

Innlendur efnahagsbati við tvísýnar alþjóðlegar aðstæður

Blikur eru á lofti í alþjóðlegum efnahagsmálum, en enn sem komið er hafa áhrif þeirra á innlandan þjóðarbúskap verið lítil. Gengi krónunnar hefur heldur styrkst og viðskiptakjör verið töluvert hagstæðari en spáð var í Peningamálum í ágúst. Innlendur efnahagsbati hefur því haldið áfram og fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja batnað. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins reyndist 2½% og er gert ráð fyrir að hann verði rétt yfir 3% á árinu í heild. Þetta er heldur meiri hagvöxtur en spáð var í ágúst og skýrist helst af hagstæðari þróun utanríkisviðskipta. Horfur eru einnig betri fyrir næsta ár en spáð er 2,3% hagvexti á því ári. Á næstu þremur árum er spáð um 2½% hagvexti að jafnaði. Útlit er fyrir að verðbólga verði heldur minni á seinni hluta ársins en spáð var í ágúst. Talið er að hún muni ná hámarki á fyrsta ársfjórðungi næsta árs í 6% en verði minni en spáð var í ágúst út næsta ár. Þar vegast á sterkara gengi krónunnar og minni innflutt verðbólga á móti minni slaka í þjóðarbúinu og heldur meira launaskriði en búist var við í ágúst. Samkvæmt spánni verður verðbólga komin í markmið í lok árs 2013. Mikil óvissa er hins vegar um verðbólguhorfur og styrk og varanleika innlands efnahagsbata, sérstaklega í ljósi viðsjárverðra alþjóðahorfa.

I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

Meginþættir grunnspár Seðlabankans

Vextir Seðlabankans hafa hækkað frá útgáfu Peningamála í ágúst

Frá útgáfu Peningamála í ágúst sl. hefur peningastefnunefnd Seðlabankans haldið tvo vaxtaákvörðunarfundi. Á fyrri fundinum samhliða útgáfunni þann 17. ágúst sl. ákvað nefndin að hækka vexti um 0,25 prósentur en nefndin hélt vöxtum óbreyttum á fundi sínum þann 21. september. Vextir á innlánsreikningum bankans voru því 3,5% fyrir útgáfu þessara Peningamála, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,25%, veðlánvextir 4,5% og daglánvextir 5,5%.

Miðað við rúma lausafjórðungi fjármálakerfisins má áætla að virkir vextir bankans liggja nálægt meðaltali innlásvaxta bankans, sem er 3,9% um þessar mundir. Stystu vextir á millibankamarkaði eru svipaðir. Frá útgáfu Peningamála í ágúst hafa þeir lengstum verið um 0,5 prósentum undir miðju vaxtagangs bankans (þ.e. veðlánvöxtum).

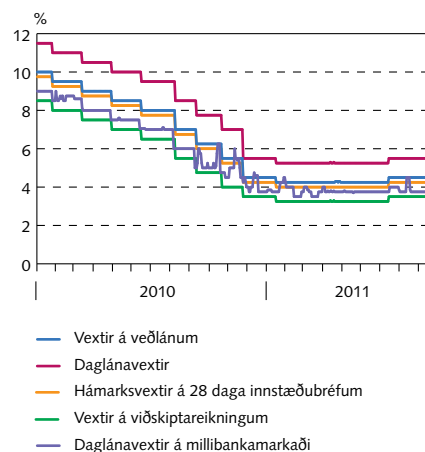
Neikvæðir skammtímaraunvextir styðja við efnahagsbatann

Þrátt fyrir hækkan vaxta Seðlabankans í ágúst eru raunvextir bankans nánast óbreyttir þar sem verðbólga og verðbólguvæntingar hafa einnig aukist á flesta mælikvarða. Miðað við núverandi verðbólgu mælast raunvextir bankans nú um -1½% en um -½% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða sem er tæplega 3 prósentna lækkan frá því fyrir ári (sjá nánar í kafla III). Peningastefnan heldur því áfram að styðja við efnahagsbatann. Raunvextir bankans mælast svipaðir og í mörgum iðnríkjum. Þeir eru lægri en í þeim ríkjum sem eru komin lengra í efnahagsbatanum en hærri en í þeim ríkjum þar sem peningastefnan nýtur meiri trúverðugleika. Meiri trúverðugleiki gefur þessum seðlabönkum aukna möguleika til að nota peningastefnuna til að styðja við efnahagslífið án þess að þurfa að óttast að missa tók á

Mynd I-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtímaraunvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 28. október 2011



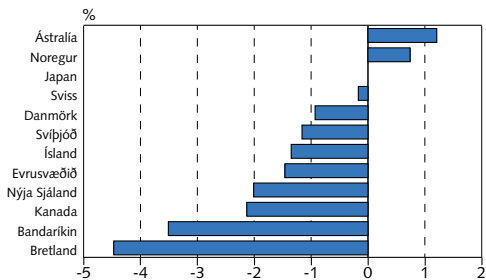
Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Greiningin í þessum Peningamálum byggist á gögnum sem lágu fyrir í lok október.

Mynd I-2

Raunstyrivextir í ýmsum iðnríkjum

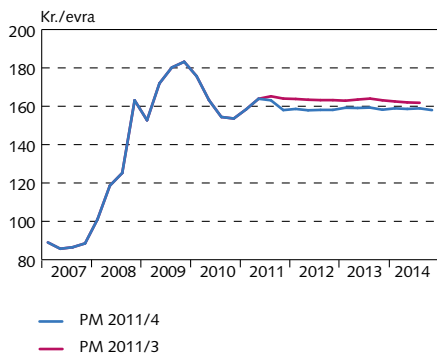
Virkir seðlabankavextir að fráreginni ársverðbólgu¹



1. Fyrir Ísland er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta 28 daga innstæðubréfa.
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3

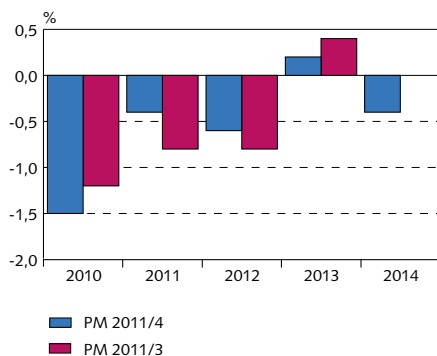
Gengi krónu gagnvart evru - samanburður við PM 2011/3



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

verðbólgunni, sem þó hefur víðast hvar aukist nokkuð (sjá umfjöllun í kafla II).

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja batna

Þótt peningalegur slaki sé töluverður eru fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja enn erfið. Skuldir einkageirans eru miklar og lítið um ný útlán. Þó eru merki um að nokkuð hafi orðið ágengt í fjárhagslegri endurskipulagningu fyrirtækja undanfarið og að útlánastarfsemi sé að glæðast. Helst það í hendur við að eignaverð, t.d. verð íbúðar- og atvinnuhúsnæðis, hefur tekið að hækka á ný, sem að öðru óbreyttu hækkar hreina eign heimila og fyrirtækja og eykur veðhæfi þeirra. Að sama skapi hefur peningamagn í umferð aukist á ný. Nánar er fjallað um vaxtaþróun og fjármálaleg skilyrði í kafla III.

Gengi krónunnar sterkara en spáð var í ágúst

Frá útgáfu *Peningamála* um miðjan ágúst sl. hefur viðskiptavegið gengi krónunnar styrkst um 2,3% og um 2,7% gagnvart evru. Krónan hefur hins vegar veikt um 1,1% gagnvart Bandaríkjadal. Viðskiptavegið gengi krónunnar er þó enn 2,7% lægra en það var um síðustu áramót.

Gengisþróunin hefur til þessa verið heldur hagstæðari en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Krónan reyndist rúmlega 1% sterkari gagnvart evru á þriðja ársfjórðungi og í spánni sem birt er í þessum *Peningamálum* er gert ráð fyrir að gengi krónu verði næstum 4% hærra gagnvart evru á fjórða ársfjórðungi. Eins og í spám Seðlabankans að undanförunu er gert ráð fyrir að krónan haldist tiltölulega stöðug það sem eftir lifir spátímans. Samkvæmt spánni verður gengi krónunnar gagnvart evru á bilinu 157-160 á spátímanum, en það er tæplega 2% sterkara gengi í lok hans en spáð var í ágúst. Frekari umfjöllun um þróun á gjaldeyrismarkaði og gengisþróun er að finna í köflum II og III.

Utanríkisviðskipti leggja meira til hagvaxtar en áður var búist við

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum hafa versnað frá því í sumar og orðið óvissari. Einkum hafa efnahagshorfur versnað í fjölda þróaðra landa sem glíma við mikinn skuldavanda. Horfur um alþjóðlegan hagvöxt og alþjóðaviðskipti eru því nokkru lakari en gert var ráð fyrir í ágúst. Á móti vegur að horfur eru á töluvert hagstæðari þróun viðskiptakjara Íslands. Spáð er að árlegur vöxtur heildarútflutnings verði að meðaltali um 2% á ári á spátímanum, sem er lakari vöxtur en spáð var í ágúst. Horfurnar eru reyndar heldur betri á þessu ári en spáin fyrir árið 2013 hefur versnað vegna minni þjónustuútflutnings og lakari álútfutnings. Þrátt fyrir kröftugan vöxt þjónustuútflutnings og mikla gerjun í vöruútflutningi utan stóriðju og sjávarafurða verður vöxtur heildarútflutnings áfram tiltölulega lítill ef tekið er mið af því hversu lágt raungengið er.

Heldur meiri útflutningur í ár og lítill minni vöxtur innflutnings á þessu og næsta ári en áætlað var í ágúst valda því að þótt framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar sé neikvætt bæði í ár og á næsta ári, er það hagstæðara en í ágústspánni. Neikvætt framlag þrátt fyrir hagstæða samkeppnisstöðu skýrist m.a. af því að sjávarútvegurinn býr við framleiðslutakmarkanir vegna takmarkaðs vaxtar fiskstofna og áliðnaður vegna langs fjárfestingartíma. Líklegt er að það taki einnig

nokkurn tíma fyrir innlendar samkeppnisgreinar að mæta aukinni eftirspurn eftir innlendri framleiðslu. Bati innlendar eftirspurnar kemur því mikið fram í auknum innflutningi. Vegna hagstæðara framlags utanríkisviðskipta til hagvaxtar og hagstæðari þróunar viðskiptakjara er útlit fyrir að afgangur á viðskiptajöfnuði verði nokkru meiri en spáð var í ágúst. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál, útflutning, ytri skilyrði og jöfnuð í viðskiptum við útlönd í köflum II og VII.

Útlit fyrir svipaðan vöxt þjóðarútgjalda í ár og áður var spáð

Samkvæmt endurskoðuðum tölum Hagstofu Íslands fyrir fyrsta ársfjórðung og fyrstu bráðabirgðatölum fyrir annan fjórðung jukust þjóðarútgjöld um 5% á fyrri hluta ársins frá sama tíma í fyrra. Er það í samræmi við ágústspá Seðlabankans en þar var gert ráð fyrir 4,9% vexti á fyrri hluta ársins. Vöxtur einkaneyslu reyndist hins vegar 1 prósentu minni en spáð var, en vöxtur samneyslu og fjárfestingar reyndist u.þ.b. 1 prósentu meiri. Birgðasöfnun reyndist einnig nokkru meiri á fyrri hluta ársins en spáð var í ágúst.

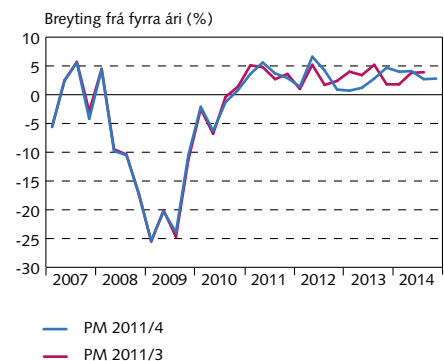
Á heildina litið er talið að þjóðarútgjöld aukist um u.þ.b. 4% á þessu ári sem er nánast óbreytt frá ágústspánni. Þrátt fyrir vísbendingar um áframhaldandi vöxt á þriðja ársfjórðungi er útlit fyrir að vöxtur einkaneyslu á þessu ári verði minni en áður var spáð, sem endurspeglar aðallega kröftugri einkaneyslu á síðasta ári en fyrri áætlanir höfðu gert ráð fyrir. Þótt almenn atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkuíðnaði og án skipa og flugvéla verði líklega meiri á þessu ári en spáð var í ágúst verður fjármunamyndun alls minni, sem helgast að mestu af minni stóriðjufjárfestingu. Á móti kemur að frumvarp til fjárlaga fyrir næsta ár gefur til kynna töluvert minni samdrátt í samneyslu á þessu ári en áður var reiknað með, auk þess sem birgðasöfnun er meiri en spáð var. Á næsta ári er gert ráð fyrir um 3,2% vexti innlendar eftirspurnar, sem er nokkru meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Eftir sem áður eru horfur á ágætum vexti fjármunamyndunar á spátímanum. Nánari umfjöllun um eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í köflum IV og V.

Hagvaxtarhorfur betri fyrir þetta og næsta ár

Hagvöxtur á fyrri hluta ársins mældist 2½% samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Eins og sjá má á mynd I-6 er þetta ágætur hagvöxtur þegar miðað er við önnur iðnríki. Þrátt fyrir að hagvöxtur hafi mælst 0,5 prósentum minni á fyrri hluta ársins en spáð var í ágúst, gerir grunnspáin nú ráð fyrir 3,1% hagvexti í ár sem er 0,3 prósentum meiri vöxtur en þá var reiknað með. Skýrist það aðallega af því að horfur eru á að framlag utanríkisviðskipta verði ekki eins neikvætt og áður var talið, eins og rakið er hér að framan. Eftir samdrátt milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi, sem rekja má til óvenju neikvæðs framlags birgðabreytinga, er útlit fyrir kröftugan vöxt á þriðja fjórðungi þegar stór hluti þessara birgða er fluttur út. Sem fyrr er viðbúið að efnahagsbatinn verði brokkgengur og að sveiflur verði í ársfjórðungsvexti landsframleiðslunnar.

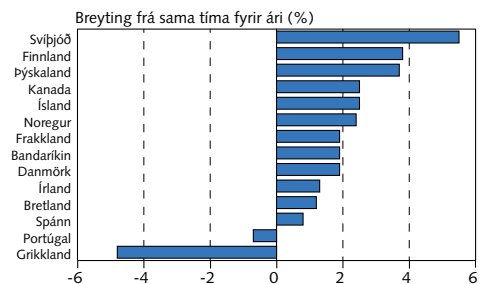
Spáð er 2,3% hagvexti á næsta ári og hafa horfur fyrir næsta ár því batnað frá því í ágúst og má rekja það til meiri krafts í innlendri eftirspurn og hagstæðari utanríkisviðskipta. Á árinu 2013 er einnig

Mynd I-5
Þjóðarútgjöld - samanburður við PM 2011/3



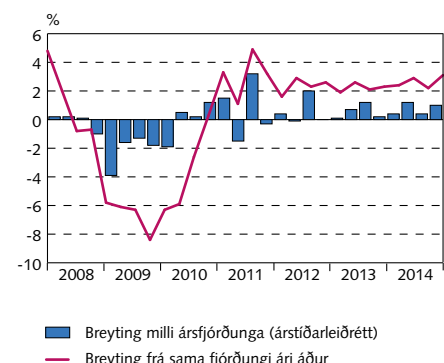
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6
Hagvöxtur á fyrri hluta árs 2011 í ýmsum iðnríkjum



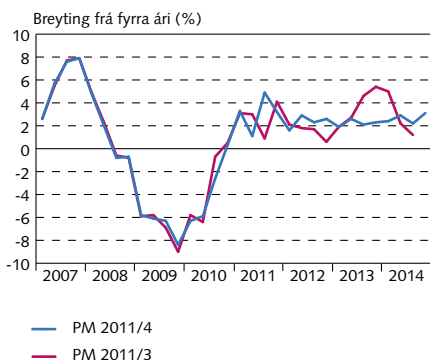
Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands, Hagstofa Noregs, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7
Verg landsframleiðsla
1. ársfj. 2008 - 4. ársfj. 2014¹



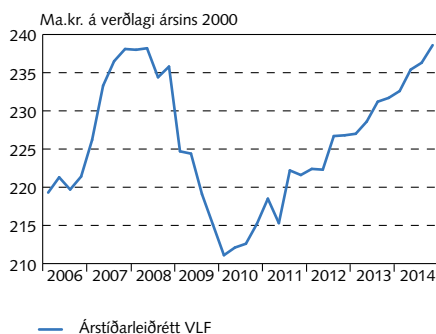
1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2011 - 4. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Hagvöxtur - samanburður við PM 2011/3



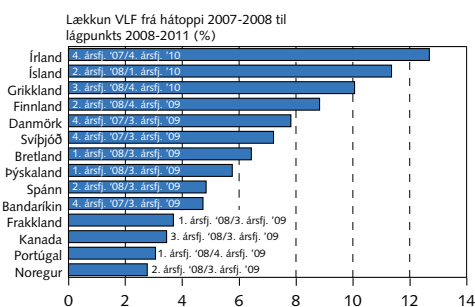
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9
Verg landsframleiðsla
1. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2011 - 4. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10
Töpuð landsframleiðsla í fjármálakreppunni
í ýmsum iðnríkjum



Tölurnar í súlunum sýna tímasetningu há- og lágpunkts VLF í hverju ríki fyrir sig.

Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands, Hagstofa Noregs, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

spáð 2,3% hagvexti, sem er um 1½ prósentu minni vöxtur en spáð var í ágúst. Eins og rakið er hér að framan helgast þetta einkum af breyttum forsendum fyrir fjárfestingu í orkufrekum iðnaði. Ágætur vöxtur innlestrar eftirspurnar árið 2014 styður síðan við 2,6% hagvöxt það árið.

Miðað við grunnspána var árstíðarleiðrétt landsframleiðsla á þriðja ársfjórðungi um 6½% minni en þegar hún varð mest fyrir fjármálakreppuna. Þegar hún náði lágmarki eftir fjármálakreppuna var hún hins vegar um 11½% undir þessu hámarki. Eins og sjá má á mynd I-10 er það einn mesti samdráttur sem varð meðal iðnríkja. Lengd samdráttarskeiðsins er hins vegar svipuð og í öðrum iðnríkjum eða hátt í tvö ár. Grunnspáin gerir ráð fyrir því að við lok spátímans verði landsframleiðslan búin að endurheimta fyrra stig. Landsframleiðslan á þó töluvert í land að ná því stigi sem hún hefði náð hefði hún haldið áfram að aukast í takt við langtímaleitnivöxt sinn fyrir kreppuna. Í þessu sambandi þarf þó að hafa í huga að framleiðslustigið í aðdraganda kreppunnar var komið töluvert fram úr því sem talist getur sjálfbært. Hluti framleiðslutapsins endurspeglar því óhjákvæmilega aðlögun þjóðarbúsins eftir ofpenslu árána fram að kreppunni.² Í kafla IV er að finna nánari umfjöllun um hagvaxtarþróun og -horfur.

Kröftugri vöxtur atvinnu á þriðja ársfjórðungi en spáð var í ágúst

Leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu mældist atvinnuleysi 7,3% á þriðja ársfjórðungi og hafði minnkað lítillega frá fyrri fjórðungi. Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar gefur jafnframt til kynna talsvert kröftugan vöxt atvinnu á þriðja ársfjórðungi eða 3,3% milli ára. Þetta er meiri vöxtur en spáð hafði verið í ágúst en þá var talið að atvinna myndi aukast um 1,6% frá fyrra ári. Horfur á vinnumarkaði fyrir næstu ár breytast þó lítið frá því sem spáð var í ágúst og gert er ráð fyrir áframhaldandi hægri fjölgun starfa og hjöðnun atvinnuleysis. Spáð er að atvinnuleysi verði rétt yfir 6% meginhluta næsta árs og að það verði komið í um 5% á seinni hluta spátímans sem er lítillega meira atvinnuleysi en spáð var í ágúst, enda vöxtur launakostnaðar heldur meiri á seinni hluta spátímans. Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla VI.

Framleiðslulakinn minni en áður var spáð

Nú er talið að heldur meira af framleiðslugetu þjóðarbúsins hafi tapast í kjölfar fjármálakreppunnar en talið var í ágúst. Slakinn á síðasta ári og það sem af er þessu ári er því metinn minni en áður þrátt fyrir lægra framleiðslustig samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Eins og áður er þó talið að slakinn hafi náð hámarki um mitt síðasta ár. Hann verður jafnframt nokkru minni fram á seinni hluta ársins 2013 en spáð var í ágúst. Full nýting framleiðsluþátta næst síðan á fyrri hluta árs 2014, sem er svipað og spáð var í ágúst. Nánari umfjöllun um framleiðslugetu og -slaka er að finna í kafla IV og rammagrein IV-1.

2. Í þessu samhengi má t.d. nefna að í spám Seðlabankans frá ársbyrjun 2007, þegar bankinn hóf fyrst að birta spár fyrir árið 2009, var gert ráð fyrir um 1-2% samdrætti landsframleiðslu árið 2009. Frá ársbyrjun 2008 var síðan einnig gert ráð fyrir samdrætti árið 2010, og var samdráttur árána 2009-10 talinn verða samtals um 4%. Strax í lok árs 2008, þegar fjármálakreppan skall á, var þetta endurskoðað í samtals um 10% samdrátt sem er í ágætu samræmi við það sem raunin varð. Sjá nánar í viðauka 2.

Gert ráð fyrir að verðbólga nái hámarki í byrjun næsta árs

Verðbólga á þriðja fjórðungi ársins reyndist 5,3%, sem er 0,3 prósentum minni verðbólga en spáð var í *Peningamálum* í ágúst. Líklega má rekja hagstæðari verðbólguþróun í haust til þess að hrávöru- og bensínverð lækkaði meira en spáð var og gengi krónunnar var heldur sterkara. Áhrif af launahækkunum voru jafnframt heldur minni þar sem þær komu seinna fram en áætlað var. Áfram er þó gert ráð fyrir að verðbólga aukist og nái hámarki á fyrsta fjórðungi næsta árs í 6%. Samkvæmt spánni hjaðnar verðbólga nokkuð hratt þegar áhrif tímabundinna kostnaðarpáttanna dvína. Gert er ráð fyrir að hún verði komin í um 3% á seinni hluta næsta árs og í verðbólguþröunarmarkmiðinu í lok árs 2013.

Verðbólguhorfur út næsta ár hafa því heldur batnað frá því í ágúst. Hagstæðari verðbólguhorfur það sem eftir lifir af árinu má rekja til áhrifa minni verðbólgu við upphaf spátímans, sterkara gengis krónunnar og heldur minni launahækkana en gert var ráð fyrir í ágúst. Á næsta ári koma áhrif sterkara gengis krónunnar og minni innfluttrar verðbólgu en búist var við í ágúst hins vegar sterkar fram en áhrif minni slaka í þjóðarbúskapnum og meiri launahækkana vega léttar á vogarskálunum. Verðbólguhorfur næstu missera hafa því skánað, þótt verðbólga verði um tíma mikil og nokkuð yfir markmiði. Eins og verðbólgan sjálf hafa verðbólguvæntingar einnig hækkað eftir því sem liðið hefur á árið og eru þær enn nokkuð yfir verðbólguþröunarmarkmiðinu. Nánar er fjallað um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og um þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VIII.

Helstu óvissuþættir og fráviksdæmi

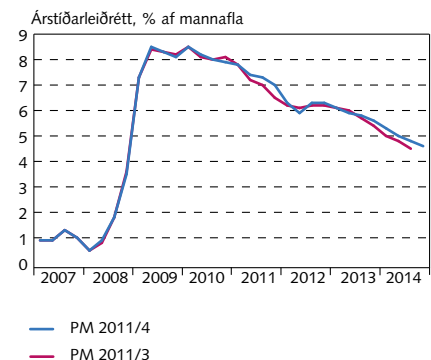
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum fyrir þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og áhrif þeirrar þróunar á hann. Spáin byggist einnig á mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í efnahagslífið. Um alla þessa þætti ríkir mikil óvissa, m.a. vegna þess að umfang fjármálakreppunnar á sér fá fordæmi. Horfur um þróun efnahagsmála, hvort sem er innanlands eða alþjóðlega, gætu því hæglega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hér á eftir eru taldir upp helstu óvissuþættirnir í grunnspánni. Tveimur mikilvægum óvissuþáttum eru jafnframt gerð skil með fráviksdæmum. Þau gefa nánari mynd af áhrifum mikilvægra forsendna í grunnspánni á efnahagshorfur og samspili frávíka og peningastefnunnar.

Blikur á lofti í alþjóðlegum efnahagsmálum

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að nokkuð hægi á alþjóðlegum hagvexti og vexti alþjóðaviðskipta á þessu og næsta ári þótt ekki komi beinlínis til nýs efnahagsamdráttar í helstu iðnríkjum. Jafnframt er búist við að alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð hafi nokkurn veginn náð lágmarki en að það hækki smám saman á ný með auknum alþjóðlegum efnahagssumsvifum. Miðað við þessar forsendur verða áhrifin á útflutning Íslendinga tiltölulega lítil. Áhrifin á þróun viðskiptakjara eru þó meiri. Á heildina litið eru líkur á að þróun alþjóðlegra efnahagsmála verði fremur til að bæta viðskiptakjörin þar sem lækkun olíu- og

Mynd I-11

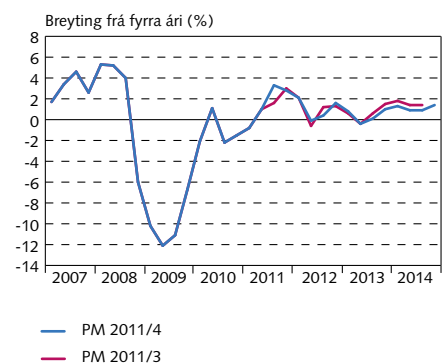
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2011/3



Heimildir: Vinnuálagstefnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

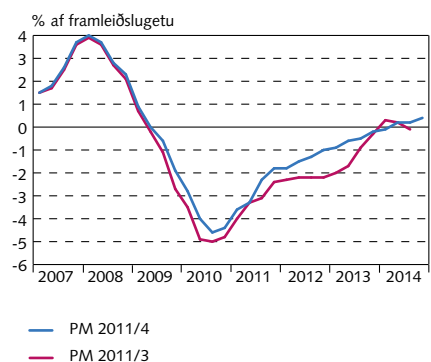
Atvinna - samanburður við PM 2011/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

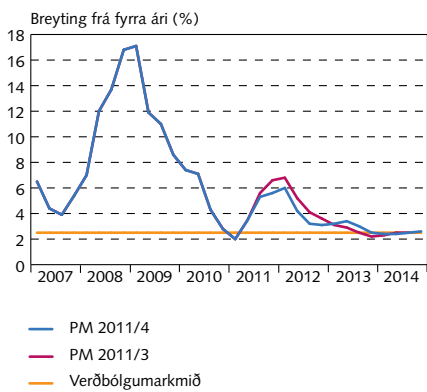
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2011/3



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14

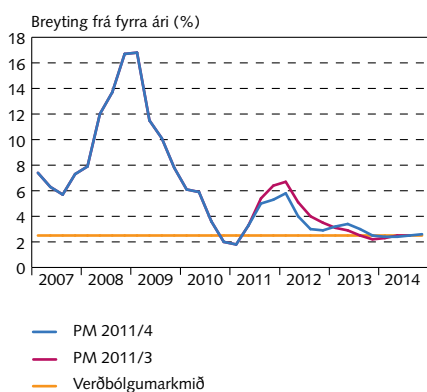
Verðbólga - samanburður við PM 2011/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-15

Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2011/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hrávöruverðs vegur þyngra en lækkun álverðs og sjávarafurðaverð hækkar enn.

Um alla þessa þætti ríkir mikil óvissa. Ekki er útilokað að skuldakreppan breiðist út til fleiri ríkja og að heimsbúskapurinn dragist 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 innlendan þjóðarbúskap verði meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir. Horfur um útflutning gætu veikt enn frekar. Innlend fjárfestingaráform sem reiða sig á alþjóðlega fjármögnun gætu einnig komist í uppnám sem gæti tafið innlenda uppbyggingu og dregið úr útflutningsgetu þjóðarbúsins til lengri tíma. Viðskiptakjör gætu rýrnað, sérstaklega ef sjávarafurðaverð gæfi verulega eftir. Frávíksdæmi 1 hér á eftir sýnir möguleg áhrif slíkrar atburðarásar á grunnspá bankans.

Hversu virkt er miðlunarferli peningastefnunnar?

Í kjölfar fjármálakreppunnar laskaðist miðlunarferli peningastefnunnar um fjármálakerfið og raunhagkerfið verulega. Áhættuálag í lántöku-kostnaði einstaklinga og fyrirtækja hækkaði mikið og aðgengi þeirra að lánsfjármagni versnaði. Peningalegur slaki sem endurspeglast í hratt lækkandi og nú neikvæðum skammtímaraunvöxtum skilaði sér því ekki að fullu til lántaka. Þó má sjá greinileg merki miðlunar slakans út í raunhagkerfið í gegnum lækkandi innlánsvexti sem hvatt hefur heimili og fyrirtæki til að færa útgjaldaákvörðanir fram í tímann. Miðlun peningastefnunnar um gengisfarveginn laskaðist einnig í kjölfar gjaldeyriskreppunnar og innleiðingar gjaldeyrishafta. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að miðlunarferlið leiti smám saman í eðlilegt horf, þótt áhættuálag verði nokkru hærra en það var fyrir fjármálakreppuna meginhluta spátímans.

Tafir á losun gjaldeyrishafta, endurskipulagningu skulda og hæggari vöxtur útlána gætu hins vegar seinkað því að miðlunarferlið leiti í eðlilegt horf. Á móti gæti vaxandi notkun óverðtryggðra lánaforma með breytilegum vöxtum í kjölfar dóma Hæstaréttar um ólögð gengistengingar lána og aukið framboð óverðtryggðra húsnæðislána styrkt miðlunarferlið umfram það sem grunnspáin gerir ráð fyrir.

Óvissa um framgang ríkisfjármála

Töluvert hefur áunnist við að draga úr halla í ríkisrekstrinum á síðustu tveimur árum. Miðað við fjárlagafrumvarp fyrir næsta ár er nú stefnt að því að ná jöfnuði í ríkisrekstri á lengri tíma en í fyrri áætlun sem Seðlabankinn byggði á í ágústspá sinni. Forsendum fyrir opinberum fjármálum og framlagi opinberra fjármála til efnahagssumsvifa og hagstjórnar hefur því verið breytt í takt við frumvarpið í núverandi grunnspá bankans.

Í ljósi breytinga á markmiði um nafnvöxt útgjalda gætu endanleg fjárlög falið í sér meiri útgjöld en felast í frumvarpinu eða að verr muni ganga að ná markmiði frumvarpsins um aðhald í rekstri. Hver endanleg afkoma verður og hvaða áhrif hún mun hafa á skuldsetningu hins opinbera er því háð töluverðri óvissu. Verði slakinn í ríkisfjármálum meiri en felst í grunnspánni gæti innlend eftirspurn orðið 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 því aukist og þar með hætta á meiri verðbólgu sem myndi að öðru óbreyttu kalla á meira peningalegt aðhald. Efnahagsbatinn gæti því orðið hægari sem að öðru óbreyttu myndi grafa undan forsendunni fyrir sjálfbærni opinberra skulda.

Hversu hraður verður bati fjárfestingar?

Nýjustu vísbendingar benda til þess að fjárfesting sé farin að vaxa á ný eftir verulegan samdrátt í kjölfar fjármálakreppunnar. Hlutfall fjárfestingar í landsframleiðslu er þó enn mjög lágt. Samkvæmt grunnspánni heldur vöxtur fjármunamyndunar áfram á spátímanum, einkum almenn atvinnuvegafjárfesting og fjárfesting í orkufrekum iðnaði. Fjárfestingarhlutfallið helst hins vegar áfram lágt, enda hefur mikil fjárfesting fram að kreppunni leitt til þess að í mörgum atvinnugreinum er til staðar mikil vannýtt framleiðslugeta, sem nýta má til þess að mæta aukinni eftirspurn án þess að efna þurfi til frekari fjárfestingar.

Laskaðir efnahagsreikningar, óvissa um stöðu og eignarhald fjölda fyrirtækja, óvissa um erlenda efnahagsþróun og erfitt aðgengi að lánsfé gæti hins vegar leitt til þess að fjárfesting verði minni en áætlað var í grunnspánni. Á móti gæti umfang fjárfestingarverkefna í tengslum við áætlun um losun gjaldeyrishafta orðið meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni og fjárfesting því orðið enn kröftugri. Í frávíksdæmi 2 hér á eftir er gefið dæmi um hugsanleg áhrif slíks frávíks á grunnspá bankans.

Hversu mikið mun skuldsetning einkageirans halda aftur af efnahagsbatanum?

Skuldsetning heimila og fyrirtækja hefur vaxið sleitulaust um langt árabíl og eru íslensk heimili og fyrirtæki nú með þeim skuldsettustu meðal iðnríkja. Líklegt er því að þau muni á næstu árum einbeita sér að því að lagfæra laskaða efnahagsreikninga og greiða niður skuldir. Þjóðhagslegur sparnaður mun því aukast á næstu árum eftir að hafa minnkað töluvert fram á síðasta ár.

Þótt grunnspáin geri ráð fyrir að hagvöxtur næstu ára verði í meginatriðum borinn uppi af innlendri eftirspurn, endurspeglar tiltölulega hóflegur hagvöxtur í sögulegu samhengi framangreinda áherslu heimila og fyrirtækja á að lagfæra laskaða efnahagsreikninga. Um styrk þessara áhrifa ríkir mikil óvissa. Jákvæðar fréttir af alþjóðlegum efnahagsmálum og aukin bjartsýni gætu latt heimili og fyrirtæki við að draga úr skuldsetningu og því gæti krafturinn í innlendum þjóðarþúskaþá á spátímanum orðið meiri. Miklar skuldir gætu einnig reynst enn meiri dragbitur á hagvöxt en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

Horfur um gengi krónunnar háðar mikilli óvissu

Samkvæmt grunnspánni mun gengi krónunnar haldast á svipuðu stigi og það er nú á meginhluta spátímans. Spár um gengisþróun eru hins vegar ávallt háðar mikilli óvissu. Íslenska krónan er lítill gjaldmiðill skuldsetts ríkis með skuldbindingar sem bera tiltölulega háa

áhættuþóknun og því jafnan viðkvæm fyrir auknum óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, jafnvel þótt hún sé í vari gjaldeyrishafta eins og nú er. Áformað er að losa gjaldeyrishöftin á spátímanum og því gætu fylgt einhverjar gengissveiflur. Óvissa er um tímasetningar og aðstæður þegar gjaldeyrishöftin verða afnumin og því afar erfitt að taka mikið tillit til þessa í grunnspánni. Innlend fyrirtæki hafa einnig verið að greiða niður erlendar skuldir upp á síðkastið og gæti það skapað meiri skammtímaþrýsting á gengi krónunnar en áætlað er í grunnspánni, a.m.k. meðan aðgangur innlendra banka og fyrirtækja að erlendu lánsfé er mjög takmarkaður.

Samkvæmt grunnspánni mun raungengið hækka smám saman á næstu árum, enda er það nú mjög lágt í sögulegu samhengi og líklega undir langtímajafnvægisgildi sínu. Mjög erfitt er hins vegar að meta hvert jafnvægisraungengið er og hversu hröð aðlögunin að því verður. Ekki er útilokað að aðlögunin taki styttri tíma, t.d. ef til kæmu stór fjárfestingarverkefni sem hefðu í för með sér töluvert innflæði á gjaldeyri umfram forsendur grunnspár. Ekki er heldur útilokað að jafnvægisraungengið sé í raun lægra en grunnspáin gerir ráð fyrir, enda erlend skuldsetning þjóðarbúsins mikil. Því gæti gengi krónunnar haldist lægra til lengri tíma en 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 muni hjálpa til við að halda verðbólgu í skefjum og sjá til þess að hún leiti aftur í markmið þegar áhrif tímabundinna kostnaðarþátta fara smám saman að dvína.

Mikil óvissa er hins vegar um hversu sterk þessi áhrif eru og um hvenær verðbólga tekur að hjaðna á ný. Eins og rakið er í rammagrein IV-1, er talið að hluti af framleiðslugetu þjóðarbúsins hafi tapast í kjölfar fjármálakreppunnar. Ekki er útilokað að tapið sé vanmetið og slakinn í þjóðarbúskapnum sé 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. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur gæti því verið vanmetinn, en hann gæti einnig verið ofmetinn. Samkvæmt grunnspánni jókst framleiðslugeta þjóðarbúsins fyrst á ný um mitt árið. Þetta er óvenjulöng aðlögun í alþjóðlegu samhengi. Ekki er útilokað að samdrátturinn hafi verið minni og batinn hafist fyrr. Slakinn í þjóðarbúskapnum gæti því verið meiri en talið er í grunnspánni og þjóðarbúið gæti þá vaxið hraðar án þess að aukinn verðbólguþrýstingur hljóti af.

