

Lakari efnahagshorfur og meiri óvissa

Þótt raunvextir Seðlabankans hafi haldið áfram að lækka eru fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja enn erfið. Nú er talið að efnahagssamdrátturinn á síðasta ári hafi verið heldur meiri en bankinn spáði í febrúar. Innlend eftirspurn var þó svipuð og spáð var og skýrist fráviknið því að mestu af því að eftirspurnin beindist í meiri mæli að innflutningi en gert hafði verið ráð fyrir. Kröftugri vöxtur innflutnings er einnig megin skýring þess að hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa heldur versnað frá því í febrúar. Útlit er einnig fyrir minni hagvöxt á næstu tveimur árum. Fyrirliggjandi upplýsingar benda til að efnahagsbatinn hafi hafist um mitt síðasta ár, en batinn er veikur og enn töluverður slaki í þjóðarþúskapnum og útlit fyrir að svo verði áfram á spátímanum. Lakari hagvaxtarhorfur gera það einnig að verkum að horfur á vinnumarkaði hafa versnað og er nú gert ráð fyrir því að atvinnuleysi hjaðni hægar en áður hafði verið spáð. Þrátt fyrir meiri slaka í þjóðarþúsku hafa langtímaverðbólguvæntingar heldur hækkað nýverið og verðbólguhorfur versnað. Er nú talið að verðbólga nái hámarki í rúmlega 3% síðar á þessu ári. Skýrist það að mestu af miklum verðhækkunum hrá- og olíuvöru. Einnig er gert ráð fyrir að gengi krónunnar verði lægra á spátímanum og að launahækkningar verði heldur meiri og framhlaðnari en áður hafði verið reiknað með. Eftir sem áður er talið að þegar áhrif þessara tímabundnu þátta fjara út muni slakinn í þjóðarþúskapnum tryggja að verðbólga leiti á ný í markmið á seinni hluta næsta árs. Um þessa framvindu ríkir þó mikil óvissa og hefur hún aukist verulega í kjölfar þess að Icesave-samningnum var hafnað í þjóðaratkvæðagreiðslu. Þótt sumir hagvísar gefi tilefni til meiri bjartsýni um framvinduna er talin meiri hætta á að efnahagsbatinn verði veikari en hér er spáð.

I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

Vextir Seðlabankans lægri en við síðustu útgáfu Peningamála

Peningastefnunefnd Seðlabankans ákvað að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur samhliða útgáfu *Peningamála* í byrjun febrúar sl. en hélt síðan vöxtum óbreyttum á marsfundi sínum. Vextir á innlánsreikningum bankans voru því 3,25% fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,0%, veðlávextir 4,25% og daglávextir 5,25%.

Miðað við rúma lausafjárstöðu fjármálakerfisins má áætla að virkir vextir bankans liggja nálægt meðaltali vaxta á innlánsformum bankans, sem er nú um 3,6%. Þeir hafa þó upp á síðkastið færst nær vöxtum innstæðubréfa og miðju vaxtagangsins. Það hefur síðan endurspeglast í því að skammtímamillibankavextir hafa verið heldur nær miðju vaxtagangsins það sem af er þessu ári en þeir voru í fyrra, en daglávextir á markaði hafa að meðaltali verið rétt undir 4% frá því að vextir Seðlabankans voru lækkaðir í byrjun febrúar.

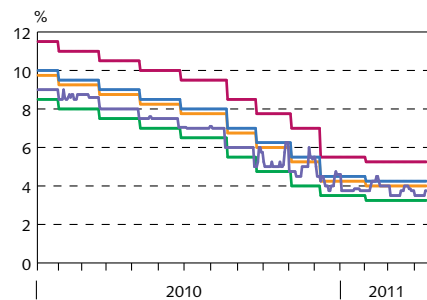
Skammtímaravextir hafa lækkað en fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja eru áfram erfið

Jafnhliða lækkun vaxta Seðlabankans og hærri verðbólguvæntingum hafa skammtímaravextir lækkað töluvert og mælast nú að meðaltali undir 1% sem er veruleg lækkun raunvaxta frá útgáfu *Peningamála* í byrjun febrúar. Þessi lækkun raunvaxta bankans ýtir í einhverjum mæli undir efnahagsbatann.

Mynd I-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtímamarkaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 15. apríl 2011



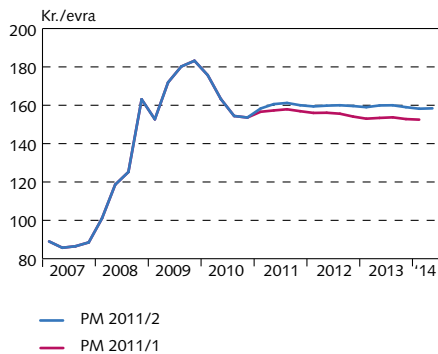
— Vextir á veðlánnum
— Daglávextir
— Hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum
— Vextir á viðskiptareikningum
— Daglávextir á millibankamarkaði

Heimild: Seðlabanki Íslands.

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

Mynd I-2

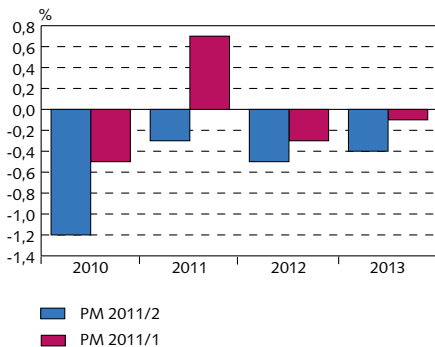
Gengi krónu gagnvart evru - samanburður við PM 2011/1



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3

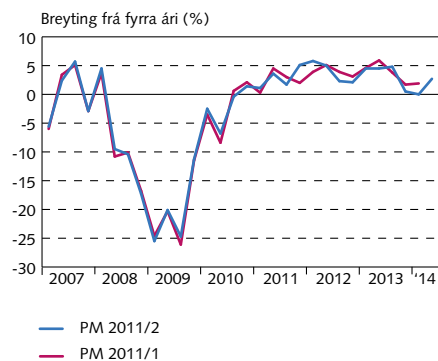
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

Þjóðarútgjöld - samanburður við PM 2011/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þótt aðhaldsstig peningastefnunnar hafi slaknað töluvert að undanförnun hefur það ekki skilað sér nema að hluta til heimila og fyrirtækja þar sem fjármálaleg skilyrði þeirra eru enn erfið. Þessir hnókrar í miðlun peningastefnunnar endurspeglar m.a. óvissu um fjárhagslegan styrk fjármálafyrirtækja, gæði eigna þeirra og auknar álögur á banka-rekstur. Aðgengi að lánsfé er því enn erfið og útlánsvextir tiltölulega háir. Nánar er fjallað um vaxtaþróun og fjármálaleg skilyrði í kafla III.

Gengi krónunnar lítilllega lægra en áður hafði verið spáð

Frá útgáfu *Peningamála* í byrjun febrúar hefur viðskiptavegið gengi krónunnar veikt um 1%, sem endurspeglar fyrst og fremst lækkingu gagnvart evru, en krónan hefur styrkst lítilllega gagnvart öðrum lykildmiðlum.

Vegna mikillar hækkunar alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs er útlit fyrir að viðskiptakjarabati þessa árs verði nokkru minni en áður hafði verið spáð og raungengið heldur lægra. Horfur um lægra raungengi og lakari upphafsstaða leiða til þess að gengi krónunnar verður um 2-3½% lægra á spátímanum en gert var ráð fyrir í byrjun febrúar. Eins og áður er gert ráð fyrir að gengið verði tiltölulega stöðugt á tímabilinu en þar vegast á hagstæðir grunnþættir og mögulegur skammtímaþrýstingur á gengi krónunnar af völdum óvissu er tengist Icesave-deilunni. Skammtímaþrýstingur gæti einnig skapast á gengi krónunnar í tengslum við losun gjaldeyrishafta, en þó tæpast fyrr en líður að síðari áfanga hennar. Í áætluninni er þó ekki gert ráð fyrir að meiri háttar skref verði tekin fyrr en líkur á gengislækkun eru orðnar álíka miklar og líkur á gengishækkun. Hvenær hafist verður handa við seinni áfanga áætlunarinnar er þó í töluverðri óvissu og mun hugsanlega seinka í ljósi þess að Icesave-deilan er enn óleyst. Frekari umfjöllun um þróun á gjaldeyrismarkaði og gengisþróun er að finna í köflum II og III.

