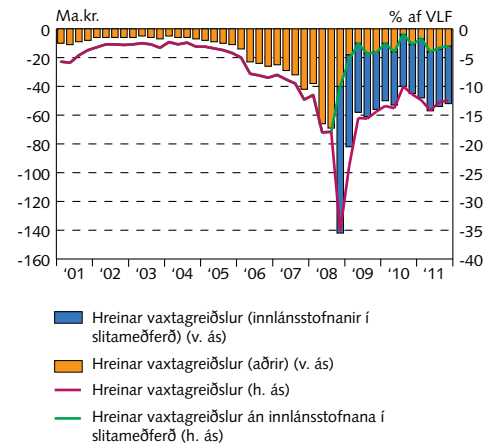
Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta var jákvæður um tæplega 133
ma.kr. á árinu 2011 en þáttatekjujöfnuðurinn að viðbættum rekstrar-
framlögum var neikvæður um 249 ma.kr. Viðskiptajöfnuðurinn var
þess vegna neikvæður um 116 ma.kr. eða sem nam 7,1% af vergri
landsframleiðslu. Ef leiðrétt er fyrir áföllnum vöxtum vegna innláns-
stofnana í slitameðferð nam viðskiptahallinn einungis um 10 ma.kr.
eða 0,6% af vergri landsframleiðslu. Ef einnig er leiðrétt fyrir Actavis
var aftur á móti afgangur á viðskiptajöfnuði sem nam 50 ma.kr., eða
3,1% af vergri landsframleiðslu.

Búist er við talsverðum afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði á
þessu ári þrátt fyrir aukinn innflutning, enda styður lágt raungengi
áfram við vöxt útflutnings. Afgangurinn verður engu að síður minni

Mynd VII-4

Hreinar erlendar vaxtagreiðslur

1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*, einkum sökum verri viðskiptakjara á árinu en þá var gert ráð fyrir. Halli á þáttatekjum leiðir til þess að viðskiptajöfnuður samkvæmt opinberu uppgjöri er áætlaður neikvæður um 88 ma.kr. eða um 5% af vergri landsframleiðslu á árinu 2012. Sé hins vegar leiðrétt fyrir áföllnum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð verður viðskiptajöfnuðurinn jákvæður um 4 ma.kr. eða sem nemur 0,2% af vergri landsframleiðslu. Þetta er minni afgangur en gert var ráð fyrir í febrúar, enda er afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum nú nokkru minni.

Eins og fram kom í grein eftir nokkra sérfræðinga Seðlabankans í ritinu *Efnahagsmál*¹ sem gefið var út í febrúar 2011 vega áfallnir vextir af skuldum alþjóðlega lyfjafyrirtækisins Actavis þungt í þáttatekjujöfnuði þar sem erlend skuldsetning fyrirtækisins er mikil. Þar sem skuldirnar eru fyrst og fremst í formi lána með einn lokagjalddaga, eru vaxtagjöldin áfallin en ógreidd og er því ekki um neitt raunverulegt útstreymi gjaldeyris að ræða. Þar að auki hefur Seðlabankinn ekki upplýsingar um arðgreiðslur sem ættu að standa undir vaxtagjöldunum og því myndast mjög neikvæð staða á þáttatekjujöfnuði þjóðarbúsins án þess að eiginlegt útstreymi eigi sér stað. Hefur Seðlabankinn því frá því að greinin kom út einnig litið fram hjá þáttatekjum og -gjöldum þessa fyrirtækis þegar þáttatekjujöfnuður og viðskiptajöfnuður íslenska hagkerfisins er metinn. Nú hefur verið gengið frá sölu fyrirtækisins til bandaríska lyfjafyrirtækisins Watson og því munu áhrif eigna og skulda Actavis á ytri jöfnuð Íslands breytast umtalsvert og áhrif Actavis á þáttatekjurnar því verða mun minni. Hver áhrifin verða á bæði erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins og þáttatekjurnar er þó enn ekki ljóst. Það fer m.a. eftir því hvaða stöðu Actavis-félögin á Íslandi fá í fyrirtækjaskipuriti Watson. Einnig fer það eftir því hvort erlend félög í eigu Actavis á Íslandi verði færð undir Watson-fyrirtækið eða verði áfram með eignarhald héðan. Einnig velta áhrifin á erlenda skuldastöðu Íslands á því hvort innlendu eignarhaldsfélögunum verður slitið (sjá rammagrein VII-1). Í öllu falli er þó útlit fyrir að áhrifin verði umtalsverð og því verður þáttatekju- og viðskiptajöfnuðurinn nær því mati sem Seðlabankinn leggur á þáttatekjujöfnuðinn og viðskiptajöfnuðinn án Actavis. Á þennan mælikvarða er þáttatekjuhallinn mun minni í ár og viðskiptajöfnuður jákvæður um 4,1% af landsframleiðslu í stað 0,2% ef Actavis er talið með.

Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð jákvæður á næstu árum

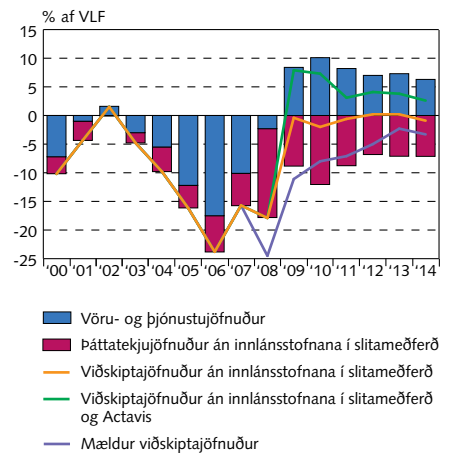
Gert er ráð fyrir að halli á þáttatekjujöfnuði án innlánsstofnana í slitameðferð aukist á ný á næsta ári vegna aukins vaxtakostnaðar. Meginástæðan er sú að við útreikning á þáttatekjujöfnuði er byggt á þeirri forsendu að a.m.k. tvær af þremur innlánsstofnunum í slitameðferð ljúki einhvers konar samningum við kröfuhafa á næsta ári. Þar með eru eignir og skuldir þessara fyrrum innlánsstofnana ekki lengur settar til hliðar við mat á þáttatekjum án innlánsstofnana í slitameð-

1. Arnór Sighvatsson, Ásgeir Danielsson, Daníel Svavarsson, Freyr Hermannsson, Gunnar Gunnarsson, Hrönn Helgadóttir, Regína Bjarnadóttir og Ríkarður B. Ríkarðsson (2011), „Hvað skuldar þjóðin?“, *Efnahagsmál*, 4. febrúar 2011.

ferð. Það mun hafa neikvæð áhrif á þróun þáttatekjuafnaðarins án innlánsstofnana í slitameðferð þar sem neikvæð staða við útlönd verður neikvæðari en áður við uppgjör þrotabúanna og því hækka vaxta- og arðgreiðslur. Frá og með árinu 2013 hefur þetta þau áhrif að þáttatekjuhallinn versnar á ný.

