

Verri hagvaxtarhorfur í ár en áþekkar fyrir spátímabilið í heild

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa heldur versnað og óvissa aukist frá útgáfu Peningamála í ágúst. Horfur um viðskiptakjör í ár og útflutningsvöxt á spátímanum í heild hafa því versnað. Gengi krónunnar hefur einnig lækkað nokkuð frá því í ágúst eftir að hafa hækkað síðan í apríl sl. Endurskoðaðar tölur Hagstofu Íslands benda til þess að hagvöxtur í fyrra hafi verið minni en áður var talið og að efnahagsbatinn á fyrri hluta þessa árs hafi verið veikari en reiknað var með í ágúst. Í endurskoðaðri spá bankans er því gert ráð fyrir að hagvöxtur í ár verði um 2,5% sem er um ½ prósentu minni hagvöxtur en spáð var í ágúst. Meginskýringin liggur í meiri samdrætti samneyslu en áður hafði verið spáð. Hins vegar er gert ráð fyrir meiri hagvexti á næsta ári en spáð var í ágúst eða um 2,9% og að hagvöxtur á spátímanum verði að meðaltali rétt yfir 3%, sem er í takt við langtíma-meðalhagvöxt. Samkvæmt spánni mun landsframleiðslan ná hágildi sínu frá því fyrir fjármálakreppuna á seinni hluta ársins 2014 og verða svipuð í lok spátímans árið 2015 og gert var ráð fyrir í ágúst. Nýjustu vísbendingar gefa til kynna hægari bata á vinnumarkaði en áður var gengið út frá, þótt atvinnuleysi haldi áfram að minnka. Störfum hefur þó fjölgað og verið meginástæða minnkandi atvinnuleysis. Áfram er gert ráð fyrir hægfarena bata á vinnumarkaði með fjölgun heildarvinnustunda og minnkandi atvinnuleysis. Verðbólga hefur reynst minni en spáð var í ágúst en horfur á spátímanum eru hins vegar taldar svipaðar og þá. Þar vegast annars vegar á áhrif minni verðbólgu við upphaf spátímans og meiri slaki í þjóðarþúinu og hins vegar áhrif lægra gengis krónunnar og meiri hækkana óbeinna skatta í byrjun næsta árs en áður hafði verið gert ráð fyrir. Samkvæmt spánni næst verðbólgu markmiðið þó heldur fyrr en í ágústspánni. Mikil óvissa er um gengis- og verðbólguhorfur og styrk og varanleika innlends efnahagsbata, sérstaklega í ljósi viðsjárverðra alþjóðahorfa.

I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

Meginþættir grunnspár Seðlabankans

Vextir Seðlabankans óbreyttir frá útgáfu *Peningamála* í ágúst ...

Samhliða útgáfu *Peningamála* í ágúst ákvað peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands að halda vöxtum bankans óbreyttum. Sama niðurstaða varð á októberfundi nefndarinnar. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum voru því 4,75% fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 5,50%, veðlánavextir 5,75% og daglánavextir 6,75%. Frá því að vextir bankans voru lægstir í ágúst í fyrra hafa þeir hækkað um 1,5 prósentur en um 1,25 prósentur frá sama tíma fyrir ári.

Skammtíma vextir á millibankamarkaði hafa í meginatriðum fylgt vöxtum Seðlabankans. Þeir voru um 5% rétt fyrir útgáfu *Peningamála*, sem er rétt undir virkum vöxtum bankans (meðaltali vaxta á innlánsformum Seðlabankans) og höfðu þeir hækkað um 1,25 prósentur frá sama tíma fyrir ári. Eins og fyrr sveiflast millibankavextir í neðri hluta vaxtagangs Seðlabankans, sem skýrist af tiltölulega rúmri lausafjárstöðu fjármálakerfisins.

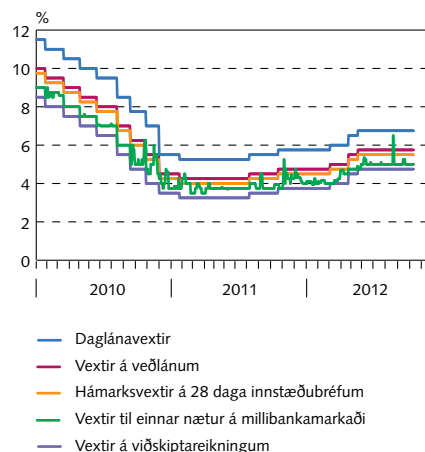
... en raunvextir bankans halda áfram að hækka þótt þeir séu enn undir hlutlausri stöðu

Raunvextir Seðlabankans hafa haldið áfram að hækka. Þeir mælast nú um 0,7%, hvort sem horft er til núverandi verðbólguþests eða meðal-

Mynd I-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 9. nóvember 2012



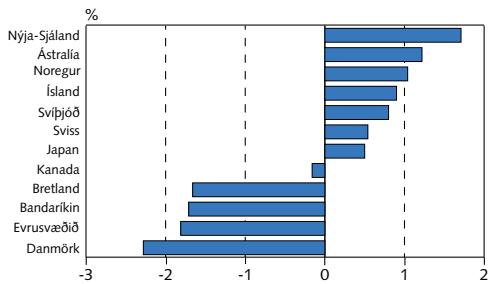
Heimild: Seðlabanki Íslands.

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

Mynd I-2

Raunstýrivextir í ýmsum iðnríkjum

Virkir seðlabankavextir að frádreginni ársverðbólgu¹



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

Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

tals mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar og hafa því hækkað um 0,3 prósentur frá því í ágúst og um 1,4 prósentur frá sama tíma fyrir ári eða svipað og nafnvextir bankans. Sé hins vegar eingöngu horft til samtímaverðbólgu hafa raunvextir bankans hækkað heldur meira eða um 2,2 prósentur frá því fyrir ári. Taumhald peningastefnunnar hefur því aukist, sérstaklega eftir því sem liðið hefur á þetta ár. Raunvextir Seðlabankans eru þó að líkindum ennþá nokkuð undir því sem til lengdar samræmist fullri nýtingu framleiðsluþátta og ættu því að styðja við efnahagsbatann. Á sama tíma hefur eignaverð haldið áfram að hækka og skuldir einkaaðila að lækka.

Eins og sést á mynd I-2 eru raunvextir bankans svipaðir og þeir eru í Noregi og Svíþjóð en nokkru lægri en meðal þróaðra ríkja í Eyjaálfu. Þeir eru hins vegar talsvert hærri en í þeim þróuðu ríkjum þar sem þeir eru lægstir. Þrátt fyrir að raunvextir séu mismunandi meðal þróaðra ríkja er þó sammerkt með nánast öllum þeirra að raunvaxtastigið hefur hækkað frá því fyrir ári, þrátt fyrir að nafnvextir séu ýmist óbreyttir eða hafi lækkað. Stafar það af því að verðbólga hefur hjaðnað hraðar en nafnvextir hafa lækkað. Eru raunvextir seðlabanka þróaðra ríkja nú um 1 prósentu hærri að meðaltali en þeir voru fyrir ári. Hér skiptir einnig máli að í sumum ríkjum eru nafnvextir nálægt núlli og því takmarkað svigrúm til frekari lækkunar þótt virkir nafnstýrivextir í Danmörku hafi reyndar verið neikvæðir frá miðju sumri. Helstu seðlabankar heims hafa því í auknum mæli dregið úr taumhaldi peningastefnunnar með óhefðbundnum aðgerðum í stað nafnvaxtalækkunar eins og fjallað er um í kafla II. Nánar er fjallað um vaxtaþróun og fjármálaleg skilyrði einkageirans í kafla III.

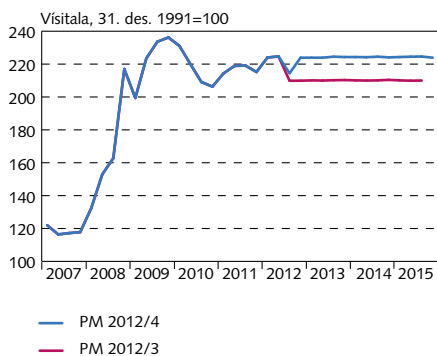
Viðsnúningur í gengi krónunnar eftir hækkun frá því í apríl

Eftir nokkra hækkun gengis krónunnar frá því í apríl sl. tók það að lækka um miðjan ágúst og var gengi krónunnar gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu um 227 stig rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hafði lækkað um tæp 9% frá útgáfu *Peningamála* í ágúst. Á sama tíma hafði gengi krónunnar gagnvart evru lækkað úr tæplega 148 krónum í tæplega 164 krónur eða um 9,7%. Gengisþróun krónunnar skýrist líklega einkum af gjaldeyrisútlæði vegna endurgreiðslna á erlendum lánnum innlendra fyrirtækja og stofnana. Gjaldreyrisinnflæði tengt ferðamannatímanum sem unnið hefur tímabundið á móti þessum þrýstingi er hins vegar í rénun, auk þess sem viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa versnað á árinu. Að einhverju leyti má ætla að lækkunin stafi einnig af væntingum markaðsaðila um að tiltölulega sterkt gengi sl. sumar væri tímabundið, m.a. í ljósi erfiðrar skuldastöðu þjóðarbúsins. Óvissa í tengslum við losun fjármagnshafta gæti einnig veikt krónuna.

Gengi krónunnar var 2% lægra á þriðja ársfjórðungi en reiknað var með í ágúst. Sem fyrr byggist grunnspá bankans á þeirri tæknilegu forsendu að gengið haldist svipað út spátímann frá því sem það er þegar spágerð lýkur. Því er gert ráð fyrir að gengi krónunnar gagnvart evru verði um 162 krónur út spátímann og um 224 stig gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu, sem er um 6,5% lægra gengi en gert var ráð fyrir í ágústspánni en að sama skapi um 2,5% herra gengi en í maíspá bankans. Í þessu felst að raungengið er nánast óbreytt á spátímanum en tæplega 15% herra en það var þegar það náði lágmarki

Mynd I-3

Gengi krónu gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu - samanburður við PM 2012/3



Heimild: Seðlabanki Íslands.

haustið 2009. Eins og mynd I-4 sýnir er þessi þróun í takt við reynslu fimmtán annarra ríkja í kjölfar alvarlegra fjármálakreppa þótt hækkun raungengisins frá því sem það var lægst í kjölfar kreppunnar sé heldur meiri hér en að jafnaði meðal hinna ríkjanna: hér er raungengið fjórum árum eftir að kreppan skall á rúmlega 8% undir því sem það var við upphaf kreppunnar í september 2008 en samsvarandi tala fyrir hin ríkin er um 17%, enda hafði raungengið lækkað mun meira hér í aðdraganda kreppunnar en meðal hinna ríkjanna.² Frekari umfjöllun um þróun á gjaldeyrismarkaði og gengisþróun er að finna í köflum II og III.

Alþjóðahorfur versna og útlit fyrir lakari útflutningsvöxt en í ágúst ...

Eftir því sem liðið hefur á árið hefur fjarað undan efnahagsbatanum í nokkrum af helstu viðskiptalöndum Íslands og hafa alþjóðlegar hagvaxtarhorfur versnað frá því í ágúst og óvissa aukist þrátt fyrir stuðningsaðgerðir stjórnvalda og seðlabanka. Sérstaklega eru horfur á evrusvæðinu, mikilvægasta útflutningsmarkaði Íslands, slæmar. Viðskiptakjör þjóðarinnar hafa einnig versnað og eru horfur á að þau rýrni nokkru meira í ár en gert var ráð fyrir í ágúst. Eigi að síður er spáð hagstæðari viðskiptakjarþróun á næstu árum en í ágúst. Útlit er einnig fyrir að útflutningsvöxtur verði lakari í ár en áður var spáð og munar þar aðallega um endurskoðun Hagstofu Íslands á útflutningi síðasta árs. Reiknað er með fremur slökum vexti útflutnings næstu tvö ár eða á bilinu 1½-2% á ári, sem er heldur lakari vöxtur en í ágúst-spánni. Útflutningur tekur hins vegar nokkuð við sér árið 2015 með auknum álútflutningi.

Vegna minni fjárfestingar í orkufrekum iðnaði verður innflutningur á aðföngum til álframleiðslu nokkru minni en spáð var í ágúst. Skýrir það að mestu hægari innflutningsvöxt á spátímanum í samanburði við ágústspána. Utanríkisviðskipti munu því leggja heldur meira til hagvaxtar á spátímanum en spáð var í ágúst. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál, útflutning og ytri skilyrði í kafla II.

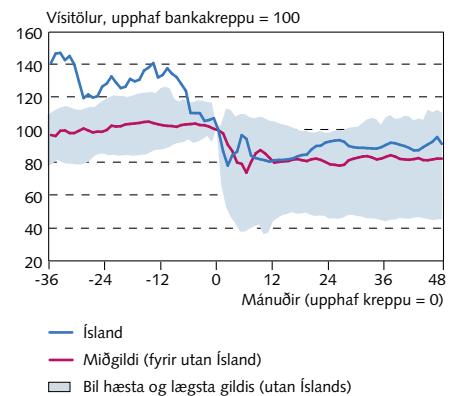
... en hagstæðari viðskiptakjör á spátímanum valda því að spáð er meiri afgangi á viðskiptum við útlönd

Búist er við að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum verði um 6½% af landsframleiðslu í ár, sem er svipað og áætlað var í ágúst. Gert er ráð fyrir að afgangurinn aukist heldur á næsta ári en verði ríflega 6% af landsframleiðslu árin 2014-2015. Þetta eru nokkru betri horfur en gert var ráð fyrir í ágúst og skýrast helst af horfum um hagstæðari þróun viðskiptakjara og að nú er reiknað með heldur minni vexti innflutnings, sem að mestu má rekja til minni innflutnings aðfanga til álframleiðslu í takt við hægari vöxt álframleiðslu.³

2. Ríkin fimmtán eru (tímasetning kreppu í sviga): Argentína (desember 2001), Brasilía (desember 1998), Ekvador (nóvember 1998), Filippseyjar (ágúst 1997), Finnland (september 1991), Indónesía (ágúst 1997), Írland (september 2008), Lettland (september 2008), Malasía (ágúst 1997), Mexíkó (desember 1994), Suður-Kórea (ágúst 1997), Svíþjóð (september 1991), Taíland (júlí 1997), Tyrkland (nóvember 2000) og Úrúgvæ (desember 2001). Sjá nánari upplýsingar í rammagrein I-2.

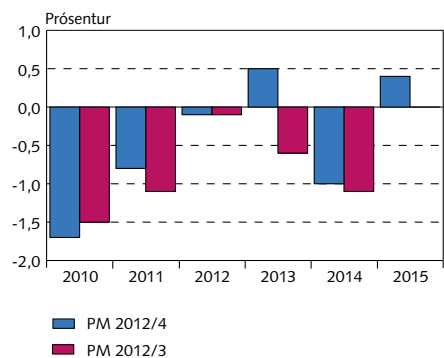
3. Eins og rakið er í rammagrein VII-1 eru breytingar á horfum um þróun viðskiptakjara jafnan stærsti áhrifaþáttur breyttra horfa um þróun vöru- og þjónustujafnaðar í spám bankans.

Mynd I-4
Þróun raungengis í kjölfar fjármálakreppu¹



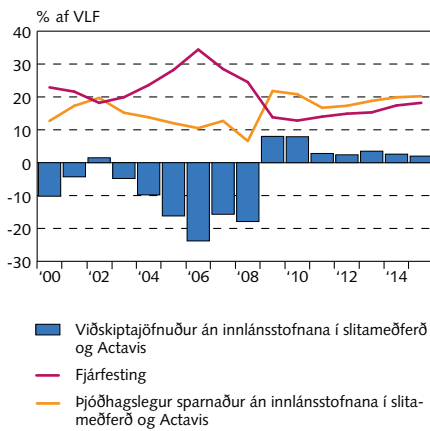
1. Raungengi í 15 ríkjum ásamt Íslandi í kjölfar kerfislegrar bankakreppu. Landsafnið og tímasetningar kreppanna eru skýrðar í neðanmálgrein 2 í kafla I í PM 2012/4.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Macrobond.

Mynd I-5
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6
Viðskiptajöfnuður 2000-2015¹



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

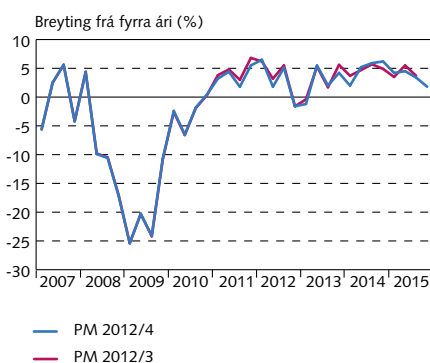
Með horfum um meiri afgang á vöru- og þjónustuviðskiptum batna horfur um viðskiptajöfnuð einnig. Án innlánsstofnana í slitameðferð og að undanskildum áhrifum lyfjafyrirtækisins Actavis er gert ráð fyrir að meðaltali u.þ.b. 2½% afgangi á viðskiptajöfnuði allt tímabilið en, eins og í fyrri spám bankans, er því spáð að afgangurinn fari minnkandi er líður á spátímann þar sem að vöxtur þjóðhagslegs sparnaðar nær ekki að halda í við vöxt innlestrar fjárfestingar. Nánar er fjallað um ytri jöfnuð í kafla VII.

Horfur á hægari vexti innlestrar eftirspurnar í ár þrátt fyrir vísbendingar um kröftugri atvinnuvegafjárfestingu en gert var ráð fyrir í ágúst

Endurskoðaðar tölur Hagstofunnar sem birtar voru í september sl. benda til þess að vöxtur einkaneyslu í fyrra hafi verið minni en fyrri tölur þeirra gáfu til kynna sem skýrist að mestu af nákvæmari upplýsingum um hlut erlendra ferðamanna í neysluútgjöldum hérlendis. Búist er við að vöxtur einkaneyslu í ár verði um 3%, sem er sami vöxtur og reiknað var með í ágúst. Vegna veikari einkaneysluvaxtar í fyrra felur það hins vegar í sér lægra neyslustig en spáð var í ágúst. Að sama skapi er gert ráð fyrir meiri samdrætti samneyslu en í ágúst. Á móti bendir ný könnun Seðlabankans um fjárfestingaráform innlestra fyrirtækja til þess að fjármunamyndunin verði kröftugri í ár en áður var gert ráð fyrir og munar þar helst um meiri fjárfestingu í öðrum atvinnurekstri en orkufrekum iðnaði og tengdum greinum, skipum og flugvélum. Áætlað er að þessi fjárfesting aukist um 7% í ár en í ágúst hafði verið spáð 0,8% vexti. Þótt fjárfesting tengd orkufrekum iðnaði sé áætluð minni en í ágúst er búist við að atvinnuvegafjárfesting í heild aukist um rúmlega 13% í ár í stað ríflega 10% vaxtar í ágústspánni og munar þar mest um meiri fjárfestingu í skipum og flugvélum. Lakari horfur um íbúðafjárfestingu og fjárfestingu hins opinbera gera það hins vegar að verkum að reiknað er með að fjármunamyndun alls verði svipuð og spáð var í ágúst. Viðvarandi lágt fjárfestingarstig hins opinbera og í húsnæði er sömuleiðis meginskýring þess að hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu helst undir langtímameðaltali sínu allan spátímann.⁴ Er því gert ráð fyrir heldur lakari vexti innlestrar eftirspurnar í ár eða um 2,8% í stað 3,2% í ágúst. Auk daprari horfa fyrir árið í ár sýna endurskoðaðar tölur Hagstofunnar hægari vöxt í fyrra en áður var mældur.

Horfur eru einnig á heldur hægari vexti innlestrar eftirspurnar á næsta ári eða um 2,6% í stað 3% í ágústspánni. Munar þar mest um hægari vöxt fjárfestingar. Búist er við auknum krafti í vexti innlestrar eftirspurnar árið 2014 og því spáð að þjóðarútgjöld vaxi um tæplega 5% sem er svipað og í ágúst. Ágætum vexti er einnig spáð árið 2015 eða um 3½% vexti. Meðalvöxtur þjóðarútgjalda á spátímanum er því um 3½% á ári sem er í takt við langtímameðalvöxt fram að fjármálakreppunni árið 2008. Nánari umfjöllun um eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í köflum IV og V.

Mynd I-7
Þjóðarútgjöld - samanburður við PM 2012/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

4. Í rammagrein 1-2 er þróun fjárfestingar í kjölfar fjármálakreppunnar hér á landi sett í alþjóðlegt samhengi.

Útlit fyrir minni hagvöxt í ár en spáð var í ágúst ...

Samkvæmt endurskoðuðum tölum Hagstofunnar var hagvöxtur í fyrra 2,6% en ekki 3,1% eins og í fyrri áætlun. Munar þar mest um áður- nefnda endurskoðun á vexti þjóðarútgjalda en á móti lagðist heldur hagstæðara framlag utanríkisviðskipta. Endurskoðaðar tölur fyrir fyrsta fjórðung þessa árs og fyrstu tölur fyrir annan fjórðung gefa jafn- framt til kynna að efnahagsumsvif það sem af er þessu ári hafi verið minni en spáð var í ágúst. Samkvæmt tölum Hagstofunnar var hag- vöxtur á fyrri hluta ársins 2,4% en í ágúst var spáð 3,2% vexti. Lakari vöxtur skýrist einkum af endurskoðun talna Hagstofunnar fyrir fyrsta fjórðung, auk þess sem neikvætt framlag birgðabreytinga reyndist meira á árshelmingnum en spáð hafði verið.

Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* má búast við að efnahagsbati í kjölfar fjármálakreppunnar verði ójafn og hefur sú verið reyndin. Þannig dróst landsframleiðslan saman milli ársfjórðunga um u.þ.b. 1% á öðrum fjórðungi og kom sá samdráttur í kjölfar tæplega 2% aukningar milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi.⁵ Samkvæmt spánni mun ársfjórðungslegur vöxtur landsframleiðslunnar nema tæplega 2% á þriðja fjórðungi og tæplega 1% á þeim fjórða. Þetta jafngildir því að landsframleiðslan á seinni hluta ársins vaxi um 2,6% frá sama tíma fyrir ári og að árshagvöxtur verður 2,5% í ár í stað 3,1% í ágústspánni. Meginástæða lakari hagvaxtar í ár miðað við ágúst- spána er að nú er gert ráð fyrir meiri samdrætti samneyslu en í ágúst.

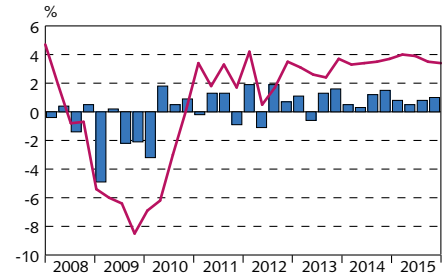
... en horfur fyrir næstu þrjú ár hafa batnað ...

Eins og áður hefur komið fram er búist við minna umfangi fjárfestingar í orkufrekum iðnaði á meginhluta spátímans en gert var í ágúst, sem gerir það að verkum að innflutningur á aðföngum til álframleiðslu verður minni en áður var talið. Framlag utanríkisviðskipta til hag- vaxtar verður því hagstæðara á næsta ári en búist var við í ágúst og hagvöxtur því nokkru meiri á árinu þrátt fyrir hægari vöxt innlendrar eftirspurnar. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur á næsta ári verði 2,9% í stað 2,2% í ágústspánni. Spáð er að hagvöxtur færist nokkuð í aukana árið 2014 og verði um 3,5% sem er svipað og í ágústspánni. Reiknað er með sambærilegum hagvexti árið 2015. Meðalhagvöxtur á spá- tímanum er því rétt yfir 3% sem er í takt við langtíameðalhagvöxt þjóðarbúsins. Eins og í fyrri spám bankans er meginindrifkrafta hag- vaxtarins að finna í innlendri eftirspurn og þá sérstaklega einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingu sem leggja nokkuð svipað til hagvaxtarins.

... og landsframleiðslan því á svipuðu stigi í lok spátímans og gert var ráð fyrir í ágúst

Vegna endurskoðunar Hagstofunnar á hagvexti síðasta árs og á fyrri hluta þessa árs mælist landsframleiðslan nú tæplega 1% minni en reiknað hafði verið með í ágústspá Seðlabankans. Samkvæmt spánni er gert ráð fyrir að landsframleiðslan verði um 12% meiri í lok spá-

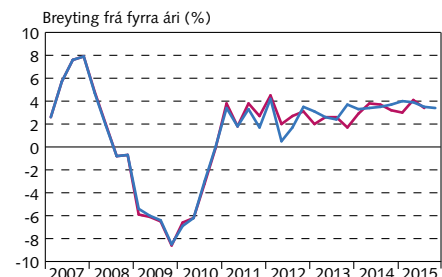
Mynd I-8
Hagvöxtur
1. ársfj. 2008 - 4. ársfj. 2015¹



■ Breyting milli ársfjórðunga (árstíðarleiðrétt)
— Breyting frá sama fjórðungi ári áður

1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

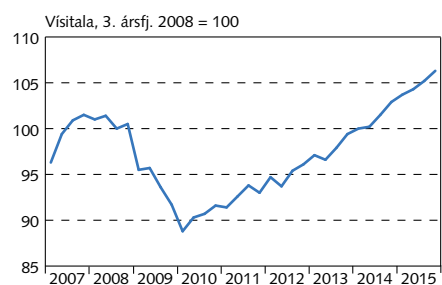
Mynd I-9
Hagvöxtur - samanburður við PM 2012/3



— PM 2012/4
— PM 2012/3

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10
Árstíðarleiðrétt verg landsframleiðsla
1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2015¹



1. Árstíðarleiðrétt gögn Seðlabankans. Grunnspá Seðlabankans
3. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

5. Hér er vísað í árstíðarleiðréttar tölur sem byggjast á mati Seðlabankans en samkvæmt árstíðarleiðréttum tölum Hagstofunnar var samdrátturinn á öðrum fjórðungi um 6,5%. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 virðast aðferðir Hagstofunnar við árstíðarleiðréttingu ófullnægjandi við túlkun efnahagsþróunar innan árs og kys Seðlabankinn því að nota aðrar aðferðir sem gefa trúverðugri mynd af þróuninni innan ársins.

tímans en í ár, sem er lítilega meiri vöxtur en var áætlað í ágúst. Landsframleiðslan er því á svipuðu stigi í lok spátímans nú og spáð var í *Peningamálum* í ágúst.

Frá því að landsframleiðslan var í lágpunkti á fyrsta ársfjórðungi 2010 hefur hún vaxið um 5½% samkvæmt árstíðarleiðréttum tölum Seðlabankans. Enn er hún þó um 7½% minni en hún var mest í aðdraganda fjármálakreppunnar í lok árs 2007 og rúmlega 6% minni en þegar fjármálakreppan skall á haustið 2008.⁶ Samkvæmt spánni verður hápunkt landsframleiðslunnar fyrir kreppuna náð á seinni hluta ársins 2014 og í lok spátímans er áætlað að landsframleiðslan verði tæplega 5% yfir því stigi.⁷

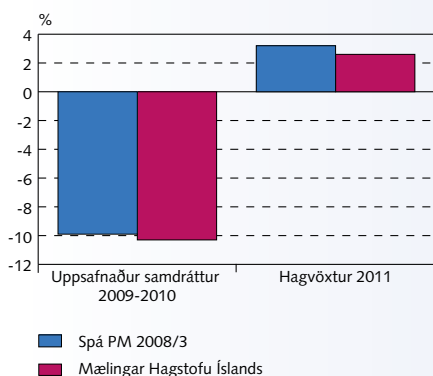
- Eins og rakið er í rammagrein I-1 hefur hagvaxtarþróunin í kjölfar fjármálakreppunnar verið í góðu samræmi við það sem Seðlabankinn spáði strax í kjölfar þess að kreppan skall á í nóvember 2008.
- Landsframleiðslan verður þó minni en ef hún hefði aukist í takt við langtímaleitnivöxt fyrir kreppuna. Í þeim skilningi hefur því hluti landsframleiðslunnar tapast varanlega í fjármálakreppunni. Í þessu samhengi þarf þó að hafa í huga að framleiðslustigið í aðdraganda kreppunnar var komið töluvert fram úr því sem talist getur sjálfbært. Hluti framleiðslutapsins endurspeglar því óhjákvæmilega aðlögun þjóðarbúsins eftir opningsu árána fram að kreppunni. Sjá umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2011/4.

Rammagrein I-1

Efnahagsþróunin í kjölfar fjármálakreppunnar og spár Seðlabankans

Mynd 1

Spá PM 2008/3 um samdrátt og efnahagsbata í kjölfar kreppunnar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Í viðauka 2 er reynslan af hagvaxtar- og verðbólguþróun Seðlabankans fyrir árið 2011 rakin. Í þessum ramma er litið aðeins lengra til baka og skoðað hvernig hagvaxtarþróunin í kjölfar efnahagskreppunnar hefur verið í samanburði við það sem bankinn spáði í nóvember 2008, en það var fyrsta spá bankans eftir að fjármálakreppan skall á.

Hagvaxtarspáin frá nóvember 2008 hefur gengið nánast fullkomlega eftir

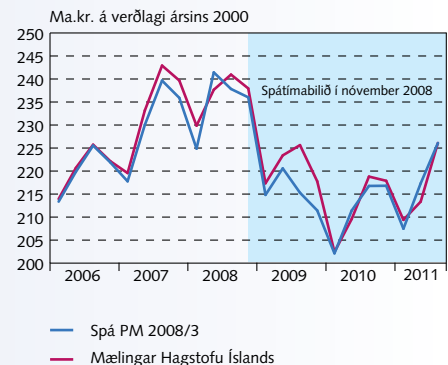
Í nóvember 2008 var óvissa um stöðu þjóðarbúsins og horfurnar fram á við gríðarlega mikil og í raun á afar litlu að byggja enda umfang fjármálahrunsins nánast án fordæmis í íslenskri og alþjóðlegri hagsögu. Hagvaxtarspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 2008/3 var því gerð við aðstæður mikillar óvissu.

Samkvæmt spánni var reiknað með miklum samdrætti árið 2009 eða sem nemur 8,3% og áframhaldandi samdrætti upp á 1,7% árið 2010. Bankinn gerði hins vegar ráð fyrir að árið 2011 yrði kominn hagvöxtur á ný og var spáð að hann yrði 3,2%. Samkvæmt núverandi mælingum Hagstofu Íslands reyndist samdrátturinn árið 2009 hins vegar nokkru minni en spáð var eða 6,6% en á móti varð samdrátturinn árið 2010 meiri eða 4%. Þegar horft er til samdráttartímabilsins 2009-2010 í heild sést hins vegar að spá bankans frá því í nóvember 2008 gengur nánast alveg eftir: samkvæmt spánni var gert ráð fyrir uppsöfnuðu framleiðslutapi sem nam 9,9% en mælingar Hagstofunnar gefa til kynna að samdrátturinn hafi verið 10,3%. Spáin um 3,2% hagvöxt árið 2011 fór einnig mjög nærri mælingu Hagstofunnar sem er 2,6% (fyrra mat Hagstofunnar frá því í júní sl. gerði ráð fyrir 3,1% hagvexti árið 2011).

Þegar ársfjórðungsleg þróun landsframleiðslunnar er skoðuð nánar kemur enn betur í ljós hversu nálægt spáin frá því í nóvember 2008 fer því sem síðan hefur reynst. Eins og áður hefur verið rakið er samdrátturinn árið 2009 ofmetinn. Landsframleiðslan frá fyrsta ársfjórðungi 2010 og út spátímann er hins vegar nánast algerlega í takt við mælingar Hagstofunnar og er landsframleiðslan í lok spátímans á þriðja fjórðungi ársins 2011 nánast sú sama og í mælingum

Hagstofunnar (munurinn er 0,01%). Frávikid í árhagvaxtarspánni fyrir árið 2010 endurspeglar því eingöngu grunnáhrif frá árinu áður, þ.e. að spád hafði verið meiri samdrætti árið 2009 en reyndin varð. Að lokum sýnir mynd 2 að spáin um botn niðursveiflunnar gengur fullkomlega eftir, bæði varðandi tímasetningu botnsins (á fyrsta ársfjórðungi 2010) og framleiðslustigið á þeim tíma. Matið á framleiðslutapinu frá hápunkti fyrir kreppuna og fram til lágpunkts eftir hana gengur því nánast algerlega eftir: spád var að tapið yrði 16,3% en reyndin varð 16,7%.

Mynd 2
Verg landsframleiðsla -
samanburður við spá PM 2008/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Horfur um hagvöxt í ár meðal þróaðra ríkja einna skástar hér á landi

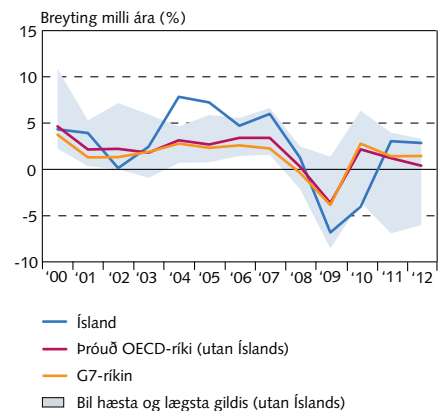
Samdrátturinn í kjölfar fjármálakreppunnar var meiri hér á landi en að jafnaði meðal þróaðra OECD-ríkja og batinn strax í kjölfarið hægar. Eins og rakið er í rammagrein I-2 þarf það ekki að koma á óvart í ljósi mikils ójafnvægis sem byggðist upp í aðdraganda kreppunnar og þegar haft er í huga að hér á landi skall á bæði alvarleg bankakreppa og gjaldeyriskreppa. Rannsóknir benda til þess að efnahagssamdráttur í kjölfar slíkra tvíburakreppa sé að jafnaði allt að þrefalt meiri en þegar um hefðbundna bankakreppu, án gjaldeyriskreppu, er að ræða og að slíkar kreppur vari að jafnaði helmingi lengur.⁸

Mynd I-11 sýnir einnig að hagvöxtur var einna mestur í fyrra hér á landi meðal þróaðra OECD-ríkja. Það sama á við um fyrri hluta þessa árs, eins og mynd I-12 sýnir. Horfur fyrir þetta ár eru einnig með því skásta hér á landi að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og gerir sjóðurinn ráð fyrir að hagvöxtur verði meiri í ár í aðeins tveimur OECD-ríkjum, Ástralíu og Noregi. Horfur á evrusvæðinu, mikilvægasta útflutningsmarkaði Íslendinga, eru hins vegar dökkar og þá sérstaklega á suðurhluta myntsvæðisins. Eins og rakið er í kafla II áætla sjóðurinn að samdráttur verði í ár í 10 af þeim 35 ríkjum sem hann flokkar sem þróuð ríki og eru það allt Evrópuríki. Í einungis 11 þeirra væntir sjóðurinn þess að hagvöxtur verði umfram 2% (sjá mynd II-2). Nánari umfjöllun um innlenda hagvaxtarþróun og -horfur er að finna í kafla IV.

Áfram gert ráð fyrir hægfara bata á vinnumarkaði þrátt fyrir fækkun heildarvinnustunda á þriðja ársfjórðungi

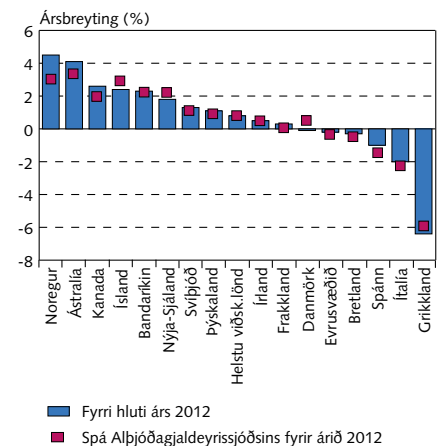
Skráð atvinnuleysi mældist 4,8% á þriðja ársfjórðungi en 5,6% sé tekið tillit til árstíðarsveiflu. Á sama tíma mældist árstíðarleiðrétt atvinnuleysi um 6% samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Atvinnuleysi hefur því haldið áfram að minnka og var á þriðja fjórð-

Mynd I-11
Hagvöxtur meðal 24 þróaðra
OECD-ríkja 2000-2012¹



1. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir árið 2012.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

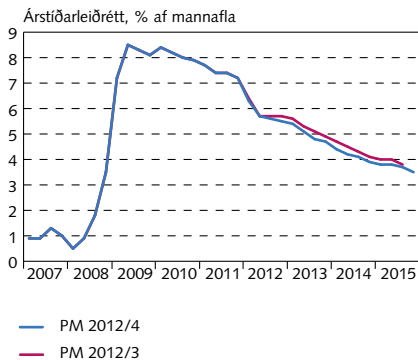
Mynd I-12
Hagvöxtur á fyrri hluta árs 2012 og
horfur fyrir 2012



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Eurostat, Hagstofa Íslands, OECD.

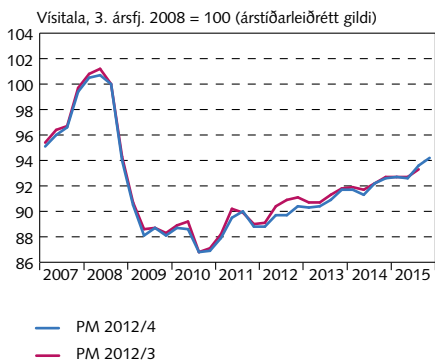
8. Sjá t.d. M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel og M. S. Martinez-Peria (2001). Is the crisis problem growing more severe? *Economic Policy*, 16, 51-82.

Mynd I-13
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2012/3



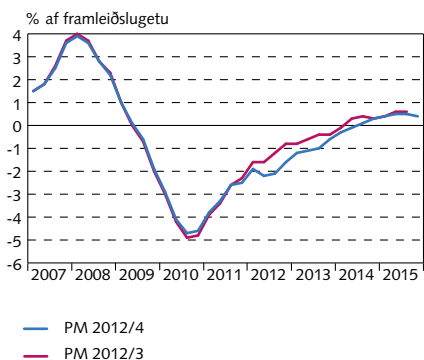
Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14
Heildarvinnustundir - samanburður við PM 2012/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-15
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2012/3



Heimild: Seðlabanki Íslands.

ungi tæplega 2 prósentum minna en það mældist á sama tíma fyrir ári samkvæmt skráðu atvinnuleysi en 1 prósentu minna samkvæmt vinnuamarkaðskönnuninni. Eins og rakið er í rammagrein VI-1 má að mestu leyti skýra þessa minnkun atvinnuleysis frá því að það mældist mest með fjölgun starfa í kjölfar efnahagsbatans. Á sama tíma hefur langtímaatvinnuleysi minnkað og atvinnuþátttaka aukist lítillega.

Þrátt fyrir þetta hafa að undanförmu birst vísbendingar sem gætu bent til þess að tekið hafi að hægja á bata á innlendum vinnuamarkaði. Þannig bendir könnun Hagstofunnar til þess að hægt hafi á fjölgun heildarvinnustunda eftir því sem liðið hefur á árið og að þær hafi dregist saman frá fyrra ári á þriðja fjórðungi. Störfum hefur þó fjölgað á árinu í heild. Vinnutími hefur því styst sem er ekki í takt við hefðbundna aðlögun vinnuamarkaðar í kjölfar samdráttarskeiðs og gæti því verið vísbending um að efnahagsbatinn sé veikari en talið hefur verið. Kannanir benda hins vegar til þess að fyrirtæki ætli að mæta aukinni eftirspurn með lengingu vinnutíma.

Í grunnspánni heldur atvinnuleysi áfram að minnka og er áætlað að það verði um 4,7% á síðasta fjórðungi næsta árs og um 3,5% í lok spátímans, á síðasta fjórðungi ársins 2015. Þetta eru svipaðar horfur og gert var ráð fyrir í ágúst. Samkvæmt spánni mun heildarvinnustundum fjölga á ný á fjórða ársfjórðungi þessa árs. Í lok spátímans er búist við að heildarvinnustundir verði enn um 6½% færri en þær voru um mitt ár 2008 þegar þær náðu hámarki fyrir fjármálakreppuna. Samkvæmt spánni verður fjölgun heildarvinnustunda áfram hæg og nokkru undir hagvexti. Framleiðni mun því aukast yfir allt tímabilið og er búist við að framleiðnivöxturinn verði lítillega yfir langtímaleitnivexti að meðaltali á spátímanum. Það dugar þó ekki til að koma í veg fyrir töluverða hækkun launakostnaðar á framleidda einingu í ár en gert er ráð fyrir að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu verði hóflegri það sem eftir lifir spátímans. Nánari umfjöllun um vinnuamarkaðinn er að finna í kafla VI.

Meiri slaki í þjóðarþúinu en áður var áætlað

Vegna endurskoðunar Hagstofunnar á landsframleiðslu síðasta árs og á fyrri hluta þessa árs er nú talið að framleiðsluslakinn sé hátt í 1 prósentu meiri en hann var metinn í ágúst og því verði framleiðslustigið um 1½% undir framleiðslugetu á þessu ári í stað tæplega 1% undir henni í *Peningamállum* í ágúst. Samkvæmt núverandi mati er slakinn í ár um 1 prósentu minni en í fyrra og um 3 prósentum minni en þegar hann náði hámarki árið 2010. Áætlað er að slakinn haldi áfram að minnka og verði horfinn á seinni hluta ársins 2014, sem er um hálfu ári seinna en gert var ráð fyrir í ágúst. Þetta mat byggist á þeirri forsendu að þótt vöxtur framleiðslugetu sé smám saman að taka við sér eftir fjármálakreppuna, verði hann undir langtímaleitnivexti á meginhluta spátímans. Nánari umfjöllun um framleiðslugetu og -slaka er að finna í kafla IV.

Verðbólga hefur reynst minni en spáð var í ágúst en horfur fram á við breytast lítið

Verðbólga mældist 4,3% á þriðja ársfjórðungi 2012, sem er 0,4 prósentum minni verðbólga en spáð var í ágúst. Horfur eru einnig á

að verðbólga verði minni á síðasta fjórðungi ársins. Frá fyrsta fjórðungi næsta árs eru horfurnar hins vegar svipaðar og í ágústspánni og vegast þar á áhrif hagstæðari upphafsstöðu við spágerðina og meiri slaki í þjóðarbúinu annars vegar og áhrif lægra gengis krónunnar og meiri hækkun óbeinna skatta í byrjun næsta árs hins vegar. Vísbendingar um undirliggjandi verðbólgu benda einnig til þess að undirliggjandi verðbólguþrýstingur hafi minnkað. Hins vegar gefa mælikvarðar á verðbólguvæntingar til kynna að langtímaverðbólguvæntingar séu áfram háar og hafi lítið lækkað á þessu ári.

Eftir tímabundna aukningu verðbólgu á síðasta fjórðungi þessa árs er þó búist við að verðbólga haldi áfram að hjaðna. Gert er ráð fyrir að hún verði um 4½% á síðasta fjórðungi þessa árs en um 3½% á síðasta fjórðungi næsta árs. Samkvæmt spánni verður verðbólga við markmið á fyrri hluta ársins 2014, sem er um hálfu ári fyrr en reiknað var með í ágúst. Nánar er fjallað um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og um þróun innlendar verðbólgu og verðbólguvæntingar í kafla VIII.