Horfur um útflutning hafa batnað en útlit er fyrir minna framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar vegna kröftugs innflutnings

Alþjóðleg efnahagssumsvif hafa þróast nokkurn veginn eins og spáð var í febrúar. Aukin alþjóðaviðskipti og lágt raungengi hafa stutt verulega við innlendar útflutnings- og samkeppnisgreinar. Útlit er fyrir að útflutningsvöxtur verði um 2½-3% á ári á þessu og næstu tveimur árum. Horfur hafa að þessu leyti lítilllega batnað frá því í byrjun febrúar. Útflutningsvöxturinn er hins vegar frekar lítill í sögulegu samhengi, sérstaklega þegar hið lága raungengi og kröftugur vöxtur alþjóðaviðskipta eru höfð í huga. Að verulegu leyti endurspeglar þetta að stór hluti vöruútflutnings er háður framleiðslutakmörkunum og verður ekki aukinn án frekari fjárfestingar í útflutningsatvinnugreinunum. Að sama skapi er skammtímasvigrúm innlendra samkeppnisgreina til að mæta aukinni eftirspurn eftir innlendra framleiðslu í kjölfar lækkunar raungengis takmarkað. Bati innlendra eftirspurnar hefur því að nokkru leyti komið fram í auknum innflutningi. Fyrir vikið verður framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar takmarkað, a.m.k. um sinn. Kröftugri vöxtur innflutnings en spáð var í febrúar gerir það að verkum að framlagið verður lítilllega neikvætt á þessu ári en í febrúarspánni var það jákvætt. Líkt og í þeirri spá er gert ráð fyrir að framlag utanríkis-

viðskipta verði áfram neikvætt út spátímann. Að sama skapi verður afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum minni en áður hafði verið búist við, þótt áfram sé gert ráð fyrir töluverðum afgangi á spátímanum eða sem nemur 9-10% af landsframleiðslu. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál, útflutning, ytri skilyrði og jöfnuð í viðskiptum við útlönd í köflum II og VII.

Horfur um innlenda eftirspurn hafa á heildina litið litið breyst

Nú er talið að þjóðarútgjöld hafi dregist saman um 2,1% á síðasta ári í stað 2,4% í febrúarspá bankans. Þetta er einnig heldur minni samdráttur en bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands gefa til kynna, en samkvæmt þeim var samdrátturinn 2,5%. Í meginatriðum skýrist fráviknið af ólíku mati á styrk fjármunamyndunar en út frá vísbendingum, eins og kröftugum vexti innflutnings fjárfestingarvöru og niðurstöðum spurningakönnunar Seðlabankans, telur bankinn að fjárfesting síðasta árs sé vanmetin í tölum Hagstofunnar.

Þegar á heildina er litið er talið að þjóðarútgjöld aukist um hátt í 3% á þessu ári, sem er um ½ prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Gert er ráð fyrir áframhaldandi vexti einkaneyslu studdum af þáttum eins og úttekt séreignarsparnaðar, endurgreiðslu á ofteknium afborgunum lána tengdra erlendum gjaldmiðlum, hækkun eignaverðs og lækkun vaxta. Að sama skapi er gert ráð fyrir kröftugri fjárfestingu þar sem nú er útlit fyrir meiri fjárfestingu í álframléiðslu og tengdum iðnaði en vitneskja var um í byrjun árs. Á móti kemur að magnsamdráttur samneyslu verður líklega heldur meiri en spáð var í febrúar, sem endurspeglar að mestu meiri hækkun á verðlagi samneyslunnar.

Á næstu tveimur árum er að meðaltali gert ráð fyrir u.þ.b. 3½-4% vexti þjóðarútgjalda á ári sem er lítilla minni vöxtur en spáð var í febrúar. Litið yfir spátímabilið í heild eru horfur um þróun innlestrar eftirspurnar hins vegar svipaðar og í febrúarspánni. Nánari umfjöllun um eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í köflum IV og V.

Útlit fyrir minni hagvöxt á meginhluta spátímans

Útlit er fyrir að samdráttur landsframleiðslu á síðasta ári hafi verið meiri en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í byrjun febrúar eða 3,1% í stað 2,7%. Hann er þó í áætlun Seðlabankans minni en bráðabirgðatölur Hagstofunnar gefa til kynna, en samkvæmt þeim nam samdrátturinn 3,5%.

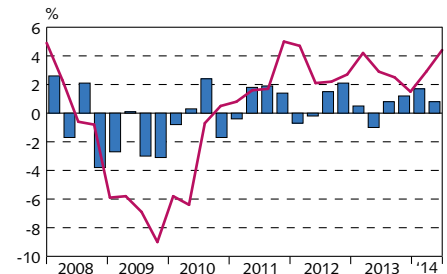
Áfram er talið að landsframleiðslan hafi byrjað að aukast á ný milli ársfjórðunga um mitt ár í fyrra. Spá Seðlabankans frá því í febrúar gerði ráð fyrir að batinn yrði nokkuð brokkgengur og að tímabundið bakslag yrði í ársfjórðungsvexti landsframleiðslunnar á fyrri hluta þessa árs. Nú virðist hins vegar sem bakslagið hafi verið heldur fyrr á ferðinni og komið á síðasta fjórðungi síðasta árs. Skýrist það að mestu af kröftugri innflutningi en áður var spáð.

Útlit er fyrir að hagvöxtur á þessu ári verði um 2,3%, sem er nokkru minna en spáð var í febrúar. Jafnframt er gert ráð fyrir minni hagvexti á næstu tveimur árum eða rétt undir 3% á ári í stað rúmlega 3%. Bæst þessar verri horfur við að nú er talið að samdráttur síðasta árs hafi verið meiri. Það að vöxtur innlestrar eftirspurnar beinist meira

Mynd I-5

Verg landsframleiðsla

1. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2014¹



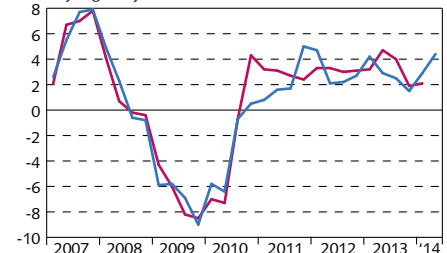
■ Breyting milli ársfjórðunga (árstíðarleidd)
— Breyting frá sama fjórðungi ári áður

1. Grunnspá Seðlabankans. 1. ársfj. 2011 - 2. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6

Hagvöxtur - samanburður við PM 2011/1

Breyting frá fyrra ári (%)



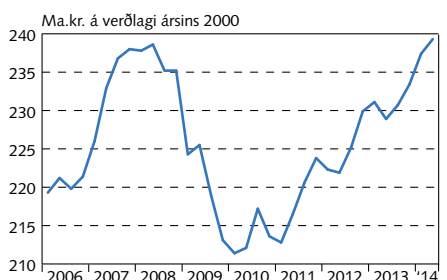
— PM 2011/2
— PM 2011/1

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

Verg landsframleiðsla

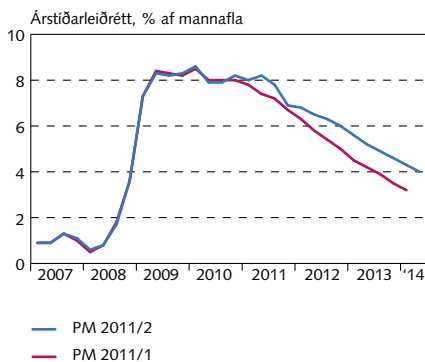
1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2014¹



— Árstíðarleidd VLF

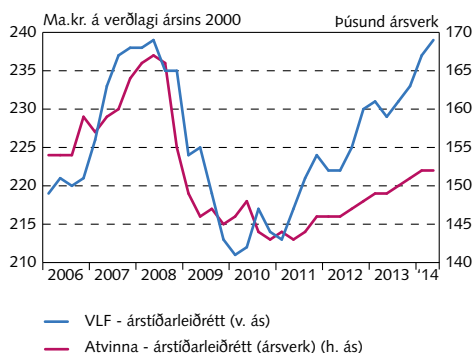
1. Grunnspá Seðlabankans. 1. ársfj. 2011 - 2. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2011/1



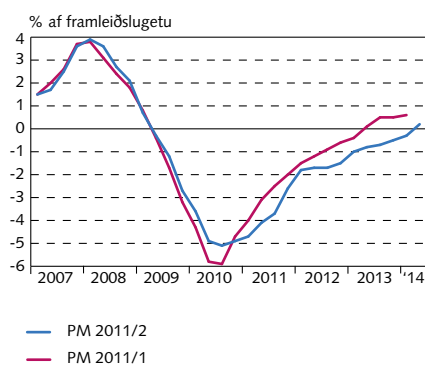
Heimildir: Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9
Landsframleiðsla og atvinna
1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2011 - 2. ársfj. 2014
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10
Framleiðsluspenna -
samanburður við PM 2011/1



Heimild: Seðlabanki Íslands.

að innflutningi en áður var gert ráð fyrir skýrir lakari hagvöxt á þessu ári þrátt fyrir meiri vöxt þjóðarútgjalda og útflutnings. Eins og í fyrri spám Seðlabankans er gert ráð fyrir að innlend eftirspurn verði helsti drifkraftur hagvaxtar á næstu árum en að framlag utanríkisviðskipta verði neikvætt.