Verðbólga gæti orðið þrálátari en spáð er

Samkvæmt grunnspánni mun verðbólga ná hámarki á fyrsta fjórðungi næsta árs en síðan hjaðna smám saman og verður hún komin í markmið á seinni hluta ársins 2013. Spáin byggist á fjölda forsendna sem hver um sig er háð töluverðri óvissu. Eins og að framan greinir má rökstyðja mismunandi sjónarmið um mat á slakanum í þjóðarbúskapnum og horfur um þróun gengis krónunnar. Að sama skapi er mikil óvissa um þróun innfluttrar verðbólgu. Samkvæmt spánni eru lækkanir hrávöru- og olíuverðs að mestu komnar fram. Þróun næstu missera mun

Þó að miklu leyti ráðast af þrótti alþjóðlegs hagvaxtar, en þar eru blikur á lofti eins og áður hefur verið rakið. Einnig er erfitt að meta hversu mikil og langvinn áhrif nýgerðra kjarasamninga verða á verðbólguþróunina. Hætta er á að þessar miklu hækkanir geti framkallað keðjuverkun frekari launa- og verðlagshækkana og þannig leitt af sér meiri verðbólgu en nemur beinum kostnaðaráhrifum samninganna. Tregða verðbólgunnar virðist einnig meiri hér á landi en víðast hvar annars staðar. Hætta á þrálátri verðbólgu er því meiri hér á landi þar sem verðbólguvæntingar virðast hafa ónóga kjölfestu í verðbólguþróun Seðlabankans. Mælikvarðar á verðbólguvæntingar benda til þess að þær hafi aukist nokkuð undanfarin misseri, þótt hækkun þeirra virðist hafa stöðvast í bili, a.m.k. á suma mælikvarða, og langtímaverðbólguvæntingar eru nokkru hærra en verðbólguþróun bankans. Hætta er á því að baráttan við að koma verðbólgu í markmið verði erfiðari og kostnaðarsamari. Þetta gæti einnig valdið því að verðbólga verði þrálátari en áætlað er í grunnspánni. Á móti kemur að flestir tiltækir mælikvarðar á verðbólguvæntingar hér á landi hafa tilhneigingu til að sveiflast meir með nýliðinni verðbólgu en í þeim löndum þar sem trúverðugleiki verðbólguþróunar er meiri. Reynist verðbólga lægri næstu mánuði en hér er spáð, m.a. vegna áhrifa alþjóðþróunar, gæti það slegið tiltölulega fljótt á verðbólguvæntingar.

Frávíksdæmi 1: Hagvaxtarhorfur versna verði alþjóðakreppan dýpri og langvinnari

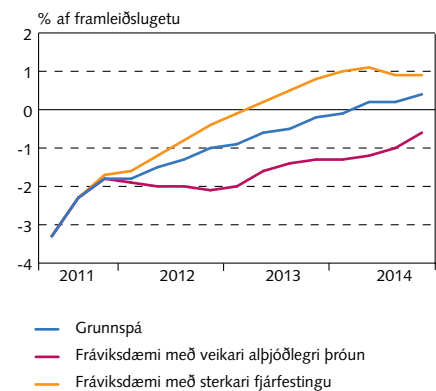
Eins og rakið er hér að framan er gert ráð fyrir því í grunnspánni að nokkuð dragi úr alþjóðlegum hagvexti en þó án þess að samdráttur verði á ný í helstu viðskiptalöndum Íslands. Í þessu frávíksdæmi er gert ráð fyrir að landsframleiðsla helstu viðskiptalanda Íslands og alþjóða- viðskipti dragist saman en að samdrátturinn verði minni en árið 2009. Einnig er gert ráð fyrir að viðskiptakjör verði talsvert óhagstæðari en í grunnspánni þar sem álverð og verðlag sjávarafurða gefa talsvert eftir. Á móti vegur hins vegar frekari lækkun hrávöru- og olíuverðs. Að lokum er gert ráð fyrir að óróleiki á alþjóðlegum fjármálamörkuðum valdi því að áhættuálag hækki enn frekar og að ekki verði af frekari uppbyggingu á álverinu í Helguvík, a.m.k. ekki á spátímanum.

Í þessu dæmi verður efnahagsbatinn talsvert veikari en í grunn- dæminu og verður hagvöxtur allt að 1 prósentu minni á seinni hluta spátímans. Veikari alþjóðleg eftirspurn gerir það að verkum að útflutningur, sérstaklega á þjónustu og almennum iðnaðarvörum, verður minni. Innlend eftirspurn verður jafnframt veikari, enda atvinnuhorfur dekkri og bein fjárfesting inn í landið minni. Á móti kemur að bæði innlendir vextir og gengi krónunnar verða lægri en í grunnspánni. Slakinn í þjóðarbúskapnum verður þó meiri en í grunnspánni á meginhluta spátímans og verðbólga minni.

Frávíksdæmi 2: Kröftugri bati fjárfestingar hraðar efnahagsbata

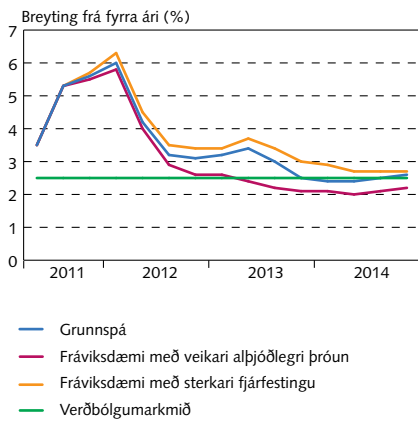
Hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu er lágt í sögulegu samhengi og verður það áfram þótt það hækki á næstu árum samkvæmt grunnspánni. Í þessu frávíksdæmi er gert ráð fyrir að fjárfesting aukist hraðar frá næsta ári en í grunnspánni sem gæti t.d. tengst því að fleiri fjárfestingarverkefni í tengslum við áætlun um losun gjaldþyrifafta

Mynd I-16
Framleiðsluspenna - frávíksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17
Verðbólga - frávíksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

verði að veruleika eða ef uppbygging í orkufrekum iðnaði verði örari. Bein erlend fjárfesting verður því meiri en í grunnspánni og fjárfestingarhlutfallið fer í sögulegt meðaltal á spátímanum.

Í þessu dæmi verður efnahagsuppbyggingin hraðari en í grunnspánni. Hagvöxtur verður að meðaltali um ½ prósentu meiri á ári næstu þrjú árin og atvinnuleysi allt að 1 prósentu minna. Minni slaki í þjóðarbúskapnum gerir það að verkum að vextir verða hærrí. Hærrí vextir ásamt meiri erlendri fjárfestingu stuðla að hærri gengi krónunnar en í grunnspánni. Það vegur á móti auknum verðbólguþrýstingi sem hlýst af minni slaka.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa versnað og óvissan magnast. Mikill órói einkennir alþjóðlega fjármálamarkaði sem einkum má rekja til skuldakreppu ýmissa evruríkja og vandamála meðal banka í Evrópu. Áhættufælni fjárfesta hefur aukist mikið. Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands heldur áfram að mjakast upp á við en virðist vera að ná hámarki. Verð á olíu- og hrávöru náði hámarki fyrr á árinu en hefur lækkað töluvert síðan. Verð á sjávarafurðum hefur aftur á móti haldið áfram að hækka og hafa viðskiptakjör því farið batnandi á seinni hluta ársins. Alþjóðaviðskipti hafa haldið áfram að vaxa þótt eitthvað hafi dregið úr vextinum og raungengi hefur haldist lágt. Spáð er áframhaldandi aukningu útflutnings á spátímanum, en þó lítillega minni vexti en spáð var í ágúst.

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur versna ...

Hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands versnuðu mikið í haust. Í Bandaríkjunum reyndist hagvöxtur í byrjun árs mun veikari en fyrstu tölur gáfu til kynna og töluvert dró úr honum á öðrum ársfjórðungi á evrusvæðinu. Á flestum Norðurlöndunum og í Bretlandi dró einnig úr hagvexti á öðrum fjórðungi. Mikill órói á fjármálamörkuðum vegna ríkisskulda- og bankavanda í ýmsum evruríkjum ásamt neikvæðum hagvísam benda til þess að hagvöxtur verði enn veikari á seinni hluta ársins. Helstu hagvísar sem birst hafa eftir að síðustu *Peningamál* voru gefin út í ágúst hafa verið veikari en spár helstu greiningaraðila höfðu gert ráð fyrir, sérstaklega á evrusvæðinu (sjá mynd II-2).

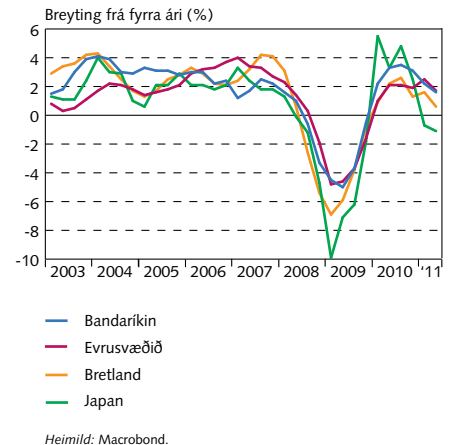
Mikil óvissa ríkir um það hvort einungis sé að hægja á efnahagsbatanum eða hvort samdráttur verði á ný, en spár helstu greiningaraðila um hagvöxt í ár og á næsta ári hafa lækkað mikið í haust. Endurskoðaðar spár bæði Consensus Forecasts og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands fyrir þetta ár benda til þess að hann verði heldur minni í ár en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Spáin fyrir árið 2012 er einnig töluvert veikari. Consensus Forecasts gerir ráð fyrir að hagvöxtur evrusvæðisins verði einungis um 1% á árinu 2012 og um 2% í Bandaríkjunum, en við útgáfu síðustu *Peningamála* var gert ráð fyrir að hagvöxtur yrði um 1½% á evrusvæðinu og um 3% í Bandaríkjunum á næsta ári. Samkvæmt spánni verður hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda Íslands um 1½% á árinu 2012, sem er svipað og nýjasta spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, en í ágúst var spáð um 2,3% vexti.

... og órói á alþjóðlegum fjármálamörkuðum eykst

Mikils óróleika hefur gætt á alþjóðlegum fjármálamörkuðum frá því í sumar og hefur hann aukist mikið frá því að *Peningamál* komu út í ágúst. Skuldavandi ýmissa ríkja, staða bankakerfisins og versnandi hagvaxtarhorfur meðal helstu iðnríkja hafa haft mikil áhrif á alþjóðlega fjármálamarkaði og verulega hefur dregið úr tiltrú manna á styrk og varanleika efnahagsbatans. Ýmislegt benti til þess að alþjóðlegir fjármálamarkaðir væru smám saman að taka við sér eftir fjármálakrepp-

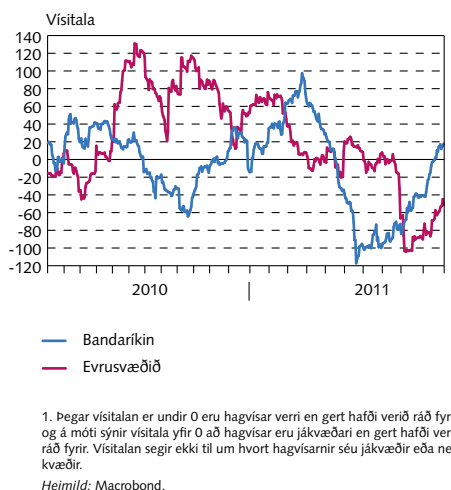
Mynd II-1

Hagvöxtur meðal helstu iðnríkja
Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2011



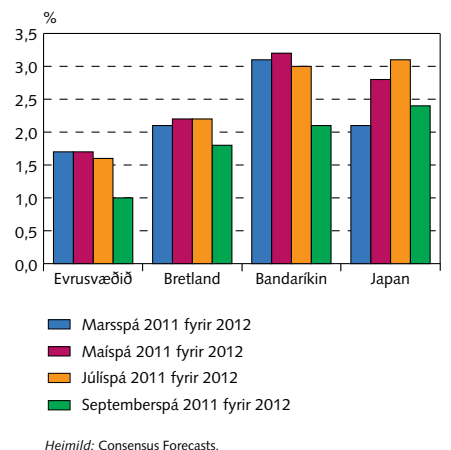
Mynd II-2

Vísitala um óvænta þróun hagvísar¹
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 28. október 2011



Mynd II-3

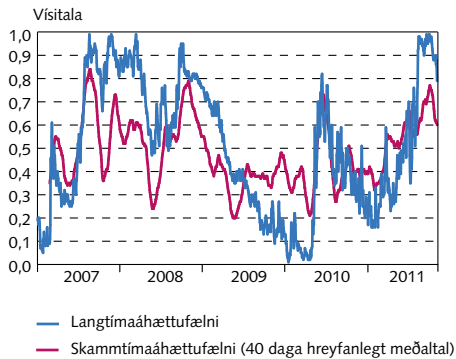
Hagvaxtarspár fyrir árið 2012



Mynd II-4

Áhættufælni á alþjóðlegum fjármála-
mörkuðum¹

Daglegar tölur 2. janúar 2007 - 27. október 2011

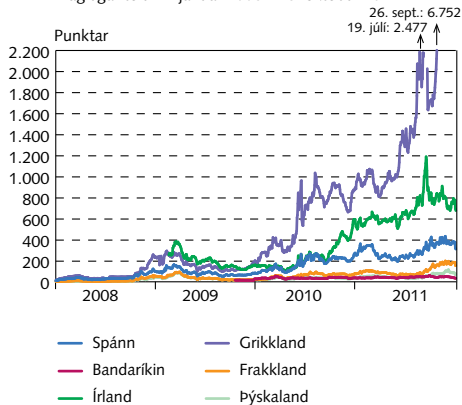


1. Núll þýðir litla áhættufælni og einn þýðir mikla áhættufælni.
Heimild: Macrobond.

Mynd II-5

Skuldatryggingarálag

Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 28. október 2011

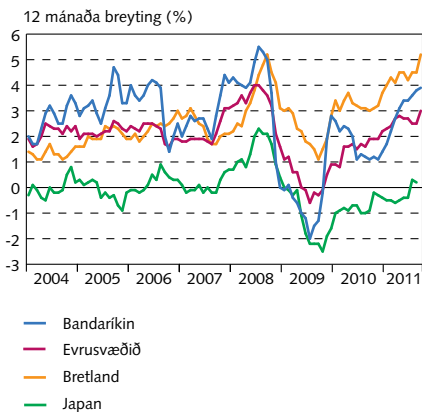


Heimild: Bloomberg.

Mynd II-6

Verðbólga meðal helstu iðnríkja

Janúar 2004 - september 2011



Heimild: Macrobond.

una, en bakslagið nú gæti grafið undan batanum og er líklegt að erfið skilyrði á fjármálamarkaði verði dragbítur á alþjóðlegan hagvöxt enn um sinn. Aukin áhættufælni hefur valdið því að skuldatryggingarálag á skuldabréf margra Evrópuríkja hefur hækkað mikið undanfarna mánuði og hlutabréfaverð fallið.

Verð hlutabréfa á heimsvísu hafði hækkað töluvert á fyrsta fjórðungi ársins en hefur lækkað umtalsvert síðan, sérstaklega frá því í lok júlí. Af helstu viðskiptalöndum Íslands varð lækkunin einna mest á evrusvæðinu en mikil lækkun varð einnig á öllum öðrum helstu hlutabréfamörkuðum eins og t.d. á Norðurlöndunum og í Bandaríkjunum. Mikil óvissa ríkir á hlutabréfamörkuðum um þróunina á næstu mánuðum einkum vegna skulda- og bankakreppu nokkurra ríkja innan evrusvæðisins.

Alþjóðlegar verðbólguhorfur svipaðar

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur haldið áfram að mjakast upp á við undanfarna mánuði og víða hefur kjarnaverðbólga aukist þrátt fyrir slaka á vöru- og vinnumarkaði. Á Norðurlöndunum virðist verðbólgan þó hafa náð hámarki en verðbólgan á evrusvæðinu, sem virtist hafa náð hámarki í sumar, jókst á ný í september. Í spánni er gert ráð fyrir að verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands verði svipuð í ár og reiknað var með í síðustu *Peningamálum* í ágúst. Gert er ráð fyrir að verðbólgan hafi náð hámarki nú í haust og að hún minnki lítillega á ný undir lok ársins. Verri hagvaxtarhorfur, mikið atvinnuleysi og lækkandi hrávöruverð ættu að draga úr verðhækkunum á næstunni. Horfur um verðbólgu fyrir næstu tvö ár hafa einnig lítið breyst.

Hækkun stýrivaxta víða um heim í sumar virðist hafa stöðvast í bili, sérstaklega meðal iðnríkja. Sumir seðlabankar í Asíu hafa reyndar haldið áfram að hækka vexti en aðrir hafa hafið að vinda ofan af fyrri hækkunum. Vaxandi óvissa um framvindu efnahagsmála og skulda- og bankakreppan á evrusvæðinu eru meginástæður þess að seðlabankar stærstu iðnríkjanna hafa haldið vöxtum sínum óbreyttum frá útgáfu síðustu *Peningamála*.

Olíu- og hrávöruverð lægra en spáð var í ágúst

Olíuverð hélt áfram að hækka í sumar og náði hámarki á ný í júlí sl. Frá því í sumar hefur það hins vegar lækkað aftur í takt við aðrar hrávörur. Verðlækkunin er heldur meiri en búist var við í síðustu *Peningamálum* og hefur því spáin fyrir árið lækkað lítillega. Spá bankans byggist á framvirku verði og spám helstu greiningaraðila og er gert ráð fyrir að meðalhækkun ársins verði um 35%, en í ágúst var spáð um 38% hækkun. Spáin gerir ráð fyrir að olíuverð á næsta ári verði 6% lægra en í ár, sem er nokkru lægra en í síðustu spá, og skýrist breytingin af lakari alþjóðlegum hagvaxtarhorfum og sterkara gengi Bandaríkjadals en miðað var við í ágúst. Alþjóðlegt hrávöruverð hækkaði einnig mikið á fyrstu mánuðum ársins en hefur verið að lækka frá því í vor. Óróleiki á fjármálamörkuðum og horfur um minni hagvöxt hafa ýtt undir hrávöruverðslækkunir, en þó hefur matvælaverð lækkað minna en verð á öðrum hrávörum þar sem uppskeran virðist minni en búist var við í byrjun árs. Forsendur fyrir hrávöruverði í ár eru aðeins lægri en í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að meðalhækkun ársins verði rúmlega 20%

í stað 23% í ágústspánni. Ekki er spáð miklum hækkunum á næsta ári en þó er gert ráð fyrir að hrávöruverð haldi velli að einhverju leyti vegna áframhaldandi aukningar eftirspurnar frá nýmarkaðsríkjum, einkum í Asíu. Vegna þeirra miklu verðhækkana sem áttu sér stað í upphafi árs 2011 verður meðalverð fyrir árið 2012 þó lægra en í ár.

Verð sjávarafurða hækkar enn en álverð hefur lækkað mikið

Verð sjávarafurða hefur haldið áfram að hækka það sem af er ári og er meðalverð á fyrstu átta mánuðum ársins um 13% hærra en á sama tíma fyrir ári. Verðhækkunin nær til allra afurða þótt dregið hafi úr verðhækkunum á fiskmjöli og er því spáð að verð þess muni lækka hratt á næstu mánuðum. Gert er ráð fyrir að verð sjávarafurða muni hækka um hátt í 10% á þessu ári, sem er heldur meiri hækkun en gert var ráð fyrir í síðustu spá *Peningamála*. Jafnframt er spáð nokkru meiri hækkun á næsta ári, eða rúmlega 6% í stað 4% í ágúst, þar sem gert er ráð fyrir að eftirspurn haldi áfram að ýta undir verðhækkanir.

Álverð styrktist framan af ári en tók að lækka upp úr því miðju í takt við almennt lækkandi hrávöruverð. Mikil verðlækkun varð síðan í september en þá var verðið um 15% lægra en meðalverð á fyrstu átta mánuðum ársins. Engu að síður er gert ráð fyrir að álverð á árinu 2011 verði rúmlega 16% hærra en í fyrra, sem er svipað og gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Þrátt fyrir þessa miklu verðlækkun í september er verðhækkunin fyrir árið í heild svipuð þar sem þjóðhagsreikningar fyrir annan ársfjórðung benda til þess að íslensku álfyrirtækin hafi selt álafurðir á verði töluvert yfir heimsmarkaðsverði í þeim fjórðungi, en spá Seðlabankans frá því í ágúst var byggð á þróun heimsmarkaðsverðs. Horfur um álverð fyrir næstu ár eru svipaðar og í ágústspánni.

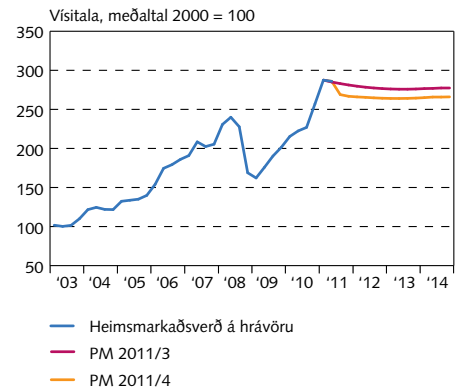
Viðskiptakjör batna

Miklar breytingar hafa orðið á alþjóðlegri verðþróun á þessu ári. Á fyrri hluta ársins hækkaði útflutningsverðlag umtalsvert. Verð olíu og almennrar hrávöru hækkaði einnig mikið. Viðskiptakjörin á fyrri hluta ársins voru því verulega neikvæð og verri en áður hafði verið reiknað með. Eins og rakið er hér að framan hefur álverð og verð olíu og hrávöru lækkað mikið á seinni hluta ársins en verð sjávarafurða hækkað. Viðskiptakjaraáhrif þessara sviptinga hafa á heildina verið jákvæð. Viðskiptakjörin á þessu ári batna því um 0,9% en í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir að þau myndu versna um 2,2%. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig batnað verulega, sérstaklega vegna lægra olíuverðs, og er nú gert ráð fyrir að viðskiptakjör batni um tæp 4% á næsta ári en verði svo nánast óbreytt út spátímann. Þessi viðsnúningur nær þó ekki að bæta upp mikla rýrnun viðskiptakjara undanfarinn áratug.

Raugengi enn mjög lágt í sögulegu samhengi

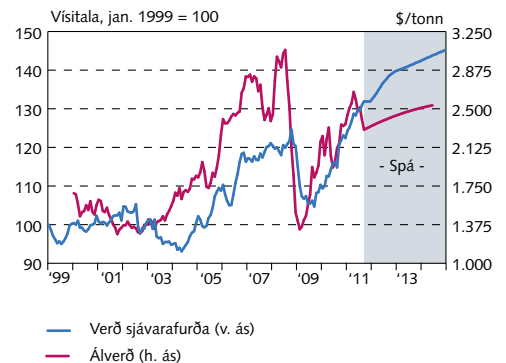
Mælt í erlendum gjaldmiðli hefur kostnaðarstig hér á landi lækkað mikið á undanförmum fjórum árum sem hefur bætt samkeppnisstöðu samkeppnis- og útflutningsatvinnugreina og þar með stutt við útflutning þrátt fyrir verulegan samdrátt í alþjóðaviðskiptum í kjölfar fjármálakreppunnar. Sveigjanleikinn hér á landi til að takast á

Mynd II-7
Heimsmarkaðsverð á hrávöru¹
1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2014



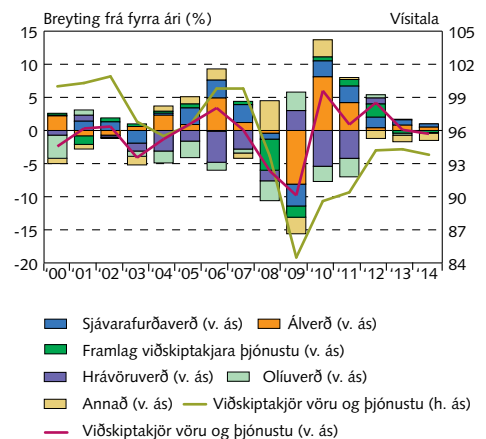
1. Verð á hrávöru án olíu í USD.
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8
Verð á sjávarafurðum og áli
í erlendum gjaldmiðli



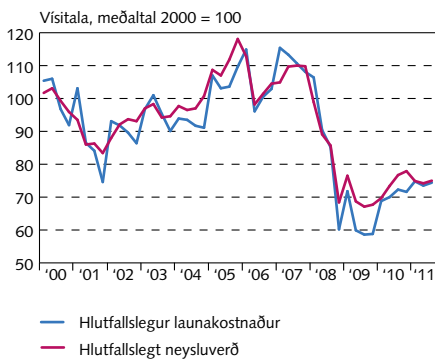
Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-9
Viðskiptakjör og framlag undirliða
2000-2014¹



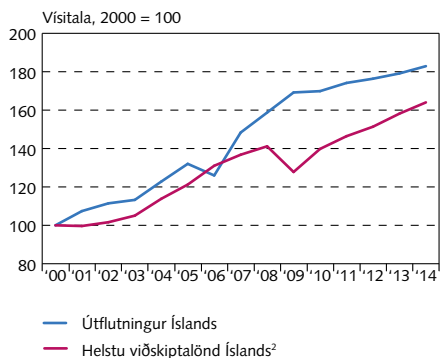
1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar viðskiptakjara er fengið með því að veita saman árlega breytingu viðkomandi undirliðar með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Liðurinn „annað“ er afgangslíður.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10
Raungengi
1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2011



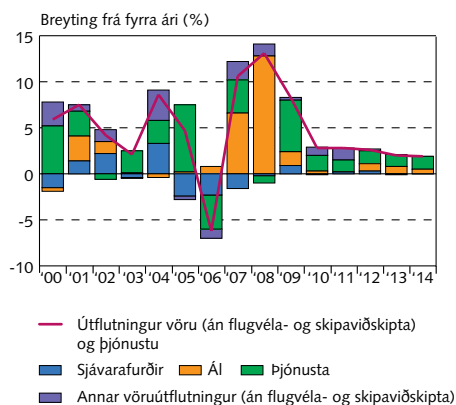
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11
Alþjóðaviðskipti og íslenskur útflutningur
2000-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014. 2. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12
Þróun útflutnings (án flugvéla- og skipaviðskipta) og framlag undirliða hans
2000-2014¹



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

við afleiðingar kreppunnar er því mun meiri heldur en til að mynda í Suður-Evrópu en hátt innlent kostnaðarstig þar veldur því að erfiðara er að nota aukinn hagvöxt til þess að koma opinberum skuldum á sjálfbært stig.

Raungengi krónunnar lækkaði jafnt og þétt á fyrri hluta ársins en virðist hafa náð lágmarki, a.m.k. í bili, nú í sumar og hefur hækkað lítillega frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Miðað við hlutfallslegt verðlag er það þó enn um 21% lægra en meðalraungengi undanfarinna þrjátíu ára og rúmlega 22% lægra sé miðað við hlutfallslegan launakostnað. Gert er ráð fyrir að raungengið miðað við hlutfallslegt verðlag hækki lítillega í ár og á næsta ári. Miklar launahækkanir í nýlegum kjarasamningum valda því hins vegar að raungengi miðað við launakostnað á framleidda einingu mun líklega hækka meira. Engu að síður er gert ráð fyrir að raungengi á hvorn mælikvarðann sem er haldist lágt í sögulegu samhengi út spátímann og styðji því áfram við útflutning.

Alþjóðaviðskipti enn að aukast þrátt fyrir að hægt hafi á alþjóðahagvexti

Alþjóðaviðskipti jukust verulega í byrjun árs og héldu áfram að vera einn megindrífkraftur alþjóðlegs hagvaxtar. Þó er útlit fyrir að það muni hægja á vextinum í ljósi verri hagvaxtarhorfa meðal helstu iðnríkja. Nýjasta spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um alþjóðaviðskipti er þó svipuð og hún var í júní. Gert er ráð fyrir áframhaldandi vexti, þótt hann verði nokkru minni en undanfarið ár. Í spánni sem hér er birt er gert ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda Íslands aukist um tæplega 5% á þessu ári, sem er aðeins lægra en í ágústspánni. Þrátt fyrir horfur um minni hagvöxt í heiminum er gert ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda haldi áfram að vaxa og aukist um 3-4% á ári á næstu tveimur árum, sem er þó nokkru minna en spáð var í ágúst.

Þrátt fyrir að hægi bæði á vexti alþjóðaviðskipta og innflutnings í helstu viðskiptalöndum Íslands þarf það ekki að hafa mikil áhrif á útflutning Íslands í bráð. Meginhluti útflutnings Íslands eru ál- og sjávarafurðir og ræðst útflutningsmagn af áli mest af framleiðslugetu en sjávarafurða af úthlutun aflaheimilda. Þegar verulega dró úr alþjóðaviðskiptum í kjölfar fjármálakreppunnar haustið 2008 hafði það lítil áhrif á magn útflutnings frá Íslandi. Þar sem þessar afurðir veiga um 80% í vöruútflutningi Íslendinga, verða tengsl útflutnings héðan við alþjóðlega hagsveiflu mun veikari en ella. Verði hins vegar langvarandi og djúpur samdráttur í helstu viðskiptalöndum Íslands er óhjákvæmilegt að útflutningur vaxi hægar á næstu árum en áður var spáð, einkum þjónustuútflutningur.

Útflutningshorfur svipaðar

Gert er ráð fyrir að útflutningur sjávarafurða aukist um 1% að magni til á þessu ári og að útflutningur áls verði svipaður og í fyrra, sem eru sömu forsendur og í síðustu spá *Peningamála*. Þessar tvær greinar veiga um 80% í vöruútflutningi Íslands en það sem eftir stendur er að stórum hluta annar iðnaðarútflutningur. Samanlagt er gert ráð fyrir að annar vöruútflutningur, þar með talinn útflutningur annarrar iðnaðarvöru en áls, muni aukast um 10% á þessu ári, sem er lítilsháttar minni vöxtur en spáð var í ágúst.

Horfur eru á að vöxtur vöruútflutnings á næsta ári verði um 2% sem er aðeins meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í síðustu spá þrátt fyrir verri hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum. Spáð er tæplega 2% vexti árið 2013 en það er heldur minni vöxtur en spáð var í ágúst. Meginástæðan er minni útflutningur álafurða þar sem hætt hefur verið við stækkun álversins í Reyðarfirði.

Útflutt þjónusta hefur aukist umtalsvert á undanförunum árum m.a. vegna lágs raungengis. Metfjöldi ferðamanna hefur heimsótt landið á þessu ári og skilar það sér í auknum þjónustutekjum. Spáð er 3½% aukningu í útfluttri þjónustu í ár og á bilinu 2½-4% á ári á næstu þremur árum.

Spáð er að útflutningur í heild aukist um 2,5% í ár en einungis um 1,3% á næsta ári. Í þessari mælingu hefur útflutningur skipa og flugvéla á árinu 2011 nokkur áhrif. Sé horft fram hjá útflutningi flugvéla og skipa er vöxturinn 2,8% í ár og um 2% á ári út spátímabilið.

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	2,0 (1,5)	2,1 (0,6)	1,9 (2,8)	1,6
Útflutningur þjónustu	3,5 (1,8)	2,9 (3,0)	2,6 (5,0)	4,1
Útflutningur vöru og þjónustu	2,5 (1,9)	1,3 (1,5)	1,6 (3,5)	2,1
Útflutningur vöru og þjónustu án flugvéla og skipa	2,8 (2,3)	2,2 (2,3)	1,6 (3,5)	2,1
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	0,0 (0,0)	0,0
Útflutningsframleiðsla áls	0,0 (0,1)	3,0 (2,4)	3,0 (5,4)	2,0
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli	9,7 (8,1)	6,3 (4,1)	3,0 (2,0)	2,0
Verð áls í USD ²	16,4 (16,3)	1,5 (2,9)	3,3 (1,5)	2,1
Verð eldsneytis í USD ³	34,6 (37,8)	-6,3 (1,2)	3,1 (0,0)	0,1
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	0,9 (-2,2)	4,1 (0,3)	0,1 (-0,3)	-0,5
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	2,7 (2,7)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁴	1,8 (2,2)	1,6 (2,3)	2,1 (2,3)	2,5
Skammtímvæxtir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁵	1,3 (1,3)	1,6 (2,1)	2,3 (2,8)	3,0

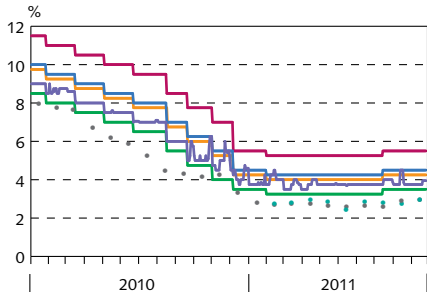
1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2011/3. 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá frá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 28. október 2011



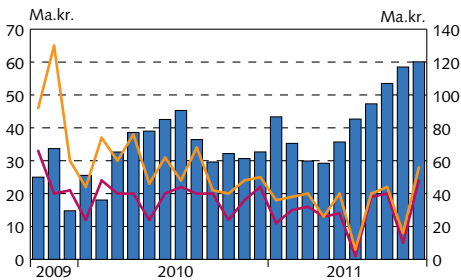
- Daglánavextir
- Vextir á veðlánum
- Hámarksvextir á 28 daga innstæðubrífum
- Vextir á viðskiptareikningum
- Daglánavextir á millibankamarkaði
- Meðalávöxtun tekinna tilboða við útgáfu 3 mánaða ríkisvixla
- Meðalávöxtun tekinna tilboða við útgáfu 6 mánaða ríkisvixla

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Innstæðubríf og útboð ríkisvixla

Mánaðarlegar tölur október 2009 - október 2011



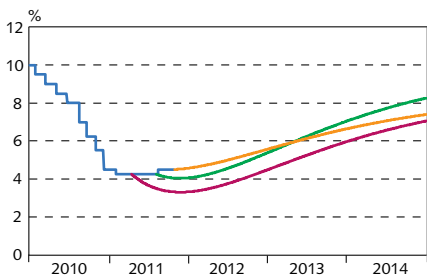
- Innstæðubríf (h. ás)
- Samþykkt tilboð í ríkisvixla (v. ás)
- Innsend tilboð í ríkisvixla (v. ás)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Veðlánavextir og framvirkir vextir¹

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 31. desember 2014



- Veðlánavextir
- PM 2011/2 (miður apríl 2011)
- PM 2011/3 (miður ágúst 2011)
- PM 2011/4 (lok október 2011)

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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

III Fjármálaleg skilyrði

Peningalegt aðhald hefur haldist nánast óbreytt frá útgáfu *Peningamála* í ágúst. Á sama tíma hefur gengi krónunnar styrkst. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa heldur batnað og aðgengi að lánsfé aukist. Fjármálaafyrirtæki hafa aukið framboð óverðtryggðra íbúðalána og bjóða hagstæðari vaxtakjör en áður. Hlutdeild óverðtryggðra og verðtryggðra lána til heimila og fyrirtækja hefur aukist nokkuð á sama tíma og hlutfall gengisbundinna lána hefur lækkað.

Vextir Seðlabankans hækka

Við útgáfu síðustu *Peningamála* um miðjan ágúst hækkaði peningastefnunefnd Seðlabankans vexti bankans um 0,25 prósentur. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana hækkuðu í 3,5%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubrífum í 4,25%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga í 4,5% og daglánavextir í 5,5%. Á vaxtaákvörðunardeg 21. september sl. ákvað nefndin að halda vöxtum bankans óbreyttum. Daglánavextir á markaði sveiflast enn í neðri hluta vaxtagangs Seðlabankans. Þeir hafa verið á bilinu 3,75-4,0% frá því í ágúst, með einni undantekningu þegar þeir hliðruðust að miðju vaxtagangsins í 4,5% og héldust þar í tæplega viku. Afar lítil viðskipti eru á innlendum millibankamarkaði og skilvirkni hans takmörkuð.

Aukin útgáfa innstæðubrifa og minni áhugi á ríkisvixlum

Útgáfa 28 daga innstæðubrifa hefur aukist verulega undanfarna mánuði, sem endurspeglar aðgerðir Seðlabankans til að stuðla að því að aðstæður á peningamarkaði séu í samræmi við vaxtastefnu bankans. Hún endurspeglar líklega einnig að einhverju leyti lakari vaxtakjör á ríkisvixlum en á innstæðubrífum en ásókn í ríkisvixla hefur dregist saman undanfarið. Því virðist sem innlánsstofnanir kjósi frekar að leggja fjármagn inn í Seðlabankann í stað þess að taka þátt í útboði ríkisvixla.

Peningalegur slaki nánast óbreyttur þrátt fyrir hækkun vaxta Seðlabankans

Vegna rúmrar lausafjárstöðu fjármálakerfisins má áætla að virkir nafnvextir Seðlabankans liggja nálægt meðaltali vaxta á innlánsformum bankans, þ.e. á milli vaxta á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum og vaxta á innstæðubrífum. Þessir vextir eru nú um 3,9%. Á þennan mælikvarða mælast raunvextir Seðlabankans um -1,4%, sé miðað við ársþækkun vísitölu neysluverðs, en frá tæplega -2% upp í rúmlega 0% á aðra mælikvarða. Miðað við mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar hefur raunvaxtastigið að meðaltali haldist nánast óbreytt frá því í ágúst og er nú um -1% (sjá töflu III-1).

Vaxtaferillinn bendir til óbreyttra vaxta í nóvember

Út frá framvirkum vöxtum má ætla að markaðsaðilar vænti þess að vextir Seðlabankans verði óbreyttir við næstu vaxtaákvörðun samhliða útgáfu þessara *Peningamála*.¹ Vaxtaferillinn gefur jafnframt til kynna

1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Ríkisbréf með gjalddaga á árunum 2012 og 2013 eru þó ekki notuð þar sem verðlagning þeirra er talin vera skekkð vegna áhrifa gjaldeyrishafta. Vextir þessara bréfa eru því ekki taldir gefa rétta mynd af væntingum markaðsaðila um þróun vaxta Seðlabankans. Þetta mat er hins vegar háð óvissu og gerir túlkun á vaxtaferlinum sérstaklega vandasama nú.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi taumhald (28. okt. '11)	Breyting frá PM 2011/3 (16. ágúst)	Breyting frá PM 2010/4 (2. nóv.)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	-1,4	0,0	-3,4
3 mánaða árstíðarleidda verðbólgu	0,2	3,6	-2,2
Verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	0,3	0,2	-2,5
Verðbólguvæntingar heimila til eins árs	-2,5	-1,2	-1,9
Verðbólguvæntingar á fjármálamarkaði til eins árs ²	-0,7	-0,8	-4,0
Verðbólguþá Seðlabankans ³	0,7	2,2	-2,8
Meðaltal	-0,6	0,7	-2,8
Meðaltal án 3 mán. árstíðarleidd. verðbólgu	-0,7	0,1	-2,9

1. Miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem virka nafnvexti Seðlabankans.
2. Verðbólguálag til eins árs út frá mismun verðtryggða og óverðtryggða vaxtarófsins (5 daga hlaupandi meðaltal). 3. Þá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga.

að þess sé vænst að vöxtum verði haldið óbreyttum fram á fyrri hluta næsta árs en þá taki þeir smám saman að hækka. Samkvæmt ferlinum vænta markaðsaðilar þess að veðlávextir bankans verði um 5,5% í lok næsta árs eða 1 prósentu hærri en þeir eru nú.