Helstu óvissuþættir

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

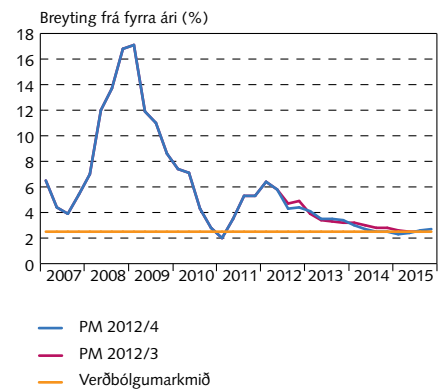
Veikari alþjóðlegur efnahagsbati gæti grafið undan innlendum efnahagsbata

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur halda áfram að versna og þrátt fyrir töluverðar aðgerðir til að liðka fyrir fjármögnun banka og ríkja á evrusvæðinu virðist ótti vera að aukast á ný á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Í takt við alþjóðlegar spár gerir grunnsþáin hins vegar ráð fyrir að stjórnvöldum á evrusvæðinu takist að ná tókum á vanda myntbandalagsins sem m.a. mun hjálpa heimsbúskapnum að ná vopnum sínum á ný, þótt hagvöxtur næstu ára verði slakur.

Um þessa forsendu ríkir hins vegar mikil óvissa. Ekki er útilokað að kreppan ágerist enn frekar. Takist ekki að ná tókum á skuldavanda þeirra evruríkja sem verst standa gæti vandinn breiðst um evrusvæðið og jafnvel út fyrir það. Heimsbúskapurinn gæti í versta falli dregist inn í nýtt samdráttarskeið og óróleikinn á alþjóðlegum fjármálamörkuðum gæti aukist enn frekar. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur nú um sjöttungs líkur á því að slík þróun gæti átt sér stað en á vormánuðum taldi sjóðurinn þær einungis 4% (sjá *World Economic Outlook*, október 2012). Út frá sumum líkönum sjóðsins gætu líkur á samdrætti hins vegar verið mun meiri eða allt að 80%. Komi til nýs samdráttarskeiðs er líklegt að áhrifin á íslenskan þjóðarbúskap verði meiri en grunnsþáin gerir ráð fyrir. Útflutningshorfur gætu skaðast, enda evrusvæðið mikilvægasti útflutningsmarkaður Íslands. Viðskiptakjör gætu rýrnað enn frekar, sérstaklega ef sjávarafurðaverð gæfi verulega eftir. Áform um

Mynd I-16

Verðbólga - samanburður við PM 2012/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

innlenda fjárfestingu sem eru háð alþjóðlegri fjármögnun gætu einnig komist í uppnám versni alþjóðlegar efnahagshorfur, sem gæti tafið innlenda uppbyggingu og dregið úr útflutningsgetu þjóðarbúsins til lengri tíma. Aukin alþjóðleg óvissa gæti einnig hvatt íslensk heimili til meiri varkárni í útgjaldaáformum sem gæti dregið úr innlendri eftirspurn. Það gæti grafið undan áframhaldandi efnahagsbata hér á landi.

Mikil óvissa um þróun gengis krónunnar

Alla jafna hefur reynt mjög erfitt að spá þróun gengis krónunnar. Mikil óvissa er um tímasetningar við losun fjármagnshaftanna og áhrif hennar á gengisþróunina. Að sama skapi er óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum mikil. Við slíkar aðstæður eru spár um gengi krónunnar háðar enn meiri óvissu en venjulega. Því er í grunnspánni byggt á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann og það er þegar spánni er lokað, þótt sú forsenda sé sömuleiðis ófullnægjandi.

Gengisferill grunnspárinnar er því háður mikilli óvissu. Hún lýtur m.a. að tímasetningu og framgangi losunar fjármagnshafta en henni gæti fylgt þrýstingur á gengi krónunnar þegar frekari skref eru stigin. Þar sem ekki liggja fyrir nákvæmar tímasetningar um losun haftanna er hins vegar afar erfitt að taka tillit til þessa í spágerðinni. Gengisþróunin mun á næstu misserum einnig endurspeglar greiðslustrauma tengda endurgreiðslu og endurfjármögnun erlendra skulda innlendra aðila. Þótt gjalddagar hluta þessara lána séu þekktir er nokkur óvissa um endurfjármögnun sumra þeirra og nákvæma tímasetningu gjald-eyrissöfnunar þeim tengdrar. Þessu til viðbótar gætu áhrif óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum teyggt anga sína hingað, jafnvel þótt krónan sé í vari fjármagnshafta. Á móti þessum undirliggjandi þrýstingi til lækkunar á gengi krónunnar eru einnig þættir sem gætu stutt við hana, eins og t.d. mögulegt gjaldeyrisinnflæði tengt stórum fjárfestingaráformum og vísbendingar um að núverandi raungengi sé enn undir langtíma jafnvægi sínu. Þótt líklegt sé að þættir sem gætu þrýst niður gengi krónunnar vegi þyngra næstu misserin er hins vegar meiri óvissa um samspil þessara óvissuþátta þegar litið er lengra fram á veginn.

Óvissa um forsendur fjárlaga

Samkvæmt áætlunum stjórnvalda næst afgangur á frumjöfnuði í ár og nýtt fjárlagafrumvarp gerir ráð fyrir afgangi á heildarjöfnuði árið 2014. Gert er ráð fyrir að skuldir hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu hafi náð hámarki í fyrra og lækki í um 81% af landsframleiðslu í lok spátímans. Þessar áætlanir byggjast hins vegar á ýmsum forsendum sem sumar hverjar eru mjög óvissar. Aukins útgjaldaþrýstings gæti einnig, m.a. í tengslum við komandi þingkosningar, auk þess sem óvíst er hver aðkoma stjórnvalda gæti orðið að endurskoðun kjarasamninga í byrjun næsta árs ef af henni verður. Ekki virðist heldur gert ráð fyrir útgjöldum í tengslum við ýmis fjárfestingaráform í fjárlögum sem stjórnvöld hafa boðað, og má þar nefna nýjan spítala. Nokkur óvissa virðist einnig ríkja um ýmsa tekjuliði og hætta er á því að lagt verði í útgjöld þótt forsendur um eyrnamerkta tekjur rætist ekki. Að síðustu er nokkur óvissa um þróun fjármagnskostnaðar hins opinbera vegna þess að enn hefur ekki tekist að ná fyllilega tókum á innlendri verðbólgu og vegna óvissu um áætlun stjórnvalda um

losun fjármagnshaftra, en ætla má að losun haftanna muni, að öðru óbreyttu, hafa í för með sér hækkun vaxtakostnaðar hins opinbera. Þá er nokkur óvissa um niðurstöður Icesave-deilunnar. Loks er umtalsverð óvissa tengd eiginfjárbörf Íbúðalánasjóðs m.a. í ljósi umfangsmikilla og vaxandi vanskila, ört fjölgandi yfirtekinna fasteigna og lakra horfa í grunnrekstri.

Nokkur óvissa er því um forsendur fjárlaga og hætt við að verr gangi að ná jöfnuði í rekstri hins opinbera en þar er gert ráð fyrir, sérstaklega á meðan stjórnvöld hafa ekki enn innleitt formlegar fjármála-reglur sem Seðlabankinn hefur ásamt ýmsum öðrum lagt áherslu á að verði innleiddar til að styrkja fjárlagagerðina og efla aðhald og aga í rekstri hins opinbera. Gangi forsendur fjárlaga, og þar með grunnspár Seðlabankans ekki eftir, er hætt við því að erfiðara verði að ná tökum á miklum skuldum hins opinbera og að það grafi undan gengi krónunnar, geri afnám fjármagnshaftra erfiðara en ella og kalli á strangara peningalegt taumhald en ella. Efnahagsbatinn gæti því orðið hægari en spáð er í grunnspánni.

Hvað gerist við endurskoðun kjarasamninga um áramót?

Nú styttest í endurskoðun kjarasamninga í janúar nk. Þótt útlit sé fyrir að ákvæði kjarasamningsins frá vorinu 2011 muni ekki ganga eftir er gert ráð fyrir að endurskoðunin hafi ekki í för með sér viðbótarhækkun launa nema í mjög takmörkuðu mæli vegna þröngrar stöðu margra fyrirtækja, sérstaklega fyrirtækja á innlendum markaði sem síður hafa notið ábata lágs raungengis.

Um þessa forsendu er hins vegar mikil óvissa. Verði samningum sagt upp og/eða samið um meiri launahækkunir er hætta á að verðbólguþrýstingur verði enn meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Þótt meiri hækkun nafnlauna gæti til skamms tíma örvað einkaneyslu er hætt við að fyrirtæki og hið opinbera velti þessum kostnaðarhækkunum fljótlega yfir í verðlag eins og gerst hefur undanfarið. Verði frekari framleiðniaukning ekki undirstaða meiri launahækkana, munu þær að öðru óbreyttu einnig auka þrýsting á gengi krónunnar til lækkunar. Seðlabankinn þyrfti að bregðast við auknum verðbólguþrýstingi vegna beinna áhrifa launahækkana og gengislækkunar krónunnar með meiri hækkunum vaxta sem myndu draga enn frekar úr eftirspurn og atvinnu miðað við það sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hagvöxtur á meginhluta spátímans yrði því að öðru óbreyttu minni en reiknað er með.

Er að fjara undan innlendum efnahagsbata?

Sumar leiðandi visbendingar og nýleg þróun á vinnumarkaði gætu gefið til kynna að tekið hafi að hægja á efnahagsbatanum á seinni hluta ársins. Þótt það sé í takt við fyrri spár Seðlabankans, virðist sem efnahagssumsvif á þessu ári verði minni en búist var við og endurspeglast það í endurskoðaðri grunnspá. Spáin gerir þó ráð fyrir að vöxtur innlendrar eftirspurnar verði nokkuð kröftugur á næstu árum og að landsframleiðslan verði á svipuðu stigi í lok spátímans og gert var ráð fyrir í ágústspánni.

Um þessar horfur er hins vegar óvissa. Útgjaldaáform heimila virðast vissulega byggð á heldur traustari grunni en áður var talið í ljósi kröftugri vaxtar ráðstöfunartekna á síðasta ári og skuldir heimila og

fyrirtækja hafa lækkað töluvert. Þær eru hins vegar enn háar í alþjóðlegum samanburði og því gætu heimili og fyrirtæki kosið að taka meiri tíma en gert er ráð fyrir í grunnspánni í að lagfæra efnahagsreikninga sína og greiða niður skuldir í stað þess að leggja út í ný útgjöld. Bakslag í alþjóðlegum efnahagsmálum gæti aukið varkárni þeirra enn frekar og einnig gert aðgengi að fjármögnun dýrari og erfiðari en ráðgert er í grunnspánni. Takist hins vegar að greiða hraðar úr vandanum í alþjóðlegum efnahagsmálum og hraða endurskipulagningu þeirra innlendu skulda sem enn á eftir að leysa úr, m.a. í dómsmálum, gæti bati innlendra eftirspurnar reynst kröftugri en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Benda tölur af vinnumarkaði til þess að þjóðhagsreikningar ofmeti efnahagsbatann?

Eftir að efnahagsbatinn hófst um mitt ár 2010 hefur innlent framleiðslustig vaxið nokkru hraðar en vinnuafslnotkunin sem bendir til ágætis framleiðnivaxtar. Sé þetta rétt hafa fyrirtæki haldið nokkuð aftur af sér við að auka vinnuafslnotkun þrátt fyrir aukin efnahagssumsvif og gerir grunnspáin ráð fyrir að vöxtur vinnuafslnotkunar verði áfram nokkru hægari en hagvöxtur og því verður framleiðnivöxtur áfram nokkuð kröftugur á spátímanum.

Um þessa túlkun ríkir hins vegar nokkur óvissa og ekki er útilokað að hægur vöxtur heildarvinnustunda sé fremur vísbending um að efnahagssumsvif séu í raun ofmetin og að framleiðnivöxturinn sé því minni en ætla má. Sé það rétt er efnahagsbatinn ofmetinn og slakinn í þjóðarþúskapnum því meiri og verðbólguþrýstingur minni, þótt á móti vegi slakari framleiðnivöxtur. Ekki er þó heldur útilokað að skekkjur séu í tölum af vinnumarkaði. Þannig er t.d. erfitt að skýra nýlegan samdrátt í vinnustundum á sama tíma og störfum fjölgar á ný og ekki hægt að útiloka að úrtaksskekkja hafi þarna nokkur áhrif. Að óbreyttu mati á framleiðslustigi þýddi þetta að framleiðnivöxturinn væri lakari en mælingar gefa til kynna og undirliggjandi verðbólguþrýstingur því meiri en grunnspáin reiknar með.

Verðbólguhorfur óvissar

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að verðbólga haldi áfram að hjaðna og verði við markmið á fyrri hluta árs 2014.⁹ Þessar horfur eru sem fyrr háðar mikilli óvissu. Stór áhrifaþáttur á verðbólguþróun næstu missera verður án efa þróun gengis krónunnar sem eins og fyrr segir er afar óviss, ekki síst í tengslum við hugsanleg áhrif losunar fjármagnshafta sem erfitt er að leggja tölulegt mat á. Innflutt verðbólga mun einnig ráðast af því hvernig olíu- og hrávöruverð þróast næstu misserin en óvenju óvissar alþjóðahorfur gera mat á þróun þeirra erfiðara en alla jafna.

Mikil óvissa er einnig um þróun innlendra áhrifaþátta verðbólgunnar. Óvissa um styrk efnahagsbatans hefur aukist og sum teikn gætu bent til þess að tekið hafi að fjara undan honum, eins og áður hefur verið rakið. Til viðbótar er erfitt að meta hve slakinn í þjóðarþúinu er mikill og hversu hratt hann er að hverfa. Þar spilar inn

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

Í óvissa um vöxt framleiðslugetunnar og framleiðniþróunar en erfitt er að meta hversu varanleg nýleg aukning framleiðnivaxtar er. Þá er óvíst hversu mikið viðnám slakinn veitir við óhóflegum launahækkunum, m.a. við komandi endurskoðun kjarasamninga. Það mun að hluta til ráðast af því hversu trausta kjölfestu verðbólgu markmiðið veitir verðbólguvæntingum og að hve miklu leyti fyrirtæki geta tekið á sig frekari launahækkanir án þess að velta þeim út í verðlag. Viðvarandi háar verðbólguvæntingar auka einnig hættu á víxlverkun launa- og verðlagshækkana sem gætu gert verðbólguna þrálátari en gert er ráð fyrir í spá bankans.

Banka- og gjaldeyriskreppan hafði í för með sér mikinn samdrátt í íslenskum þjóðarbúskap með auknu atvinnuleysi, minnkandi kaupmætti og miklum samdrætti innlendrar eftirspurnar og framleiðslu. Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* varð samdrátturinn hér á landi meiri á flesta mælikvarða en meðal meginþorra annarra þróaðra ríkja í alþjóðlegu fjármálakreppunni. Við því mátti búast enda íslenskur þjóðarbúskapur að jafnaði sveiflukenndari en þjóðarbúskapur samanburðarlandanna og efnahagslegt og fjármálalegt ójafnvægi í aðdraganda kreppunnar óvenju mikið. Innlendir þjóðarbúskapur var því mjög viðkvæmur fyrir skyndilegum straumhvörfum í fjármagnsflæði til landsins, gengislækkun krónunnar og falli bankanna (sjá einnig umfjöllun í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar og Þórarins G. Péturssonar, 2011).

Þróun fjárfestingar í kjölfar fjármálakreppunnar

Fjármálakreppan olli einnig miklum stakkaskiptum í fjármunamyndun sem dróst verulega saman. Eins og sjá má af mynd 1 náði hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu sögulegum hæðum í uppsveiflunni en hafði lækkað í um 25% árið 2008. Í kjölfar fjármálakreppunnar lækkaði hlutfallið ört og náði lágmarki í tæpum 13% árið 2010. Það hækkaði svo um eina prósentu í fyrra og áætlað er að það verði um 15% í ár samkvæmt nýjustu spám Seðlabankans og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Hlutfallið er þó enn töluvert fjarri meðaltali árána 1980-2011 sem var u.þ.b. 21% og útlit er fyrir að það verði lægra en þetta meðaltal út spátímann.¹

Lágt fjárfestingarhlutfall er hins vegar ekki bundið við Ísland, þótt hlutfallið hér sé með því lægsta meðal þróaðra OECD-ríkja (sjá mynd 1). Önnur ríki með lágt fjárfestingarhlutfall eru t.d. Bretland og Bandaríkin, þar sem það mældist sitt hvoru megin við 15% í fyrra, og Írland þar sem það var aðeins ríflega 10%. Á sama tíma hefur hlutfallið haldist fyrir ofan sögulegt meðaltal í ríkjum á borð við Kanada og Svíþjóð sem komu betur út úr fjármálakreppunni.

Samanburður við aðrar fjármálakreppur

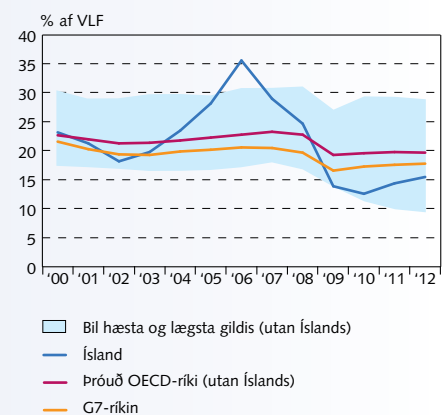
Á mynd 2 er þróun fjárfestingarhlutfallsins í kjölfar fjármálakreppunnar hér á landi borin saman við reynslu fimmtán annarra ríkja af alvarlegum fjármálakreppum frá árinu 1970.² Þróun fjárfestingar-

1. Takmörkuð hækkun fjárfestingarhlutfallsins endurspeglar mjög lítil fjárfestingarumsvif hins opinbera og lágt hlutfall íbúðafjárfestingar. Batinn í atvinnuvegafjárfestingu hefur verið kröftugri og hlutfall hennar af landsframleiðslu nær sögulegu meðaltali sínu í lok spátímans samkvæmt grunnspá Seðlabankans.
2. Fylgt er Laeven og Valencia (2008) við skilgreiningu á ríkjum sem lent hafa í kerfislægum bankakreppum frá árinu 1970 (sjá einnig Alþjóðagjaldeyrissjóðinn, 2003, Þorvarð Tjörva Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson, 2011, og *Peningamál* 2008/3, bls. 25). Ríkin fimmtán (auk Íslands) eru því (fyrsta ár kreppunnar í sviga): Argentína (2002), Brasilía (1999), Ekvador (1999), Filippseyjar (1998), Finnland (1991), Indónesía (1998), Írland (2009), Ísland (2009), Lettland (2009), Malasía (1998), Mexíkó (1995), Suður-Kórea (1998), Svíþjóð (1991), Taíland (1997), Tyrkland (2001) og Úrugvæ (2002).

Rammagrein I-2

Fjárfesting í kjölfar fjármálakreppa

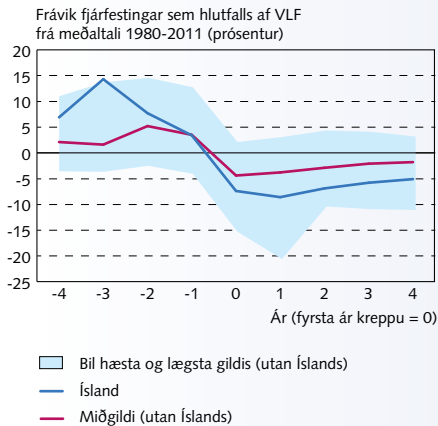
Mynd 1
Fjárfesting meðal 24 þróaðra OECD-ríkja
2000-2012¹



1. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir árið 2012.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd 2

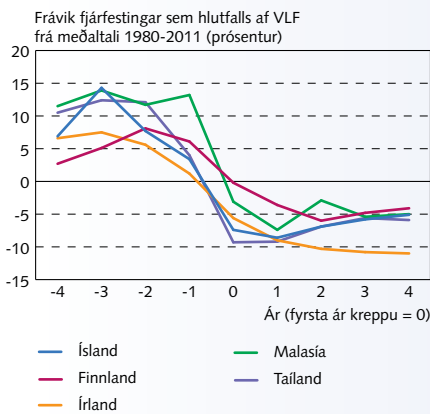
Fjárfesting í kjölfar fjármálakreppu¹



1. Fjárfesting í hlutfalli af VLF í 15 ríkjum ásamt Íslandi í kjölfar alvarlegrar fjármálakreppu. Landasafnið og tímasetningar kreppanna eru skýrðar í neðanmálsgrein 2 í rammagrein 1-1 í PM 2012/4. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins þar sem við á. Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd 3

Fjárfesting í kjölfar fjármálakreppu í nokkrum ríkjum¹



1. Fjárfesting í hlutfalli af VLF í 15 ríkjum ásamt Íslandi í kjölfar alvarlegrar fjármálakreppu. Landasafnið og tímasetningar kreppanna eru skýrðar í neðanmálsgrein 2 í rammagrein 1-1 í PM 2012/4. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins þar sem við á. Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

hlutfallsins er sýnd sem frávik þess frá meðaltali sínu á árunum 1980-2011. Þegar litið er til reynslu Íslands var hlutfallið fyrsta heila árið í kjölfar fjármálakreppunnar um 7½ prósentu undir langtíma-meðaltali sínu sem er meiri lækkun en meðal hinna fimmtán ríkjanna þar sem hlutfallið vék að jafnaði um 4½ prósentu frá meðaltalinu. Ári síðar dró enn frekar úr fjárfestingarumsvifum hér á landi og var hlutfallið þá um 8½ prósentu undir meðaltali á meðan það þokaðist heldur upp á við í samanburðarhópnum. Eins og sjá má af myndinni hafa fjárfestingarumsvif aukist hægar hér á landi en að jafnaði meðal samanburðarríkjanna en eins og skyggða svæðið gefur til kynna er þróunin hér þó innan þess bils sem reynsla hinna ríkjanna afmarkar.

Þegar þróun fjárfestingarhlutfallsins í einstökum ríkjum er skoðuð sést að þróunin hér er mjög áþekkt reynslu Taílands (mynd 3). Svipaða þróun má einnig sjá í Finnlandi, Írlandi og Malasíu. Í öllum þessum ríkjum, utan Írlands, var skuldsetning fyrirtækja í erlendum gjaldmiðli umfangsmikil og mikill skuldavandi skapaðist í kjölfar banka- og gjaldeyriskreppu. Auk þess var bankakerfið stórt í hlutfalli við landsframleiðslu í öllum þessum ríkjum. Þetta nána samhengi þróunar fjárfestingar í kjölfar fjármálakreppu og aukningar skuldsetningar einkaaðila í aðdraganda þeirra sést vel á mynd 4. Þar kemur glögggt fram sú tilhneiging að samdráttur fjárfestingarumsvifa í kjölfar fjármálakreppa sé meiri eftir því sem skuldsetning heimila og fyrirtækja hefur aukist meira í aðdragandanum.

Ýmsar aðrar skýringar gætu einnig verið á tiltölulega mikilli lækkun fjárfestingarhlutfallsins hér á landi og hægum bata eftir því sem liðið hefur frá kreppunni. Fjárfestingarhlutfallið var t.d. óvenju hátt í samanburði við sögulegt meðaltal í aðdraganda fjármálakreppunnar en eins og mynd 5 sýnir fer jafnan saman mikið umfang fjárfestingar í aðdraganda fjármálakreppu og snörp lækkun hlutfallsins í kjölfar kreppunnar (sjá einnig Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2009). Rannsóknir sýna einnig að efnahagsbati í kjölfar tvíburakreppu eins og þeirrar sem skall á hér á landi, þ.e. þegar á sama tíma verða gjaldeyris- og bankakreppur, er jafnan mun hægari en í þeim tilvikum þar sem einungis önnur hvor kreppan skellur á. Þannig benda niðurstöður Bordo o.fl. (2001) t.d. til þess að efnahagssamdráttur í kjölfar tvíburakreppu sé að jafnaði allt að þrefalt meiri en þegar um hefðbundna bankakreppu er að ræða og að tvíburakreppa vari að jafnaði um helmingi lengur. Ætla má að þetta endurspeglar einnig í meiri lækkun og hægari bata fjárfestingarhlutfallsins.

Að lokum þarf að setja lágt fjárfestingarhlutfall hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar í samhengi við bágt ástand heimsbúskaparins eftir alþjóðlegu efnahagskreppuna, sem hefur m.a. hækkað áhættuálag og skert aðgengi að erlendu fjármagni til fjárfestingar. Þannig hefur hagvöxtur meðal þróaðra ríkja verið að meðaltali um ½% síðustu fjögur ár en var að meðaltali rúmlega 2% í fjögur ár eftir að fjármálakreppan skall á hinum Norðurlöndunum á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar og um 3% í kjölfar þess að fjármálakreppan skall á í Suðaustur-Asíu á seinni hluta áratugarins. Heimsbúskapurinn er því mun veikari nú en þegar flest hinna samanburðarríkjanna gengu í gegnum sínar fjármálakreppur en það torveldar einstökum ríkjum að ná aftur vopnum sínum.

Lokaorð

Mikinn samdráttur fjármunamyndunar hér á landi strax í kjölfar fjármálakreppunnar og hægum bata fjárfestingar verður að setja í samhengi við reynslu annarra ríkja sem hafa gengið í gegnum alvarlegar banka- og gjaldeyriskreppur með stórt bankakerfi og mikla skuldsetningu heimila og fyrirtækja, einkum í erlendum gjaldmiðli, og þar sem staða heimsbúskaparins hefur sett efnahagsbatanum þröngar skorður. Slík dæmi eru hins vegar vandfundin. Mörg þessara ein-

kenna voru til staðar í sumum ríkjum í Asíukreppunni og norrænu kreppunni á tíunda áratug síðustu aldar en betra ástand efnahagsmála í heiminum lagðist á sveif með efnahagsbatanum í flestum þessara ríkja með því að styðja við útflutning og auðvelda aðgengi að fjármagni til fjármögnunar fjárfestingarárforma.

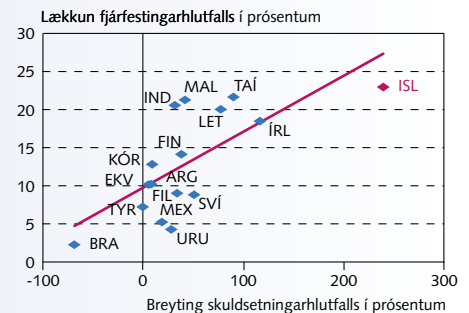
Á heildina litið virðist því mega draga þá ályktun að þróun fjármunamyndunar í kjölfar fjármálakreppunnar hér á landi hafi í meginatriðum verið áþekkt reynslu annarra ríkja af svipuðum kreppum, sérstaklega þegar dýpt kreppunnar hér á landi, hátt fjárfestingarhlutfall og hröð og mikil skuldaaukning í aðdraganda hennar og dýpt alþjóðlegu efnahagskreppunnar á sama tíma eru höfð í huga.

Heimildir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2003). *Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons for Latin America*. Ritstjórar C. Collyns og G. R. Kincaid. *IMF Occasional Paper*, nr. 217.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009). *What's the damage? Medium-term output dynamics after financial crises*. Kafli 4 í *World Economic Outlook*, október 2009.
- Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel og M. S. Martinez-Peria (2001). *Is the crisis problem growing more severe? Economic Policy*, 16, 51-82.
- Laeven, L., og F. Valencia (2008). *Systemic banking crises: A new database*. *IMF Working Paper*, nr. WP/08/224.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011). *Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility*. Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge: Cambridge University Press.

Mynd 4

Aukning skuldsætningar í aðdraganda fjármálakreppu og þróun fjárfestingar í kjölfar kreppunnar¹

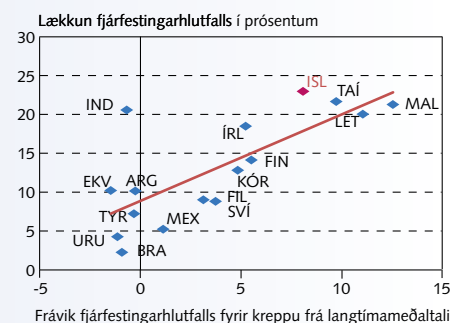


1. Lækkun fjárfestingarhlutfalls sýnir breytingu hlutfalls fjármunamyndunar af VLF frá hápunkti 4 ára í aðdraganda fjármálakreppu til lágpunkts í kjölfar kreppu. Breyting skuldsætningarhlutfalls sýnir breytingu hlutfalls innlendra útlána til einkageira af VLF yfir 10 ára tímabil fram að fjármálakreppu.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Umfang fjárfestingar í aðdraganda fjármálakreppu og þróun fjárfestingar í kjölfar kreppunnar¹



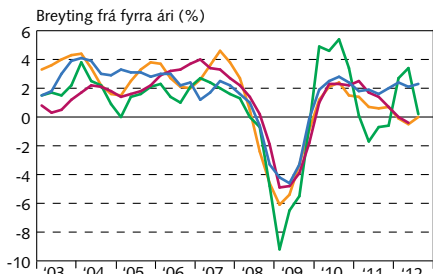
1. Lækkun fjárfestingarhlutfalls sýnir breytingu hlutfalls fjármunamyndunar af VLF frá hápunkti 4 ára í aðdraganda fjármálakreppu til lágpunkts í kjölfar kreppu. Frávik fjárfestingarhlutfalls fyrir kreppu frá langtímaeðaltali sýnir frávik meðaltals fjárfestingarhlutfalls 4 ár fyrir kreppu frá meðaltali 1980-2011.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-1

Hagvöxtur meðal helstu iðnríkja

Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2012

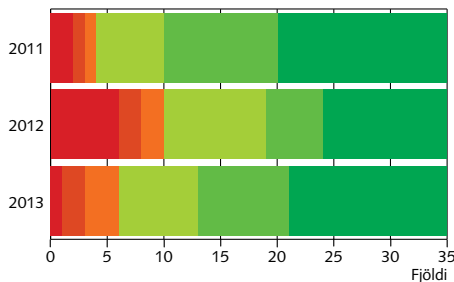


— Bandaríkin
— Evrusvæðið
— Bretland
— Japan

Heimild: Macrobond.

Mynd II-2

Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja



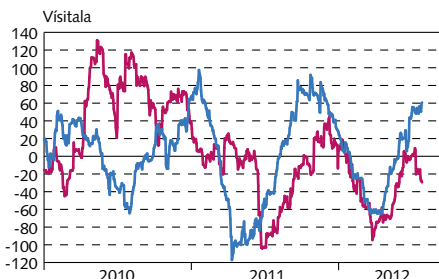
■ < -2% ■ 0% til 1%
■ -2% til -1% ■ 1% til 2%
■ -1% til 0% ■ > 2%

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-3

Vísitala um óvænta þróun hagvísar¹

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 9. nóvember 2012



— Bandaríkin
— Evrusvæðið

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

Heimild: Macrobond.

II Ytri skilyrði og útflutningur

Hægt hefur á efnahagsbata í heimsbúskapnum frá útgáfu síðustu *Peningamála*, horfur haldið áfram að versna nokkuð og óvissa aukist þrátt fyrir auknar stuðningsaðgerðir stjórnvalda og seðlabanka. Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur verið lítil og horfur eru nær óbreyttar frá síðustu spá. Viðbúið er að viðskiptakjör versni meira á þessu ári en gert var ráð fyrir í ágústspánni, einkum vegna lakara útflutningsverðs, en horfur til næstu tveggja ára hafa batnað nokkuð. Lítil vöxtur verður í alþjóðaviðskiptum á þessu ári og búist er við að hann verði nokkru minni á næstu árum en áður var spáð. Útlit er fyrir minni vöxt útflutnings á spátímanum en gert var ráð fyrir í ágúst, m.a. í ljósi hægari alþjóðlegs bata og verri horfa um heimsviðskipti.

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur fara enn versnandi og óvissan um þær eykst ...

Eftir því sem liðið hefur á árið hefur fjarað undan efnahagsbatanum í nokkrum af helstu viðskiptalöndum Íslands, einkum á evrusvæðinu og í Danmörku þar sem landsframléiðslan er nú tekin að dragast saman. Samdráttarskeiði lauk í Bretlandi á þriðja fjórðungi ársins. Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins verður samdráttur í tíu þróuðum Evrópuríkjum á þessu ári en það gerðist einungis í þremur ríkjum í fyrra. Hægur bati hefur haldið áfram í Bandaríkjunum. Fyrstu vísbendingar benda til nokkuð kröftugs hagvaxtar á þriðja fjórðungi og er reiknað með um 2% hagvexti í ár. Í Noregi hefur hagvöxtur t.d. aukist síðustu misserin en hann hefur verið nokkru minni í Kína og mörgum nýmarkaðsríkjum en vænst var. Heilt á litið hafa hagvaxtarhorfur í heiminum versnað frá því sem var í upphafi árs og útlit fyrir að hagvöxtur í ár verði minni en í fyrra. Helstu hagvísar fyrir evrusvæðið og Bandaríkin sem birtust skömmu eftir að síðustu *Peningamál* voru gefin út í ágúst voru almennt nokkru verri en markaðsaðilar höfðu gert ráð fyrir, en frá byrjun september hafa hagvísar fyrir Bandaríkin verið betri en vænst var. Á sama tíma hafa hagvísar á evrusvæðinu verið nokkuð í takt við væntingar markaðsaðila eða rétt undir væntingum.

Nýjasta spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir þetta ár gefur til kynna að hagvöxtur verði aðeins minni í helstu viðskiptalöndum Íslands en gert var ráð fyrir í síðustu spá sjóðsins frá því í júlí að Bandaríkjunum undanskildum. Í spánni sem hér er birt er reiknað með að hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands verði að meðaltali 0,7% í ár eins og í síðustu *Peningamálum*. Einungis í Bandaríkjunum og Japan verður hagvöxtur í ár meiri en í fyrra. Á næsta ári er spáð tæplega 1½% hagvexti meðal viðskiptalanda Íslands og rúmlega 2% vexti árið 2014, sem eru nánast óbreyttar horfur frá því í ágúst en töluvert verri en var t.d. reiknað með í spám bankans fyrir ári. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur óvissu um hagvaxtarhorfur hafa aukist umtalsvert frá fyrri spám og hættuna á að verulega hægi á batanum í heimsbúskapnum vera nokkuð mikla. Þar verður hættan á samdrætti á evrusvæðinu á næsta ári þyngst.

... einkum vegna fjármálakreppunnar í Evrópu

Seðlabankar víða um heim hafa gripið til frekari stuðningsaðgerða frá útgáfu síðustu *Peningamála* í ljósi versnandi efnahagshorfa og fjár-

málakreppunnar í Evrópu. Seðlabanki Evrópu lýsti sig reiðubúinn til að kaupa ótilgreint magn ríkisskuldabréfa þeirra ríkja sem myndu undirgangast efnahagsáætlun hjá Evrópska stöðugleikakerfinu (e. European Financial Stability Facility / European Stability Mechanism, EFSF/ESM) í því skyni að draga úr skuldavanda ýmissa evruríkja og tryggja að þau fái notið lauss taumhalds peningastefnunnar. Seðlabanki Bandaríkjanna tilkynnti um mánaðarleg kaup á íbúðabréfum að verðmæti um 40 milljarða Bandaríkjadala uns verulegur bati sjáist á vinnumarkaði í því skyni að hleypa auknu lífi í húsnæðismarkaðinn. Englandsbanki og Seðlabanki Japans juku sömuleiðis umfang kaupa á skuldabréfum til að styðja við efnahagsbata. Þessar aðgerðir fylgdu í kjölfar umfangsmikilla aðgerða fyrr á þessu ári þar sem lausafjárstuðningur við evrópska banka var aukinn verulega. Þá hafa seðlabankar í nokkrum nýmarkaðsríkjum ýmist lækkað vexti eða haldið aftur af hækkunum og virkir stýrivextir hafa verið neikvæðir í Danmörku frá því í júl til að draga úr hækkunarþrýstingi á gengi dönsku krónunnar. Einnig hefur Evrópusambandið lagt drög að ramma að samræmdri eftirlitsstofnun fyrir banka á evrusvæðinu.

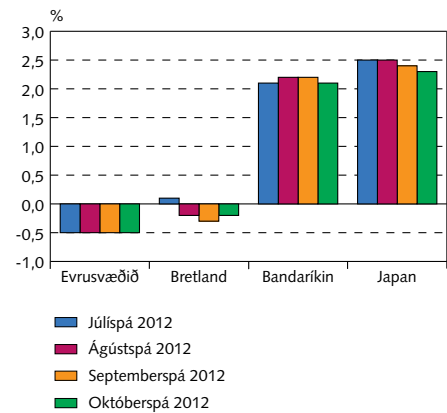
Enn er verulegur munur á fjármálalegum skilyrðum banka, fyrirtækja og ríkja á evrusvæðinu og vísbendingar um að efnahagsleg áhrif skuldavandans séu að breiðast út um álfuna þrátt fyrir fyrrgreindar stuðningsaðgerðir. Umfangsmikill fjármagnsflótti hefur átt sér stað frá ríkjum í skuldavanda sem hefur fyrst og fremst verið mætt með auknum lánveitingum Seðlabanka Evrópu. Útflæði vegna samdráttar í skuldabréfakaupum erlendra fjárfesta og minnkandi innlána frá miðju ári í fyrra fram á miðbik þessa árs hefur verið verulegt og nam t.d. um 27% af landsframleiðslu á Spáni og 15% af landsframleiðslu á Ítalíu. Nokkuð hefur dregið úr þessum fjármagnsflótti í kjölfar aðgerða Seðlabanka Evrópu og Evrópusambandsins en enn sem komið er hefur ekki tekist að rjúfa víthring skuldavanda ríkja og banka, jafnvel þvert á móti þar sem innlendir bankar eru nú enn fyrirferðarmeiri eigendur ríkisskuldabréfa og viðkvæmir fyrir verðlækkunum þeirra. Útlán til heimila og fyrirtækja halda áfram að dragast saman hjá ríkjum í skuldavanda, bæði vegna minnkandi eftirspurnar og erfiðleika fjármálastofnana, og hagvaxtarhorfur eru dökkar. Enn ríkir því óvissa um hvernig muni takast að leysa fjármálakreppuna í Evrópu. Vestanhafs ríkir einnig nokkur óvissa, m.a. um fjárlagaaðgerðir um næstu áramót í ljósi svokallaðs skuldabaks.

Þrátt fyrir svartsýni og óróleika hefur verið hlutabréfa á heimsmarkaði hækkað að undanförunu og virðist áhættufælmi fjárfesta á alþjóðamörkuðum hafa minnkað. Mestar hafa hækkanirnar verið á Norðurlöndunum og á evrusvæðinu en einnig hefur hlutabréfaverð hækkað talsvert í nýmarkaðsríkjunum og í Bandaríkjunum er hlutabréfaverð nú hærra en það var í aðdraganda fjármálakreppunnar. Að einhverju leyti er líklegt að fyrrgreindar aðgerðir ýmissa helstu seðlabanka heimsins sem hafa lækkað ávöxtunarkröfu ýmissa hefðbundinna fjárfestingarkosta hafi hvatt fjárfesta til að leita hærri ávöxtunar í áhættusamari fjárfestingu á borð við hlutabréf.

Verðbólguhorfur nær óbreyttar frá því í ágúst

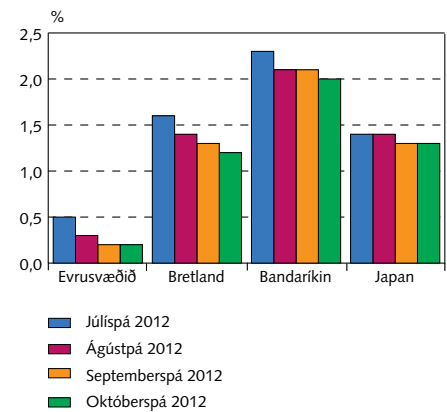
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur almennt minnkað undanfarna mánuði. Gert er ráð fyrir sömu forsendum um verðbólgu

Mynd II-4
Hagvaxtarspár fyrir árið 2012



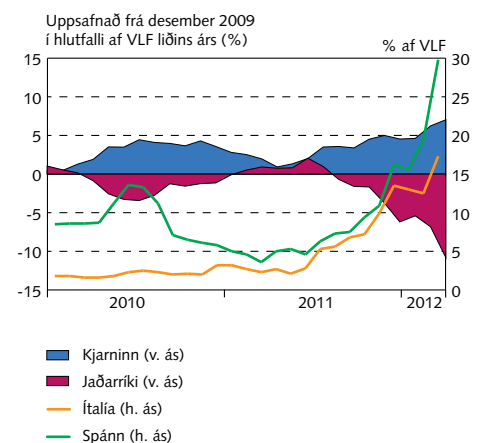
Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd II-5
Hagvaxtarspár fyrir árið 2013



Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd II-6
Fjármagnsflæði innan evrusvæðisins
og lán seðlabanka til Spánar og Ítalíu¹
Janúar 2010 - mars 2012

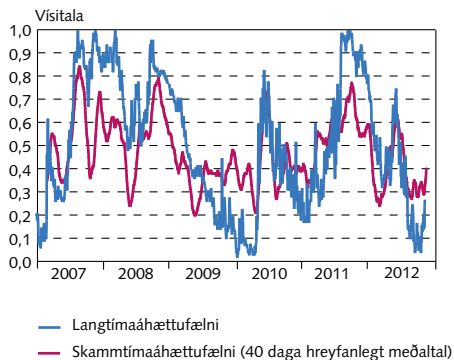


1. Skyggðu svæðin sýna áætlað uppsafnað nettó fjármagnsflæði frá öðrum aðilum en seðlabönum til ólíkra ríkjahópa á evrusvæðinu. Ríki í kjarnanum eru Belgía, Frakkland, Þýskaland og Holland. Jaðarríki eru Grikkland, Írland, Ítalía, Portúgal og Spánn.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-7

Áhættufælni á alþjóðlegum fjármála-
mörkuðum¹

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 9. nóvember 2012

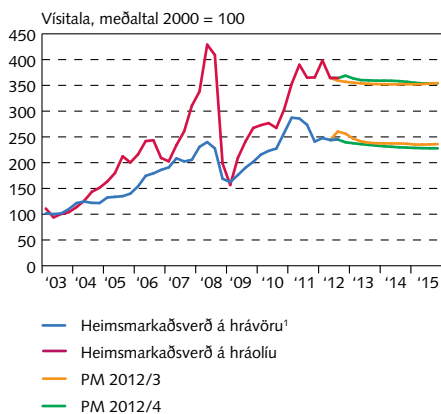


1. Núll táknar litla áhættufælni og einn, mikla áhættufælni. Vísitala Citi um áhættufælni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum byggist á skuldatryggingarálagi á bandarísk og evrópsk fyrirtæki auk nýmarkaðs-
ríkja, mismun millibankavaxta, ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa í Bandaríkjunum og fölgnu flókti gengis gjaldmiðla, hlutabréfaverðs og skiptasamningsvaxta.
Heimild: Macrobond.