Pegar landsframleiðslan náði lágmarki um mitt síðasta ár hafði hún dregist saman um 11½% frá því að hún náði hámarki í aðdraganda fjármálakreppunnar en nú er hún talin tæplega 11% lægri. Hafa verður þó í huga að í aðdraganda kreppunnar var landsframleiðslan orðin töluvert umfram það sem talist getur sjálfbært. Miðað við horfur um hagvöxt næstu tveggja ára er talið að þessi tapaða framleiðsla verði að fullu endurheimt í lok spátímans, um mitt ár 2014. Í kafla IV er að finna nánari umfjöllun um hagvaxtarþróun og -horfur.

Gert ráð fyrir hægari hjöðnun atvinnuleysis

Þróun á vinnumarkaði hefur að undanfögnu verið í samræmi við sýn bankans í síðustu *Peningamálum*. Enn eru fleiri fyrirtæki sem íhuga að segja upp fólki en að ráða fólk. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur aukist lítillega eftir að hafa minnkað um tíma á síðasta ári. Meiri launahækkningar og lakari hagvaxtarhorfur gera það að verkum að nú er gert ráð fyrir að atvinnuleysi hjaðni hægari en áður var talið. Þar fara saman áhrif minni efnahagssumsvifa og hærri launakostnaðar á vinnuafseftirspurn en einnig áhrif minni umsvifa á vinnuframboð, t.d. vegna tapaðrar þekkingar vinnuafslins og minni getu vinnumarkaðar við að leiða saman starfsfólk með ákveðna þekkingu og fyrirtæki sem þurfa á slíkrri þekkingu að halda. Nú er talið að atvinnuleysi verði um 7,7% að jafnaði á þessu ári en lækki síðan í um 5% árið 2013, sem er um 1 prósentu meira atvinnuleysi en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Þótt gert sé ráð fyrir að atvinna taki að aukast á ný á fyrri hluta þessa árs, eins og í fyrri spám bankans, verður fjölgun starfa hægari en framleiðslubatin og atvinnustigið nokkru lægra en það varð hæst fyrir fjármálakreppuna, enda þeir atvinnugeirar sem verst fóru út úr kreppunni töluvert vinnuafsfrekir. Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla VI.

Slaki í þjóðarbúskapnum langvinnari en spáð var í febrúar

Framleiðslulakinn náði hámarki um mitt síðasta ár í um 5%, sem er minni slaki en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Hins vegar dregur hægari úr slakanum en þá var búist við, í takt við lakari hagvaxtarhorfur. Nú er áætlað að framleiðslugeta þjóðarbúsins verði nokkurn veginn fullnýtt á ný um mitt ár 2014, sem er um ári síðar en spáð var í febrúar. Nánari umfjöllun um framleiðslugetu og -slaka er að finna í kafla IV.

Verðbólguhorfur versna

Verðbólga reyndist heldur meiri á fyrsta fjórðungi þessa árs en spáð hafði verið í febrúar og liggur megináherslan í mun meiri hækkun olíuverðs að undanfögnu en vænst var, auk þess sem gengi krónunnar hefur reynt lítillega veikara en þá var búist við. Meiri innflutt verðbólga, meiri og framhlaðnari launahækkningar, auk óhagstæðari upphafsstöðu gera það að verkum að verðbólguhorfur hafa versnað nokkuð. Þar að auki virðist sem langtímaverðbólguvæntingar hafi

heldur hækkað undanfarið og virðast nú nokkru hærra en samræmst getur verðbólgu markmiðinu.

Verðbólga er því talin verða nokkru meiri fram á árið 2013 en áður var spáð og nær hámarki í um 3,3% á þriðja ársfjórðungi þessa árs, sem er um prósentu meiri verðbólga en spáð var í febrúar. Áfram er þó gert ráð fyrir að þegar erlendar verðhækkningar hrá- og olíuvöru hafa farið í gegnum virðisbreytingu út í smásöluverð og áhrif undanfarinnar gengislækkunar krónunnar fjarast út muni slakinn í þjóðar- búskapnum tryggja að verðbólga minnki aftur í átt að verðbólgu markmiði Seðlabankans þegar líða tekur á næsta ár. Nánar er fjallað um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og um þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VIII.

Helstu óvissuþættir

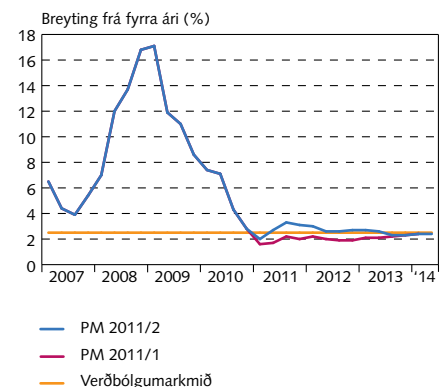
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og áhrif þeirrar þróunar á hann. Spáin byggist einnig á mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í efnahagslífið. Um alla þessa þætti ríkir mikil óvissa, m.a. vegna þess að umfang fjármálakreppunnar á sér fá fordæmi. Efnahagshorfur, hvort sem er innlendar eða alþjóðlegar, gætu því hæglega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hér á eftir eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissuþættir í grunnspánni en þeir eru vitaskuld fleiri. Tveimur mikilvægum óvissuþáttum til viðbótar er lýst nánar með fráviksdæmum.

Í kjölfar þess að samningi um Icesave-skuldbindinguna var hafnað í þjóðaratkvæðagreiðslu hefur óvissa um efnahagsframvinduna aukist töluvert. Erfiðara gæti orðið fyrir innlenda aðila að sækja fjármagn á erlenda markaði, a.m.k. um nokkurt skeið. Óvissa um beina erlenda fjárfestingu og þar með fjölda fjárfestingaráforma hefur því aukist. Það sama á við um áætlun stjórnvalda um losun gjalddeyrishafta. Seinni hluti hennar kann að tefjast vegna þess að óvíst er um aðgengi ríkissjóðs að erlendum fjármálamörkuðum. Þurfi fjármögnun ríkissjóðs að beinast í meiri mæli að innlendum sparnaði, þarf hann einnig að aukast, en það gerist einungis með minni vexti þjóðarútgjalda og hærri vöxtum. Efnahagsbatinn gæti því orðið hægari en grunnspáin gerir ráð fyrir. Óvissa um gengisþróunina hefur einnig aukist og líklegt er að Seðlabankinn þurfi að safna meiri gjald- eyri en ella til þess að standa skil á afborgunum ríkissjóðs af erlendum lánum.