Engu að síður er spáð að viðskiptahallinn samkvæmt opinberu uppgjöri minnki í 2½% af vergri landsframleiðslu á næsta ári og að munurinn milli þess mælikvarða viðskiptajafnaðarins og viðskiptajafnaðarins án innlánsstofnana í slitameðferð minnki miðað við þá forsendu að uppgjör hluta af innlánsstofnunum í slitameðferð eigi sér stað á næsta ári. Þar með verður hætt að reikna út áfallna vexti á þær kröfur sem gerðar hafa verið upp. Án innlánsstofnana í slitameðferð er gert ráð fyrir lítills háttar afgangi á viðskiptajöfnuði á árinu 2013 eða tæpu ½% af vergri landsframleiðslu. Þetta er nokkru minni afgangur en gert var ráð fyrir í síðustu spá enda er afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum einni prósentu minni en í síðustu spá og reiknað er með lægra gengi krónunnar, sem eykur á þáttatekjuhallann að öðru óbreyttu. Á árinu 2014 er gert ráð fyrir að viðskiptahallinn aukist lítillega á ný og að viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð verði neikvæður á ný þar sem afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum minnkar á sama tíma og þáttatekjuhallinn eykst, einkum vegna hækkandi vaxta erlendis. Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð og án Actavis verður aftur á móti jákvæður sem nemur 3-4% af vergri landsframleiðslu út spátímabilið. Eins og fram kemur hér að framan mun undirliggjandi viðskiptajöfnuður vera nær því mati frá og með árinu 2013 sökum sölunnar á Actavis.

Mynd VII-5
Viðskiptajöfnuður 2000-2014¹



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2012-2014.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Í febrúar 2011 gáfu sérfræðingar við Seðlabanka Íslands út grein í ritröðinni *Efnahagsmál* sem bar titilinn „Hvað skuldar þjóðin?“. ¹ Í greininni var rýnt í gegnum moldviðrið sem þyrlandist upp við fall fjármálakerfisins og olli því að niðurstöður uppgjörs skulda og eigna þjóðarbúsins samkvæmt opinberum stöðlum gefa villandi mynd af skuldastöðu þjóðarinnar til framtíðar en stærsti hluti þeirra skulda sem enn eru skráðar opinberlega sem skuldir íslenskra aðila tengjast þrotabúum föllnu bankanna. Höfundar greinarinnar lögðu mat á verðmæti eigna og skulda sem líklegt væri að stæðu eftir þegar rykið frá bankahruninu hefur sest. Einnig var fjallað um mikil áhrif alþjóðlega lyfjafyrirtækisins Actavis á opinberar tölur um skuldastöðu þjóðarbúsins.

Eins og áhersla var lögð á í greininni voru ýmsar þær upplýsingar sem hún byggðist á háðar afar mikilli óvissu. Nú, rúmu ári síðar hefur töluvert af nýjum upplýsingum litið dagsins ljós. Í þessari rammagrein eru helstu niðurstöður greinarinnar „Hvað skuldar þjóðin?“ endurmetnar í ljósi nýrra gagna. Endurmatið leiðir í ljós meiri undirliggjandi hreina skuld en í fyrra mati, þótt eftir sem áður þurfi að fara langt aftur í tímann til að finna jafn hagstæða skuldastöðu. Jafnframt eru horfur á að skuldir haldi áfram að lækka hratt á næstu árum. Að lokum er birt mat á þróun greiðsluflæðis þjóðarbúsins næstu árin.

1. Arnór Sighvatsson, Ásgeir Danielsson, Daníel Svavarsson, Freyr Hermannsson, Gunnar Gunnarsson, Hrönn Helgadóttir, Regína Bjarnadóttir og Ríkarður B. Ríkarðsson (2011), „Hvað skuldar þjóðin?“, *Efnahagsmál*, 4. febrúar 2011.

Rammagrein VII-1

Horfur um erlendar skuldir og greiðsluflæði

Eignir og skipting krafna föllnu bankanna

Til þess að áætla erlenda stöðu þjóðarbúsins þegar gjaldþrotaferlinu lýkur þarf að rýna í uppgjör þrotabúanna. Í kafla III í greininni „Hvað skuldar þjóðin?“ var reynt að áætla áhrif þess á erlenda stöðu þjóðarbúsins að erlendar og innlendar eignir gjaldþrota fjármála-fyrirtækja verða að lokum gerðar upp eða seldar og andvirði þeirra ráðstafað til erlendra eða innlendra kröfuhafa, en kröfur umfram andvirði innheimtra eigna afskrifaðar. Hafa þarf í huga að jafnvel þótt skuldir þrotabúanna verði aldrei meiri en eignir geta skuldbindingar á milli innlendra og erlendra aðila orðið til í gjaldþrotaferlinu.

Töluverð óvissa er enn um verðmæti eigna þrotabúanna. Kröfuhafar föllnu bankanna hafa lýst kröfum sínum í þrotabú þeirra en enn hefur ekki verið skorið úr ýmsum ágreiningsmálum varðandi lögmæti krafna. Því liggur endanleg niðurstaða ekki fyrir um hvernig þær munu skiptast á milli innlendra og erlendra aðila. Engu að síður hefur margt gerst á þessu rúma ári síðan síðast var lagt mat á þetta og því gefur matið nú betri mynd af væntri skiptingu milli erlendra og innlendra kröfuhafa. Stærsti hluti eigna gömlu bankanna eru erlendar eignir, en þeir eiga einnig umtalsverðar innlendar eignir. Helstu innlendu eignir gömlu bankanna, sem að endingu renna til kröfuhafa, eru eign þeirra í nýju bönkunum og skuldabréf á milli nýja og gamla Landsbankans. Þrátt fyrir að töluvert hafi nú innheimst af erlendu eignunum og eitthvað af þeim innlendu og meiri vissa sé um verðmæti einstakra eigna, ríkir enn óvissa um heildarverðmæti eignasafnsins. Tímasetning endanlegs uppgjors er einnig óviss. Því verður sem fyrr að taka tölum sem hér eru birtar með fyrirvara.