Mynd II-8

Heimsmarkaðsverð á hrávöru

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2015



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

í helstu viðskiptalöndum Íslands og í *Peningamálum* í ágúst, en verðbólguhorfur fyrir evrusvæðið hafa versnað lítillega. Horfur fyrir helstu viðskiptalönd Íslands til næstu tveggja ára eru jafnframt nánast óbreyttar frá ágústspánni og er áætlað að verðbólga verði á bilinu 1,9-2,2% á spátímanum.

Þróun olíuverðs svipuð og spáð var í ágúst en hrávöruverð lækkar meira á árinu

Gert er ráð fyrir að olíuverð hækki lítillega á þessu ári eða um 1½% en lækki um 3½% árið 2013. Þróun olíuverðs á þessu og næstu tveimur árum er mjög svipuð og í ágústspánni. Eins og áður byggist þessi spá á þróun framvirks olíuverðs og mati markaðsaðila. Í riti Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, *World Economic Outlook*, frá því í október í ár kemur hins vegar fram það mat að framvirk verð gætu verið að ofmeta þá lækkun sem er framundan, m.a. vegna hættu á truflunum á afhendingu olíu úr Norðursjó og hættu á framboðstruflunum í tengslum við staðbundinn pólitískan óstöðugleika.

Alþjóðlegt hrávöruverð hefur hækkað nokkuð á þriðja ársfjórðungi eftir lækkun á fjórðungnum á undan, en það er þó enn töluvert lægra en það var á sama tíma fyrir ári. Gert er ráð fyrir að meðallækkun ársins verði um 10% í stað rúmlega 7% í ágústspánni, sem stafar einkum af því að í ágúst var reiknað með meiri hækkingu á þriðja ársfjórðungi en raunin varð. Á næstu tveimur árum er búist við nokkurri lækkun hrávöruverðs, en horfur um hægjan bata heimsmarkaðs-
skaparins með áframhaldandi vexti eftirspurnar í flestum nýmarkaðs-
ríkjum mun vega þar á móti.

Horfur um verð sjávarafurða lakari en í ágúst ...

Verð sjávarafurða í heild hefur haldist hátt allt þetta ár og hækkað flesta mánuði ársins. Hins vegar hefur verð á botnfiskafurðum í heild lækkað frá því sem það fór hæst haustið 2011. Á þetta sérstaklega við um þorskafurðir. Þar hefur orðið umtalsverð verðlækkun en þorskafurðir vega tæplega þriðjung í útflutningi sjávarafurða. Helst er talið að rekja megi þessa verðlækkun til þess að þorskafurðir voru orðnar hlutfallslega dýrar auk þess sem talið er að framboð á Atlantshafsporski muni aukast um 8-10% á þessu ári. Í spánni nú er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða hækki um tæplega 2% á þessu ári í stað 2,6% í ágústspánni.

Talið er að framboð á þorski úr Atlantshafi muni aukast um allt að fimmtung á næsta ári. Af þessu leiðir allnokkra óvissu um þróun á verði þorskafurða á næstu mánuðum. Frekar verður að teljast líklegt að verðið gefi nokkuð eftir. Á móti kemur að framboð á öðrum botnfiskum mun annað hvort standa í stað eða dragast saman og ætti það að hækka verð á þessum tegundum. Þá bendir framvirk verð til þess að verð á mjöli og lýsi hækki verulega á næstu ársfjórðungum og þá er því spáð að verð á ýmsum öðrum fiskafurðum muni styrkjast nokkuð á næsta ári. Að öllu samantöldu er nú gert ráð fyrir að verð sjávarafurða í heild haldi áfram að hækka fram á fyrri hluta næsta árs sem gerir það að verkum að árshækkun sjávarafurðaverðs verður um 2% á næsta ári en í ágústspánni var gert ráð fyrir óbreyttu verði milli

ára. Þetta snýst hins vegar við árið 2014 þannig að fyrir spátímamann í heild hafa horfur um verð sjávarafurða heldur versnað frá því sem gert var ráð fyrir í ágúst. Skýrist það af því að verð sjávarafurða er þegar orðið nokkuð hátt miðað við verð annarra matvæla, auk þess sem ætla má út frá samtölum við markaðsaðila að þrátt fyrir að markaðir fyrir sjávarafurðir séu áfram traustir sé orðið þyngra undir fæti í sölustarfi, sérstaklega í Suður-Evrópu.

... en horfur um þróun álverðs hafa heldur vænkast

Eftir nokkra hækkun fyrstu tvo mánuði ársins lækkaði álverð talsvert frá mars til ágústmánaðar í takt við þróun hrávöruverðs. Verðið fór þannig niður fyrir 2.000 Bandaríkjadali á tonn en í september sl. hækkaði álverð hins vegar um 12% milli mánaða og fór tonnið upp fyrir 2.000 Bandaríkjadali á nýjan leik. Í takt við þróun framvirks verðs og spár helstu markaðsaðila er reiknað með því að lækkunin í ár verði u.þ.b. 10½% frá fyrra ári í stað tæplega 15% lækkunar í síðustu *Peningamálum*. Þá er útlit fyrir að álverð hækki um 7-8% á ári næstu tvö árin í stað um 4% lækkunar hvort árið í ágústspánni. Horfur um þróun álverðs hafa því heldur vænkast og er nú gert ráð fyrir að álverð verði u.þ.b. 9% hærra í lok spátímans en spáð var í ágúst.

Lakari horfur um þróun viðskiptakjara í ár en horfur hafa batnað sé litið til spátímans í heild

Nokkur breyting hefur orðið á alþjóðlegri verðlagsþróun og horfum frá því í ágúst eins og nefnt hefur verið hér að framan. Horfur um álverð á þessu ári hafa batnað nokkuð frá síðustu spá að því leyti að nú er gert ráð fyrir minni lækkun og útlit er fyrir að hrávöruverð lækki meira en búist var við í ágúst á þessu ári. Nú er hins vegar gert ráð fyrir minni verðhækkun sjávarafurða í ár og meiri hækkun olíuverðs. Því er útlit fyrir að viðskiptakjör verði lakari í ár en spáð var í ágúst og versni um 2,8% í stað 2,2% og bætist það við viðskiptakjararýmnum í fyrra sem nam 1,6%. Horfur um viðskiptakjör á næstu tveimur árum hafa hins vegar batnað frá því í ágúst. Sé litið til spátímans í heild hafa því horfur um þróun viðskiptakjara heldur vænkast.

Raugengi hefur hækkað lítillega að undanförmu

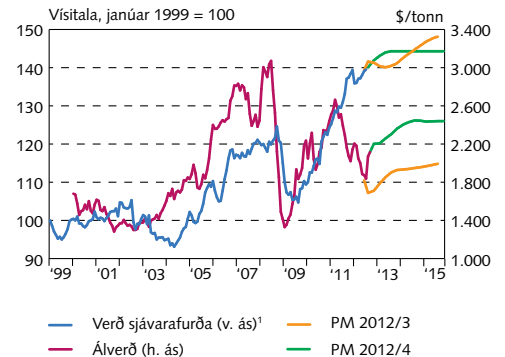
Raugengi krónunnar miðað við hlutfallslegt verðlag hefur hækkað um 1,9% það sem af er ári frá sama tíma í fyrra. Í apríl hófst styrkingarferli sem lauk í ágúst þegar raugengið náði hæsta stigi sínu frá september 2008. Í september sl. lækkaði raugengið um 4,3% milli mánaða. Miðað við hlutfallslegt verðlag er raugengið nú rúmlega 17% lægra en meðalraugengi undanfarinna þrjátíu ára og um 22% lægra sé miðað við hlutfallslegan launakostnað. Samkvæmt spánni mun raugengið hækka lítillega á næstu árum, sem er í takt við reynslu annarra ríkja í kjölfar alvarlegra banka- og gjaldeyriskreppa (sjá umfjöllun í kafla I).

Hægir á vexti alþjóðaviðskipta samfara veikari hagvexti

Verulega dró úr vexti alþjóðaviðskipta á seinni hluta síðasta árs samhliða minni hagvexti í heiminum. Í aprílspá sinni gerði Alþjóða-

Mynd II-9

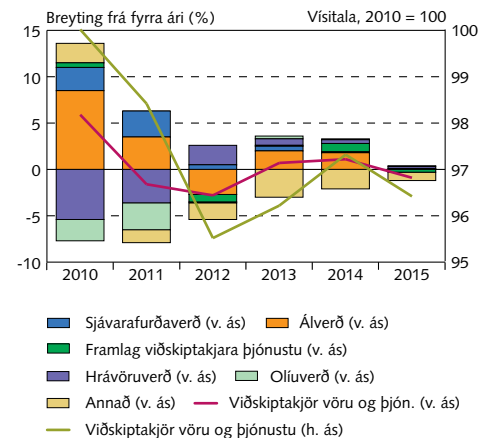
Verð á sjávarafurðum og álí
í erlendum gjaldmiðli



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

Mynd II-10

Viðskiptakjör og framlag undirliða
2010-2015¹

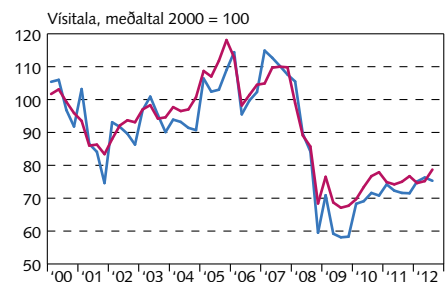


1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar viðskiptakjara er fengið með því að veita saman árlega breytingu viðkomandi undirliðar með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Líðurinn „annað“ er afgangslíður. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

Raugengi

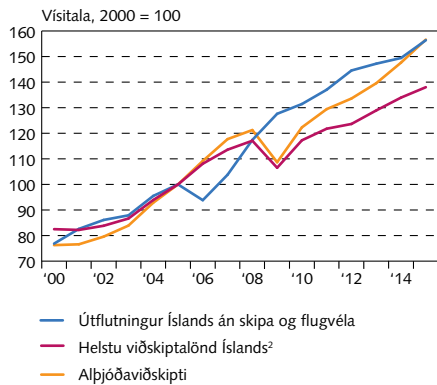
1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2012



1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2012

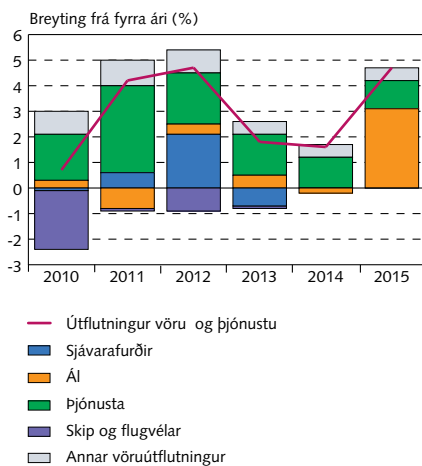
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12
Alþjóðaviðskipti og íslenskur útflutningur
2000-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015. 2. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13
Þróun útflutnings og framlag undirliða hans
2010-2015¹



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

gjaldeyrissjóðurinn ráð fyrir mun minni vexti alþjóðaviðskipta á árinu 2012 en árið áður og í októberspánni var spáð enn minni vexti. Í spá sjóðsins fyrir árið 2013 er gert ráð fyrir nokkrum bata sem aðallega má rekja til meiri viðskipta milli nýmarkaðsríkja. Sé litið til innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands hafa horfur hins vegar lítið breyst frá því í ágúst. Reiknað er með að innflutningur helstu viðskiptalanda aukist um 1½% á þessu ári og um 4% hvort ár, 2013 og 2014, í takt við aukinn hagvöxt í heiminum.

Útflutningshorfur heldur lakari út spátímam en búist var við í ágúst

Gert er ráð fyrir að vöruútflutningur aukist um 4% á þessu ári sem er nokkru lakari vöxtur en spáð var í ágúst og rekja má að mestu til lakari útflutnings sjávarafurða. Vísbendingar hafa einnig birst um minnkandi útflutningstekjur í afkomutölum fyrirtækja utan stóriðju og sjávarútvegs fyrir þriðja ársfjórðung, auk þess sem dregið hefur úr væntingum þeirra til sölu næstu fjórðunga. Horfur fyrir vöruútflutning í heild næstu tvö ár eru taldar heldur lakari en í ágúst og er spáð litlum vexti vöruútflutnings. Árið 2015 er hins vegar reiknað með kröftugum vexti en þá er gert ráð fyrir töluverðri aukningu álútflutnings (sjá einnig kafla IV).

Á móti lakari vöruútflutningi koma vísbendingar um meiri kraft í þjónustuútflutningi. Samkvæmt endurskoðuðum tölum Hagstofu Íslands virðist þjónustuútflutningur hafa aukist um ríflega 9% í fyrra sem er rúmlega 2 prósentum meiri vöxtur en fyrri tölur Hagstofunnar gáfu til kynna. Tölur fyrir það sem af er þessu ári gefa jafnframt til kynna að útflutt þjónusta hafi aukist enn frekar og stefnir í metár í komum ferðamanna til landsins en á fyrstu tíu mánuðum ársins var fjöldi ferðamanna orðinn meiri en fjöldinn sem kom til landsins allt árið í fyrra. Spáð er 5½% vexti útfluttrar þjónustu í ár sem er litillega meiri vöxtur en í ágúst. Horfur fyrir næstu tvö ár eru svipaðar og í ágúst.

Vegna endurskoðunar á þjónustuútflutningi síðasta árs reyndist útflutningur vöru og þjónustu um 1 prósentu meiri í fyrra en áður hafði verið talið. Í spá bankans er áætlað að útflutningur í ár verði svipaður og búist var við í ágúst og því verður vöxturinn frá fyrra ári minni sem þessu nemur. Reiknað er með um 4½% vexti frá fyrra ári en einungis um 1½% vexti á ári næstu tvö ár. Útflutningshorfur hafa því versnað frá ágúst.

Þótt útflutningsvöxtur næstu tveggja ára sé veikur þarf að hafa í huga að hann kemur í kjölfar kröftugs vaxtar frá árinu 2007 (þegar horft er fram hjá óreglulegum útflutningi skipa og flugvéla), sérstaklega þegar þróunin er sett í samhengi við bágt ástand alþjóðlegra efnahagsmála. Á tímabilinu 2008-2011 var árlegur vöxtur útflutnings án skipa og flugvéla að meðaltali ríflega 7% en heimsverslunin óx um tæplega 3% og innflutningur helstu viðskiptalanda einungis um 2%. Markaðshlutdeild íslenskra útflutningsfyrirtækja gagnvart helstu viðskiptalöndum hefur því vaxið nokkuð frá því að alþjóðlega fjármálakreppan skall á og, eins og mynd II-12 sýnir, gerir spáin ráð fyrir að sú aukna markaðshlutdeild haldi sér út spátímam. Heimsverslunin vex hins vegar hraðar, enda hún í meira mæli drifin áfram af viðskiptum milli nýmarkaðsríkja eins og áður hefur verið rakið.

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	2015
Útflutningur vöru	1,3 (1,1)	4,1 (5,4)	0,5 (0,9)	0,8 (1,8)	5,9
Útflutningur þjónustu	9,3 (7,1)	5,4 (5,2)	4,2 (3,6)	3,1 (2,9)	2,6
Útflutningur vöru og þjónustu	4,1 (3,2)	4,6 (5,4)	1,7 (1,6)	1,5 (2,1)	4,6
Útflutningur vöru og þjónustu án flugvéla og skipa	4,3 (3,3)	5,5 (6,3)	1,8 (1,7)	1,5 (2,1)	4,6
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	2,5 (2,5)	9,0 (11,0)	-3,0 (-5,0)	0,0 (0,0)	0,0
Útflutningsframleiðsla áls	-3,0 (-3,0)	1,5 (1,8)	2,2 (4,9)	-0,9 (1,9)	13,2
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli	10,4 (10,4)	1,9 (2,6)	2,1 (0,0)	0,3 (2,6)	0,0
Verð áls í USD ²	13,5 (13,5)	-10,4 (-14,9)	7,7 (4,0)	6,9 (3,9)	0,3
Verð eldsneytis í USD ³	31,6 (31,6)	1,5 (0,4)	-3,5 (-4,4)	-0,6 (-0,4)	-1,1
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-1,6 (-1,7)	-2,8 (-2,2)	0,7 (-0,3)	1,1 (-0,1)	-0,9
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	2,8 (2,8)	2,2 (2,2)	1,9 (1,8)	2,1 (2,0)	2,1
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁴	1,7 (1,7)	0,7 (0,7)	1,3 (1,4)	2,1 (2,2)	2,9
Skammtímavextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁵	1,3 (1,3)	0,8 (0,8)	0,6 (0,6)	1,1 (1,1)	2,2

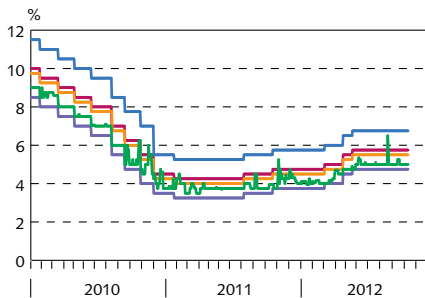
1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2012/3. 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá frá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 9. nóvember 2012



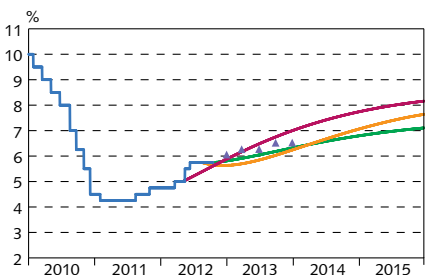
— Daglánavextir
— Vextir á veðlánnum
— Hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum
— Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði
— Vextir á viðskiptareikningum

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Veðlánvextir, framvirkir vextir¹ og væntingar
markaðsaðila um veðlánvexti²

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 31. desember 2015



— Veðlánvextir Sí
— PM 2012/2 (byrjun maí 2012)
— PM 2012/3 (miður ágúst 2012)
— PM 2012/4 (byrjun nóvember 2012)
▲ Væntingar markaðsaðila (byrjun nóvember 2012)

1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Ríkisbréfin með gjalddaga í maí 2013 og mars 2014 eru þó ekki notuð þar sem verðlagning þeirra er talin vera skekkt vegna áhrifa gjaldeyrishafta. 2. Miðað við miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila dagana 5.-9. nóvember, 2012.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

III Fjármálaleg skilyrði

Taumhald peningastefnunnar hefur haldið áfram að aukast þrátt fyrir óbreytta vexti Seðlabankans í ágúst og október sl. og virðast markaðsaðilar vænta frekari hækkana vaxta á árinu. Gengi krónunnar hefur lækkað töluvert frá því í ágúst og er lægra en miðað var við í ágústspánni. Eignaverð hefur haldið áfram að hækka og skuldir einkageirans hafa lækkað, þótt þær séu enn háar í alþjóðlegum samanburði. Vaxtakjör óverðtryggðra húsnæðislána hafa lækkað samhliða hækkun vaxta Seðlabankans en vextir á verðtryggðum lánnum hafa lækkað. Fjármálaleg skilyrði einkageirans hafa í meginatriðum haldið áfram að batna á árinu.

Vextir Seðlabanka Íslands óbreyttir en raunvextir bankans hafa hækkað

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað að halda vöxtum bankans óbreyttum á fundum sínum 22. ágúst og 3. október sl. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana 4,75%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 5,5%, vextir á lánnum gegn veði til sjö daga 5,75% og daglánavextir 6,75%. Millibankavextir hafa í meginatriðum þróast í takt við vexti Seðlabankans. Vegna rúmrar lausafjárstöðu innlánsstofnana haldast þeir áfram í neðri hluta vaxtagangs bankans. Þeir hafa verið á bilinu 5-5,25% frá útgáfu *Peningamála* í ágúst, nema 17. og 18. september sl. Þegar þeir hliðruðust að efri hluta vaxtagangsins og voru 6-6,5% í kjölfar tímabundinna sveiflna í lausu fé á markaði.

Þrátt fyrir óbreytta vexti Seðlabankans hafa raunvextir bankans hækkað frá því í ágúst og eru nú um 0,7% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar. Þeir eru því um 0,3 prósentum hærri en rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í ágúst og 1,4 prósentum hærri en þeir voru á sama tíma fyrir ári.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (9. nóv. 2012)	Breyting frá PM 2012/3 (17. ág. 2012)	Breyting frá PM 2011/4 (28. okt. 2011)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	0,9	0,4	2,2
Verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	0,9	0,8	0,6
Verðbólguvæntingar heimila til eins árs	-0,4	0,7	2,0
Verðbólguv. markaðsaðila til eins árs ²	0,6	0,0	-
Verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs ³	0,5	-0,1	1,2
Verðbólguvaxta Seðlabankans ⁴	1,6	-0,1	0,9
Meðaltal	0,7	0,3	1,4

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

Markaðsaðilar vænta hækkunar vaxta

Samkvæmt framvirkum vöxtum vænta markaðsaðilar þess að vextir Seðlabankans verði óbreyttir við útgáfu þessara *Peningamála*. Vaxtaferillinn gefur jafnframt til kynna að þess sé vænst að vextir taki smám saman að hækka á næsta ári. Samkvæmt ferlinum vænta

markaðsaðilar þess að vextir á lánum gegn veði til sjö daga hækki um rúmlega 0,5 prósentur til loka næsta árs og verði þá um 6,25%. Könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun nóvember bendir hins vegar til þess að þeir búist við 0,25 prósentna vaxtahækkun fyrir lok þessa árs og 0,5 prósentna viðbótarhækkun til loka næsta árs. Þessi mismunur skýrist líklega af mælivandamáli á stysta enda vaxtaferilsins sakir óskilvirkni innlends millibankamarkaðar sem gerir það að verkum að þær vísbendingar sem vaxtaferillinn gefur um væntingar markaðsaðila um næstu vaxta-ákvarðanir Seðlabankans eru óvissari en ella.

Vextir óverðtryggðra ríkisskuldabréfa hafa lækkað

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hefur lækkað um 0,1-0,3 prósentur frá útgáfu *Peningamála* í ágúst. Að hluta til kann lækkun kröfunnar að endurspegla bjartsýnna mat á verðbólguhorfum sökum hagstæðrar verðbólguþróunar að undanförmu. Minni breyting hefur orðið á ávöxtunarkröfu styttri ríkisbréfa fyrir utan bréfið með gjald-daga á árinu 2013 sem hefur hækkað um 0,5 prósentur. Verðlagning bréfsins er þó talin vera skekkt vegna áhrifa gjaldeyrishafta. Lánamál ríkisins hafa tilkynnt að boðin verða til sölu ríkisbréf í markfloknum fyrir 7-12 ma.kr. á fjórða ársfjórðungi ársins sem er lægri upphæð en boðin hefur verið út á fyrri ársfjórðungum þessa árs.

Lítill breyting á verðtryggðum vöxtum

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa hefur lækkað lítillega og er nú um 0,1-0,2 prósentum lægri en við útgáfu síðustu *Peningamála*. Minna framboð hefur verið á verðtryggðum skuldabréfum það sem af er ári sem getur haft áhrif til lækkunar á ávöxtunarkröfunni. Til að mynda hefur Íbúðalánasjóður gefið út minna af skuldabréfum á þessu ári og ríkissjóður hyggst ekki gefa út verðtryggð ríkisbréf nema í tengslum við gjaldeyrisútboð vegna losunar fjármagnshafta. Á móti hafa skammtímaravextir farið hækkandi að undanförmu með auknu taumhaldi peningastefnunnar sem hefur hugsanlega áhrif til hækkunar ávöxtunarkröfunnar umfram það sem ella hefði verið.

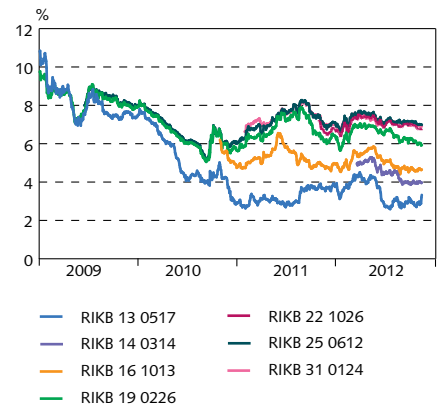
Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands lækkar

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hefur lækkað um 0,9 prósentur frá útgáfu *Peningamála* í ágúst og mældist 1,9 prósentur fyrir útgáfu þessa heftis. Áhættuþóknunin hefur ekki mælst jafn lág síðan um mitt ár 2011. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna, hefur einnig lækkað á sama tímabili. Vaxtamunurinn á fimm ára og tíu ára ríkisbréfum þessara landa dróst saman um 0,6 og 0,5 prósentur og var um 2,6 og 3,0 prósentur fyrir útgáfu þessa heftis. Vaxtamunur fimm ára bréfanna hefur aldrei mælst jafn lítill og um þessar mundir.

Frá útgáfu *Peningamála* í ágúst hefur langtímaxtamunur gagnvart þýskum ríkisbréfum lækkað um 0,1 prósentu og er nú um 4,9 prósentur. Skammtímaxtamunurinn hefur hins vegar hækkað um 0,3 prósentur frá því í ágúst og var um 3,2 prósentur fyrir útgáfu þessa heftis.

Mynd III-3

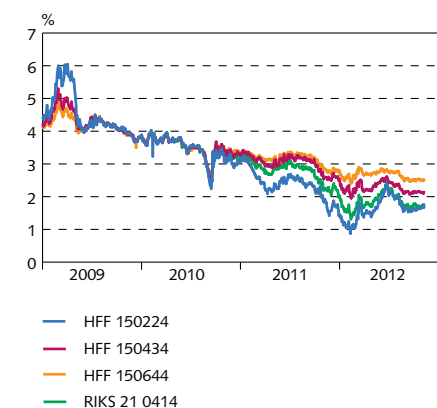
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 9. nóvember 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

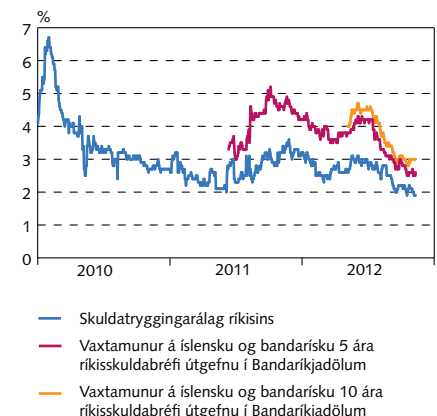
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 9. nóvember 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

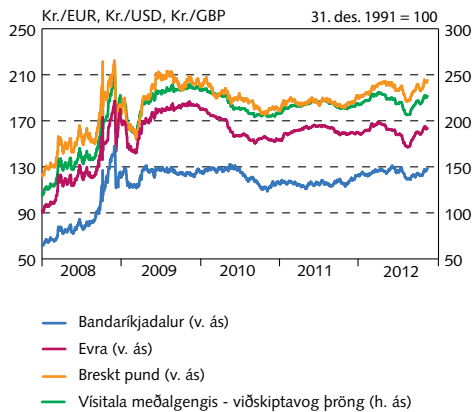
Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 9. nóvember 2012



Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 9. nóvember 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gengi krónunnar hefur lækkað frá sumarlokum

Gengi krónunnar hefur lækkað um tæp 9% frá útgáfu síðustu *Peningamála* í ágúst miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu. Á sama tímabili hefur gengi krónunnar lækkað um rúm 7% gagnvart Bandaríkjadal, 9,7% gagnvart evru og 8,5% gagnvart bresku pundi. Meiri lækkun gagnvart evru skýrist af hækkun hennar gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Sú styrking á gengi krónunnar sem átti sér stað frá því í apríl sl. hefur þar með gengið til baka og er gengið um 4,3% lægra en það var í upphafi árs miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu. Gengislækkun krónunnar frá því í lok ágúst sl. skýrist líklega af mörgum þáttum. Þannig hafa innlend fyrirtæki og stofnanir verið að safna gjaldeyri til að greiða niður erlendar skuldir. Einnig getur verið að dregið hafi úr gjaldeyrisinnflæði sökum árstíðarsveiflu, auk þess sem viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa versnað á árinu. Að síðustu virðist lækkunin einnig tengd vantrú markaðsaðila á því að gengisstigið fyrir lækkunarferlið gæti staðist til lengdar í ljósi erfiðrar skuldastöðu þjóðarbúsins og óvissu í tengslum við losun fjármagnshafna.

Fyrir útgáfu þessara *Peningamála* var gengi krónu um 245 krónur fyrir hverja evru á aflandsmarkaði og hefur styrkst um 4% frá síðustu útgáfu. Hverfandi viðskipti hafa verið á þessum markaði að undanförunu og gefur gengið því takmarkaðar upplýsingar um þann þrýsting sem kynni að vera til staðar ef gjaldeyrihöftin væru leyst.

Innlán dragast saman ...

Innlán heimila hafa dregist saman um 4,5% á þriðja ársfjórðungi miðað við sama ársfjórðung í fyrra. Samdrátturinn hefur verið mestur á peningamarkaðsreikningum og óbundnu sparifé en á móti var aukning í öðru bundnu sparifé heimila. Hluti samdráttarins er vegna tilfærslu yfir í hlutdeildarskírteini sjóða sem almennt gefa betri raunávöxtun. Heimilin hafa einnig í einhverjum mæli gengið á sparnað sinn og fjárfest í fasteignum, greitt niður lán eða aukið neyslu á varanlegum og hálfvaranlegum neysluvarningi, m.a. sökum lágrar raunávöxtunar innlána. Innlán fyrirtækja, annarra en eignarhaldsfélaga, hafa hins vegar vaxið um 3,3% á sama tímabili og er aukningin að miklu leyti tilkomin vegna aukningar í gengisbundnum veltiinnlánnum veitufyrirtækja og veltiinnlánnum þjónustufyrirtækja.

Á þriðja ársfjórðungi minnkuðu innlán verðbréfa- og fjárfestingarsjóða um ríflega helming eða um 34 ma.kr. miðað við sama ársfjórðung í fyrra. Að stærstum hluta endurspeglar það að á fjórða ársfjórðungi 2011 varð hluti veltiinnlána verðbréfa- og fjárfestingarsjóða ekki lengur skilgreindur sem innlán.

... og peningamagn í umferð minnkar

Vitt peningamagn (M3) tók að minnka á ný á þriðja ársfjórðungi þessa árs eftir samfelldan vöxt síðustu þrjá ársfjórðunga á undan og var 1,4% minna en á sama ársfjórðungi í fyrra. Þrengra skilgreint peningamagn hefur einnig dregist saman frá fyrra ári: M2 um 4,1% og M1 um 5,5%. Á sama tíma hefur grunnfé Seðlabankans einnig minnkað um ríflega 3%.

Vöxtur víðs peningamagns síðustu þrjá ársfjórðungana á undan hafði verið í ágætu samræmi við nafnvöxt landsframleiðslunnar

eftir að hafa verið nokkuð undir vexti hennar frá árinu 2010. Aftur myndaðist hins vegar frávik á þriðja fjórðungi þessa árs þegar hlutfall peningamagns af landsframleiðslu tók að lækka á ný.

Endurflokkun á innlánnum hefur haft nokkur áhrif á mælt peningamagn að undanfögnu. Innlán eignarhaldsfélaga jukust t.d. um ríflega 17% á þriðja ársfjórðungi miðað við sama ársfjórðung í fyrra, einkum vegna þess að viðskiptabankaleyfi slitastjórna Glitnis banka hf. og Kaupþings banka hf. voru afturkölluð á þriðja ársfjórðungi síðasta árs og þær skilgreindar sem eignarhaldsfélög í stað fjármála-fyrirtækja. Á móti kemur að innlán fjármálfyrirtækja, annarra en banka, hafa dregist saman sem að mestu leyti skýrist af minnkun í veltiinnlánnum verðbréfa- og fjárfestingarsjóða, einkum vegna fyrrgreindrar endurskilgreiningar á innlánnum. Einnig er líklegt að fjármunir hafi í einhverjum mæli verið færðir yfir í aðra fjárfestingarkosti sem gefa betri ávöxtun, til að mynda hafa skuldabréfaútböð fyrirtækja og banka aukist á árinu. Stóru bankarnir þrír hafa einnig haldið áfram að selja fyrirtæki og aðrar eignir í félögum í óskyldum rekstri á árinu og lækkuðu eignir í sölu meðferð um 38 ma.kr. á fyrri helmingi ársins. Endurspeglast það t.d. í því að samanlagður hagnaður af „aflagðri starfsemi“ bankanna þriggja,¹ að frádregnum tekjuskatti, nam ríflega 7 ma.kr. á fyrri helmingi ársins eða um 20% af heildarhagnaði.

Mældur samdráttur peningamagns í umferð virðist því að stórum hluta mega rekja til endurskilgreiningar á innlánnum og tilfærslu fjármuna úr formi innlána yfir í aðra fjárfestingarkosti auk þess að endurspeglar endurskipulagningu eigna í eigu banka þar sem þeir eru að selja eignir sem féllu þeim í skaut í kjölfar fjármálakreppunnar. Þessi samdráttur peningamagns þarf því ekki að vera vísbending um viðsnúning efnahagsbatans.

Vísbendingar um hæga fjölgun íbúðalána

Á fyrstu níu mánuðum ársins námu ný íbúðalán innlánsstofnana, lífeyrissjóða og Íbúðalánasjóðs um 6 ma.kr. að meðaltali á mánuði. Mikil aukning hefur verið í nýjum íbúðalánnum innlánsstofnana á tímabilinu á meðan ný lán íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða hafa dregist töluvert saman. Eithvað er um ný útlán til heimila en að öllum líkindum er að miklu leyti um endurfjármögnun eldri verðtryggðra lána að ræða en rúmlega 84% nýrra íbúðalána innlánsstofnana fyrstu níu mánuði ársins hafa verið óverðtryggð lán.

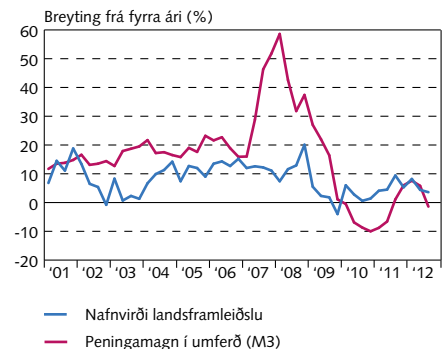
Gengis- og verðlagsleiðréttur útlánastofn heimila og fyrirtækja við innlánsstofnanir hefur hækkað lítillega á fyrstu níu mánuðum ársins. Hækkun útlánastofns heimila er að mestu til komin vegna óverðtryggðra lána en hjá fyrirtækjum var hækkunin mest í verðtryggðum útlánnum. Á móti hafa gengisbundin lán heimila og fyrirtækja lækkað á árinu. Vöxtur hefur mælst í yfirdráttarlánnum heimila sem má þó að stærstum hluta rekja til endurflokkunar útlána í kjölfar samruna Kreditkorta hf. við Íslandsbanka hf. og því ekki um raunverulega aukningu að ræða.

1. Hér er átt við starfsemi sem skilgreind er í ársreikningum bankanna sem „fastafjármunir til sölu og aflögð starfsemi“ (samkvæmt reikningskilastaðli IFRS nr. 5). Eignir í sölu meðferð teljast til eigna í aflagðri starfsemi.

Mynd III-7

Nafnvirði landsframleiðslu og M3

1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2012¹

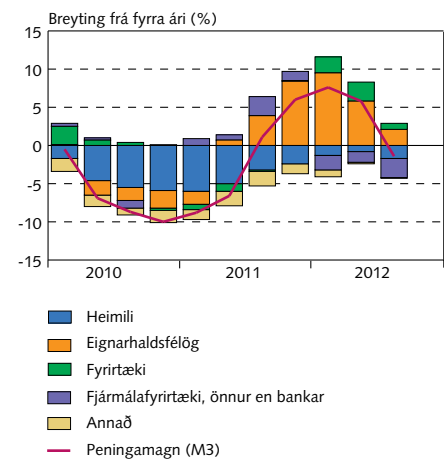


1. Áætlun Seðlabankans fyrir 3. ársfj. 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Samsetning peningamagns í umferð

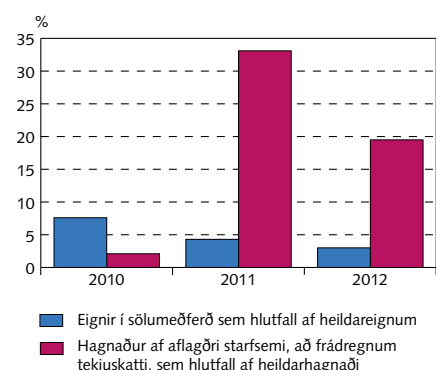
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Eignir í sölu meðferð og hagnaður af aflagðri starfsemi Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka árin 2010-2012¹

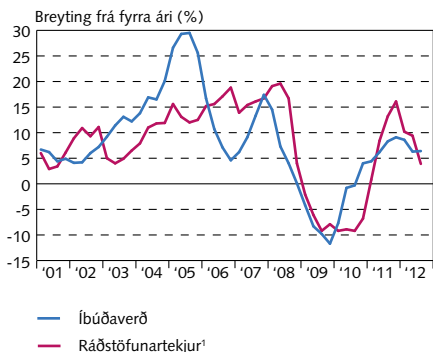


1. Fyrri helmingur árs 2012.
Heimildir: Árs- og árslytareikningar Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka fyrir árin 2010-2012.

Mynd III-10

Íbúðaverð og ráðstöfunartekjur heimila

1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2012



1. Áætlun Seðlabankans 1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Húsnæðisverð heldur áfram að hækka ...

Á fyrstu tíu mánuðum þessa árs voru þinglýstir kaupsamningar á landinu öllu tæplega 15% fleiri en á sama tíma í fyrra og rúmlega 14% fleiri sé eingöngu litið til höfuðborgarsvæðisins. Íbúðaverð hefur einnig hækkað jafnt og þétt á höfuðborgarsvæðinu þótt nokkuð hafi dregið úr vextinum eftir því sem liðið hefur á árið. Íbúðaverð hækkaði um 6,7% á þriðja ársfjórðungi ársins frá sama tíma fyrir ári og hefur því hækkað um 14,5% frá því að það var lægst í árslok 2009 samkvæmt tölum frá Þjóðskrá Íslands. Að raunvirði hefur íbúðaverð hækkað um 1,7% frá fyrra ári, en hækkað um tæp 5% frá því að það var lægst undir lok ársins 2010. Hækkun húsnæðisverðs það sem af er ári hefur verið heldur meiri en áður hafði verið spáð en í ágætu samræmi við hækkun almenns verðlags, byggingarkostnaðar og ráðstöfunartekna heimilanna. Samkvæmt grunnspánni er gert ráð fyrir að íbúðaverð hækki að meðaltali um u.þ.b. 5% á ári á spátímanum sem er lítillega umfram hækkun almenns verðlags og byggingarkostnaðar en aðeins minna en hækkun ráðstöfunartekna.

Leiguverð á höfuðborgarsvæðinu hefur einnig hækkað undanengið ár og var tæplega 10% hærra í september en á sama tíma í fyrra samkvæmt mælingu Þjóðskrár Íslands. Leigumarkaðurinn hefur stækkað mikið undanfarin ár, leiguverð er orðið hátt og hefur hækkað mikið umfram markaðsverð húsnæðis á árinu.

Íbúðum í eigu Íbúðalánasjóðs, banka og eignarhaldsfélaga hefur fjölgað á árinu. Í lok september áttu þessar stofnanir um 3.100 eignir eða um 100 fleiri eignir en upplýsingar í *Peningamálum* í maí á þessu ári gáfu til kynna. Tæplega 40% þessara eigna voru í útleigu og hlutfall íbúða sem skráðar eru fullbúnar en eru ekki í útleigu var 44%. Langstærsti hluti þessara 3.100 eigna er í eigu Íbúðalánasjóðs eða um 67%.

Raunverð atvinnuhúsnæðis hefur einnig hækkað undanfarið eftir að hafa náð lágmarki í lok árs 2011, en þá hafði það lækkað um 63% frá fyrsta ársfjórðungi 2008 sem er heldur minni lækking en á Írlandi þar sem hún nemur 70%.² Í sænsku bankakreppunni á tíunda áratug síðustu aldar lækkaði raunverð atvinnuhúsnæðis jafnmikið og það hefur lækkað hér. Veltan hér á landi hefur smám saman aukist og var 53% meiri fyrstu þrjá ársfjórðunga ársins en hún var á sama tímabili í fyrra.

... og skuldir einkageirans að lækka

Skuldir fyrirtækja námu um 169% af vergri landsframleiðslu í lok þriðja ársfjórðungs þessa árs og höfðu lækkað talsvert frá upphafi ársins þegar þær námu um 201% af landsframleiðslu.³ Á sama tíma höfðu skuldir heimila lækkað um sem nemur 6 prósentum af landsframleiðslu og námu um 108% af landsframleiðslu í lok september á þessu ári. Skuldir einkageirans höfðu því lækkað í um 280% af landsframleiðslu

2. Sjá M. Woods og S. O'Connell (2012). Ireland's Financial Crisis: A Comparative Context, Central Bank of Ireland *Quarterly Bulletin* 04/October 12, 97-118.

3. Miðað við árstíðarleiðréttar landsframleiðslutölur Seðlabankans (sjá rammagrein IV-1). Nýjasta mat Seðlabanka Íslands á skuldum heimila og fyrirtækja kann að vera frábrugðið áður birtum tölum. Eftir efnahagshrunið hefur reynt torveldara að nálgast þessar upplýsingar, sérstaklega hjá fjármálafyrirtækjum sem misst hafa starfsleyfi og útlán í eignvörðum skuldabréfum sem gefin voru út af bönkunum fyrir fall bankakerfisins.

um mitt þetta ár frá því að vera um 510% þegar þær náðu hámarki haustið 2008. Þegar horft er til skulda heimila og fyrirtækja við innlenda aðila og breytinga á þeim, sem sýndar eru í mynd III-12, sést að skuldalækkun einkageirans hér á landi í kjölfar núverandi alþjóðlegu fjármálakreppu hefur verið meiri en dæmi eru um frá öðrum löndum. Sama niðurstaða fæst í samanburði við endurskipulagningu skulda í kjölfar norrænu kreppunnar á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar og í kjölfar Asíukreppunnar á seinni hluta tíunda áratugarins. Íslensk heimili og fyrirtæki höfðu hins vegar safnað gríðarlegum skuldum í aðdraganda kreppunnar og því er innlend skuldsetning einkageirans hér á landi enn mikil í alþjóðlegum samanburði þótt hún sé nú nálægt því sem hún var um aldamót.