Í kjölfar fjármálakreppunnar laskaðist miðlunarferli peningastefnunnar út í fjármálakerfið og þaðan út í raunhagkerfið verulega. Áhættuálag á lántökukostnað einstaklinga og fyrirtækja hækkaði mikið og aðgengi þeirra að lánsfjármagni versnaði. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að miðlunarferlið verði áfram teppt en leiti smám saman í eðlilegt horf, þótt áhættuálag verði meginhluta spátímans nokkru hærra en það var fyrir fjármálakreppuna. Mikil óvissa er hins vegar um hversu hratt miðlunarferlið leitar í eðlilegt horf og því gæti það tekið lengri tíma fyrir aukinn peningalegan slaka að miðlast út í þjóðar- búíð í formi bættra fjármálalegra skilyrða heimila og fyrirtækja en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Mynd I-11

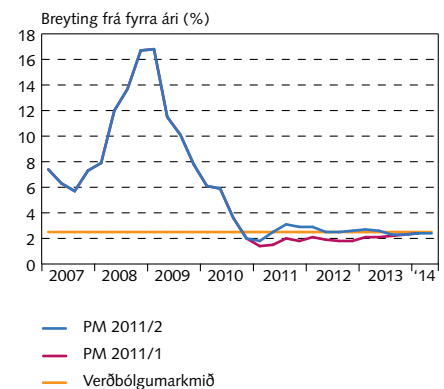
Verðbólga - samanburður við PM 2011/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2011/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Einkaneysla tók að vaxa milli ára á þriðja fjórðungi síðasta árs eftir rúmlega tveggja ára samfelld samdráttartímabil. Helstu vísbendingar benda til áframhaldandi vaxtar, þótt vöxturinn og hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu verði áfram undir sögulegum meðaltölum. Þrátt fyrir að skuldir heimila hafi minnkað eru þær ennþá miklar og efnahagur heimila verður brothættur um nokkurt skeið. Óvissar efnahagshorfur gætu einnig leitt til meiri sparnaðar heimilanna en spáð er. Einnig er nokkur óvissa um hve mikið heimilin nýti endurgreiðslur frá fjármálafyrirtækjum og hinu opinbera til að greiða niður skuldir og byggja upp sparnað fremur en að ráðstafa þeim til einkaneyslu. Að sama skapi er óvissa um að hversu miklu leyti auknar tekjur verða nýttar til kaupa á innfluttri vöru og þjónustu, sem ráða mun nokkru um hve mikil áhrifin verða á hagvöxt.

Óvenjumikið ósamræmi á milli opinberra talna um fjárfestingu og helstu vísbendinga veldur óvissu um fjárfestingu. Í grunnspá er tekið tillit til þessara vísbendinga við mat á fjárfestingu. Spáin gerir jafnframt ráð fyrir áframhaldandi bata fjárfestingar á spátímanum. Mikil óvissa er hins vegar um þetta mat enda eru efnahagsreikningar fyrirtækja laskaðir og mikil óvissa um stöðu þeirra, aðgengi að lánsfé erfitt, umframframleiðslugeta mikil og almenn óvissa um efnahagsumhverfið, sérstaklega í ljósi stöðu Icesave-deilunnar. Snarpari viðsnún-ingur er einnig mögulegur færast aðgangur að innlendum og erlendum fjármálamörkuðum fyrr í eðlilegt horf, enda fjárfestingarstigið mjög lágt í sögulegu samhengi. Fjallað er nánar um þessa óvissuþætti í tveimur frávíkisdæmum hér á eftir.

Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengi krónunnar haldist svipað og það er nú á meginhluta spátímans. Horfur um gengispróunina eru eins og ávallt mjög óvissar. Eins og áður hefur komið fram eru gengishorfur enn óvissari í kjölfar niðurstöðu Icesave-þjóðaratkvæðagreiðslunnar. Óvissa um gengishorfur tengist einnig áformum um losun gjald-eyrishafta. Hluti fyrri áfanga þeirrar áætlunar sem lagður hefur verið fram ætti reyndar að geta gengið fram þrátt fyrir niðurstöðu Icesave-atkvæðagreiðslunnar og er ekki gert ráð fyrir að hann muni reyna mikið á gjaldeyrisforða Seðlabankans né setja gengið í óvissu. Það er óljóst hve lengi þessi áfangi stendur en í seinni áfanga, þ.e. þegar höftum á útflæði innlendra aðila er létt, gæti hins vegar reynt á bæði gjaldeyrisforðann og gengi krónunnar. Þar sem tímasetningar og aðstæður þegar þar að kemur eru óvissar er hins vegar erfitt að taka mikið tillit til þessa þáttar í grunnspánni. Til lengri tíma er óvissan hins vegar meira upp á við enda raungengi í sögulegu lágmarki og líklega nokkuð undir langtímajafnvægi sínu auk þess sem verulegur undirliggjandi afgangur er þegar kominn í viðskiptum við útlönd. Allir grunnefnahagsþættir benda því til raungengishækkunar til lengri tíma litið, eins og gert er ráð fyrir í grunnspánni, þótt aðlögunin sé talin verða hæg m.a. vegna mikillar erlendra skuldsetningar þjóðarbúsins. Hins vegar er mikil óvissa um kraft og hraða aðlögunarinnar og ekki er hægt að útiloka snarpa gengishækkun einhvern tíma á næstu árum.

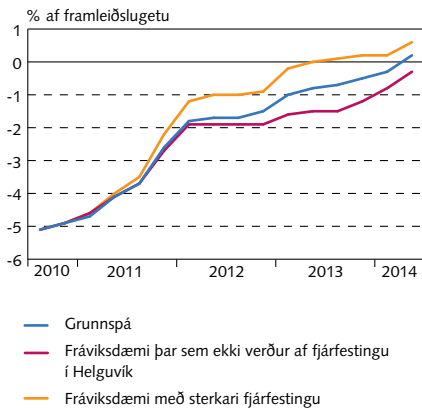
Atvinnuleysi jókst á ný í lok síðasta árs en grunnspáin gerir ráð fyrir að það minnki aftur þegar líða tekur á þetta ár. Hversu mikið og hve hratt atvinnuleysi minnkar er hins vegar háð mikilli óvissu. Endurskipulagning skulda fyrirtækja gengur hægt og svo

virðist sem fyrirtæki hafi dregið að segja upp fólki þótt starfsemin hafi dregist saman í kjölfar fjármálakreppunnar. Meðalvinnutími hefur einnig styst mikið og má því gera ráð fyrir að svigrúm sé til að fjölga vinnustundum töluvert áður en aukin umsvif samfara efnahagsbata endurspeglast í fjölgun starfa. Mikil óvissa er einnig um framboðshlið vinnumarkaðarins. Þó hefur dregið úr langtímaatvinnuleysi sem skýrist líklega af auknu flæði fólks af atvinnuleysisstrá í vinnu. Einnig er hætt á því að þekking hafi tapast og erfiðara verði fyrir atvinnurekendur að finna starfsfólk með rétta þekkingu og launafólk að finna störf við hæfi. Þetta, ásamt rýmri réttindum til atvinnuleysisbóta, gæti leitt til þess að jafnvægisatvinnuleysi hækki til langframa, sem að öðru óbreyttu mun draga úr mótvægi hás atvinnuleysis gegn launahækkunum. Því er töluverð óvissa um þá forsendu grunnsparinnar að jafnvægisatvinnuleysi leiti smám saman aftur í fyrri horf eftir því sem liður á spátímann og áhrif núverandi slaka á vinnumarkaði á launaþróun og hvernig hann vegur á móti þrýstingi til hækkunar almennra launa vegna góðrar stöðu útflutnings- og samkeppnisgreina.

Hluti af framleiðslugetu þjóðarbúsins tapaðist í kjölfar fjármálakreppunnar. Í grunnsparni er gert ráð fyrir að framleiðslugetan aukist á ný frá miðju þessu ári. Þetta er óvenjulöng aðlögun í alþjóðlegu samhengi. Um sögulega þróun framleiðslugetu og horfur framundan ríkir veruleg óvissa, enda liggja ekki fyrir beinar mælingar á henni. Ekki er útilokað að aðlögunin verði á skemmri tíma en hér er gert ráð fyrir. Það hefði áhrif á mat á undirliggjandi framleiðslulaka og þann verðbólguþrýsting sem því fylgir en vaxi framleiðslugetan hraðar en grunnsparin gerir ráð fyrir, getur þjóðarþúið vaxið hraðar án þess að aukinn verðbólguþrýstingur hljóti af. Framleiðslugetan gæti einnig dregist meira og vaxið hægar ef eftirspurn reynist veikari en hér er spáð, t.d. ef fyrirtæki telja þörf á að draga varanlega úr framleiðslu m.a. með sölu tækja og véla úr landi.