Lengri ríkisbréfavextir eru nú lægri en fyrir vaxtahækkunina í ágúst

Ávöxtunarkrafa styttri ríkisbréfa hækkaði í kjölfar vaxtahækkunar Seðlabankans í ágúst og er ávöxtunarkrafa bréfanna nú um 0,6-0,9 prósentum hærri en fyrir hækkunina. Ávöxtunarkrafa lengstu ríkisbréfanna hækkaði einnig í kjölfar vaxtahækkunarinnar í ágúst en hefur farið lækkanði síðan þá og er nú um 0,2-0,9 prósentum lægri en fyrir hækkunina. Að hluta til kann lækkanin að endurspegla bjartsýnna mat á verðbólguhorfum eftir septemberákvörðun peningastefnunefndar, sem myndi að öðru óbreyttu leiða til væntinga um minni vaxtahækkunarir bankans þegar fram líða stundir (sjá mynd III-3). Lækkun ávöxtunarkrafa ríkisbréfs á gjalddaga árið 2016 frá því í byrjun júní kann hins vegar einnig að endurspegla aukinn áhuga erlendra fjárfesta sem rekja má til endurfjárfestingarþarfar vegna gjalddaga ríkisbréfs í júlí sl. Lánamál ríkisins hafa tilkynnt að gefin verði út ríkisbréf fyrir 10-30 ma.kr. á fjórða ársfjórðungi ársins sem er svipað og verið hefur það sem af er ári.

Verðtryggðir vextir halda áfram að lækka í takt við lækkun raunvaxta Seðlabankans

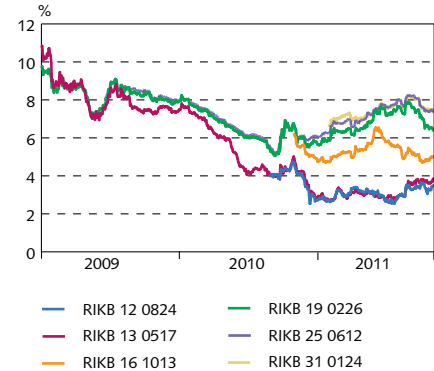
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa hefur haldið áfram að lækka og er nú um 0,4-0,6 prósentum lægri en við útgáfu *Peningamála* í ágúst. Lækkunina má að einhverju leyti rekja til töluverðrar lækkunar skammtímaraunvaxta, eins og rakið er hér að framan. Hún getur einnig endurspeglað væntingar um lítið framboð verðtryggðra skulda-bréfa á næstu misserum. Það sem af er ári hefur íbúðalánasjóður gefið út mun minna af íbúðabréfum en á síðastliðnum árum og aukin sókn eftir óverðtryggðum lánum mun eflaust ýta enn frekar undir þá þróun.

Langtímavaxtamunur við útlönd hefur minnkað

Frá útgáfu *Peningamála* í ágúst hefur skuldatryggingarálag ríkissjóðs sveiflast á bilinu 2,3-3,3 prósentur og hefur hækkað um tæplega 1

Mynd III-4

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skulda-bréfa
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 28. október 2011

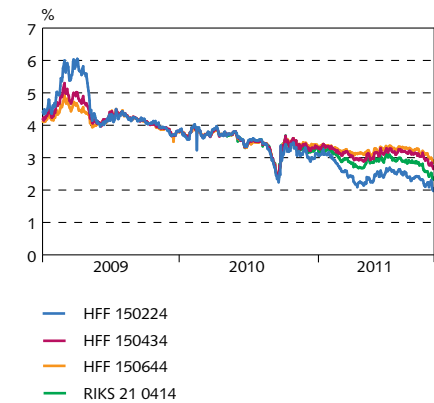


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Ávöxtun verðtryggðra íbúðabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 28. október 2011

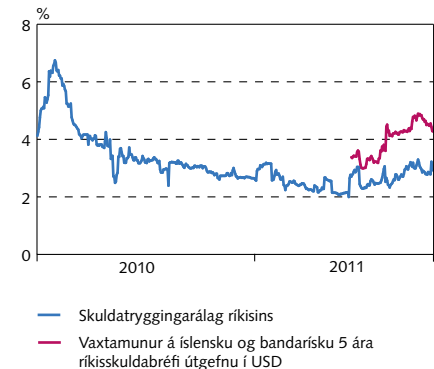


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 28. október 2011

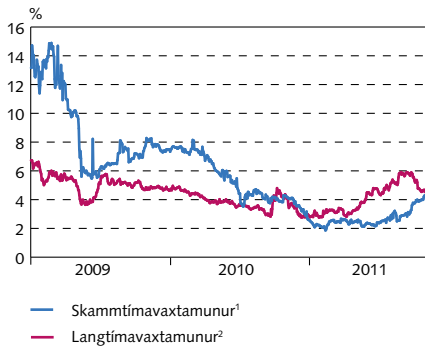


Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Vaxtamunur við útlönd

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 28. október 2011

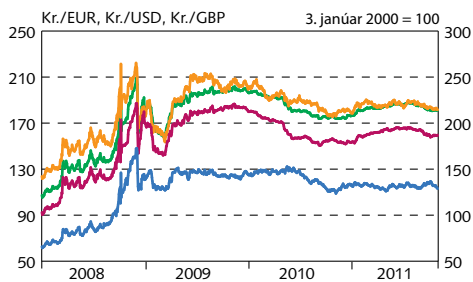


1. Mismunur á ávöxtun íslenskra og þýskra þriggja mánaða ríkisvixla.
2. Mismunur á ávöxtun RIKB 19 og 8 ára þýskra ríkisskuldabréfa.
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 28. október 2011



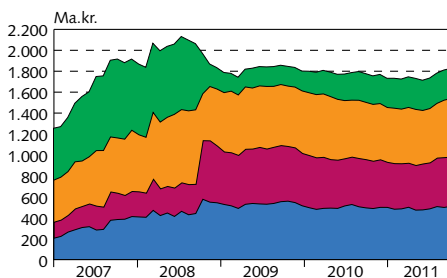
— Bandaríkjadalur (v. ás)
— Evra (v. ás)
— Breskt pund (v. ás)
— Visitala meðalgengis - viðskiptavog þröng (h. ás)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Peningamagn í umferð

Janúar 2007 - september 2011



■ M1
■ M2
■ M3
■ Hlutdeildarskirteini í fjárfestingarsjóðum + M3

Heimild: Seðlabanki Íslands.

prósentu frá því um miðjan ágúst. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, eins og lesa má út úr vaxtamun nýlegs fimm ára skuldabréfs ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegs bréfs bandaríska ríkissjóðsins, hefur einnig hækkað en þó minna. Rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* var það um 4,3 prósentur. Þessi hækking áhættuálags er í takt við þróunina víða um heim í kjölfar aukins óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum (sjá nánar í kafla II).

Frá útgáfu síðustu *Peningamála* í ágúst hefur skammtímovaxtamunur gagnvart þýskum ríkisbréfum hækkað um 1,6 prósentur á sama tíma og langtímovaxtamunur hefur lækkað um 0,8 prósentur. Að teknu tilliti til áhættuþóknunar á krónueignir hefur skammtímovaxtamunur því aukist um rúmlega 0,5 prósentur á sama tíma og langtímovaxtamunur hefur minnkað um u.þ.b. 1½ prósentu.

Tafla III-2 Vaxtamunur (%)

	Núverandi vaxtamunur (28. okt. '11)	Breyting frá PM 2011/3 (16. ágúst)	Breyting frá PM 2010/4 (2. nóv.)
Mismunur á 3 mánaða millibankavöxtum Íslands og evrusvæðis deilt með 3 mánaða sögulegu gengisflökti EURISK ¹	0,8	0,0	-0,2
Mismunur á 3 mánaða ríkisvöxtum leiðrétt fyrir mismun skuldatryggingarálags ríkisins ²	1,9	1,0	0,2
Mismunur á 5 ára ávöxtunarkröfu íslenskra og bandaríska ríkisbréfa útgefinna í USD	4,3	0,0	-

1. Hlutfall þriggja mánaða vaxtamunur á millibankavöxtum og þriggja mánaða staðalfrávíks gengis krónu gagnvart evru. 2. Vaxtamunur út frá mismun vaxta á íslenskum 3 mánaða ríkisvixlum og viðskiptavegnum erlendum 3 mánaða vöxtum, leiðréttur fyrir mismun skuldatryggingarálags (5 daga hlaupandi meðaltal).

Aukinn órói á erlendum fjármálamörkuðum

Mikils óróa hefur gætt á erlendum fjármálamörkuðum og hefur hlutabréfaverð fallið beggja vegna Atlantshafsins líkt og fjallað er um í kafla II. Því er ljóst að óvissa hefur aukist á alþjóðlegum fjármálamörkuðum frá því í ágúst. Á sama tíma hefur lánshæfiseinkunn Grikklands, Ítalíu og Spánar og fjölda evrópskra banka verið lækkuð. Seðlabankar Evrópu, Bandaríkjanna og Bretlands hafa þegar boðað umfangsmiklar viðbótaraðgerðir til aðstoðar fjármálastofnunum og til að örva efnahagssumsvif. Þeir hafa m.a. aukið á ný kaup á tregseljanlegum eignum viðskiptabanka og stækkað lánalínur í því skyni að draga úr lausafjávanda bankakerfisins.

Gengi krónunnar styrkist

Rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* var gengi krónunnar 2,3% hærra en fyrir útgáfu ritsins í ágúst sé miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu. Nánar tiltekið hækkaði gengi krónunnar um 2,7% gagnvart evru, 2,9% gagnvart bresku pundi en lækkaði um 1,1% gagnvart Bandaríkjadal. Styrking krónunnar skýrist að öllum líkindum af nokkrum samverkandi þáttum. Líklegt er að hagstætt sumar fyrir innlenda ferðamannaíðnað hafi leitt til meira gjaldeyrisinnflæðis en áður var búist við. Einnig jókst vöruútflutningur mikið í september. Að sama skapi hafa viðskiptakjör verið töluvert hagstæðari en spáð var í ágúst. Aukinn óróleiki í tengslum við evrópsku skuldakreppuna hefur

fram til þessa ekki haft merkjanleg áhrif á gengi krónunnar, þótt hún myndi að jafnaði vera í hópi þeirra gjaldmiðla sem viðkvæmastir eru fyrir umróti á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Það má líklega rekja til þess tímabundna skjóls sem gjaldeyrishöftin veita. Þessu til viðbótar er erlend lausafjárstaða þjóðarbúsins tiltölulega góð, skuldastaða ríkissjóðs hefur reynst betri en horfur voru á í upphafi fjármálakreppunnar og íslenskar fjármálastofnanir eru í mjög litlum mæli háðar erlendri heildsölufjármögnun.

Aflandsgengi krónunnar var rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* um 243 krónur gagnvart evru sem er svipað og fyrir útgáfuna í ágúst. Álands gengið var um 160 krónur gagnvart evru sem er 3,7% lægra en í ársbyrjun 2011. Samkvæmt spá Seðlabankans mun gengi krónunnar styrkjast á síðasta fjórðungi þessa árs og haldast nokkuð stöðugt á næsta ári. Í lok spátímans verður krónan um 2% sterkari en gert var ráð fyrir í ágústspánni.

Peningamagn í umferð eykst á ný

Vítt peningamagn (M3) jókst hratt milli mánaða fram til október 2009 þegar það tók að dragast saman. Síðustu fjóra mánuði hefur peningamagn hins vegar aukist á ný og reyndist tólf mánaða vöxtur þess 2,5% í september. Að hluta endurspeglar þessi viðsnúningur peningamagns slaka peningastefnunnar. Í lok sumars var lausafjárstaða fjármála-kerfisins einnig rúm vegna gjalddaga á ríkisbréfum og endurgreiðslu skatts og hefur það fé nú skilað sér að hluta í auknu peningamagn. Þrátt fyrir þennan viðsnúning er ársvöxtur peningamagns enn undir nafnvexti landsframleiðslunnar. Hlutfall peningamagns af landsframleiðslunni er því enn að lækka.

Aukning nýrra íbúðalána og vægi óverðtryggðra lána eykst

Ný íbúðalán íbúðalánasjóðs, lífeyrissjóða og innlánsstofnana voru um 3,7 ma.kr. að meðaltali á mánuði fyrstu átta mánuði ársins, sem samsvorar lítilsháttar aukningu á tímabilinu samanborið við sama tíma í fyrra. Enn sem komið er virðist lítið um önnur ný útlán.

Hlutfall gengisbundinna lána af heildarskuldum hefur lækkað á sama tíma og hlutfall óverðtryggðra og verðtryggðra lána hefur hækkað. Stærsti hluti útlána til heimila er enn á verðtryggðum kjörum. Töluvert hefur verið um skuldbreytingar á lánum heimila og fyrirtækja, meðal annars vegna dóma Hæstaréttar um ólögmeiti fjölmyntalána. Auk þess hefur framboð nýrra óverðtryggðra lána stórukist að undanfögnu. Hærra hlutfall óverðtryggðra lána er til þess fallið að styrkja miðlunarferli peningastefnunnar.

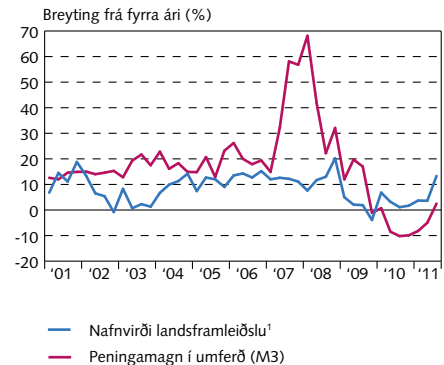
Húsnæðisverð hækkar með auknum umsvifum á húsnæðismarkaði

Frá því að íbúðaverð náði lágmarki í árslok 2009 hefur það hækkað um tæp 8% að nafnvirði. Að raunvirði er það hins vegar nánast óbreytt. Kaupsamningum á kaupdegi hefur fjölgað talsvert á höfuðborgarsvæðinu það sem af er ári. Fyrstu níu mánuði ársins jókst veltan á þennan mælikvarða um tæp 67% frá sama tímabili fyrir ári, en hafa þarf í huga að í fyrra var veltan mjög lítil miðað við fyrri ár. Í Reykjavík hefur veltan aukist mest í úthverfunum og af sveitarfélög-

Mynd III-10

Nafnvirði landsframleiðslu og M3

1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2011

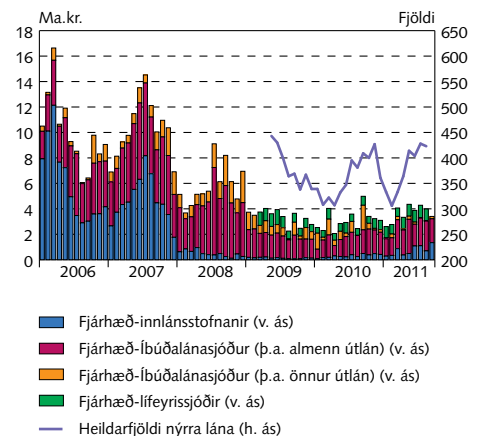


1. Áætlun Seðlabankans 3. ársfj. 2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Fjöldi og fjárhæð nýrra íbúðalána

Mánaðarlegar tölur janúar 2006 - september 2011

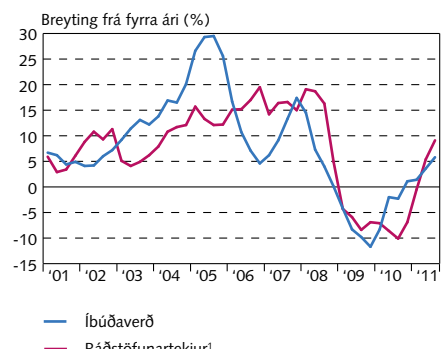


Upplýsingar um ný útlán lífeyrissjóða byggjast á úrtaki sem nær nú yfir 20 stærstu lífeyrissjóði. Á könnunartímabilinu hefur lífeyrissjóðum í úrtakinu verið fjölgað úr 18 í 20. Úrtakið nær nú yfir tæplega 97% af hreinni eign lífeyrissjóðanna. Mánaðarlegar tölur. Nýjasti birti mánuður er án lífeyrissjóða. Fjöldi nýrra lána er sýndur sem 3 mánaða hlaupandi meðaltal.
Heimildir: Íbúðalánasjóður, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

Íbúðaverð og ráðstöfunartekjur heimila

1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2011



1. Áætlun Seðlabankans 1. ársfj. 2011 - 3. ársfj. 2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

unum umhverfis Reykjavík hefur aukningin verið mest í Kópavogi.² Á landinu í heild er veltuaukningin heldur minni eða 52%. Í kjölfar fjármálakreppunnar eignuðust Íbúðalánasjóður, bankar og eignarhaldsfélög í eigu bankanna nokkurt hlutfall af íbúðaeignum miðað við veltu á íbúðamarkaðnum. Fjallað er nánar um áhrif þess á húsnæðisverð í rammagrein III-1.

Þróun húsnæðisverðs eftir fjármálakreppuna hefur verið í ágætu samræmi við þróun ráðstöfunartekna. Samkvæmt grunnsþánni mun húsnæðisverð þróast nokkurn veginn í takt við almennt verðlag á næstu árum.

2. Fjöldi kaupsamninga er áberandi mestur í Kópavogi, Hafnarfirði og Garðabæ.

Rammagrein III-1

Íbúðir í eigu Íbúðalánasjóðs og banka

Íbúðalánasjóður, bankar og eignarhaldsfélög í eigu bankanna hafa eignast fjölda íbúða í kjölfar fjármálakreppunnar. Í lok september sl. voru tæplega 2.500 íbúðir í eigu þessara aðila eða um 1,9% íbúða á landinu. Til samanburðar má nefna að þinglýstir kaupsamningar voru rúmlega 4.600 á síðasta ári og á fyrstu átta mánuðum þessa árs hefur um 3.700 samningum verið þinglýst.¹ Líkt og sjá má í töflu 1 eiga þessir aðilar rúmlega þúsund íbúðir á höfuðborgarsvæðinu eða um 1,3% íbúða á því svæði. Til samanburðar seldust tæplega 3.000 íbúðir á höfuðborgarsvæðinu á síðasta ári og rúmlega 3.200 íbúðir á fyrstu átta mánuðum ársins.

Tafla 1 Íbúðir í eigu Íbúðalánasjóðs, banka og eignarhaldsfélaga

	Fjöldi íbúða	Hlutfall íbúða á svæðinu	Fjöldi kaupsamninga árið 2010	Íbúðir í útleigu	Íbúðir í byggingu	Fullbúnar íbúðir ekki í útleigu
Höfuðborgarsvæðið	1.026	1,3	2.956	444	337	245
Suðurnes	462	4,7	236	115	62	285
Vesturland	278	4,2	209	124	70	84
Vestfirðir	48	1,4	123	10	19	19
Norðurland	131	0,8	502	66	4	61
Austurland	214	4,0	194	72	13	129
Suðurland	323	3,4	417	152	46	125
Samtals	2.482	1,9	4.637	983	551	948

Tæplega fjórðungur íbúða í eigu þessara aðila er í byggingu (um 550 talsins). Erfitt er að nálgast nákvæma tölningu á fjölda íbúða í byggingu á landinu, en Hagstofa Íslands áætlaði að um 5.000 íbúðir væru í byggingu um sl. áramót.

Um 40% íbúða í eigu Íbúðalánasjóðs, banka og eignarhaldsfélaga eru í útleigu og gera má ráð fyrir að í flestum tilvikum séu þær leigðar út til fyrri eigenda eða til þeirra sem áður leigðu húsnæðið af þeim. Ef gert er ráð fyrir að fullbúnar íbúðir sem ekki eru í útleigu séu til sölu er um tæplega þúsund íbúðir að ræða. Eignir til sölu á fasteignavef *Morgunblaðsins* hafa að meðaltali verið um 4.760 það sem af er ári. Einhver hluti íbúða í eigu þessara aðila er auglýstur á þeim vef, þar sem fasteignasölu sjá um sölu þeirra í langflestum tilvikum.

Fjöldi íbúða í eigu Íbúðalánasjóðs, banka og eignarhaldsfélaga í eigu bankanna er mjög misjafn eftir landssvæðum. Á Suðurnesjum

1. Þegar Íbúðalánasjóður, bankar eða eignarhaldsfélög í þeirra eigu yfirtaka íbúðir af gerðarþola verður ekki til eiginlegur kaupsamningur með markaðsvirði og því eru slíkir samningar hvorki taldir með í gögnum um veltu né verð á fasteignamarkaði. Þegar þessir aðilar selja eignirnar loks á markaði koma þær aftur á móti fram í þessum gögnum.

eru t.a.m. 4,7% eigna í þeirra eigu eða rúmlega 460 íbúðir. Til viðbótar er leigufélag með tæplega 1.300 eignir á gamla varnarliðs-svæðinu sem að stórum hluta eru í eigu þessara aðila, en um helmingur þeirra er í útleigu. Á Suðurnesjum seldust 236 íbúðir á árinu 2010 og því ljóst að vandinn er töluvert stærrí þar en t.a.m. á höfuðborgarsvæðinu eða á landinu í heild. Síðastliðin tíu ár hefur íbúðum á Suðurnesjum fjölgað um tæplega 2.350 fyrir utan íbúðir á gamla varnarsvæðinu sem eru tæplega 1.900, alls rúmlega 4.000 íbúðir, en á sama tíma hefur íbúum á Suðurnesjum fjölgað um rúmlega 5.000. Umframframboð íbúða er því verulegt á þessu svæði og verður líklega um hríð þar sem atvinnuleysi á landinu er mest þar (10,7% í september).

Á Vesturlandi er einnig tiltölulega hátt hlutfall íbúða í eigu Íbúðalánasjóðs, banka og eignarhaldsfélaga, en þessir aðilar eiga tæplega 280 eða rúmlega 4% íbúða á svæðinu. Á Vesturlandi er hins vegar hlutfall þessara íbúða af veltu á íbúðamarkaði á svæðinu mun lægra en á Suðurnesjum, en um 290 íbúðir voru seldar á Vesturlandi í fyrra. Atvinnuleysi er einnig minna þar en það var 3,2% í september. Á Austurlandi eru um 4% íbúða í eigu þessara aðila en hlutfall af veltu ársins 2010 á íbúðamarkaði er þó töluvert lægra. Atvinnuleysi á svæðinu var 3,1% í september.

Hugsanleg áhrif á íbúðaverð

Væntanlega er það markmið bæði Íbúðalánasjóðs og bankanna að selja þær íbúðir sem þeir eiga nú. Erfitt er að meta hve mikil áhrif það hefði á verðþróun á íbúðamarkaði ákvæðu Íbúðalánasjóður og bankarnir að selja íbúðasafn sitt og myndi það ráðast af því hversu hratt eignirnar yrðu seldar og af almennum efnahagsaðstæðum þegar þar að kæmi. Tölurnar hér fyrir framan sýna að íbúðaeign Íbúðalánasjóðs og bankanna er nokkuð mikil miðað við veltu á íbúðamarkaðnum. Eign þeirra er hins vegar ekki mikil miðað við heildarfjölda íbúða. Þótt sjálfsgagt megi ætla að það hefði nokkur áhrif á húsnæðisverð ef þessir aðilar losuðu sig við íbúðir sínar á skömmum tíma er ekki líklegt að þeir myndu gera það. Líklegt er að þeir haldi þessum eignum á meðan þeir telja sig geta selt þær á hærra verði en fæst fyrir þær nú.² Einnig verður að teljast eðlilegt við núverandi aðstæður að bankar fari varlega á íbúðalánamarkaði enda hefur þróun húsnæðisverðs ekki aðeins áhrif á það verð sem þeir fá fyrir íbúðirnar heldur einnig á mikilvægustu veðin fyrir lánnum til heimila.

2. Samanburður á húsnæðisverði og byggingarkostnaði sýnir t.d. að hlutfall þessara stærða er svipað og það var í byrjun aldarinnar. Ekki virðist því mega vænta mikillar raunhækkunar á íbúðaverði á næstu misserum. Sjá einnig rammagrein III-1, "Bólur í húsnæðisverði", *Peningamál* 2011/2, bls. 23-24.

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa batnað

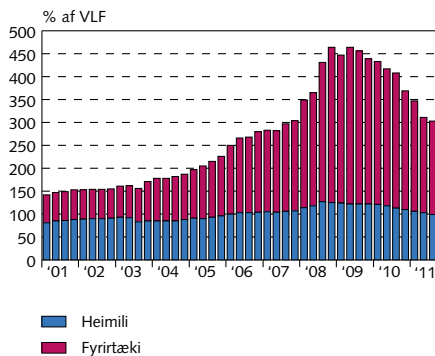
Fjármálaleg skilyrði heimila hafa heldur batnað það sem af er ári. Skuldsetning bæði heimila og fyrirtækja hefur lækkað í kjölfar afskrifta og endurskipulagningar skulda, þótt enn séu íslensk heimili og fyrirtæki með þeim skuldsettustu meðal iðnríkja.³ Merki eru einnig um að framboð lána sé að aukast á ný. Krafa um eigið fé lántaka er þó enn

3. Skuldir heimila og fyrirtækja eru metnar á kröfuvirði. Það ríki sem kemst næst Íslandi er Írland en þar námu skuldir einkageirans tæplega 370% af landsframleiðslu í fyrra. Sjá t.d. S. Cecchetti, M. S. Mohanty og F. Zampolli (2011), „The real effects of debt“, *BIS Working Papers*, nr. 352, og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2011), *Global Financial Stability Report*, kafla 1, október 2011.

Mynd III-13

Skuldir heimila og fyrirtækja¹

1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2011



1. Grunnspá Seðlabankans fyrir nafnvirði landsframleiðslu á

3. ársfj. 2011.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

töluvert meiri en fyrir hrun bankakerfisins og er líklegt að svo verði áfram. Einnig er veðrymi líklega minna í kjölfar þrengri fjármálalegra skilyrða undanfarin þrjú ár, þótt það hafi aukist á ný með hækkandi eignaverði á síðustu mánuðum.

Lánakjör eru einnig að batna. Óverðtryggðir vextir á íbúðalánum til heimila sem nú bjóðast eru á breytilegum vöxtum 5,25-5,4% en fastir vextir á bilinu 6,2-6,45%.⁴ Miðað við núverandi verðbólguþig eru raunvextir þessara lána því töluvert undir þeim kjörum sem hafa verið á verðtryggðum húsnæðislánnum. Vaxtaálagið ofan á fjármögnunarkostnað virðist einnig tiltölulega lágt. Þannig eru þessir vextir nálægt 2 prósentum hærrí en veðlánvextir Seðlabankans, en til samanburðar má t.d. nefna að vextir á óverðtryggðum íbúðalánnum í Bretlandi til tveggja ára (með 75% hámarks veðsetningarhlutfalli) eru nú að meðaltali um 2,75% eða um 2,25 prósentum hærrí en stýrivextir Englandsbanka. Svipað álag ofan á stýrivexti má einnig finna í Svíþjóð en þar eru vextir á óverðtryggðum íbúðalánnum til fimm ára um 4,5% eða um 2,5 prósentum hærrí en stýrivextir sænska seðlabankans.

Í september sl. var úttekt á séreignarsparnaði heimilum að nýju og hámarksúttekt hækkuð úr 5 m.kr. í 6,25 m.kr. Þegar hafa 56 þúsund rétthafar tekið út um 60,2 ma.kr. af séreignarsparnaði. Þessu til viðbótar er lagt til í fjárlagafrumvarpi fyrir 2012 að breyta skattalegri meðferð þessa sparnaðar sem mun að öðru óbreyttu draga úr inngreiðslum í þessa sjóði, en rúmlega 82 þúsund einstaklingar hafa greitt í slíkan sparnað í ár (sjá einnig í kafla IV).

Þrátt fyrir að meirihluti heimila stríði ekki við skuldavandamál og fjármálaleg skilyrði fari batnandi eru mörg heimili enn í fjárhagslegum vanda. Í ágúst voru t.d. gerð árangurslaus fjárnám hjá 290 heimilum, þar af voru 7 heimili lýst gjaldþrota. Ef lítið er á fyrstu átta mánuði þessa árs má sjá að gjaldþrot og árangurslaus fjárnám voru rúmlega tvöfalt fleiri miðað við sama tímabil árið 2010.

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja hafa einnig batnað það sem af er ári. Þau eru þó enn erfið og lítið um útlán í bankakerfinu til nýrra verkefna. Endurskipulagningu fyrirtækja virðist þó loks farið að miða áfram og þeim fyrirtækjum hefur fjölgað sem fara í sölufarli. Alls voru 140 fyrirtæki úrskurðuð gjaldþrota eða gert hjá þeim árangurslaust fjárnám í ágúst sl. og hafa þau ekki verið færri síðan í júlí 2010. Rúmlega 18% fyrirtækja, sem hvorki teljast fjármálafyrirtæki né eignarhaldsfélög, voru á vanskilaskrá í byrjun september á þessu ári og hefur hlutfallið haldist nokkuð stöðugt undanfarna mánuði. Þetta hlutfall var rúmlega 12% í apríl árið 2009. Hæst er hlutfall fyrirtækja á vanskilaskrá í byggingariðnaði og lægst í landbúnaði og fiskveiðum.⁵

4. Lánin miðast við hámarks veðsetningarhlutfall upp á 60-70% og eru fastir til þriggja til fimm ára í senn.

5. Fyrirtæki á vanskilaskrá eru með vanskil eldri en 90 daga gömul að meðaltali. Aðilar lenda mögulega ekki á vanskilaskrá fyrr en mál þeirra eru komin í lögfræðinniheimtu.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Ef tekið er mið af fyrirbyggjandi bráðabirgðatölum dróst árstíðarleiðrétt landsframleiðsla saman á öðrum fjórðungi þessa árs eftir samfelldan vöxt milli ársfjórðunga frá þriðja fjórðungi 2010. Þrátt fyrir það mældist 2,5% árshagvöxtur á fyrri hluta ársins og er gert ráð fyrir ríflega 3% hagvexti á árinu í heild. Á næstu þremur árum er reiknað með að hagvöxtur verði að jafnaði um 2½%. Hagvaxtarhorfur í ár og næsta ár hafa því heldur vænkast frá því sem spáð var í ágúst. Mestu skiptir breyting á framlagi utanríkisviðskipta til hagvaxtar en eins og áður er talið að hagvöxtur á næstu misserum verði að mestu drifinn áfram af vexti innlestrar eftirspurnar.

Bakslag í landsframleiðslu á öðrum ársfjórðungi ...

Hagstofa Íslands birti fyrstu áætlanir um þjóðhagsreikninga fyrir annan ársfjórðung í september sl. ásamt endurskoðun á áður birtum tölum. Landsframleiðsla er nú talin hafa dregist saman um 4% árið 2010 eða um hálfri prósentu meira en áður var talið. Þrátt fyrir að dragast saman frá fyrra ári jókst landsframleiðslan milli fjórðunga á seinni hluta ársins 2010, að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Landsframleiðslan á fyrsta fjórðungi þessa árs jókst um næstum því 2% frá fyrri ársfjórðungi. Bakslag kom hins vegar í vöxtinn á öðrum ársfjórðungi en þá dróst landsframleiðslan saman um 2,8% frá fyrri fjórðungi, samkvæmt tölum Hagstofunnar. Þrátt fyrir að hún hafi dregist saman milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi var vöxtur í öllum undirliðum hennar milli fjórðunga nema birgðabreytingum, en framlag þeirra til hagvaxtar milli fjórðunga var neikvætt um 5½ prósentu. Vísbindingar eru hins vegar um að birgðir séu hugsanlega ofmetnar og útflutningur að sama skapi vanmetinn (sjá frétt Hagstofunnar frá 8. september sl.). Tilfærsla milli birgða og útflutnings hefur ekki áhrif á nafnvirði landsframleiðslunnar. Hins vegar er ekki útilokað að landsframleiðslan á föstu verði hafi verið vanmetin af þessum sökum þar sem vægi birgðabreytinga í keðjutengdum útreikningi á hagvexti á þessu ári er töluvert minna en vægi útflutnings.¹

... þótt landsframleiðslan haldi áfram að aukast á milli ára

Þrátt fyrir samdrátt milli ársfjórðunga jókst landsframleiðslan á öðrum fjórðungi um 1,4% milli ára samkvæmt tölum Hagstofunnar og er þetta annar fjórðungurinn í röð sem hún eykst frá fyrra ári. Í spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* í ágúst var spáð 3% árhagvexti á öðrum ársfjórðungi sem er umtalsvert meira en kemur fram í tölum Hagstofunnar. Stór hluti skekkjunnar stafar af minni vexti einkaneyslu og útflutnings. Á móti þessum liðum vegur þó að samneysla og atvinnuvegafjárfesting uxu meira en spáð var.

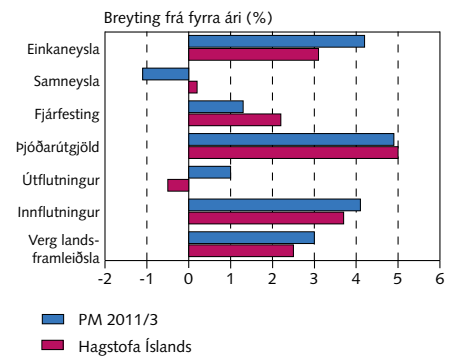
Hagvöxtur á fyrri hluta ársins heldur minni en spáð var í ágúst

Í *Peningamálum* í ágúst var spáð 3% hagvexti á fyrri hluta ársins miðað við sama tíma í fyrra en samkvæmt tölum Hagstofunnar var

1. Miðað við meðalverð á árinu 2010 er vægi birgðabreytinga við útreikning á landsframleiðslu um 0,7 en vægi útflutnings er 2,1.

Mynd IV-1

Þjóðhagsreikningar fyrir fyrri helming 2011 og mat Seðlabankans

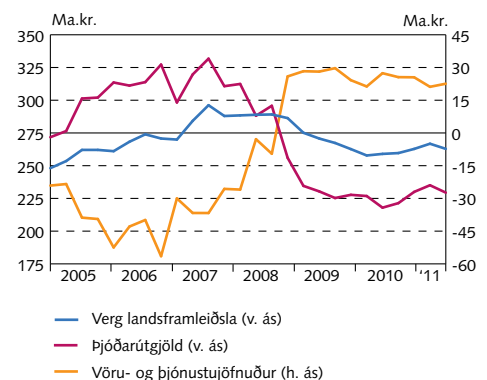


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

Verg landsframleiðsla, þjóðarútgjöld og vöru- og þjónustujöfnuður

1. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2011
Árstíðarleiðréttar tölur á verðlagi ársins 2005¹

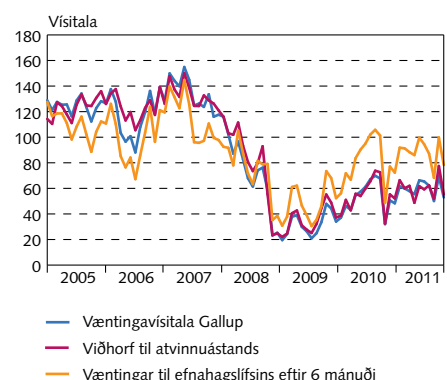


1. Tölur fyrir VLF og þjóðarútgjöld eru árstíðarleiðréttar af Seðlabanka Íslands. Vegna keðjutengingar þarf summa þjóðarútgjalda og nettó utanríkisviðskipta ekki að vera jöfn VLF.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

Væntingavísitala

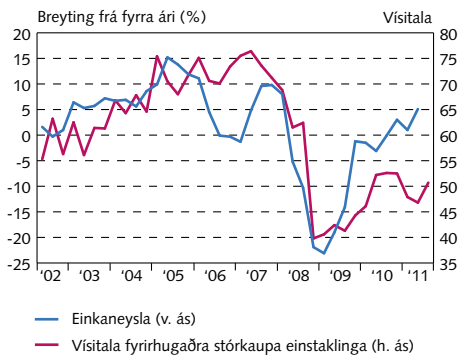
Janúar 2005 - október 2011



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd IV-4

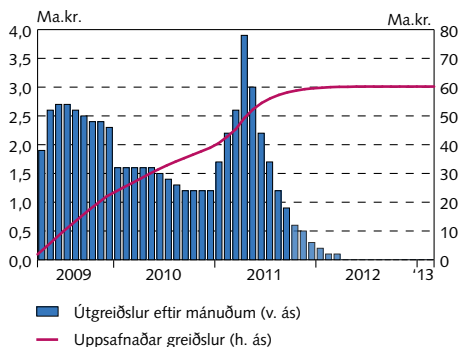
Þróun einkaneyslu og vísitala fyrirhugaðra stórkaupa einstaklinga
2. ársfj. 2002 - 3. ársfj. 2011¹



1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 2. ársfjórðungs 2011.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd IV-5

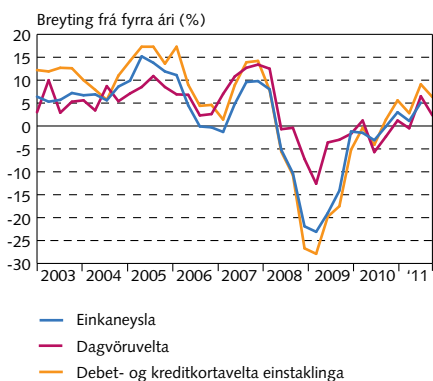
Útgreiðslur úr frjálsum séreignarsparnaði¹
Apríl 2009 - febrúar 2013



1. Myndin sýnir útgreiðslur og uppsafnaðar greiðslur eftir mánuðum miðað við þær umsóknir sem höfðu verið samþykktar fram til loka septembermánaðar 2011.
Heimildir: Ríkisskattstjóri, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu
1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2011¹



1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 2. ársfjórðungs 2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

hann 2,5%.² Í ágústspánni var reiknað með flugvélaútflutningi á öðrum ársfjórðungi en við endurskoðun þjóðhagsreikninga er hann færður á fyrsta fjórðungi ársins. Af þeim sökum gefur það betri mynd að bera saman samanlagða fyrstu tvo fjórðunga ársins við ágústspána. Vöxtur þjóðarútgjalda mældist 5% en í ágúst var spáð 4,9% vexti. Einkaneysla var heldur veikari í tölum Hagstofunnar en spáð hafði verið en samneysla og fjárfesting voru meiri en spáð var. Birgðasöfnun reyndist einnig nokkru meiri á fyrri hluta ársins en spáð hafði verið í ágúst. Neikvæðara framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar er því meginskýring heldur minni hagvaxtar á fyrri hluta ársins.