Hrein erlend skuld eykst við uppgjör föllnu bankanna

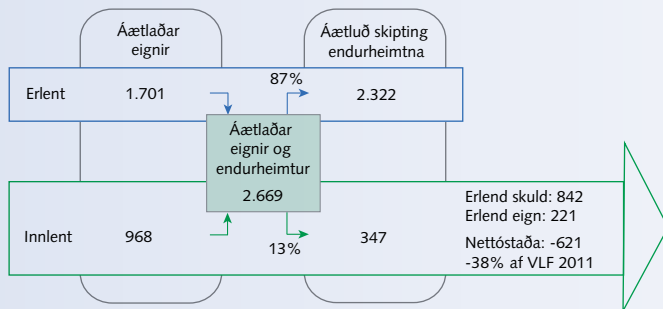
Skipting krafna er nokkuð breytileg eftir bönkum. Eins og í greininni er til einföldunar litið svo á að allir kröfuhafar gamla Landsbankans séu erlendir, en hluti af kröfuhöfum bæði Glitnis og Kaupþings sé innlendir. Áætlað er að kröfuhafar gamla Landsbankans, Glitnis og Kaupþings skiptist í heildina þannig að 13% séu innlendir aðilar en 87% erlendir aðilar. Þetta er svipuð niðurstaða og fyrir rúmu ári en þá var gert ráð fyrir að 15% krafna væru frá innlendum aðilum.

Væntar endurheimtur þrotabúa bankanna þriggja voru í árslok 2011 áætlaðar 2.669 ma.kr., þar af 1.701 ma.kr. erlendar eignir og 968 ma.kr. innlendar. Hér hefur verið tekið tillit til útgreiðslu þrotabús gamla Landsbankans í desember 2011 og heildareignir þeirra lækkaðar sem því nemur. Á móti kemur að verðmæti margra eigna í eignasafni bankanna þriggja er nú talið meira en það var við gerð greinarinnar fyrir ári. Mikillar varfærni hefur verið gætt við mat einstakra eigna hjá bönkunum. Því hefur áætlað verðmæti eigna smám saman aukist eftir því sem innheimt hefur verið af útistandandi skuldum og erlendum eignum komið í verð. Í þessari rammagrein er einnig tekið tillit til þess að á móti innstæðum í erlendum gjaldeyri hjá Seðlabanka Íslands eru erlendar eignir sem þrotabúin afhentu bankanum þegar til þeirra var stofnað og flokkast sem erlendar eignir hans. Því er nú litið á þessa innlendu eign sem erlenda. Sú framsetning hefur áhrif á skiptingu undirliggjandi hreinnar stöðu á milli fjármálafyrirtækja í slitameðferð og annarra aðila (sem nú telst 5% af landsframleiðslu minna neikvæð en í fyrrnefndri grein), en hefur ekki áhrif á heildarniðurstöðuna.

Miðað við ofangreint mat á eignum þrotabúanna og skiptingu kröfuhafanna má búast við því að 2.322 ma.kr. komi í hlut erlendra aðila og 347 ma.kr. í hlut innlendra aðila við uppgjör þeirra. Hér og í fyrrnefndri grein sérfræðinga bankans er lagt mat á hreina skuld innlendra aðila við erlenda þegar andvirði seldra eigna hefur verið greitt kröfuhöfum. Það jafngildir því að núverandi innlendum og erlendum eignum sé einfaldlega skipt á milli innlendra og erlendra

kröfuhafa miðað við ofangreinda skiptingu. Þannig myndu 842 ma.kr. af innlendum eignum renna til erlendra aðila og mynda erlenda skuld. Á móti myndu 221 ma.kr. af erlendum eignum renna til innlendra aðila og mynda erlenda eign. Niðurstaðan er hrein erlend skuld að fjárhæð 621 ma.kr. eða sem nemur 38% af vergri landsframleiðslu ársins 2011 (sjá mynd 1).

Mynd 1



Fjárhæðir í milljörðum íslenskra króna. Miðað er við stöðu eignasafnanna í lok árs 2011. Innstæður hjá Seðlabankanum og eignir vegna erlendra veða tengdar innlendum eignum eru flokkaðar sem erlend eign. Heimild: Seðlabanki Íslands.

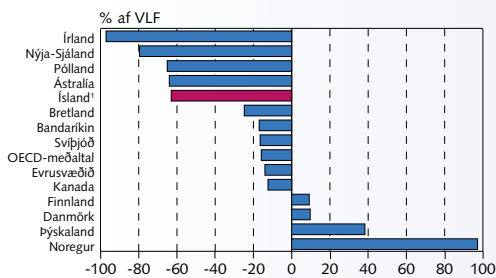
Til þess að útgreiðslur til kröfuhafa geti átt sér stað án þess að það hafi nein áhrif á greiðslujöfnuðinn þurfa þeir sem kaupa eignir af þrotabúunum að greiða fyrir þær með erlendu láns- eða hlutafé. Þetta er auðvitað ekki sjálfgefið. Einhver hluti endurheimtna verður í krónum eða gjaldeyri sem runninn er af gjaldeyristekjum innlendra aðila. Eftir að almennar undanþágur fjármálafyrirtækja í slitameðferð frá ákvæðum gjaldeyrislaga voru felldar úr gildi um miðjan mars sl. geta stjórnvöld hins vegar sett slitastjórnnum skilyrði eða tryggt með samningum að eignir verði seldar að mestu leyti fyrir gjaldeyri sem er endurfjárfestanlegur (ekki skilaskyldur), skv. gjaldeyrislögum. Í því sambandi má nefna að stærstu eignir þrotabúanna, fyrir utan innstæður í Seðlabanka á móti gjaldeyriseign bankans, eru hlutafé í Arion banka og Íslandsbanka og skuldabréf á milli gamla og nýja Landsbankans. Ef nýi Landsbankinn getur endurfjármagnað skuldabréfið og eignarhlutir í hinum bönkunum verða seldir aðilum sem geta greitt fyrir hlutaféð með erlendum gjaldeyri (óháðum skilaskyldu) sem þeir eiga eða afla með erlendum langtímalánum, stendur eftir að greiða þarf erlendum aðilum sem nemur 349 ma.kr. af söluandvirði annarra innlendra eigna á móti 221 ma.kr. sem innlendir aðilar fá greitt af söluandvirði erlendra eigna skv. núverandi áætlunum. Það er ekki fjárhæð sem líkleg er til þess að valda umtalsverðum greiðslujafnaðarvanda miðað við núverandi spár um viðskiptajöfnuð, sérstaklega ef hluta fjárhæðarinnar yrði breytt í langtímaskuldbindingar sem eru seljanlegar á erlendum markaði.