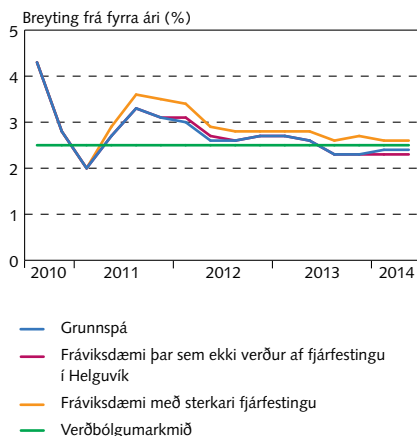
Alþjóðlegt hrávöru- og olíuverð hefur hækkað mikið undanfarið og leitt til hækkunar á innflutningsverði. Grunnsparin gerir ráð fyrir að þessum hækkunum linni á seinni hluta ársins og verðbólguþrýstingur frá þeim dvíni þegar þau hafa farið í gegnum virðisþjónu út í endanlegt verðlag. Hversu langvinn hækkunin verður og hve mikil áhrif hún hefur á innlenda verðbólgu, og þar með hver viðbrögð peningastefnunnar verða, er hins vegar háð mikilli óvissu. Sé eingöngu um tímabundinn framboðsskell að ræða er líklegt að áhrifin verði tiltölulega skammvinn. Þessar hækkunir gætu hins vegar orðið langvinnari ef styrkur alþjóðlegs efnahagsbata reynist meiri en gert er ráð fyrir eða ef óróleiki, t.d. í Miðausturlöndum, eykst enn frekar. Verðbólguáhrif hækkanna gætu einnig reynst meiri ef þær hafa langvinn áhrif á verðbólguvæntingar sem smitast út í launakröfur og verðlagningaráform fyrirtækja, t.d. ef fyrirtæki nota tækifærið til að bæta laskaðan efnahag sinn með því að auka álagningu og velta meiri kostnaðarhækkunum út í verðlag en veik eftirspurn gæfi tilefni til. Verðbólguþrýstingur gæti hins vegar orðið minni en nú er spáð ef framleiðslulakinn reynist meiri, annaðhvort vegna þess að eftirspurnin reynist veikari eða vegna þess að vöxtur framleiðslugetunnar er kröftugri.

Mynd I-13
Framleiðsluspenna - fráviksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14
Verðbólga - fráviksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Fráviksdæmi

Fráviksdæmi geta gefið gagnlega mynd af áhrifum mikilvægra forsendna í grunnspánni á efnahagshorfur og samspili frávíka og peningastefnunnar. Sýnd eru tvö fráviksdæmi. Í fyrra dæminu verður ekki af framkvæmdum í tengslum við álverið í Helgavík en í því seinna er gert ráð fyrir hraðari bata fjárfestingar en felst í grunnspánni.

Hagvöxtur verður minni ef ekki verður af framkvæmdum í Helgavík

Grunnspáin gerir ráð fyrir framkvæmdum í tengslum við fyrsta áfanga við byggingu álvers í Helgavík. Samkvæmt spánni fara framkvæmdir við álverið og tengdar orkuframkvæmdir á fulla ferð árið 2012 og ná hámarki á árinu 2013. Eins og áður hefur komið fram í *Peningamálum* hefur þessum framkvæmdum itrekað seinkað vegna vandamála við fjármögnun, óvissu um aðgengi að nægilegri orku og vandamála í tengslum við skipulags- og leyfismál. Er nú svo komið að líkur á því að þær verði slegnar af um óákveðinn tíma hafa aukist, sérstaklega í kjölfar niðurstöðu Icesave-atkvæðagreiðslunnar. Í fráviksdæminu er því gert ráð fyrir að ekki verði af þessum framkvæmdum, a.m.k. ekki á spátímanum.

Í samanburði við grunnspána hefði það fyrst og fremst áhrif á efnahagsþróunina á árunum 2012-2013 ef ekki yrði af þessum framkvæmdum. Vöxtur heildarfjármunamyndunar yrði líklega um 10 prósentum minni á næsta ári og um 5 prósentum minni árið 2013. Vöxtur innlendrar eftirspurnar yrði því um 2 prósentum minni hvort árið og hagvöxtur um ½ prósentu minni. Eftirspurn eftir vinnuafli verður jafnframt minni og atvinnuleysi um ½ prósentu meira á næsta ári og um 1½ prósentu meira árið 2013. Útflutningur verður einnig veikari, en þau áhrif koma að mestu fram eftir að spátímanum lýkur. Minni fjárfesting hefði einnig í för með sér að framleiðslugeta þjóðarþúsins verður heldur minni. Framleiðslulakinn yrði þó hátt í 1 prósentu meiri en í grunnspánni árið 2013 (sjá mynd I-13). Meiri slaki í þjóðarþúskaðum gerir það einnig að verkum að vextir verða lægri sem verður til þess að gengi krónunnar verður lægra en í grunnspánni. Það vegur á móti áhrifum meiri slaka á verðbólgu. Verðbólguþróunin verður því mjög svipuð og í grunnspánni (mynd I-14).

Kröftugri bati fjárfestingar hraðar efnahagsbata

Atvinnuvegafjárfesting er enn lág í sögulegu samhengi og samkvæmt grunnspánni verður bati almennrar atvinnuvegafjárfestingar tiltölulega hægur. Jafnframt er gert ráð fyrir að áhættuálag á innlendar fjárskuldbindingar lækki tiltölulega hægt og að bein erlend fjárfesting taki ekki við sér að ráði fyrir en á seinni hluta næsta árs. Í fráviksdæminu er því gert ráð fyrir kröftugri fjárfestingarbata sem gæti orðið ef aðgengi íslensks atvinnulífs að alþjóðlegum fjármálamörkuðum batnar fyrir en nú er gert ráð fyrir. Slík þróun kæmi fram í hraðari lækkun áhættuálagsins og kröftugri bata beinnar erlendar fjárfestingar. Bati fjárfestingar í kjölfar fjármálakreppunnar verður því líkari því sem orðið hefur í þeim ríkjum þar sem batinn eftir fjármálakreppu hefur verið hvað hraðastur.

Hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu hækkar því hraðar en í grunnspánni og er komið í langtímameðaltal sitt í lok spátímans. Efnahagsbatinn verður því kröftugri og drifinn af fjárfestingu í ríkari mæli en í grunnspánni. Framleiðslugeta þjóðarbúsins verður einnig meiri með stækkun fjármagnsstofnsins. Hagvöxtur í ár verður um ½ prósentu meiri en í grunnspánni og samtals um 1 prósentu meiri á spátímanum í heild. Framleiðsluslakinn verður þ.a.l. heldur minni en í grunnspánni, þótt kröftugri bati framleiðslugetu vegi þar á móti (mynd I-13). Atvinnuleysi minnkar einnig hraðar en í grunnspánni og er hátt í 1 prósentu minna á næsta ári og um ½ prósentu minna árið 2013. Minni slaki í þjóðarbúskapnum gerir það einnig að verkum að vextir verða hærri sem, ásamt meira innflæði erlendra fjárfestingar og hraðari lækkun áhættuálags, stuðlar að herra gengi krónunnar en í grunnspánni. Það vegur á móti auknum verðbólguþrýstingi vegna minni slaka (mynd I-14).

II Ytri skilyrði og útflutningur

Efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands eru heldur betri en þær voru í byrjun árs en óvissan er enn töluverð. Verðbólga hefur aukist nokkuð vegna hækkandi olíu- og hrávöruverðs en undirliggjandi verðbólguþrýstingur er lítill vegna mikils atvinnuleysis og framleiðsluslaka. Peningalegt aðhald er víðast hvar óbreytt, en þó hafa nokkur ríki hækkað vexti undanfarna mánuði. Hægfara bati virðist vera á erlendum fjármálamörkuðum, en útlán eru enn takmörkuð. Miklar hækkanir olíu- og hrávöruverðs hafa átt sér stað í byrjun árs og er útlit fyrir mun hærra verð á þessu ári en áður var talið. Verð á helstu útflutningsafurðum Íslands hefur einnig hækkað og því er spáð áframhaldandi viðskiptakjarabata á þessu ári. Raungengi helst áfram lágt og ýtir það undir aukinn útflutning á komandi árum.

Hagvaxtarhorfur svipaðar ...

Heldur dró úr hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands á síðasta fjórðungi ársins 2010 en engu að síður varð mikill viðsnúningur á því ári samanborið við samdrátt ársins á undan. Efnahagshorfur í heiminum eru svipaðar nú og þær voru þegar *Peningamál* voru gefin út í febrúar. Nýmarkaðsríki leiða vöxtinn áfram þótt eitthvað hafi dregið úr hagvexti í helstu ríkjunum í þeim hópi. Nýjustu spár Consensus Forecasts fyrir þetta ár benda til þess að hagvöxtur verði lítillgei meiri í helstu viðskiptalöndum Íslands en gengið var út frá í síðustu spá *Peningamála*, einkum vegna heldur betri hagvaxtarhorfa í Bandaríkjunum, Svíþjóð og Noregi. Þó er enn nokkur óvissa þar um þrátt fyrir að tryggari stoðum hafi verið skotið undir hagvöxtinn þar sem bæði einkaneysla og fjárfesting er byrjuð að taka við sér. Náttúruhamfarirnar í Japan hafa einnig aukið óvissu um þróunina á næstunni, þótt flestir telji að efnahagsleg áhrif þeirra verði einungis tímabundin.