Fjármálaleg skilyrði einkageirans batna áfram

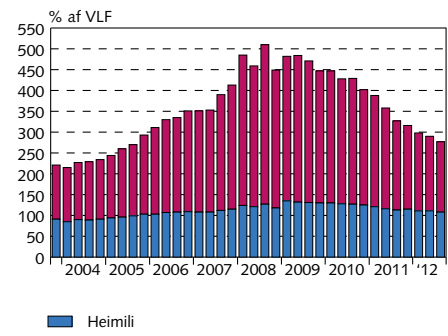
Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa í meginatriðum haldið áfram að batna á árinu. Samhliða lækkun skulda einkageirans hefur eignaverð hækkað sem eykur hreint virði heimila og fyrirtækja og þar með veðrymi þeirra til aukinnar lántöku. Skráðir vextir innlánsstofnana á verðtryggðum húsnæðislánum hafa einnig lækkað á árinu. Þannig eru vegnir meðalvextir stóru bankanna þriggja á verðtryggðum húsnæðislánum nú rúmlega 4,3% og hafa lækkað um 0,8 prósentur frá ársbyrjun. Á móti hafa vextir á almennum neyslulánum og óverðtryggðum húsnæðislánum hækkað í takt við hækkun vaxta Seðlabankans. Þannig hafa skráðir vextir á almennum neyslulánum og vegnir meðalvextir á óverðtryggðum húsnæðislánum með breytilegum vöxtum sem nú bjóðast heimilum hækkað um rúmlega eina prósentu það sem af er ári eða jafnmikið og veðlánavextir Seðlabankans. Skráðir vextir á almennum neyslulánum stóru bankanna þriggja eru nú á bilinu 12,45-12,65% og vegnir meðalvextir á óverðtryggðum húsnæðislánum um 6,8%. Raunvextir á óverðtryggðum húsnæðislánum hafa hækkað miðað við núverandi verðbólguþróun en eru þó enn lægri en verðtryggðir vextir húsnæðislána.

Sambærileg þróun hefur verið í vaxtakjörum fyrirtækja. Fjölbreytni í fjármögnun þeirra virðist einnig vera að aukast á ný en fyrirtæki hafa í auknum mæli sótt sér fjármagn með skuldabréfaútgáfu, auk þess sem aukið líf virðist vera að færast í innlendan hlutabréfamarkað, þótt enn séu umsvif þar afar takmörkuð.

Útlit er fyrir að fjárhagsstaða heimila og fyrirtækja haldi áfram að batna í kjölfar dóma Hæstaréttar frá 15. febrúar og 18. október sl. um gildi fullnaðarkvittana vegna uppgjörs ólöglegra gengistryggðra lána. Í kjölfar dómanna hafa innlánsstofnanir hafið endurútreikning ólöglegtra lána en þó ríkir enn óvissa um endanlega niðurstöðu endurútreiknings slíkra lána sem veltur á niðurstöðu ýmissa mála sem bíða meðferðar dómstóla.

Mynd III-11

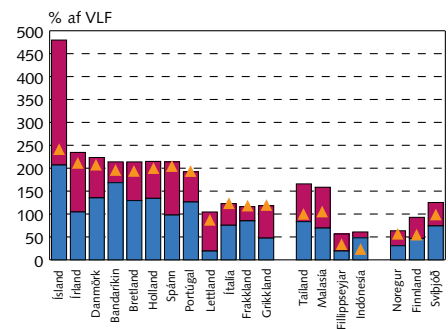
Skuldir heimila og fyrirtækja¹
4. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2012



1. Miðað við árstíðarleiðrétta landsframleiðslutölur Seðlabankans. Áætun Seðlabankans fyrir VLF á 3. ársfj. 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

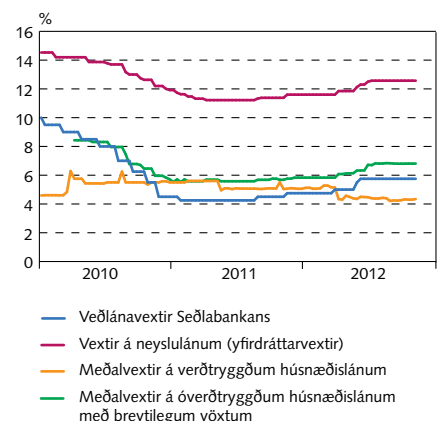
Þróun innlendra skulda einkaaðila í þremur bylgjum af fjármálakreppum¹



1. Bláar súlur sýna upphaflega skuldastöðu heimila og fyrirtækja sem miðast við árið 2000 í núverandi kreppu, 1990 í Asíukreppunni og 1980 í norrænu kreppunum. Rauðar sýna aukningu skulda úns þær náðu hámarki í kreppu og þríhyrningar sýna nýjasta gildið fyrir núverandi kreppu en lægsta gildi í kjölfar Asíukreppu og norrænu kreppanna.
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13

Veðlánavextir Seðlabankans og útlánsvextir til einstaklinga¹
1. janúar 2010 - 9. nóvember 2012

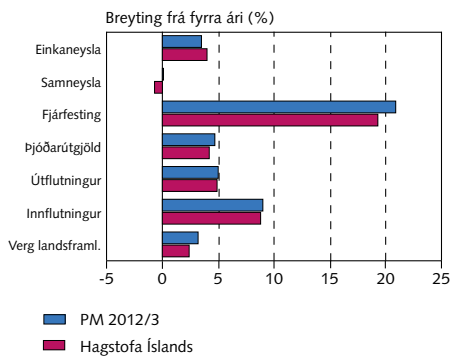


1. Vegið meðaltal útlánsvaxta miðað við lánsupphæð hjá Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka. Verðtryggðu húsnæðislánin eru með föstum vöxtum til fimm ára og upp í allt að allan lánstímann.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Mynd IV-1

Þjóðhagsreikningar fyrri hluta 2012 og spá Seðlabankans

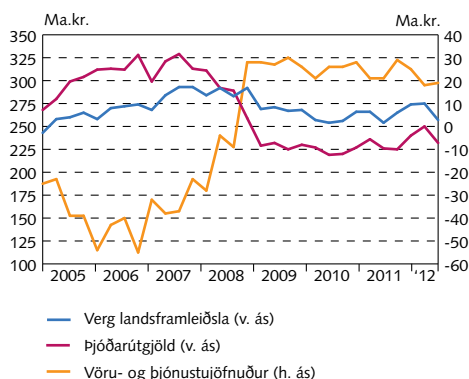


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

Verg landsframleiðsla, þjóðarútgjöld og vöru- og þjónustujöfnuður

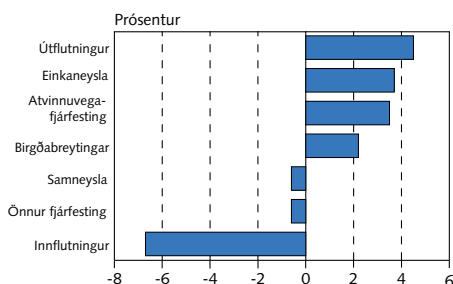
1. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2012
Árstíðarleiðréttar tölur á verðlagi ársins 2005¹



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

Mynd IV-3

Framlag undirlíða landsframleiðslu til efnahagsbata¹



1. Frá fyrri helmingi 2010 til fyrri helmings 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Nýjar tölur Hagstofu Íslands benda til þess að efnahagsbati undanfarna missera hafi verið þróttminni en áður var áætlað. Um leið virðist framlag útflutnings til hagvaxtar í fyrra hafa verið meira samkvæmt endurskoðuðum tölum en fyrri áætlanir bentu til. Minni samneysla og opinber fjárfesting skýra hins vegar að mestu veikari bata á fyrri hluta þessa árs en gert var ráð fyrir. Búist er við að efnahagsbatinn haldi áfram en spáð er minni hagvexti í ár en í ágústhefti *Peningamála*. Á móti kemur að hagvöxtur næsta árs er talinn verða meiri en þá var spáð. Horfur fyrir spátímabilið í heild eru því áþekkar fyrri spá, en áfram er gert ráð fyrir því að hagvöxtur verði að mestu knúinn áfram af vexti einkaneyslu og fjármunamyndunar. Áætlað er að framlag utánríkisviðskipta til hagvaxtar verði meira en samkvæmt síðustu spá þótt það verði neikvætt á spátímanum í heild. Framleiðsluslakinn sem myndaðist í kjölfar bankahrunsins er nú áætlaður meiri en í ágústspánni í takt við veikari efnahagsbata. Búist er við að slakinn hverfi á seinni hluta árs 2014.

Nokkru minni hagvöxtur á fyrri hluta þessa árs en spáð var í *Peningamála* í ágúst

Hagstofa Íslands birti fyrstu áætlanir um þjóðhagsreikninga fyrir annan ársfjórðung í september sl. ásamt endurskoðun á landsframleiðslu síðasta árs og fyrsta ársfjórðungi. Hagvöxtur síðasta árs er nú talinn hafa verið um ½ prósentu minni en fyrri áætlanir sögðu til um eða 2,6%. Ársvöxtur landsframleiðslunnar á öðrum fjórðungi nam 0,5% en leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu dróst landsframleiðslan saman um 1,1% frá fyrri fjórðungi.¹ Miklar sveiflur milli ársfjórðunga eftir árstíðarleiðréttingu virðist að stórum hluta mega rekja til sveiflna í birgðabreytingum. Skýrari mynd af stöðu þjóðarútgjalda og þjónustujöfnuðs er sýnd í mynd 2. Þá sést að hagvöxtur á fyrri hluta ársins nam 2,4% og hefur landsframleiðslan vaxið um 5% frá því að hún náði lágmarki á fyrri hluta árs 2010. Hefur batinn að mestu verið drifinn áfram af vexti útflutnings og þá sérstaklega vexti þjónustuútflutnings, en einnig vegur framlag einkaneyslu og fjárfestingar þungt. Á móti kemur töluverður bati innflutnings þannig að framlag utánríkisviðskipta til batans er neikvætt.

Líkt og á síðasta ári vógu einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting þyngst í hagvexti á fyrri hluta ársins en framlag utánríkisviðskipta var neikvætt. Í spá Seðlabankans frá því í ágúst var gert ráð fyrir 3,2% hagvexti á fyrri helmingi ársins. Helstu skýringar á fráviki spárinnar felast í því að umsvif hins opinbera, þ.e. samneysla og opinber fjárfesting, reyndust minni en spáð var. Að hluta stafar frávikið af endur-

1. Hér er miðað við árstíðarleiðréttingu Seðlabankans. Árstíðarleiðréttar tölur Hagstofunnar sýndu hins vegar 6,5% samdrátt milli fjórðunga. Munurinn felst í ólíkum nálgunum við árstíðarleiðréttinguna. Seðlabankinn árstíðarleiðréttir landsframleiðslu beint en Hagstofan leggur saman árstíðarleiðréttu undirlíða landsframleiðslunnar. Seðlabankinn notar einnig spá um landsframleiðslu til ársins 2016 við útreikninginn til að komast hjá þekktum vandamálum við endapunkta árstíðarleiðréttingu raðarinnar. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 virðast aðferðir Hagstofunnar við árstíðarleiðréttingu ekki henta við túlkun efnahagsþróunar innan árs: tölurnar eru mjög sveiflukenndar, fela enn í sér tölræðilega marktæka árstíðarsveiflu og endurskoðun á þeim milli birtinga er veruleg og langt umfram endurskoðun frumgagnanna sjálfra.

skoðun á fyrsta ársfjórðungi auk þess sem samdráttur birgðabreytinga var meiri en gert var ráð fyrir í spánni. Þrátt fyrir að nokkur frávik séu í undirlíðum landsframleiðslunnar var þróunin þó ekki ólík þeirri mynd sem dregin var upp af þróun efnahagsmála í ágústspánni: að efnahagsbatinn héldi áfram í krafti vaxandi þjóðarútgjalda en framlag utanríkisviðskipta drægi úr batanum þar sem vöxtur innlestrar eftirspurnar hefði í för með sér örari vöxt innflutnings en útflutnings.

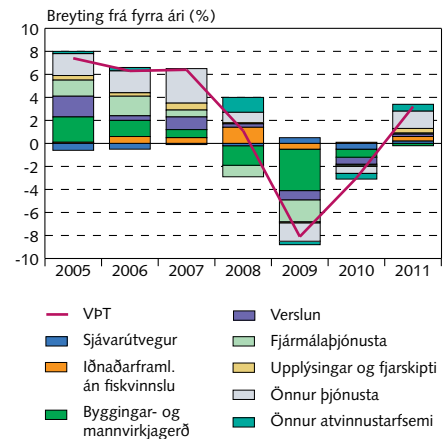
Vísbendingar um að efnahagsbati síðasta árs hafi hvílt á breiðum grunni

Framleiðsluuppjör þjóðhagsreikninga er að sumu leyti betur til þess fallið að leggja mat á undirstoðir efnahagsbatans en hið hefðbundna ráðstöfunaruppjör sem lýsir hvernig framleiddum verðmætum er ráðstafað í t.d. einkaneyslu og fjárfestingu. Framleiðsluuppjörin byggist á framleiðslu einstakra geira en því miður er þó nokkur töf frá birtingu ráðstöfunaruppjörs þangað til að framleiðsluuppjör liggur fyrir. Samdráttur í byggingar- og mannvirkjagerð auk fjármálagreins lögðu mest til niðursveiflunnar á árunum 2009 og 2010 eins og sjá má á mynd IV-4. Miðað við fyrstu áætlanir um raunvöxt vergra þáttatekna á síðasta ári virðist efnahagsbatinn hvíla á nokkuð breiðum grunni. Vergar þáttatekjur jukust um 3,2% í fyrra.² Af þeim vexti má rekja um 0,6 prósentur til sjávarútvegs og framleiðslu málma, aðallega áliðnaðar, en ýmis sérhæfð þjónusta lagði 1½ prósentu til vaxtarins og starfsemi á sviði upplýsinga og fjarskipta lagði 0,4 prósentur til vaxtarins. Byggingar- og mannvirkjagerð var eini geirinn með neikvætt framlag til vaxtar vergra þáttatekna í fyrra sem eru mikil umskipti frá árinu 2010 þegar einungis einn geiri hafði jákvætt framlag.

Kaupmáttur ráðstöfunartekna styður við eftirspurn heimila

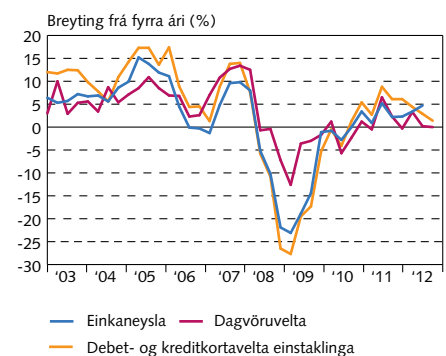
Vöxtur einkaneyslu á síðasta ári var nokkru minni samkvæmt nýjum tölum Hagstofunnar en fyrri áætlanir höfðu gefið til kynna eða 2,7% samanborið við 4%. Að nokkru leyti má rekja þessa lækkun til þess að eftir því sem ítarlegri upplýsingar hafa fengist hefur hluti áður áætlaðra neysluútgjalda Íslendinga verið flokkaður sem neysluútgjöld erlendra ferðamanna og endurspeglar því útflutta þjónustu í stað innlestrar einkaneyslu. Þessi endurskoðun er til þess fallin að hækka mat á sparnaði íslenskra heimila en auk hennar jókst kaupmáttur ráðstöfunartekna heimila umtalsvert á síðasta ári. Samkvæmt nýjum tölum Hagstofunnar jókst hann um 5,3% í fyrra en í *Peningamálum* í ágúst var áætlað að aukningin hefði numið 3,1%. Meginskýringin á frávikinu er að tilfærslutekjur heimila voru umtalsvert meiri en spáð var. Vöxtur einkaneyslunnar á síðasta ári var því studdur vexti ráðstöfunartekna í meira mæli en áður hafði verið gert ráð fyrir. Þar að auki höfðu ýmsir þættir sem ekki koma fram í ráðstöfunarteknauppjöri síðasta árs jákvæð áhrif á afkomu heimila, t.d. sérstakar greiðslur til skilvísra viðskiptavina banka og endurgreiðslur vegna gengistrygðra lána. Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna aukist lítið á þessu ári, einkum vegna verðbólgu, auk þess sem sérstakar útgreiðslur sér-

Mynd IV-4
Þróun vergra þáttatekna og framlag atvinnugreina 2005-2011¹



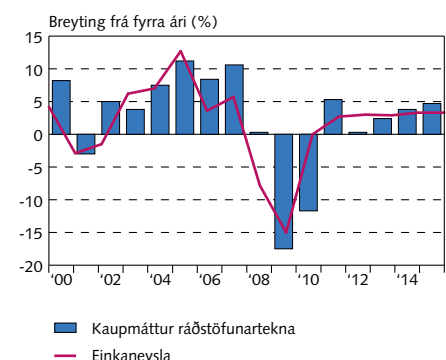
1. Vergar þáttatekjur (VPT) jafngilda vergri landsframleiðslu að frá-dregnum óbeinum sköttum og viðbættum framleiðslustyrkjum. VPT eru metnar út frá framleiðslu einstakra atvinnugreina.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-5
Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu 1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2012¹



1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 2. ársfjórðungs 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6
Einkaneysla og kaupmáttur ráðstöfunartekna 2000-2015¹

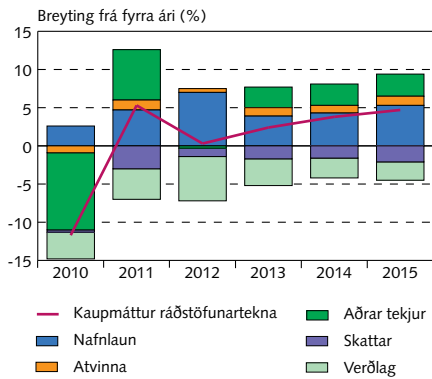


1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2. Vergar þáttatekjur eru jafnar vergri landsframleiðslu að frá-dregnum óbeinum sköttum og viðbættum framleiðslustyrkjum. Því er ekki óeðlilegt að einhver munur sé á breytingu þessara stærða milli tímabila.

Mynd IV-7

Þróun kaupmáttar ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2010-2015¹

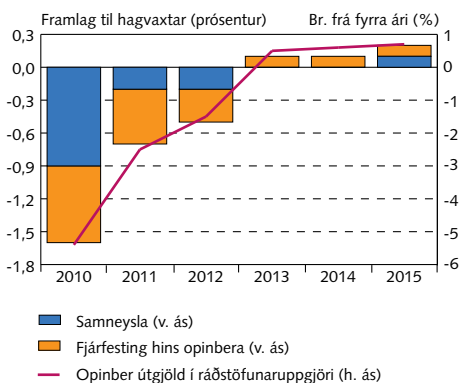


1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að veita saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirliða gefur því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna afrúnnunar og þess að fullkomið tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

eignarlífeyrissparnaðar verða um 10 ma.kr. minni í ár en í fyrra. Hins vegar er búist við að kaupmáttar ráðstöfunartekna aukist á ný á næsta ári og meðalársvöxtur þeirra nemi líðlega 3½% árin 2013-2015.

Horfur á að einkaneysla vaxi um 3% að meðaltali á ári á spátímanum

Á öðrum fjórðungi jókst einkaneysla nokkru meira en spáð var eða um 4,7% frá fyrra ári samanborið við 2,8% í ágústspánni. Um nokkurt skeið hefur legið fyrir að áhrif ýmissa tímabundinna þátta á vöxt einkaneyslunnar færu dvínandi á seinni hluta þessa árs og í spám Seðlabankans hefur því verið gert ráð fyrir að hægja myndi á vextinum á þessum tímamótum þegar hefðbundnir drifkraftar einkaneyslunnar þurfa í auknum mæli að standa undir vexti hennar. T.a.m. munu sérstakar útgreiðslur viðbótarlífeyrissparnaðar dragast hratt saman auk þess sem dregið hefur úr kaupmáttaraukningu launa. Þær vísbendingar sem oftast er horft til varðandi þróun einkaneyslu benda til þess að jafnvel hafi hægt ívið meira á vexti einkaneyslu á þriðja fjórðungi en búist var við. Árstíðarleiddréttar tölur kunna því jafnvel að sýna samdrátt frá öðrum fjórðungi. Gangi þetta eftir mun ársvöxtur einkaneyslu lækka í 2,5% sem er nokkru minni vöxtur en í ágústspánni. Sérstaklega gefur greiðslukortavelta til kynna að hægt hafi á vexti einkaneyslu en hún jókst um 1,4% á fjórðungnum frá sama tíma fyrra árs. Á móti þessu vegur að samkvæmt væntingavísitölu Gallup hafa væntingar neytenda á þessu ári mælst hærrí en í fyrra og fyrirhuguð stórkaup hafa heldur aukist þótt nokkurt bakslag hafi orðið í októbermælingu væntingavísitölnunnar. Því ríkir nokkur óvissa um þrótt áframhaldandi bata einkaneyslunnar.

Gert er ráð fyrir að einkaneysla vaxi um 3% á þessu ári. Það er sami vöxtur og spáð var í ágúst en felur í sér lægra neyslustig þar sem einkaneysla síðasta árs var lækkuð við endurskoðun þjóðhagsreikninga. Á næstu árum er spáð áþekktum meðalársvexti einkaneyslu og í ár, eða um 3%, sem er svipaður vöxtur og langtímameðalvöxtur fram að fjármálakreppunni árið 2008. Þetta er heldur meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Áætlað er að einkaneysla muni nema um 52½% af landsframleiðslu árið 2015, en á síðasta ári nam hún rétt tæpum 52%. Í spánni er því gert ráð fyrir að hlutur einkaneyslu af landsframleiðslu haldist talsvert undir meðaltali síðustu þrjátíu ára, sem er tæp 58%.

Meira aðhald í samneyslu og fjárfestingu hins opinbera á þessu ári en áður var spáð

Samdráttur samneyslu er talinn hafa numið 0,9% í fyrra. Hún dróst einnig lítillega saman á fyrsta fjórðungi þessa árs í stað þess að aukast um 1% samkvæmt fyrri áætlunum. Samneysla dróst því saman um 0,7% á fyrri hluta ársins. Þetta felur í sér að áhrif aðhaldsaðgerða í opinberum fjármálum á hagvöxt eru meiri á þessu ári en áður var spáð. Svipaða sögu er að segja um fjárfestingu hins opinbera, sem var nokkru minni á fyrri hluta ársins en spáð var. Á þessu ári er því áætlað að samneysla og fjárfesting hins opinbera muni í heild draga úr hagvexti um sem nemur 0,4 prósentum af landsframleiðslu, en gert er ráð fyrir að samdráttur samneyslu frá fyrra ári nemi 0,6% og

opinberrar fjárfestingar 13,5%. Í spánni er áætlað að framlag þessara þátta verði jákvætt á næstu árum um sem nemur 0,1-0,2 prósentum samfara vaxandi umsvifum hins opinbera. Nánar er fjallað um opinber fjármál í kafla V.

Útlit fyrir minni stóriðjutengda fjárfestingu en áður var talið

Á síðasta ári jókst stóriðjutengd fjárfesting um tæp 39% frá fyrra ári og átti drjúgan þátt í vexti atvinnuvegafjárfestingar. Nú er gert ráð fyrir talsvert minni fjárfestingu í stóriðju og tengdri orkufjárfestingu á þessu ári en í nýlegum spám Seðlabankans. Helgast það af því að hún hefur reynst minni en vænst var það sem af er ári vegna tafa við framkvæmdir og undirbúning. Að nokkru leyti frestast því framkvæmdir frá þessu ári og færast yfir á næstu tvö ár. Þannig er áætlað að stóriðju- og orkufjárfesting muni dragast saman um tæplega 15% á þessu ári en í ágústspánni var gert ráð fyrir 4,5% vexti á þessu ári. Á móti kemur að gert er ráð fyrir liðlega 30% vexti stóriðju- og orkufjárfestingar á næsta ári og tæplega 10% aukningu árið 2014. Þetta er engu að síður nokkru minni aukning en áætlað var í ágúst en heilt á litið eru fjárfestingarumsvifin á spátímanum um 13% minni að raunvirði en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*.

Tafla IV-1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja

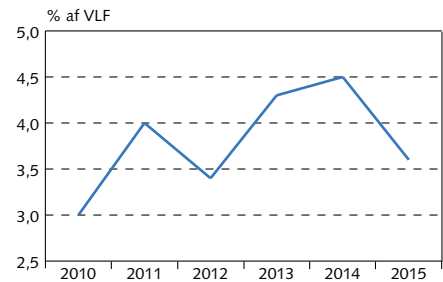
<i>Stærstu 52 fyrirtækin (fjöldi) Upphæðir í ma.kr.</i>	2011	2012	<i>Breyting milli 2011-2012 (%)</i>
Sjávarútvegur (9)	3,3	13,3	302
Iðnaður (9)	5,1	6,5	27
Verslun (8)	3,5	3,8	9
Flutningar og ferðaþjónusta (6)	19,6	13,2	-33
Fjármál/tryggingar (5)	2,8	2,9	15
Fjölmiðlar og upplýsingatækni (6)	4,8	5,6	16
Þjónusta og annað (9)	5,7	7,0	23
Alls (52)	44,5	52,3	18

Atvinnuvegafjárfesting nálgast langtímameðaltal á spátímanum

Fjárfesting atvinnueganna hefur farið vaxandi frá árinu 2010 og hefur hún ásamt einkaneyslu verið helsti drifkraftur efnahagsbatans sem hófst snemma árs 2010. Sú fjárfesting sem jafnan ríkir mest óvissa um er almenn atvinnuvegafjárfesting, þ.e. í öðrum verkefnum en stóriðju, skipum og flugvélum. Á heildina litið eru horfur á því að þessi fjárfesting muni aukast um tæplega 7% á þessu ári í stað tæplega 1% vaxtar í ágústspánni. Sú spá byggir m.a. á könnun bankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja sem framkvæmd var í september sl., en fjárfesting þeirra fyrirtækja sem könnunin náði til stóð fyrir um þriðjungi atvinnuvegafjárfestingar á síðasta ári (sjá töflu IV-1).³ Atvinnuvegafjárfesting í heild mun hins vegar vaxa um rúmlega 13%. Það er 3 prósentum meiri vöxtur en spáð var í ágúst þrátt fyrir að horfur séu á minni stóriðjufjárfestingu í ár og munar þar mest um meiri fjárfestingu í skipum og flugvélum. Atvinnuvegafjárfesting vó 9½% af landsframleiðslu á síðasta ári og búist er við því að þetta hlutfall fari í

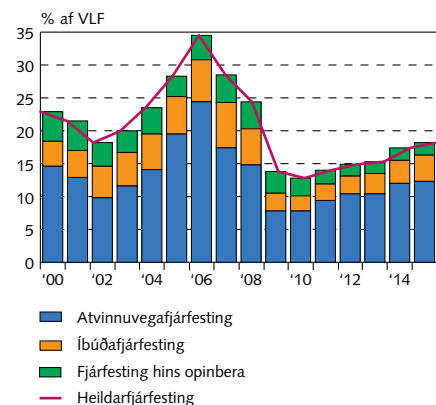
3. Sjá nánar um könnun bankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2011/2.

Mynd IV-9
Fjárfesting í stóriðju 2010-2015¹



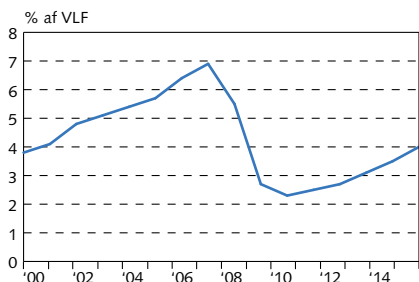
1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10
Fjárfesting sem hlutfall af VLF 2000-2015¹



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

Mynd IV-11
Íbúðafjárfesting 2000-2015¹



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

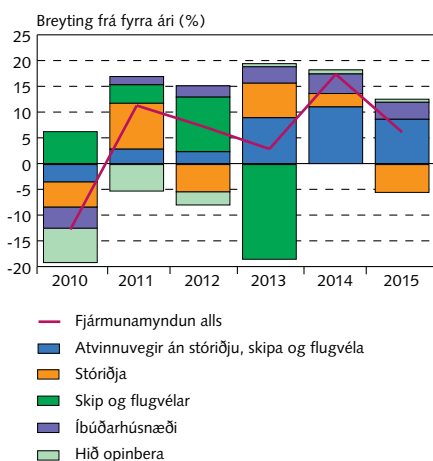
10½% á þessu ári. Á næstu árum er gert ráð fyrir áframhaldandi bata í almennri atvinnuvegafjárfestingu og að sá liður muni bera uppi vöxt atvinnuvegafjárfestingar á spátímanum. Í heild er áætlað í spánni að vægi atvinnuvegafjárfestingar verði um 12½% af landsframleiðslu árið 2015, sem er í samræmi við meðaltal síðustu þrjátíu ára.

Nokkur gangur kominn í íbúðafjárfestingu

Íbúðafjárfesting hefur verið með minnsta móti frá bankahruni en á síðustu ársfjórðungum hefur hún þó tekið við sér enda hefur nokkur fjárfestingarþörf skapast. Íbúðafjárfesting jókst um 8,3% milli ára á öðrum fjórðungi þessa árs sem er ívið meiri vöxtur en spáð var í síðustu *Peningamálum*.

Hafist hefur verið handa við nokkrar umfangsmiklar framkvæmdir á höfuðborgarsvæðinu, t.a.m. byggingu nýs stúdentagarðs í Reykjavík sem áætlað er að ljúki á síðari hluta næsta árs auk þess sem áform eru uppi um að reisa rúmlega 200 íbúðir við Einholt í þremur áföngum. Áætlað er að fyrstu íbúðirnar þar verði tilbúnar árið 2014. Í nýlegri talningu og mati Samtaka iðnaðarins, sem gefur mun betri mynd af umfangi íbúðabygginga en þær upplýsingar sem áður voru aðgengilegar, voru fokheldar og lengra komnar íbúðir á höfuðborgarsvæðinu 785 í lok ágúst sl. (voru 1.208 í nóvember 2011). Þá er gert ráð fyrir að lokið verði við um 600 íbúðir á þessu ári (400 í fyrra) en hins vegar fækki þeim íbúðum um nær 400 milli ára sem eru langt komnar á byggingarstigi. Með hliðsjón af betri og fyllri upplýsingum er nú gert ráð fyrir að vöxtur íbúðafjárfestingar verði nokkru minni á þessu ári en áætlað var í ágústspá *Peningamála*. Á síðasta ári nam hlutfall íbúðafjárfestingar 2,5% af landsframleiðslu en í spánni er gert ráð fyrir um 16% meðalársvexti íbúðafjárfestingar á spátímanum og að hlutfallið verði um 4% af landsframleiðslu árið 2015 sem er þó enn tæpri prósentu undir meðaltali síðustu þrjátíu ára.

Mynd IV-12
Próun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2010-2015¹



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

Hægari vöxtur fjárfestingar í heild í samanburði við ágústspána

Heildarfjárfesting jókst um 12,8% á síðasta ári og eins var fjárfesting fyrsta fjórðungs hækkuð við endurskoðun þjóðhagsreikninga þar sem tekið var tillit til flugvélainnflutnings sem ekki var gert áður (sjá umfjöllun í *Peningamálum* 2012/3). Eftir endurskoðunina er fjárfesting talin hafa aukist um rúmlega 36% á fyrsta fjórðungi ársins frá sama tíma fyrir ári. Á öðrum fjórðungi nam ársaukningin 4,5%. Sé litið til fyrri hluta ársins í heild sinni var vöxturinn því 19,3%, sem er í ágætu samræmi við ágústspá bankans en þar var reiknað með tæplega 21% vexti frá fyrra ári. Í spánni er áætlað að almenn atvinnuvegafjárfesting muni standa undir stærstum hluta vaxtar heildarfjárfestingar á spátímanum auk þess sem vöxtur íbúðafjárfestingar vegur nokkuð þungt, en framlag þessara liða er áþekkt því sem það var í ágústspánni. Í ár er það hins vegar fjárfesting í skipum og flugvélum sem leggur mest til vaxtar heildarfjármunamyndunarinnar.

Á síðasta ári nam hlutfall fjárfestingar um 14% af landsframleiðslu og spáð er að það verði 14,9% í ár. Áætlað er að fjárfesting aukist að meðaltali um 10½% á ári á spátímanum sem er heldur hægari vöxtur en í ágústspánni og skýrist það einkum af umfangsminni fjárfestingu í orkufrekum iðnaði en áður hafði verið gert ráð

fyrir. Í lok spátímans er áætlað að hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu nemi 18,2% samanborið við þrjátíu ára meðaltal sem er 21%. Lágt fjárfestingarstig hins opinbera og íbúðafjárfestingar gerir það að verkum að hlutfall heildarfjárfestingar af landsframleiðslu helst nokkuð undir langtímameðaltali sínu þrátt fyrir að atvinnuvegafjárfesting hafi náð langtímameðaltali sínu í lok spátímans. Eins og rakið er í ramma grein 1-2 er þróun fjárfestingar hér á landi í ágætu samræmi við reynslu annarra ríkja í kjölfar alvarlegra fjármálakreppa, sérstaklega ef höfð eru í huga umfang kreppunnar, hátt fjárfestingarhlutfall auk hraðrar og mikillar skuldaaukningar í aðdraganda hennar og dýpt alþjóðlegu efnahagskreppunnar.

Framlag utanríkisviðskipta hagfelldara í ár en áður var spáð

Við endurskoðun þjóðhagsreikninga í september var vöxtur út- og innflutnings síðasta árs hækkaður frá fyrri áætlun. Mestu munaði um hækkun útfluttrar þjónustu og var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar síðasta árs meira en áður var talið sem nemur 0,3 prósentum af landsframleiðslu. Framlagið var þó áfram neikvætt um 0,8 prósentur af landsframleiðslu en það endurspeglar innflutningsvöxt samhliða bata innlestrar eftirspurnar sem útflutningsvöxtur hefur ekki náð að halda í við. Í því samhengi er þó vert að hafa í huga að innflutningur dróst mikið saman í kjölfar bankarunsins og er hlutfall innflutnings af landsframleiðslu enn tiltölulega lágt.

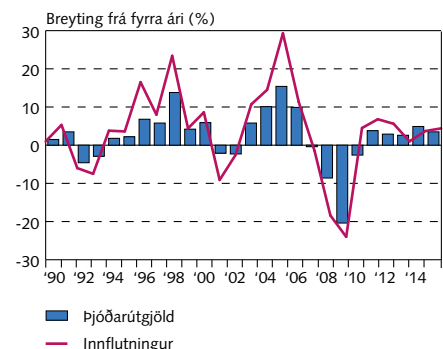
Ef litið er á samband þjóðarútgjalda og framlags utanríkisviðskipta síðustu áratugi má raunar sjá mjög sterkt neikvætt samband. Frá hruni bankanna hefur raungengið verið umtalsvert undir langtímameðaltali sínu sem hefur mildað áhrif fjármálakreppunnar á raunhagkerfið að því leyti sem eftirspurn hefur beinst inn í landið í ríkari mæli en annars hefði verið og stuðlað að tilflutningi framleiðslupátta frá innlendum greinum í útflutningsgreinar. Á móti kemur að gengislækkunin hefur reynst verulega skuldsettum heimilum og fyrirtækjum erfið. Það er eftirtektarvert að vöxtur innlestrar eftirspurnar kemur sterkt fram í vaxandi innflutningi í ljósi þess að raungengið hefur verið mjög lágt í um fjögur ár. Það bendir til þess að framleiðslupættir hagkerfisins hafi frekar lagað sig að bættri samkeppnisstöðu í útflutningi en innflutningi og gæti bent til að innlend eftirspurn muni beinast að innflutningi með líkum hætti og verið hefur.

Í spánni er áætlað að framlag utanríkisviðskipta verði neikvætt um sem nemur 0,1 prósentu af landsframleiðslu í ár en verði jákvætt um ½ prósentu á því næsta, en það er um 1 prósentu hærra framlag en spáð var í ágúst og skýrist af minni innflutningi á aðföngum tengdum álframleiðslu sökum minni fjárfestingarumsvifa í orkufrekum iðnaði. Árið 2014 verður framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt á ný en verður síðan jákvætt árið 2015.

Bati í innlendra eftirspurn leiðir hagvöxt

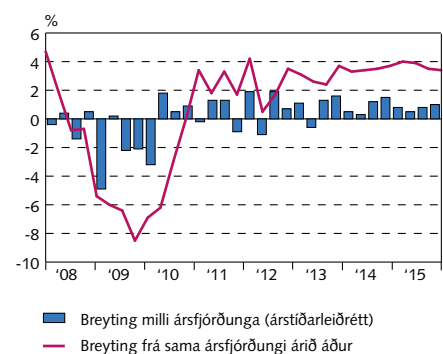
Eins og fyrr segir var hagvöxtur á síðasta ári 2,6% samkvæmt endurskoðuðum tölum Hagstofunnar sem er heldur minni vöxtur en áður var áætlað. Á fyrri hluta þessa árs mældist hagvöxtur 2,4% frá sama tíma í fyrra og er gert ráð fyrir því að hann verði um 2,6% á seinni hluta ársins og að hagvöxtur ársins í heild verði 2,5% sem er um ½

Mynd IV-13
Þjóðarútgjöld og innflutningur 1990-2015¹



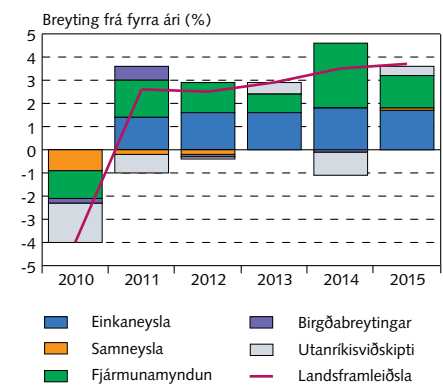
1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14
Hagvöxtur
1. ársfj. 2008 - 4. ársfj. 2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-15
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2015¹

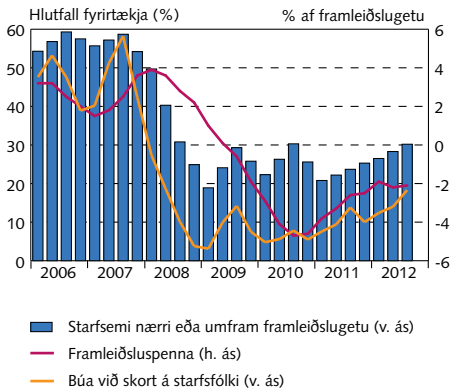


1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Vísendingar um notkun framleiðslupáttá og þróun framleiðsluspennu¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2012

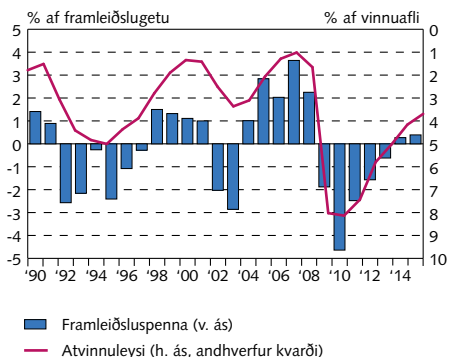


1. Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Tvisvar á ári er spurt um hvort starfsemi sé nærri eða umfram framleiðslugetu. Ársfjórðungsleg gögn eru fengin með línulegri brúun (e. interpolation). Framleiðsluspenna er mat Seðlabankans.

Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 1990-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

prósentu minni hagvöxtur en spáð var í ágúst. Skýrist minni hagvöxtur að stærstum hluta af meiri samdrætti samneyslu á árinu en í ágústspánni. Stærstu framlög til hagvaxtar verða samkvæmt spánni einkaneysla og fjárfesting atvinnuveganna með 1,6 og 1,2 prósentna framlag hvort um sig.

Á næsta ári er spáð 2,9% hagvexti, sem er 0,7 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í ágúst. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur færist nokkuð í aukana árið 2014 og verði um 3½% það ár og sömuleiðis árið 2015. Þetta er heldur meiri hagvöxtur en áætlað var í ágúst og verður hann að mestu drifinn áfram af einkaneyslu og atvinnuvega-fjárfestingu. Þegar litið er til endurskoðunar hagvaxtar í fyrra og spátímans í heild hafa því horfur um þróun landsframleiðslunnar lítið breyst frá því sem var áætlað í ágúst.

Jafnt og þétt dregur úr framleiðslulakanum

Mikil óvissa umlykur alla jafna mat á því hver framleiðslugeta hagerkisins er, en sérstaklega erfitt er að meta hana eftir viðamiklar breytingar líkt og þær sem fjármálakreppan hafði í för með sér. Eins og áður hefur verið greint frá í *Peningamálum* er þó ljóst að samhliða framleiðslutapinu sjálfu í kjölfar bankahrunsins, hafi nokkur hluti framleiðslugetunnar einnig tapast þannig að sá framleiðslulaki sem myndaðist árið 2009 hafi verið minni en samdráttur landsframleiðslunnar einn og sér gaf til kynna.⁴ Í könnun Capacent Gallup á viðhorfum og væntingum meðal stærstu fyrirtækja landsins kemur fram að frá fyrri hluta síðasta árs hefur þeim stjórnendum sem telja fyrirtæki sín starfa í námunda við hámarksframleiðslugetu farið fjölgandi jafnt og þétt samhliða fækkun þeirra sem telja framleiðsluna undir hámarksframleiðslugetu. Þó eru enn mun fleiri sem heyra til síðarnefnda hópins en þess fyrrnefnda. Þetta er í samræmi við mat bankans á þróun framleiðslulakans, en slakinn er talinn hafa minnkað nokkuð á síðasta ári, þótt vannýtt framleiðslugeta sé enn nokkur. Svör stjórnenda um skort á starfsfólki gefa áþekka mynd.

Endurskoðaðar tölur Hagstofunnar sýna að landsframleiðsla síðasta árs og á fyrri hluta þessa árs var minni en áður var talið og því slakinn við upphaf spátímabilsins meiri. Í spánni er því gert ráð fyrir meiri framleiðslulaka í ár en í síðustu spá bankans, en nú er spáð að hann muni nema 1,6% af framleiðslugetu í stað 0,8% í ágústspánni. Á næsta ári er spáð nokkru meiri hagvexti en áður var gert og því minnkar slakinn örvar og verður 0,6% samkvæmt spánni sem er litlu meiri slaki en spáð var í ágúst. Talið er að landsframleiðslan verði við framleiðslugetu á seinni hluta ársins 2014 sem er um hálfu ári seinna en reiknað var með í ágúst. Slakinn á vinnumarkaði er talinn hverfa á svipuðum tíma.

4. Sjá umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2011/4.

Ársfjórðungslegar hagtölur innihalda oft reglubundna árstíðarsveiflu. Atvinnuleysi er t.d. að öðru óbreyttu lægra yfir sumarmánuðina en yfir háveturinn. Einkaneyslan er jafnan mest á fjórða fjórðungi ársins og minnst á fyrsta ársfjórðungi. Það segir því lítið um undirliggjandi þróun þjóðarþúskaþarins þótt einkaneyslan aukist á fjórða ársfjórðungi miðað við ársfjórðunginn á undan og minnki svo á fyrsta ársfjórðungi næsta árs.