Undirliggjandi hrein erlend staða fer batnandi

Undirliggjandi hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins má skilgreina sem þá stöðu sem ráða mun mestu um þróun greiðslujafnaðar þjóðarbúsins til lengri tíma litið. Því þarf annars vegar að taka tillit til þeirrar stöðu sem kemur í ljós þegar innlendar og erlendar eignir þrotabúa hafa verið seldar og andvirði þeirra ráðstafað til innlendra og erlendra kröfuhafa og hins vegar að halda til hliðar skuldum og eignum stórra alþjóðlegra fyrirtækja sem munu ekki hafa áhrif á það fjárstreymi. Samkvæmt gögnum sem nú liggja fyrir er gert ráð fyrir að hrein staða, að fjármálafyrirtækjum í slitameðferð frátöldum, hafi verið neikvæð um rúmlega 60% af landsframleiðslu í lok árs 2010, samanborið við skuldir sem nema rúmlega sexfaldri landsframleiðslu samkvæmt

Mynd 2

Hrein erlend staða nokkurra OECD-ríkja 2010



1. Hrein erlend staða án innlánsstofnana í slitameðferð.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

opinberum uppgjörom. Hlutfallið er svipað eða jafnvel lægra en hrein staða hjá öðrum ríkjum innan OECD (sjá mynd 2).

Pennan mikla mun frá opinberum tölum má rekja til þess að stór hluti eigna og skulda þjóðarbúsins voru eignir og skuldir hinna föllnu banka og skuldir þeirra samkvæmt stöðluðum uppgjörom voru langt umfram eignir, einkum eftir fall þeirra. Ef gert er ráð fyrir að allar eignir þrotabúanna hefðu verið seldar á þáverandi verði og andvirði þeirra ráðstafað til kröfuhafa hefði bæst við hrein skuld sem samsvarar 43% af landsframleiðslu. Samanlagt hefði hrein staða þessara tveggja þátta því numið -119% af vergri landsframleiðslu í lok árs 2010.

Sé einnig horft fram hjá hreinni skuld lyfjafyrirtækisins Actavis, nam hrein staða í árslok 2010 um -60% af landsframleiðslu. Nú hefur verið gengið frá sölu fyrirtækisins til bandaríska lyfjafyrirtækisins Watson og því munu áhrif eigna og skulda Actavis á ytri jöfnuð Íslands breytast umtalsvert. Hver nákvæmlega áhrifin verða á erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins er þó enn ekki ljóst. Það fer m.a. eftir því hvaða stöðu Actavis-félögin á Íslandi fá í fyrirtækjaskipunni Watson. Einnig fer það eftir því hvort erlend félög í eigu Actavis á Íslandi verði færð undir Watson-fyrirtækið eða verði áfram með eignarhald hér. Jafnframt velta áhrifin á erlenda skuldastöðu Íslands á því hvort innlendu eignarhaldsfélögunum verði slitið. Hvað sem því líður er þó útlit fyrir að áhrifin verða umtalsverð og að hrein skuld Actavis verði aðeins lítil hluti af þeirri stöðu sem hún er í dag.

Pótt undirliggjandi hrein staða þannig metin sé aðeins brot af því sem opinber uppgjör benda til og innan við helmingur hreinnar skuldar þjóðarbúsins fyrir fall bankanna, er þetta verri staða en gert var ráð fyrir í grein sérfræðinga bankans fyrir ári. Mismunurinn felst einkum í endurmati á beinni erlendri fjárfestingu. Í bráðabirgðatölum fyrir fyrstu fjórðunga ársins 2010 kom í ljós að verðmæti erlendra eigna í eigu innlendra aðila var ofmetið í fyrri áætlunum. Átti það einkum við um eignir sem slitastjórnir bankanna höfðu leyst til sín en voru áður taldar með í mati á hreinni stöðu án föllnu bankanna. Þegar bankarnir hafa leyst þessar eignir til sín hafa þær í mörgum tilvikum verið afskrifaðar að miklu leyti. Miðað við reynslu undanfarinna ára er það verðmat þó líklega varfærið.

Á móti óhagstæðari sögulegum gögnum vegur að bráðabirgðatölur fyrir árið 2011 benda til þess að undirliggjandi staða hafi batnað þó nokkuð, eins og gert var ráð fyrir í fyrri spá. Áætluð undirliggjandi hrein staða er þó nokkru verri en í fyrri áætlunum. Horft lengra fram í tímann minnkar munurinn á núverandi og fyrri spám. Miðað við nýjustu þjóðhagsspá Seðlabankans mun undirliggjandi hrein skuld þjóðarbúsins nema aðeins 30% af landsframleiðslu í lok næsta árs. Gert er ráð fyrir að ríkið, fyrirtæki með ríkisábyrgðir og einkageirinn muni endurfjármagna erlendar skuldir sínar að nokkru leyti og að einhverjar nýjar erlendar lántökur eigi sér stað. Tímasetningar og kjör endurfjármögnunar og nýrrar lántöku eru þó mikilli óvissu háð. Því eru spár um erlenda stöðu háðar mikilli óvissu. Búist er við undirliggjandi afgangi af viðskiptajöfnuði á komandi árum og að hið opinbera og einkageirinn haldi áfram að greiða niður skuldir. Forsendur um endurfjármögnun og ný lán eru aðeins breyttar frá fyrri spá bankans, en nú er gert ráð fyrir minni endurfjármögnun og nýjum lánnum en áður. Verði meiri gangur í efnahagslífinu en áætlað er í spám Seðlabankans og opnast erlendir lánsfjármarkaðir fyrr gæti erlend lántaka orðið meiri og hrein skuld þjóðarbúsins lækkað hægar. Það væri í raun jákvæð þróun fyrir þjóðarbúið, því að ekki þarf að vera heppilegt að greiða niður skuldir of hratt.

Tafla 1 Skuldastaða þjóðarbúsins (% af VLF)

	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Heildarskuldir</i>	-905 (-867)	-835 (-866)	-815 (-800)	-759 (-754)	-714
- án banka í slitameðferð	-216 (-218)	-221 (-224)	-211 (-202)	-193 (-191)	-178
- m.v. reiknað uppgjör úr ILST í slitameðferð	-260 (-261)	-258 (-265)	-246 (-242)	-226 (-227)	-209
- undirliggjandi skuldir m.v. reiknað uppgjör úr ILST í slitameðferð en án Actavis	-191 (-208)	-185 (-212)	-174 (-193)	-159 (-181)	-145
<i>Hrein staða við útlönd</i>	-633 (-594)	-566 (-584)	-551 (-540)	-526 (-507)	-493
- án banka í slitameðferð	-63 (-28)	-53 (-25)	-46 (-20)	-53 (-17)	-45
- að viðbættu reiknuðu uppgjör úr ILST í slitameðferð	-119 (-72)	-111 (-66)	-100 (-59)	-89 (-54)	-79
- undirliggjandi staða m.v. reiknað uppgjör úr ILST í slitameðferð en án Actavis	-60 (-23)	-47 (-18)	-37 (-14)	-30 (-12)	-23