... og undirliggjandi verðbólguþrýstingur áfram lítill

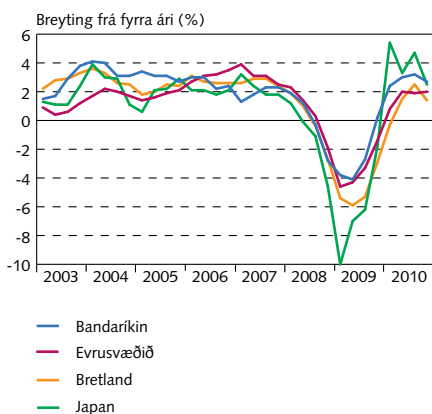
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur haldið áfram að aukast undanfarna mánuði, drifin áfram af hærri olíu- og hrávöruverði. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur virðist þó afar lítill og er kjarnaverðbólga lítið breytt frá síðustu spágerð. Ekki er útlit fyrir að kjarnaverðbólga aukist mikið á næstu mánuðum, enda enn nokkur slaki á vöru- og vinnumarkaði. Verðbólga í Bretlandi og á evrusvæðinu er nú nokkuð yfir verðbólguþrýstingum seðlabanka þessara landa og hefur aukist töluvert undanfarna mánuði, einkum í Bretlandi. Gert er ráð fyrir að verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands verði heldur meiri á þessu ári en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* og að hún nái hámarki upp úr miðju ári en taki síðan að minnka á ný. Horfur fyrir árin 2012 og 2013 hafa hins vegar lítið breyst.

Lítill undirliggjandi verðbólguþrýstingur er ástæða þess að Englandsbanki, Seðlabanki Bandaríkjanna og seðlabankar flestra annarra viðskiptalanda Íslands hafa haldið vöxtum sínum óbreyttum frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Nokkrir seðlabankar hafa þó breytt peningalegu aðhaldi. Seðlabanki Evrópu hækkaði vexti um 0,25 prósentur í byrjun apríl eftir að hafa haldið þeim óbreyttum í nánast tvö ár. Sænski seðlabankinn hækkaði einnig vexti enn frekar í febrúar og

Mynd II-1

Alþjóðlegur hagvöxtur

Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2010

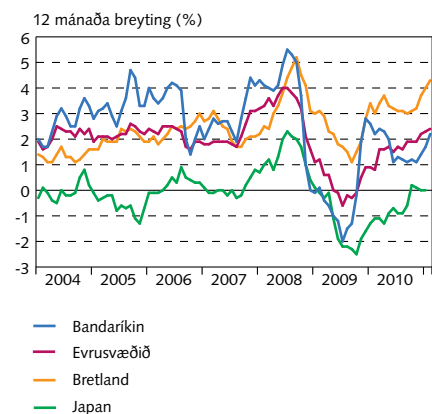


Heimild: Macrobond.

Mynd II-2

Alþjóðleg verðbólga

Janúar 2004 - febrúar 2011



Heimild: Macrobond.

hafa vextir ekki verið hærri í Svíþjóð frá því í lok árs 2008. Vextir hafa einnig verið hækkaðir í nokkrum nýmarkaðsríkjum. Hins vegar voru vextir lækkaðir í Nýja-Sjálandi í mars til að vega á móti efnahagslegum áhrifum nýlegs jarðskjálfta þar.

Hægfara bati á alþjóðlegum fjármálamörkuðum

Verð hlutabréfa á heimsvísu hækkaði þó nokkuð á síðasta ári, drifið áfram af lágum vöxtum og batnandi rekstrarafkomu fyrirtækja. Af helstu viðskiptalöndum Íslands varð hækkunin einna mest á Norðurlöndunum. Heimsmarkaðsverð hefur almennt haldið áfram að hækka það sem af er ári, þótt lækkanir hafi einnig orðið á ýmsum mörkuðum, einkum í marsmánuði. Töluverð óvissa er nú um framhaldið í kjölfar náttúruhamfaranna í Japan sem leiddu til hruns á hlutabréfamörkuðum í þessu þriðja stærsta hagkerfi heimsins. Líklegast er að áhrifin á hlutabréfaverð í öðrum löndum en Japan verði skammvinn.

Alþjóðlegir fjármálamarkaðir hafa haldið áfram að taka við sér, þótt áhættuálag sé almennt enn hærra, velta minni og aðgangur að lánsfé erfiðari en fyrir fjármálakreppuna og er útlit fyrir að svo verði enn um sinn. Þótt fjármálaleg skilyrði séu smám saman að færast í eðlilegt horf er líklegt að erfið skilyrði á fjármálamarkaði verði dragbítur á alþjóðlegan hagvöxt um sinn, sérstaklega á hagvöxt iðnríkja.

Miklar hækkanir olíu- og hrávöruverðs

Olíuverð hækkaði mikið á fyrstu mánuðum ársins og er nú gert ráð fyrir 33% hækkun olíuverðs á árinu en í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir 15% hækkun. Í spá Seðlabankans er tekið mið af bæði framvirku verði og verðspám helstu greiningaraðila. Spáin gerir ráð fyrir óbreyttu verði á næsta ári, þar sem talið er að verð nái hámarki þegar líða tekur á þetta ár. Hrávöruverð hefur einnig haldið áfram að hækka og hefur hækkunin á fyrstu tveimur mánuðum ársins verið mikil. Framan af var hækkunin drifin áfram af aukinni eftirspurn á sama tíma og uppskerubrestur varð víða um heim en undanfarið hefur hækkunin einna helst verið drifin áfram af aukinni eftirspurn í nýmarkaðsríkjum. Einnig hafa breytingar á birgðastöðu og væntingar markaðsaðila haft áhrif og mun þróun þeirra hafa töluverð áhrif á það hversu miklar hækkanirnar verða. Spá Seðlabankans gerir ráð fyrir 23% hækkun á hrávöruverði á þessu ári en það er 5 prósentum meiri hækkun en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að hrávöruverð hækki áfram á næsta ári, en mun minna en í ár þar sem framboð mun líklegast bregðast við þeirri verðhækkun sem hefur orðið. Óvissa um þróun olíu- og hrávöruverðs á næstu misserum hefur hins vegar aukist mikið í kjölfar aukins óróleika og stríðsátaka í Norður-Afríku og Árabíuskaga.

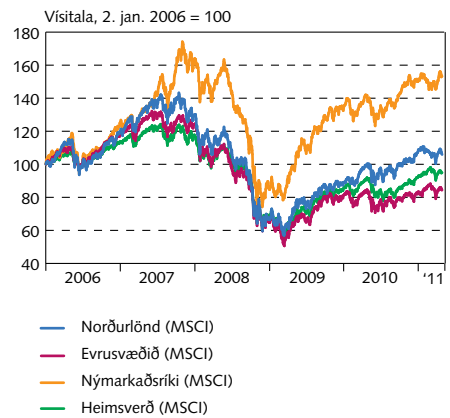
Alþjóðaviðskipti einn megindrifkraftur alþjóðlegs hagvaxtar

Alþjóðaviðskipti jukust verulega á seinni hluta síðasta árs og hafa haldið áfram að vera einn megindrifkraftur hagvaxtar í heiminum. Bæði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) gera ráð fyrir áframhaldandi vexti alþjóðaviðskipta á þessu ári og því næsta, þó eitthvað minni en í fyrra, enda kom hann í kjölfar

Mynd II-3

Þróun á hlutabréfamörkuðum

Daglegar tölur 2. janúar 2006 - 15. apríl 2011

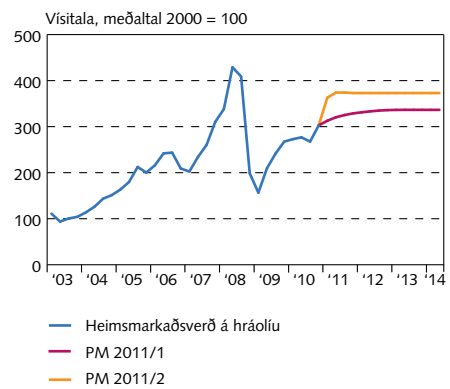


Heimild: Macrobond.