Eftirspurn heimila hefur tekið við sér

Á öðrum fjórðungi ársins jókst einkaneysla um 1,8% frá fyrri fjórðungi að teknu tilliti til árstíðarsveiflu og nam vöxturinn milli ára 5,1%. Þetta er heldur minni vöxtur en búist var við í spá bankans í ágúst en þar var reiknað með 6,8% vexti milli ára. Í því tilliti skiptir máli að endurskoðaðar tölur Hagstofunnar sýna meiri einkaneyslu í fyrri að raunverði en áður. Þrátt fyrir að vera undir spá bankans er vöxturinn engu að síður umtalsverður og ljóst að einkaneysla hefur tekið við sér á undanförunum mánuðum og ársfjórðungum. Ætla má að minni óvissa um efnahagsreikninga heimila eftir dómsúrskurði vegna gengis-tryggðra lána hafi haft þar einhver áhrif. Vöxturinn á öðrum ársfjórðungi var líklega einnig að einhverju leyti til kominn vegna fyrri útgreiðslu sérstakra vaxtabóta í maí. Aðrir þættir hafa einnig stutt við aukna einkaneyslu, eins og aukin atvinna, aukinn kaupmáttur launa, lækkun skulda og hækkun raunverðs húsnæðis. Eins og fjallað er um í kafla III sjást merki þess að útlán séu að taka við sér á ný sem að hluta endurspeglar að hreint virði heimila hefur aukist.

Útlit fyrir áframhaldandi bata einkaneyslu

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja fjórðungi ársins gefa til kynna að hún hafi vaxið lítillega milli fjórðunga að teknu tilliti til árstíðar. Greiðslukortavelta jókst um 0,3% milli ársfjórðunga og dagvöruvelta jókst um 0,1%, báðar árstíðarleiddréttar. Þá mun aukin heimild til úttektar viðbótarlífeyrissparnaðar líklega styðja við einkaneyslu á næstu ársfjórðungum. Breyting á skattalegri meðferð viðbótarlífeyrissparnaðar sem boðuð er í nýju fjárlagafrumvarpi gæti einnig aukið tímabundið við einkaneyslu. Bjartsýni heimila hefur jafnframt heldur aukist yfir árið þrátt fyrir lækkun væntingavísitölu Gallups í október. Vöxtur atvinnu á fjórðungnum styður auk þess við ráðstöfunartekjur heimila.

Ákveðin óvissa skapast vegna húsnæðisliðar einkaneyslu þegar hátiðnivísbendingar eru heimfærðar yfir á einkaneyslu í heild þar sem sá liður er reiknaður út frá heildar fjármunaeign í íbúðarhúsnæði. Lág tífjórðungarstig undanfarinna ára þýðir að nýfjárfesting er minni en afskriftir og því hefur fjármunaeign í húsnæði minnkað. Fyrir vikið mun þessi liður draga úr vexti einkaneyslu á þessu ári.

2. Rétt er að benda á að í spá Seðlabankans er miðað við áætlun bankans um fjárfestingu árið 2010, en bankinn telur að fjárfestingarstigið það ár hafi verið nokkru hærra en fram kemur í bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Tölur Seðlabanka og Hagstofu um vöxt landsframleiðslu og þjóðarútgjalda frá árinu 2010 byggjast því ekki á sama grunni. Ef miðað er við tölur Hagstofunnar fyrir fjárfestingu árið 2010 hefði hagvöxtur í spá bankans verið 3,4% og vöxtur þjóðarútgjalda 5,4% á fyrri hluta 2011 að öðru óbreyttu. Sjá nánari umfjöllun í kafla IV í *Peningamálum 2011/2* og í viðauka 2 um spáskekkjur í þessari útgáfu *Peningamála*.

Byggt á helstu vísbendingum er búist við að einkaneysla hafi vaxið um 0,6% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi, árstíðarleiðrétt, en það svarar til 3,2% vaxtar milli ára. Reiknað er með hóflegum vexti á síðasta fjórðungi ársins og að einkaneysla muni aukast um 2,9% á árinu í heild. Þetta er nokkru minni vöxtur en reiknað var með í ágúst, en þá var spáð 3,8% vexti milli ára. Að stærstum hluta endurspeglar breytingin 5 ma.kr. meiri einkaneyslu árið 2010 samkvæmt nýjustu tölum Hagstofunnar,³ en á föstu verði er nú spáð nánast sama neyslustigi í ár og í ágúst.

Vöxtur einkaneyslu ein meginuppspretta hagvaxtar næstu ára

Samdráttur einkaneyslu ásamt fjárfestingu lagði mest til samdráttar landsframleiðslu í kjölfar fjármálakreppunnar, enda var hluta einkaneyslunnar fram að því haldið uppi með greiðu aðgengi að lánsfé og mikilli hækkun eignaverðs. Þótt ólíklegt sé að neyslustig árána fyrir fjármálakreppuna sjáist í bráð, er aukin einkaneysla eftir samdrátt í kjölfar kreppu jafnan ein af fyrstu uppsprettum viðsnúnings í efnahagslífinu: uppsöfnuð neyslupörf brýst fram og leiðir til aukinnar fjárfestingarþarfar þar sem fyrirtæki þurfa að lokum að auka framleiðslugetu til að mæta aukinni eftirspurn.

Í spánni er áætlað að aukin einkaneysla standi fyrir rúmlega helmingi hagvaxtar á spátímanum, en því er spáð að hún vaxi um u.þ.b. 3% á ári næstu þrjú ár. Í lok spátímans er reiknað með að hlutdeild einkaneyslu í landsframleiðslunni verði tæplega 51% sem er umtalsvert lægra en meðaltal síðustu þrjátíu ára, sem er 58%.

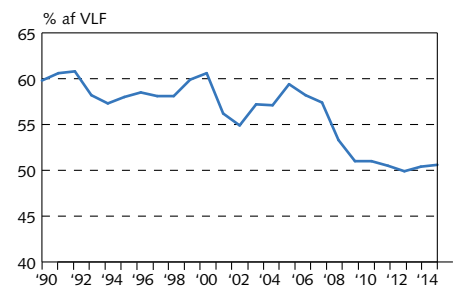
Mikill samdráttur eignatekna dró úr kaupmætti ráðstöfunartekna heimila á síðasta ári ...

Hagstofan birti nýverið tölur um ráðstöfunartekjur heimila á árinu 2010. Kaupmáttur þeirra rýrnaði um 11½% frá fyrra ári og er það mun meiri samdráttur en Seðlabankinn hafði áætlað.⁴ Uppgjör ráðstöfunartekna sýnir þó að lítinn hluta þessa samdráttar má rekja til lækkunar heildarlaunatekna og rekstrarafgangs einstaklingsfyrirtækja. Samdráttinn má að miklu leyti rekja til minni eignatekna sem drógust saman um nærri 70 ma.kr. milli ára. Minni arðgreiðslur úr hlutafélögum og minni vaxtatekjum af bankainnstæðum skýra minnkun eignatekna að mestu leyti.

... en áhrif á einkaneyslu minni en við fyrstu sýn

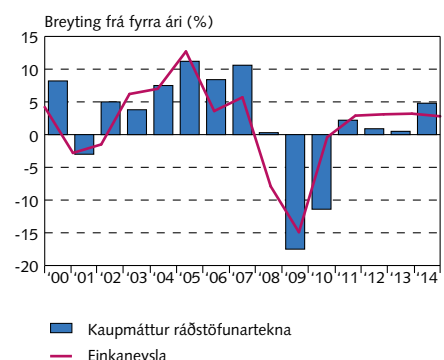
Álagningarskrár Ríkisskattstjóra sýna að þeir liðir ráðstöfunartekna sem skruppu mest saman á síðasta ári tilheyrðu að stærstum hluta þeim sem voru í efstu þrepum tekjudreifingarinnar. Lækkun ráðstöfunartekna hjá meginþorra íslenskra heimila var því mun minni á síðasta ári en sem nemur lækkun ráðstöfunartekna heimilanna í heild. Raunsamdráttur ráðstöfunartekna að undanskildum eignatekjum og fjármagnstekjuskatti nam 3,4%. Raunsamdráttur launatekna skýrir

Mynd IV-7
Einkaneysla 1990-2014¹



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

Mynd IV-8
Einkaneysla og kaupmáttur
ráðstöfunartekna 2000-2014¹

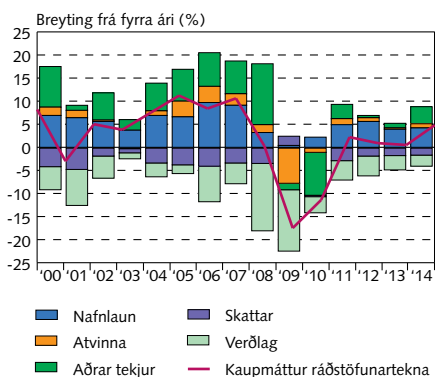


1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Hér er átt við nafnvirði. Breytingin felur í sér að á föstu verði er endurskoðuð einkaneysla á árinu 2010 0,8% meiri en í fyrri birtingu.

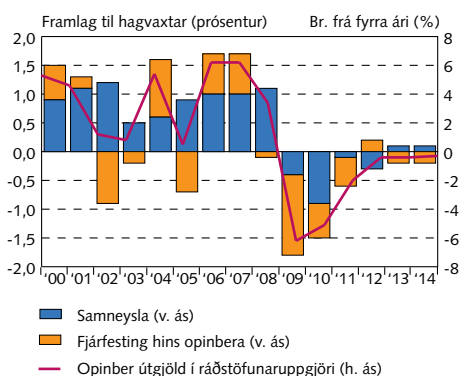
4. Það veldur lítilsháttar mun á útreiknaðri kaupmáttarbreytingu að Hagstofan notar vísitölu neysliverðs til að staðvirða ráðstöfunartekjur en Seðlabankinn notast við verðvísitölu einkaneyslu.

Mynd IV-9
Próun kaupmáttar ráðstöfunartekna
og framlag undirliða 2000-2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að veita saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirliða gefur því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna afrúnnunar.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10
Samneysla og fjárfesting hins opinbera
2000-2014



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þá lækkun að miklu leyti auk þess sem aðhaldsaðgerðir hins opinbera koma fram í auknum skattgreiðslum og raunsamdrætti tilfærslutekna.

Mikil lækkun vaxtatekna vekur einnig athygli í því ljósi að vaxtagreiðslur lækka ekki með samsvarandi hætti. Að talsverðum hluta má ætla að lækkun innlánsvaxta skýri lækkun vaxtatekna enda lækkuðu vextir talsvert á síðasta ári, en fleira kemur til. Lækkunin skýrist að hluta af því að farið er með verðbótaþáttinn á innlánsreikningum eins og vaxtagreiðslur, þ.e.a.s. hann er aðeins talinn til tekna þegar hann kemur til greiðslu. Á hinn bóginn kemur verðbótaþáttur verðtryggðra lána á gjaldahliðinni ekki nema að hluta til greiðslu á sama tíma og hann fellur til, heldur dreifist yfir það sem eftir lifir af lánstímanum. Þegar miklar sveiflur eru í verðbólgu, líkt og þegar verðbólga hjaðnaði hratt árið 2010, getur þessi ólíka aðferðafræði við færslu verðbótaþáttarins búið til umtalsvert misræmi í bókfærðum vaxtagjöldum og -tekjum. Því er líklegt að mikil hjöðnun verðbólgunnar á árinu 2010 hafi leitt til meiri lækkunar reiknaðra vaxtatekna en vaxtagjalda, vegna aðferðafræðinnar sem Hagstofan fylgir, en ef miðað væri við raunvaxtatekjur og -gjöld sem gæfi betri mynd af raunverulegri þróun ráðstöfunartekna. Með sama hætti og lækkun ráðstöfunartekna á síðasta ári er líklega ofmetin, má ætla að þessi aðferðafræði hafi valdið ofmati ráðstöfunartekna árið 2008 þegar verðbólga jókst hratt.

Lækkun vaxtatekna skýrist einnig af því að innstæður heimila hjá innlánsstofnunum voru að meðaltali um 77 ma.kr. lægri árið 2010 en þær voru að jafnaði árið 2009 sem er um 10% lækkun. Á sama tíma jukust eignir verðbréfa- og fjárfestingarsjóða um rúma 67 ma.kr., einkum vegna aukinnar ríkisbréfaeignar. Líklegt er að þetta endurspegli ásókn sparifjäreigenda í hærri ávöxtun, en ávöxtun ríkisbréfa var umtalsverð á meðan innlánsvextir lækkuðu mikið. Áhrif þessa á ráðstöfunartekjur, eins og þær eru mældar af Hagstofunni, eru neikvæð þar sem ávöxtun fjármuna í slíkum sjóðum er ekki talin fyrir en hún er innleyst og getur því safnast upp yfir tíma án þess að koma fram í uppgjöri ráðstöfunartekna. Reglubundin útgreiðsla vaxtatekna af innlánsreikningum í innlánsstofnunum mælist hins vegar beint í ráðstöfunartekjum. Mikil tilfærsla á milli þessara tveggja sparnaðarforma getur því lækkað mældar ráðstöfunartekjur heimila. Slík tilfærsla ætti ekki að hafa áhrif á neysluákvörðanir almennings. Í ljósi framangreindra þátta er því skiljanlegt að áhrif þessa samdráttar í kaupmætti ráðstöfunartekna heimilanna í heild á einkaneyslu á árinu 2010 hafi ekki orðið meiri en fram kemur í tölum Hagstofunnar og spáin gerir ráð fyrir að áhrifin á spátímanum verði lítil.

Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna vaxi um 2,2% í ár en þar veita auknar atvinnutekjur þyngst. Síðar á spátímanum aukast atvinnutekjur áfram en samdráttur sérstakrar útgreiðslu viðbótarlífeyrissparnaðar hefur neikvæð áhrif á ráðstöfunartekjur á árunum 2012 og 2013 þegar þessum útgreiðslum lýkur skv. fyrirlliggjandi ákvörðunum. Vaxandi atvinnustigi á spátímanum fylgir einnig aukin skattgreiðsla heimila og samdráttur tilfærslutekna sem vegur á móti vexti atvinnutekna.

Viðsnúningur í samneyslu fyrir á ferðinni en búist var við

Árstíðarleiddrett samneysla jókst á öðrum ársfjórðungi um 0,4% frá

fyrri fjórðungi. Þetta er þriðji ársfjórðungurinn í röð sem árstíðarleiðrétt samneysla eykst milli fjórðunga og í fyrsta sinn sem hún eykst milli ára. Því er nú reiknað með að samneysla dragist saman um 0,2% á þessu ári og um 1,2% á því næsta, en vaxi lítillega árin 2013-2014. Þetta er umtalsvert meiri samneysla en áður hefur verið spáð, einkum á árunum 2011 og 2012.

Kjarasamningar hafa áhrif á fjárfestingu hins opinbera

Fjárfesting hins opinbera dróst saman um nærri 40% milli ára á öðrum fjórðungi ársins sem er töluvert meiri samdráttur en bankinn spáði í ágúst, en þá var spáð 26% samdrætti. Hafa ber í huga að eftir mikinn niðurskurð í fjárfestingu, bæði hjá ríki og sveitarfélögum, geta tiltölulega lágar fjárhæðir búið til mikla skekkju í spám ef bornar eru saman hlutfallslegar breytingar. Búist er við að fjárfesting opinberra aðila dragist saman um nærri 20% í ár en vaxi svo um tæplega 10% á því næsta vegna verkefna sem ríkisvaldið hefur tilkynnt um í tengslum við kjarasamninga sem samþykktir voru í vor. Gert er ráð fyrir 8-9% samdrætti árin 2013 og 2014. Gangi spáin eftir verður framlag hins opinbera til hagvaxtar áfram neikvætt á spátímanum en dregur mun minna úr hagvexti en á árunum 2009 og 2010. Framlag samneyslu og fjárfestingar hins opinbera nemur þá samanlagt -0,6 prósentum í ár en -0,1 prósentu á næstu þremur árum. Nánar er fjallað um opinber fjármál í kafla V.

Búist við aukinni stóriðjufjárfestingu

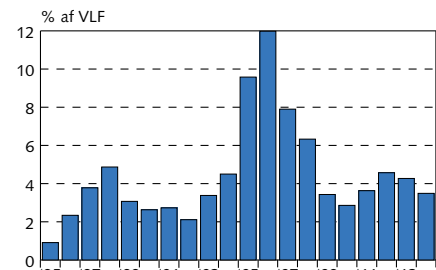
Áætlað er að fjárfesting í orkufrekum iðnaði, orkuöflun og veitustarfsemi verði samanlagt um 15 ma.kr. hærra að nafnvirði á spátímanum en gert var ráð fyrir í ágúst. Hún er þó lægri á þessu ári. Raunvöxtur fjárfestingar í orkufrekum iðnaði verður nokkru sterkari á næsta ári en á móti kemur að gert er ráð fyrir samdrætti árið 2013. Á árinu 2014 minnkar fjárfesting í orkufrekum iðnaði nokkuð á milli ára.

Að mestu leyti má rekja aukna fjárfestingu í orkufrekum iðnaði, orkuöflun og veitustarfsemi á spátímanum til aukinnar grunnfjárfestingar, þ.e. fjárfestingar sem er ekki í beinum tengslum við ný verkefni eða framleiðsluaukningu. Óhjákvæmilega er nokkur óvissa um mörg áætluð fjárfestingarverkefni innan orkufreks iðnaðar en líklegt er að framtíð margra muni skýrast á næstu misserum.

Fyrirtæki áforma meiri fjárfestingu á þessu ári en áður var talið en horfur á minni fjárfestingu árið 2012 en áður var spáð

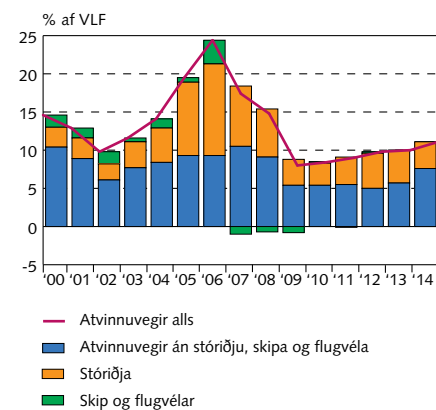
Gerðar hafa verið þrjár athuganir á vegum bankans á fjárfestingaráformum stærri fyrirtækja á þessu ári. Sú fyrsta var gerð á fyrsta ársfjórðungi og þá voru spurningar sendar til 45 stærstu fyrirtækja landsins (m.v. veltu) þar sem spurt var um fjárfestingu árin 2009 og 2010 og áætlaða fjárfestingu fyrir þetta ár. Á öðrum ársfjórðungi var gerð sams konar athugun á fjárfestingu 80 stórra og meðalstórra fyrirtækja. Nú í ágúst og september var þriðja athugunin gerð á fjárfestingu 50 stærstu fyrirtækja landsins (nær sömu fyrirtæki og voru í fyrstu könnuninni) og spurt um fjárfestingu á árinu 2011 og áætlaða fjárfestingu á næsta ári. Áætluð fjárfesting þessara fyrirtækja í ár nemur um þriðjung af áætlaðri almennri atvinnuvegafjárfestingu í þeirri spá

Mynd IV-11
Fjárfesting í stóriðju 1995-2014¹



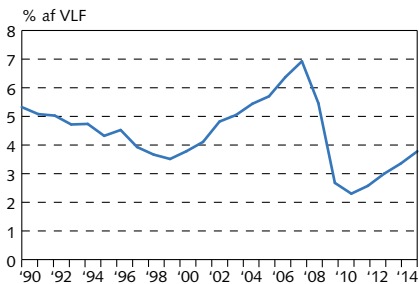
1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12
Fjárfesting atvinnuvega sem hlutfall af VLF 2000-2014¹



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

Mynd IV-13
Íbúðafjárfesting 1990-2014¹



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

sem nú er birt. Í þriðju könnun bankans kom fram að áætluð fjárfesting þessa árs hjá fyrirtækjum sem tóku þátt í könnuninni sem gerð var á fyrsta ársfjórðungi reyndist vera nokkru meiri en áður var talið. Eins og sjá má í töflu IV-1 bendir könnunin til þess að fjárfesting fyrirtækjanna verði rúmum fimmtungi hærrí í ár en árið 2010 (á verðlagi hvers árs) eða um 17% meiri að magni til. Þá áætluðu þessi fyrirtæki að fjárfesting muni aukast um 9% árið 2012, á verðlagi þess árs, eða tæplega 5% að magni til. Rétt er að taka fram að mörg þessara fyrirtækja höfðu ekki lokið endanlegri fjárfestingaráætlun fyrir næsta ár, þannig að þessar tölur munu vafalaust breytast. Á móti kemur að verulega dregur úr umsvifum við uppbyggingu tónlistar- og ráðstefnuhússins Hörpu.

Tafla 1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja

Stærstu 50 fyrirtækin (fjöldi) Upphæðir í m.kr.	2010	2011	2012	Breyting milli	Breyting milli
				2010-2011	2011-2012
				(%)	(%)
Sjávarútvegur (9)	4.808	1.908	2.370	-60%	24%
Iðnaður (7)	2.643	3.179	4.660	20%	47%
Verslun (12)	2.229	2.910	2.665	31%	-8%
Flutningar og ferðaþjónusta (3)	6.334	11.708	12.012	85%	3%
Fjármál (9)	1.917	2.439	2.783	27%	14%
Upplýsingatækni (6)	4.476	3.776	4.039	-16%	7%
Þjónusta og annað (4)	387	1.842	1.620	376%	-12%
Alls (50)	22.793	27.762	30.149	22%	9%

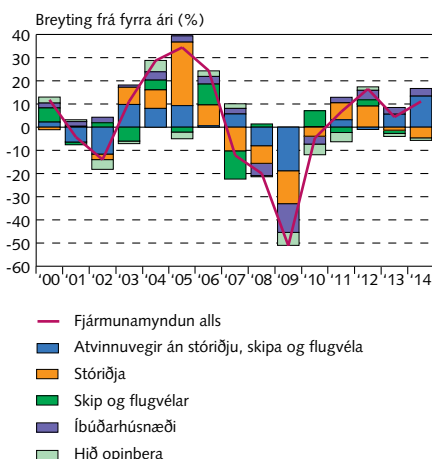
Atvinnuvegafjárfesting vex umtalsvert á næstu árum

Almenn atvinnuvegafjárfesting (þ.e. án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og skipum og flugvélum) jókst um ríflega 4,3% milli ára á öðrum ársfjórðungi og um tæp 5% á fyrri hluta ársins. Út frá framangreindum áætlunum og öðrum vísbendingum er nú talið að almenn atvinnuvegafjárfesting muni aukast um u.þ.b. 8% á þessu ári í stað 6% sem spáð var í ágúst. Heildarfjárfesting atvinnueganna á föstu verði er hins vegar talin aukast um rúmlega 13% á sama tímabili, sem er heldur minni aukning en gert var ráð fyrir í ágúst og skýrist af breytingu á fjárfestingaráformum í orkufrekum iðnaði sem fjallað var um hér að framan. Hún skýrir einnig heldur veikari atvinnuegafjárfestingu á næstu tveimur árum. Það breytir því þó ekki að gert er ráð fyrir töluverðum vexti og að atvinnuegafjárfesting verði, ásamt einkaneyslu, einn helsti drifkraftur hagvaxtar á spátímanum. Hlutdeild fjármunamyndunar atvinnueganna í landsframleiðslu mun því nálgast langtímameðaltal á spátímanum og verða rúmlega 11% í lok spátímans, en meðalhlutfall síðustu þrjátíu ára er um 12,5%.

Íbúðafjárfesting tekin að aukast

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst íbúðafjárfesting á ný á fjórða fjórðungi síðasta árs. Hún hefur haldið áfram að aukast það sem af er þessu ári, en samkvæmt tölum Hagstofunnar jókst íbúðafjárfesting um rúmlega 11% á fyrri hluta ársins frá sama tíma í fyrra. Grunnspá bankans í síðustu *Peningamálum* gerði ráð fyrir tæplega 9% aukningu en í ljósi þess hve lágt fjárfestingarstigið er um þessar mundir munar litlu í krónum talið.

Mynd IV-14
Próun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2000-2014¹



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

Þótt enn sé til staðar nokkuð af nýju húsnæði til að mæta aukinni eftirspurn, má ætla að smám saman fari að bera á aukinni þörf sem kalla mun á frekari nýfjárfestingu í húsnæði. Til viðbótar eru framundan nokkur stór fjárfestingarverkefni líkt og t.d. bygging nýs stúdentagarðs í Reykjavík. Byggingaframkvæmdir munu væntanlega hefjast í byrjun næsta árs en afhending íbúða verður í tveimur áföngum á seinni hluta ársins 2013. Nýverið samþykkti Borgarráð Reykjavíkur einnig vilyrði fyrir byggingu fleiri stúdentaíbúða en þær áætlanir eru skemmra á veg komnar. Samkvæmt spánni mun íbúðafjárfesting aukast um 14-22% á ári á þessu og næstu þremur árum. Hlutdeild íbúðafjárfestingar í landsframleiðslu verður því komin í tæp 4% í lok spátímans samanborið við 5% langtímahlutfall.

Heildarfjárfesting eykst umtalsvert á spátímanum

Þegar allt er talið er spáð að heildarfjárfesting muni aukast um 6,7% á þessu ári. Á næsta ári er spáð enn frekari vexti eða 16½% þegar allir undirliðir fjárfestingar leggjast á sömu sveif. Árið 2013 dregur heldur úr vextinum við það að stóriðjutengd fjárfesting minnkar að magni til frá fyrra ári. Á móti þeim samdrætti kemur talsverð aukning atvinnuvegafjárfestingar utan stóriðju, skipa og flugvéla.

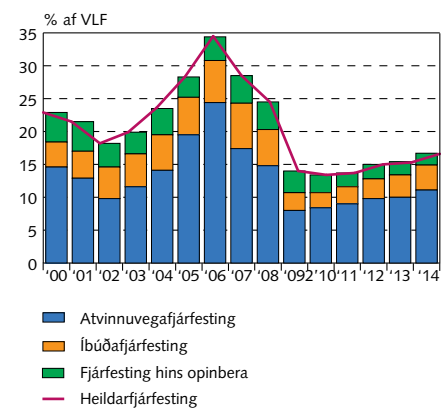
Heildarfjárfesting í hagkerfinu var í sögulegu lágmarki á fyrri hluta þessa árs eða tæplega 12% af landsframleiðslu. Samdráttur fjárfestingar lék afar veigamikil hlutverk í þeim mikla efnahagssamdrætti sem varð á árunum 2009 og 2010 og því viðbúið að fjárfesting myndi gegna stóru hlutverki í efnahagsbatanum. Hins vegar er fjármagnsstofninn stór í hlutfalli við framleiðslustigið og því líklegt að talsvert sé til staðar af illa nýttum fjármunum og framleiðslugetu og að framleiðni fjármagns sé því minni en ella. Við slíkar aðstæður er hvati til nýfjárfestingar takmarkaður og því líklegt að hækking fjárfestingarhlutfallsins á næstu árum verði hæg. Hlutfallið verður tæplega 17% í lok spátímans eða nærri 5 prósentum undir langtímameðaltali.

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt á næstu árum

Stór hluti aðlögunar efnahagslífsins að breyttum aðstæðum eftir fjármálakreppuna átti sér stað í gegnum utanríkisviðskipti. Sérstaklega bitnaði samdráttur innlendrar eftirspurnar á innfluttum neyslu- og fjárfestingarvörum. Eftir því sem innlend eftirspurn hefur tekið við sér hefur dregið úr framlagi utanríkisviðskipta til hagvaxtar og varð það neikvætt í fyrra. Búist er við að svo verði áfram á stærstum hluta spátímans.

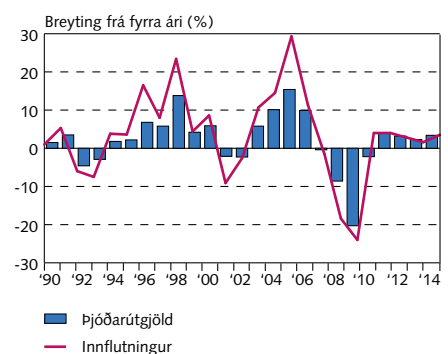
Samkvæmt spánni er gert ráð fyrir að innflutningur vaxi um 2-4% á ári á spátímanum í takt við áframhaldandi bata innlendrar eftirspurnar. Eins og rakið er í kafla II er hins vegar útlit fyrir heldur veikari vöxt útlutnings. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður því neikvætt á þessu og næsta ári sem nemur ½ prósentu en verður þó heldur minna neikvætt en gert var ráð fyrir í ágúst þegar reiknað var með að það yrði neikvætt um allt að 0,8 prósentur á þessu og næsta ári.

Mynd IV-15
Fjárfesting sem hlutfall af VLF 2000-2014¹



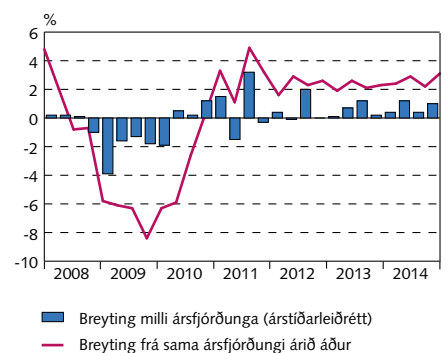
1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16
Þjóðarútgjöld og innflutningur 1990-2014¹



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

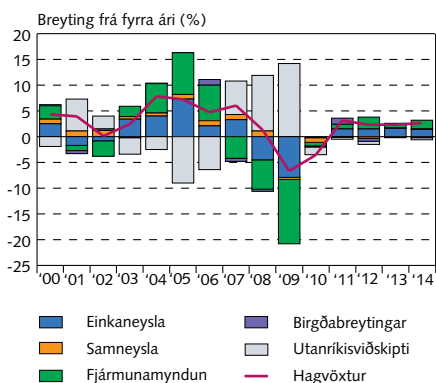
Mynd IV-17
Verg landsframleiðsla
1. ársfj. 2008 - 4. ársfj. 2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2011 - 4. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-18

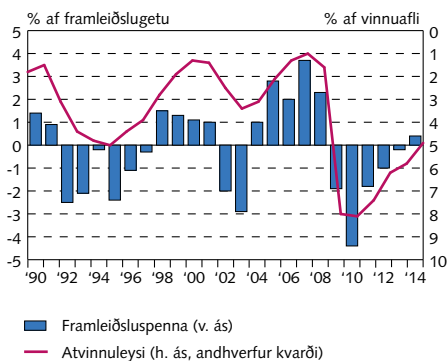
Hagvöxtur og framlag undirliða 2000-2014¹



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

Mynd IV-19

Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 1990-2014¹



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

Hagvöxtur drifinn áfram af vexti þjóðarútgjalda

Gert er ráð fyrir nokkuð kröftugum vexti landsframleiðslunnar á þriðja ársfjórðungi en þá er gert ráð fyrir að hún aukist um 3,2% milli fjórðunga að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Það samsvarar hátt í 5% vexti milli ára. Vöxturinn verður að meginhluta drifinn áfram af miklum vexti útflutnings og fjárfestingar. Spáð er að hagvöxtur verði 3,1% í ár, sem er 0,3 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í ágúst. Betri hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár helgast aðallega af hagstæðari utanríkisviðskiptum, eins og rakið er hér að framan.

Megindrifkraftur hagvaxtar á þessu ári er innlend eftirspurn drifin áfram af einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingu. Seinna á spátímanum er í raun svipaða sögu að segja: hagvöxturinn endurspeglar að langmestu leyti vöxtinn í þessum tveimur liðum þótt önnur fjárfesting muni einnig aukast. Á næsta ári er spáð 2,3% hagvexti sem er 0,7 prósentum meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Þar leggjast á eitt meiri vöxtur innlendrar eftirspurnar og hagstæðari utanríkisviðskipti. Spáð er svipuðum hagvexti árin 2013-2014 eða að meðaltali um 2½% á ári. Horfur fyrir árið 2013 hafa því versnað frá því í ágúst þegar spáð var 3,7% hagvexti það ár. Vegur þar þyngst minni fjárfesting í orkufrekum iðnaði, auk þess sem framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar er heldur óhagstæðara.

Jafnvægisatvinnuleysi talið hafa aukist meira en áður var talið

Með framleiðslugetu er átt við framleiðslu sem samsvarar hámarksnýtingu framleiðsluþátta án þess að af hljótist þrýstingur á verð- og kauplag. Eins og rætt hefur verið um í fyrri *Peningamálum* verður matið óvissara í kjölfar fjármálakreppu en að jafnaði, bæði vegna þeirra áhrifa sem mikið og langvinnt atvinnuleysi kann að hafa á vinnumarkaðinn auk þess sem viðbrögð stjórnvalda við slíkum aðstæðum kunna að hafa áhrif á jafnvægi á vinnumarkaði. Hluti fjármagnsstofnsins kann einnig að fara forgörðum, atvinnuþátttaka að minnka og hluti vinnuafslins að hverfa af landi brott. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 er talið að framleiðslugeta þjóðarþúsins hafi rýrnað um hátt í 4% á árunum 2008-2010. Um það mat ríkir þó töluverð óvissa.

Eins og í fyrri spám bankans er talið að jafnvægisatvinnuleysi hafi aukist í kjölfar fjármálakreppunnar (sjá nánari umfjöllun í kafla VI). Það felur í sér, að öðru óbreyttu, að þrýstingur á laun og verðbólgu myndast við hærra atvinnuleysi en fyrir kreppuna. Í spánni núna er talið að aukning jafnvægisatvinnuleysis sé heldur meiri en búist var við í ágúst þar sem framangreindir þættir vegi þyngra auk þess sem launa- og verðbólguþrýstingur hefur verið meiri en gert var ráð fyrir miðað við stöðu hagsveiflunnar. Slakinn á vinnumarkaði er því álitinn minni en áður var talið og því getur verðbólguþrýstingur myndast við hærra atvinnuleysisstig en í fyrri spám bankans.

Áfram slaki í þjóðarþúinu fram á árið 2014

Þótt slakinn í þjóðarþúskapnum sé álitinn nokkru minni en í ágústspánni er enn nokkur slaki til staðar. Nú er talið að slakinn á þriðja fjórðungi hafi verið rúmlega 2%, sem er tæplega 1 prósentu minni slaki en áætlað var í ágúst. Slakinn hefur jafnframt minnkað nokkuð hratt, en fyrir ári var hann um 4½%.

Samkvæmt spánni er gert ráð fyrir að nokkur slaki verði áfram til staðar þrátt fyrir vaxandi landsframleiðslu á síðustu misserum og samdrátt framleiðslugetu. Talið er að framleiðslulakinn verði enn riflega 1% að ári og að hann verði ekki að fullu horfinn fyrr en tekur að líða á árið 2014. Samkvæmt spánni mun það taka rúmlega tvö ár til viðbótar að ná því stigi að framleiðsluþættir þjóðarbúsins verða fullnýttir á ný.⁵

5. Hafa þarf í huga að mat á framleiðslulaka líðandi stundar er ávallt háð töliverðri óvissu. Matið batnar hins vegar þegar frá líður og meiri gögn liggja fyrir. Þessi óvissa er mun meiri í framhaldi af miklum breytingum í þjóðarþúskapnum eins og þeim sem nú hafa gengið yfir vegna fjármálakreppunnar.

Frá árinu 2008 til ársins 2010 dróst landsframleiðslan á Íslandi saman um u.þ.b. 10%.¹ Á sama tíma snerist 2,3% framleiðsluspenna í um 4,4% framleiðslulaka samkvæmt grunnspá Seðlabankans, eða sem nemur um 6,7 prósentu viðsnúningi.² Í þessu felst að framleiðslugeta þjóðarbúsins er talin hafa dregist saman um 3,7% á þessu tímabili. Í þessari rammagrein er fjallað um orsakapætti þessa samdráttar.

Ákvörðunarþættir framleiðslugetu

Í þjóðhagslíkani Seðlabankans er framleiðslugeta þjóðarbúsins metin með hefðbundnu Cobb-Douglas framleiðslufalli³

$$(1) Y^* = A * E^{*\beta} K^{1-\beta}$$

þar sem Y^* táknar framleiðslugetu þjóðarbúsins, þ.e. það framleiðslustig sem hægt er að ná með hagkvæmri nýtingu framleiðsluþátta án þess að þrýsta á verðlag og laun. Hægra megin við jafnaðarmerki í jöfnu (1) eru ákvörðunarþættir framleiðslustigsins, þ.e. framleiðsluáðföngin (vinnuafli, E^* , og fjármagn, K) og mælikvarði á hversu vel aðföngin eru nýtt (svokölluð heildarþáttaframleiðni (e. total factor productivity), A^*). β táknar hlutdeild vinnuaflsins í verðmæti framleiðslunnar og $1-\beta$ hlutdeild fjármagnsins.