Tölur í sviga eru matið á viðkomandi stærðum eins og það birtist í greininni „Hvað skuldar þjóðin?“, frá árinu 2011. ILST er innlánsstofnanir.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Horfur um erlent greiðsluflæði þjóðarbúsins

Seðlabankinn hefur lagt mat á hugsanlega þróun greiðslujafnaðar á næstu misserum. Matið er byggt á grunnspá Seðlabanka Íslands um þróun þjóðarbúskaparins og framgangi áætlunar um losun hafta. Í matinu er búið að taka tillit til nýlegrar lántöku ríkisins á erlendum markaði en ekki er tekið tillit til frekari fyrirframgreiðslu lána sem kann að koma til í framhaldinu. Mikilvægt er að hafa í huga að forsendur er liggja til grundvallar áætluninni eru háðar mikilli óvissu og geta hæglega breyst og haft mikil áhrif á þróun greiðslujafnaðarins.

Tafla 2 sýnir áætlun bankans um greiðslujöfnuðinn fram til ársins 2014. Liðirnir eru sýndir sem hlutfall af vergri landsframleiðslu, nema gjaldeyrisforðinn sem sýndur er sem hlutfall af skammtímaskuldum þjóðarbúsins. Spáð er jákvæðum viðskiptajöfnuði (án innlánsstofnana í slitameðferð og lyfjafyrirtækisins Actavis) út tímabilið. Þáttatekjuhallinn eykst hins vegar lítillega á næsta ári og afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum minnkar á árinu 2014. Fjármagnsjöfnuðurinn verður aftur á móti neikvæður á árunum 2012 og 2013. Fjármagnsjöfnuðurinn er umtalsvert neikvæður á árinu 2013, en ein af skýringum þess er að í forsendum áætlunarinnar er áætlað töluvert útlæði vegna innlánsstofnana í slitameðferð á árinu 2013.

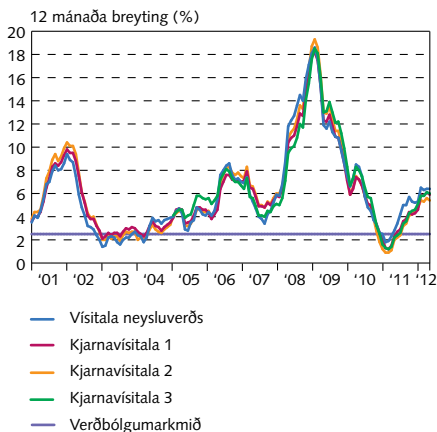
Samkvæmt áætlun Seðlabankans eykst gjaldeyrisforði sem hlutfall af skammtímaskuldum nokkuð á þessu og næsta ári. Ein af forsendum áætlunarinnar er að gjaldeyrishöftum verði að fullu aflétt í samræmi við áætlun stjórnvalda. Þótt mikil óvissa ríki um áhrif þess og margar aðrar forsendur sem liggja að baki áætluninni sýna niðurstöðurnar að nægur gjaldeyrisforði er til staðar til þess að mæta óvæntu útlæði, komi til þess.

Tafla 2 Greiðslujöfnuður (% af VLF)

	2011	2012	2013	2014
Viðskiptajöfnuður ¹	3,1	4,1	3,8	2,6
Vöru- og þjónustujöfnuður	8,2	7,0	7,3	6,2
Þáttatekujöfnuður	-5,1	-2,9	-3,5	-3,6
Fjármagnsjöfnuður (án forða)	27	-6	-17	0
Gjaldyrisforði (% af skammtímaskuldum)	106	123	132	132

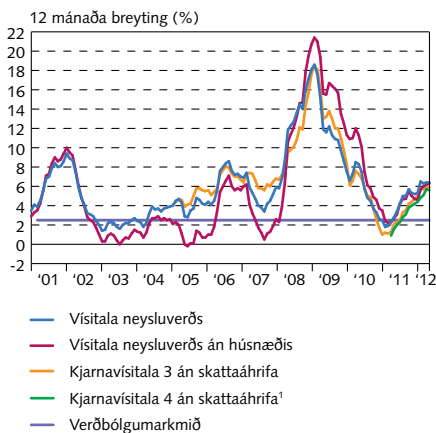
1. Taflan sýnir þáttatekju- og viðskiptajöfnuð án ILST í slitameðferð og án Actavis.
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-1
Verðbólga
Janúar 2001 - apríl 2012¹



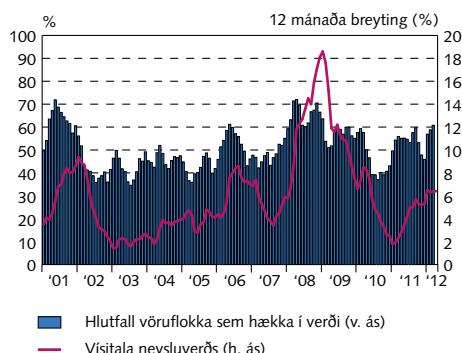
1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu. Kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensins. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberra þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxtakostnaðar húsnæðislána.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-2
Verðbólga á ýmsa mælikvarða
Janúar 2001 - apríl 2012



1. Kjarnavísitala 4 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensins, opinberra þjónustu og reiknaðrar húsaleigu.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-3
Dreifing verðhækkunar vísitölu neysluverðs¹
Janúar 2001 - apríl 2012



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

VIII Verðlagsþróun og verðbólguhorfur

Verðbólguhorfur hafa versnað. Verðbólga mældist 6,4% á fyrsta fjórðungi þessa árs, sem var nokkru meira en búist var við í febrúarspá Seðlabankans. Frávikið var einkum vegna meiri hækkana á verði olíu og almennrar þjónustu en gert var ráð fyrir auk þess sem gengi krónunnar hefur verið lægra en spáð var. Horfur eru á hægri hjöðnun verðbólgu yfir spátímabilið og að hún verði að meðaltali 6% á árinu 2012, sem er töluvert meiri verðbólga en spáð var í febrúar. Lægra gengi krónunnar, minni slaki í þjóðarbúskapnum og mikil innbyggð tregða í verðbólgunni veldur því að spáð verðbólga á meginhluta spátímans er meiri en í febrúarspánni. Verðbólguvæntingar hafa einnig hækkað á alla mælikvarða og hafa haldist háar um nokkurt skeið sem eykur enn á tregbreytanleika verðbólgunnar. Verðbólguhorfur eru töluvert óvissar og eins og oft áður mun gengisþróun krónunnar ráða miklu um þróunina næstu misserin.