Mynd II-4

Heimsmarkaðsverð olíu

1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2014

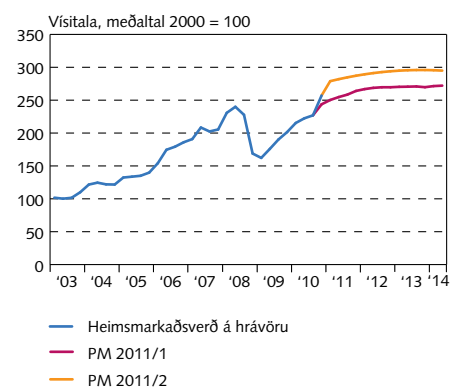


Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-5

Heimsmarkaðsverð á hrávöru¹

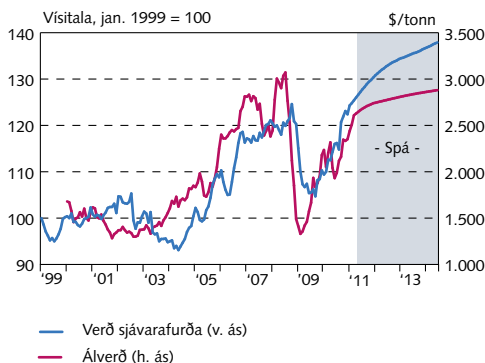
1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2014



1. Verð á hrávöru án olíu í USD.

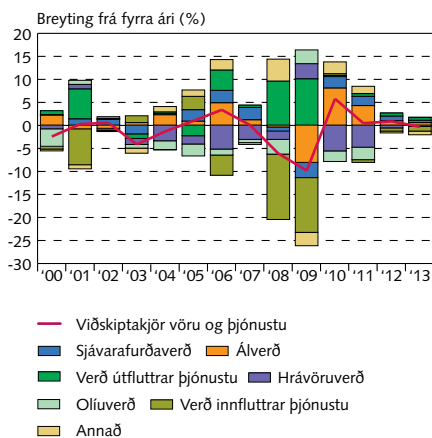
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-6
Verð á sjávarafurðum og áli
í erlendum gjaldmiðli



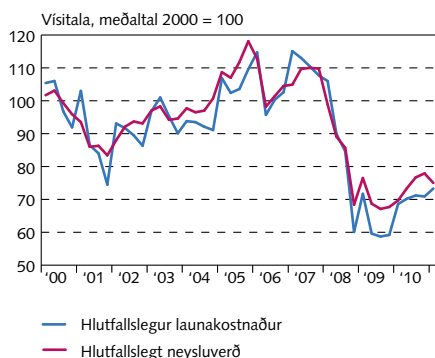
Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-7
Viðskiptakjör og framlag undirliða
2000-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013. Framlag helstu undirliða til ársbreytinga viðskiptakjara er fengið með því að veita saman árlega breytingu viðkomandi undirliðar með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Liðurinn „annað“ er afgangslíður.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8
Raungengi
1. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

mikils samdráttar og var því ekki líklegur til að vera sjálfbær. Nýjasta spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er nánast óbreytt frá því í byrjun ársins. Í þeirri spá sem hér er birt er gert ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda Íslands aukist um rúm 5% á þessu ári og um tæp 5% á því næsta, sem er óbreytt spá frá því í febrúar.

Verð á helstu útflutningsvörum hækkar

Verð sjávarafurða hefur haldið áfram að hækka og er nú svipað og það var áður en það lækkaði ásamt almennri hrávöru veturinn 2008. Gert er ráð fyrir að verð á flestum tegundum sjávarafurða hækki enn frekar á árinu. Í spánni nú er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða verði aðeins hærra en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* bæði á þessu ári og því næsta. Nú er gert ráð fyrir 8% hækkun milli ára á þessu ári og um 4% á næsta ári, en í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir 5% verðhækkun árið 2011 og 3% hækkun á árinu 2012.

Álverð heldur einnig áfram að hækka og er nú útlit fyrir að hækkunin í ár verði meiri en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Gert er ráð fyrir að álverð verði um 17% hærra í ár en í fyrra og hækki um 3% að jafnaði á ári á næstu þremur árum. Í spánni frá því í febrúar sl. var búist við 15% verðhækkun í ár og tæplega 1% hækkun á ári á næstu tveimur árum.

Viðskiptakjarabati þessa árs heldur minni en áður var spáð

Þrátt fyrir töluverða hækkun útflutningsverðs á þessu ári nær hún ekki að veita upp mikla hækkun olíu- og hrávöruverðs. Viðskiptakjarabatinn á þessu ári er því tæplega 1 prósentu minni en áætlað var í síðustu *Peningamálum*, eða ½%. Á móti kemur að nú er talið að batinn á síðasta ári hafi verið meiri en þá var spáð eða rétt undir 6%. Horfur á árunum 2012 og 2013 eru svipaðar og áður.

Raungengi helst áfram lágt

Raungengi hækkaði jafnt og þétt á síðasta ári fram í nóvember og hafði þá hækkað um 15% á árinu, en frá nóvember hefur raungengið lækkað á ný og var tæpum 5% lægra í mars en í nóvember. Raungengi er því enn rúmlega 22% lægra en meðalraungengi undanfarinna þrjátíu ára. Gert er ráð fyrir að raungengið verði svipað í ár og í fyrra en hækki lítillega á næstu tveimur árum. Líkur eru á því að það haldist nokkuð lágt á næstu árum sem mun styðja enn frekar við útflutning, sérstaklega útflutta þjónustu, og jafnframt tryggja verulegan afgang á viðskiptum við útlönd sem mun bæta erlenda stöðu þjóðarbúsins.

Útflutningur eykst áfram á komandi árum

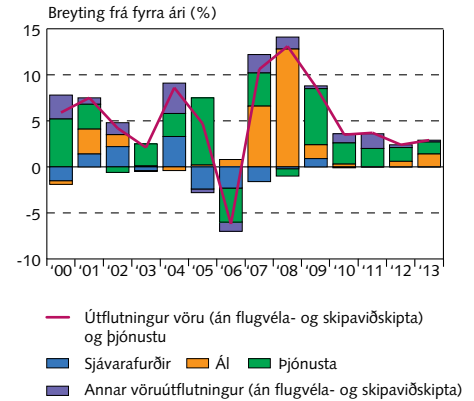
Gert er ráð fyrir að útflutningur sjávarafurða og áls á þessu ári verði óbreyttur að magni til frá árinu 2010 en í síðustu spá var gert ráð fyrir 2% samdrætti í útflutningi sjávarafurða. Breytingin nú ræðst af auknum loðnuafli. Þessar tvær greinar bera uppi um 4/5 hluta vöruútflutnings en sá fimmtungur sem eftir stendur er að mestu útflutningur lyfja, lækningartækja, tækja til matvælavinnslu og aflþynna. Samanlagt er gert ráð fyrir að annar iðnaðarvöruútflutningur en álframleiðsla muni aukast um 11-12% á þessu ári. Útflutt þjónusta hefur einnig verið að aukast umtalsvert á undanförunum árum, studd af lágu raungengi.

Spáð er tæplega 6% aukningu útfluttrar þjónustu í ár og um 3-4% aukningu á næstu tveimur árum.

Horfur um vöxt vöruútflutnings hafa einnig batnað og er nú gert ráð fyrir lítills háttar aukningu í vöruútflutningi, í stað lítills háttar samdráttar í síðustu spá, aðallega vegna betri horfa um útflutning sjávarafurða. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa einnig batnað, m.a. vegna þess að horfur eru á meiri vexti álútflutnings en gert var ráð fyrir í byrjun árs. Spáð er að útflutningur í heild aukist um 2½% í ár og um 2½-3% á ári á árunum 2012-2013. Sé horft fram hjá áhrifum flugvéla- og skipaviðskipta er vöxturinn hins vegar meiri eða 3,7% í ár.