Hugmyndin að baki árstíðarleiðréttingu hagtalna er því að reyna að meta árstíðarsveiflu í mældu stærðinni og hreinsa hana í burtu þannig að eftir standi ársfjórðungsleg röð sem endurspeglar betur undirliggjandi hagþróun og auðveldar túlkun og mat á efna-hagsþróuninni.

Mismunandi aðferðir við mat á árstíðarsveiflu í landsframleiðslu

Árstíðarsveiflan í tiltekinni tímaröð er oft óregluleg og flest haggögn innihalda óreglulega liði eins og mæliskekkjur. Þess vegna er oft erfitt að meta árstíðarsveifluna. Sennilegt er að þetta mat sé að jafnaði erfiðara í litlum hagkerfum eins og því íslenska, þar sem óreglulegir liðir eins og stór fjárfesting og tímasetning inn- og útflutnings geta haft hlutfallslega mikil áhrif á mældar stærðir á einstökum tímabilum.

Við mat á árstíðarsveiflu í landsframleiðslunni er hægt að velja á milli „beinnar aðferðar“ (e. direct approach) en þá er sveiflan metin beint út frá mældum tölum um landsframleiðslu og „óbeinnar aðferðar“ (e. indirect approach) en þá er sveiflan í undirlíðum landsframleiðslunnar metin og leiðrétt fyrir henni og síðan er árstíðarleiðrétt landsframleiðsla reiknuð út frá árstíðarleiðréttum undirlíðunum með sömu aðferð og notuð er við útreikning á mældu landsframleiðslunni. Hér á landi byggist mat á landsframleiðslunni á ráðstöfunaruppgjöri og því er árstíðarleiðrétt landsframleiðsla metin út frá árstíðarleiðréttari einka- og samneyslu, fjármunamyndun, birgðabreytingum og út- og innflutningi.¹

Óbeina aðferðin hefur þann kost að með henni er tryggt að árstíðarleiðrétt landsframleiðsla er í sömu tengslum við árstíðarleiðréttu undirlíði og mæld landsframleiðsla er við samsvarandi mælda undirlíði. Þannig er auðveldlega hægt að reikna út framlag undirlíða til hagvaxtar í árstíðarleiðréttu gögnunum með sama hætti og fyrir frumgögnin. Við fyrstu sýn er jafnframt nærtækt að álykta að árstíðarsveifla í undirlíðunum sé greinilegri en árstíðarsveifla í heildartölunni og því sé auðveldara að hreinsa hana út í undirlíðunum. Það virðist þó ekki alltaf vera raunin og stundum virðist erfitt að hreinsa alla árstíðarsveiflu úr heildartölum með óbeinu aðferðinni.

Meginkostur beinu aðferðarinnar er að hún er mjög einföld. Hún hefur einnig þann kost að það er örugglega leiðrétt fyrir allri árstíðarsveiflu í heildartölum. Beina aðferðin virðist einnig leiða til stöðugri niðurstaðna, þ.e. minni endurskoðana á sögulegum tölum en þegar óbeina aðferðin er notuð (sjá t.d. Rodriguez og Brathaug, 2012).²

Þessar aðferðir gefa oftast mjög áþekkar niðurstöður. Það er hins vegar ekki alltaf raunin og birtist reyndar nokkuð áberandi hér á landi. Í slíkum tilfellum kemur upp spurningin hvor aðferðin sé betri. Í því samhengi er mikilvægt að hafa í huga að árstíðarleiðréttu gögnin eru ekki mæld gögn í sama skilningi og frumgögnin

Rammagrein IV-1

Árstíðarleiðrétting landsframleiðslu

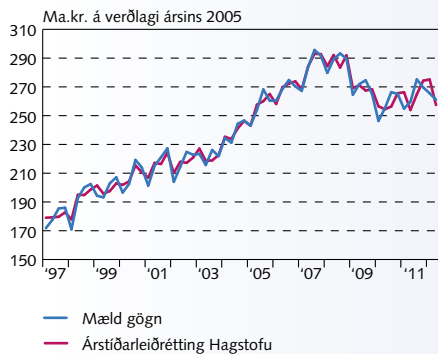
1. Hér er ekki fjallað um mismunandi tölfræðiaðferðir við mat á árstíðarsveiflum. Þessar aðferðir geta verið allt frá einfaldri aðfallsgreiningu á gervibreytur fyrir árstíðirnar (e. seasonal dummies) til flóknari reikniaðferða eða tölfræðisía (e. filters) á borð við X12- og Tramo/Seats-síuna. Seðlabankinn hefur jafnan notað X12-síuna við mat á árstíðarsveiflum og það á einnig við um matið á árstíðarleiðréttari landsframleiðslu með beinni aðferð sem notuð er í þessari rammagrein.

2. Rodriguez, J., og A. L. Brathaug (2012). Seasonal adjustment: Direct versus indirect approach: Two cases from the Norwegian quarterly national accounts. OECD, STD/CSTAT/WPNA(2012)23.

Mynd 1

Landsframleiðsla

1. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2012

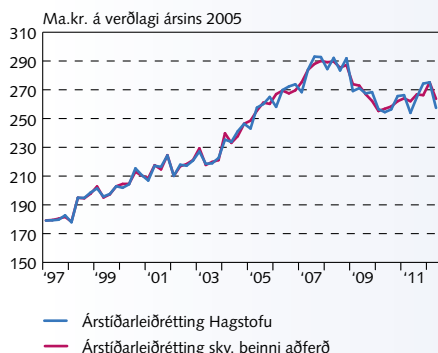


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2

Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla

1. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2012

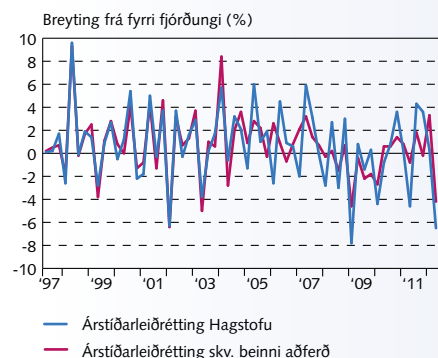


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla

2. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

heldur útkoma úr tölfræðilegri síun á frumgögnunum með tiltekið markmið í huga, þ.e. að auðvelda túlkun á undirliggjandi hagþróun. Þannig telja t.d. Rodriguez og Brathaug (2012) að við val á aðferð við árstíðarleiðréttingu landsframleiðslunnar eigi fyrst og fremst að horfa til þess hversu sveiflukennnd árstíðarleiðréttu gögnin eru og hversu mikið þau breytast við tilkomu nýrra mælinga. Við skoðun þeirra á árstíðarleiðréttum gögnum fyrir Noreg kemur í ljós að óbeina aðferðin gefur síst verri niðurstöðu en beina aðferðin. Þau mæla því með óbeinu aðferðinni við árstíðarleiðréttingu landsframleiðslunnar í Noregi. Hagstofa Íslands hefur einnig notast við óbeinu aðferðina og er það í samræmi við tilmæli Hagstofu Evrópusambandsins, Eurostat, um árstíðarleiðréttingu á Evrópska efnahagssvæðinu.

Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla

Mynd 1 sýnir þróun raunvirðis ársfjórðungslegrar vergrar landsframleiðslu á Íslandi frá því að Hagstofan hóf birtingu á þjóðhagsreikningum á ársfjórðungsgrunni, þ.e. frá fyrsta fjórðungi ársins 1997 til annars fjórðungs ársins 2012 sem er síðasta birta tala Hagstofunnar. Myndin sýnir frumgögnin og árstíðarleiðrétt gögn samkvæmt óbeinni aðferð Hagstofunnar. Eins og sjá má hafa mældu gögnin greinilega reglulega há- og lágpunkta innan hvers árs. Hápunktana ber oftast upp á þriðja ársfjórðung en lágpunkta oftast á fyrsta ársfjórðung. Frumgögnin benda einnig til þess að árstíðarsveifla landsframleiðslunnar hafi breyst á þessum fimmtán árum og virðist hún nokkru minni á árunum 2002-2007 en hún var bæði fram að þeim tíma og einnig síðar. Árstíðarleiðréttu gögnin virðast að einhverju leyti ná að jafna út sveiflur í mældu gögnunum en áfram eru þó allnokkrar skammtímasveiflur í árstíðarleiðréttu röðinni. Árstíðarleiðréttingin virðist því ekki taka eins mikið burt af breytileikanum í röðinni og vænta mætti.

Eins og myndir 2 og 3 bera með sér tekst betur að hreinsa út skammtímasveiflur í mældu gögnunum þegar notast er við beinu aðferðina. Reyndar gefa báðar aðferðir svipaðar niðurstöður framan af en frá árinu 2005 tekur að bera nokkuð á milli og hefur munurinn ágerst eftir því sem liðið hefur á tímabilið og hafa sveiflur í árstíðarleiðréttu gögnunum heldur minnkað ef miðað er við beinu aðferðina en aukist ef miðað er við óbeinu aðferðina. Þetta sést líka ef staðalfrávik gagnanna er borið saman. Fyrir allt tímabilið fæst að staðalfrávik ársfjórðungsbreytinga í árstíðarleiðréttri röð Hagstofunnar var 3,3% en í röð sem er árstíðarleiðrétt með beinni aðferð er staðalfrávik 2,8%. Sé einungis horft á seinni hluta tímabilsins, þ.e. frá fyrsta fjórðungi ársins 2005, fæst staðalfrávik sem nemur 3,4% í árstíðarleiðréttum gögnum Hagstofunnar en 2% séu gögnin árstíðarleiðrétt með beinu aðferðinni, þ.e. tæplega helmingi lægra staðalfrávik en í gögnum Hagstofunnar.³

Óbeina aðferðin virðist einnig leiða til mun meiri breytinga á árstíðarleiðréttri landsframleiðslu milli gagnabirtinga en beina aðferðin. Mynd 4 sýnir þær breytingar sem urðu á árstíðarleiðréttri landsframleiðslu í september þegar fyrri tölur Hagstofunnar voru lítillaga endurskoðaðar.⁴ Eðlilegt er að sú endurskoðun hafi í för með sér endurskoðun á árstíðarleiðréttum gögnum og að sú endurskoðun sé meiri í árstíðarleiðréttum tölum en í frumgögnunum þar sem tölfræðisían sem notuð er við árstíðarleiðréttingar breytir tölum fyrir

3. Það er athyglisvert að þessi munur í staðalfrávikum ársfjórðungslegra magnbreytinga landsframleiðslunnar eftir því hvor aðferðin er notuð er mun minni þegar árstíðarleiðréttar ársfjórðungsbreytingar nafnvirðis landsframleiðslunnar eru bornar saman.

4. Samkvæmt endurskoðuðum tölum Hagstofunnar var hagvöxtur í fyrra heldur minni en fyrri tölur höfðu gert ráð fyrir (2,6% í stað 3,1%). Hagvöxtur fyrir árið 2010 var óbreyttur frá fyrra mati en hagvöxtur ársins 2008 er nú metinn heldur meiri en áður (1,6% í stað 1,3%) og samdráttur ársins 2009 minni (6,6% í stað 6,8%). Landsframleiðslan var því nánast á sama stigi árið 2011 samkvæmt endurskoðuðum tölum og í tölum frá því í júní.

fyrri ár þótt frumgögn fyrir þau ár breytist ekki. Ef breytingar milli birtinga eru mældar með tölugildum hlutfallslega mismunarins sem sýndur er í mynd 4 fæst að breytingin var að meðaltali 0,15% þegar beina aðferðin er notuð, sem er lítillega hærra en meðalbreyting í frumgögnunum, en um 1,3% í árstíðarleiðréttum gögnum Hagstofunnar.

Eins og sést á mynd 5 verður töluverð breyting á mati og túlkun á hagsveiflunni við þessa endurskoðun Hagstofunnar í september. Fram til þess höfðu árstíðarleiðréttar tölur hennar bent til þess að botni samdráttarskeiðsins hafi verið náð um mitt ár 2010 en þá hafi efnahagsbatinn hafist. Sama niðurstaða fæst þegar gögnin eru árstíðarleiðrétt með beinu aðferðinni og á það við hvort sem notast er við gögnin frá því í júní eða nýjustu gögn Hagstofunnar. Samkvæmt nýjustu árstíðarleiðréttu gögnum Hagstofunnar hefur botn hagsveiflunnar hins vegar færst til um heilt ár eða til miðs árs 2011 (þótt munurinn á milli ársfjórðungsleiðréttu gagnanna á öðrum fjórðungi árána 2010 og 2011 sé ekki nema 0,2%).

Einnig er eftirtektarvert hversu miklar sveiflur milli fjórðunga eru orðnar í árstíðarleiðréttum gögnum Hagstofunnar á síðustu tveimur árum. Þannig dróst árstíðarleiðrétt landsframleiðsla saman um 4,6% milli fjórðunga á öðrum fjórðungi 2011, sem samsvarar rúmlega 17% samdrætti á ársgrundvelli. Ársfjórðunginn á eftir, þ.e. á þriðja fjórðungi, jókst hún um 4,3% milli fjórðunga, sem jafngildir rúmlega 18% hagvexti á ársgrundvelli. Þetta gerist aftur á öðrum fjórðungi þessa árs en þá dregst árstíðarleiðrétt landsframleiðsla saman um 6,5% frá fyrri fjórðungi sem samsvarar tæplega fjórðungs lækkun á ársgrundvelli. Þetta er gífurleg sveifla sem sést á því að hún er jöfn því framleiðslutapi sem varð í Bretlandi í kjölfar fjármálakreppunnar en það er mesta framleiðslutap sem orðið hefur þar í landi frá tímum Kreppunnar miklu á fjórða áratug síðustu aldar. Hér gerist þetta hins vegar eftir að hagvöxtur hefur tekið við sér á ný.

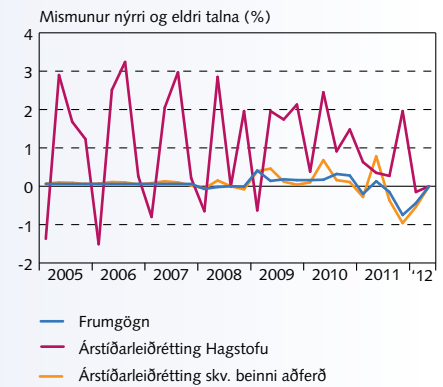
Árstíðarleiðréttingar hér og í nálægum löndum

Þegar borinn er saman breytileikinn í breytingum í mældri landsframleiðslu á milli ársfjórðunga hér á landi og í Danmörku og Noregi kemur í ljós að hann er svipaður og virðist vera tiltölulega jafn yfir tíma. Þannig er staðalfrávik ársfjórðungsbreytinga í mældri landsframleiðslu um 4,4% á Íslandi en 4,3% í Danmörku og 4,5% í Noregi. Eins og mynd 6 sýnir er hins vegar töluverður munur á sveiflum í árstíðarleiðréttu landsframleiðslu í þessum sömu löndum. Nú er breytileikinn í íslensku gögnunum áberandi mestur: staðalfrávik breytinganna í árstíðarleiðréttu tölunum er 3,2% hér á landi en einungis rétt rúmlega 1% í Danmörku og Noregi. Af einhverjum ástæðum mælist regluleg árstíðarsveifla því mun meiri í Danmörku og Noregi en hér á landi og þess vegna er mun minni breytileiki í árstíðarleiðréttu tölunum í þessum löndum heldur en hér þrátt fyrir að breytingar á milli ársfjórðunga í frumgögnunum séu álíka miklar.⁵

Munurinn á milli árstíðarleiðrétttra talna hér á landi og í Danmörku og Noregi er einnig töluverður þegar borið er saman hversu vel því markmiði er náð að árstíðarleiðréttingin eigi að draga úr breytileika ársfjórðungsgagnanna og þannig auðvelda notkun þeirra við greiningu á undirliggjandi hagþróun. Þegar hlutfall staðalfráviks árstíðarleiðréttar landsframleiðslu af staðalfrávikum frumgagnanna er skoðað kemur í ljós að hlutfallið er um 0,75 í tölum Hagstofunnar en einungis um 0,2-0,3 í Danmörku og Noregi. Breytileikinn í árstíðarleiðréttum tölum Hagstofunnar er því litlu minni en í frumgögnunum en töluvert minni í tölum hinna tveggja landanna. Þetta sést enn

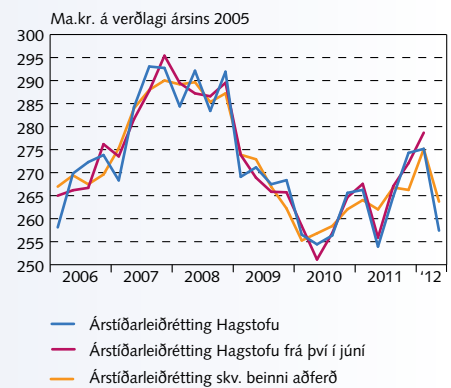
5. Rétt er að nefna í þessu samhengi að staðalfrávik breytinga á milli ára og staðalfrávik breytinga yfir fjóra ársfjórðunga sýna mun meiri breytileika hér á landi en í Danmörku og Noregi.

Mynd 4
Endurskoðun landsframleiðslutalna frá júní til september
1. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2012



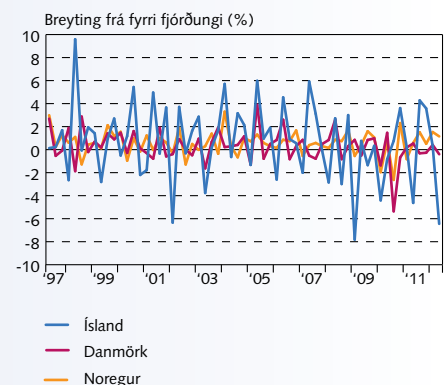
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla
1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

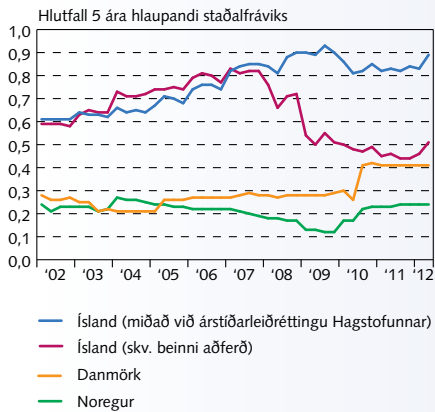
Mynd 6
Árstíðarleiðréttur ársfjórðungshagvöxtur á Íslandi, í Danmörku og í Noregi
2. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2012



Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands.

Mynd 7

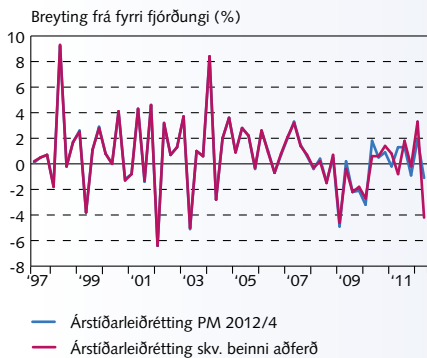
Hlutfall staðalfráviks árstíðarleiddrétts og óárstíðarleiddrétts ársfjórðungshagvaxtar
1. ársfj. 2002 - 2. ársfj. 2012



Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Árstíðarleiddrét landsframleiðsla
2. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

betur á mynd 7 sem sýnir hvernig upplýsingagildi árstíðarleiddréttra gagna Hagstofunnar hefur smám saman minnkað og hefur hlutfallið verið nálægt 1 á síðustu árum, þ.e. breytileiki í árstíðarleiddréttum ársfjórðungshagvexti hefur verið nánast jafn mikill og í ársfjórðungsbreytingum mældrar landsframleiðslu. Á sama tíma hefur upplýsingagildi gagna þar sem árstíðarleiddrét er með beinni aðferð smám saman aukist og hefur hlutfall breytileika talnanna nálgast það sem það er í Danmörku og Noregi.⁶

Lokaorð

Af öllu þessu samanteknu virðist ljóst að töluverðir ágallar fylgja þeirri aðferð sem Hagstofan notar við árstíðarleiddréttingu landsframleiðslunnar og virðist vandinn hafa ágerst á síðustu árum. Sveiflur í árstíðarleiddrétum gögnum eru miklar og hafa undanfarið verið litlu minni en í mældu gögnunum. Nýjasta endurskoðun gagna hafði jafnframt í för með sér mikla endurskoðun á sögulegum gögnum og torveldaði mat á undirliggjandi efnahagsþróun. Nánari greining á árstíðarleiddrétu gögnunum gefur einnig til kynna að tölfræðilega marktæk árstíðarsveifla sé til staðar í árstíðarleiddrétum gögnum Hagstofunnar.⁷ Þessi vandamál eru hins vegar ekki fyrir hendi þegar landsframleiðslan er árstíðarleiddrét með beinni aðferð: upplýsingagildi gagnanna eykst, breytileiki milli endurskoðana er töluvert minni og ekki er lengur tölfræðilega marktæk árstíðarsveifla í árstíðarleiddrétu gögnunum. Virðist því skynsamlegra fyrir íslenskar aðstæður að miða við árstíðarleiddréttingar á landsframleiðslunni sem gerðar eru með beinum hætti. Í greiningunni í megintexta þessara *Penningamála* er því byggt á ársfjórðungsleiðréttingu gagna með beinum hætti en ekki á árstíðarleiddrétum gögnum Hagstofunnar. Nánar tiltekið er lógaritmi gagnanna árstíðarleiddrétur með X12-aðferðinni. Þessu til viðbótar er mæld landsframleiðsla framreiknuð til ársins 2016 með spá Seðlabankans fyrir árstíðarleiddréttinguna til að draga úr ónákvæmni í mati á nýjustu mælingum árstíðarsveiflunnar sem fylgir öllum tölfræðisíum á borð við X12. Eins og sést á mynd 8 hefur þetta í för með sér enn frekari lækkun sveiflna í árstíðarleiddrétu gögnunum í lok tímabilsins. Þannig mælist t.d. samdrátturinn á öðrum fjórðungi ársins um 1% milli fjórðunga en ríflega 4% sé byggt á beinu aðferðinni og einungis notuð birt gögn Hagstofunnar þar sem annar fjórðungur er síðasta mælingin. Til samanburðar var samdrátturinn 6,5% samkvæmt tölum Hagstofunnar.

6. Þegar horft er til árstíðarleiddréttra gagna Hagstofunnar virðist Ísland nokkuð sér á báti varðandi hátt hlutfall breytileika. Þó má sjá svipuð vandamál í árstíðarleiddrétum gögnum um landsframleiðslu Íra, en þar er hlutfallið að meðaltali um 0,66 yfir það tímabil sem hér er til skoðunar.
7. Einföld aðhvarfsgreining árstíðarleiddréttra ársfjórðungsbreytinga landsframleiðslunnar á ársfjórðungsgervibreytur gefur til kynna að tilgátunni um að árstíðarsveiflan í árstíðarleiddrétu gögnunum sé tölfræðilega ómarktæk er hafnað (p -gildi = 0,03). Fyrst og fremst fer að bera á þessari árstíðarsveiflu í árstíðarleiddrétum tölum Hagstofunnar frá árinu 2005.

V Fjármál hins opinbera

Í langtímaáætlun fjárlaga þessa árs var sett fram áætlun um jöfnuð í ríkisfjármálum þar sem stefnt var að 2% afgangi á frumjöfnuði á greiðslugrunni á þessu ári. Það markmið mun að öllum líkindum nást þar sem afgangurinn stefnir í 1,8% af landsframleiðslu. Í fjárlagafrumvarpi ársins 2012 var lagður fram mildari aðlögunarferill að jöfnuði í ríkisfjármálum en gert hafði verið í fjárlögum árið áður sem fól m.a. í sér að markmiðinu um afgang á heildarjöfnuði var seinkað um ár til ársins 2014. Fjárlagafrumvarp ársins 2013 er í samræmi við þá langtímaáætlun sem sett var fram í fjárlögum 2012. Helstu tíðindin í fjárlagafrumvarpi næsta árs eru þau að fjármálastefna ársins 2013 er nær óbreytt frá fyrra ári. Markmiðin um tæplega 1% afgang á heildarjöfnuði árið 2014 og 5% afgang á frumjöfnuði árið 2015 standa því óbreytt.

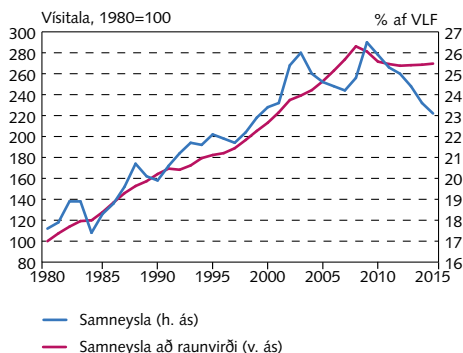
Áætlað er að bati á frumjöfnuði nemi tæpum 12% af landsframleiðslu á sex ára tímabili

Upphaflega gerði efnahagsáætlun íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins ráð fyrir að uppsafnaður bati á frumjöfnuði næmi 16% af landsframleiðslu á tímabilinu frá árinu 2009 til ársins 2013. Skuldastaða ríkissjóðs reyndist hins vegar betri en fyrstu áætlanir gerðu ráð fyrir og því var í fjárlögum 2011 gert ráð fyrir minni aðhaldspörf á tímabilinu eða bata sem næmi 12% af landsframleiðslu. Í fjárlögum ársins 2012 var aðlögunarferill að jöfnuði í opinberum fjármálum fram til ársins 2013 mildaður enn frekar og færður niður í 10% af landsframleiðslu. Þrátt fyrir mildari aðlögunarferil eru horfur um þróun skulda betri en áætlað var í fyrstu áætlunum á árinu 2009. Enn ríkir þó óvissa um þróun skulda ríkissjóðs, bæði vegna skuldbindinga gagnvart fjármálafyrirtækjum í eigu ríkissjóðs, lífeyrismála og deilunnar um Icesave-skuldbindingar. Samkvæmt núgildandi fjárlagafrumvarpi er áfram gert ráð fyrir að batinn á frumjöfnuði verði 10% af landsframleiðslu á tímabilinu 2009 til 2013. Jafnframt er gert ráð fyrir frekari bata á frumjöfnuði á árunum 2014 og 2015 sem nemur samanlagt tæpum 2% af landsframleiðslu. Gangi það eftir nemur batinn á frumjöfnuði 12% af landsframleiðslu á sex ára tímabili sem er aðeins fyrir neðan efri mörk viðsnúnings á frumjöfnuði í alþjóðlegum samanburði (sjá t.d. umfjöllun í *Peningamálum* 2011/4). Mestur var batinn 15% á frumjöfnuði í Finnlandi á sjö ára tímabili á árunum 1993-2000 og hjá Dönum á fjögurra ára tímabili á árunum 1982-1986. Í Svíþjóð var batinn lítillega minni eða rúm 14% á fimm ára tímabili frá 1993 til 1998 eftir fjármálakreppu. Nánar er fjallað um fjárlagafrumvarpið fyrir árið 2013 í rammagrein V-1.

Samneysla dregst enn saman

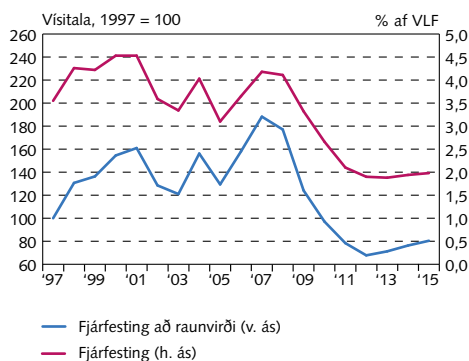
Á árunum 2005 til 2008 jókst samneysla á föstu verði að meðaltali um 4% á ári. Þegar fjármálakreppan brast á haustið 2008 varð hins vegar viðsnúningur á þróun samneyslu. Að magni til dróst hún saman um 1,7% árið 2009, um 3,4% árið 2010 þegar aðhaldsaðgerðir ríkisstjórnarinnar náðu hámarki og loks var 0,9% samdráttur í fyrra. Spá *Peningamála* gerir ráð fyrir að samneysla haldi áfram að dragast saman í ár um sem nemur 0,6%. Frá árinu 1980 og þar til að núverandi sam-

Mynd V-1
Próun samneyslu 1980-2015¹



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

Mynd V-2
Próun opinberrar fjárfestingar 1997-2015¹



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

dráttartímabil hófst hafði samneysla aðeins einu sinni dregist lítillega saman að magni til en það var árið 1992. Árið 1980 nam samneysla tæpum 18% af landsframleiðslu en hlutfallið hækkaði nær samfellt fram til ársins 2003 þegar það nam rúmlega 26% af landsframleiðslu. Hlutfallið lækkaði hins vegar aftur fram til ársins 2007 niður í rúm 24% en tók aftur stökk upp á við árið 2009 þegar það fór upp í sitt hæsta gildi, 26,5%, einkum vegna mikillar lækkunar landsframleiðslunnar. Frá því að samdráttarskeið samneyslunnar hófst á árinu 2009 hefur hlutfallið farið aftur lækkandi, einkum eftir að hagvöxtur tók við sér á árinu 2010. Hlutfallið var rúm 25% á síðasta ári en stefnir í liðlega 23% á spátímanum.

Samneysla á föstu verði hefur dregist saman á ellefu af tólf undangengnum ársfjórðungum. Meginþorra þess tímabils hélt árs-tíðarleidrætt samneysla stöðug í um 100 ma.kr. að nafnvirði á hverjum ársfjórðungi. Vöxtur mældist á ný í samneyslu að nafnvirði á þriðja fjórðungi í fyrra. Allt útlit er fyrir að hún muni halda áfram að vaxa að nafnvirði út spátímabilið, bæði vegna áhrifa kjarasamninga og annarra verðlagshækkana auk umfangsminni aðhaldsaðgerða stjórnvalda. Aðhald í ríkisrekstri, sem falist hefur í niðurskurði fjárheimilda á útgjaldahlið, nam 3,6% af landsframleiðslu árið 2010, 1,4% árið 2011 og í ár er áætlað að það verði 0,5%. Samkvæmt spánni munu aðhaldsaðgerðir næsta árs ekki leiða til þess að núverandi samdráttartímabil samneyslunnar lengist enn frekar þar sem þær munu aðeins að hluta til beinast að rekstri. Því er gert ráð fyrir lítills háttar vexti í samneyslu að raunvirði næstu þrjú árin þrátt fyrir aðhaldsaðgerðirnar.

Fjárfesting hins opinbera nær sögulegu lágmarki í ár

Opinber fjárfesting hefur dregist saman um 58% undangengin fjögur ár og stefnir í að samdráttur ársins nemi tæpum 13%. Fjárfesting hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu hefur lækkað úr 4,1% árið 2008 í 1,8% í ár og hefur aldrei verið svo lítil áður. Á árunum 1997-2008 var hlutfallið að meðaltali 3,9%.

Í spánni er áætlað að fjárfesting hins opinbera taki að vaxa á nýjan leik á næsta ári, m.a. vegna yfirlýsingar ríkisstjórnarinnar um aukna fjárfestingu samkvæmt svonefndri fjárfestingaráætlun fyrir árin 2013-2015. Í henni kom fram að fjárfestingaráformin væru háð því að hægt yrði að fjármagna þau með hækkun veiðileyfagjalds, arðgreiðslum af eignarhlut ríkisins í viðskiptabönkum og hagnaði af sölu eigna. Hækkun veiðileyfagjalds var lögfest í júní sl. en þeirri hækkun verður ekki allri ráðstafað til fjárfestingar þar sem hluta hennar á að ráðstafa til aukinna úrræða fyrir barnafólk samkvæmt fjárlagafrumvarpi næsta árs. Því er í spánni gert ráð fyrir að sú fjárfesting sem fjármagna átti með hækkun veiðileyfagjalds gangi aðeins að hluta eftir. Þau fjárfestingarverkefni sem eru háð arðgreiðslum og sölu á hlutafé í viðskiptabönkum eru annaðhvort undanskilin í spánni eða þeim seinkað vegna óvissu um tímasetningu fjármögnunar.

Í spánni er gert ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera verði heldur minni en áætlað var í síðustu spá bankans. Skýrist það einkum af því að nú er gengið út frá því að ekki verði af byggingu nýs Landspítala á spátímabilinu. Óvissa um byggingu spítalans hefur aukist nokkuð að undanfögnu en samkvæmt yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar á að taka

ákvörðun um áformin fyrir áramót. Ljóst er að mun erfiðara verður um vik að hrinda áformunum í framkvæmd ef ríkisvaldið þarf sjálft að fjármagna kostnað byggingarinnar. Svo umfangsmikil fjárfesting myndi, að öðru óbreyttu, raska verulega langtímaáætlun um jöfnuð í opinberum fjármálum. Hins vegar er enn gert ráð fyrir að Vaðlaheiðargöng verði að veruleika en hluti fjárfestingar vegna þeirra tefst vegna seinkunar á undirritun samninga og dregur það úr fjárfestingu í ár.

Afkomuhorfur stöðugar milli ára

Eins og fjallað var um hér að framan ákváðu stjórnvöld í fyrra að bæta afkomu ríkissjóðs hægar á næstu árum en fjárlög ársins 2011 kváðu á um. Breyting milli fjárlaga ársins 2012 og fjárlagafrumvarps ársins 2013 er hins vegar óveruleg. Líkt og í fjárlögum í fyrra er afgangur á frumjöfnuði í ár áætlaður tæp 2% af landsframleiðslu og afgangur á heildarjöfnuði árið 2014 nálægt 0,9% af landsframleiðslu. Helstu óvissuþættir varðandi afkomuna eru í fyrsta lagi slæm rekstrarafkoma og eiginfjárstaða Íbúðalánasjóðs. Um tíma leit út fyrir að litið yrði á aukid fjárframlag til Íbúðalánasjóðs sem eiginfjárframlag sem ekki færi í gegnum rekstrarreikning en mikill taprekstur gengur ört á eigið fé sjóðsins og auknar líkur eru því á að fjárframlagið fari í gegnum rekstrarreikning. Í öðru lagi ríkir enn óvissa um niðurstöðuna í Icesave-deilunni og í þriðja lagi er tekjuöflun ekki alveg föst í hendi. Sérstaklega á það við um 8 ma.kr. eignasölu, en í fjárlögum þessa árs var gert ráð fyrir sams konar eignasölu sem ekki gekk eftir.

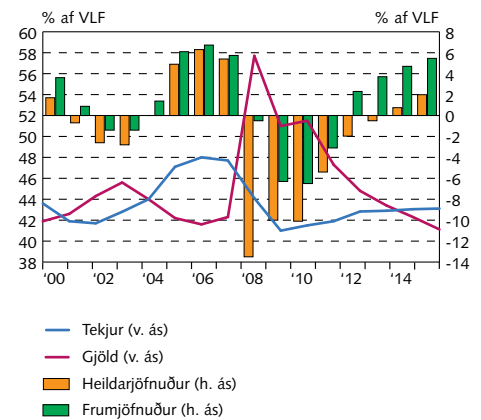
Meiri hækkun óbeinna skatta en áður var gert ráð fyrir

Í fjárlagafrumvarpi ársins 2013 er að finna ívið meiri hækkun óbeinna skatta en í fjárlögum þessa árs. Samkvæmt frumvarpinu hækka óbeinir skattar eins og kolefnis-, bensín- og áfengisgjöld í takt við verðlag. Auk þess hækkar virðisaukaskattur á gistinætur, vörugjöld á sykraðar afurðir og tóbaksgjald langt umfram verðlag. Áhrif þessara hækkana óbeinna skatta á vísitölu neysliverðs hafa verið áætluð um 0,25 prósentur (sjá einnig kafla VIII).

Svipaðar horfur um skuldastöðu hins opinbera

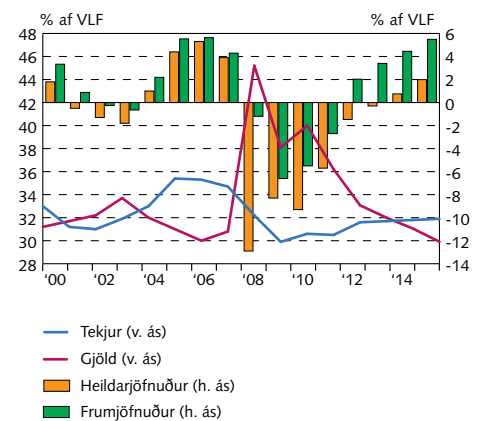
Til að lækka kostnað af gjaldeyrisforðahaldi hafa Ríkissjóður Íslands og Seðlabanki Íslands í tvígang fyrirframgreitt komandi gjalddaga á lánum tengdum efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Alls er um að ræða 227 ma.kr. fyrirframgreiðslu sem nemur 53% af þeim lánum sem tekin voru hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og 59% af upphaflegu lánum frá Norðurlöndunum. Vergar skuldir ríkissjóðs lækka af þessum sökum en hrein skuld hans helst óbreytt. Á sama tíma tók ríkissjóður 127 ma.kr. lán í Bandaríkjadöllum sem hækkar vergar skuldir en hrein skuld helst óbreytt. Enn er áætlað að vergar skuldir hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu hafi náð hámarki á sl. ári þegar þær námu 101% af landsframleiðslu. Við mat á hreinum skuldum eru hér aðeins taldar til eigna peningalegar eignir hins opinbera í handbærum sjóðum. Þetta er þrengri 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.

Mynd V-3
Fjármál hins opinbera 2000-2015¹



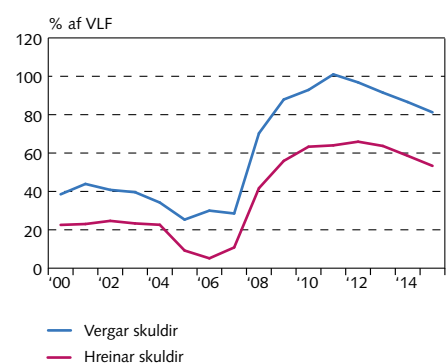
1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015. Á rekstrargrunni.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4
Fjármál ríkissjóðs 2000-2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015. Á rekstrargrunni.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

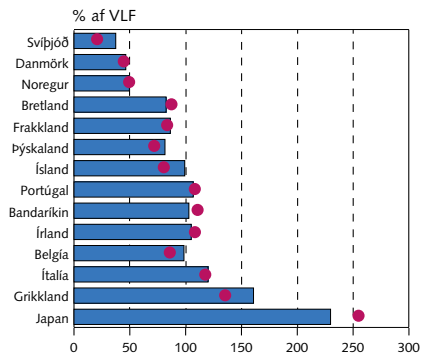
Mynd V-5
Skuldir hins opinbera 2000-2015¹



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

Mynd V-6

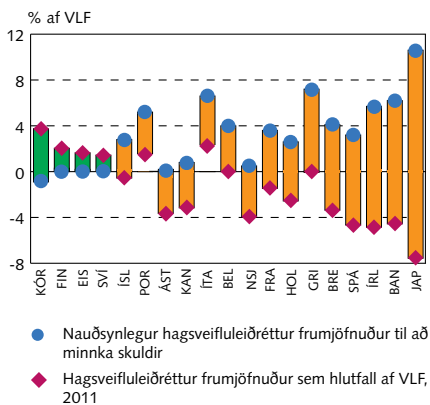
Vergar skuldir hins opinbera í ýmsum iðnríkjum árin 2011 og 2017¹



1. Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir árið 2017 eru sýndar með rauðum punktum.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd V-7

Hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður sem þarf til að ná skuldum niður fyrir 60% fyrir 2030¹



1. Gulu súlurnar sýna þann bata á frumjöfnuði sem nauðsynlega þarf til að lækka skuldir en grænu súlurnar sýna hve mikill hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður er umfram nauðsynlegan frumjöfnuð.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Áætlað er að vergar skuldir lækki í ár, m.a. vegna fyrrgreindra fyrirframgreiðslna, í um 97% af landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir að nafnvirði vergra skulda haldist óbreytt eða vaxi aðeins lítillega fram til ársins 2015 á sama tíma og vöxtur vergrar landsframleiðslu nemi tæpum 20% að nafnvirði. Því er gengið út frá því að hagvöxtur næstu ára lækki skuldahlutfallið og leiði til þess að vergar skuldir lækki í um 81% af landsframleiðslu árið 2015. Hreinar skuldir sem hlutfall af landsframleiðslu munu ekki lækka jafn mikið þar sem afborganir af lánnum eru greiddar úr sjóðum ríkissjóðs með meðfylgjandi lækkingu peningalegra eigna. Eftir að hreinar skuldir ná hámarki í 66% af landsframleiðslu í ár er gert ráð fyrir að þær lækki og nemi 53% af landsframleiðslu í lok spátímabilsins árið 2015.

Skuldir hins opinbera háar í alþjóðlegu samhengi

Skuldir hins opinbera hér á landi eru tæplega ein landsframleiðsla, eins og áður segir. Þetta eru svipaðar skuldir og í ýmsum öðrum iðnríkjum á borð við t.d. Bandaríkin, Belgíu, Írland og Portúgal en nokkru lægri en í Grikklandi, Ítalíu og Japan. Eins og mynd V-6 sýnir er einnig útlit fyrir að skuldastaðan batni frekar á alþjóðlegan mælikvarða á næstu árum verði aðhaldsaðgerðum fylgt eftir, þótt skuldahlutfallið verði enn hátt.

Hagsveifluleiðréttur bati á frumjöfnuði í alþjóðlegu samhengi

Í samstarfsáætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og íslenskra stjórnvalda var stefnt að því að heldur stærri hluti aðhaldsaðgerða færi fram á gjaldahlið fjárlaga en tekjuhlið þeirra. Raunin er sú að miðað við áætlanir fjárlagafrumvarps ársins 2013 eru 90% af boðuðum aðhaldsaðgerðum þegar að baki á árunum 2009-2012. Uppsafnaðar aðhaldsaðgerðir árunna 2009-2012 nema tæpum 234 ma.kr. en þar af eru rúmlega 129 ma.kr. (55% af heild) á gjaldahlið en tæplega 105 ma.kr. (45% af heild) á tekjuhlið. Samkvæmt fjárlögum fyrir næsta ár er gert ráð fyrir að aðhaldsaðgerðir ársins 2013 komi í auknum mæli fram á tekjuhlið. Af tæplega 30 ma.kr. aðhaldsaðgerðum munu einungis tæplega 7 ma.kr. vera á gjaldahlið (23% af heild) en tæplega 23 ma.kr. eru á tekjuhlið. Þessar aðhaldsaðgerðir munu leiða til óhagsveifluleiðréttis bata á frumjöfnuði sem nemur tæplega 12% af landsframleiðslu á sex ára tímabili eins og kom fram hér að framan.

Ef horft er til hagsveifluleiðréttis frumjafnaðar kemur í ljós að hallinn nam 0,6% af landsframleiðslu árið 2011. Samkvæmt mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*Fiscal Monitor*, apríl 2012) þyrfti afgangur á frumjöfnuði að nema 2,8% af landsframleiðslu fyrir árið 2020 og vera viðvarandi á hverju ári frá árinu 2020 til ársins 2030 til að ná skuldahlutfallinu niður í 60% af landsframleiðslu árið 2030. Íslensk stjórnvöld virðast því vera á réttri leið því Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir ráð fyrir að hagsveifluleiðréttur afgangur muni nema 3,4% þegar á árinu 2014. Eins og sést á mynd V-7 geta íslensk stjórnvöld ágætlega við unað í samanburði við önnur ríki. Verst að vígi standa Japanir en ríki eins og Bandaríkin, Írland, Spánn og Bretland koma þar á eftir með umtalsvert óunnið í aðhaldsaðgerðum. Þessu er öfugt farið hjá löndum eins og Suður-Kóreu, Finnlandi, Eistlandi, Chile og Svíþjóð sem öll hafa afgang á frumjöfnuði umfram það sem nauðsynlegt er til að ná niður skuldunum.