Lítill munur á almennri verðbólgu og mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu

Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi mældist 6,4% og hafði aukist úr 5,3% á síðasta fjórðungi ársins 2011 og úr 2% á sama tíma fyrir ári.¹ Þeir undirþættir vísitölu neysluverðs sem hækkuðu mest á fyrsta ársfjórðungi voru bensín og olía ásamt almennri og opinberri þjónustu. Á seinni helmingi síðasta árs voru það hins vegar einkum hækkanir á verði innlendrar matvöru og húsnæðis sem lögðu drjúgan skerf til verðbólgunnar, ásamt almennri þjónustu, sem er sá undirþáttur sem haft hefur mest áhrif á ársverðbólguna.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,8% í apríl frá fyrri mánuði, eftir að hafa hækkað um 1% bæði í febrúar og mars. Hækkunina í apríl má að mestu leyti rekja til verðhækkunar á mat- og drykkjavöru, fatnaði og bensíni. Hækkun húsnæðisverðs hafði einnig mikil áhrif. Tólf mánaða verðbólga nam 6,4% í apríl og var nánast óbreytt frá því í janúar sl.

Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3 sem undanskilur áhrif skatta, sveiflukenndra matvöruhlíða, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, nam 5,9% í apríl og hafði aukist úr 5,7% í janúar. Hagstofa Íslands hefur birt nýja kjarnavísitölu (kjarnavísitala 4). Auk ofangreindra liða er þar horft framhjá áhrifum breytinga á markaðsverði húsnæðis. Ársverðbólga á þennan mælikvarða var 5,6% í apríl og hafði aukist úr 4,8% í janúar sl. Undanfarið ár hefur kjarnaverðbólga aukist mest á þennan mælikvarða eða um 4 prósentur.

Almennur verðbólguþrýstingur

Ársverðbólga hefur haldist fyrir ofan 5% síðan sumarið 2011. Afleiðingar mikilla launahækkana á sl. ári hafa birst í almennum verðhækkunum á innlendra vöru og þjónustu. Verð almennrar þjónustu hefur hækkað um 6,7% sl. tólf mánuði og verð opinberra þjónustu

1. Mikil grunnáhrif ollu því að ársverðbólga jókst meira en ella í janúar sl. Þar sem eitt ár var liðið frá því að útvarpsgjaldið var tekið út úr vísitölu neysluverðs en það olli 0,4 prósentna lækkun hennar þangað til í janúar.

um 11% en þessir liðir skýra tæplega 2½ prósentu af 6,4% ársverðbólgu. Verðhækkningar hafa komið fram í nær öllum undirlíðum þjónustunnar. Verð á innlendri mat- og drykkjarvöru hefur einnig hækkað umtalsvert að undanfögnu.

Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur lækkað um tæplega 3% frá áramótum, sem hefur aukið verðbólguþrýstinginn enn frekar. Til viðbótar hækkaði meðalverð á olíu á heimsmarkaði um 7½% milli janúar og apríl og innlent bensínverð um 10,3% á sama tíma, þótt hluti olíuverðshækkunarinnar hafi gengið til baka á síðustu vikum. Önnur verðlagsáhrif af gengislækkuninni komu að miklu leyti fram í aprílmælingu vísitölu neysluverðs.

Frá áramótum hefur hægt á hækkun markaðsverðs húsnæðis í kjölfar mikilla verðhækkana á árinu 2011, en í apríl hafði það hækkað um 7,4% frá fyrra ári. Einkum hækkaði verðlag íbúða í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu en húsnæðisverð á landsbyggðinni hækkaði minna. Húsnæðisliðurinn í heild, sem inniheldur til viðbótar greidda húsaleigu og viðhaldskostnað, hafði lítil sem engin áhrif á verðbólgu á fyrsta ársfjórðungi og höfðu áhrifin ekki verið minni í einum fjórðungi síðan á þriðja ársfjórðungi 2010.

Verðbólguvæntingar hækka

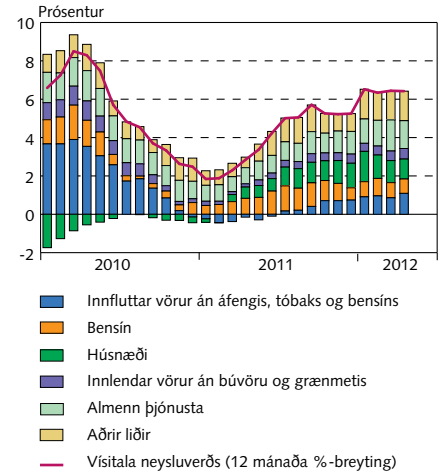
Viðvarandi hjöðnun verðbólgu er að miklu leyti háð því hvernig verðbólguvæntingar þróast og hversu trúverðugt verðbólguþáálagið er í augum fyrirtækja og heimila. Að sama skapi eru töluverð tengsl milli verðbólguvæntinga annars vegar og hins vegar raunverðbólgu og þróunar raunhagkerfisins á hverjum tíma.

Verðbólguvæntingar reiknaðar út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa virðast hafa hækkað frá útgáfu *Peningamála* í febrúar. Miðað við álagið er þess vænst að verðbólga verði að meðaltali 6,4% eitt ár fram í tímann og að meðaltali 5½% næstu fimm ár. Báðir mælikvarðar eru u.þ.b. ½ prósentu hærri en í byrjun febrúar sl. Væntingar um meðalverðbólgu næstu fimm ár hafa hækkað enn meira frá áramótum eða um rúmlega 1 prósentu. Þegar horft er á væntingar til enn lengri tíma, þ.e. til fimm ára eftir fimm ár (verðbólguvæntingar til áráanna 2017-2022), er verðbólguálagið að meðaltali 4,6%, sem er svipað og í febrúar og nokkru herra en um áramótin. Allir þessir mælikvarðar gefa því til kynna að verðbólguvæntingar hafi farið hækkanði á árinu. Þó er ekki útilokað að hækkun verðbólguálagsins megi að einhverju leyti rekja til hækkunar verðbólguáhættuþóknunar vegna aukinnar óvissu um verðbólgu, m.a. vegna óvissu um gengisþróun samfara losun gjaldyrishafta.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í mars sl. jukust verðbólguvæntingar heimila á nýjan leik eftir að hafa hjaðnað lítilla í desember sl. Þær námu 6,5% til eins árs og höfðu aukist um ½ prósentu frá desemberkönnuninni. Væntingar heimila um verðbólgu eftir tvö ár mældust 6% og höfðu hækkað um jafn mikið milli kannana. Samkvæmt könnun Capacent Gallup sem gerð var í febrúar og mars jukust verðbólguvæntingar fyrirtækja einnig og námu 5% til eins árs eða 1 prósentu herra en í síðustu könnun í desember. Jafnframt bjuggust stjórnendur fyrirtækja við að verðbólga yrði 5% eftir tvö ár