Hefðbundið er að gera ráð fyrir að fjármagnsstofninn sé ævinlega fullnýttur en að framleiðslugeta þjóðarbúsins ákvarðist af undirliggjandi leitniferlum vinnuafslnotkunar og heildarþáttaframleiðni fremur en af mældri vinnuafslnotkun eða heildarþáttaframleiðni. Leitniferill vinnuafslnotkunar er gefinn sem

$$(2) E^* = p * N(1 - u^*)$$

1. Hér er vísað í breytingu á milli árstalna árinna 2008 og 2010. Innan tímabilsins var samdrátturinn hins vegar heldur meiri, en frá því að landsframleiðslan náði hámarki á öðrum fjórðungi 2008 þar til að hún náði lágmarki á fyrsta ársfjórðungi 2010 dróst hún saman um 11½%.
2. Framleiðslulaki (eða -spenna) er skilgreindur sem mismunur landsframleiðslu og framleiðslugetu þjóðarbúsins.
3. Endanlegt mat er byggt á meðaltali mismunandi aðferða við mat á leitniþróun framleiðsluþátta og heildarþáttaframleiðni, þótt í grunninn byggist allar aðferðirnar á framleiðslufallinu í jöfnu (1). Sjá umfjöllun í Ásgeir Danielsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Ó. Pétursdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa Sveinsdóttir (2009), „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 41.

Rammagrein IV-1

Af hverju minnkaði framleiðslugeta þjóðarbúsins í kjölfar fjármálakreppunnar?

þar sem p^* er leitniferill atvinnuþátttökuhlutfallsins, N er fjöldi þeirra sem eru á vinnufærum aldri (miðað er við aldursbilið 16-64 ára)⁴ og u^* er undirliggjandi jafnvægisatvinnuleysi, þ.e. það atvinnuleysis- hlutfall sem samsvarar stöðugri verðlags- og launaþróun.

Breytingar í framleiðslugetu þjóðarþúsins milli tveggja tímabila má því rita sem

$$(3) \Delta \ln(Y^*) = \Delta \ln(A^*) + \beta[\Delta \ln(p^*) + \Delta \ln(N) + \Delta \ln(1 - u^*)] + (1 - \beta)\Delta \ln(K)$$

þar sem $\Delta \ln$ táknar breytingu náttúrulegs lógaríþma af viðkomandi stærð. Framleiðslugeta þjóðarþúsins getur því minnkað ef heildarþáttaframleiðni dregst saman, ef atvinnuþátttaka minnkar, ef fólk á vinnufærum aldri fækkar, ef jafnvægisatvinnuleysi eykst eða ef fjármagnsstofninn dregst saman.

Hugsanleg áhrif fjármálakreppu á nýtingu framleiðsluþátta

Rannsóknir gefa til kynna að framleiðslugeta dragist jafnan saman í kjölfar fjármálakreppu og að framleiðslutapið geti jafnvel orðið varanlegt. Fyrir því geta verið margvíslegar ástæður.⁵ Atvinnuþátttaka gæti t.d. minnkað vegna þess að atvinnuhorfur versna það mikið að hluti vinnuafslins kys að hverfa alfarið af vinnumarkaðnum.⁶ Fólk á vinnualdri gæti einnig fækkað ef hluti vinnuafslins flyst af landi brott í kjölfar kreppunnar. Vinnuafslnotkun gæti einnig dregist saman ef jafnvægisatvinnuleysi eykst, t.d. vegna þess að færa þarf framleiðsluáðföng milli atvinnugeira (t.d. frá innlendum þjónustugeira til útflutningsgeira). Sú endurbjálfun og endurskipulagning sem þarf að eiga sér stað getur verið tímafrek og geta vinnumarkaðarins til að samræma þarfir vinnuveitenda og getu og þekkingu vinnuafslins kann að rýrna. Jafnvægisatvinnuleysi gæti einnig hækkað ef mikið atvinnuleysi verður til þess að hluti þekkingar vinnuafslins tapast eða verður úreltur. Það sama gerist ef reglur á vinnumarkaði gera það að verkum að erfiðara verður að finna nýtt starf eða ef bótaréttur er með þeim hætti að minni hvati verður fyrir fólk að leita sér að nýju starfi (sjá nánar umfjöllun í köflum IV og VI).

Fjármagnsstofninn gæti einnig dregist saman í kjölfar fjármálakreppu, ef t.d. erfiðari aðgangur að lánsfé gerir það að verkum að fyrirtæki dragi verulega úr fjárfestingu. Lækkun eignaverðs í kjölfar fjármálakreppu er einnig til þess fallin að veikja efnahagsreikninga fyrirtækja og rýra veðhæfni eigna þeirra en það heldur enn frekar aftur af fjárfestingu. Mikil skuldsetning fyrirtækja og almenn óvissa um efnahagshorfur geta magnað þessi áhrif. Þar að auki geta framleiðslufjármunir farið forgörðum við það að fyrirtæki hætta starfsemi eða hluti fastafjármuna er fluttur úr landi.

Að lokum gæti framleiðslugeta þjóðarþúsins dregist saman ef heildarþáttaframleiðni minnkar, t.d. ef aðgengi að lánsfé til arðsamrar fjárfestingar verður erfiðara eða ef kreppan verður til þess að fjárfesting í þróunar- og rannsóknarstarfsemi dregst saman. Á móti gæti verið að fjármálakreppan leiði til þess að óhagkvæmur atvinnurekstur leggst af eða hvati til hagræðingar eykst.

4. p^* N er þá stærð vinnuafslins, þ.e. fjöldi þeirra sem eru á vinnumarkaði, hvort sem þeir eru í vinnu eða án atvinnu.

5. Sjá t.d. umfjöllun í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009), „What's the damage? Medium-term output dynamics after financial crises“. *World Economic Outlook*, kafli 4. Október 2009.

6. Sumir gætu t.d. kosið að hverfa til náms á meðan aðrir eiga þess kost að fara fyrr á eftirlaun. Vinnuaflið gæti einnig minnkað vegna þess að fleiri færast af vinnumarkaði yfir á örorkubætur. Á móti gætu lækkandi fjölskyldutekjur orðið til þess að fleiri fjölskyldu-meðlimir þurfi að leita út á vinnumarkaðinn.

Framlag framleiðslupáttá til samdráttar framleiðslugetu

Tafla 1 sýnir framlag einstakra þátta til fyrrgreinds 3,7% samdráttar framleiðslugetu þjóðarbúsins á árunum 2008-2010. Framlagi breytinga á mannfjölda á vinnufærum aldri hefur jafnframt verið skipt upp í áhrif mannfjöldabreytinga sem rekja má til fjölda brottfluttra umfram aðflutta á þessu tímabili annars vegar og til náttúrulegra mannfjöldabreytinga hins vegar. Í öllum útreikningum er gert ráð fyrir að $\beta = 0,7$ í samræmi við þjóðhagslíkan Seðlabankans.

Tafla 1 Breyting framleiðslugetu 2008-10 og framlag framleiðslupáttá

Framleiðslupáttur	(%)
Breyting á heildarþáttaframleiðni	0,3
Breyting á fjármagnsstofni	-0,3
Breyting á atvinnupátttöku	-2,5
Hreint útlæði vinnuafls	-2,0
Náttúruleg mannfjöldabreyting	1,4
Breyting á jafnvægisatvinnuleysi	-0,6
Breyting á framleiðslugetu	-3,7

Taflan sýnir framlag einstaka framleiðslupáttá til breytinga á framleiðslugetu þjóðarbúsins frá árinu 2008 til ársins 2010 út frá jöfnu (3).

Eins og sjá má í töflunni má rekja 0,3 prósentur af samdrætti framleiðslugetunnar til þess að fjármagnsstofn þjóðarbúsins dróst saman í kjölfar kreppunnar. Mest af samdrætti framleiðslugetunnar má hins vegar rekja til samdráttar á vinnumarkaði. Minnkun heildarvinnuafls leiddi til 0,6% samdráttar framleiðslugetu. Þar vegast á áhrif hreins brottflutnings vinnuafls, sem leiddi til 2% samdráttar framleiðslugetu, og áhrif náttúrulegrar mannfjöldaaukningar sem bætti um 1,4% við framleiðslugetuna. Þessu til viðbótar minnkaði atvinnupátttaka töluvert sem leiddi til þess að framleiðslugetan dróst saman um 2,5% í viðbót.⁷ Að lokum er talið að jafnvægisatvinnuleysi hafi aukist um hátt í eina prósentu á tímabilinu sem gerir það að verkum að framleiðslugetan minnkaði um 0,6%. Samtals dró því aukinn slaki á vinnumarkaði á árunum 2008-2010 framleiðslugetu þjóðarbúsins niður um u.þ.b. 3,7%, sem bætist við framangreindan 0,3% samdrátt vegna minni fjármagnsstofns. Betri nýting framleiðslupáttá í formi aukinnar heildarþáttaframleiðni vó hins vegar þar á móti.

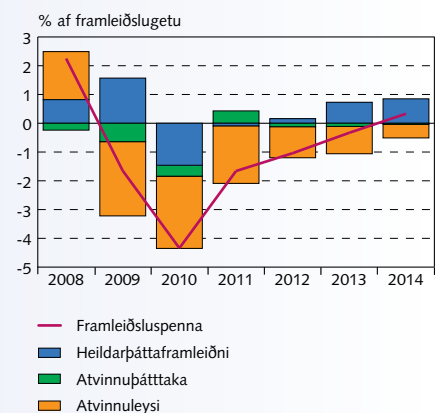
Nýting framleiðslupáttá og framleiðslulakinn í þjóðarbúinu

Framleiðslulaki (eða -spenna) í þjóðarbúinu mælir hvort framleiðslupættir þjóðarbúsins séu ofnýttir (þ.e. hvort það er framleiðsluspenna) eða hvort þeir séu vannýttir (þ.e. hvort það er framleiðsluslaki). Framleiðsluspennu fylgir jafnan þrýstingur á verðlag og launastig og því vaxandi verðbólga, en slaki dregur úr verðbólguþrýstingi. Sé hann nægilega mikill getur hann jafnvel leitt til verðhjöðnunar. Matið á framleiðslulaka eða -spennu skiptir því töluverðu máli fyrir mat á verðbólguhorfum hverju sinni.

Eins og áður hefur komið fram hefur framleiðsluspenna árána fram að fjármálakreppunni snúist í slaka sem náði hámarki í 5% um mitt síðasta ár. Samkvæmt grunnspá Seðlabankans er jafnframt gert ráð fyrir að slakinn fari smám saman minnkandi og verði horfinn á fyrri hluta árs 2014 (sjá nánar umfjöllun í köflum I og IV). Með sambærilegri greiningu og hér að framan er hægt að meta það hverjir eru helstu drifkraftar þessarar þróunar. Til þess að

7. Áhrif atvinnupátttöku eru hugsanlega ofmetin þar sem leitnivöxtur atvinnupátttöku er nokkuð litaður af óvenju mikilli atvinnupátttöku árin fram að fjármálakreppunni. Líklegt er því að hluti þeirrar atvinnupátttöku sem hér er talin varanleg hafi í raun verið tímabundin.

Mynd 1
Sundurliðun framleiðsluspennu 2008-2014¹



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

gera það þarf að gera ráð fyrir að mæld landsframleiðsla ákvarðist af sambærilegu framleiðslufalli og í jöfnu (1). Framleiðsluspennuna, g , má þá rita sem

$$(4) \quad g \approx \ln(Y/Y^*) = \ln(A/A^*) + \beta \ln(p/p^*) + \beta \ln[(1-u)/(1-u^*)]$$

Framleiðslulaki myndast því ef heildarþáttaframleiðni er undir leitnivexti sínum, ef atvinnuþátttaka er undir leitnivexti sínum og ef mælt atvinnuleysi er yfir jafnvægisgildi sínu. Mynd 1 sýnir sundurgreiningu framleiðslulakans árin 2008-2014.

Eins og sjá má var nokkur framleiðsluspenna árið 2008 og leggst á eitt að atvinnuleysi var undir jafnvægisgildi sínu og að áraunin á framleiðsluþættina var umfram það sem samræmist verðstöðugleika. Árið 2009 snýst þetta snarlega við og töluverður slaki myndast sem rekja má til þess að atvinnuleysi var orðið hærra en undirliggjandi jafnvægisatvinnuleysi og atvinnuþátttaka féll niður fyrir jafnvægisgildi sitt. Á móti var áraunin á framleiðsluþættina áfram meiri en fékk staðist til langs tíma. Í fyrra þegar slakinn náði hámarki leggjast allir þættirnir hins vegar á sömu sveif. Spáin gerir síðan ráð fyrir að slakinn fari smám saman minnkandi eftir því sem nýting framleiðsluþátta færist í eðlilegra horf.

V Fjármál hins opinbera

Í fjárlögum þessa árs var sett fram áætlun um jöfnuð í ríkisfjármálum til að stöðva skuldaföfnun og tryggja sjálfbær opinber fjármál til lengri tíma. Þar var gert ráð fyrir að afgangur á frumjöfnuði á greiðslugrunni myndi nást á þessu ári. Ljóst er að það markmið mun ekki nást fyrr en á næsta ári. Í fjárlagafrumvarpi ársins 2012 er lagður fram mildari aðlögunarferill að jöfnuði í ríkisfjármálum en ferill fjárlaga þessa árs. Aðhaldsaðgerðir í tengslum við efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hafa verið endurskoðaðar. Langtímaspá fjárlagafrumvarpsins gerir ekki ráð fyrir að seinni áfangi áætlunarinnar um afgang á heildarjöfnuði náist fyrr en árið 2014, ári síðar en til stóð og þá með minni afgangi en áður var stefnt að.

Bati á frumjöfnuði nemur um 10% af landsframleiðslu

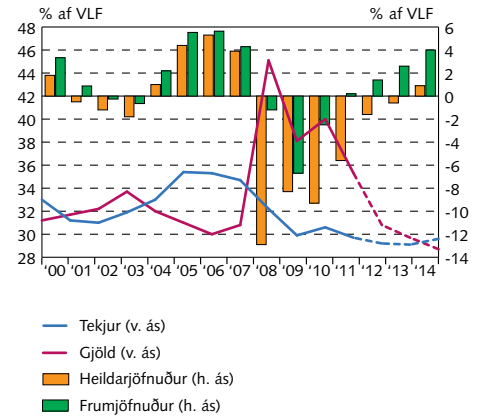
Áætlunin um jöfnuð í ríkisfjármálum var fyrst sett fram sumarið 2009. Smám saman kom í ljós að skuldastaða ríkissjóðs var hagfelldari en fyrstu áætlanir gerðu ráð fyrir og var því upphafleg áætlun um nauðsynlegan bata á frumjöfnuði upp á 16% af landsframleiðslu á árabílinu 2009 til 2013 færð niður í 12% af landsframleiðslu. Í núgildandi fjárlagafrumvarpi er áætlað að bati á frumjöfnuði nemi 10% af landsframleiðslu á sama árabíli. Rökin sem færð eru fram fyrir mildari aðlögun eru í fyrsta lagi þau að skuldastaðan hafi batnað. Talið er að þrátt fyrir mildari aðlögunarferil séu horfur um þróun skulda eftir sem áður ásættanlegar. Í öðru lagi er vísað til þess að rétt sé að nota ríkisfjármálin til að styðja við efnahagssumsvif eins og unnt er fremur en að reka of aðhaldssama fjármálastefnu. Nánar er fjallað um fjárlagafrumvarpið í rammagrein V-1.

Samneysla á kaflaskilum

Á árunum 2005 til 2008 jókst samneysla á föstu verði að meðaltali um 4% á ári og enn meira að nafnvirði. Þegar fjármálakreppan brast á árið 2008 varð viðsnúningur á þróun samneyslunnar. Hélt samneysla sveitarfélaga og ríkissjóðs nær óbreytt í um 100 ma.kr. að nafnvirði tíu ársfjórðunga í röð. Að magni til dróst samneysla saman um 1,7% árið 2009 og um 3,4% árið 2010 en það ár náðu aðhaldsaðgerðir ríkisstjórnarinnar hámarki í aðgerðum sem námu 3,5% af vergri landsframleiðslu.

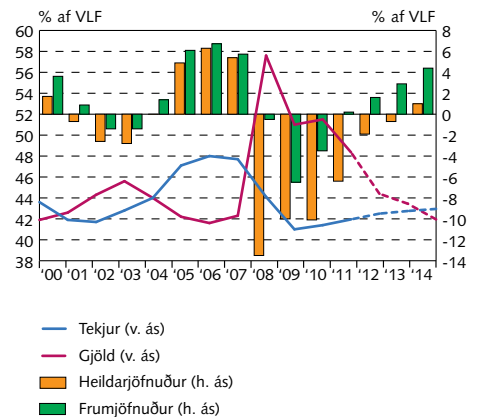
Samneysla tók að aukast á ný á öðrum ársfjórðungi 2011 þegar hún jókst um tæpa 4 ma.kr. að nafnvirði frá sama fjórðungi árið áður. Orsakir þessa vaxtar voru fyrst og fremst mikill vöxtur launakostnaðar og kaup á vöru og þjónustu. Vöxturinn samsvaraði 1% vexti samneyslu að magni til og lauk þar með samfelldum magnsamdrætti samneyslu undangengna sjö ársfjórðunga. Allt útlit er fyrir að samneysla muni halda áfram að vaxa að nafnvirði út spátímabilið, bæði vegna áhrifa kjarasamninga og annarra verðhækkana og umfangsminni aðhaldsaðgerða ríkisstjórnarinnar. Eins og fram kom hér að framan nam aðhald ríkisstjórnarinnar 3,5% af vergri landsframleiðslu árið 2010 en í ár er áætlað að það verði 1,4%, 0,5% á næsta ári og minna fram til ársins 2015. Spáð er að aðhaldsaðgerðir næsta árs skili sér í 1,2% samdrætti samneyslu að magni til það ár. Næstu tvö árin

Mynd V-1
Fjármál ríkissjóðs 2000-2014¹



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

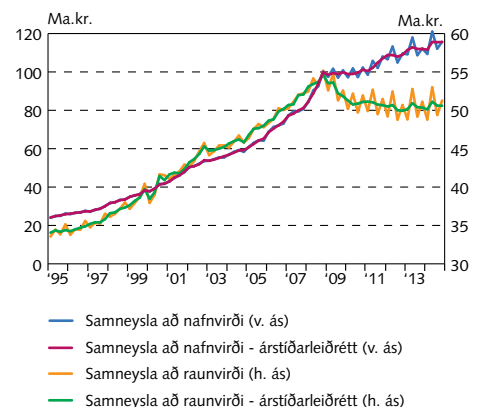
Mynd V-2
Fjármál hins opinbera 2000-2014¹



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

Mynd V-3
Þróun samneyslu að raun- og nafnvirði

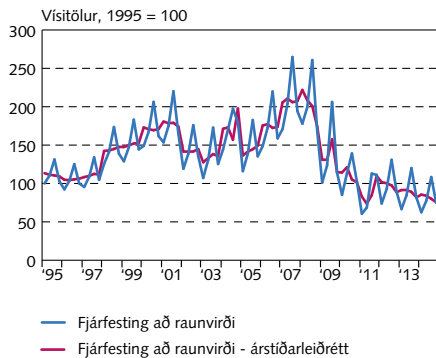
1. ársfj. 1995 - 4. ársfj. 2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2011 - 4. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

Þróun opinberrar fjárfestingar að raunvirði
1. ársfj. 1995 - 4. ársfj. 2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2011 - 4. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

þar á eftir er því spáð að samneysla vaxi lítillega að magni til þrátt fyrir aðhaldsaðgerðir.

Fjárfesting hins opinbera áfram lág í sögulegu samhengi

Samkvæmt fjárhagsáætlunum nokkurra stærstu sveitarfélaga landsins lítur út fyrir að fjárfesting sveitarfélaga dragist saman um allt að 30% að nafnvirði milli ára í ár. Sé litið til þriggja ára áætlana sömu sveitarfélaga virðist sem þau muni áfram draga saman í fjárfestingu. 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 dragist saman um 24% að nafnvirði. Hins vegar er í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar í tengslum við gerð kjarasamninga á almennum vinnu- markaði loforð um umfangsmikla nýfjárfestingu aðallega á árunum 2011 og 2012. Þær framkvæmdir samsvara aukinni fjárfestingu sem nemur ríflega 13 ma.kr. til ársloka 2012. Til samanburðar má nefna að í fjárlögum ársins 2011 var veitt samtals 21 ma.kr. til stofnkostnaðar-, viðhalds- og framkvæmdaliða. Hins vegar hefur dregist að hefja framkvæmdir og mun meginþungi framkvæmdanna því hliðrast til í tíma og kúfur framkvæmdanna liggja á árinu 2012.

Framkvæmdir í tengslum við Vaðlaheiðargöng hafa verið teknar með í spám Seðlabankans, þrátt fyrir nokkra óvissu um hvort af þeirri framkvæmd verði. Í síðustu spá Seðlabankans var framkvæmdin talin með opinberri fjárfestingu en nú má ætla að hún verði flokkuð sem almenn fjárfesting líkt og Hvalfjarðargöng á sínum tíma. Þessi breyting gerir það að verkum að opinber fjárfesting verður heldur minni en spáð var í ágúst. Vaðlaheiðargöng eru u.þ.b. 10 ma.kr. fjárfesting en heildarfjárfesting hins opinbera í ár er áætluð 35 ma.kr. Fjárfesting hins opinbera í ár lækkar því úr 42 ma.kr. á síðasta ári. Þegar fjárfesting hins opinbera náði hámarki árið 2008 nam hún 77 ma.kr. á verðlagi ársins 2011.

Afkomuhorfur lakari

Eins og áður segir hefur ríkisstjórnin lagt til við Alþingi að bæta afkomu ríkissjóðs hægar á næstu árum en fyrri áætlun um jöfnuð í ríkisfjármálum kvað á um. Afgangur á frumjöfnuði á næsta ári er áætlaður um 1,4% af vergri landsframleiðslu og afgangur á heildarjöfnuði árið 2014 um 0,9%. Fyrri áætlun gerði hins vegar ráð fyrir 2,2% afgangi á heildarjöfnuði á árinu 2013 en nú er hallinn áætlaður 0,6% það ár. Slökun aðhalds frá fyrri áætlun samsvarar því 2,8% af vergri landsframleiðslu. Árið 2014 gerir áætlunin ráð fyrir að afgangur á frumjöfnuði verði 4% af vergri landsframleiðslu en fyrri áætlun gerði ráð fyrir að hann yrði tæplega 6% strax árið 2013. Því er ljóst að áætlunin um jöfnuð í ríkisfjármálum er mun mildari en samkvæmt fyrri áætlun en hún þótti nokkuð metnaðarfull og endurspegladi að hluta verri skuldastöðu ríkissjóðs.

Takmörkuð hækkun óbeinna skatta

Í fjárlagafrumvarpi ársins 2012 er að finna svipaða hækkun óbeinna skatta og gert hefur verið ráð fyrir í fyrri spám Seðlabankans en

þær voru byggðar á fyrri yfirlýsingum ríkisstjórnarinnar. Samkvæmt frumvarpinu hækka óbeinir skattar eins og kolefnis-, áfengis- og tóbaksgjöld í takt við verðlag. Áhrif þessara hækkana á vörugjöldum á vísitölu neysluverðs hafa verið áætluð 0,15 prósentur sem er ívið meiri hækkun en fyrri spá bankans gerði ráð fyrir.

Áætlunin um jöfnuð í ríkisfjármálum, sem hefur verið einn af hornsteinum efnahagsstefnu stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, hefur haft tvö meginmarkmið: að skila afgangi á frumjöfnuði á þessu ári og að skila afgangi á heildarjöfnuði árið 2013. Þetta endurspegladist í fjárlögum þessa árs þar sem afgangur á frumjöfnuði var meginmarkmið þeirra. Samkvæmt nýjustu áætlunum fjármálaráðuneytisins er gert ráð fyrir 6,7 ma.kr. halla á greiðslugrunni á þessu ári. Markmið stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins miðast við greiðslugrunn og mun því ekki nást. Hins vegar er gert ráð fyrir afgangi á rekstrargrunni upp á 3,7 ma.kr. Í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2012 kemur fram að seinna meginmarkmiði áætlunarinnar um afgang á heildarjöfnuði árið 2013 hefur verið seinkað um ár.

Rammagrein V-1

Fjárlagafrumvarp ársins 2012

Stefnt að því að ná jöfnuði í ríkisfjármálum árið 2014

Í nýrri langtímaáætlun sem birt er í fjárlagafrumvarpi ársins 2012 er slakað á því aðhaldi sem boðað hafði verið í langtímaáætlun frumvarpsins frá síðastliðnu hausti. Ekki er gert ráð fyrir afgangi á heildarjöfnuði fyrr en árið 2014, ári síðar en til stóð, og gert er ráð fyrir að hann verði minni en þá var stefnt að. Aðlögunarferillinn er þannig orðinn hægari í endurskoðaðri samstarfsáætlun við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn, auk þess sem afkomutölur eru lægri. Aðlögunarferil fjárlagafrumvarps ársins 2012 má sjá í töflu 1. Þannig var í fjárlagafrumvarpi ársins 2011 gert ráð fyrir að frumjöfnuður á greiðslugrunni yrði 5,4% af landsframleiðslu í lok áætlunarinnar árið 2013 en nú er stefnt að 4,6% afgangi tveimur árum síðar eða árið 2015. Aðlögun ríkisfjármála að sjálfbærri skuldsetningu hefur því verið breytt nokkuð eftir því sem efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hefur miðað áfram. Í upphaflegu áætluninni sem lögð var fyrir Alþingi sumarið 2009 var gert ráð fyrir að bati á frumjöfnuði yrði rúmlega 16% af landsframleiðslu á tímabilinu sem áætlunin nær yfir (árin 2009-2013). Núverandi áætlun miðast hins vegar við að frumjöfnuður batni um 10% af landsframleiðslu á tímabilinu, þ.e. fari úr 6,7% halla árið 2009 í 3,1% afgang árið 2013. Aðhaldið er því nokkuð slakara en upphaflega var stefnt að.

Rök fyrir breyttri áætlun

Helstu rökin fyrir ákvörðun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um að milda aðlögunarferilinn eru tvenn. Í fyrsta lagi er skuldastaða ríkisins nú talin mun betri en þegar upphaflegu áætlanirnar voru gerðar. Frumjöfnuður sem talinn var nauðsynlegur til að ná sjálfbærri skuldastöðu miðað við áætlun ársins 2009 er hærri en sá frumjöfnuður sem talinn er nauðsynlegur miðað við núverandi skuldastöðu. Skuldbindingar sem efnt var til vegna fjármálakreppunnar á árunum 2009 og 2010 hafa reynst minni en upphaflega var áætlað, auk þess sem kostnaður hefur reynst lægri. Í öðru lagi telja stjórnvöld tímabært að styðja frekar við hagvöxt með minna aðhaldi í ríkisfjármálum. Hver efnahagsáhrif mildari aðlögunarferils verða ræðst þó líklega að mestu af viðbrögðum markaða og peningastefnunnar við slakari fjármálastefnu.

Mildari afkomuáðgerðir á næsta ári en fyrri ár

Samkvæmt frumvarpinu er áætlað að heildarjöfnuður á næsta ári batni um 24,4 ma.kr. milli ára og verði neikvæður um 17,7 ma.kr. sem jafngildir því að hallinn fari úr 2,5% af landsframleiðslu í 1%. Til að ná því er sem fyrr gert ráð fyrir að farin verði blönduð leið: tekjur eru auknar og útgjöld dregin saman. Aðhaldsaðgerðir í þessum áfanga áætlunarinnar nema ½% af landsframleiðslu. Í frumvarpinu er gert ráð fyrir að aðgerðir sem farið verður í til að bæta afkomu ríkissjóðs frá því sem ella hefði orðið nemi tæpum 30 ma.kr.: ráðstafanir til að auka tekjur nemi 20,7 ma.kr. og útgjöld verði dregin saman um sem nemur 8,6 ma.kr.

Tafla 1 Langtímaáætlun ríkissjóðs 2012-2015

Ma. kr.	Áætlun 2012	Áætlun 2013	Áætlun 2014	Áætlun 2015
Heildartekjur	521,5	545,3	579,1	610,8
Par af skatttekjur	466,8	491,9	522,7	551,3
Heildargjöld	539,2	546,6	561,8	578,9
Rekstrargjöld	210,0	215,1	221,0	225,5
Fjármagnskostnaður	78,4	81,9	86,2	92,4
Tilfærsluútgjöld	230,7	229,2	233,5	239,7
Viðhald	8,0	8,2	8,3	8,5
Fjárfesting	12,1	12,3	12,7	12,9
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	-17,7	-1,3	17,4	31,9
sem hlutfall af VLF	-1,0	-0,1	0,9	1,6
bati frá fyrra ári	1,5	0,9	1,0	0,7
Frumjöfnuður ríkissjóðs	39,6	57,5	77,7	95,2
sem hlutfall af VLF	2,2	3,1	4,0	4,6
bati frá fyrra ári	2,0	0,9	0,9	0,7

Tekjuhliðin 2012

Eftir talsverðar skattahækkanir árið 2010 er nú, annað árið í röð, ekki gert ráð fyrir að breyta skatthlutföllum helstu skattstofna. Skattar á borð við tekjuskatt einstaklinga og virðisaukaskatt verða því ekki hækkaðir. Hins vegar stendur til að lækka tryggingargjald. Samkvæmt fjárlagafrumvarpinu er áætlað að beinar skattbreytingar skili 9,7 ma.kr. auk þess sem gert er ráð fyrir að framlenging heimildar til að taka út séreignarsparnað muni afla aukalega 2 ma.kr. Aðrar ráðstafanir sem eiga að auka tekjur ríkissjóðs um samtals 9 ma.kr. eru eignasala og aukin krafa um greiðslu arðs af eignum ríkissjóðs. Samtals er þessum aðgerðum ætlað að skila ríkissjóði 20,7 ma.kr. í viðbótartekjur á árinu.

Eftirfarandi skattbreytingar eru áætlaðar:

- Dregið verður úr leyfilegum frádrætti vegna séreignarsparnaðar. Áætluð tekjuáhrif nema 1,4 ma.kr.
- Lagður verður á nýr 10,5% skattur á heildarlaunagreiðslur fjármálafyrirtækja, lífeyrissjóða og tryggingarfélaga. Áætluð tekjuáhrif nema 4,5 ma.kr.
- Tekið verði upp viðbótarskattþrep fyrir auðlegðarskatt. Áætluð tekjuáhrif nema 1,5 ma.kr.
- Kolefnisgjald verði hækkað þannig að miðað verði við fullt viðmiðunarverð í stað 75% nú. Áætluð tekjuáhrif nema 800 m.kr.
- Veiðigjald á fiskveiðiheimildir verði nær tvöfaldað. Áætluð tekjuáhrif nema 1,5 ma.kr. en heilsársáhrif sem koma fyrst að fullu fram árið 2013 nema 4,5 ma.kr.

Í töflu 2 er að finna samantekt á áætluðum tekjuáhrifum af þeim tekjuöflunaraðgerðum sem áformaðar eru á árunum 2012-2015. Þar má sjá að áætlað er að tekjuöflunaraðgerðir ársins 2012 gildi óbreyttar fram til ársins 2015 að undanskildum ákvæðum sem snerta séreignarsparnaðinn. Tekjur af sölu eigna og arðgreiðslum eru einnig taldar haldast óbreyttar út tímabilið.

Tafla 2 Sérstakar tekjuáðgerðir 2012-2015

Greiðslugrunnur, ma.kr.	2012	2013	2014	2015
Tekjuskattur einstaklinga	1,4	1,4	1,4	1,4
Launaskattur á fjármálafyrirtæki	4,5	4,5	4,5	4,5
Auðlegðarskattur	1,5	1,5	1,5	1,5
Kolefnisgjald	0,8	2,1	2,8	3,5
Veiðigjald	1,5	4,5	4,5	4,5
Arður	2,0	2,0	2,0	2,0
Eignasala	7,0	8,0	8,0	8,0
Annað			3,0	3,0
Skattar af séreignarsparnaði	2,0			
Samtals	20,7	24,0	27,7	28,4

Kolefnisgjaldið tekur hins vegar breytingum vegna áformaðrar breikkunar skattstofnsins. Þess utan verða áfengis-, tóbaks- og bensíngjöld hækkuð til samræmis við verðlag um 5,1%.

Gjaldahliðin 2012

Mildari aðlögunarferill gerir það að verkum að ráðstafanir til að lækka útgjöld ríkissjóðs eru talsvert minni en síðustu þrjú ár. Áætlað er að útgjöld ríkissjóðs verði lækkuð um 8,6 ma.kr. á árinu 2012. Á árunum 2013-2015 verður aðlögun útgjalda enn hægari, en þá er ráðuneytum ætlað að lækka útgjöld um 5 ma.kr. á ári í sérstökum aðhaldsaðgerðum. Af 8,6 ma.kr. samdrætti í útgjöldum ársins 2012 kemur stærstur hluti til með beinum 6,6 ma.kr. niðurskurði fjárheimilda. Niðurskurðurinn miðast við að dregið sé úr útgjöldum sem nemur 3% í almennri stjórnsýslu og þjónustu en 1,5% í velferðarmálum (heilbrigðisþjónustu, bótakerfi og sjúkratryggingum). Því til viðbótar er áætlað að kostnaðarhlutdeild ríkissjóðs í fjármögnun Lánasjóðs íslenskra námsmanna lækki tímabundið um 1 ma.kr., útgjöld velferðarráðuneytisins lækki um 600 m.kr. vegna frestunar um eitt ár á hluta aðhaldsaðgerða sem útfærðar voru í fjárlagafrumvarpi þessa árs hjá heilbrigðisstofnunum og sérstakt viðbótarframlag til Jöfnunarsjóðs sveitarfélaga lækki um 350 m.kr. Aðhaldsaðgerðum er skipt eftir hagrænni skiptingu í töflu 3 en samtals nema þær tæplega 8,6 ma.kr. eða 0,5% af landsframleiðslu.

Tafla 3 Aðhaldsaðgerðir eftir hagrænni skiptingu

Í milljónum króna	Lækkun	Heildarvelta	Lækkun %
Rekstur	-4.409	189.568	-2,3
Tilfærslur	-3.992	208.007	-1,9
Viðhald og stofnkostnaður	-182	20.836	-0,9
Samtals	-8.584	418.411	-2,1

Gangi þetta eftir verður þetta minnsta umfang aðhaldsaðgerða eftir fjármálakreppuna, en aðhaldsaðgerðir námu 2,6% af landsframleiðslu árið 2009, 3,5% árið 2010 og loks 1,4% á þessu ári. Á árunum 2009-2012 munu því aðhaldsaðgerðir samtals nema 8% af landsframleiðslu eða 124,9 ma.kr. Þar af er aðhald í rekstri 43,1 ma.kr., í tilfærslum nemur aðhaldið 34 ma.kr. og loks hefur viðhalds- og stofnkostnaður verið skorinn niður um 31,3 ma.kr.

Tímabundin frysting launa og bótafjárhæða árin 2009 og 2010 skilaði þeim 16,5 ma.kr. sem eftir standa.

Verðlagsáhrif í frumvarpinu eru töluverð eða samtals 26,7 ma.kr. Í fyrsta lagi er launagrunnur frumvarpsins hækkaður í samræmi við nýja kjarasamninga og eru þær launahækkanir metnar á rúmlega 6,6 ma.kr. í ár og er meðalhækkun launa starfsmanna ríkisins rétt um 5%. Í öðru lagi hafa bætur almannatrygginga og atvinnuleysistrygginga verið hækkaðar til samræmis við kjarasamninga á árinu. Tekið var mið af krónutöluhækkun lægstu launa í kjarasamningunum, 12.000 kr., sem svarar til 8,1% hækkunar. Á ársgrundvelli er gert ráð fyrir að útgjöld þessara bótaflokka hækki vegna þessa um 6,8 ma.kr. Fjárveitingar í frumvarpinu hækka þannig alls um 13,4 ma.kr. vegna áhrifa kjarasamninga. Þessu til viðbótar kemur 13,3 ma.kr. launa-, gengis- og verðlagsútreikningur fjárlagafrumvarpsins til ársins 2012.

Skammlíf útgjaldaregla

Í fjárlagafrumvarpi ársins 2011 tóku stjórnvöld upp svokallaða fjármálareglu sem kvað á um þak á nafnvöxt útgjalda í þeim tilgangi að auka trúverðuleika ríkisfjármála og styrkja hagstjórnarhlutverk þeirra til lengri tíma. Með breytingunni áttu stjórnvöld jafnvel enn meira undir því að verðbólga héldist lítil.

Í fjárlagafrumvarpi ársins 2011 var í fyrsta sinn settur fram bindandi útgjaldarammi á nafnvirði til næstu tveggja ára, en með því hét ríkisstjórnin þinginu að leita ekki eftir fjárveitingum sem myndu sprengja rammann. Útgjaldaramminn fyrir hvert ár fól í sér áætlaðar launa-, gengis- og verðlagsbreytingar. Áætlunin byggðist á þeirri stefnumörkun að fyrstu tvö árin, 2011 og 2012, væri ramminn bindandi á nafnvirði ef frávik frá verðlagsforsendum væru innan við 1,5% en annars áttu viðeigandi útgjaldapættir að koma til endurskoðunar. Í áætluninni var gert ráð fyrir 5 ma.kr. varasjóði til að mæta óvæntum verðfrávikum og skuldbindingum. Að öðru leyti áttu allar ákvarðanir og frávik að rúmast innan heildarrammans. Honum átti því ekki að breyta á síðari stigum og því yrði að mæta hækkunum sem kynnu að verða ákveðnar á útgjöldum einstakra málaflokka með sambærilegri lækkun annarra málaflokka. Útgjaldaramminn fyrir árið 2011 samkvæmt þessari reglu var 381,4 ma.kr. og 395 ma.kr. árið 2012. Niðurstaðan er hins vegar sú að nú er gert ráð fyrir að útgjöldin verði 399,7 ma.kr. árið 2011 og verður því farið 18,3 ma.kr. út fyrir útgjaldarammann (eða 4,8%). Árið 2012 eru útgjöldin áætluð verða 407,2 ma.kr. eða 12,2 ma.kr. umfram rammann (eða 3,1%). Þessar útgjaldahækkanir má að mestu skýra með hækkun launa og bóta almannatrygginga vegna kjarasamninga enda var í forsendum fjárlaga 2011 ekki gert ráð fyrir neinni hækkun launa og bóta.