Afgangur á frumjöfnuði var meginmarkmið fjárlaga fyrir árið 2012. Samkvæmt nýjustu áætlunum fjármálaráðuneytisins er gert ráð fyrir að afgangur á frumjöfnuði nemi 1,8% af vergri landsframleiðslu en markmið fjárlaga var 2%. Í fjárlögum var einnig langtímaáætlun um afkomu næstu ára þar sem fram kemur að stefnt er að afgangi á heildarjöfnuði árið 2014 sem nemur tæplega 1% af landsframleiðslu. Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2013 staðfestir langtímaáætlun fjárlaga fyrir árið 2012 því að sáralitlu munar á áætlunum um afkomu milli ára. Áætlað er að afkoma næsta árs verði sú sama og gert var ráð fyrir í fjárlögum 2012 og áfram er gert ráð fyrir tæplega 1% afgangi á heildarjöfnuði á árinu 2014 en afgangur á frumjöfnuði árið 2015 er nú áætlaður 5% af landsframleiðslu í stað 4,6% áður.

Heildarjöfnuður lítið eitt neikvæður á næsta ári

Samkvæmt upphaflegri samstarfsáætlun við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn frá árinu 2009 var gert ráð fyrir afgangi á heildarjöfnuði árið 2013 sem næmi 2% af landsframleiðslu en samkvæmt endurskoðaðri áætlun mun hann ekki batna nema um 23 ma.kr. milli ára á næsta ári og verða neikvæður um 2,8 ma.kr. sem jafngildir 0,1% af landsframleiðslu. Til að ná þeim árangri er gert ráð fyrir að farin verði blönduð leið þar sem tekjur eru auknar og útgjöld dregin saman. Aðhaldsaðgerðir í þessum síðasta áfanga áætlunarinnar nema 0,4% 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 22,9 ma.kr. og útgjöld verði dregin saman um sem nema 6,7 ma.kr.

Tafla 1 Áætlun af afkomu ríkissjóðs til ársins 2016

Ma.kr.	2013	2014	2015	2016
Heildartekjur	570,0	611,8	650,5	672,7
þar af skatttekjur	508,8	546,6	581,4	609,5
Heildargjöld	573,1	594	612,7	625,3
Rekstrargjöld	225,9	233,1	240,2	248,5
Fjármagnskostnaður	88,1	91,9	95,5	93,8
Tilfærsluútgjöld	236,7	247,5	255,3	261,0
Viðhald	8,7	9,1	9,5	9,7
Fjárfesting	13,8	12,4	12,1	12,3
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	-2,8	17,8	37,8	47,4
sem % af VLF	-0,1	0,9	1,8	2,1
bati frá fyrra ári	1,3	1,0	0,9	0,3
Frumjöfnuður ríkissjóðs	60,4	82,9	104,4	112,1
sem % af VLF	3,2	4,2	5,0	5,1
bati frá fyrra ári	1,4	1,0	0,8	0,1

Heimild: Fjármálaráðuneytið.

Tekjuhliðin árið 2013

Samkvæmt fjárlagafrumvarpinu er áætlað að breytingar á sköttum og vörugjöldum skili 9 ma.kr. og líkt og í fjárlögum þessa árs er gert ráð fyrir að eignasala skili 8 ma.kr. Aðrar ráðstafanir sem ákvarðaðar höfðu verið á fyrri árum fela í sér hækkun á kolefnisgjaldi og orkusköttum sem nemur 5,9 ma.kr.

Samtals er áætlað að þessar aðgerðir skili 22,9 ma.kr. í auknar tekjur. Ekki er gert ráð fyrir að breytingar verði á helstu skattstofnum eins og tekjusköttum einstaklinga og lögaðila og fjármagnstekjuskatti. Tryggingagjald helst einnig óbreytt þrátt fyrir að atvinnu-tryggingagjald lækki um 0,3 prósentur. Eftirfarandi skattbreytingar eru áætlaðar:

- Gert er ráð fyrir að almennt tryggingagjald hækki um 0,3 prósentur til að mæta auknum vexti útgjalda í almannatryggingakerfinu.

Rammagrein V-1

Fjárlagafrumvarp ársins 2013

Tekjuáhrif þessa eru áætluð 3,3 ma.kr. Samhliða þeirri hækkun er áætlað að atvinnuþryggingagjald lækki um 0,3 prósentur, úr 2,45% í 2,15%, með hliðsjón af minnkandi atvinnuleysi. Tryggingagjaldshlutfallið í heild sinni helst því óbreytt milli ára.

- Fjársýsluskattur sem nú er lagður á launagreiðslur fjármálafyrirtækja og tryggingafélaga verður hækkaður og lagður á í tveimur þrepum. Samhliða yrði sérstakur fjársýsluskattur sem leggst á hagnað þessara fyrirtækja lagður af. Samtals er áætlað að tekjur aukist um 0,8 ma.kr. vegna þessara breytinga.
- Gistipjónusta færist úr lægra (7%) þrepi virðisaukaskatts í almennt (25,5%) skattþrep 1. maí 2013. Tekjuáhrif eru áætluð 2,6 ma.kr. á árinu 2013.
- Vörugjöld á ökutæki í eigu bílaleiga verða hækkuð í tveimur áföngum á árunum 2013-2014 og löguð að þeim sem gilda um ökutæki almennt. Tekjuáhrif á árinu 2013 eru áætluð 0,5 ma.kr.
- Fyrirkomulagi vörugjalda á matvæli verður breytt þannig að það taki meira mið af manneldismarkmiðum. Tekjuáhrif eru áætluð 0,8 ma.kr.
- Tóbaksgjald hækkar um 15% umfram almennt verðlag nema á neftóbak sem verður tvöfaldað. Tekjuáhrif eru áætluð 1,0 ma.kr.

Tafla 2 Sérstakar tekjuaðgerðir 2013-2016

Ma.kr. á verðlagi hvers árs	2013	2014	2015	2016
Kolefnisgjald	3,6	3,8	4,1	4,3
Orkuskattar	2,3	2,4	2,5	2,6
Fyrri forsendur alls	5,9	6,3	6,5	6,8
Fjársýsluskattur	0,8	1,0	1,3	1,5
Virðisaukaskattur	2,6	3,5	3,8	3,8
Vörugjöld á matvæli	0,8	0,8	0,8	0,8
Vörugjöld á ökutæki	0,5	1,0	1,1	1,0
Tóbaksgjald	1,0	1,0	1,0	1,0
Tryggingagjald	3,3	4,2	4,8	5,1
Skattkerfisbreytingar 2013 alls	9,0	11,5	12,8	13,1
Eignasala	8,0	8,0	8,0	-
Annað	-	3,0	11,8	12,7
Aðrar ráðstafanir alls	8,0	11,0	19,8	12,7
Alls	22,9	28,8	39,1	32,7

Heimild: Fjármálaráðuneytið.

Í töflu 2 er að finna samantekt á áætluðum tekjuáhrifum af þeim sérstöku tekjuöflunaraðgerðum sem áformaðar eru á árunum 2013-2016, öðrum en þeim sem eiga sér stoð í núgildandi lögum. Hér eru fyrst taldar tekjur af kolefnisgjaldi og orkusköttum sem að óbreyttum lögum falla niður um næstu áramót. Þá má sjá samanlögð tekjuáhrif þeirra breytinga sem ráðgert er að taki gildi á árinu 2013. Ekki er gert ráð fyrir að skattalagabreytingar ársins 2013 verði tímabundnar og því gætir áhrifa þeirra áfram næstu ár. Gert er ráð fyrir óbreyttum tekjum af sölu eigna fram til ársins 2015. Kolefnisgjaldið tekur breytingum á tímabilinu vegna áformaðrar breikkunar skattstofnsins. Þess utan verða áfengis-, bifreiða-, kílómetra-, olíu- og bensíngjöld hækkuð til samræmis við verðlag um 4,6%.

Gjaldahliðin árið 2013

Áætlað er að útgjöld ríkissjóðs verði lækkuð um 6,7 ma.kr. á árinu 2013. Á árunum 2014-2016 verður aðhaldið svipað en þá er ráðuneytum ætlað að lækka útgjöld um 5 ma.kr. á ári í sérstökum aðhaldsaðgerðum. Af 6,7 ma.kr. samdrætti í útgjöldum ársins 2013 kemur stærstur hluti til með beinum 4 ma.kr. niðurskurði fjárheimilda. Niðurskurðurinn er misjafn eftir málaflokkum en miðað er við að dregið sé úr útgjöldum um 1,75% af veltu almennrar stjórnýslu,

eftirlits og þjónustu, 1,2% af veltu bótakerfa, sjúkratrygginga og háskóla en aðeins 0,5% af veltu löggæslustofnana. Engin hagræðingarkrafa er gerð í frumvarpinu um rekstur sjúkrahúsa, heilsugæslu, heilbrigðisstofnana og öldrunarstofnana. Því til viðbótar er stærsta einstaka sértæka aðhaldsaðgerðin í frumvarpinu áformin um að lækka útgjöld Atvinnuleysistryggingasjóðs með því að framlengja ekki tímabundna heimild til greiðslu atvinnuleysisbóta í fjögur ár í stað þriggja. Þó er gert ráð fyrir hliðarráðstöfunum vegna þeirra sem fara þá af bótaskrá þannig að sparnaðurinn er áætlaður 1,8 ma.kr. Aðhaldsaðgerðum er skipt eftir hagrænni skiptingu í töflu 3 en samtals nema þær tæplega 6,7 ma.kr. eða 0,4% af landsframleiðslu.

Tafla 3 Aðhaldsráðstafanir eftir hagrænni skiptingu

Rekstrargrunnur, ma.kr.	Lækkun 2013	Velta 2012	Lækkun %
Rekstur	-1,6	206,5	-0,8
Tilfærslur	-4,5	220,6	-2,0
Viðhald og stofnkostnaður	-0,6	20,6	-2,9
Samtals	-6,7	447,7	-1,5

Heimild: Fjármálaráðuneytið.

Gangi þetta eftir verður umfang aðhaldsaðgerða svipað á árinu 2013 og í ár, en til samanburðar námu aðhaldsaðgerðir 2,6% af landsframleiðslu árið 2009, 3,6% árið 2010, 1,4% árið 2011 og loks 0,5% í ár. Á árunum 2009-2013 munu því aðhaldsaðgerðir á útgjaldahlið samtals nema 8,5% af landsframleiðslu eða 135,8 ma.kr. á verðlagi ársins 2013. Þar af er aðhald í rekstri 50,9 ma.kr., í tilfærslum 38,9 ma.kr. og loks hefur viðhalds- og stofnkostnaður verið skorinn niður um 26,9 ma.kr. Tímabundin frýsting launa og bótafjárhæða árin 2009 og 2010 skilaði þeim 19,1 ma.kr. sem eftir standa.

Heildarútgjaldaaukning frá fjárlögum ársins 2012 nemur 29,5 ma.kr. Til hækkunar útgjalda ber fyrst að nefna 9,5 ma.kr. sem varið er til áherslumála ríkisstjórnarinnar í samræmi við m.a. yfirlýsingar tengdar fjárfestingaráætlun árunum 2013-2015 og málefnum barna (sjá töflu 4). Því næst nema breyttar útgjaldaskuldbindingar í hinum ýmsu kerfum sem ríkissjóður rekur 3,1 ma.kr. Launa-, gengis- og verðlagsbreytingar frá árinu 2012 nema samtals 13,3 ma.kr. og loks er áætlað að vaxtagjöld ríkissjóðs aukist um 10,3 ma.kr. Hækkun vaxtagjalda á næsta ári má að miklu leyti rekja til áforma um skuldbreytingu á skuldbréfi sem ríkissjóður gaf út til Seðlabanka Íslands vegna yfirtöku bankans á veð- og daglánnum fjármálastofnana í kjölfar bankahrunsins. Bréfið ber nú verðtryggða vexti en áætlanir gera ráð fyrir að því verði breytt í óverðtryggt skuldbréf. Gert er ráð fyrir að vaxtagjöld hækki um 5,7 ma.kr. vegna þessa þar sem allir vextir af óverðtryggðu bréfi færast á rekstrarreikning ríkissjóðs en ef lánið er verðtryggt færast raunvextir á rekstrarreikning en verðtryggingarþátturinn færast sem endurmat í efnahagsreikningi. Hækkunir á útgjalda-hlið nema því samtals 36,2 ma.kr. en á móti því vega áður nefndar aðhaldsaðgerðir upp á 6,7 ma.kr. og er niðurstaðan því 29,5 ma.kr.

Tafla 4 Sértækar aðgerðir á útgjaldahlið

	Ma.kr.
Barnabætur	2,5
Samgönguframkvæmdir	2,5
Vaxtabætur/húsnæðisbætur	1,0
Próunaraðstoð	1,0
Fæðingarorlofsjóður	0,8
Rannsóknar- og tækniþróunarsjóður	1,3
Sóknaráætlanir landshluta	0,4
Samtals	9,5

Heimild: Fjármálaráðuneytið.

Ný umgjörð um ríkisfjármálastefnuna væntanleg

Frumvarp sem ætlað er að skapa fjármálastefnunni betri umgjörð er í undirbúningi hjá fjármálaráðuneytinu og er væntanlegt fyrir áramót. Sú vinna kemur í kjölfar ráðgjafar frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og öðrum erlendum aðilum um hvernig styrkja mætti umgjörðina um ríkisfjármálin. Til athugunar er m.a. að taka upp fjármálareglu sem fastsetur fjármálastefnuna nokkur ár fram í tímann. Gert er ráð fyrir að fjármálastefnan verði mörkuð í umræðum á komandi vorþingi og að hún setji vinnu við fjárlög um sumarið og haustumræðu um fjárlög ákveðin ramma.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Atvinnuleysi hélt áfram að minnka á þriðja ársfjórðungi og var svipað og spáð var í ágúst. Spáð er að áfram dragi úr atvinnuleysi í takt við aukin umsvif í þjóðarbúskapnum og að það verði komið undir 4% í lok spátímabilsins. Heildarvinnustundum fækkaði á þriðja fjórðungi ársins en í ágúst hafði verið gert ráð fyrir áframhaldandi fjölgun. Samdráttinn má fyrst og fremst rekja til styttri vinnutíma því að störfum fjölgaði. Gert er ráð fyrir svipaðri launahækkun á næstu árum og spáð var í ágúst en annar launakostnaður verður meiri þar sem ekki verður af lækkun tryggingagjalds í takt við minnkandi atvinnuleysi. Spáð er að launakostnaður á framleidda einingu hækki töluvert meira í ár en samræmist verðbólgu markmiði Seðlabankans en vöxturinn verði í takt við markmiðið á seinni hluta spátímans.

Atvinnuleysi heldur áfram að minnka

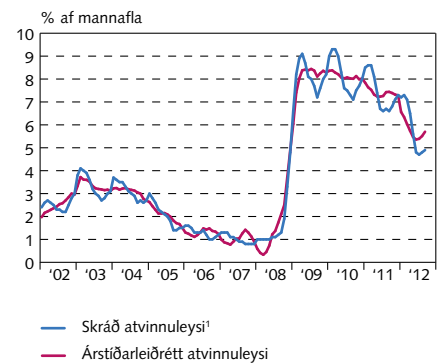
Atvinnuleysi eins og það er mælt af Vinnumálastofnun (VMST) var 4,8% á þriðja fjórðungi ársins, sem er lítið eitt minna en spáð var í ágúst. Að teknu tilliti til árstíðar var það 5,6%. Atvinnuleysi eins og það mælist í Vinnumarkaðskönnun (VMK) Hagstofu Íslands var svipað á þriðja fjórðungi ársins eða 5%, en heldur minna eða 4,7%, ef horft er fram hjá þeim sem þegar höfðu fengið vinnu.¹ Fyrstu níu mánuði ársins var atvinnuleysi eins og VMST mælir það 5,9% en var 7,5% á sama tíma í fyrra. Frá því að atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðar skv. VMK náði hámarki um mitt ár 2010 hefur það minnkað um 1½ prósentu og má það að mestu rekja til fjölgunar starfa, eins og rakið er í rammagrein VI-1.

Mismunandi aðferðir við að mæla atvinnuleysi

Tvenns konar mælingar eru gerðar reglulega á atvinnuleysi (sjá einnig umfjöllun í *Peningamálum* 2004/2). Annars vegar er mælt skráð atvinnuleysi, þ.e. fjöldi þeirra sem skráðir eru atvinnulausir hjá VMST, og hins vegar atvinnuleysi í VMK. Flestir þeirra sem eru skráðir atvinnulausir hjá VMST eiga rétt á atvinnuleysisbótum en einhverjir geta verið án bótaréttar en eru skráðir sem atvinnulausir ef þeir nýta sér vinnumiðlunarþjónustu VMST. Samkvæmt skilgreiningu VMK eru þeir atvinnulausir sem eru tilbúnir að hefja störf innan tveggja vikna óháð því hvort þeir eiga rétt á atvinnuleysisbótum, eru virkir í atvinnuleit eða hafa gefist upp á að leita að vinnu. Til atvinnulausra teljast einnig þeir sem eru ekki í vinnu, en hafa fengið starf sem hefst innan þriggja mánaða.

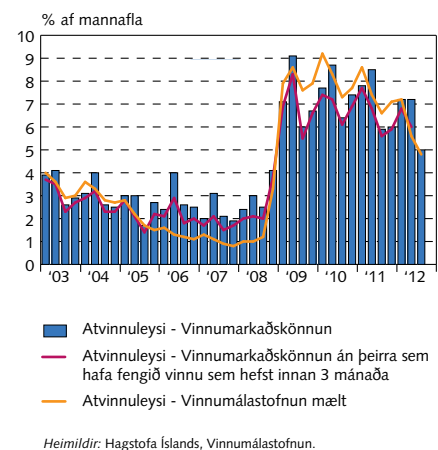
Eins og sést á mynd VI-2 mældist atvinnuleysi svipað óháð aðferð framan af síðustu uppsveiflu. Atvinnuleysi samkvæmt mælingu VMST er hins vegar mun minna en samkvæmt mælingu VMK á hápunkti uppsveiflunnar. Mismunurinn skýrist líklega fyrst og fremst af því að

Mynd VI-1
Atvinnuleysi
Janúar 2002 - september 2012



1. Skráð atvinnuleysi er meðalfjöldi einstaklinga sem skráðir eru á atvinnumiðlunum á öllu landinu, sem hlutfall af ætluðum mannafla á vinnumarkaði í hverjum mánuði.
Heimildir: Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2
Mismunandi aðferðir við að mæla atvinnuleysi
1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun.

1. Samkvæmt skilgreiningu VMK teljast þeir atvinnulausir sem hafa fengið, en ekki hafið starf sem byrjar innan þriggja mánaða. Atvinnuleysi á öðrum fjórðungi ársins mælist alltaf mun meira samkvæmt VMK en hjá VMST og einnig meira en aðra fjórðunga ársins. Eins og sést á mynd VI-2 stafar þetta aðallega af fjölgun þeirra sem þegar hafa fengið vinnu, líklega fyrst og fremst námsmönnum sem koma inn á vinnumarkaðinn á vorin. Samkvæmt skilgreiningu VMK teljast námsmenn atvinnulausir ef þeir hafa leitað eftir vinnu með námi eða framtíðarstarfi sl. fjórar vikur og eru tilbúnir að hefja störf innan tveggja vikna frá því könnunin er gerð.

veruleg umframeftirspurn var þá eftir vinnuafli og margir líklega búnir að fá vinnu áður en reyndi á bótaréttinn. Frá og með fyrsta ársfjórðungi 2009 snýst þetta hins vegar við. VMK mælir minna atvinnuleysi en VMST þar til í ár (að undanskildum öðrum fjórðungi þegar námsmennirnir koma inn á vinnumarkaðinn). Hafi fleiri verið atvinnulausir en þeir sem eiga rétt á atvinnuleysisbótum hefði atvinnuleysi væntanlega mælst meira í VMK. Hins vegar hefur verið meira samræmi milli mælinga VMST og VMK það sem af er þessu ári. Möguleg skýring á meira mældu atvinnuleysi samkvæmt VMST á árunum 2009-2011 og meira samræmi í mælingunum það sem af er ári er að frá nóvember 2008 þar til um síðustu áramót gat launafólk og sjálfstætt starfandi í hlutastarfi fengið atvinnuleysisbætur á móti atvinnutekjum án þess að tekjur í hlutastarfi hefðu áhrif á atvinnuleysis-bætur. Á meðan ákvæðið var í gildi voru þeir sem fengu bætur á móti hlutastarfi taldir atvinnulausir í tölum VMST,² en ekki í tölum VMK þar sem einstaklingur telst starfandi samkvæmt skilgreiningu VMK ef hann hefur unnið eina klukkustund eða lengur í viðmiðunarvikunni.

Atvinnuleysi minna vegna vinnumarkaðsúrræða

Ætla má að atvinnuleysi eins og VMST mælir það hafi verið að meðaltali um 0,2 prósentum minna frá því í september 2011 vegna vinnumarkaðsaðgerða. Með starfstengda áttakinu Vinnandi vegur á vormánuðum fjölgaði þeim sem tóku þátt í vinnumarkaðsúrræðum á vegum VMST úr tæplega 400 í um 1.400 manns. Að teknu tilliti til þess að hluti þeirra sem tóku þátt í þessum úrræðum hefði líklega fengið vinnu óháð þessum verkefnum má ætla að atvinnuleysi hefði mælst allt að 0,4 prósentum meira það sem af er ári ef þessi úrræði hefðu ekki komið til. Gera má ráð fyrir að þetta átak skili sér jafnframt í minna atvinnuleysi á næsta ári þar sem tölur VMST benda til að um ⅓ þeirra sem taka þátt í starfstengdum úrræðum fái áframhaldandi ráðningu að þeim loknum.

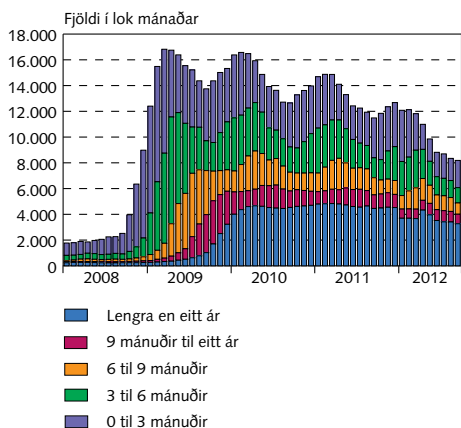
Langtímaatvinnuleysi hefur einnig minnkað

Langtímaatvinnulausum, þ.e. þeim sem hafa verið atvinnulausir lengur en í eitt ár, fækkaði um 1.300 frá áramótum fram í september sl. Fækkunin stafar fyrst og fremst af því að átakið Vinnandi vegur beindist sérstaklega að þessum hópi. Fækkun langtímaatvinnulausra í byrjun árs stafar hins vegar fyrst og fremst af þátttöku í námsverkefni VMST og að tímabundið ákvæði sem heimilaði launafólki og sjálfstætt starfandi í hlutastarfi að fá atvinnuleysisbætur á móti launatekjum féll úr gildi í janúar 2012.³ Þeim sem hafa verið atvinnulausir skemur en eitt ár fækkaði meira en langtímaatvinnulausum. Tölur VMK sýna svipaða þróun.

Fjöldi brottfluttra umfram aðflutta heldur minni en á sama tíma í fyrra

Á síðasta ársfjórðungi 2011 og fyrsta fjórðungi í ár var nánast jafnvægi í fjölda brott- og aðfluttra en á öðrum fjórðungi ársins nam fjöldi

Mynd VI-3
Atvinnuleysi eftir lengd
Janúar 2008 - september 2012



Heimild: Vinnuálagstofnun.

- Hlutabætur eru umreiknaðar í ársverk.
- Endurskoðun VMST á skráningu langtímaatvinnuleysis hafði í för með sér fjölgun langtímaatvinnulausra á skrá í apríl sl. en fjöldi þeirra hafði að einhverju marki verið vantalinn fram að því. Samkvæmt núgildandi reglu telst það rof á atvinnuleysisstímabili ef viðkomandi hefur farið af skrá í meira en þrjá mánuði. Nýtt tímabil hefst þá við nýskráningu.

brottfluttra umfram aðflutta um 0,3% af mannfjölda. Þetta er svipað hlutfall og á sama fjórðungi í fyrra, en ólíkt því sem þá var, var bróðurparturinn erlendir ríkisborgarar. Á þriðja fjórðungi ársins fluttu hins vegar fleiri erlendir ríkisborgarar til landsins en frá því (300 manns). Eins og venja er á þessum fjórðungi fluttu fleiri íslenskir ríkisborgarar frá landinu en til þess (590), sem líklega endurspeglar brottflutning þeirra sem eru að hefja nám erlendis. Heilt á lítið er fjöldi brottfluttra umfram aðflutta það sem af er ári um 0,2% af mannfjölda sem er heldur minna en á sama tíma í fyrra.

Heildarvinnustundum fækkar þrátt fyrir fjölgun starfa

Heildarvinnustundum fækkaði um 0,6% milli ára á þriðja fjórðungi ársins samkvæmt niðurstöðum VMK. Þessi samdráttur á sér stað þrátt fyrir að starfandi fólki hafi fjölgað um ½% þar sem meðalvinnutími styttest um 1,1%. Í ágústspánni var gert ráð fyrir að heildarvinnustundum myndi fjölga um 1% frá fyrra ári.

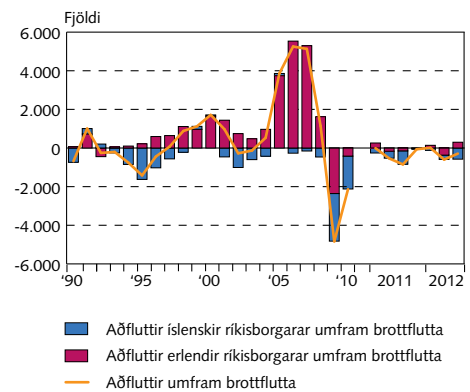
Heildarvinnustundum hefur ekki fækkað á milli ára síðan á fyrsta fjórðungi síðasta árs. Í fyrstu einkenndist fjölgun heildarvinnustunda af lengri meðalvinnutíma sem er eðlilegt í ljósi þess að aðlögun vinnuafslotkunar í kjölfar fjármálakreppunnar átti sér að töluverðu leyti stað með fækkun vinnustunda á mann (sjá rammagrein VI-1). Við þær aðstæður ætti aukin vinnuafseftirspurn að koma fyrst fram í lengri vinnutíma þeirra sem þegar eru í starfi. Eftir því sem batanum vindur fram má síðan gera ráð fyrir að erfiðara verði að mæta aukinni vinnuafseftirspurn eingöngu með fjölgun vinnustunda og því komi aðlögunin í vaxandi mæli fram í fjölgun starfa. Sú varð og raunin því að á fyrstu tveimur fjórðungum ársins var fjölgun starfandi fólks drifkrafturinn í fjölgun heildarvinnustunda. Hins vegar hefur samdráttur í meðalvinnutíma vegið á móti fjölgun starfandi fólks eftir því sem líðið hefur á árið og náði að vega upp á móti fjölgun starfandi fólks á öðrum fjórðungi ársins og, eins og áður sagði, meira en svo á þriðja fjórðungi ársins.

Óljóst er hvers vegna meðalvinnutími hefur styst það sem af er ári. Frekar hefði mátt ætla að hann ætti enn eftir að lengjast í ljósi þess hversu mikið svigrúm má ætla að sé til staðar innan fyrirtækja til að mæta aukinni eftirspurn með því að lengja vinnutíma starfsmanna. Nýleg könnun á áformum fyrirtækja sýnir að þótt opinberar stofnanir séu líklegastar til að mæta sveiflum í mannaflapörf með verkefnabundnum ráðningum ætla fyrirtæki á almennum markaði að gera það með því að auka vinnutíma núverandi starfsmanna, bæði með því að auka starfshlutfall og yfirvinnu.⁴ Þetta bendir til að enn sé of snemmt að segja til um hvort styttri meðalvinnutími sé vísbending um að viðsnúningur sé að eiga sér stað á vinnumarkaði.

Atvinnuþátttaka jókst lítillega milli ára á þriðja ársfjórðungi

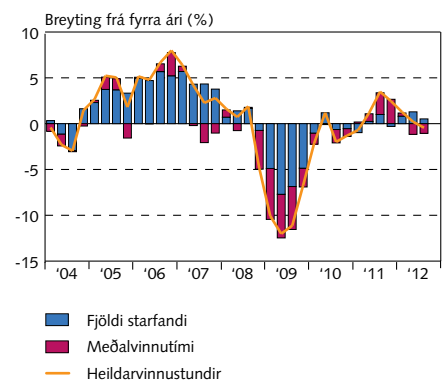
Atvinnuþátttaka jókst lítillega milli ára á þriðja fjórðungi ársins og mældist 81,2%. Það sem af er ári hefur atvinnuþátttaka verið um 84% sem er svipað hlutfall og á sama tíma í fyrra. Hlutfall starfandi

Mynd VI-4
Fólksflutningar



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-5
Breytingar á atvinnu og vinnutíma
1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2012

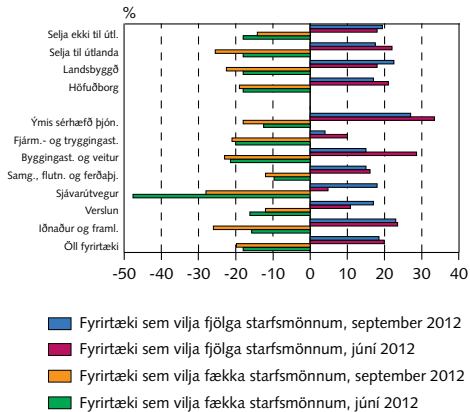


Heimild: Hagstofa Íslands.

4. Sjá Arney Einarsdóttir og Katrín Ólafsdóttir (2012). Úr samdrætti í uppsveiflu: Aðgerðir á vinnumarkaði, Háskólinn í Reykjavík, væntanleg.

Mynd VI-6

Fyrirtæki sem hyggja á starfsmanna-
breytingar á næstu 6 mánuðum

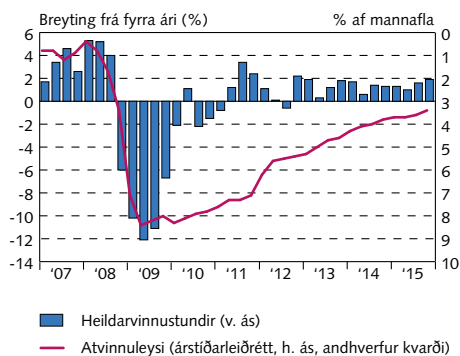


Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VI-7

Heildarvinnustundir og atvinnuleysi

1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2015¹



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

(e. employment rate) hefur hins vegar aukist um 0,9 prósentur það sem af er ári og var rúmlega 77% á þriðja fjórðungi ársins sem er 0,8 prósentum hærra en á sama fjórðungi í fyrra.

Óveruleg breyting á vilja fyrirtækja til að fjölga eða fækka starfsmönnum

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup sem var framkvæmd í september sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins kom í ljós óveruleg breyting á vilja fyrirtækja til að fjölga starfsmönnum og fækka á næstu sex mánuðum miðað við samsvarandi könnun í júní. Könnunin sýnir að svipað hlutfall fyrirtækja vill fækka starfsmönnum og fjölga. Þessar niðurstöður eru í samræmi við könnun sem Samtök atvinnulífsins (SA) gerðu í október meðal aðildarfélaga sinna. Séu niðurstöður SA hins vegar vegnar saman með stærð fyrirtækja og hlutfallslegu vægi atvinnugreina benda þær til að starfsmönnum fyrirtækja í SA gæti fækkað um 0,3% á árinu. Könnun Capacent Gallup sýnir einnig að rúmlega 60% fyrirtækja gera ráð fyrir óbreyttum starfsmannafjölda, en það er svipað hlutfall og verið hefur undanfarin tvö ár. Af þessum vísbendingum má ráða að eftirspurn eftir starfsfólki aukist hægt á næstu mánuðum.

Gert ráð fyrir hægari fjölgun heildarvinnustunda í ár en í ágúst

Þar sem nú er útlit fyrir að hagvöxtur verði minni í ár en spáð var í ágúst og nýjustu vísbendingar um vinnuafseftirspurn benda til hægari bata en áður var áætlað, er gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi hægari á þessu ári en spáð var í ágúst, eða um 0,6% í stað 1,2%. Í spánni er hins vegar gert ráð fyrir að efnahagssumsvif á næsta ári verði svipuð og spáð var í ágúst og því verður hagvöxtur meiri á næsta ári sem nemur minni vexti í ár. Sambærileg þróun verður í heildarvinnustundum sem fjölgar um 1,3% á næsta ári, hraðar en áætlað var í ágústspánni. Spáin gerir hins vegar ráð fyrir tiltölulega hóflegri fjölgun heildarvinnustunda áfram út spátímabilið eða 1,2% og 1,4% vexti árin 2014 og 2015.

Þetta er nokkru minni aukning vinnustunda en hagvöxtur á sama tíma og því gerir spáin ráð fyrir framleiðnivexti sem nemur u.þ.b. 2% að meðaltali á ári, sem er lítillega yfir langtímaleitnivexti. Efnahagsbatinn verður því að nokkru leyti án samsvarandi fjölgunar heildarvinnustunda.

Horfur um atvinnuleysi svipaðar

Gera má ráð fyrir að atvinnuleysi samkvæmt skrá VMST mælist heldur minna en ella á næsta ári ef tímabundið ákvæði um lengingu bótaréttar úr þremur í fjögur ár verður ekki framlengt um næstu áramót eins og ráðgert er í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2013. Má gera ráð fyrir að um 3.000 einstaklingar fullnýti þriggja ára bótarétt sinn á næsta ári, en verði bráðabirgðaákvæðið framlengt munu um 1.400 manns fullnýta fjögurra ára bótarétt sinn á næsta ári. Miðað við það má gera ráð fyrir að atvinnuleysi gæti mælst um 0,8 prósentum minna en ella, verði bráðabirgðaákvæðið ekki framlengt. Ekki munu þó allir sem missa bótarétt sinn á næsta ári verða atvinnulausir, því gert er ráð fyrir að hluta þeirra sem missa bótarétt á næsta ári verði boðið

að taka þátt í starfstengdum úrræðum. Einnig munu einhverjir halda áfram að nýta sér vinnumiðlunarþjónustu VMST og munu því teljast atvinnulausir í tölum stofnunarinnar. Líklegt er þó að VMK muni mæla meira atvinnuleysi en VMST á næsta ári.

Atvinnuleysishorfur til næstu þriggja ára eru svipaðar og þær voru í síðustu spá, þótt gert sé ráð fyrir að atvinnuleysi mælist minna vegna fækkunar atvinnulausra á skrá. Gert er ráð fyrir að mælt atvinnuleysi verði um 5,8% á þessu ári, um 5% á því næsta og verði komið niður í um 3½% undir lok spátímans.

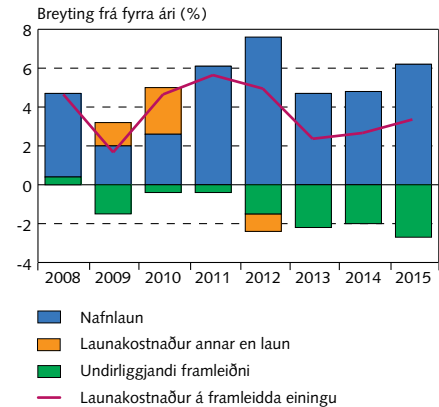
Hækkun launa í takt við ágústspána

Launaþróun hefur verið í takt við ágústspána. Launavísitalan hækkaði um 0,5% á milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins. Árshækkun vísitölunnar nam 5,8% og lækkaði úr 9,3% frá fjórðungnum á undan þar sem launahækkningar sem komu til við undirskrift kjarasamninga í fyrria dattu út úr ársræðingunni. Forsendur kjarasamninganna sem gerðir voru á síðasta ári og koma til endurskoðunar í janúar 2013, gera m.a. ráð fyrir að kaupmáttur launa mældur með launavísitölunni aukist á tímabilinu desember 2011 til desember 2012. Í september sl. hafði kaupmáttur launavísitölunnar aukist um 0,8% frá desember 2011 og miðað við spána sem birt er í þessu hefti *Peningamála* má gera ráð fyrir að dragi úr kaupmætti það sem eftir er ársins.

Forsendur um þróun launa hafa því lítið breyst frá síðustu spá. Eins og í fyrri spám bankans er ekki gert ráð fyrir að komi til umtalsverðrar viðbótarhækkunar launa við endurskoðun kjarasamninga í janúar á næsta ári þrátt fyrir að spáin fyrir þetta ár bendi til þess að viðmiðanir í samningunum gangi ekki eftir. Í takt við forsendur fjárlagafrumvarps fyrir næsta ár er hins vegar ekki gert ráð fyrir að annar launakostnaður lækki á árunum 2013 og 2014 eins og áður hafði verið reiknað með. Eins og áður hefur verið rakið er gert ráð fyrir að framleiðni aukist um 2% að meðaltali á ári á spátímanum, sem er lítillega minni framleiðnivöxtur en áætlað var í ágúst. Hærri launatengd gjöld á næsta ári og heldur hægari framleiðnivöxtur á seinni hluta spátímans gera það að verkum að launakostnaður á framleidda einingu vex hraðar á spátímanum en gert var ráð fyrir í ágúst, eða að meðaltali um 3½% á ári.

Mynd VI-8

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirlíða 2008-2015¹



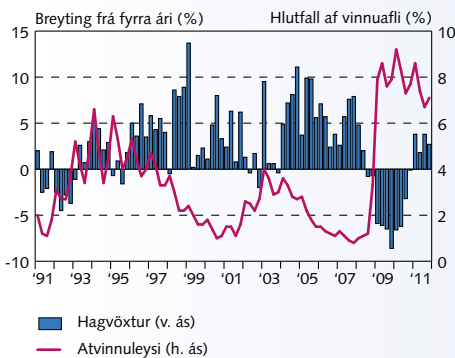
1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Rammagrein VI-1

Þróun atvinnuleysis í kjölfar fjármála- kreppunnar

Mynd 1

Hagvöxtur og atvinnuleysi
1. ársfj. 1991 - 4. ársfj. 2011



Heimild: Hagstofa Íslands.

Verulegur efnahagssamdráttur fylgdi í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008. Innlendir vinnumarkaður fór ekki varhluta af þessum samdrætti sem hafði í för með sér að atvinnuleysi samkvæmt skráningu Vinnumálastofnunar jókst um 8,2 prósentur frá fyrsta ársfjórðungi 2008 til fyrsta ársfjórðungs 2010 þegar það náði hámarki og var 9,2%. Atvinnuleysi mælt með Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands jókst um 5,4 prósentur á sama tíma og var 7,7% (sjá umfjöllun um muninn á þessum aðferðum í kafla VI).

Neikvætt samband er alla jafna á milli breytinga á atvinnuleysi og hagvaxtar (oft kallað Okun-sambandið). Mynd 1 sýnir þetta samband fyrir Ísland. Samdráttur í hagvexti kemur þó yfirleitt ekki að fullu fram í auknu atvinnuleysi þar sem sveigjanleiki á vinnumarkaði dregur úr áhrifum efnahagssamdráttar á atvinnu, t.d. vegna þess að fyrirtækin bregðast við minni eftirspurn með styttingu vinnutíma og heimilin bregðast við minni eftirspurn á vinnumarkaði með minni atvinnuþátttöku. Hvernig og hve mikið sveigjanleiki á vinnumarkaði dregur úr áhrifum efnahagssamdráttar á atvinnuleysi getur haft mikil áhrif á þróunina á vinnumarkaði þegar efnahagsbatanum hér á landi vindur fram og slaki á vinnumarkaði hverfur.

Í þessari rammagrein er rakin þróun atvinnuleysis í kjölfar efnahagsáfallsins haustið 2008 út frá tölum úr Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Í ljós kemur að stærsti hlutinn af aðlögun innlands vinnumarkaðar átti sér stað í gegnum styttri vinnutíma. Þótt bæði minni atvinnuþátttaka og brottflutningur frá landinu hafi vegið á móti aukningu atvinnuleysis virðast áhrifin hafa verið minni en áhrif fækkunar vinnustunda á mann.¹ Á síðustu misserum hefur batinn á vinnumarkaði komið fram bæði í lengri vinnutíma og fjölgun starfandi fólks og bendir Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar til þess að lækkun atvinnuleysis að undanförunu hafi að mestu verið drifin áfram af fjölgun starfa.

Sundurliðun breytinga í atvinnuleysi í undirþætti

Til að átta sig á því hvaða þættir höfðu mest áhrif þegar atvinnuleysi jókst mikið strax í kjölfar fjármálakreppunnar og svo þegar atvinnuleysi tók að minnka á ný, er nauðsynlegt að setja hlutina fram í stærðfræðilegu samhengi. Atvinnuleysi er skilgreint sem:

$$(1) u = (L - E)/L$$

þar sem u er atvinnuleysi, mælt sem hlutfall atvinnulausra af heildarvinnuafli, L er heildarvinnuaflið og E er fjöldi starfandi á vinnumarkaði. Breytingu í atvinnuleysi milli tveggja tímabila má því rita sem:

$$(2) \Delta u \approx \Delta \ln L - \Delta \ln E$$

þar sem $\Delta \ln L$ og $\Delta \ln E$ tákna prósentubreytingu L og E milli tveggja tímabila.²

Heildarvinnustundir á hverju tímabili má skrifa sem $TH = H \times E$, þar sem TH eru heildarvinnustundir og H er meðalfjöldi vinnustunda á mann, og því má umrita jöfnu (2) sem:

$$(3) \Delta u \approx \Delta \ln L - \Delta \ln TH + \Delta \ln H$$

1. Vegna gagnaskorts er vandkvæðum bundið að leggja mat á áhrif brottflutnings á atvinnuleysi. Mikill brottflutningur gerði það að verkum að hluti þeirra sem væru atvinnulausir teljast nú ekki með í tölum um fjölda atvinnulausra en þó er ekki víst hversu stór hluti hefði fengið atvinnu eða staði utan vinnumarkaðar ef brottflutningur hefði ekki átt sér stað. Sjá umfjöllun í rammagrein VI-1 í *Peningamálum* 2011/4.

2. Nálgunin byggist á því að $\Delta \ln x_t = \ln(x_t/x_{t-1}) = \ln(1 + \Delta x_t/x_{t-1}) \approx \Delta x_t/x_{t-1}$.