Mynd VIII-4
Undirlíðir verðbólgu

Framlag einstakra undirlíða til verðbólgu
janúar 2010 - apríl 2012

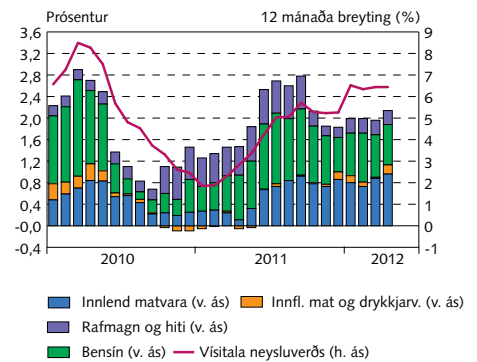


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

Framlag matvöru og eldsneytis- og orkukostnaðar til ársverðbólgu

Janúar 2010 - apríl 2012

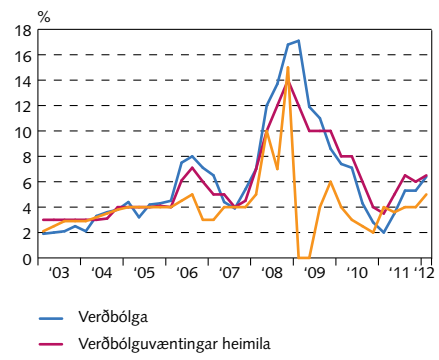


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6

Verðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila til eins árs og verðbólga

1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2012



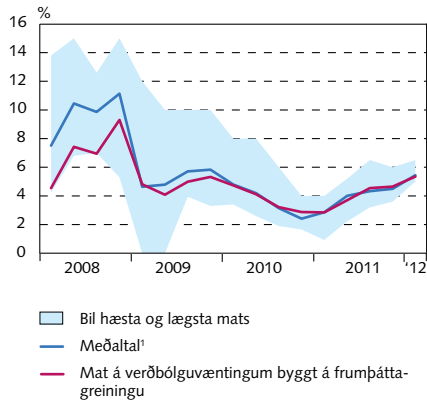
1. Mælingar á verðbólguvæntingum fyrirtækja voru framkvæmdar óreglulega fram að þriðja ársfjórðungi 2006 og því er brúað á milli mælinga fram að því.

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-7

Verðbólguvæntingar miðað við mismunandi mælikvarða

1. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2012

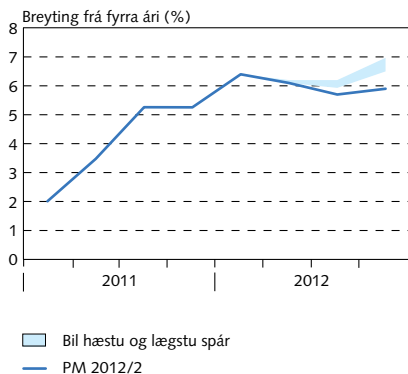


1. Miðað við verðbólguvæntingar fyrirtækja, heimila og á skuldabréfa-markaði til eins árs og verðbólguþspá Seðlabankans eitt ár fram í tímann. Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-8

Verðbólguþspár úr ólíkum líkönum¹

Verðbólga 1. ársfj. 2011 - 4. ársfj. 2012



1. Grunnþspá Seðlabankans er byggð á þjóðhagslíkani bankans en aðrar þspár á einföldum tímaraðalíkönunum. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

og nam hækkunin frá könnuninni sl. október 1 prósentu. Stjórnendur fyrirtækja voru einnig spurðir hvort þeir teldu að afurðaverð fyrirtækisins myndi hækka eða lækka á næstu sex mánuðum og taldi rúmur helmingur þeirra að verð myndi hækka samanborið við u.þ.b. 40% í könnun sl. október. Seðlabanki Íslands hefur einnig hafið reglubundna könnun á verðbólguvæntingum markaðsaðila.² Ef miðað er við miðgildi svara í könnun sem var framkvæmd í byrjun maí sýna niðurstöðurnar að markaðsaðilar vænta þess að ársverðbólga verði 5½% eftir eitt ár og einnig um 5½% eftir tvö ár. Jafnframt gera þeir ráð fyrir að verðbólga verði 5,8% á fjórða ársfjórðungi þessa árs. Niðurstöður voru svipaðar ef horft var lengra fram í tímann þar sem markaðsaðilar gera ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali u.þ.b. 5% bæði á næstu fimm árum og á næstu tíu árum. Verðbólguvæntingar þeirra eru nokkru hærri en í síðustu könnun í febrúar.

Á heildina litið hafa verðbólguvæntingar því heldur þokast upp á við og eru mun hærri en verðbólguþspámið, jafnvel væntingar til mjög langs tíma. Til að leggja mat á undirliggjandi þróun verðbólguvæntinga er hægt að meta sameiginlega leitnihegðun fjölda mælikvarða á verðbólguvæntingum, bæði úr könnunum og á skuldabréfa-markaði, með svokallaðri frumpáttagreiningu (e. principal component analysis). Á þennan mælikvarða námu verðbólguvæntingar 5,3% á fyrsta ársfjórðungi 2012 og höfðu hækkað um 0,7 prósentur frá fyrri ársfjórðungi og um 2½ prósentu frá því á sama tíma fyrir ári.

Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa versnað

Verðbólga hefur verið heldur meiri að undanförmu en búist var við. Hún mældist 6,4% á fyrsta ársfjórðungi 2012, sem er 0,3 prósentum meira en spáð var í febrúarhefti *Peningamála*. Fráviknið má að mestu rekja til meiri verðhækkana á almennri þjónustu og bensíni en gert hafði verið ráð fyrir en olíuverð á heimsmarkaði hækkaði töluvert umfram væntingar á fyrsta ársfjórðungi. Auk þess hefur gengi krónunnar verið veikara en spáð var, þótt hluti gengislækkunarinnar hafi gengið til baka í maí.

Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa versnað og útlit er fyrir að verðbólga verði rúmlega 6% á öðrum ársfjórðungi og haldist fyrir ofan 5½% út árið. Spáð er að meðalverðbólga á þessu ári verði 6%, sem er tæplega 1½ prósentu meira en í síðustu spá. Einföld tölfræðilíkon benda hins vegar til enn þrálátari verðbólgu og að hún haldist um og yfir 6% út árið. Meginskýringin á verri verðbólguhorfum er að búist er við að gengi krónunnar verði nokkru veikara á spátímabilinu en í síðustu spá, til viðbótar við verri upphafsstöðu og heldur minni slaka í þjóðarbúskapnum. Ennfremur eykst hættan á annarrar umferðar áhrifum þegar verðbólga hefur haldist mikil og verðbólguvæntingar eru lengi umfram verðbólguþspámið.