Í langtímaáætlun fjárlagafrumvarps ársins 2012 er vikið frá því að setja bindandi útgjaldaramma á nafnvirði til tveggja ára eins og gert var á síðasta ári, því að einungis eru markaðir leiðbeinandi ramar fyrir árin 2013-2015. Fjármálareglan sem tekin var upp í fjárlagafrumvarpi ársins 2011 virðist því hafa verið afnumin á innan við ári frá því að hún var tekin upp.

Skuldaferillinn hækkar frá fyrri spá

Mildari aðlögunarferill að jöfnuði í ríkisfjármálum leiðir óumflýjanlega til hækkunar á skuldum hins opinbera. Enn er áætlað að veggar og hreinar skuldir hins opinbera nái hámarki í ár: veggar skuldir í sem samsvarar einni vergri landsframléiðslu en hreinar skuldir í sem samsvarar 67% af vergri landsframléiðslu. Við mat á hreinum skuldum eru hér aðeins taldar til eigna peningalegar eignir hins opinbera í handbærum

sjóðum. Þetta er þregri skilgreining en hefðbundið er, en venja er að telja einnig til eigna aðrar peningalegar eignir að undanskildum hlutabréfum, eignarhlutum og stofnfé. Sé það talið með verður hrein skuldastaða hins opinbera betri en hér er lýst.

Samkvæmt grunnsþá Seðlabankans lækka skuldir hins opinbera frá og með næsta ári og er nú áætlað að vegar skuldir nemi um 90% af vergri landsframleiðslu árið 2014. Það er innan við einnar prósentu frávik frá skuldahlutfalli samkvæmt spá sjöttu endurskoðunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Þar vegast á annars vegar lakari afkomuspá Seðlabankans og hins vegar að gengi krónunnar hefur styrkst lítilliga frá útgáfu síðustu spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Niðurstaðan er eftir sem áður sú að uppsöfnuð áhrif af lakari afkomuspá á skuldastöðu hins opinbera nema rúmlega 7% af landsframleiðslu.

Kostnaðarstig hér á landi, mælt í erlendri mynt, hefur lækkað verulega. Þessi lækkun skilar sér í betri samkeppnisstöðu og styður við útflutningsdrifinn hagvöxt (sjá kafla II). Það gefur aukið svigrúm til að hækka nafnvirði landsframleiðslunnar og lækka þá um leið skuldahlutföll hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu. Launakostnaður á framleidda einingu hefur ekki lækkað að sama skapi hjá þeim evruríkjum sem eiga í hvað mestum skuldavanda, þ.e.a.s. Portúgal, Írlandi, Ítalíu, Spáni og Grikklandi. Það mun gera þeim erfiðara um vik að lækka sín skuldahlutföll.

Skuldastaða Íslands í alþjóðlegu samhengi

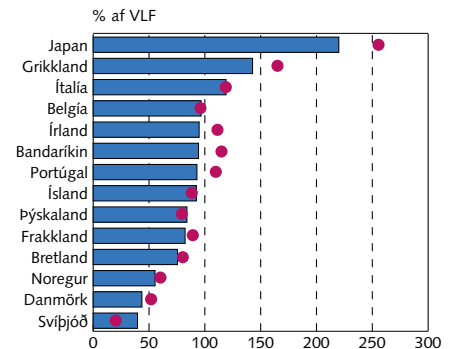
Eins og áður hefur komið fram nema skuldir hins opinbera hér á landi tæplega einni landsframleiðslu. Þetta eru svipaðar skuldir og í ýmsum öðrum iðnríkjum eins og t.d. Bandaríkjunum, Belgíu, Írlandi og Portúgal en nokkru lægri en í Grikklandi, Ítalíu og Japan. Eins og mynd V-5 sýnir er einnig útlit fyrir að skuldastaðan batni frekar í alþjóðlegu samhengi á næstu árum verði aðhaldsaðgerðum fylgt, þótt enn verði skuldahlutfallið hátt.

Nauðsynlegur frumjöfnuður til að ná 60% skuldahlutfalli

Í nýlegri rannsókn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins var lagt mat á nauðsynlega breytingu í frumjöfnuði 30 ríkja (þ.m.t. Íslands) til að skuldahlutfall þeirra kæmist niður í 60% af landsframleiðslu árið 2030, að því gefnu að viðsnúningurinn hefði átt sér stað fyrir árið 2020 (sjá mynd V-6).¹ Niðurstaðan fyrir Ísland er sú að ná þyrfti 2,2% afgangi á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði sem héldist stöðugur á árabílinu 2020 til 2030. Samkvæmt spá Seðlabankans verður hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður árið 2014 tæplega 4% af vergri landsframleiðslu. Markmið stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er hins vegar að ná tæplega 5% hagsveifluleiðréttum afgangi af frumjöfnuði árið 2015. Haldist slíkur afgangur á frumjöfnuði mun Ísland ná skuldahlutfalli sínu niður í 60% af landsframleiðslu löngu fyrir árið 2030, sérstaklega þegar þess er gætt að hluti nýrra skulda hins opinbera hefur verið nýttur til sjóðsmyndunar til þess að mæta meðal annars væntanlegum gjalddögum

Mynd V-5

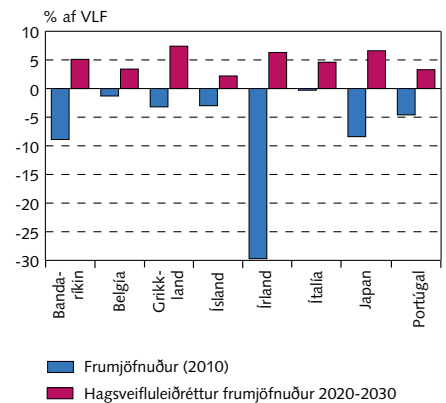
Vegar skuldir hins opinbera í ýmsum iðnríkjum árin 2010 og 2016¹



1. Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir árið 2016 eru sýndar með rauðum punktum.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6

Hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður sem þarf til að ná skuldum niður fyrir 60% fyrir 2030

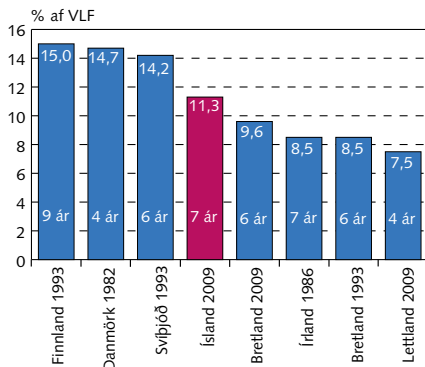


Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

1. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2011), *Fiscal Monitor*, apríl 2011.

Mynd V-7

Viðsnúningur á frumjöfnuði í nokkrum ríkjum



Heimildir: Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, Evrópusambandið, Fjármálaráðuneytið.

eldri skulda. Þrátt fyrir tilslökun nú gefur núverandi aðlögunarferill því svigrúm til þó nokkurrar niðurgreiðslu á skuldum hins opinbera.

Umfang afkomuáðgerða árin 2009-2015 í samanburði við önnur lönd

Þegar horft er til þeirra landa sem gripið hafa til umfangsmestu aðhaldsaðgerðanna í kjölfar fjármálakreppna mælt í bata á frumjöfnuði skera viðbrögð Finna, Dana og Svía í upphafi tíunda áratugar síðustu aldar sig úr. Þegar lagt var af stað með efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins stefndi í að bati á frumjöfnuði hér á landi yrði á fimm ára tímabili svipaður og orðið hafði hjá Finnum á átta ára tímabili. Endurskoðun áætlunar um jöfnuð í ríkisfjármálum hæggði hins vegar á og dró úr áformum um bata á frumjöfnuði. Í stað bata sem nemur 16% af vergri landsframleiðslu á fimm árum er batinn nú áætlaður 11,3% á sjö árum. Til samanburðar var batinn mestur 15% á frumjöfnuði hjá Finnum á árunum 1993-2000 og hjá Dönum á árunum 1983-1986. Hjá Svíum var batinn heldur minni eða rúm 14% á árunum 1993 til 1998 í kjölfar fjármálakreppu.

Miðað við núverandi áætlun er umfang afkomuáðgerða hér á landi nær því sem ráðist var í á Írlandi árið 1986 og í Bretlandi árið 1993, þegar ráðist var í afkomuáðgerðir sem skiluðu bata sem nam 8½% af vergri landsframleiðslu á rúmlega sex ára tímabili. Þær eru einnig svipaðar að umfangi og sömu lönd ætla nú að fara út í. Bresk stjórnvöld ætla að ná fram bata sem nemur tæpum 10% af vergri landsframleiðslu á sex ára tímabili og Írar að ná fram 9% bata á árabílinu 2011-2014. Svipaða sögu er að segja af Lettum en fjármálakreppan kom illa við þá. Þeir ætla sér að bæta afkomuna um 7½% af vergri landsframleiðslu á fjórum árum.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Vinnuafseftirspurn jókst töluvert meira á þriðja fjórðungi ársins en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá Seðlabankans. Spáð er að árs-tíðarleiðrétt atvinnuleysi hafi náð hámarki og að áfram dragi úr því í takt við aukin umsvif í þjóðarbúskapnum og það verði um 4½% í lok spátímabilsins. Tölur Vinnuálastofnunar benda til þess að minnkun atvinnuleysis sé að mestu vegna þess að fólk á atvinnuleysisráði fari í launaða vinnu. Vísendingar eru einnig um að aukning jafnvægis-atvinnuleysis eftir fjármálakreppuna sé byrjuð að ganga til baka. Þótt útlit sé fyrir að launahækkningar verði heldur minni á þessu ári en spáð var í ágúst er líklegt að launahækkningar næstu ára verði meiri þar sem líkur á annarrar umferðar áhrifum vegna kjarasamninga hafa aukist þrátt fyrir að enn sé slaki til staðar á vinnumarkaði.

Endurskipulagning skulda fyrirtækja hefur enn sem komið er ekki leitt til aukins atvinnuleysis

Atvinnuleysi, eins og það er skráð hjá Vinnuálastofnun, var svipað á þriðja fjórðungi ársins og gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála* eða 6,6%. Um 1.500 færri hafa verið atvinnulausir það sem af er ári en á sama tíma í fyrra og atvinnuleysi mælt 0,7 prósentum minna.

Gjaldþrotum fyrirtækja hefur fjölgað verulega í ár. Í ágúst höfðu 950 fyrirtæki orðið gjaldþrota það sem af er ári samanborið við 980 allt árið í fyrra. Endurskipulagning á skuldum lítilla og meðalstórra fyrirtækja það sem af er ári virðist hins vegar ekki hafa leitt til aukins atvinnuleysis eins og búist hafði verið við og skýrist líklega að einhverju leyti af því að nýjum fyrirtækjum hefur fjölgað meira en þeim sem verða gjaldþrota (sjá mynd VI-2).

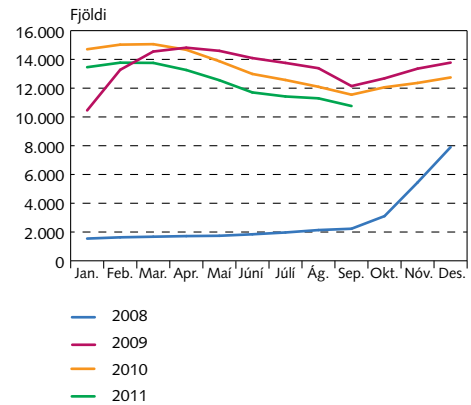
Kröftugur vöxtur atvinnu á þriðja fjórðungi ársins

Niðurstöður Vinnumarkaðsskönnunar Hagstofu Íslands fyrir annan fjórðung ársins sýndu að veikir bati var hafinn á vinnumarkaði. Samkvæmt nýjustu könnun Hagstofunnar var vöxtur vinnuafseftirspurnar jafnvel enn kröftugri á þriðja ársfjórðungi. Heildarvinnustundum, sem er mælikvarði á ársverk, fjölgaði um 3,3% milli ára, en í spánni sem birtist í *Peningamálum* í ágúst var gert ráð fyrir 1,6% aukningu. Aukning atvinnu stafar bæði af fjölgun starfandi fólks og lengri vinnutíma. Sé einungis horft til þeirra sem voru við vinnu í viðmiðunarvikunni fjölga heildarvinnustundum jafnvel enn frekar eða um 5,3%. Önnur vísending um vaxandi vinnuafseftirspurn er að þeim sem eru í fullu starfi fjölga nánast tvisvar sinnum meira en þeim sem eru í hlutastarfi fækkar. Líkt og áður hefur verið fjallað um í *Peningamálum* bendir þessi þróun til þess að fyrirtæki mæti nú aukinni eftirspurn með því að nýta framleiðsluþætti sem verið hafa ónýttir.

Niðurstöður könnunar sem Samtök atvinnulífsins gerðu meðal aðildarfélaganna sinna í byrjun október ríma illa við niðurstöður Vinnu-markaðsskönnunar Hagstofunnar um aukningu atvinnu. Könnunin bendir til að heildarfjöldi starfa á almennum vinnumarkaði verði óbreyttur milli árana 2010 og 2011. Á næstu sex mánuðum hyggjast hins vegar fyrirtæki með 21% starfsmannafjöldans fækka starfsfólki, en fyrirtæki með 17% starfsmannafjöldans fjölga starfsmönnum.

Mynd VI-1

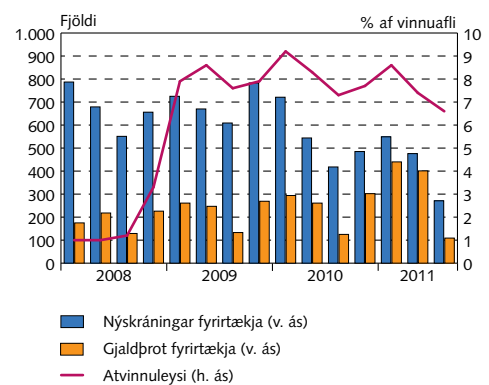
Meðalfjöldi atvinnulausra
Janúar 2008 - september 2011



Heimild: Vinnuálastofnun.

Mynd VI-2

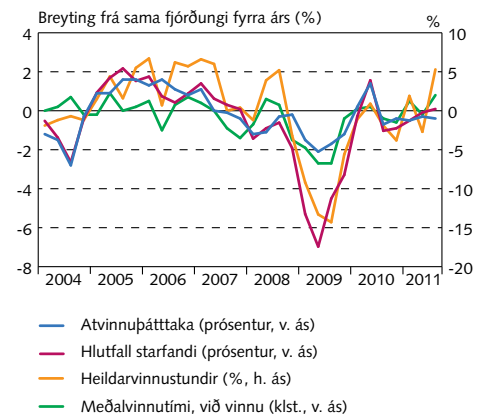
Atvinnuleysi, gjaldþrot og nýskráningar
fyrirtækja¹



1. Nýjustu tölur fyrir árið 2011 eru fyrir júlí og ágúst.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun.

Mynd VI-3

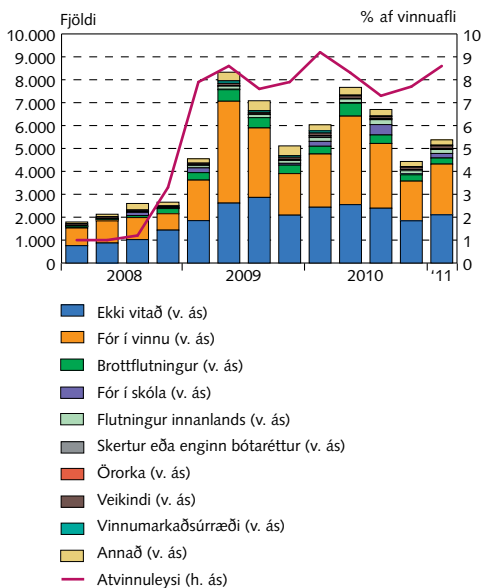
Breytingar á vinnuafli
1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2011



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-4

Ástæður afskráningar af atvinnuleysisskrá¹



1. Undir flokkinn annað falla andlát, ellilífeyrir, veikindi, sjúkradagpeningar, fæðingarorlof, fangelsi, félagsbætur, hráefnisskortur, engin barnapössun og frí.

Heimild: Vinnumálastofnun.

Könnunin gefur hins vegar ekki vísbendingu um hvort atvinnuleysi muni aukast í vetur né hvort störfum muni fjölga þar sem ekki kemur fram hversu mikið fyrirtækin hyggjast fjölga eða fækka starfsfólki. Fyrirtæki í ferðaþjónustu, orkuframleiðslu, verslun og þjónustu vilja fjölga starfsfólki en fyrirtæki í sjávarútvegi og iðnaði vilja fækka starfsfólki.

Flestir sem fara af atvinnuleysisskrá fara í launaða vinnu

Tölur Vinnumálastofnunar sýna að flestir fara af atvinnuleysisskrá vegna þess að þeir hafa ráðið sig í launað starf. Þess ber þó að gæta að orsakir um þriðjungs afskráninga eru óþekktar. Líklegt er að í þeim hópi séu einhverjir sem fá vinnu, flytjast af landi brott og tilkynna það ekki til Vinnumálastofnunar og atvinnulausir sem eru afskráðir vegna þess að þeir svara ekki atvinnutilboðum eða mæta ekki í viðtal hjá Vinnumálastofnun. Ef horft er fram hjá þessum hópi skýrast um 70% afskráninga af því að atvinnulausir fara í launaða vinnu. Aðrar algengar skýringar á afskráningu eru þær að fólk fer í skóla eða flytur búferlum. Flutningur af landi brott skýrir um 8% afskráninga á fyrsta fjórðungi ársins, sem er lítillega lægra en síðustu tvö ár.

Brottf lutningur vinnuafis mikilvægur hluti aðlögunar vinnumarkaðar að efnahagsáfallum

Brottf lutningur í kjölfar efnahagssamdráttarins hefur að öllum líkindum haft í för með sér að atvinnuleysi jókst minna en ella í samdrættinum 2009 og 2010. Eins og kemur fram í rammagrein VI-1 er brottflutningur í þessari niðursveiflu hlutfallslega meiri en á fyrri samdráttarskeiðum. Skýrist það einna helst af mikilli aukningu erlends vinnuafis á árunum 2005-2007 sem jók verulega á sveigjanleika á íslenskum vinnumarkaði. Tæplega helmingur þeirra sem fluttu af landi brott umfram þá sem fluttu til landsins á árunum 2009 og 2010 voru erlendir ríkisborgarar, en það er meira en fjórum sinnum hlutur þeirra í heildarvinnuaflinu þegar hann varð sem mestur í uppsveiflunni. Stærsti hluti þeirra erlendu ríkisborgara sem fluttu hingað á uppgangarárunum 2005-2008 er þó enn hér á landi. Eins og fram kemur í rammagrein VI-1 hefði atvinnuleysi, að öðru óbreyttu, verið nokkru meira án brottflutnings.¹

Vísbendingar um að jafnvægisatvinnuleysi hafi aukist í kjölfar kreppunnar ...

Eins og fjallað hefur verið um í fyrri *Peningamálum* er líklegt að jafnvægisatvinnuleysi, þ.e. það atvinnuleysi sem samsvarar stöðugri verðbólgu, hafi aukist í kjölfar fjármálakreppunnar. Fyrir þessu geta verið ýmsar ástæður. Þekkt er að atvinnuleysi hefur tilhneigingu til að verða þrálátt, t.d. vegna þess að fjármagn og mannauður fer forgörðum og vegna þess að verkalýðsfélög hafa tilhneigingu til að endurspegla fremur hagsmuni þeirra sem eru í vinnu eða eru virkir í atvinnuleit en þeirra sem eru atvinnulausir til lengri tíma. Virkni við

1. Áætlanir um atvinnuleysi ef ekki hefði komið til brottflutnings gefa eingöngu vísbendingu um efri mörk atvinnuleysis. Til dæmis má nefna að ef fólk hefði ekki flutt af landi brott heldur verið á atvinnuleysisskrá og fengið bætur hefði innlend eftirspurn og þar með atvinna verið meiri en raun varð.

Töluverður sveigjanleiki enn til staðar

Sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar hefur auðveldað aðlögun þjóðarbúskaparins að efnahagsáfallinu.¹ Atvinnuþátttaka hefur minnkað, vinnutími styst og fólk flutt af landi brott. Fólki á vinnumarkaði fækkaði um 6,1% frá þriðja fjórðungi ársins 2008 fram til þriðja fjórðungs í ár og fólki á vinnualdri (16-64 ára) fækkaði um 1,2%. Af þessari 6,1% fækkun fólks á vinnumarkaði má rekja 3,4 prósentur til hreins brottflutnings fólks á vinnualdri, 5 prósentur til minni atvinnuþátttöku en aðrar breytingar á vinnuafli jafngiltu aukningu um 2,3 prósentur.

Fjöldgun erlends vinnuafis hefur aukið vægi búferlaflutninga í aðlögun þjóðarbúskaparins að hagsveiflunni

Eins og sést á mynd 1 hefur samband fólksflutninga til og frá landinu við hagsveifluna jafnan verið sterkt. Íslendingar hafa gjarnan flutt til og frá landinu í takt við efnahagsaðstæður og eftirspurn eftir vinnuafli. Erlendir ríkisborgarar sem hingað koma til að vinna hafa aukið þennan sveigjanleika vinnumarkaðarins enn frekar og skipti þeirra framlag miklu í uppsveiflunni á árunum 2004-2007. Þannig voru aðfluttir erlendir ríkisborgarar umfram brottflutta um 17 þúsund á árunum 2004-2008 en síðan þá hefur hreinn brottflutningur erlendra ríkisborgara verið um 2.700.

Árið 2009 mældist atvinnuleysi 8% en það ár fluttust um 4.800 fleiri frá landinu en til þess. Hreinn brottflutningur fólks nam 2,5% vinnuafisins árið 2009. Um helmingur þess fjölda voru erlendir ríkisborgarar, þótt þeir væru aðeins 7,6% af heildarmannfjöldanum. Til samanburðar nam hreinn brottflutningur 1,1% vinnuafisins í efnahagssamdrættinum á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar þegar atvinnuleysi varð hæst 5% árið 1995. Eins og fram kemur á mynd 1 hefur dregið verulega úr hreinum brottflutningi frá því að hann varð mestur á seinni hluta ársins 2009.²

Hreinn brottflutningur nú er töluvert meiri en á fyrri samdráttarskeiðum jafnvel þótt tekið sé tillit til verri aðstæðna í þjóðarbúskapnum. Skýringin á því að brottflutningur nú er meiri en á fyrri samdráttarskeiðum er líklega helst sú að stór hluti erlendra ríkisborgara sem kom hingað til lands til að vinna í uppsveiflunni hafði ekki fest hér rætur þegar henni lauk.³ Tæplega helmingur fólks á vinnufærum aldri sem fluttu af landi brott umfram þá sem fluttu til landsins á árunum 2009 og 2010 voru erlendir ríkisborgarar, en það er meira en fjórfaldur hlutur þeirra af vinnuaflinu þegar hann varð sem mestur í uppsveiflunni.

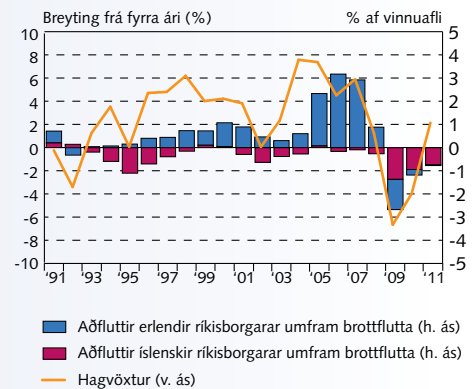
Atvinnuleysi hefði líklega aukist meira án brottflutnings vinnuafis
Brotflutningur vinnuafis frá landinu hefur líklega haft í för með sér að atvinnuleysi hefur aukist minna en ella.⁴ Ljóst er þó að þeir sem fluttu af landi brott voru ekki allir á vinnumarkaði. Tölur Vinnuálastofnunar um afskráningu af atvinnuleysissskrá sýna hversu margir atvinnulausir hafa flust búferlum (sjá mynd 2). Á

1. Sjá m.a. umfjöllun í *Peningamálum* 2010/2.
2. Flestir erlendir ríkisborgarar höfðu farið fyrr á árinu, en voru ekki afskráðir fyrr en í lok árs. Á seinni hluta síðasta árs og á fyrri hluta þessa árs hefur hins vegar orðið viðsnúningur varðandi erlendra ríkisborgara en þá fluttu fleiri erlendir ríkisborgarar til landsins en frá því.
3. Flestir sem komu hingað til lands til að vinna í uppsveiflunni komu frá E-8-löndunum (Eistlandi, Lettlandi, Litháen, Póllandi, Slóvakíu, Slóveníu, Tékklandi og Ungverjalandi) en reglur um frjálsa för launafólks gagnvart þessum ríkjum tóku ekki gildi hér á landi fyrr en 1. maí 2006.
4. Áætlanir um atvinnuleysi ef ekki hefði komið til brottflutnings gefa eingöngu vísbendingu um efri mörk atvinnuleysis. Til dæmis má nefna að ef fólk hefði ekki flutt af landi brott heldur verið á atvinnuleysissskrá og fengið bætur hefði innlend eftirspurn og þar með atvinna líklega verið meiri en raun varð.

Rammagrein VI-1

Sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar og fólksflutningar

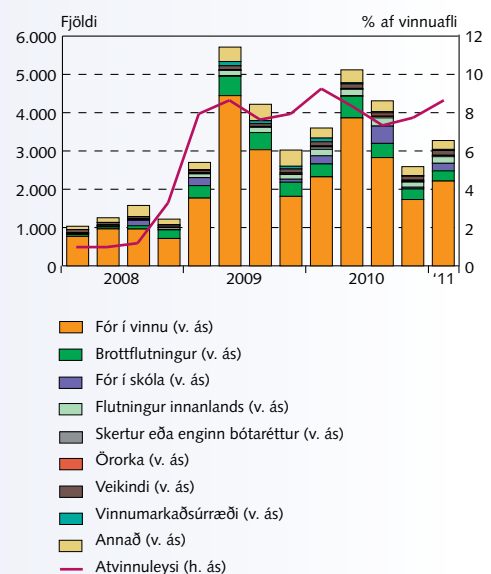
Mynd 1
Fólksflutningar og hagvöxtur¹



1. Tölur um fólksflutninga fyrir árið 2011 eru fyrir fyrstu þrjú ársfjórðunga en tölur um hagvöxt fyrir fyrstu tvo ársfjórðunga.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2
Ástæður afskráningar af atvinnuleysissskrá¹

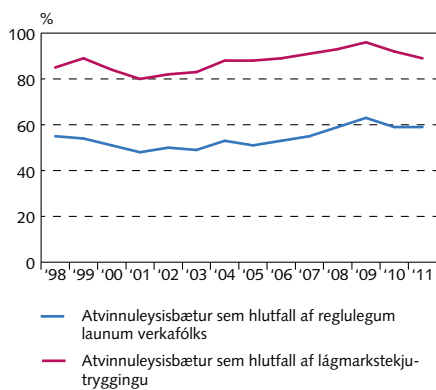


1. Undir flokkinn annað falla andlát, ellilífeyrir, veikindi, sjúkradagpeningar, fæðingarorlof, fangelsi, félagsbætur, hraefnisskortur, engin barnapóssun og frí.

Heimild: Vinnuálastofnun.

Mynd VI-5

Atvinnuleysisbætur sem hlutfall af launum
1998-2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Samtök atvinnulífsins, Vinnumálastofnun.

árunum 2009 og 2010 fóru um 3.200 einstaklingar af atvinnuleysis-skrá vegna flutnings af landi brott. Án búferlaflutninga þessa hóps hefðu atvinnulausir að öðru óbreyttu verið um 11% fleiri árið 2009 og rúmum 10% fleiri árið 2010 sem samsvarar því að atvinnuleysi, samkvæmt skráningu Vinnumálastofnunar, hefði verið um 1 pró-sentu meira bæði árin.

atvinnuleit hefur einnig tilhneigingu til að minnka eftir því sem fólk er lengur án atvinnu. Langtímaatvinnuleysi kann því að auka þá tregðu sem ávallt er við miðlun atvinnulausra í laus störf og stuðla að hækkun jafnvægisatvinnuleysis. Aukið langtímaatvinnuleysi er síðan líklegt til að draga úr færni vinnuafslins og gera þannig vinnumarkaðnum erfiðara að leiða saman starfsfólk með ákveðna þekkingu og fyrirtæki sem þurfa á slíki þekkingu að halda.²

Uppbygging atvinnuleysisbótakerfisins getur einnig dregið úr hvata atvinnulausra til að taka þeim störfum sem í boði eru og þannig aukið jafnvægisatvinnuleysi. Hlutfall bóta af launum (e. replacement ratio) skiptir máli en einnig hve viðtækur réttur til þeirra er, lengd bótaréttar er og hvernig reglum er framfylgt. Einnig skiptir máli hvort launatengdur kostnaður atvinnurekenda hafi aukist.

Bótaréttur var stytur úr fimm árum í þrjú árið 2006 þar sem talið var líklegt að fólk væri ekki virkt í atvinnuleit eftir þriggja ára atvinnuleysi. Bótaréttur var síðan aukinn tímabundið í fjögur ár frá og með 1. janúar í ár fyrir þá sem fengu greiddar atvinnuleysisbætur í fyrsta skipti eftir 1. maí 2008. Rökin fyrir þeirri breytingu voru þau að áætlað var að um tvö þúsund einstaklingar (rúmlega 40% langtímaatvinnulausra í ár) myndu tæma rétt sinn innan atvinnuleisistryggingakerfisins í ár. Breytingin á að falla úr gildi í lok þessa árs verði hún ekki framlengd.

Þrátt fyrir að atvinnuleysi sé töluvert meira og framboð starfa minna en í fyrri niðursveiflum, má gera ráð fyrir að sömu rök eigi við nú og þegar bótaréttur var stytur í þrjú ár árið 2006, þ.e. að fólk sé ekki virkt í atvinnuleit eftir þrjú ár. Þótt eftirlit og aðgerðir Vinnumálastofnunar séu mun skilvirkari nú en á fyrri atvinnuleysis-skeiðum, má sjá á mynd VI-5 að hagur þeirra sem fara í lægst launuðu störfin vænkast lítið ef eitthvað við að fara í launaða vinnu þar sem munur á atvinnuleysisbótum og lægstu launum er orðinn óverulegur.³

Meirihluti OECD-ríkja greip til einhverra úrræða til að bæta öryggisnet atvinnulausra í núverandi niðursveiflu, svo sem hækkunar atvinnuleysis- eða félagslegra bóta eða aukningar bótaréttar. Ísland

2. Sjá t.d. O. J. Blanchard og J. Wolfers (2000). The role of shocks and institutions in the rise in European unemployment: The aggregate evidence. *Economic Journal*, 110, C1-C33, C. Gianella, I. Koske, E. Rusticelli og O. Chatal (2009). What drives the NAIRU? Evidence from a panel of OECD countries. *OECD Economics Department Working Paper No. 649* og Andreas Mueller og Alan B. Krueger (2010), „Job search and unemployment insurance: New evidence from time use data“, *Journal of Public Economics*, 94, 298-307.

3. Atvinnuleysisbætur voru hærri en lágmarkstekjutrygging þar til að hún var hækkuð verulega á árunum 1997-1998. Á árunum 2002-2008 hækkuðu hins vegar atvinnuleysisbætur töluvert umfram bæði lágmarkstekjutryggingu og meðallaun verkafólks. Þótt hlutfall atvinnuleysisbóta af bæði lágmarkstekjutryggingu og meðaltali reglulegra launa verkafólks hafi lækkað á árunum 2010 og 2011 er það enn töluvert herra en það var í niðursveiflunni í byrjun aldarinnar.

tilheyrir þeim þriðjungi OECD-ríkja þar sem hlutfall bóta af launum, að teknu tillitit skatta og annarra bóta, (e. net replacement rate) hækkaði milli 2007 og 2009. Hækkunin hér á landi var tæpar 6 prósentur og var hlutfallið tæplega 66% árið 2009, en eins og fram kemur í mynd VI-5 hefur hlutfall bóta af lágmarkstekjutryggingu lækkað lítillega frá 2009.⁴ Atvinnuleysisbætur nema nú um 90% af lágmarkstekjutryggingu og 93-99% af byrjunarlaunum afgreiðslufólks og ófaglærðs starfsfólks á almennum vinnumarkaði.

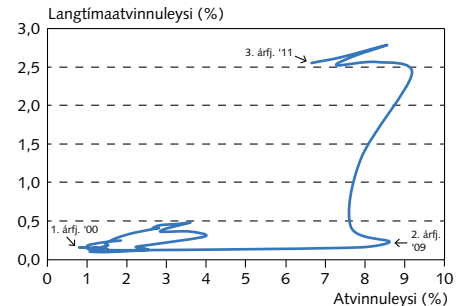
Efnahagslegur hvati til að fara af bótum í vinnu gæti því verið takmarkaður sérstaklega þegar tekið er tillit til viðbótarkostnaðar sem jafnan fylgir því að vera í vinnu, t.d. fyrir fólk með börn á leikskólaaldri. Þótt tekjuskattur hafi hækkað eftir fjármálakreppuna eru áhrifin svipuð á atvinnuleysisbætur og á lægstu laun. Á móti gæti hækkun tryggingagjalds hafa dregið úr vilja atvinnurekenda til að fjölga starfsfólki. Hættan er því sú að núverandi uppbygging bótakerfis stuðli að auknu langtímaatvinnuleysi og þar með viðvarandi hærra jafnvægisatvinnuleysi.⁵

... en sé byrjað að lækka á ný

Vísbendingar eru um að aukning jafnvægisatvinnuleysis sé byrjuð að ganga til baka á ný. Hliðrun svokallaðrar Beveridge-kúrfu, sem lýsir sambandi eftirspurnar (auglýst störf) og framboðs á vinnuafli (atvinnuleysi) í kjölfar efnahagskreppunnar hefur gengið nokkuð til baka sem gefur til kynna að atvinnuleysi sé að minnka þrátt fyrir að framboð starfa sé nánast óbreytt (sjá rammagrein VI-2). Samband atvinnuleysis og langtímaatvinnuleysis virðist jafnframt ekki hafa breyst (sjá mynd VI-6). Fyrst þegar atvinnuleysi jókst í kjölfar fjármálakreppunnar hliðraðist samband skammtíma- og langtímaatvinnuleysis lárétt til hægri en þegar næstum ár var liðið frá upphafi fjármálakreppunnar jókst langtímaatvinnuleysi og náði fyrra jafnvægi á vetrarmánuðum 2010.

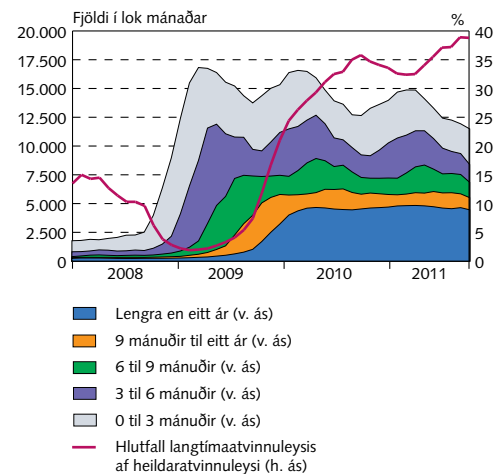
Að teknu tilliti til árstíðarsveiflu hefur fjöldi atvinnulausra á skrá hjá Vinnuálastofnun sem hafa verið atvinnulausir lengur en eitt ár verið nokkuð stöðugur frá því í mars 2010 eða á milli 4.500 og 4.800 manns. Hins vegar hefur þeim sem hafa verið atvinnulausir skemur en eitt ár fækkað hratt og hlutfall langtímaatvinnulausra af atvinnulausum því hækkað. Vísbendingar eru þó um að langtímaatvinnuleysi sé að ganga til baka. Þeim sem höfðu verið atvinnulausir lengur en eitt ár fækkaði milli ára í fyrsta skipti í september en þeim sem hafa verið atvinnulausir lengur en sex mánuði hefur fækkað frá því í september í fyrra.⁶ Tölur Vinnuáskönnunar Hagstofunnar sýna einnig að langtímaatvinnulausum fækkar milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins í fyrsta sinn frá því að fjármálakreppan skall á.

Mynd VI-6
Samband langtímaatvinnuleysis og atvinnuleysis
1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2011



Heimild: Vinnuálastofnun.

Mynd VI-7
Atvinnuleysi eftir lengd
Janúar 2008 - september 2011



Heimild: Vinnuálastofnun.

4. Útreikningar OECD miðast við meðallaun starfsmanns sem er 40 ára og hefur verið atvinnulaus í tvö ár. Sjá OECD, *Employment Outlook*, september 2011.

5. Rannsóknir sýna t.d. að lenging bótaréttar og hækkun bóta í Bandaríkjunum í niðursveiflunni nú hefur haft áhrif á virkni í atvinnuleit, lengd atvinnuleysis og þar með atvinnuleysisstig. Sjá OECD, *Employment Outlook*, september 2011, bls. 30-31.

6. Fækkun atvinnulausra stafar líklega ekki af því að fólk hafi misst bótarétt, þar sem hann hefur verið framlengdur tímabundið um eitt ár.

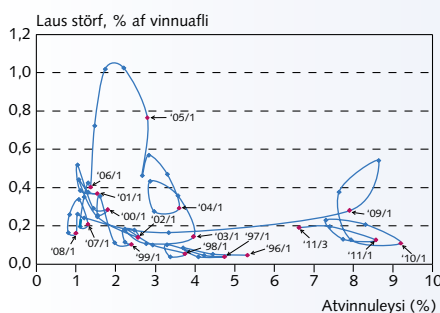
Rammagrein VI-2

Er aukning jafnvægisatvinnuleysis að ganga til baka?