Þessu til viðbótar má skilgreina framleiðni vinnuafslins mælda í heildarvinnustundum sem Y/TH , þar sem Y er landsframleiðslan. Með því að stinga þessu inn í jöfnu (3) fæst (sjá Burda og Hunt, 2011):

$$(4) \Delta u \approx -\Delta \ln Y + \Delta \ln(Y/TH) + \Delta \ln H + \Delta \ln L$$

þar sem $\Delta \ln Y$ er hagvöxtur. Að lokum er síðan hægt að skipta heildarvinnuaflinu upp í atvinnuþáttökuhlutfallið og mannfjölda á vinnufærum aldri, $L = pa \times N$, þar sem N er mannfjöldi á vinnufærum aldri (skilgreindur sem fjöldi einstaklinga á aldrinum 16-74 ára) og pa er atvinnuþáttökuhlutfallið, þ.e. L/N . Með því að stinga þessu inn í jöfnu (4) fæst:

$$(5) \Delta u \approx -\Delta \ln Y + \Delta \ln(Y/TH) + \Delta \ln H + \Delta \ln pa + \Delta \ln N$$

Minnkandi atvinnuleysi milli tveggja tímabila getur því farið saman við hagvöxt, minni framleiðni, styttri vinnutíma, minni atvinnuþáttöku og/eða fækkun fólks á vinnufærum aldri. Rétt er að áreitta að hér er eingöngu um bókhaldslegt samband að ræða, þ.e. jafna (5) sýnir ekki orsakasamband á milli breytinga á atvinnuleysi og einstakra undirþátta. Hins vegar varpar hún ljósi á framlag einstakra þátta til bæði aukningar atvinnuleysisins í kjölfar fjármálakreppunnar og minnkunar þess frá því á fyrri hluta árs 2010.

Til að sjá betur framlag breytinga í fjölda starfandi má einnig nota jöfnu (1) og skilgreiningu á heildarvinnuaflinu til að fá:

$$(6) \Delta u \approx \Delta \ln pa + \Delta \ln N - \Delta \ln E$$

Fyrri hluti jöfnu (6) (þ.e. $\Delta \ln pa + \Delta \ln N$) lýsir því framlagi breytinga á framboði vinnuafsl til breytinga atvinnuleysis en seinni hlutinn (þ.e. $\Delta \ln E$) framlagi breytinga á eftirspurn vinnuafsl til breytinga atvinnuleysis.

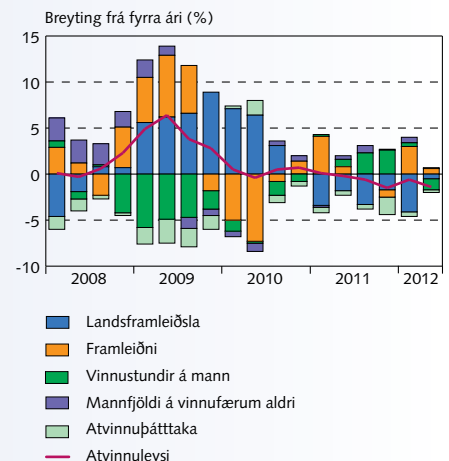
Framlag undirþátta til breytinga á atvinnuleysi

Tafla 1 sýnir framlag þeirra þátta sem lýst er með jöfnum (5) og (6) til breytinga á atvinnuleysi út frá Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Atvinnuleysi jókst um 5,4 prósentur frá fyrsta ársfjórðungi 2008 til sama fjórðungs árið 2010. Þar vegur þyngst mikill samdráttur í landsframleiðslu, en framleiðniaukning undir lok árs 2008 og á árinu 2009 hafði þar einnig áhrif eins og sést á mynd 2. Sveigjanleiki vinnumarkaðarins birtist hins vegar skýrt í aðlögun vinnutíma að minni eftirspurn eftir vinnuafli og átti fækkun vinnustunda á mann mestan þátt í því að efnahagssamdrátturinn kom ekki af fullum þunga fram í auknu atvinnuleysi.³ Það hversu auðvelt er að aðlaga vinnutímann að breyttri vinnuaflseftirspurn er eitt af einkennum íslensks vinnumarkaðar og kom skýrt fram í niðursveiflunni í kjölfar fjármálakreppunnar þegar atvinnurekendur gripu strax til þess ráðs að stytta vinnutíma (sjá mynd 2). Þetta mikla svigrúm til að draga úr vinnutíma endurspeglar m.a. að meðalvinnuvikan er að jafnaði löng hér á landi, einkum þegar efnahagssumsvif eru mikil. Íslensk fyrirtæki hafa því jafnan borð fyrir báru til að bregðast við samdrætti í vinnuaflseftirspurn með því að fækka vinnustundum í niðursveiflu og fjölga þeim á ný þegar þjóðarþúskapurinn tekur við sér.

Eins og tafla 1 sýnir fór aðlögun vinnumarkaðarins að mestu fram í gegnum eftirspurnarhlíð hans en í minna mæli í gegnum framboðshlíðina. Það má einnig sjá á því að stærstur hluti aukningar at-

3. Þannig var aðlögun á vinnumarkaði í gegnum fækkun meðalvinnustunda í kjölfar fjármálakreppunnar töluvert meiri hér á landi en t.d. í Bandaríkjunum, Þýskalandi og á Spáni (sjá Burda og Hunt, 2011, og Bentolila, Dolado og Jimeno, 2011).

Mynd 2
Sundurliðun breytinga í atvinnuleysi¹
1. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2012



1. Sundurliðun breytinga atvinnuleysis miðast við jöfnu (5).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

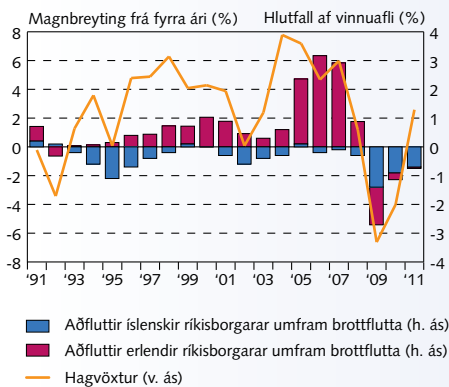
vinnuleysis endurspeglast í fækkun starfa, sem var svipuð og stytting vinnutíma. Þetta er í samræmi við niðurstöður Jósefs Sigurðssonar (2011) sem sýna að aðlögun heildarvinnustunda eigi sér stað til jafns í gegnum vinnustundir á mann og fjölda starfandi.

Tafla 1 Sundurliðun breytinga í atvinnuleysi – Framlag einstakra undirþátta¹

	2008:1-2010:1	2010:2-2012:2	2008:1-2012:2
Atvinnuleysi	5,4	-1,6	4,2
Landsframleiðsla	-12,5	2,9	-9,0
Framleiðni	0,2	2,0	3,2
Vinnustundir á mann	-7,0	-0,4	-7,3
Atvinnuþátttaka	-1,5	-0,8	-2,1
Mannfjöldi á vinnufærum aldri	1,3	0,5	1,5
Heildarvinnuafli	-0,2	-0,3	-0,6
Fjöldi starfandi	-5,6	1,3	-4,8

1. Árstíðarleiðrétt gögn. Breytingar, að undanskildum breytingum í atvinnuleysi, eru í lógarþmum. Framleiðni er reiknuð sem landsframleiðsla á hverja einingu vinnuafis m.v. heildarvinnustundir.

Mynd 3
Fólksflutningur og hagvöxtur 1991-2011



Heimild: Hagstofa Íslands.

Niðurstöðurnar í töflu 1 sýna einnig að áhrif vinnuframboðs á breytingu á atvinnuleysi voru takmörkuð því að heildarvinnuafli dróst aðeins saman um 0,6 prósentur á tímabilinu öllu. Þar vegast á tveir þættir: Vinnuframboðið dróst saman við það að þátttaka á vinnu- markaði minnkaði um 2,1 prósentu. Þessi minnkun atvinnuþátttöku kom aðallega fram árið 2009 og endurspeglar m.a. að margir ákváðu að bregðast við atvinnumissi eða færri atvinnutækifærum með því að fara í nám, á snemmtekin eftirlaun, inn á heimilin eða í önnur verk- efni sem flokkast utan vinnumarkaðar. Á móti áhrifum af minnkandi atvinnuþátttöku vó hins vegar fjölgun fólks á vinnufærum aldri. Eins og mynd 2 sýnir fækkaði fólki á vinnufærum aldri á síðari hluta árs 2009 og framan af ári 2010 þrátt fyrir 1,5% fólksfjölgun á tímabilinu öllu. Þessar mannfjöldabreytingar endurspeglar tvo þætti: annars vegar náttúrulega fólksfjölgun og hins vegar flutning vinnuafisins til og frá landinu. Alla jafna má ætla að náttúruleg fólksfjölgun sé nokkuð stöðug og ekki mjög næm fyrir hagsveiflunni.⁴ Fólksflut- ningur til og frá landinu er hins vegar nátengdur hagsveiflunni eins og sést á mynd 3.⁵ Myndin sýnir einnig mikinn brottflutning frá landinu á árunum 2009 og 2010 sem vó á móti aukningu atvinnuleysis. Árið 2009 fluttu um 2.500 fleiri íslenskir ríkisborgarar og um 2.400 fleiri erlendir ríkisborgarar frá landinu en til þess og nam hreinn brott- flutningur um 2,7% af vinnuafli eða um 2,2% af mannfjölda á vinnufærum aldri. Síðan þá hefur dregið hratt úr brottflutningi meðal erlendra ríkisborgara samfara efnahagsbatanum, en hægar meðal ís- lenskra ríkisborgara.

Eins og sést í töflu 1 fór að draga úr atvinnuleysi á öðrum árs- fjórðungi 2010 og hafði það minnkað um 1,6 prósentur frá því sem það mældist hæst samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar á öðrum ársfjórðungi í ár. Þar vegur þyngst efnahagsbatinn sem kemur fram í vexti landsframleiðslu en áframhaldandi minnkun atvinnuþátt- töku hefur einnig áhrif þar á. Á móti vegur aukin framleiðni vinnuafis- ins og fólksfjölgun. Framlag breytinga á vinnuframboði til breytinga á atvinnuleysi er því áfram tiltölulega lítið og minnkun atvinnuleysis að mestu drifin af fjölgun starfa sem hefur fjölgað um 1,3% frá miðju ári 2010. Eins og gera mátti ráð fyrir varð bata á vinnumarkaði fyrst vart í tölum um fjölda vinnustunda, áður en skýr merki sáust um

4. Á tímabilinu 1952-2012 var ársvöxtur mannfjölda á vinnufærum aldri, þ.e. 16-74 ára, að meðaltali um 1,5%.

5. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein VI-1 í *Peningamálum* 2011/4 og í kafla 14 í *Seðlabanki Íslands* (2012).

fjölgun starfa, því að þrátt fyrir að meðalvinnustundum hafi fækkað á tímabilinu öllu fjölgaði þeim um 1,7% árið 2011. Í ár hefur meðalvinnutími hins vegar styst á ný samkvæmt nýjustu tölum Hagstofunnar.

Lokaorð

Aðlögun vinnumarkaðarins í kjölfar efnahagsáfallsins kom fyrst fram í styttri vinnutíma og skýrir einnig stærstan hluta aðlögunarinnar. Fækkun starfa og þar með aukning atvinnuleysis kom síðar fram. Sveigjanleiki vinnumarkaðarins, sem að mestu leyti birtist í hraðri aðlögun meðalvinnutíma en einnig í framboði vinnuafis, gerði það að verkum að atvinnuleysi jókst minna í kjölfar fjármálakreppunnar en ella. Samfara efnahagsbatanum hefur dregið úr atvinnuleysi aðallega vegna fjölgunar starfa þótt minni atvinnuþátttaka eigi þar einnig hlut að máli.

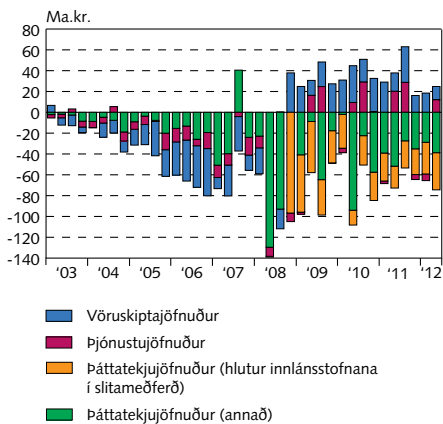
Heimildir

- Bentolilo, S., J. J. Dolado og J. F. Jimeno (2011). Reforming an insider-outsider labor market: The Spanish experience. *CEPR Discussion Paper*, nr. 8691.
- Burda, M. C., og J. Hunt (2011). What explains the German labor market miracle in the great recession? *Brookings Papers on Economic Activity*, 42, 273-335.
- Jósef Sigurðsson (2011). Unemployment dynamics and cyclical fluctuations in the Icelandic labour market. Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 56.
- Seðlabanki Íslands (2012). Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum. *Sérít* nr. 7.

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar¹

1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2012



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

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptajöfnuður var neikvæður um rúm 11½% af vergri landsframléiðslu á fyrri helmingi þessa árs, sem er nokkru meiri halli en á sama tíma í fyrra. Afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum mældist tæpir 37 ma.kr. en 134 ma.kr. halli var á jöfnuði þáttatekna. Eðlilegt er að horfa að nokkru leyti fram hjá áhrifum þrotabúa við greiningu á ytri jöfnuði þar sem meginhluti áfallinna gjalda þeirra verður aldrei greiddur og hverfur úr bókhaldinu yfir gjöld til erlendra aðila þegar uppgjöri þrotabúanna lýkur. Þáttatekjuhalli án áhrifa hreinna þáttgjalda af áætlaðri hreinni skuld innlánsstofnana í slitameðferð nam rétt um helmingi af opinbera þáttatekjuhallanum eða tæplega 68 ma.kr. og tæplega 40 ma.kr. þegar reiknuðum áföllnum vaxtagreiðslum af skuldbindingum lyfjafyrirtækisins Actavis hefur einnig verið haldið til hliðar. Á þennan mælikvarða var viðskiptahallinn á fyrri hluta ársins um 0,3% af vergri landsframléiðslu.

Horfur eru á heldur meiri afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði á næstu árum en reiknað var með í ágúst og lítillega neikvæðum viðskiptajöfnuði án innlánsstofnana í slitameðferð út spátímamann. Sé einnig horft fram hjá áhrifum Actavis verður afgangur á viðskiptajöfnuði á bilinu 2-3½% af vergri landsframléiðslu út spátímabilið.

Afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði út spátímamann

Afgangur á vöruskiptajöfnuði hefur dregist saman það sem af er ári. Innflutningur jókst um rúm 5½% á fyrstu níu mánuðum ársins miðað við sama tíma árið áður, mældur á föstu gengi, en útflutningur dróst saman um 1% á sama tíma. Afgangur á vöruskiptajöfnuði nam tæpum 53 ma.kr. á þessu tímabili, mældur á föstu gengi, sem samsvarar að meðaltali tæplega 6 ma.kr. afgangi á mánuði. Þetta er talsvert minni afgangur en á sama tíma í fyrra en engu að síður er þetta fjórði mesti afgangur sem verið hefur á vöruskiptum á fyrstu níu mánuðum ársins frá árinu 1995.

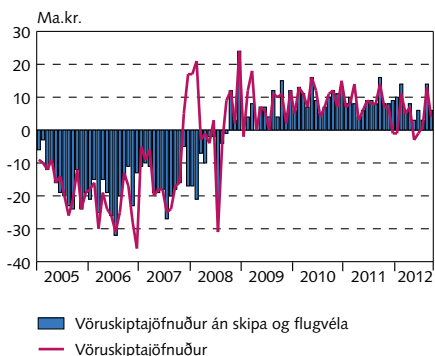
Þjónustuviðskipti voru jákvæð á öðrum ársfjórðungi um 12 ma.kr. eftir rúmlega 6 ma.kr. halla á fyrsta ársfjórðungi. Afgangur af þjónustuviðskiptum á fyrri helmingi ársins var því rétt um þriðjungur þess sem hann var á sama tíma í fyrra. Auknar tekjur af samgöngum skýra afganginn á fyrri helmingi ársins. Hins vegar vega aukin útgjöld vegna ferðalaga Íslendinga erlendis meira en auknar útflutningstekjur af ferðapjónustunni hér á landi. Samdráttur var á milli ára í útflutningi annarrar þjónustu en töluverð aukning varð í innflutningi annarrar þjónustu og vó sá liður innfluttrar þjónustu því mun þyngra en útflutningur hennar.

Útlit er fyrir áframhaldandi afgang á vöru- og þjónustuviðskiptum á þessu ári. Reiknað er með að heildarútflutningur sjávarafurða aukist um 9% og að raungengi haldist lágt, sem ýtir undir útflutning í geirum sem ekki eru háðir magntakmörkunum til skemmri tíma (sjá kafla II). Vísbendingar úr ferðapjónustu benda til kröftugs útflutnings á þriðja fjórðungi ársins. Velta erlendrar greiðslukorta var t.d. 13½% meiri á þriðja ársfjórðungi en á sama tíma í fyrra. Það sem af er ári hefur veltan því verið meiri en á sama tímabili undanfarin tvö ár. Upplýsingar frá Ferðamálastofu benda einnig til þess að erlendum

Mynd VII-2

Vöruskiptajöfnuður

Á föstu gengi, janúar 2005 - september 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ferðamönnum hafi fjölgað um 85 þúsund eða um rétt liðlega 17% fyrstu tíu mánuði ársins frá sama tíma í fyrra. Það sem af er ári hafa því 582 þúsund ferðamenn heimsótt landið og er það nokkru meiri fjöldi en heimsótti landið á öllu árinu í fyrra.

Gert er ráð fyrir að bæði út- og innflutningur þjónustu aukist meira á þessu ári en í síðustu spá en aukning út- og innflutnings vöru verði heldur minni m.a. þar sem þriðji ársfjórðungur reyndist veikari en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Búist er við að vöru- og þjónustujöfnuður verði óbreyttur í ár frá því sem spáð var í ágúst eða um 6½% af vergri landsframleiðslu. Búist er við að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði verði 6-7% á næstu þremur árum sem er nokkru meiri afgangur en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Minni innflutningur, hærra útflutningsverð og betri viðskiptakjör skýra að mestu meiri afgang á næstu árum en í síðustu spá. Eins og rakið er í rammagrein VII-1 eru horfur um afgang á viðskiptum við útlönd hins vegar enn nokkru verri en áætlað var á sama tíma í fyrra og skýrist það að mestu leyti af því að horfur um viðskiptakjör þjóðarbúsins eru lakari nú en þá var gert ráð fyrir.

Samkvæmt tölum Hagstofu Íslands var afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd um 8,5% af landsframleiðslu í fyrra. Samkvæmt núverandi grunnsþá Seðlabankans er reiknað með að afgangurinn verði um 6½% í ár, rúmlega 7% á næsta ári og um 6½% árið 2014. Þótt þetta sé heldur meiri afgangur en búist var við í ágústspá bankans er þetta umtalsvert minni afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd en bankinn áætlaði í nóvember fyrir ári en þá var reiknað með um og yfir 10% afgangi öll árin.

Í ljós kemur að stærsta orsök minni afgangs í fyrra og á þessu ári í samanburði við spána í *Peningamálum* 2011/4 er óhagstæðari þróun viðskiptakjara þjóðarbúsins, þ.e. að verðþróun útflutningsafurða hefur verið lakari í samanburði við verðþróun á innflutningi vöru og þjónustu en þá var gert ráð fyrir.¹ Önnur orsök minni afgangs í fyrra og í ár er meiri kraftur í vexti innflutnings, sem að mestu má rekja til meiri innflutnings skipa og flugvéla en spáð var í *Peningamálum* 2011/4. Horfur um minni afgang í ár skýrir síðan að mestu af hverju reiknað er með minni afgangi á næsta ári sem síðan skýrir stærstan hluta minni afgangs árið 2014. Því er ekki gengið út frá því að ástæður minni afgangs á árinu 2012 gangi til baka eða að til frekari rýrnunar viðskiptakjara eða óhagstæðari þróunar utanríkisviðskipta komi umfram það sem reiknað var með í nóvember í fyrra.

Sundurgreining á spáfrávikum vöru- og þjónustujafnaðar

Vöru- og þjónustujöfnuður er skilgreindur sem mismunur verðmætis út- og innflutnings vöru og þjónustu:

$$T = PX \times X - PM \times M$$

þar sem T er vöru- og þjónustujöfnuður á verðlagi hvers árs, PX er verðlag útflutnings í íslenskum krónum, X er magn útflutnings, PM er verðlag innflutnings í íslenskum krónum og M er magn innflutnings.

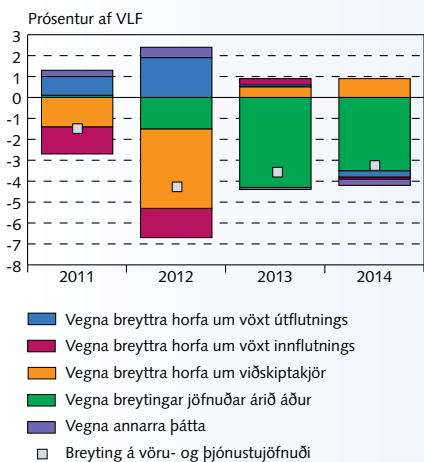
1. Það er vel þekkt að lönd sem þurfa að reiða sig hlutfallslega mikið á útflutning hrá- og matvöru, eins og Ísland, þurfa að jafnaði að búa við tiltölulega sveiflukennd viðskiptakjör sem geta valdið nokkrum sveiflum í jöfnuði vöru- og þjónustuviðskipta.

Rammagrein VII-1

Breytingar á vöru- og þjónustujöfnuði í spám Seðlabankans

Mynd 1

Breyting á horfum um vöru- og þjónustujöfnuð milli PM 2011/4 og PM 2012/4



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ef t er skilgreint sem vöru- og þjónustujöfnuður sem hlutfall af landsframleiðslu, $t = T/(PY \times Y)$, þar sem PY er verðlag landsframleiðslunnar og Y er landsframleiðslan á föstu verðlagi, má rita hlutfallið á ári 1 sem:

$$t_1 = t_0 + \frac{[(1 + \dot{p}_x)(1 + \dot{x}) - (1 + \dot{p}_m)(1 + \dot{m})]sm_0 + [(1 + \dot{p}_x)(1 + \dot{x}) - (1 + \dot{p}_y)(1 + \dot{y})]t_0}{(1 + \dot{p}_y)(1 + \dot{y})}$$

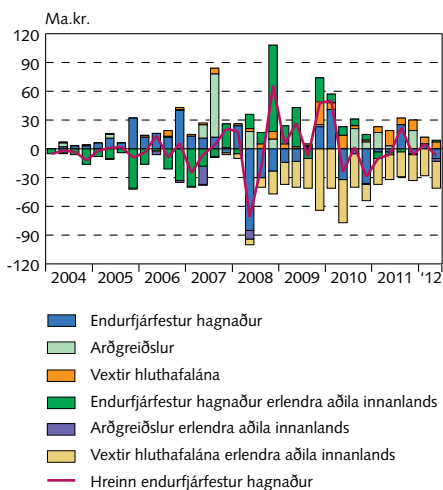
þar sem punktur yfir breytu tákna hlutfallslega breytingu í viðkomandi stærð, t_0 er vöru- og þjónustujöfnuður í hlutfalli af landsframleiðslu á ári 0 og sm_0 er hlutfall innflytungs af landsframleiðslu á ári 0, þ.e. $sm = PM \times M/(PY \times Y)$.

Með þessari jöfnu er hægt að meta af hverju horfur um vöru- og þjónustujöfnuðinn hafa breyst í spám bankans, t.d. í núverandi spá í samanburði við spá bankans frá sama tíma fyrir ári. Eins og mynd 1 sýnir er meginástæða 1,5 prósentum minni afgangis árið 2011 óhagstæðari þróun viðskiptakjara, sem skýrir 1,4 prósentur af minni afgangi, og meiri vöxtur innflytungs en áður hafði verið reiknað með (sem að mestu má rekja til meiri innflyttrar þjónustu) sem skýrir 1,3 prósentur af minni afgangi. Á móti kemur að útflyttingsvöxturinn var heldur meiri en áætlað var sem bætir afganginn um 0,9 prósentur umfram það sem ella hefði verið.

Lakari viðskiptakjör skýra einnig stærstan hluta spár um 4,3 prósentum minni afgang á þessu ári í samanburði við spána í nóvember í fyrra. Þannig má skýra 3,8 prósentur af minni afgangi með lakari viðskiptakjörum en 1,5 prósentur af minni afgangi má rekja til minni afgangis árið 2011 og 1,4 prósentur til meiri vaxtar innflytungs (að mestu leyti vegna meiri innflytungs skipa og flugvéla) en spáð hafði verið. Á móti koma horfur um töluvert kröftugri vöxt útflytungs en reiknað hafði verið með í *Peningamálum* 2011/4 (mest vegna kröftugri útflytungs sjávarafurða), sem bæta afganginn um 1,9 prósentur umfram það sem ella hefði verið. Minni afgang árána 2013 og 2014 má síðan að mestu skýra með minni afgangi árið áður.

Mynd VII-3

Arður af beinni erlendri fjárfestingu
1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þáttatekjuhallinn mikill það sem af er ári en minni en á sama tíma í fyrra

Mikill halli var á þáttatekjujöfnuði á fyrri hluta ársins. Hann var neikvæður um tæpa 129 ma.kr. sem má að miklu leyti rekja til mikils halla á vaxtajöfnuði en einnig til neikvæðrar ávöxtunar hlutafjár. Hluti af henni er liðurinn endurfjárfestur hagnaður, en hann hefur sveiflast töluvert milli fjórðunga undanfarin ár. Liðurinn lýsir hlutdeild eigenda af hagnaði sem ekki er greiddur út sem arður. Tap reyndist á rekstri erlendra félaga í eigu innlánsstofnana í slitameðferð sem leiddi til neikvæðrar endurfjárfestingar á fyrri helmingi ársins. Þáttatekjuhallinn á fyrri helmingi ársins reyndist litlu minni en á sama tíma í fyrra og nam hann um 15½% af vergri landsframleiðslu samanborið við 17% í fyrra. Halli vegna ávöxtunar hlutafjár jókst frá fyrra ári en halli á vaxtajöfnuði dróst saman á sama tíma og dró úr halla á þáttatekjujöfnuði í heild.

Ef leiðrétt er fyrir áhrifum innlánsstofnana í slitameðferð og lyfjafyrirtækisins Actavis var þáttatekjuhallinn hins vegar mun minni á fyrri helmingi ársins og er áætlað að hann hafi numið 34,5 ma.kr. (sem samsvarar 4% af vergri landsframleiðslu). Hallinn skýrist einkum af 28 ma.kr. halla á vaxtajöfnuði, en einnig var 7,5 ma.kr. halli á

ávöxtun hlutafjár. Þáttatekjuhallinn að teknu tilliti til innlánsstofnana í slitameðferð og Actavis var nokkru minni á fyrri hluta ársins en á sama tíma árið áður, þegar hann mældist 46,5 ma.kr. eða tæp 6% af vergri landsframleiðslu. Meiri halli á fyrri helmingi síðasta árs skýrist einkum af miklum halla á vaxtajöfnuði ogávöxtun hlutafjár. Hallinn á vaxtajöfnuði var því svipaður á fyrri helmingi þessa og síðasta árs en hallinn áávöxtun hlutafjár var umtalsvert minni á fyrri helmingi þessa árs en á sama tíma í fyrra.

Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð neikvæður á þessu ári en lítillaga jákvæður sé einnig leiðrétt fyrir áhrifum Actavis

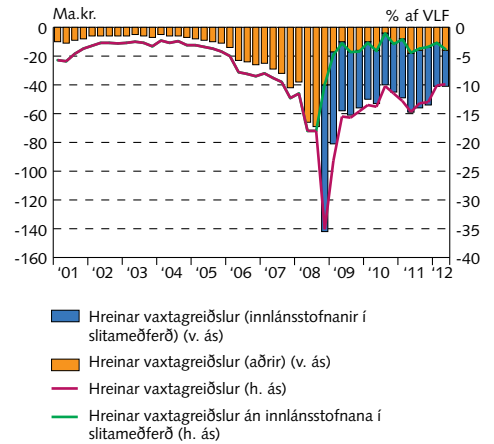
Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta var jákvæður um tæpa 37 ma.kr. á fyrri hluta ársins en þáttatekjuhallinn ásamt rekstrarframlögum nam tæplega 134 ma.kr. Viðskiptajöfnuðurinn var þannig neikvæður um tæpa 97 ma.kr. eða sem nam 11,6% af vergri landsframleiðslu. Ef tekið er mið af áætluðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum Actavis var hallinn á fyrri hluta ársins 2,7 ma.kr. eða sem samsvarar 0,3% af vergri landsframleiðslu.

Eins og áður hefur verið rakið eru horfur á nokkrum afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði á þessu ári. Vegna halla á þáttatekjum er hins vegar gert ráð fyrir að viðskiptajöfnuður samkvæmt opinberu uppgjöri verði neikvæður um 141 ma.kr. eða um 8,1% af vergri landsframleiðslu.

Í greininni „Hvað skuldar þjóðin?“ sem birt var í ritinu *Efnahagsmál*¹ í febrúar 2011 kemur fram að áfallnir vextir af skuldum alþjóðlega lyfjafyrirtækisins Actavis vega þungt í þáttatekjujöfnuði þar sem erlend skuldsetning fyrirtækisins er mikil. Vaxtagjöldin af skuldum Actavis eru áfallin en ógreidd og er því ekki um neitt raunverulegt útstreymi á gjaldeyri að ræða. Actavis er alþjóðlegt fyrirtæki og nær allar tekjur þess stafa af sölu á erlendum mörkuðum og því útilokað að hið neikvæða framlag fyrirtækisins á uppgjör þáttatekjujafnaðar eigi sér nokkra samsvörin í gjaldeyrisviðskiptum. Seðlabankinn hefur því frá útgáfu greinarinnar talið réttmætt að líta fram hjá áhrifum Actavis á þáttatekjujöfnuðinn við mat á undirliggjandi viðskiptajöfnuði.

Á árinu var tilkynnt um kaup bandaríska lyfjafyrirtækisins Watson Pharmaceuticals á Actavis og er talið líklegt að söluferlinu ljúki fljótlega. Ýmislegt er óráðið varðandi skiptingu eigna og skulda fyrirtækisins og áhrif þess á þáttatekjujöfnuð Íslands og þá stöðu sem Actavis-félögin fá í fyrirtækjaskipuriti Watson. Miðað við þær upplýsingar sem nú liggja fyrir er líklegt að áhrifin af sölnunni verði umtalsvert og að þáttatekjujöfnuðurinn og viðskiptajöfnuðurinn verði mun nær mati Seðlabankans þegar salan á Actavis hefur gengið í gegn. Gert er ráð fyrir að þáttatekjuhalli án innlánsstofnana í slitameðferð og Actavis verði mun minni en opinberi þáttatekjuhallinn á þessu ári og viðskiptajöfnuður verði jákvæður um 2½% af vergri landsframleiðslu í stað halla sem nemur um 1% ef Actavis er talið með.

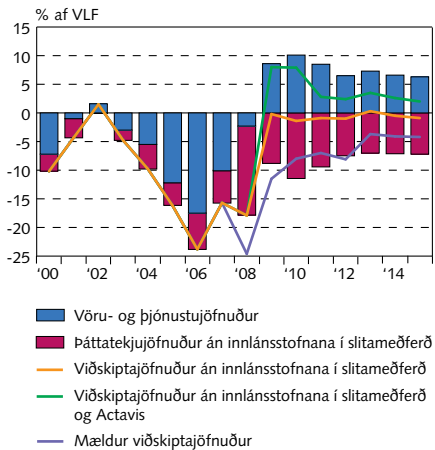
Mynd VII-4
Hreinar erlendar vaxtagreiðslur
1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2012



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

Mynd VII-5
Viðskiptajöfnuður 2000-2015¹



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2012-2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð lítilllega neikvæður út spátímann en án Actavis eru horfur á afgangi allt tímabilið

Reiknað er með að halli á þáttatekujöfnuði án innlánsstofnana í slitameðferð verði svipaður á næsta ári og í ár. Hins vegar er gert ráð fyrir að hann aukist aftur á árunum 2014-2015 vegna aukins vaxtakostnaðar. Meginástæðan fyrir því er sú að við útreikning á þáttatekujöfnuði er byggt á þeirri forsendu að a.m.k. tvær af þremur innlánsstofnunum í slitameðferð ljúki samningum við kröfuhafa á árinu 2013. Þess vegna verður ekki litið lengur fram hjá eignum og skuldum þessara fyrrum innlánsstofnana við mat á þáttatekujöfnuði án innlánsstofnana í slitameðferð. Samningarnir munu hafa neikvæð áhrif á þróun þáttatekujafnaðarins án innlánsstofnana í slitameðferð sem nemur vaxta- og arðgreiðslum til erlendra kröfuhafa í þrotabúin.

Spáð er að viðskiptahalli samkvæmt opinberu uppgjöri minnki í rúmlega 3½% af vergri landsframleiðslu á næsta ári miðað við þá forsendu að uppgjör hluta af innlánsstofnunum í slitameðferð eigi sér stað á árinu 2013 og hætt verði að reikna út áfallna vexti á erlendar kröfur. Gert er ráð fyrir lítills háttar afgangi á viðskiptajöfnuði án innlánsstofnana í slitameðferð á árinu 2013 eða um ½% af vergri landsframleiðslu. Sé einnig leiðrétt fyrir áhrifum Actavis mælist afgangurinn meiri eða sem nemur 3½% af landsframleiðslu sem er svipaður afgangur og í ágústspánni.² Þar vegast á horfur á meiri afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum og neikvæð áhrif lægra gengis krónunnar á þáttatekjuhalla. Á þennan mælikvarða er því spáð að áfram verði afgangur á viðskiptajöfnuði árin 2014-2015 sem nemur um 2-2½% af landsframleiðslu og skýrist minnkandi afgangur einkum af horfum um minnkandi afgang á vöru- og þjónustuviðskiptum og vaxandi þáttatekjuhalla vegna hækkunar alþjóðlegra vaxta.

2. Þegar salan á Actavis hefur gengið í gegn að fullu og gjaldþrotameðferð þrotabúa innlánsstofnana í slitameðferð lýkur ættu opinberar tölur um þáttatekujöfnuð og viðskiptajöfnuð að stemma við áætlanir um undirliggjandi stærðir.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi 2012 var 4,3%, sem var nokkru minna en búist var við í ágústspá Seðlabankans. Hins vegar er áætlað að lægra gengi krónunnar og áhrif vegna hækkana óbeinna skatta leiði til þess að verðbólga verði heldur meiri á fyrsta fjórðungi ársins 2013 en þá var spáð. Verðbólguhorfur á spátímanum eru svipaðar og í ágúst þar sem meiri slaki í þjóðarþúskapnum vegur upp á móti lægra gengi krónunnar. Spáð er að meðalverðbólga á næsta ári verði 3,6%, en 3,4% ef horft er fram hjá beinum áhrifum óbeinna skatta. Búist er við að verðbólga nálgist verðbólguþröskulinn á fyrri hluta ársins 2014 sem er um hálfu ári fyrir en gert var ráð fyrir í ágúst. Verðbólguvæntingar hafa lækkað á suma mælikvarða en eru þó enn háar. Töluverð óvissa er því um hversu hratt verðbólga mun hjaðna á ný og mun framvindan að mestu ráðast af gengispróun krónunnar og ákvörðunum í launamálum en taumhald peningastefnunnar getur haft áhrif á báða þætti.

Verðbólga enn yfir verðbólguþröskulinn Seðlabankans

Verðbólga jókst hratt í byrjun þessa árs m.a. vegna töluverðra verðhækkana á almennri þjónustu og áhrifa af gengislækkun krónunnar og mældist hún 6,4% á fyrsta ársfjórðungi. Gengisstyrking krónunnar sem hófst á vormánuðum leiddi síðan til nokkurrar verðlækkunar innfluttrar vöru sem ásamt mikilli lækkun flugfargjalda hafði mest áhrif á vísitölu neysluverðs á þriðja ársfjórðungi. Verðbólga hjaðnaði því nokkuð hratt í sumar og mældist 4,3% á þriðja fjórðungi. Enn er hún þó nokkuð yfir verðbólguþröskulinn Seðlabankans og hefur verið það síðan í apríl 2011.

Ársverðbólga hefur aukist lítillega á ný í haust eftir að hafa náð lágmarki í rúmlega 4% í ágúst og mældist verðbólga 4,2% í október. Vísitala neysluverðs hækkaði þá um 0,3% frá fyrri mánuði, einkum vegna verðhækkana á dagvöru og innfluttri vöru. Ársverðbólga samkvæmt samræmdu neysluverðsvísitölunni, sem undanskilur húsnæðisverð, mældist 5,3% í september og hafði aukist frá fyrri mánuði.

Dregið hefur úr undirliggjandi verðbólgu að undanfögnu

Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3 sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, var 3,6% í október og hafði hjaðnað úr 4,7% í júlí sl. Ef einnig er horft fram hjá áhrifum breytinga á markaðsverði húsnæðis var undirliggjandi verðbólga, mæld með kjarnavísitölu 4, 3,3% í október. Á einfalda tölfræðilega mælikvarða út frá „klipptu“ meðaltali (e. trimmed mean) mælist undirliggjandi verðbólga jafnvel minni eða allt frá 2½-3%, eftir því hve margir sveiflukenndir þættir verðvísitölunnar eru undanskildir.

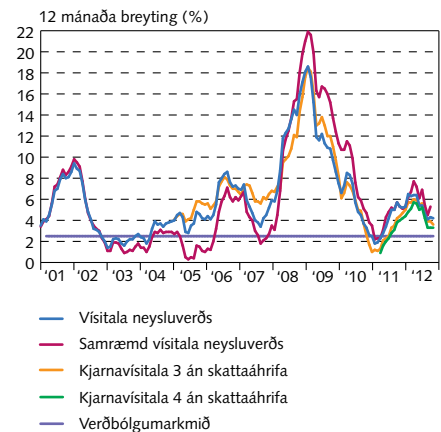
Töluverð verðbólguþröskulinn fyrir hendi

Mæld verðbólga hefur verið yfir 4% síðan sumarið 2011 og virðist hún því vera tregbreytanleg niður á við. Þó hefur hún hjaðnað á árinu 2012 og virðist hafa dregið úr verðbólguþröskulinn að undanfögnu í kjölfar gengisstyrkingar krónunnar í sumar. Framlag einstakra

Mynd VIII-1

Verðbólga á ýmsa mælikvarða¹

Janúar 2001 - október 2012



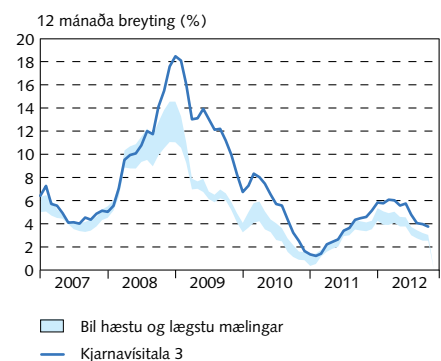
1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-2

Undirliggjandi verðbólga¹

Janúar 2007 - október 2012



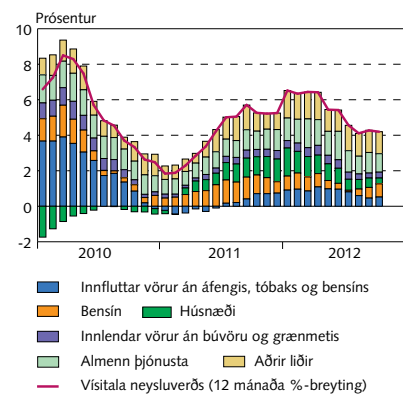
1. Kjarnaverðbólga 3 ásamt mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu miðað við klippt meðaltal (e. trimmed mean) þar sem 10%, 15%, 20% og 25% þeirra undirlíða sem breytast mest í verði eru undanskilin.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-3

Undirlíðir verðbólgu

Framlag einstakra undirlíða til verðbólgu jan. 2010 - okt. 2012

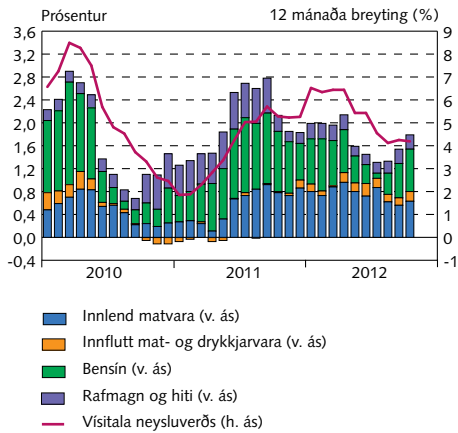


Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4

Framlag matvöru og orku- og eldsneytis-
kostnaðar til ársverðbólgu

Janúar 2010 - október 2012

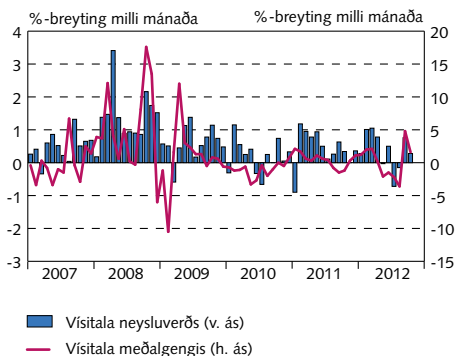


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

Verðlags- og gengisþróun

Janúar 2007-október 2012

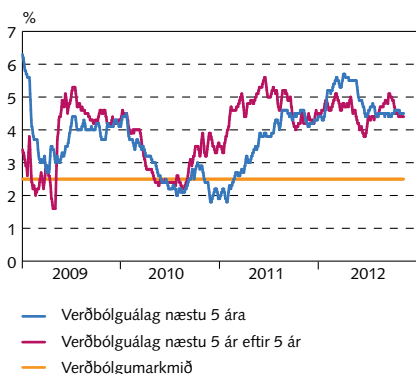


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-6

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 9. nóvember 2012



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

undirliða til verðbólgu er hins vegar enn nokkuð jafnt, sem er til marks um hversu almennur verðbólguþrýstingurinn hefur verið. Framlag innfluttrar vöru án áfengis, tóbaks og bensíns til ársverðbólgu hefur minnkað nokkuð síðan í júlí en vægi bensíns hefur aukist töluvert enda hefur bensínverð hækkað um rúm 7% sl. þrjá mánuði. Sem fyrr vege verðhækkunar almennrar þjónustu þungt í verðbólgu síðasta árs og í október hafði verðlag almennrar þjónustu hækkað um 5% sl. tólf mánuði.

Frá ársbyrjun hefur dregið jafnt og þétt úr árshækkun markaðsverðs húsnæðis og í október hafði það hækkað um rúm 5% að nafnvirði frá sama tíma fyrir ári en um tæplega 1% að raunvirði. Undanfarið hefur verðhækkunin eingöngu verið bundin við húsnæði á höfuðborgarsvæðinu (einkum fjölbýli) þar sem húsnæðisverð á landsbyggðinni hefur lækkað milli ára. Nokkur ró virðist því hafa færst yfir fasteignamarkaðinn en veltan á höfuðborgarsvæðinu það sem af er ári hefur aukist um rúm 14% frá því á sama tíma 2011 (sjá nánar í kafla III).