Hæg hjöðnun verðbólgu á næstu árum

Í ljósi ofangreinds er búist við að verðbólga hjaðni tiltölulega hægt á spátímabilinu. Spáð er að hún aukist tímabundið á ný á seinni hluta

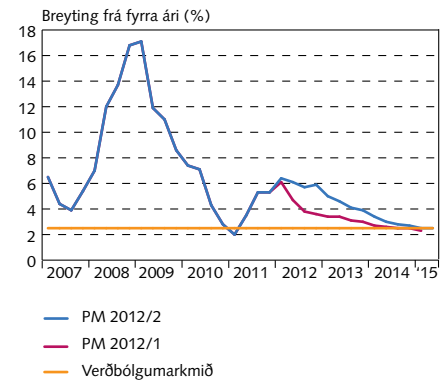
2. Kannaðar verða væntingar markaðsaðila til fjölda hagstærða til skamms og langs tíma og var fyrsta könnunin framkvæmd í febrúar sl. Sjá nánari upplýsingar hér: <http://www.seðlabanki.is/?PageID=1226>.

Þessa árs en hjaðni síðan í framhaldinu og verði að meðaltali um 4½% á árinu 2013 og í grennd við verðbólguþakmiðið í lok ársins 2014. Lægra gengi krónunnar, minni slaki í þjóðarbúskapnum, vaxandi verðbólguvæntingar og mikil innbyggð tregða verðbólgunnar valda því að langtímaverðbólguhorfur hafa einnig versnað frá síðustu spá.

Um alla þessa þætti ríkir mikil óvissa. Hækki gengi krónunnar frá því sem gert er ráð fyrir í spánni, eins og undanfarnar vikur, og verði slakinn meiri gæti verðbólga hjaðnað hraðar en spáð er. Verði gengi krónunnar hins vegar lægra á spátímanum og krafturinn í efnahagsbatanum meiri eða reynist slakinn sem fyrir er minni en áætlað er gæti verðbólguþrýstingurinn verið vanmetinn. Einnig er töluverð óvissa um þróun húsnæðisverðs og hversu mikil hætta er á að miklar verðlags- og launahækkunar undanfarið leiði til enn frekari víxlhækkunar launa og verðlags. Nánari umfjöllun um helstu óvissuþætti grunnspárinnar er að finna í kafla I.

Mynd VIII-9

Verðbólga - samanburður við PM 2012/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2012/2

Tafla 1 Þjóðhagsspá¹

	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
	Í ma.kr.		Spá		
	2011	2011	2012	2013	2014
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar					
Einkaneysla	852,3	4,0 (4,5)	3,2 (2,2)	2,9 (2,3)	3,2 (3,2)
Samneysla	411,0	-0,6 (-0,1)	-0,6 (-1,2)	0,3 (0,3)	0,5 (0,2)
Fjármunamyndun	229,7	13,4 (7,1)	12,4 (17,5)	5,7 (6,5)	12,0 (5,4)
Atvinnuvegafjárfesting	154,0	25,8 (16,0)	14,1 (19,3)	2,4 (6,5)	12,3 (3,9)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	40,0	8,6 (11,0)	16,9 (19,9)	19,0 (15,9)	18,1 (15,4)
Fjárfesting hins opinbera	35,7	-17,6 (-24,0)	-2,7 (4,0)	5,5 (-6,1)	1,5 (-1,8)
Þjóðarútgjöld	1.497,2	4,7 (4,4)	3,7 (3,4)	2,4 (2,4)	3,7 (2,7)
Útflutningur vöru og þjónustu	951,6	3,2 (3,3)	3,8 (1,8)	3,2 (2,4)	2,3 (1,8)
Innflutningur vöru og þjónustu	818,7	6,4 (6,3)	5,9 (3,4)	2,5 (2,2)	4,1 (1,6)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar	-	-1,1 (-1,1)	-0,8 (-0,6)	0,6 (0,3)	-0,8 (0,2)
Verg landsframleiðsla	1.630,2	3,1 (3,0)	2,6 (2,5)	2,8 (2,5)	2,7 (2,7)
Aðrar lykilstærðir					
Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.630 (1.656)	1.763 (1.788)	1.885 (1.883)	1.991 (1.981)	
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)	8,2 (8,6)	7,0 (8,3)	7,3 (8,2)	6,3 (8,2)	
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-7,1 (-5,9)	-5,0 (-3,2)	-2,3 (0,5)	-3,3 (0,5)	
Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð (% af landsframleiðslu)	-0,6 (0,4)	0,2 (1,6)	0,2 (1,9)	-0,9 (1,9)	
Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð og Actavis (% af landsframleiðslu)	3,1 (3,4)	4,1 (3,1)	3,8 (3,3)	2,6 (3,3)	
Viðskiptakjör vöru og þjónustu (br. milli ársmeðaltala)	-1,7 (-0,6)	-0,2 (1,2)	0,0 (-0,2)	-0,1 (-0,1)	
Heildarfjármunamyndun (% af landsframleiðslu)	14,1 (14,0)	15,2 (16,0)	15,4 (16,5)	16,8 (17,0)	
Atvinnuvegafjárfesting (% af landsframleiðslu)	9,4 (9,5)	10,4 (11,1)	10,2 (11,4)	11,1 (11,6)	
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-2,1 (-2,0)	-1,0 (-1,2)	0,0 (-0,1)	0,5 (0,1)	
Launakostnaður á framleidda einingu (br. milli ársmeðaltala)	5,6 (5,0)	5,0 (5,1)	2,3 (2,7)	2,5 (2,2)	
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)	2,9 (2,7)	0,5 (0,8)	1,0 (1,5)	2,6 (3,3)	
Atvinnuleysi (% af mannafla)	7,4 (7,4)	6,3 (6,3)	5,9 (6,0)	4,9 (5,0)	
Gengi krónu gagnvart evru	161,0 (161,0)	165,4 (160,5)	166,4 (159,9)	166,4 (159,9)	
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	4,0 (4,0)	6,0 (4,6)	4,4 (3,2)	3,0 (2,6)	
Verðbólga án skattaáhrifa (ársmeðaltal, %)	3,8 (3,8)	5,9 (4,4)	4,4 (3,2)	3,0 (2,6)	

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2012/1.

Tafla 2 Ársfjórðungsleg verðbólguþáttar (%)¹

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

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2012/1.