Mynd 1

Atvinnuleysi og laus störf

1. ársfj. 1996 - 3. ársfj. 2011



Heimild: Vinnuálastofnun.

Svokölluð Beveridge-kúrfa sýnir samband eftirspurnar (framboð lausra starfa¹ á lóðréttá ásnunum) og framboðs (atvinnuleysi á lárétta ásnunum) á vinnumarkaði. Atvinnuleysi og fjöldi starfa hreyfist jafnan í gagnstæðar áttir yfir hagsveifluna eftir línu sem hallar niður til hægri (NV-SA-lína). Breyting í eftirspurn eftir vinnuafli, sem endurspeglast í fjölda lausra starfa, leiðir alla jafna til breytingar í fjölda atvinnulausra.

Beveridge-kúrfan getur hliðrast vegna breytinga á öðru hvoru eða hvoru tveggja í senn, eftirspurn eftir vinnuafli og framboði þess. Líklegt er að hliðrun kúrfunnar til hægri stafi af einhverjum þeim breytingum á stofnunum vinnumarkaðar sem hafa í för með sér að dregið hafi úr hæfni þeirra til að bregðast við áföllum. Þótt hliðrun kúrfunnar til hægri sé yfirleitt túlkuð sem merki um að jafnvægisatvinnuleysi hafi aukist geta aðrir þættir einnig haft í för með sér hliðrun kúrfunnar eins og gerðist t.d. hér á landi á árunum 2003-2005 (sjá nánar umfjöllun um ástæður hækkunar jafnvægisatvinnuleysis í kafla VI).

Eins og sjá má á mynd 1 hreyfðust atvinnuleysi og störf í boði á árunum 1996 til 2002 eftir NV-SA-línu í takt við hagsveifluna. Árið 2003 jókst hins vegar hvort tveggja samtímis, atvinnuleysi og fjöldi starfa, og olli því að kúrfan hliðraðist til hægri. Fram á síðasta fjórðung 2005 virðist sem nýtt jafnvægi hafi skapast þar sem mun fleiri störf virtist þurfa til að draga úr atvinnuleysi en áður. Þessi hliðrun kúrfunnar til hægri skýrist af því að atvinnurekendur vildu flytja inn vinnuafli en þurftu að auglýsa störfin og sýna fram á að ekki væri hægt að manna þau innanlands áður en þeir gátu sótt um atvinnuleysi fyrir erlent vinnuafli.² Árið 2003 var einmitt byrjað að auglýsa störf vegna stórframkvæmda við Kárahnjúka.

Eftir að opnað var fyrir innflutning ríkisborgara frá E-8-löndunum,³ með samkomulagi á haustmánuðum 2005 en formlega í maí 2006, dregur úr framboði starfa þar sem ekki þurfti lengur að auglýsa til að sýna fram á að ekki væri hægt að manna störf innanlands. Við það fellur sambandið milli atvinnuleysis og framboðs starfa í fyrra far og er þar fram að fjármálakreppunni þegar atvinnuleysi tekur að aukast hratt og jafnvægisatvinnuleysi eykst.

Myndin gefur hins vegar til kynna að tímabundin hækkun jafnvægisatvinnuleysis sé byrjuð að ganga til baka þar sem atvinnuleysi hefur minnkað án þess að störfum fjölgi að ráði en eftir tímabundna en óútskýrða fjölgun starfa á sumarmánuðum 2009 hefur Beveridge-kúrfan verið nánast lárétt.

1. Þær tölur sem hér eru notaðar eru þær tölur sem Vinnuálastofnun safnar saman frá vinnumiðlunum (frá 1997). Nothæfar eldri tölur um framboð starfa hér á landi eru ekki til. Ekki eru öll laus störf auglýst hjá vinnumiðlunum en sambandið milli þeirra og atvinnuleysis ætti engu að síður að vera góður mælikvarði á samstillingu á vinnumarkaði.
2. Sjá Rannveig Sigurðardóttir (2005), „Ráðgátur á vinnumarkaði“, *Penningamál* 2005/1.
3. E-8-löndin eru Eistland, Lettland, Litháen, Pólland, Slóvakía, Slóvenía, Tékkland og Ungverjaland.

Horfur um atvinnuleysi og atvinnu svipaðar og í ágúst

Atvinnuleysishorfur næstu þriggja ára eru svipaðar og þær voru í síðustu spá, þó heldur verri á seinni hluta spátímabilsins. Samkvæmt grunnspánni er gert ráð fyrir að mælt atvinnuleysi aukist á ný í um 7% snemma á næsta ári en að atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðar hafi þegar náð hámarki. Spáð er að atvinnuleysi haldi áfram að minnka eftir því sem efnahagssumsvif aukast og verði um 4½% í lok spátímans. Horfur eru á að atvinnuleysi verði heldur meira á árinu 2014 en spáð

var í ágúst sem endurspeglar minni hagvöxt, meiri launahækkunir og hægari hjöðnun jafnvægisatvinnuleysis á seinni hluta spátímans.

Atvinna jókst milli ára á öðrum fjórðungi ársins. Áfram er gert ráð fyrir að vöxtur atvinnu verði minni en hagvöxtur og því aukist framleiðni vinnuafis á spátímanum. Spáð er um 1% vexti atvinnu að meðaltali á ári sem og að atvinnuþátttaka, þ.e. hlutfall starfandi af mannfjölda á aldrinum 16-64 ára, verði orðin um 72% árið 2014, sem er 5½ prósentu undir því sem það var að meðaltali í síðustu uppsveiflu (frá fyrsta ársfjórðungi 2004 til þriðja fjórðungs 2008) og 3½ prósentu undir meðaltali síðustu tuttugu ára.

Horfur á meiri hækkun launa en í ágúst

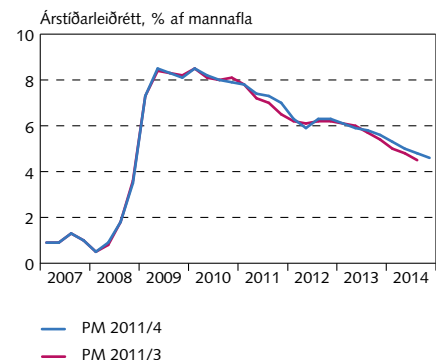
Launahækkunir vegna kjarasamninga hafa komið heldur seinna fram en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í ágúst. Hins vegar virðist sterk staða útflutningsatvinnugreina vegna lágs gengis krónunnar hafa haft í för með sér að þar sé samið um launahækkunir umfram það sem almennt var samið um í síðustu kjarasamningum. Vísbendingar eru einnig um leiðréttingar á launum annarra hópa. Líkur á annarrar umferðar áhrifum vegna kjarasamninga hafa því aukist þrátt fyrir að enn sé nokkur slaki til staðar á vinnumarkaði.

Því er nú gert ráð fyrir að laun hækki nokkru meira á næstu árum en spáð var í ágúst. Hins vegar er ekki talið líklegt að til endurskoðunar á launalið kjarasamninganna komi í janúar. Útlit er fyrir að forsendur samninganna um aukinn kaupmátt launa á fyrsta ári kjarasamningsins standist þótt samningsaðilar geti túlkað forsendur um marktæka gengisstyrkingu og stjórnvaldsákvarðanir á hvorn veginn sem er. Raunlaun munu halda áfram að hækka út spátímann, mest á næsta ári og á árinu 2014 eða um 2½%.

Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir að laun hækki meira á næstu árum en í síðustu spá vegur hagstæðari framleiðniþróun og lækkun tryggingagjalds nokkuð á móti.⁷ Áætlað er að launakostnaður á framleidda einingu hækki 0,3 prósentum minna í ár en í síðustu spá eða um 5,4% vegna minni launahækkana. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu er hins vegar heldur meiri á næstu tveimur árum en í síðustu spá (4,6% og 2,7%) þar sem meiri framleiðnivöxtur bæði árin dugar ekki til að vega á móti meiri launahækkunum. Reiknað er með svipaðri hækkun árið 2014 og árið á undan eða 2,9%. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á þessu og næsta ári er nokkru meiri en fær samræmst verðbólguþröngumarkmiði Seðlabankans.

Mynd VI-8

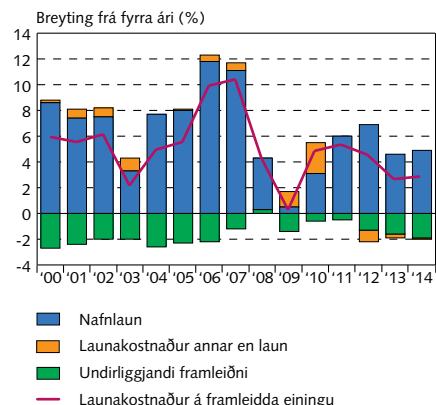
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2011/3



Heimildir: Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-9

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2000-2014¹



1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.

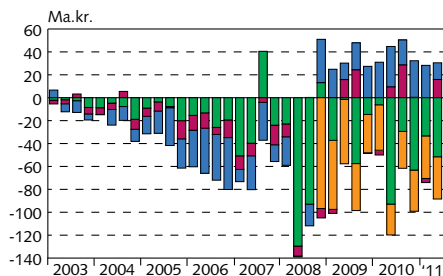
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

7. Forsendur fyrir lækkun tryggingagjalds eru svipaðar og í ágúst, en gert er ráð fyrir að það lækki í takt við forsendur fjárlaga, um 0,9 prósentur á næsta ári, um 0,3 prósentur á árinu 2013 og um 0,1 prósentu á árinu 2014.

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar¹

1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2011



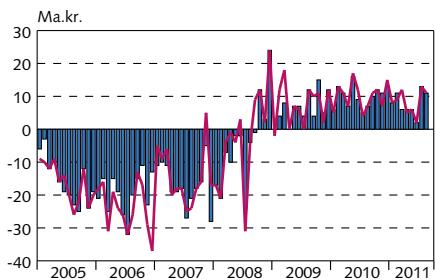
- Vöruskiptajöfnuður
- Þjónustujöfnuður
- Þáttatekjujöfnuður (hlutur innlánsstofnana í slitameðferð)
- Þáttatekjujöfnuður (annað)

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

Mynd VII-2

Vöruskiptajöfnuður

Á föstu gengi, janúar 2005 - ágúst 2011



- Vöruskiptajöfnuður án skipa og flugvéla
- Vöruskiptajöfnuður

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptajöfnuður var neikvæður um rúm 13% af vergri landsframleiðslu á fyrri helmingi ársins 2011, sem er aðeins meiri halli en á sama tíma árið áður. Afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum mældist 55 ma.kr. en 155 ma.kr. halli var á þáttatekjum. Án innlánsstofnana í slitameðferð var halli á jöfnuði þáttatekna mun lægri eða 85 ma.kr. og viðskiptahalli tæp 4% af vergri landsframleiðslu. Horfur eru á að viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð verði lítillaga jákvæður fyrir árið í heild eða 0,5% og að enn meiri afgangur verði á næsta ári, einkum vegna meiri afgangsbætur af vöru- og þjónustuviðskiptum. Sé horft framhjá skuldbindingum lyfjafyrirtækisins Actavis, sem hafa hverfandi áhrif á innlendan gjaldeyrismarkað, er mun meiri afgangur á viðskiptajöfnuði.

Jákvæður vöru- og þjónustujöfnuður

Vöruskiptajöfnuðurinn hefur haldist jákvæður það sem af er ári þrátt fyrir töluverðan vöxt innflutnings. Innflutningur jókst um 17% á fyrstu níu mánuðum ársins miðað við sama tíma árið áður, mælt á föstu gengi, en útflutningur jókst um tæp 13% á sama tíma. Á sama tíma nam afgangur á vöruskiptajöfnuði 81 ma.kr., mælt á föstu gengi, eða 9 ma.kr. á mánuði að jafnaði. Þetta er heldur minni afgangur en á sama tíma fyrir ári, en engu að síður er þetta annar mesti afgangur sem verið hefur á fyrstu níu mánuðum ársins frá árinu 1995.

Eftir gífurlegan samdrátt innflutnings í kjölfar fjármálakreppunnar haustið 2008 og fram á árið 2010 hefur verðmæti innflutnings smám saman verið að aukast á ný. Á þessu ári hefur innflutningur ýmissar neysluvöru, eins og bíla og heimilistækja, aukist verulega. Einnig hefur verðmæti innflutts eldsneytis og hrá- og rekstrarvöru aukist töluvert á árinu í kjölfar mikillar verðhækkunar í byrjun árs. Verðmæti útflutnings hefur einnig aukist á árinu, einkum á þriðja ársfjórðungi. Hækkandi verð sjávarafurða og mikil hækkun á álverði skýra stóran hluta aukningarinnar á fyrri hluta ársins, en mikil aukning í útflutningi sjávarafurða og ýmissar iðnaðarvöru aukningu á þriðja ársfjórðungi.

Þjónustuviðskipti voru jákvæð á öðrum fjórðungi ársins um tæpa 16 ma.kr. eftir tæplega 4 ma.kr. halla á fyrsta ársfjórðungi. Afgangur af þjónustuviðskiptum á fyrri helmingi ársins er rúmlega tvöfalt meiri en á sama tíma fyrir ári. Auknar tekjur af samgöngum skýra aukinn afgang á fyrri helmingi ársins, en aukin útgjöld vegna ferðalaga Íslendinga erlendis meira en vega upp á móti auknum tekjum af ferðaþjónustu. Þar að auki var önnur innflutt þjónusta mun meiri en önnur útflutt þjónusta.

Horfur eru á áframhaldandi afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum á seinni hluta ársins. Verð sjávarafurða hefur haldið áfram að hækka. Greiðslukortatölur og fjöldi ferðamanna sem fer um Leifstöð benda til verulegrar fjölgunar ferðamanna til landsins og tekjum af þeim á þriðja ársfjórðungi. Því er gert ráð fyrir að útflutningsverðmæti vöru og þjónustu verði heldur meira á seinni hluta ársins en í síðustu spá. Meiri útflutningur og töluvert hagstæðari þróun viðskiptakjara á seinni hluta ársins hefur í för með sér að spáð er nokkru meiri afgangi

af vöru- og þjónustujöfnuði á þessu ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá, eða 10% af landsframleiðslu. Ennfremur er nú gert ráð fyrir mun meiri afgangi af vöru- og þjónustujöfnuði á næsta ári en spáð var í ágúst eða tæplega 11% af vergri landsframleiðslu í stað 7,6%. Skýrist meiri afgangur einkum af mun hagstæðari þróun viðskiptakjara sem veldur því að verðmæti útflutnings vex meira en innflutnings þrátt fyrir að magnaukning innflutningsins sé meiri. Spáð er áframhaldandi afgangi á bilinu 10-11% út spátímann sem er um 3½ prósentu meiri afgangur en spáð var í ágúst.

Þáttatekjuhalli áfram mikill

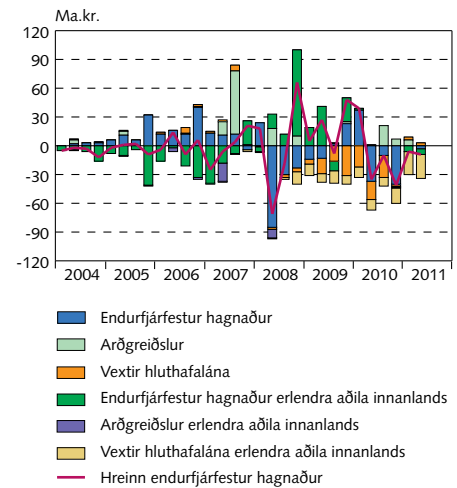
Á móti töluverðum afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum á fyrri hluta ársins var mikill halli á þáttatekjujöfnuði. Þáttatekjuhallinn nam þá 155 ma.kr. og má að stórum hluta rekja hann til mikils halla á vaxtajöfnuði en einnig var mikill halli á ávöxtun hlutafjár. Þáttatekjuhallinn á fyrri hluta ársins var engu að síður heldur minni en á sama tíma ári áður og nam tæpum 20% af vergri landsframleiðslu. Halli á vaxtajöfnuði var svipaður á milli ára, en halli á ávöxtun hlutafjár var nokkru minni. Hluti af ávöxtun hlutafjár er liðurinn endurfjárfestur hagnaður, en hann hefur sveiflast mikið milli ársfjórðunga undanfarin ár. Endurfjárfestur hagnaður er hlutdeild eigenda af hagnaði sem ekki er greiddur út sem arður.¹ Á árunum 2008-2010 var mikið tap á fyrirtækjum erlendis í eigu innlendra aðila og því var endurfjárfestur hagnaður mjög neikvæður á tekjuhlíðinni. Á móti kom mikið tap á innlendum fyrirtækjum í eigu erlendra aðila og því mældist endurfjárfestur hagnaður á gjaldahlíðinni jákvæður á sama tímabili. Á fyrri hluta þessa árs hefur afkoma innlendra fyrirtækja í eigu erlendra aðila batnað. Þau eru því að skila jákvæðum endurfjárfestum hagnaði til erlendra eigenda sinna, en erlend fyrirtæki í eigu innlendra aðila eru ennþá með lítilla neikvæða afkomu. Því hefur þessi liður þáttatekjujafnaðarins verið afar neikvæður á undanfönum ársfjórðungum. Þar sem umsvif innlendra aðila erlendis hafa dregist mikið saman undanfarin ár má gera ráð fyrir að jöfnuður endurfjárfests hagnaðar verði áfram neikvæður, því að umsvif erlendra aðila á Íslandi hafa ekki dregist saman í svipuðum mæli og hagnaður verður væntanlega áfram mikill á meðan gengi krónunnar er sögulega lágt.

Þáttatekjuhallinn án innlánsstofnana í slitameðferð var aftur á móti mun minni eða 81 ma.kr., enda er stór hluti vaxtagjalda reiknaðir áfallnir vextir vegna innlánsstofnana í slitameðferð eins og oft hefur komið fram áður (sjá mynd VII-4).² Þáttatekjuhallinn án innlánsstofnana í slitameðferð hafði minnkað um 14 ma.kr. frá sama tíma fyrir ári.

Mynd VII-3

Arður af fjárfestingu

1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2011

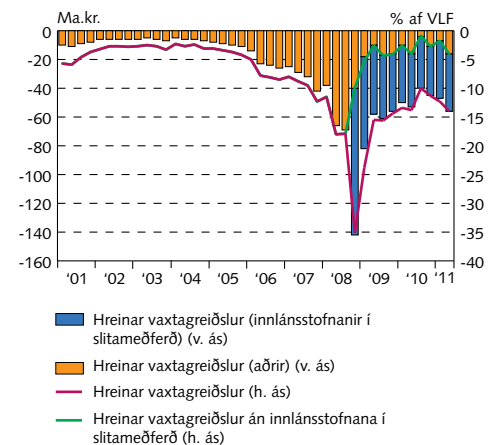


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-4

Hreinar erlendar vaxtagreiðslur

1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2011



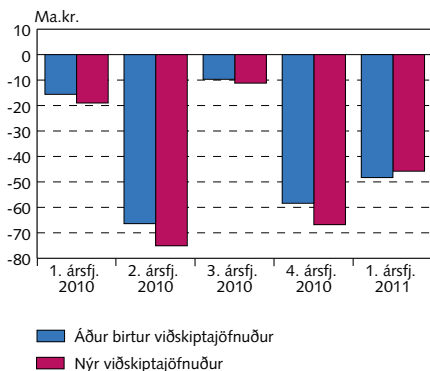
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Þegar hagnaður verður á rekstri fyrirtækis sem innlendir aðilar eiga erlendis er sá hluti hagnaðarins, sem ekki er greiddur í arð, mældur sem tekjur af fjárfestingu (endurfjárfestur hagnaður). Verði hins vegar tap á rekstri sama fyrirtækis kallast það neikvæð endurfjárfesting og færast með neikvæðu formerki á tekjuhlíð þáttatekna. Það sama á við um hagnað og tap á innlendum fyrirtækjum sem erlendir aðilar eiga.

2. Mikill hluti áfallinna vaxtagreiðslna innlánsstofnana í slitameðferð verður væntanlega aldrei greiddur og mun hverfa úr opinberum tölum um þáttatekjur þegar gjaldþrotaferli þessara stofnana lýkur. Til að fá betri mynd af raunverulegu greiðslufæði til og frá landinu á tímabilinu og skuldbindingum um framtíðargreiðslufæði er því gagnlegt að horfa á þáttatekjuhallinn án þessara innlánsstofnana.

Mynd VII-5

Viðskiptajöfnuður 1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Viðskiptahalli fyrir árið 2010 endurskoðaður á ný

Tölur um viðskiptajöfnuð fyrir árið 2010 breyttust verulega fyrir útgáfu *Peningamála* 2011/2 þegar áður birtar tölur um þáttatekjufjöfnuð fyrstu þrjá fjórðunga ársins 2010 voru endurskoðaðar (sjá umfjöllun á bls. 38 í *Peningamála* 2011/2). Enn frekari endurskoðun var gerð á áður birtum tölum fyrir árið 2010 við birtingu talna um viðskiptajöfnuð fyrir fyrri hluta þessa árs í lok ágúst sl. Endurskoðaðar tölur um viðskiptajöfnuð fyrir árið 2010 sýna að halli ársins var um 22 ma.kr. meiri en áður birtar tölur gáfu til kynna eða rúmlega 11% af vergri landsframleiðslu í stað 9,8% áður. Endurskoðunin var ekki einungis vegna endurskoðaðra þáttatekna heldur voru tölur um inn- og útflutta þjónustu fyrir árið 2010 einnig endurskoðaðar. Halli á þáttatekjum reyndist 12 ma.kr. meiri en áður birtar tölur sýndu og afgangur á þjónustujöfnuði 10 ma.kr. minni.

Lítils háttar breyting varð einnig á tölum fyrir fyrsta fjórðung þessa árs og er viðskiptahallinn nú talinn 2 ma.kr. minni en áður var áætlað. Ástæðan er sú að meiri afgangur reyndist á vöru- og þjónustuviðskiptum en áður var talið. Engin breyting var gerð á tölum um þáttatekjur.

Mun minni viðskiptahalli ef leiðrétt er fyrir áföllnum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð

Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta var jákvæður um 55 ma.kr. á fyrri hluta ársins en þáttatekjuhallinn ásamt rekstrargjöldum nam 159 ma.kr. Viðskiptajöfnuðurinn á fyrri hluta ársins var því neikvæður um 104 ma.kr. eða rúm 13% af vergri landsframleiðslu. Ef leiðrétt er fyrir áföllnum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð verður hallinn hins vegar mun minni eða 30 ma.kr. eða tæp 4% af vergri landsframleiðslu.

Eins og áður sagði eru horfur á áframhaldandi afgangi af vöru- og þjónustuviðskiptum á seinni hluta ársins en að jöfnuður þáttatekna verði áfram töluvert neikvæður. Fyrir árið í heild er gert ráð fyrir að viðskiptahallinn samkvæmt opinberu uppgjöri muni nema 137 ma.kr. eða rúmlega 8% af vergri landsframleiðslu, sem er svipað og gert var ráð fyrir í síðustu spá. Sé leiðrétt fyrir áföllnum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð, verður aftur á móti afgangur af viðskiptajöfnuðinum upp á rúma 8 ma.kr. eða sem nemur ½% af landsframleiðslu, sem er einnig svipað og gert var ráð fyrir í síðustu spá. Þegar þáttatekjur og gjöld Actavis eru einnig undanskilin verður afgangurinn mun meiri eða 5,2% af vergri landsframleiðslu.³

Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð jákvæður á næstu árum

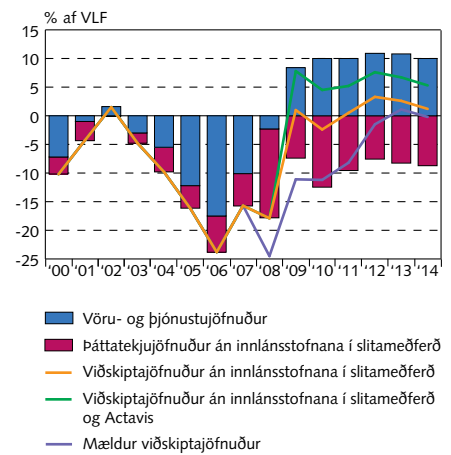
Gert er ráð fyrir að halli á þáttatekjufjöfnuðinum minnki aðeins á næsta ári en vaxi svo á ný, m.a. vegna hækkunar alþjóðlegra vaxta. Við útreikning á þáttatekjufjöfnuði er einnig byggt á þeirri forsendu

3. Eins og kom fram í *Peningamála* 2011/2 er Actavis alþjóðlegt fyrirtæki með mikil erlend lán og vega áfallnir vextir þess þungt í þáttatekjufjöfnuðinum. Líóst er að geta fyrirtækisins til að greiða skuldir sínar ræðst af tekjum þess af sölu erlendis og mun þess vegna ekki hafa áhrif á gjaldeyrismarkað hér á landi. Þess vegna er talið eðlilegt að líta fram hjá þáttatekjum og -gjöldum fyrirtækisins þegar lagt er mat á ytri jöfnuð þjódarþúsins.

að a.m.k. tvær af þremur innlánsstofnunum í slitameðferð muni ljúka nauðasamningum á næsta ári. Þar með eru eignir og skuldir þessara fyrrum innlánsstofnana ekki lengur settar til hliðar við mat á þáttatekjum án innlánsstofnana í slitameðferð. Það mun hafa neikvæð áhrif á þróun þáttatekjujafnaðarins án innlánsstofnana í slitameðferð þar sem aukin neikvæð staða við útlönd myndast við lok nauðasamninganna sem af þarf að greiða vexti og arð og því versnar þáttatekjuhallinn einnig vegna þessa frá og með árinu 2013.

Spáð er að viðskiptahallinn muni minnka í 1½% af vergri landsframleiðslu á næsta ári og snúast í afgang á árinu 2013. Spáð er að viðskiptajöfnuðurinn verði neikvæður á ný árið 2014 þar sem heldur dregur úr afgangi af vöru- og þjónustuviðskiptum á sama tíma og þáttatekjuhallinn eykst. Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð mun hins vegar vera jákvæður á næsta ári og mælast rúm 3% og án lyfjafyrirtækisins Actavis er spáð að hann mælist tæp 8% en gert er ráð fyrir að afgangurinn minnki lítillega út spátímann í takt við vaxandi þáttatekjuhalla.

Mynd VII-6
Viðskiptajöfnuður 2000-2014¹

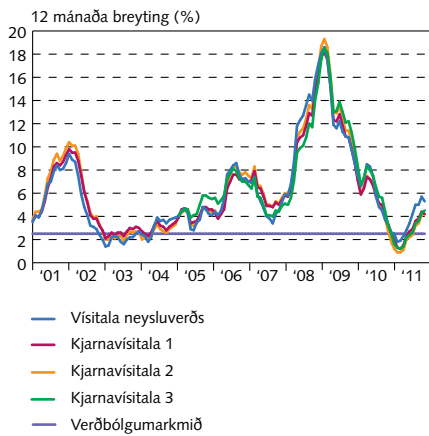


1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2011-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-1

Verðbólga

Janúar 2001 - október 2011¹



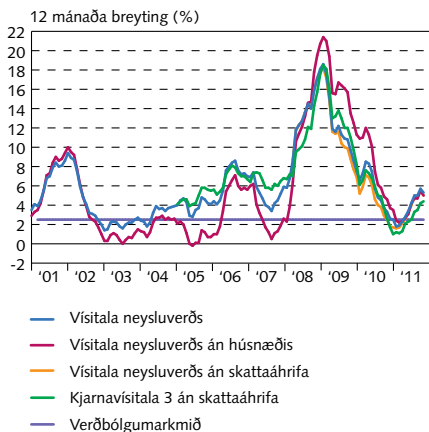
1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu. Kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensins. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-2

Verðbólga á ýmsa mælikvarða

Janúar 2001 - október 2011

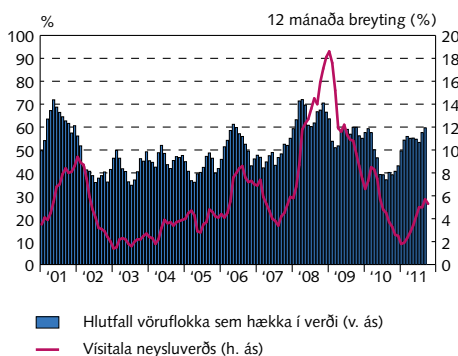


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-3

Dreifing verðhækkunar vísitölu neysluverðs¹

Janúar 2001 - október 2011



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

VIII Verðlagsþróun og verðbólguhorfur

Verðbólga hefur aukist hratt frá áramótum. Á þriðja ársfjórðungi þessa árs mældist hún 5,3% sem er aðeins minna en spáð var í síðustu *Peningamála*. Horfur eru á að verðbólga á næsta ári verði heldur minni en þá var gert ráð fyrir einkum vegna lægra olíu- og hrávöruverðs á heimsmarkaði ásamt því að gengi krónunnar verður sterkara. Spáð er að meðalverðbólga verði rúmlega 4% í ár og svipuð á næsta ári. Mælikvarðar á langtímaverðbólguvæntingar benda til að þær séu enn nokkuð yfir verðbólguþáttinum þótt þær virðist hafa heldur hjaðnað síðustu vikur miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði. Óvissa um verðbólguhorfur lýtur m.a. að því hversu mikil heildaráhrifin verða af miklum launahækkunum á árinu og hvernig innflutt verðbólga mun þróast á næstunni.

Kjarnaverðbólga hefur ekki verið meiri í rúmt ár

Verðbólga hefur aukist töluvert það sem af er þessu ári, þótt heldur hafi hægt á verðhækkunum frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Verðbólga á þriðja fjórðungi ársins 2011 mældist 5,3% og hafði aukist úr 3,5% á öðrum fjórðungi.¹ Horft fram hjá áhrifum óbeinna skatta mældist verðbólga 5% á þriðja ársfjórðungi. Þeir vörflokkar sem hækkuðu mest í verði á þriðja ársfjórðungi voru innlend matvara og almenn þjónusta auk þess sem húsnæðiskostnaður jókst.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,34% í október og nam tólf mánaða verðbólga 5,3% samanborið við 1,8% í janúar sl. Undirliggjandi ársverðbólga, þ.e. ef horft er fram hjá áhrifum skatta, sveiflukenndra liða, opinberrar þjónustu og raunvaxta, nam 4,4% og hafði aukist úr 1,2% í ársbyrjun og úr 4,2% í september. Undirliggjandi verðbólga mælist því vel yfir verðbólguþáttinum Seðlabankans og hefur ekki verið meiri síðan í lok sumars 2010.

Verðhækkunir orðnar almennari

Á fyrri hluta ársins var verðbólga að stórum hluta drifin áfram af hækkunum á heimsmarkaðsverði olíu og kostnaði vegna húsnæðis, þ.á m. hækkunum á fasteignaverði. Á undanförunum mánuðum hafa verðhækkunir hins vegar orðið almennari og dreift yfir á fleiri undirliði vísitölu neysluverðs enda hefur launakostnaður aukist í kjölfar kjarasamninga á vinnumarkaði í maí og verðbólguvæntingar hækkað (sjá mynd VIII-3). Af 3,4 prósentna aukningu ársverðbólgu frá því að hún náði lágmarki í ársbyrjun má rekja um helming hennar til hækkunar á bensínverði og húsnæðiskostnaði en í júní sl. skýrðu þessir undirliðir hins vegar um ¾ af þeirri aukningu sem hafði orðið þá.

Verðbólguþróun vegna alþjóðlegrar verðlagsþróunar hefur hjaðnað verulega að undanförunum þar sem olíu- og hrávöruverð á heimsmarkaði hefur lækkað í kjölfar aukinnar óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum. Olíuverðshækkunin sem varð á fyrri hluta ársins hefur að hluta til gengið til baka (sjá umfjöllun í kafla II). Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur jafnframt styrkst um 2,3% frá síðustu útgáfu *Peningamála* sem hefur vegið á móti auknum kostnaðarþrýstingi.

1. Ef útvarpsgjaldið hefði ekki verið tekið út úr vísitölu neysluverðs í janúar 2011 hefði verðbólga verið 5,7% á þriðja ársfjórðungi 2011.

Nokkuð hefur hægt á hækkunum markaðsverðs húsnæðis undanfarna mánuði en það hefur hækkað um 6,3% frá fyrra ári.² Á móti heldur minni verðhækkunum á þriðja ársfjórðungi á húsnæði og innfluttum hrávörum hefur innlent vöruverð hins vegar haldið áfram að hækka nokkuð hratt og nam ársþækkun þess um 6,7% í október.³ Hækkun matvöruverðs og orkukostnaðar skýrir rúmar 2 prósentur af 5,3% ársverðbólgu eins og sést á mynd VIII-5. Aukinn kostnaður vegna launahækkana skýrir hluta verðbólgunnar auk þess að koma fram í verðhækkunum almennrar þjónustu sem hafa numið 4,7% sl. tólf mánuði.

Langtímaverðbólguvæntingar eru yfir verðbólguþækkunarmarkmiðinu

Hversu mikið og hversu hratt verðbólga mun hjaðna á ný í átt að markmiði mun að nokkru leyti ráðast af þróun verðbólguvæntinga. Ef fyrirtæki og heimili gera ráð fyrir því að verðbólga verði umfram markmið til lengri tíma getur það leitt til þess að þau hagi verðlagningu og launakröfum þannig að verðbólga verði þrálátari en ella.

Verðbólguvæntingar til skamms tíma reiknaðar út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa hafa hækkað frá útgáfu síðustu *Peningamála* í ágúst en væntingar til lengri tíma hafa hins vegar lækkað lítillega. Miðað við álagið eru verðbólguvæntingar til næstu fimm ára um 4½% og til árunna 2016-2021 rúmlega 4%, samanborið við 2% og 3½% í ársbyrjun 2011. Líkt og áður hefur verið fjallað um í *Peningamálum* þarf þó að fara varlega í túlkun verðbólguvæntinga út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði. Þessir tveir markaðir eru að einhverju leyti aðskildir vegna þess að ólíkir fjárfestar eru á verðtryggða og óverðtryggða markaðnum. Til viðbótar getur verið að væntingar um takmarkað framboð verðtryggðra bréfa á næstu árum séu að þrýsta niður ávöxtunarkröfu þessara bréfa. Verðbólguálagið gæti því af ýmsum ástæðum falið í sér ofmat verðbólguvæntinga á fjármálamarkaði. Í þessu samhengi er t.d. áhugavert að kjör nýrra óverðtryggðra íbúðalána bankanna virðast fela í sér verðbólguvæntingar til næstu ára sem eru nokkru lægri en verðbólguálagið gefur vísbendingu um.

Einnig þarf að hafa í huga að verðbólguálagið samkvæmt vaxtamuninum endurspeglar einnig áhættuálag vegna óvissu um verðbólgu. Ekki er því útilokað að hækkun verðbólguálagsins megi að einhverju leyti rekja til hækkunar verðbólguáhættuþóknunar í stað vaxandi verðbólguvæntinga. Lækkun staðalfráviks í svörum heimila og fyrirtækja um verðbólguvæntingar frá árslokum 2010 gefur hins vegar ekki til kynna að hækkun áhættuálags sé mikilvæg orsök hækkunar verðbólguálagsins, því virðist mega ætla að hækkun álagsins stafi að mestu leyti af væntingum um meiri verðbólgu.

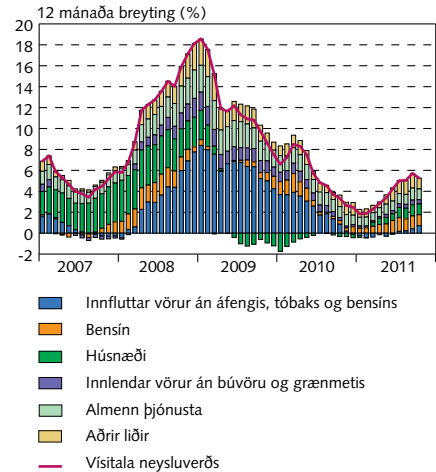
Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í september sl. jukust verðbólguvæntingar þeirra til eins árs um 1,5 prósentur frá síðustu könnun í júní og námu 6,5% ef miðað er við miðgildi svara. Samhliða

2. Miðað við vísitölu markaðsverðs húsnæðis á öllu landinu sem er birt af Hagstofu Íslands.
3. Mikil hækkun kjötverðs á fyrirstandandi ári, m.a. vegna verðskrárhækkana sauðfjárbændna, skýrir hluta hækkunarinnar en verð á kjöti hefur hækkað um 11,3% sl. tólf mánuði.