Viðvarandi háar verðbólguvæntingar þótt þær hafi lækkað nokkuð á suma mælikvarða frá því í ágúst

Verðbólguvæntingar hafa um nokkurt skeið verið yfir verðbólgu markmiði Seðlabankans. Líklegt er að rekja megi þá verðbólguþregðu sem hefur verið fyrir hendi að hluta til viðvarandi hárra verðbólguvæntinga sem hafi áhrif á verðlagningu fyrirtækja og launakröfur einstaklinga.

Verðbólguálagið út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa er gjarnan notað til að mæla verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði. Álagið er svipað og það var við útgáfu *Peningamála* í ágúst eða að meðaltali um 4½% til næstu fimm ára og til fimm ára þar á eftir. Verðbólguálagið hefur verið á bilinu 4-5% á þessu ári. Í þessu sambandi ber að hafa í huga að álagið felur einnig í sér áhættuþóknun vegna lausafjáráhættu og óvissu um verðbólgu og gæti sá hluti verðbólguálagsins hafa hækkað á árinu í tengslum við óvissu um gengisþróun krónunnar m.a. í tengslum við óviss áhrif afnáms fjármagnshafta.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í september sl. lækkuðu þær til eins árs um tæpa prósentu frá síðustu könnun í maí og námu 5,6%. Væntingar heimila um verðbólgu eftir tvö ár mældust 5% og höfðu lækkað um ½ prósentu milli kannana. Verðbólguvæntingar hafa því lækkað í síðustu tveimur könnunum í takt við hjöðnun verðbólgu. Verðbólguvæntingar fyrirtækja lækkuðu einnig í könnun Capacent Gallup sem gerð var í september sl. Stjórnendur bjuggust við að verðbólga yrði 4,2% eftir eitt ár sem er tæpri prósentu minna en í síðustu könnun í júní sl. Hins vegar voru verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára óbreyttar frá könnuninni í febrúar og námu 5%.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í nóvember, rétt fyrir útgáfu *Peningamála*, vænta markaðsaðilar þess að ársverðbólga verði 4,8% bæði eftir eitt og tvö ár. Jafnframt gera þeir ráð fyrir að verðbólga verði 4,5% að meðaltali á næstu tíu árum. Sé eingöngu tekið mið af svörum þeirra sem tóku einnig þátt í könnuninni í ágúst virðast

verðbólguvæntingar markaðsaðila hafa þokast upp til skamms tíma en haldist óbreyttar til lengri tíma litið. Mat á undirliggjandi þróun verðbólguvæntinga samkvæmt svokallaðri frumpáttagreiningu (e. principal component analysis) bendir til þess að verðbólguvæntingar hafi numið 4,7% á þriðja ársfjórðungi 2012 og lækkað um 0,7 prósentur frá fyrri ársfjórðungi en voru svipaðar og fyrir ári. Á heildina litið hafa verðbólguvæntingar til næstu tveggja ára því heldur lækkað undanfarið en verðbólguvæntingar til meðallangs og langs tíma hafa litið breyst og eru enn háar.

Verðbólguhorfur eru svipaðar og í síðustu spá ...

Verðbólga mældist 4,3% á þriðja ársfjórðungi 2012, sem er 0,4 prósentum minna en spáð var í ágústhefti *Peningamála*. Frávikið má rekja til óvæntrar lækkunar vísitölu neysluverðs í ágúst sl. þar sem m.a. áhrif gengisstyrkingar krónunnar í sumar náðu að vege upp á móti áhrifum útsöluloka og herra bensínverðs. Gert er ráð fyrir að ársverðbólga aukist á ný í lok ársins en muni samt sem áður mælast minni á síðasta fjórðungi ársins en búist var við í síðustu spá eða 4,4% samanborið við 4,9% vegna meiri slaka í þjóðarþúskapnum um þessar mundir en var áætlað og betri upphafsstöðu þar sem verðbólga hefur verið minni en búist var við í ágúst. Spáð er að meðalverðbólga á þessu ári verði 5,2% sem er aðeins minna en gert var ráð fyrir í ágúst.

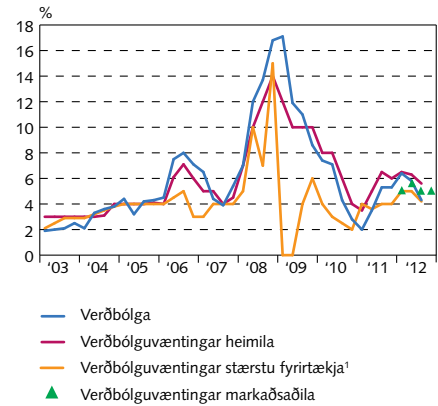
Búist er við að verðbólga taki að hjaðna á ný og verði 4,1% á fyrsta ársfjórðungi 2013 sem er ívið meira en spáð var í ágúst. Þar koma saman áhrif vegna veikara gengis krónunnar, en það hefur veikst um tæp 9% frá síðustu *Peningamálum*, og áætlaðrar hækkunar óbeinna skatta og vörugjalda í byrjun næsta árs (samkvæmt fjárlagafrumvarpi ársins 2013, sjá kafla V og rammagrein V-1). Í ágústspánni var ekki gert ráð fyrir skattaáhrifum. Án þeirra er búist við að verðbólgan verði 3,9% á fyrsta ársfjórðungi næsta árs sem er óbreytt frá því í síðustu spá og 3,4% að meðaltali á árinu 2013. Flest tölfræðilíkön sem notuð eru til samanburðar við meginspána gefa til kynna að verðbólga verði heldur minni á næstu tveimur ársfjórðungum en eitt af líkönum bankans gefur þó til kynna að verðbólga verði nokkru meiri.

Yfir spátímabilið í heild eru verðbólguhorfur nokkuð svipaðar og gert var ráð fyrir í ágúst þrátt fyrir meiri framleiðslulaka á þessu og næsta ári en áætlað var þá, enda gengi krónunnar veikara og verðbólguvæntingar hafa haldist háar um langt skeið. Þó er spáð að verðbólga nálgist verðbólgu markmiðið á fyrri hluta ársins 2014 sem er um hálfu ári fyrr en gert var ráð fyrir í ágúst.

... en óvissa er mikil og verðbólguhorfur gætu auðveldlega breyst í kjölfar hraðrar aukningar verðbólgu á árinu 2011 var á það bent í *Peningamálum* að nokkur hættu væri á að verðbólga festist í sessi ef verðbólguvæntingar héldust háar. Töluverð óvissa er því um hversu hratt verðbólga mun hjaðna á ný í átt að markmiði. Í grunnspánni er reiknað með óbreyttu gengi krónunnar út spátímann (sjá kafla I). Hér er um tæknilega forsendu fremur en spá að ræða og verðbólga verður meiri eða minni en hér er spáð eftir því sem gengið verður veikara eða sterkara. Einnig er mikil óvissa varðandi hugsanlegar launahækkunarir í tengslum við endurskoðun kjarasamninga í byrjun árs

Mynd VIII-7

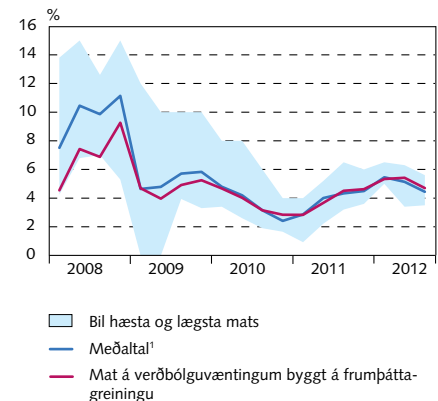
Verðbólguvæntingar fyrirtækja, heimila og markaðsaðila til eins árs og verðbólga 1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2012



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

Mynd VIII-8

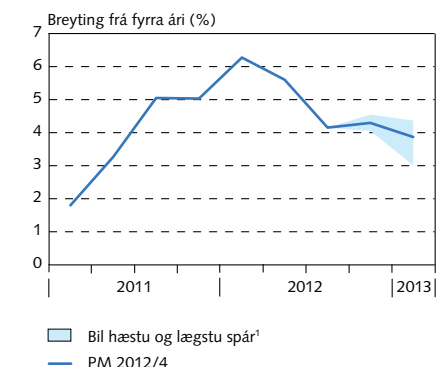
Verðbólguvæntingar miðað við mismunandi mælikvarða 1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2012



1. Miðað við verðbólguvæntingar fyrirtækja, heimila og á skuldabréfamarkaði til eins árs og verðbólgu spá Seðlabankans eitt ár fram í tímann.
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

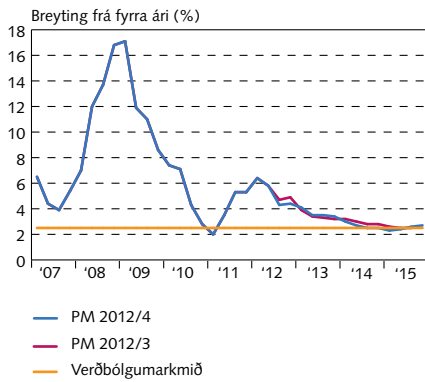
Mynd VIII-9

Verðbólgu spár úr ólíkum líkönum Verðbólga án skattaáhrifa 1. ársfj. 2011 - 1. ársfj. 2013



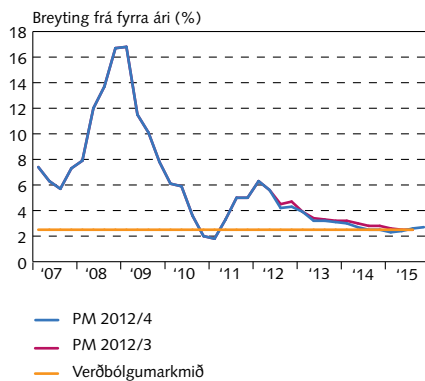
1. Byggist á spám úr einföldum tímaraðalíkönun.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-10
Verðbólga - samanburður við PM 2012/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-11
Verðbólga án skattaáhrifa -
samanburður við PM 2012/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2013. Til viðbótar er nokkur óvissa um áhrif þróunar hrávöruverðs á heimsmarkaði en það hækkaði nokkuð á þriðja ársfjórðungi í kjölfar verðlækkana á öðrum fjórðungi. Í grunnspánni er gert ráð fyrir um 3½% verðlækkun á árinu 2013 frá fyrra ári. Hins vegar eru alþjóðlegar efnahagshorfur afar ótraustar og gætu leitt til þess að lækkun hrávöru- og olíuverðs á heimsmarkaði verði meiri á næstu misserum sem myndi að öðru óbreyttu draga úr innlendum verðbólguþrýstingi. Ef alþjóðleg skilyrði versna enn frekar gæti enn fremur hægt frekar á innlendum efnahagsbata, framleiðslulakinn orðið meiri en búist er við og verðbólguþrýstingur þá minni. Nánari umfjöllun um helstu óvissuþætti grunnspárinnar er að finna í kafla I.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2012/4

 Tafla 1 Þjóðhagsspá¹

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
		2011	2012	2013	2014	2015
<i>Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar</i>						
Einkaneysla	844,6	2,7 (4,0)	3,0 (3,0)	2,9 (3,1)	3,3 (2,8)	3,3
Samneysla	411,2	-0,9 (-0,6)	-0,6 (-0,1)	0,2 (0,2)	0,2 (0,5)	0,4
Fjármunamyndun	227,0	12,8 (13,4)	9,2 (9,0)	5,3 (9,1)	18,3 (19,0)	8,2
Atvinnuvegafjárfesting	152,9	25,1 (25,8)	13,2 (10,3)	2,0 (5,3)	20,1 (21,4)	6,4
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	40,0	8,6 (8,6)	12,4 (16,0)	17,5 (19,2)	18,7 (18,0)	16,2
Fjárfesting hins opinbera	34,1	-19,3 (-17,6)	-13,5 (-6,4)	5,1 (15,2)	7,1 (8,4)	5,4
Þjóðarútgjöld	1.487,5	3,8 (4,7)	2,8 (3,2)	2,6 (3,0)	4,9 (4,7)	3,5
Útflutningur vöru og þjónustu	964,7	4,1 (3,2)	4,6 (5,4)	1,7 (1,6)	1,5 (2,1)	4,6
Innflutningur vöru og þjónustu	825,8	6,8 (6,4)	5,6 (6,4)	1,0 (3,0)	3,7 (4,5)	4,4
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar	-	-0,8 (-1,1)	-0,1 (-0,1)	0,5 (-0,6)	-1,0 (-1,1)	0,4
Verg landsframleiðsla	1.626,3	2,6 (3,1)	2,5 (3,1)	2,9 (2,2)	3,5 (3,4)	3,7
<i>Aðrar lykilstærðir</i>						
Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.626 (1.630)	1.724 (1.743)	1.849 (1.829)	1.975 (1.941)	2.089	
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)	8,5 (8,2)	6,5 (6,4)	7,3 (5,3)	6,6 (4,1)	6,3	
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-7,0 (-6,8)	-8,1 (-6,7)	-3,7 (-4,9)	-4,1 (-5,9)	-4,2	
Viðskiptajöfnuður án áfallinna vaxta vegna innlánsstofnana í slitameðferð (% af landsframleiðslu)	-0,9 (-1,0)	-1,0 (0,2)	0,3 (-0,9)	-0,5 (-2,1)	-0,9	
Viðskiptajöfnuður án áfallinna vaxta vegna innlánsstofnana í slitameðferð og Actavis (% af landsframleiðslu)	2,8 (2,7)	2,4 (3,5)	3,5 (2,4)	2,6 (1,0)	2,0	
Viðskiptakjör vöru og þjónustu (br. milli ársmeðaltala)	-1,6 (-1,7)	-2,8 (-2,2)	0,7 (-0,3)	1,1 (-0,1)	-0,9	
Heildarfjármunamyndun (% af landsframleiðslu)	14,0 (14,1)	14,9 (14,9)	15,3 (15,8)	17,4 (18,1)	18,2	
Atvinnuvegafjárfesting (% af landsframleiðslu)	9,4 (9,4)	10,4 (10,2)	10,4 (10,2)	12,0 (12,0)	12,3	
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-2,5 (-2,3)	-1,6 (-0,8)	-0,6 (-0,4)	0,3 (0,3)	0,4	
Launakostnaður á framleidda einingu (br. milli ársmeðaltala)	5,7 (5,6)	5,0 (5,1)	2,4 (2,4)	2,7 (2,0)	3,4	
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)	5,3 (3,1)	0,3 (1,0)	2,4 (2,5)	3,8 (2,7)	4,7	
Atvinnuleysi (% af mannafla)	7,4 (7,4)	5,8 (5,9)	5,0 (5,2)	4,2 (4,4)	3,7	
Gengi krónu gagnvart evru	161,0 (161,0)	160,3 (156,3)	162,2 (150,1)	162,3 (150,1)	162,3	
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	4,0 (4,0)	5,2 (5,4)	3,6 (3,4)	2,7 (3,0)	2,5	
Verðbólga án skattaáhrifa (ársmeðaltal, %)	3,8 (3,8)	5,1 (5,3)	3,4 (3,4)	2,7 (3,0)	2,5	

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2012/3.

 Tafla 2 Ársfjórðungsleg verðbólguþáttar (%)¹

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

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2012/3.

Viðauki 2

Reynsla af spám Seðlabanka Íslands

Það verða óhjákvæmilega skekkjur í hagspám. Sumar eru til komnar vegna skekkja í þeim líkönum sem notuð eru við spáarnar, aðrar vegna ónákvæmra upplýsinga um efnahagsstærðir sem líkönin byggjast á, t.d. mæliskekkjur, og einnig geta skekkjur stafað af ófyrirséðum atburðum. Athugun á skekkjum í spám gefur hugmynd um þá óvissu sem er í spánum og mikilvægar upplýsingar um hugsanleg mistök í spágerðinni og kerfisbreytingar í þjóðarbúskapnum. Hvort tveggja má nýta við frekari þróun á haglíkönum bankans og notkun þeirra við spágerðina.

Þjóðhags- og verðbólguþáttur Seðlabankans

Þjóðhags- og verðbólguþáttur Seðlabankans eru gerðar fjórum sinnum á ári til þriggja ára í senn. Þær byggjast á ítarlegri greiningu á stöðu þjóðarþáttar hverju sinni. Forsendur um alþjóðlega efnahagsþróun byggjast m.a. á alþjóðlegum spám og því sem lesa má út úr framvirku verði um verðþróun helstu hrávörutegunda. Þjóðhagsreikningar eru helsti grundvöllur matsins á stöðu þjóðarþáttar en því til viðbótar leggja sérfræðingar bankans sjálfstætt mat á stöðu þjóðarþáttar með spurningakönnunum, samtölum við forsvarsmenn fyrirtækja, stofnana og aðila á vinnumarkaði og tölfraðilegri greiningu á þróun lykilstærða. Þjóðhagslíkan Seðlabankans er það tæki sem heldur utan um þessar upplýsingar. Sumar jöfnur líkansins eru bókhaldslegs eðlis en aðrar eru hegðunarjöfnur sem metnar eru með tölfraðilegum aðferðum. Endanleg spá bankans, einkum fyrir nýliðinn tíma og næstu framtíð, ræðst ekki síður af mati sérfræðinga bankans og margvíslegum upplýsingum sem ekki eru með í líkaninu.

Framvinda peningastefnunnar á spátímanum er lykilforsenda í hverri spágerð. Í þjóðhagslíkaninu er peningastefnan ákvörðuð með framsýnni peningastefnureglu þar sem vextir Seðlabankans ráðast af væntu fráviki verðbólgu frá verðbólguþáttar og framleiðsluspennu hvers tíma. Þessi regla tryggir að vextir bankans stýri verðbólgu að markmiði við lok spátímans, sé hún frábrugðin því. Peningastefnureglan í þjóðhagslíkaninu var valin úr hópi slíkra reglna sem sú regla sem veldur minnstum þjóðhagslegum kostnaði við að tryggja að verðbólga sé við markmið.¹

Verðbólguþáttur Seðlabankans fyrir árið 2011

Tölf mánaða verðbólga í byrjun árs 2011 stóð í 2,0% og verðbólga án skattaáhrifa í 1,8% en verðbólga hafði þá ekki verið minni síðan í mars 2004.² Í byrjun árs 2011 hækkaði olíu-, kolefnis-, áfengis- og tóbaks-

1. Sjá umfjöllun í Ásgeir Daníelsson, 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. Nýjustu uppfærslu handbókar líkansins er hægt að nálgast hér: <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=9132>.

2. Breyting á meðhöndlun útvarpsgjalds í vísitölu neysluverðs hafði 0,4 prósentna áhrif til lækkunar í janúar 2011. Ef breytingin hefði ekki komið til hefði verðbólga mælst 2,2%.

gjald sem olli því að verðbólguferillinn náði ekki saman við verðbólgu án skattaáhrifa á árinu 2011. Skattahækkanirnar höfðu rúmlega 0,2 prósentu áhrif á verðbólgu.

Verðbólguþrá framán af árinu gerðu ráð fyrir því að verðbólga yrði í kringum 2,5%-verðbólguþrámið bankans út árið enda slakinn í þjóðarþráskapnum nokkur. Á mynd 1 má sjá þrá um þróun verðbólgu án skattaáhrifa frá byrjun árs 2011 til fyrsta fjórðungs í ár. Í *Peningamálum* 2011/1 og 2011/2 er verðbólgu þráspáð allt spátímabilið. Báðar þessar þrá voru gerðar áður en kjarasamningar voru undirritaðir í maí 2011. Í síðari *Peningamálum* ársins eru þrárnar orðnar nokkuð nærri lagi. Verðbólgu er ofspáð í þriðja hefti ársins en þráspáð lítillega í fjórða hefti ársins.

Á fyrri hluta ársins var verðbólga að stórum hluta drifin áfram af hækkunum á heimsmarkaðsverði olíu, hrávöruverði, hækkunum á fasteignaverði og veikara gengi krónunnar. Þetta sést ágætlega á mynd 2 en þar kemur fram að í febrúarspá *Peningamála* var gert ráð fyrir að gengi evru yrði 157 kr. fyrir hverja evru á árinu 2011, verð á innflutningsvörum myndi hækka um 2½%, laun um tæp 4% og húsnæðisverð lækka um 3%. Eftir því sem leið á árið 2011 voru þrá um þróun þessara undirliða færðar upp á við. Þótt fleiri þættir en að framan eru taldir hafi lagt til meiri verðbólgu, skiptir þróun þessara grunnforsendna miklu. Hefðu þær verið réttar, hefði verðbólguþráin í febrúar gert ráð fyrir rúmlega 3% verðbólgu á árinu 2011 samkvæmt þjóðhagslíkani bankans.

Miklar hækkanir á olíu- og hrávöruverði leiddu til þess að verðbólguhraðinn komst á verulegt skrið á öðrum ársfjórðungi en þá nam ársfjórðungsleg verðbólga 10,9% á ársgrundvelli. Í *Peningamálum* 2011/3 var verðbólgu ársins 2011 hins vegar ofspáð um 0,4 prósentur einkum vegna þess að verðbólguþrástingur í kjölfar kjarasambundinna launahækkana var minni á seinni hluta ársins en gert var ráð fyrir auk þess sem gengi krónunnar varð nokkru sterkara en þá var spáð.

Tafla 1 Verðbólguþrá árið 2011

% frá fyrra ári	PM 2011/1	PM 2011/2	PM 2011/3	PM 2011/4	Endanleg útkoma
Verðbólga	1,9	2,8	4,4	4,1	4,0
Verðbólga án skattaáhrifa	1,6	2,6	4,2	3,9	3,8

Skekkjur í verðbólguþrá yfir lengra tímabil

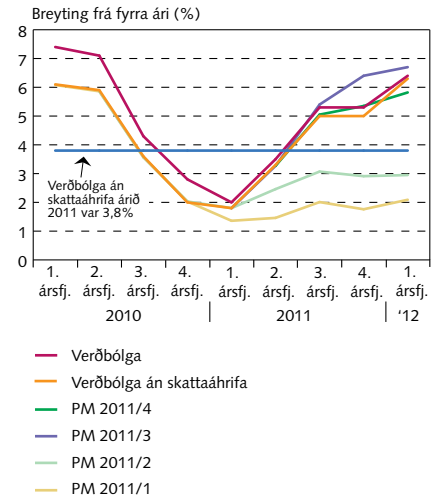
Við mat á verðbólguþrá er gjarnan horft á meðalskekkju og staðalfrávik spáskekkju. Meðalskekkja sýnir meðalfrávik spánna frá mældri verðbólgu. Meðalskekkjan gefur þannig vísbendingu um hvort þjöggun, þ.e. kerfisbundið ofmat eða vanmat, sé fyrir hendi. Staðalfrávik er mælikvarði á breytileika spáskekkjunnar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

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

%	Einn ársfj.	Tvo ársfj.	Þrjú ársfj.	Fjóra ársfj.
Meðalskekkja	0,0	-0,3	-0,8	-1,3
Staðalfrávik	0,6	1,7	2,4	2,8

Mynd 1

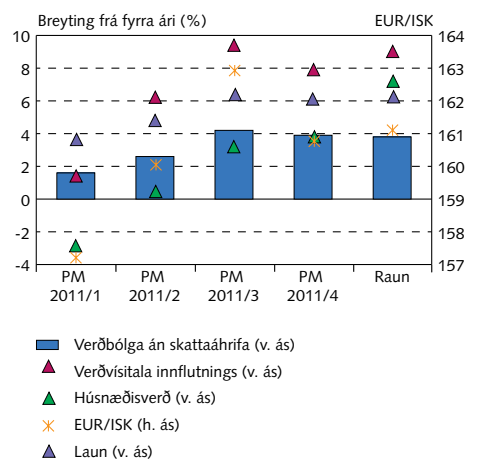
Verðbólguþrá *Peningamála* árið 2011 og verðbólga án skattaáhrifa



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Verðbólguþrá árið 2011 ásamt nokkrum undirliðum þrárnar

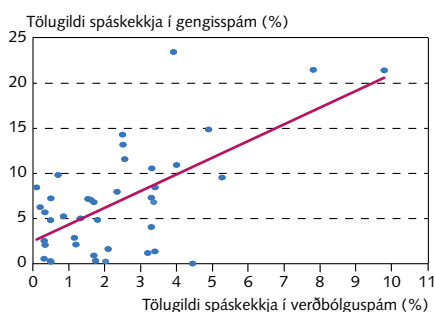


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Spáskekkjur í verðbólguþáttum Seðlabankans og frávik meðalgengis frá eins árs spáðu gengi 2001-2011

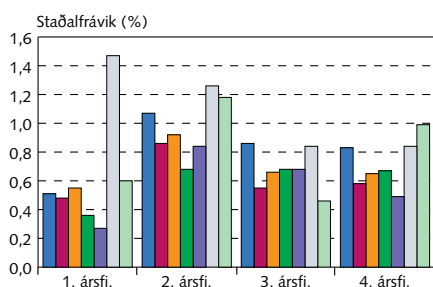
Spár eitt ár fram í tímann



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Spáskekkjur verðbólgu í Peningamállum og ýmsum einföldum líkönum árið 2011¹



- Peningamál
- Einfalt kostnaðarlíkan
- ARIMA-líkan 1
- ARIMA-líkan 2
- ARIMA-líkan 3
- Ráfferill
- VEC-líkan

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

Tafla 2 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólguþáttum Seðlabankans allt að fjóra ársfjórðunga fram í tímann frá árinu 1994 til og með ágústspánni í ár, þ.e. í 66 spám. Samkvæmt töflunni hefur verðbólgu verið vanspáð tvo til fjóra ársfjórðunga fram í tímann og því meira því lengra sem er horft fram á veginn. Meðalskekkjur spánna þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann reyndust vera tölfraðilega marktækar frá núlli miðað við 5% öryggismörk, sem þýðir að spárnar 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 verðbólguþáttum Seðlabankans frá 2. ársfj. 2001

	Fjöldi mælinga	Meðalskekkja (%)	Staðalfrávik (%)
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	40	-1,7	3,1
Átta ársfjórðungar fram í tímann	36	-2,9	4,5
Tólf ársfjórðungar fram í tímann	10	-2,4	2,8

Frá því að verðbólguþáttur var tekið upp í mars árið 2001 hefur Seðlabankinn birt verðbólguþáttur tvö ár fram í tímann. Bankinn hóf einnig að birta verðbólguþáttur þrjú ár fram í tímann í mars 2007. Tafla 3 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik spáskekkja frá því að bankinn tók upp verðbólguþáttur. Með því að bera saman staðalfrávik eins árs spáskekkju, í annars vegar töflu 2 og hins vegar töflu 3, sést að staðalfrávik eins árs spáskekkja er meira eftir að bankinn tók upp verðbólguþáttur í samanburði við allt tímabilið, enda hafa sveiflur í verðbólgu aukist verulega eftir að flotgengisstefnan var tekin upp.³ Einnig er rétt að hafa í huga að bankinn gerði ekki spár um þróun gengis krónunnar og vaxta bankans fyrr en á árinu 2007. Spár fram að þeim tíma nýttu því ekki að fullu mat sérfræðinga bankans um líklega þróun þessara stærða, enda eru stórar skekkjur í verðbólguþáttum á Íslandi yfirleitt tengdar sveiflum í gengi krónunnar, líkt og sjá má á mynd 3.

Verðbólguþáttur Seðlabankans í samanburði við spár einfaldra tímaráðalíkana

Einföld tímaráðalíkön sem spá verðbólgu eru einnig notuð við spágerðina. Áhugavert er að bera saman spár bankans og útkomur slíkra líkana.⁴ Þegar litið er yfir árið 2011 sést að ARIMA-líkön og einfalt kostnaðarlíkan stóðu sig jafnan best.⁵ Grunnspá bankans kemur hins vegar misvel út eftir því hversu langt fram í tímann er verið að spá.

- Sjá umfjöllun í skýrslum Seðlabankans, Peningastefnan eftir höft, *Sérrit* nr. 4, og Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum, *Sérrit* nr. 7 (köflum 3, 4 og 12).
- Í öllum líkönum er þess gætt að þau hafi sömu upplýsingar um verðbólgu þegar spáð er.
- Samkvæmt einfalda kostnaðarlíkaninu ræðst verðbólga af sögulegri þróun launakostnaðar á framleidda einingu og innflutningsverðlagi í innlendri mynt. 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, bensín, 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 heildarvísitölunni án áhrifa óbeinna skatta og bætur síðan skattaáhrifunum við. Umfjöllun um notkun ARIMA-líkana við verðbólguþáttur má t.d. finna í A. Meyler, G. Kenny og T. Quinn (1998), „Forecasting Irish inflation using ARIMA models“, Central Bank of Ireland, Technical Paper, nr. 3/RT/98.

Þegar skoðað er hvernig tókst að spá einn ársfjórðung fram í tímann kemur í ljós að ARIMA-líkan 2 og 3 stóðu sig best. Næst í röðinni kemur einfalda kostnaðarlíkanið og þar á eftir grunnspá *Peningamála*. Athyglisvert er að spáskekkja grunnspárinnar er meiri tvo ársfjórðunga fram í tímann en þrjá ársfjórðunga fram í tímann en yfirleitt er þessu öfugt farið þar sem meiri óvissa er þegar horft er lengra fram í tímann.

Þegar bornar eru saman spár þrjá ársfjórðunga fram í tímann kemur grunnspáin verst út með spáskekkju upp á 0,86% sem er eilítið verri en einfaldur ráfferill (spáskekkja 0,84%) sem spáir sömu verðbólgu og í síðasta ársfjórðungi út spátímabilið. Þess konar spá gerir ráð fyrir að ekki sé hægt að sjá fyrir breytingar í verðbólgu, þ.e. að verðbólgan fylgi svokölluðum ráfferli (e. random walk). Í þessu tilfelli stóð VEC-líkan sig best en það er margvitt tímaraðalíkan sem spáir fyrir um þróun verðbólgu, innflutningsverðlags, framleiðsluspennu og launakostnaðar og byggir einnig inn langtímasambönd milli þessara stærða.⁶

Þótt frammistaða grunnspárinnar sé mismunandi eftir því hversu langt fram í tímann er verið að spá er áhugavert að bera hana saman við spár undanfarinna ára (mynd 5). Þar má sjá að spáskekkja grunnspárinnar á árinu 2011 er jafnan minni en spáskekkjur fyrir árin 2008 og 2009 en það helgast að hluta til af því að ársverðbólga var um og yfir 12% árin 2008 og 2009 og ársfjórðungslegur verðbólguhraði mjög breytilegur í samanburði við árið 2011. Því er eðlilegt að spáskekkjur séu meiri á tímabili meiri og óstöðugri verðbólgu. Spár *Peningamála* á árinu 2011 eru almennt verri en spárnar sem gerðar voru árið 2010, a.m.k. 1-2 ársfjórðunga fram í tímann. Athyglisvert er að þrátt fyrir að spáskekkja *Peningamála* sé mest þrjá ársfjórðunga fram í tímann á árinu 2011 í samanburði við einföld tímaraðalíkon (mynd 3) er hún samt sem áður minni þrjá ársfjórðunga fram í tímann heldur en árin 2008-2010.

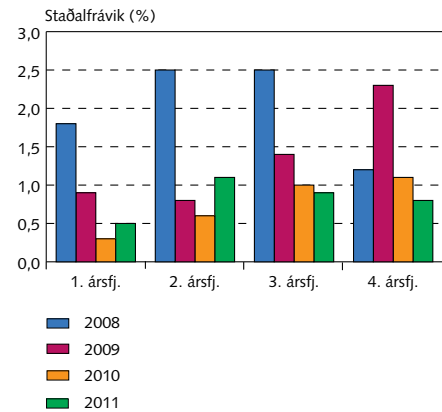
Hagvaxtarspár Seðlabankans fyrir árið 2011

Til að fá betri mynd af árangri Seðlabankans við verðbólguþrá þarf einnig að horfa til hvernig bankanum hefur tekist til við 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 2011 og árið 2011 í heild var birt í mars 2012 og endurskoðaðar tölur voru birtar í september sl. Spárnar og áætlanir Hagstofunnar fyrir breytingar helstu þjóðhagsstærða frá fyrra ári má sjá í töflu 4. Efst í dálkunum sem sýna spárnar er fyrsti fjórðungur sem spáð er fyrir um. Þegar *Peningamál* 2011/1 voru gefin út í febrúar 2011 lágu fyrir áætlanir frá Hagstofunni um þjóðhagsreikninga fyrir þriðja ársfjórðung 2010. Spá bankans fyrir árið 2011 þurfti því að byggja á spá fyrir fjórða ársfjórðung ársins 2010.

Mynd 5

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* árin 2008 til 2011¹



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

6. VEC-líkanið var ekki notað í *Peningamálum* 2011/1.

Tafla 4 Þjóðhagsspár Peningamála fyrir árið 2011

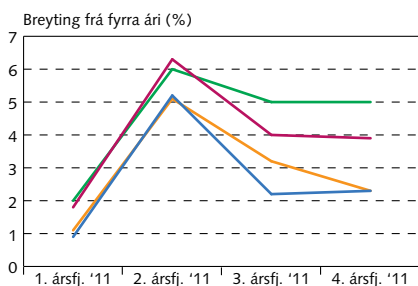
Spátímabil frá:	2010/4	2011/1	2011/2	2011/3	2011/4	Bráða- birgða- tölur mars 2012	Endursk. tölur sept. 2012
Breyting frá fyrra ári (%)	PM 2011/1	PM 2011/2	PM 2011/3	PM 2011/4	PM 2012/1		
Einkaneysla	3,1	2,7	3,8	2,9	4,5	4,0	2,7
Samneysla	-4,1	-4,1	-2,2	-0,2	-0,1	-0,6	-0,9
Fjármunamyndun	9,6	15,8	10,3	6,7	7,1	13,4	12,8
Þjóðarútgjöld	2,4	2,9	4,0	3,9	4,4	4,7	3,8
Útflutningur	2,5	2,5	1,9	2,5	3,3	3,2	4,1
Innflutningur	1,6	3,7	4,2	4,0	6,3	6,4	6,8
Hagvöxtur	2,8	2,3	2,8	3,1	3,0	3,1	2,6

Hagvaxtarspár í fyrstu heftum *Peningamála* ársins 2011 voru nokkuð nærri endanlegum hagvexti sem birtur var í endurskoðuðum tölum Hagstofunnar í september 2012. Sé hins vegar lítið til bráðabirgðatalna Hagstofunnar sem birtust í mars á þessu ári komast hagvaxtarspár í *Peningamálum* 2011/3 og 2011/4 næst þeim sem er eðlilegt þar sem mikið er liðið af árinu þegar þær spár eru gerðar. Talsverð endurskoðun átti sér síðan stað á tölum Hagstofunnar milli birtinga bráðabirgðatalna í mars og endurskoðaðra talna í september á þessu ári. Allir undirliðir þjóðarútgjalda voru endurskoðaðir niður á við þó mest einkaneysla. Útflutningur var hins vegar endurskoðaður upp á við sem vó á móti og gerði það að verkum að hagvöxtur minnkaði ekki til jafns við þjóðarútgjöld.

Hluti af skekkjum í spám um vöxt innflutnings skýrist af því að eftir því sem leið á árið 2011 bættust við innflutt skip og flugvélar sem ekki var vitað um á fyrri hluta ársins. Innflutningur skipa og flugvéla nam samtals um 13,7 ma.kr. árið 2011 sem er tvöfalt meiri innflutningur en var á árinu 2010. Innflutningur skipa og flugvéla er færður á móti sem fjárfesting og hefur því ekki hagvaxtaráhrif, en veldur samt sem áður sömu vandræðum við að spá fjárfestingu. Í fyrstu útgáfum *Peningamála* ársins 2011 var gert ráð fyrir 4% samdrætti í samneyslu. Birting talna fyrir fyrri helming ársins gaf til kynna að samneysla hefði aukist lítillega að magni til og var því í kjölfarið spáð mun minni samdrætti eða 0,2%. Tölurnar voru síðan endurskoðaðar niður á við í september.

Mynd 6 sýnir hvernig ársfjórðungslegur vöxtur einkaneyslu þróaðist í útgáfum *Peningamála* yfir árið í samanburði við bráðabirgðatölur og endurskoðaðar tölur Hagstofu. Sjá má að spá um þróun einkaneyslu á seinni helmingi ársins sem birtist í *Peningamálum* 2011/4 var nokkuð nærri endurskoðuðum tölum. Birting talna fyrir þriðja ársfjórðung 2011 og fyrstu bráðabirgðatölur fyrir árið í heild gáfu hins vegar til kynna mun meiri einkaneyslu en endurskoðaðar tölur sýndu. Hluti þessarar endurskoðunar stafaði af tilfærslu úr einkaneyslu í útflutta þjónustu eins og rakið er í kafla IV.

Mynd 6
Einkaneysluvöxtur: tölur Hagstofu og spár Seðlabankans



- Endurskoðaðar tölur Hagstofu frá sept. 2012
- Bráðabirgðatölur Hagstofu frá mars 2012
- Spá PM 2011/4
- Spá PM 2012/1

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Efnahagsbatinn og spár Seðlabankans

Eftir fall gömlu bankanna haustið 2008 varð ljóst að þjóðarbúskapurinn myndi ganga í gegnum mun meiri efnahagssamdrátt en áður hafði verið gert ráð fyrir. Mikil óvissa var um hvenær þjóðarbúskapurinn tæki að vaxa á nýjan leik og hversu mikill vöxturinn yrði. Á mynd 7 má sjá samantekt á spám bankans frá nóvember árið 2008 til

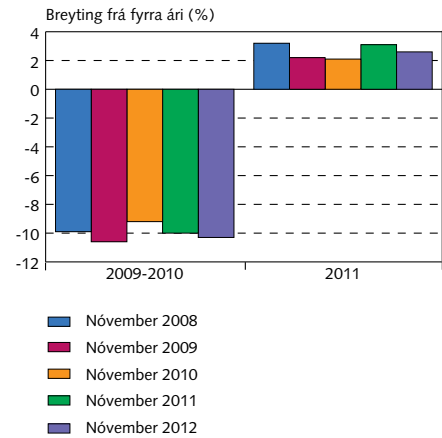
núverandi spár. Í rammagrein I-1 er fjallað nánar um hversu lík spáin frá því í nóvember 2008 var því sem síðan hefur orðið. Einnig kemur þar fram að spáin um landsframleiðslu í lok spátímans, sem þá var þriðji ársfjórðungur 2011, sýnir nánast það sama og nýjasta mæling Hagstofunnar.

Í spánum sem gerðar voru á tímabilinu frá nóvember 2008 til nóvember 2012 er talið að niðursveiflunni sem hófst á fjórða ársfjórðungi árið 2007 ljúki á tímabilinu frá fjórða ársfjórðungi árið 2009 til annars ársfjórðungs árið 2010 miðað við árstíðarleiðréttar tölur. Spárnar gerðu einnig ráð fyrir 9-10½% samdrætti á árunum 2009-2010 en í raun dróst landsframleiðslan saman um 10,3%. Spárnar voru einnig mjög samhljóma um stærð efnahagsbatans. Allar spár Seðlabankans sem sýndar eru á mynd 7 gerðu ráð fyrir hægum efnahagsbata, 2,1-3,2% hagvexti á árinu 2011. Í reynd óx landsframleiðslan um 2,6% árið 2011 samkvæmt nýjustu tölum Hagstofunnar. Fyrstu spárnar eftir fall gömlu bankanna gerðu ráð fyrir að efnahagsbatinn árið 2011 yrði drifinn áfram af utanríkisviðskiptum, a.m.k. að einhverju leyti. Í reynd var framlag utanríkisviðskipta hins vegar neikvætt á árinu 2011 og fjármunamyndun og einkaneysla helstu drifkraftar hagvaxtarins. Hluti af skýringunni á þessu liggur í að innflutningur minnkaði mikið á árunum 2008 og 2009, á sama tíma og útflutningur óx. Eftir samdrátt árunum 2008 og 2009 hefur innflutningur vaxið heldur meira en landsframleiðsla og útflutningur.

Á mynd 8 má að lokum sjá spár Seðlabankans um hagvöxt á árinu 2011 í samanburði við spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, Hagstofunnar, fjármálaráðuneytisins, Alþýðusambands Íslands og fjármálastofnana. Allar spárnar voru gerðar á fjórða ársfjórðungi árunum 2008-2011. Aðeins tvær spár voru gerðar á fjórða ársfjórðungi árið 2008, spá Seðlabankans og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Af þeim sökum er bil hæsta og lægsta spágildis fremur lítið en það breiðkar svo árið 2009 þegar fleiri aðilar fóru að gera spár, verður enn meira árið 2010 en minnkar síðan aftur árið 2011. Að öllu jöfnu ættu hagspár að verða meira samhljóma eftir því sem nær dregur því tímabili sem verið er að spá og meiri upplýsingar liggja fyrir. Mynd 8 sýnir vel hversu mikil óvissa var um styrk efnahagsbatans á árinu 2011. Í lok árs 2010 gerði Seðlabankinn t.d. ráð fyrir því að hagvöxtur árið 2011 yrði 2,1% en meðaltal fyrir aðra spáaðila var 1,7%. Í lok árs í fyrra voru allir spáaðilar orðnir bjartsýnni um hagvöxt ársins: Seðlabankinn gerði ráð fyrir að hagvöxtur yrði 3,1% en aðrir spáaðilar 2,6% að meðaltali. Þegar fyrstu áætlanir Hagstofunnar um hagvöxt á árinu 2011 voru birtar í mars árið 2012 gerði Hagstofan ráð fyrir að hagvöxtur ársins 2011 hefði verið 3,1%. Í endurskoðun sinni í september sl. hafði hagvöxtur eins og fyrr segir verið endurskoðaður niður í 2,6%.

Mynd 7

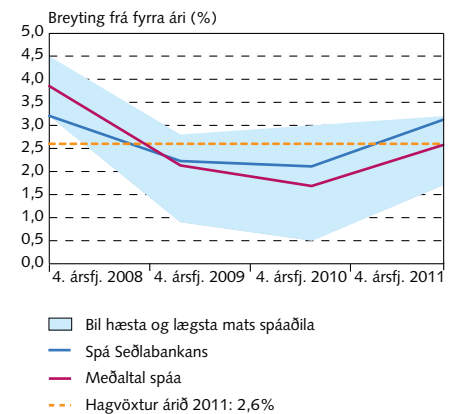
Umfang efnahagssamdráttarins og -batans: samantekt á spám Seðlabanka Íslands¹



1. Efnahagssamdrátturinn er skilgreindur sem samdráttur meðaltals vergrar landsframleiðslu (VLF) 2009-2010 frá meðaltali 2007-2008. Stærð uppsveiflunnar er vöxtur VLF 2011 frá árinu 2010. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Spár um hagvöxt árið 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