Mynd VIII-4

Undirlíðir verðbólgu

Framlag einstakra undirlíða til verðbólgu
janúar 2007 - október 2011

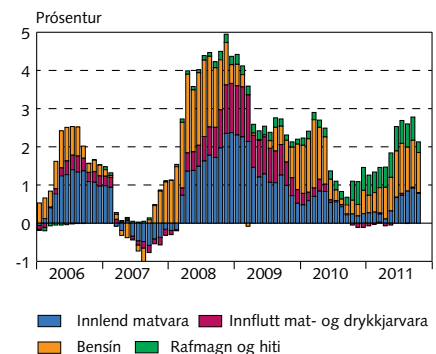


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

Framlag matvöru og eldsneytis- og orkukostnaðar til ársverðbólgu

Janúar 2006 - október 2011

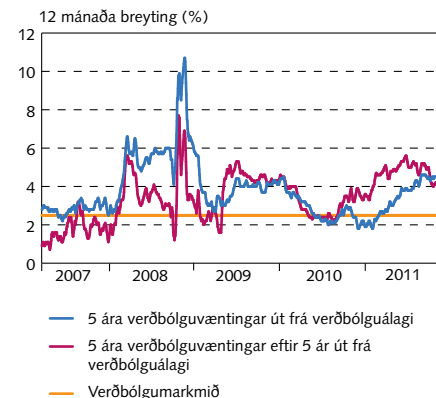


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6

Verðbólguvæntingar m.v. mun á framvirkum óverðtryggðum og verðtryggðum vöxtum¹

Daglegar tölur 2. apríl 2007 - 28. október 2011

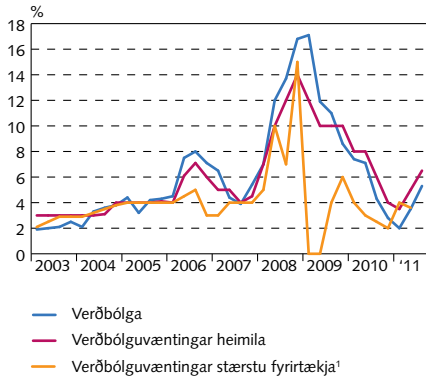


1. Verðbólguvæntingar eru reiknaðar út frá mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa (5 daga hreyfanleg meðaltöl).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-7

Verðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila til eins árs og núverandi verðbólga

1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2011

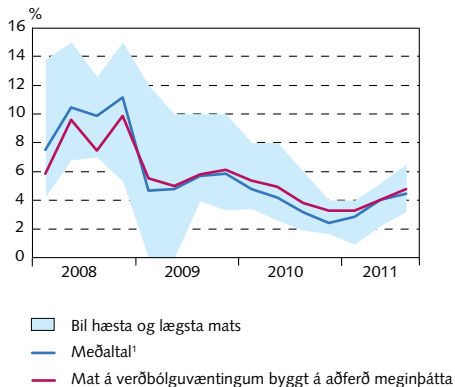


1. Mælingar á verðbólguvæntingum fyrirtækja voru framkvæmdar óreglulega fram að þriðja ársfjórðungi 2006 og því er brúað á milli mælinga fram að því.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-8

Verðbólguvæntingar miðað við mismunandi mælikvarða

1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2011

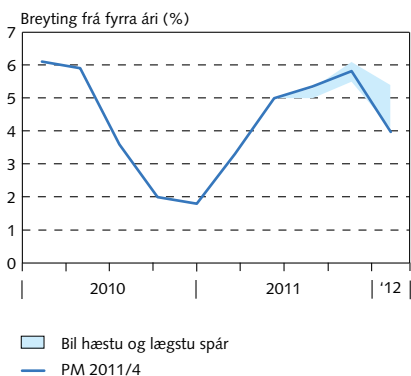


1. Miðað við verðbólguvæntingar fyrirtækja, heimila og á skuldabréfa-markaði til eins árs og verðbólguþá Seðlabankans eitt ár fram í tímann.
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-9

Verðbólguþá úr ólíkum líkönum¹

Verðbólga án skattaáhrifa 1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2012



1. Grunnþá Seðlabankans er byggt á þjóðhagslíkani bankans en aðrar þá á einföldum tímaráðalíkönun.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

auknum verðbólguþrýstingi og verri verðbólguhorfum hafa verðbólguvæntingar heimila því aukist hratt frá því að þær náðu lágmarki í 3,5% í mars sl. Væntingar um verðbólgu eftir tvö ár höfðu einnig aukist frá síðustu könnun, um 1 prósentu, og námu 6%.

Á heildina litið virðast því verðbólguvæntingar heldur hafa aukist frá því að *Peningamál* voru gefin út í ágúst. Einfalt mat á undirliggjandi verðbólguvæntingum sem metur sameiginlega leitnihegðun fjölda mælikvarða á verðbólguvæntingum bendir til þess að verðbólguvæntingar hafi aukist um 1½ prósentu frá upphafi árs, í tæplega 5%.⁴ Þó verður að hafa í huga að verðbólguvæntingar hér á landi virðast sveiflast meir með nýliðinni verðbólgu en í öðrum iðnríkjum þar sem trúverðugleiki verðbólguþrýstingsins er meiri. Verðbólguvæntingar gætu því hjaðnað tiltölulega hratt ef verðbólguhorfur á næstu mánuðum verða hagstæðari en hér er spáð.

Verðbólguhorfur til næsta árs hafa heldur batnað

Verðbólga mældist 5,3% á þriðja fjórðungi ársins 2011 sem er 0,3 prósentum minna en spáð var í síðustu *Peningamálum*. Verðbólga að undanskildum áhrifum breytinga á óbeinum sköttum nam 5% á þriðja ársfjórðungi en spáð var að hún yrði 5,4%. Spáskekkjan skýrist m.a. af heldur minni verðbólguþrýstingi á þessum fjórðungi í kjölfar launahækkanna en búist var við auk þess sem kostnaður vegna eigin húsnæðis jókst minna en vænst var. Meiri lækun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og sterkara gengi krónunnar gera það einnig að verkum að innflutt verðbólga hefur verið minni en spáð var í ágúst.

Horfur eru á að verðbólga án skattaáhrifa verði 5,3% á fjórða ársfjórðungi þessa árs og nái hámarki í 5,8% á fyrsta ársfjórðungi næsta árs sem er tæpri prósentu minna en í síðustu spá. Einföld tölfræðilíkon gefa svipaða niðurstöðu.⁵ Skammtímaverðbólguhorfur hafa því batnað nokkuð í samanburði við ágústspána. Til viðbótar við betri upphafsstöðu má m.a. rekja minni verðbólgu en gert var ráð fyrir til þess að horfur eru á að olíu- og hrávöruverð á heimsmarkaði verði töluvert lægra á næstu misserum en búist var við auk þess sem spáð er að gengi krónunnar verði heldur sterkara en í síðustu spá.

Spáð er að mæld verðbólga verði rúmlega 4% að meðaltali á þessu ári og jafn mikil á árinu 2012 og að verðbólguþrýstingur náist á seinni hluta ársins 2013. Þrátt fyrir að verðbólga verði heldur minni á árinu 2012 en gert var ráð fyrir í síðustu spá eru horfur lengra fram í tímann svipaðar og þá. Á móti minni verðbólguþrýstingi til skamms tíma vegur minni slaki í þjóðarbúskapnum en áður var reiknað með auk þess sem aukin hætta er á annarrar umferðar áhrifum vegna mikilla launahækkana á árinu 2011. Líklegt er því að á næstu misserum muni vegast á kostnaðarþrýstingur vegna launaskriðs og lækun hrávöruverðs vegna erfiðra aðstæðna á alþjóðlegum mörkuðum.

Ennfremur sýna rannsóknir á verðákvörðunum íslenskra fyrirtækja að verðbólguþrýstingur hafi verið afar mikil hér á landi og því

4. Notast er við svokallaða aðferð meginþátta (e. principal component analysis) sem er einföld aðferð til að meta sameiginlega undirliggjandi þróun í fjölda hagstærða.

5. Samkvæmt fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2012 er gert ráð fyrir að krónutölugjöld á áfengi, tóbak og bensín verði hækkuð í byrjun næsta árs og búist er við að það hafi u.þ.b. 0,15 prósentna áhrif á vísitölu neysluverðs (sjá nánar í kafla V).

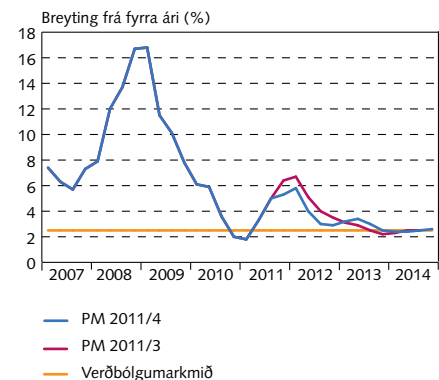
hafi verið erfitt að ná aftur tókum á verðbólgu eftir mikla aukningu, einkum í kjölfar kostnaðarhækkunar eða gengislækkunar krónunnar. Rannsóknir sýna einnig að óvenju algengt hafi verið að verðlagning einstakrar vöru og þjónustu sé beintengd þróun almenns verðlags, einkum meðal fyrirtækja sem verða ekki fyrir beinum áhrifum af gengisbreytingum. Fyrirtæki sem eru viðkvæm fyrir sveiflum í gengi krónunnar virðast einnig tregari til að lækka verð í kjölfar gengis- hækkunar krónunnar sem endurspeglar m.a. að þau hafi efasemdir um varanleika gengishækkunarinnar.⁶ Að því tilskildu að þessar niðurstöður eigi einnig við um næstu framtíð kann hjöðnun verðbólgunnar eftir aukningu hennar á þessu ári að verða hæ加里 en ella.

Óvissa í báðar áttir

Í kjölfar mikillar verðbólgu og launahækkana á fyrri hluta þessa árs er hættu á að verðbólga hafi tilhneigingu til að festast í sessi ef verðbólguvæntingar haldast á núverandi stigi og ákvarðanir um laun og verðlag taka mið af því. Óvíst er hins vegar hversu mikil verð- bólguþregðan verður á næstunni að þessu leyti. Þá er töluverð óvissa um hvort áhrif fyrrnefndra launahækkana séu að mestu komin fram og einnig hvort þau verði þrálátari en hér er spáð. Miðað við umfang launahækkanna er hættu á að í kjölfarið fylgi eitthvert launaskrið, þótt slakinn í þjóðarþúskapnum ætti að vega þar á móti. Hins vegar er nokkur óvissa um hve mikill slakinn er og hversu mikið hann heldur aftur af undirliggjandi verðbólguþrýstingi. Verðbólgan gæti einnig orðið minni en hér er spáð ef alþjóðahorfur versna frekar og lækkun hrávöru- og olíuverðs á heimsmarkaði verður meiri en reiknað er með í grunnspánni þar sem draga myndi úr innfluttum verðbólgu- þrýstingi að svo miklu leyti sem gengi krónunnar gæfi ekki eftir. Í ljósi mikils vægis húsnæðisliðarins í vísitölu neysluverðs er einnig stór óvissuþáttur hvort húsnæðisverð haldi áfram að hækka og hver áhrif aukins framboðs íbúðalána og batnandi fjármálalegra skilyrða heimila verða á umsvif á markaðnum. Nánari umfjöllun um helstu óvissuþætti er að finna í kafla I.

Mynd VIII-10

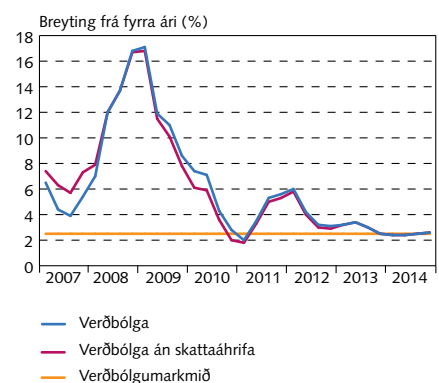
Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2011/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-11

Verðbólga með og án skattaáhrifa
1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2011 - 4. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

6. Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Pétursdóttir og Karen Á. Vignisdóttir (2011), „Price setting in turbulent times: Survey evidence from Icelandic firms“, Seðlabanki Íslands, Working Paper nr. 54.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2011/4

Tafla 1 Þjóðhagsspá¹

	í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
		2010	2011	2012	2013	2014
<i>Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar</i>						
Einkaneysla	787,7	-0,4 (-0,2)	2,9 (3,8)	3,1 (2,3)	3,2 (2,6)	2,8
Samneysla	398,6	-3,4 (-3,2)	-0,2 (-2,2)	-1,2 (-1,4)	0,4 (0,1)	0,3
Fjármunamyndun	206,9	-4,7 (-4,9)	6,7 (10,3)	16,5 (16,2)	4,4 (11,2)	11,1
Atvinnuvegafjárfesting	129,4	5,5 (6,5)	13,2 (18,1)	16,5 (18,3)	4,4 (11,8)	13,5
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	35,5	-17,6 (-17,0)	13,8 (9,2)	21,6 (16,6)	14,6 (15,3)	15,1
Fjárfesting hins opinbera	42,0	-19,3 (-22,4)	-19,8 (-14,3)	9,5 (5,7)	-8,8 (3,2)	-8,5
Þjóðarútgjöld	1.389,9	-2,2 (-2,1)	3,9 (4,0)	3,2 (2,6)	2,3 (3,6)	3,4
Útflutningur vöru og þjónustu	861,3	0,4 (1,1)	2,5 (1,9)	1,3 (1,5)	1,6 (3,5)	2,1
Innflutningur vöru og þjónustu	707,0	4,0 (3,9)	4,0 (4,2)	2,8 (3,4)	1,6 (3,2)	3,5
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar	-	-1,5 (-1,2)	-0,4 (-0,8)	-0,5 (-0,8)	0,2 (0,4)	-0,4
Verg landsframleiðsla	1.544,1	-3,6 (-3,1)	3,1 (2,8)	2,3 (1,6)	2,3 (3,7)	2,6
<i>Aðrar lykilstærðir</i>						
Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.544 (1.547)	1.674 (1.649)	1.822 (1.764)	1.918 (1.877)	2.009	
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)	10,0 (10,5)	10,0 (8,6)	10,9 (7,6)	10,8 (7,5)	10,0	
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-11,1 (-9,8)	-8,2 (-8,5)	-1,5 (-4,4)	1,1 (-1,7)	-0,2	
Viðskiptajöfnuður án áfallinna vaxta vegna innlánsstofnana í slitameðferð (% af landsframleiðslu)	-2,4 (-1,0)	0,5 (0,8)	3,3 (0,5)	2,6 (-0,5)	1,2	
Heildarfjármunamyndun (% af landsframleiðslu)	13,4 (13,3)	13,7 (14,5)	15,0 (16,6)	15,3 (17,8)	16,6	
Atvinnuvegafjárfesting (% af landsframleiðslu)	8,4 (8,4)	9,0 (9,7)	9,8 (11,3)	10,0 (12,1)	11,1	
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-4,4 (-4,8)	-1,8 (-2,4)	-1,0 (-2,2)	-0,2 (-0,3)	0,4	
Launakostnaður á framleidda einingu (br. ársmeðaltala)	4,9 (4,8)	5,4 (5,7)	4,6 (4,3)	2,7 (2,3)	2,9	
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)	-11,4 (-3,0)	2,2 (0,6)	0,9 (0,8)	0,5 (1,1)	4,8	
Atvinnuleysi (% af mannafla)	8,1 (8,1)	7,4 (7,1)	6,2 (6,2)	5,8 (5,8)	4,9	
Gengi krónu gagnvart evru	161,7 (161,7)	160,8 (162,9)	158,2 (163,4)	158,9 (163,4)	158,6	
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	5,4 (5,4)	4,1 (4,4)	4,1 (4,9)	3,0 (2,7)	2,5	
Verðbólga án skattaáhrifa (ársmeðaltal, %)	4,4 (4,4)	3,9 (4,2)	3,9 (4,8)	3,0 (2,7)	2,5	

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2011/3.

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)
	<i>Mæld gildi</i>		
2010:3	4,3 (4,3)	3,6 (3,6)	-2,3 (-2,3)
2010:4	2,8 (2,8)	2,0 (2,0)	4,0 (4,0)
2011:1	2,0 (2,0)	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)
2011:2	3,5 (3,5)	3,3 (3,3)	10,9 (10,9)
2011:3	5,3 (5,6)	5,0 (5,4)	4,6 (6,0)
	<i>Spáð gildi</i>		
2011:4	5,6 (6,6)	5,3 (6,4)	5,2 (8,0)
2012:1	6,0 (6,8)	5,8 (6,7)	3,4 (2,4)
2012:2	4,2 (5,2)	4,0 (5,1)	3,4 (4,6)
2012:3	3,2 (4,1)	3,0 (4,0)	0,7 (1,5)
2012:4	3,1 (3,6)	2,9 (3,5)	4,9 (5,8)
2013:1	3,2 (3,1)	3,2 (3,1)	3,7 (0,4)
2013:2	3,4 (2,9)	3,4 (2,9)	4,5 (4,0)
2013:3	3,0 (2,5)	3,0 (2,5)	-0,9 (-0,1)
2013:4	2,5 (2,2)	2,5 (2,2)	2,8 (4,6)
2014:1	2,4 (2,3)	2,4 (2,3)	3,2 (0,9)
2014:2	2,4 (2,5)	2,4 (2,5)	4,6 (4,7)
2014:3	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)	-0,7 (-0,2)
2014:4	2,6	2,6	3,3

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2011/3.

Viðauki 2

Reynsla af spám Seðlabanka Íslands

Skekkjur í hagspám eru óhjákvæmilegar. Þær geta stafað af ófullkomnum líkönum, ófullkomnum upplýsingum um efnahagsstærðir sem líkönin byggjast á og ófyrirséðum atburðum. Athugun á skekkjum í spám Seðlabankans er mikilvæg. Hún gefur hugmynd um þá óvissu sem er í spánum og mikilvægar upplýsingar um hugsanleg mistök í spágerðinni og hugsanlegar kerfisbreytingar í þjóðarbúskapnum. Hvort tveggja má nýta við frekari þróun á haglíkönnum bankans og notkun þeirra við spágerðina.

Þjóðhags- og verðbólguþrá Seðlabankans

Þjóðhags- og verðbólguþrá Seðlabankans eru gerðar fjórum sinnum á ári til þriggja ára í senn. Þær byggjast á ítarlegri greiningu á stöðu þjóðarbúsins hverju sinni. Forsendur fyrir alþjóðlegri efnahagsþróun byggjast á alþjóðlegum spám og því sem lesa má út úr framvirku verði varðandi verðþróun helstu hrávörutegunda. Þjóðhagsreikningar eru helsti grundvöllur matsins á stöðu þjóðarbúsins en því til viðbótar leggja sérfræðingar bankans sjálfstætt mat á stöðu þjóðarbúsins með spurningakönnunum, samtölum við forsvarsmenn fyrirtækja, stofnana og aðila á vinnumarkaði og tölfræðilegri greiningu á þróun lykilstærða. Þjóðhagslíkan Seðlabankans er það tæki sem heldur utan um þessar upplýsingar og gefur mat á efnahagshorfum í samræmi við þau efnahagslögmál sem líkanið er byggt á, þótt hin endanlega spá bankans ráðist ekki síður af mati sérfræðinga bankans.

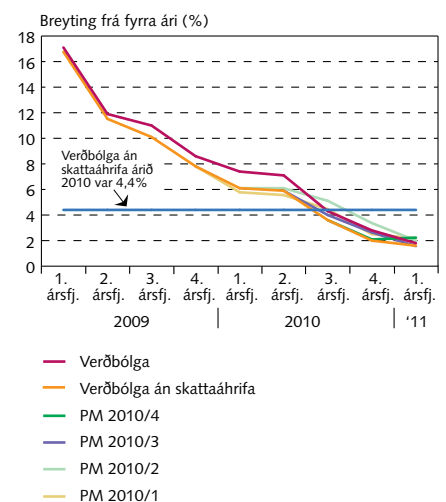
Ein lykilmódel hvernig spágerðar er hvernig peningastefnan muni þróast á spátímanum. Í spágerðinni er notast við þjóðhagslíkan sem byggist á framsýnni peningastefnureglu þar sem vextir Seðlabankans ákvarðast út frá væntu fráviki verðbólgu frá verðbólgu-umarkmiði og framleiðsluspennu. Þessi regla tryggir að vextir bankans hreyfist þannig að verðbólga er við markmið eða á leið í markmið við lok spátímans, sé hún frábrugðin því. Peningastefnureglan í þjóðhagslíkaninu er sú regla sem veldur minnstum þjóðhagslegum kostnaði við að tryggja að verðbólga sé við markmið.¹

Verðbólguþrá Seðlabankans fyrir árið 2010

Tólf mánaða verðbólga án áhrifa óbeinna skatta náði hámarki á árinu 2010 í mars þegar hún var 7,1%. Hún dróst hins vegar hratt saman þegar leið á árið og var orðin 1,7% í desember og hafði verðbólga ekki mælst minni frá því í júlí 2003. Án skattaáhrifa mældist tólf mánaða verðbólga að meðaltali 4,4% á árinu 2010 og var það í ágætu samræmi við spár Seðlabankans, eins og sjá má í töflu 1.

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

Mynd 1
Verðbólguþrá Peningamála árið 2010 og verðbólga án skattaáhrifa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Á mynd 1 má sjá spár um þróun verðbólgu án skattaáhrifa frá byrjun árs 2010 til fyrsta fjórðungs í ár. Í *Peningamálum* 2010/1 er verðbólgu vanspáð á fyrri helmingi tímabilsins og ofspáð á seinni hlutanum. Í síðari *Peningamálum* ársins er hins vegar tilhneiging til að ofspá verðbólgu allt spátímabilið, sérstaklega í öðru hefti ársins.

Tafla 1 Verðbólguþróun árið 2010

Breyting frá fyrra ári (%)	PM 2010/1	PM 2010/2	PM 2010/3	PM 2010/4
Verðbólga	5,6	6,2	5,7	5,4
Verðbólga án skattaáhrifa	4,5	5,1	4,6	4,4

Skekkjur í verðbólguþróun yfir lengra tímabil

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

Tafla 2 Skekkjur í verðbólguþróun Seðlabankans frá 1. ársfj. 1994

%	Einn ársfj.	Tvo ársfj.	Þrjú ársfj.	Fjóra ársfj.
Meðalskekkja	0,0	-0,3	-0,7	-1,2
Staðalfrávik spáskekkju	0,6	1,7	2,5	2,8

Tafla 2 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólguþróun Seðlabankans allt að fjóra ársfjórðunga fram í tímann frá árinu 1994 til og með janúarspánni í ár, þ.e. í 60 spám. Samkvæmt töflunni hefur verðbólgu verið vanspáð tvo til fjóra ársfjórðunga fram í tímann og því meira sem lengra er horft fram á veginn. Meðalskekkjur spánna þrjú og fjóra ársfjórðunga fram í tímann reyndust vera tölfræðilega marktækar miðað við 5% öryggismörk, sem þýðir að spámar voru bjagaðar niður á við. Hins vegar finnst ekki marktæk bjögun í skekkjum í spám einn og tvo ársfjórðunga fram í tímann.

Tafla 3 Skekkjur í verðbólguþróun Seðlabankans frá 2. ársfj. 2001

	Fjöldi mælinga	Meðalskekkja (%)	Staðalfrávik (%)
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	34	-1,6	3,2
Átta ársfjórðungar fram í tímann	30	-2,8	4,7

Frá því að verðbólguþróun var tekið upp í mars árið 2001 hefur Seðlabankinn einnig birt verðbólguþróun tvö ár fram í tímann. Tafla 3 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik spáskekkju frá því að bankinn tók upp verðbólguþróun. Samanburður á töflum 2 og 3 sýnir að staðalfrávik eins árs spáskekkju er meira eftir að bankinn tók upp verðbólguþróun í samanburði við allt tímabilið, enda hafa sveiflur í verðbólgu aukist verulega eftir að flotgengisstefnan var tekin upp.² Einnig er rétt að hafa í huga að ekki voru gerðar eigin spár um þróun

2. Sjá umfjöllun í skýrslu Seðlabankans, „Peningastefnan eftir höft“, *Sérít* nr. 4, desember 2010.

gengis krónunnar og vaxta bankans fyrir en á árinu 2007. Spár fram að þeim tíma nýttu því ekki að fullu mat sérfræðinga bankans á líklegri þróun þessara stærða, sem líklega leiddi til aukinnar spáskekkju, t.d. í verðbólgu enda eru skekkjur í verðbólguþám gjarnan tengdar skekkjum í spám um gengi krónunnar.

Verðbólguþám Seðlabankans í samanburði við spár einfaldra tímaraðalíkana

Við spágerðina er einnig horft til verðbólguþáa sem fást með einföldum tímaraðalíkönum. Það er því áhugavert að bera saman spár bankans og útkomur slíkra líkana. Þegar litið er yfir árið 2010 sést að þjóðhagslíkan bankans reyndist ávallt með minnstu spáskekkjuna, að undanskilinni spá þrjá ársfjórðunga fram í tímann þegar einfalt kostnaðarlíkan sem tekur mið af sögulegri þróun launakostnaðar og innflutningsverðlags og ARIMA-líkan 1 komu aðeins betur út.³ Hin tvö ARIMA-líkönin stóðu sig hins vegar síður.⁴ Yfirleitt ofspáðu þessi líkön verðbólgu á árinu 2010, enda hjaðnaði hún hratt á árinu eins og áður hefur komið fram.

Þegar spáð var einn ársfjórðung fram í tímann stóðu hin líkönin sig þó með ágætum að undanskilinni spánni þar sem spáð er sömu verðbólgu og í síðasta ársfjórðungi út spátímabilið. Þess konar spá gerir ráð fyrir að ekki sé hægt að sjá fyrir breytingar í verðbólgunni, þ.e. að verðbólgan fylgi svokölluðum ráfferli (e. random walk). Spáskekkjur kostnaðarlíkansins og ARIMA-líkana voru á bilinu 0,41-0,55% en spáskekkja ráfferils mældist langt um meiri eða 1,6%. Spáskekkjan í spám bankans reyndist hins vegar 0,28%.

Á undanförunum árum hafa þessi einföldu tímaraðalíkön verið nýtt í meira mæli til að bæta skammtímaverðbólguþám bankans. Að einhverju leyti virðist það hafa skilað árangri, því að spáskekkjur til skemmri tíma hafa minnkað (sjá mynd 3). Þótt ýmsar ástæður geti verið fyrir þessum bættu árangri er ekki útilokað að betur hafi tekist upp við spágerðina eftir því sem fleiri líkön hafa verið nýtt við spágerðina.

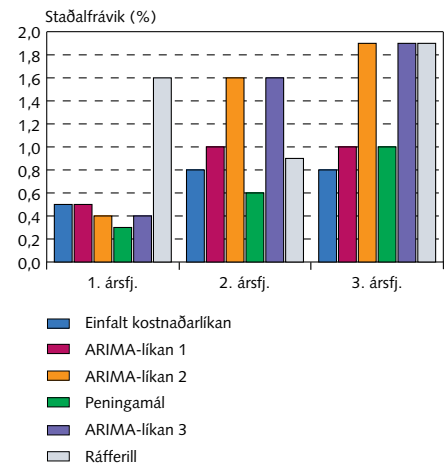
Hagvaxtarspár Seðlabankans fyrir árið 2010

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

Hagstofa Íslands birtir áætlanir um þjóðhagsreikninga fyrir hvern ársfjórðung rúmum tveim mánuðum eftir lok fjórðungsins. Fyrsta áætlun fyrir fjórða ársfjórðung 2010 og árið 2010 í heild var birt 8. mars sl. og endurskoðaðar tölur voru birtar 8. september. Spár Seðlabankans

Mynd 2

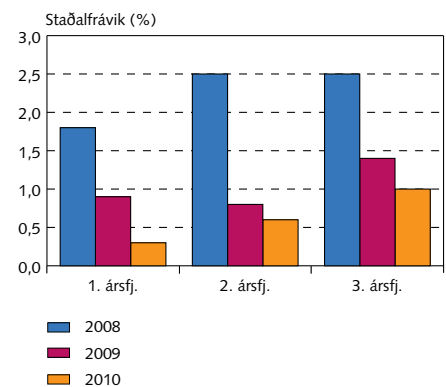
Spáskekkjur verðbólgu í Peningamálum og ýmsum einföldum líkönum árið 2010¹



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

Mynd 3

Spáskekkjur verðbólgu í Peningamálum yfir árin 2008 til 2010¹



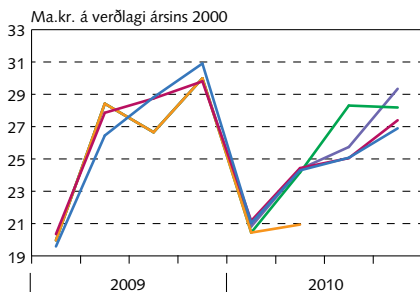
1. Fyrsti ársfjórðungur er fjórðungurinn sem Peningamál eru birt eða fyrsti fjórðungurinn sem spáð er. Annar ársfjórðungur er næsti fjórðungur á eftir birtingu Peningamála. Þriðji ársfjórðungur er fjórðungurinn þar á eftir. Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Þessu var öfugt farið á árinu 2009 þegar verðbólguþám bankans voru eilittlu síðri en spár þessara einföldu tímaraðalíkana. Sjá umfjöllun í viðauka 2 í Peningamálum 2010/2.

4. ARIMA-líkan 1 er byggt á spám fyrir helstu undirlíði vísitölu neysluverðs og þeir eru síðan vegnir saman í eina heildarvísitölu. Tólf undirlíðir vísitölu neysluverðs skiptast í búvörur án grænmetis, grænmeti, aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur, aðrar innlendar vörur, innfluttar mat- og drykkjarvörur, nýja bíla ásamt varahlutum, bensin, aðrar innfluttar vörur, áfengi og tóbak, húsnæði, opinbera þjónusta og að lokum aðra þjónustu. ARIMA-líkan 2 spár vísitölu neysluverðs beint en ARIMA-líkan 3 spár heildarvísitölu áhrifa óbeinna skatta og bætir síðan skattaáhrifunum við. Áhugaverða umfjöllun um notkun ARIMA-líkana við verðbólguþám má finna í A. Meyler, G. Kenny og T. Quinn (1998), „Forecasting Irish inflation using ARIMA models“, Central Bank of Ireland, *Technical Paper*, nr. 3/RT/98.

Mynd 4

Fjármunamyndun: Tölur Hagstofu og spár Seðlabankans

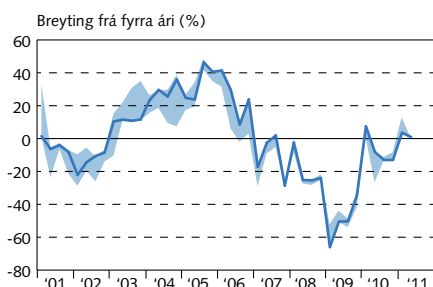


— Endurskoðaðar tölur Hagstofu frá september 2011
— Bráðabirgðatölur Hagstofu frá mars 2011
— Áætlun Hagstofu frá september 2010
— Spá PM 2010/4
— Spá PM 2011/1

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Endurskoðun á vexti fjármunamyndunar



■ Bil hæsta og lægsta mats Hagstofunnar
— Síðasta mat Hagstofunnar

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

og áætlanir Hagstofunnar á breytingum helstu þjóðhagsstærða má sjá í töflu 4. Efst í dálkunum sem sýna spánnar er fyrsti ársfjórðungur sem spáð er fyrir um. Þegar *Peningamál 2010/1* voru gefin út 27. janúar 2010 lágu fyrir áætlanir frá Hagstofunni um þjóðhagsreikninga fyrir þriðja ársfjórðung 2009. Spá bankans fyrir árið 2010 þurfti því að byggja á spá fyrir fjórða ársfjórðung ársins 2009. Athyglisvert er hins vegar að þrátt fyrir þetta reyndist spáin sem birt var í *Peningamálum 2010/1* besta spáin um þróun þjóðarútgjalda og hagvaxtar á árinu í heild. Þetta er undantekning því að oftast batna spánnar eftir því sem meiri upplýsingar berast.

Tafla 4 Þjóðhagsspár *Peningamála* fyrir árið 2010

Spátímabil frá:	2009/4	2010/1	2010/2	2010/3	2010/4	Bráða- birgða- tölur mars 2011	Endursk. tölur sept. 2011
Breyting frá fyrra ári (%)	PM 2010/1	PM 2010/2	PM 2010/3	PM 2010/4	PM 2011/1		
Einkaneysla	-1,2	1,1	0,5	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4
Samneysla	-3,2	-3,0	-3,2	-1,7	-3,5	-3,2	-3,4
Fjármunamyndun	-5,7	-10,2	-3,8	-3,7	-4,5	-8,1	-8,0
Þjóðarútgjöld	-2,8	-1,9	-0,7	-1,6	-2,4	-2,5	-2,7
Útflutningur	1,5	0,4	-1,2	0,4	0,0	1,1	0,4
Innflutningur	0,0	2,5	1,3	2,9	1,1	3,9	4,0
Hagvöxtur	-3,4	-2,6	-1,9	-2,6	-2,7	-3,5	-4,0

Hluti af skekkjum í spám um vöxt fjárfestingar, og þar með hagvaxtar, að undanfögnu skýrist af því að tekið hefur verið mið af áformum um stóriðjufjárfestingu sem svo hefur seinkað. Spáskekkjurnar hafa einnig endurspeglað að bankinn hefur talið að bráðabirgðatölur Hagstofunnar um fjárfestingu ársins 2010 hafi falið í sér vanmat. Bankinn hefur byggt þetta mat á fjölda vísbendinga, m.a. innflutningi á fjárfestingarvöru, niðurstöðum úr eigin könnun um fjárfestingaráform fyrirtækja og fyrirtækjakönnun Capacent Gallup. Hagstofan mun næst endurskoða tölur fyrir árið 2010 í mars 2012. Þá fæst betra mat á hversu vel spár bankans um þróun fjárfestingar og hagvaxtar á árinu 2010 reyndust.

Endurskoðun hagtalna og spáskekkjur

Bæði hér á landi og í öðrum löndum eru sögulegar hagtölur að jafnaði endurskoðaðar reglulega og endanleg niðurstaða fæst oft ekki fyrr en að nokkrum árum liðnum. Hér á landi virðist tilhneigingin sú að yfirleitt eru þessar tölur endurskoðaðar til hækkunar fremur en til lækkunar.⁵ Vöxtur fjárfestingar á fyrsta ársfjórðungi frá sama tíma árið áður fyrir árin 2001-2010 var t.d. hækkaður um 1 prósentu að meðaltali frá fyrstu tölum til þeirra síðustu. Samsvarandi tölur fyrir hina fjórðunga ársins eru á bilinu 3-6 prósentur. Mynd 5 sýnir þróunina í áætlunum Hagstofunnar um vöxt fjárfestingar frá sama fjórðungi fyrra árs frá fyrsta fjórðungi ársins 2001 til annars fjórðungs ársins 2011. Þar sést að nýjustu tölur liggja jafnan í efri mörkum þess bils sem markast af

5. Sjá t.d. Ásgeir Danielsson (2008), „Accuracy in forecasting macroeconomic variables in Iceland“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 39.

þeim áætlunum sem gefa mesta og minnsta vöxtinn. Mynd 6 sýnir sambærilega tilhneingingu í mati Hagstofunnar fyrir hagvöxt.

Efnahagskreppan og spár Seðlabankans

Í kjölfar banka- og gjaldeyriskreppunnar árið 2008 og alþjóðlegu efnahagskreppunnar sem fylgdi í kjölfarið varð mikill samdráttur í efnahagssumsvifum hér á landi eins og í öðrum ríkjum, þótt samdrátturinn hafi orðið með mesta móti hér á landi (sjá t.d. umfjöllun í kafla I). Það er því áhugavert að skoða hversu vel tókst til við að sjá fyrir stærð efnahagsamdráttarins árin 2009-2010.

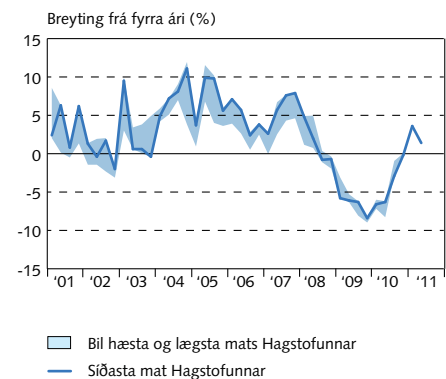
Seðlabankinn birti fyrst spár fyrir árið 2010 í síðasta hefti *Peningamála* árið 2007. Samkvæmt þeirri spá var gert ráð fyrir 2% samdrætti landsframleiðslu árið 2009 en að hagvöxtur tæki síðan við sér á ný árið 2010.⁶ Þessi spá endurspeglaði óhjákvæmilega aðlögun þjóðarbúskaparins eftir openslu árána þar á undan. Eftir því sem aðlöguninni í þjóðarbúskapnum sem bankinn spáði fyrir seinkaði varð samdrátturinn sem spáð var dýpri. Í byrjun árs 2008 var spáð samdrætti landsframleiðslu bæði árin 2009 og 2010 sem nam samtals 4%. Um leið og fjármálakreppan skellur á haustið 2008 eru spár bankans hins vegar endurskoðaðar verulega og þá gert ráð fyrir að landsframleiðslan myndi samtals dragast saman um u.þ.b. 10% á árunum 2009-2010. Athyglisvert er að þetta mat virðist ætla að ganga eftir, þótt samsetning samdráttarins milli árána tveggja hafi breyst. Í ljós hefur komið að samdrátturinn árið 2009 var upphaflega ofmetinn og að stærri hluti samdráttarins hafi færst yfir á árið 2010 en upphaflega var gert ráð fyrir. Heildarsamdrátturinn er hins vegar sá sami og upphaflega var spáð, sem verður að telja vel ásættanlegt í ljósi þess hve efnahagsskellurinn er stór og án fordæmis í íslenskrí nútíma hagsögu.

Tafla 5 Hagvöxtur árána 2009-2010 og spár Seðlabankans um stærð efnahagsamdráttarins (%)

Peningamál	Hagvöxtur 2009	Hagvöxtur 2010	Uppsafnaður vöxtur (samdráttur) 2009-10
PM 2007/3	-2,0	2,3	0,3
PM 2008/1	-2,5	-1,5	-4,0
PM 2008/2	-2,0	-1,9	-3,9
PM 2008/3	-8,3	-1,7	-9,9
PM 2009/1	-9,9	-0,8	-10,6
PM 2009/2	-11,0	-0,8	-11,7
PM 2009/3	-9,1	-2,2	-11,1
PM 2009/4	-8,5	-2,4	-10,7
PM 2010/1	-7,7	-3,4	-10,8
PM 2010/2	-6,5	-2,6	-8,9
PM 2010/3	-6,5	-1,9	-8,3
PM 2010/4	-6,8	-2,6	-9,2
PM 2011/1	-6,8	-2,7	-9,3
PM 2011/2	-6,9	-3,1	-9,8
PM 2011/3	-6,9	-3,1	-9,8
PM 2011/4	-6,7	-3,6	-10,1

6. Rétt er að hafa í huga að á þessum tíma spáði Seðlabankinn einn innlendra spáaðila að framundan væri efnahagsamdráttur og hlaut bankinn töluverða gagnrýni á sínum tíma fyrir óhóflega svartsýni í spám sínum (sjá t.d. yfirlit yfir spár annarra greiningaraðila sem bankinn birti reglulega í *Peningamálum*).

Mynd 6
Endurskoðun á hagvexti



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