Mynd II-9

Þróun útflutnings (án flugvéla- og skipaviðskipta) og framlag undirlíða hans 2000-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram ¹			
	2010	2011	2012	2013
Útflutningur vöru og þjónustu	1,1 (0,0)	2,5 (2,5)	2,4 (2,2)	2,9 (2,4)
Útflutningur vöru og þjónustu án flugvéla og skipa	3,5 (2,6)	3,7 (3,0)	2,4 (2,2)	2,9 (2,4)
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-0,4 (-1,6)	0,0 (-2,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Útflutningsframleiðsla stóriðju	1,7 (3,0)	0,1 (-0,2)	2,4 (0,0)	5,3 (2,7)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli	9,7 (9,9)	8,0 (5,1)	4,0 (3,0)	2,0 (2,0)
Verð áls í USD ²	31,5 (27,9)	17,0 (14,1)	3,9 (1,1)	2,2 (0,9)
Verð eldsneytis í USD ³	28,0 (28,0)	32,5 (14,9)	0,2 (3,7)	0,0 (0,8)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	5,8 (5,2)	0,5 (1,4)	0,9 (0,9)	-0,3 (0,0)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	1,9 (1,9)	2,4 (2,0)	1,9 (1,8)	1,9 (1,9)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁴	2,1 (2,0)	2,1 (2,0)	2,2 (2,2)	2,3 (2,4)
Skammtíma vextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁵	0,9 (0,9)	1,2 (1,2)	2,0 (2,0)	2,7 (2,7)

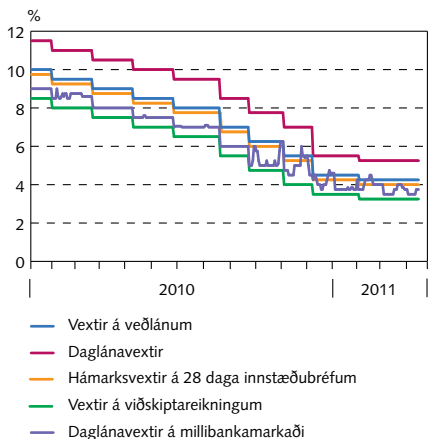
1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2011/1. 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá frá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Bloomberg, Consensus Forecasts, Global Insight, Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD Economic Outlook, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 15. apríl 2011

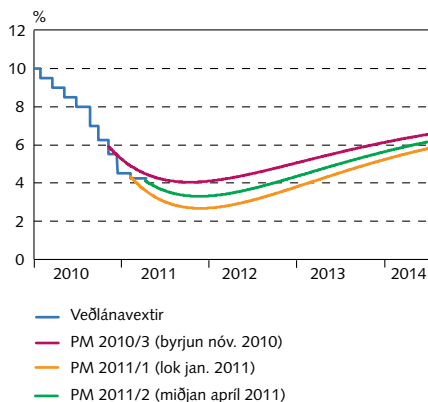


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Veðlánavextir og framvirkir vextir¹

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 30. júní 2014

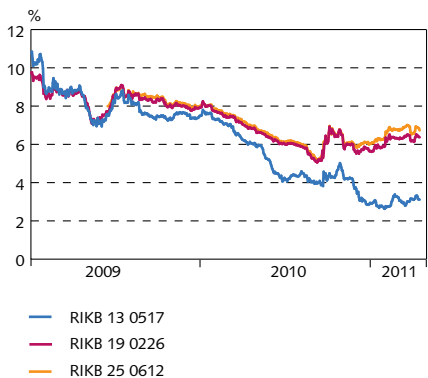


1. Út frá vöxtum á millibankamarkaði og á ríkisskuldabréfum (með vikuvexti sem stystu vextina) fyrir útgáfu *Peningamála*.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 15. apríl 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

III Fjármálaleg skilyrði

Enn hefur dregið úr peningalegu aðhaldi og frekari vaxtalækkanir virðast vera verðlagðar inn í langtíma markaðsvexti. Þeir hafa hins vegar heldur hækkad undanfarið, m.a. vegna hækkandi verðbólguvæntinga. Þrátt fyrir að peningalegt aðhald hafi minnkað, eru fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja enn erfið. Aukin velta á fasteignamarkaði gæti þó létt á fjárhagsstöðu heimila sem setið hafa uppi með eignir sem erfitt hefur reynst að selja.

Hægir á lækkun vaxta Seðlabankans

Við útgáfu síðustu *Peningamála* í byrjun febrúar lækkaði peningastefnunefnd Seðlabankans vexti bankans um 0,25 prósentur. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana lækkuðu í 3,25%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum lækkuðu í 4,0%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga lækkuðu í 4,25% og daglánavextir lækkuðu í 5,25%. Á vaxtaákvörðunardeg 16. mars sl. ákvað nefndin hins vegar að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Daglánavextir á millibankamarkaði hafa undanfarið verið nær miðju vaxtagangsins

Daglánavextir á millibankamarkaði voru meirihluta síðasta árs við botn vaxtagangsins, þ.e. rétt fyrir ofan vexti á viðskiptareikningum innlánsstofnana. Það sem af er árinu hafa þeir þó verið nær miðju gangsis, enda yfirlýst markmið peningastefnunefndar að færa markaðsvexti nær miðju vaxtagangsins. Áfram eru þó nokkrar sveiflur í skammtíma markaðsvöxtum innan vaxtagangsins, enda markaðsaðgerðir bankans enn sem komið er eingöngu vikulegar. Viðskipti á markaði eru enn tiltölulega strjál og hafa nær öll lán verið daglán en stöku lán voru veitt til sjö daga.

Áfram dregur úr peningalegu aðhaldi

Miðað við ársþækkun vísitölu neysluverðs eru raunvextir Seðlabankans nú rúmlega 1% en um ½% sé miðað við verðbólguþá bankans til eins árs. Miðað við mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum hefur raunvaxtastigið lækkað og er að meðaltali tæplega 1%, sem er töluverð lækkun frá því rétt fyrir birtingu síðustu *Peningamála* (sjá töflu III-1).

Frekari vaxtalækkanir verðlagðar inn í vaxtaferilinn

Út frá framvirkum vöxtum má ætla að markaðsaðilar vænti þess að vöxtum Seðlabankans verði haldið óbreyttum á vaxtaákvörðunarfundinum við útgáfu þessara *Peningamála*. Að sama skapi virðist markaðurinn verðleggja um 0,75 prósentna lækkun fram á haust en að þeim verði haldið óbreyttum það sem eftir lifir ársins. Á fyrri helmingi næsta árs virðist gert ráð fyrir að þeir taki smám saman að hækka á ný. Vaxtaferillinn er hærri en hann var við útgáfu *Peningamála* í byrjun febrúar en lægri en hann var fyrir útgáfu *Peningamála* í nóvember.

Tafla III-1 Aðhaldsstig peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (15. apríl)	Breyting frá PM 2011/1 (1. febrúar)	Breyting frá PM 2010/2 (4. maí)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	1,3	-0,7	1,5
3 mánaða árstíðarleiðréttá verðbólgu	-4,6	-8,3	-5,5
Verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	-0,6	-2,4	-4,5
Verðbólguvæntingar heimila til eins árs	0,4	0,5	0,3
Verðbólguvæntingar á fjármálamarkaði til eins árs ²	2,2	-1,5	-2,1
Verðbólguþá Seðlabankans ³	0,6	-1,2	-4,0
Meðaltal	-0,1	-2,3	-2,4
Meðaltal án 3 mán. árstíðarleiðr. verðbólgu	0,8	-1,1	-1,8
Áhættuleiðréttur 3 mánaða vaxtamunur við útlönd miðað við:			
Sögulegt gengisflökt ⁴	0,9	0,3	-1,6
Skuldatryggingarálag ríkisins ⁵	1,6	0,8	-1,7

1. Miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem virka nafnvexti Seðlabankans. 2. Verðbólguálag til eins árs út frá mismun óverðtryggðra og verðtryggðra vaxtarófsins (5 daga hlaupandi meðaltal). 3. Þá Seðlabanka um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. 4. Hlutfall þriggja mánaða vaxtamunar og þriggja mánaða staðalfráviks gengis krónu gagnvart evru. 5. Vaxtamunur út frá mismun skammtíamavaxta á Íslandi og viðskiptavegnum erlendum vöxtum, leiðrétt fyrir mismun skuldatryggingarálags (5 daga hlaupandi meðaltal).

Langtímanafnvextir hafa heldur hækkað þrátt fyrir lægri vexti Seðlabankans

Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hefur lækkað um allt að 0,8 prósentur það sem af er ári. Ávöxtunarkrafa stysta flokksins hefur reyndar lækkað um 1½ prósentu en viðskipti með hann eru mjög lítill og verðmyndun óskilvirk. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hefur aftur á móti hækkað frá áramótum og hefur hún hækkað á lengri bréfunum um u.þ.b. ⅔ prósentu en heldur minna á stystu bréfunum. Líklegt er að þetta megi rekja að mestu til væntinga um aukna verðbólgu, m.a. sökum mikillar hækkunar hrávöru- og olíuverðs undanfarið og lækkandi gengis krónunnar það sem af er ári (sjá umfjöllun í kafla VIII).

Áhættuálag á skuldir ríkissjóðs hefur lækkað undanfarið ár

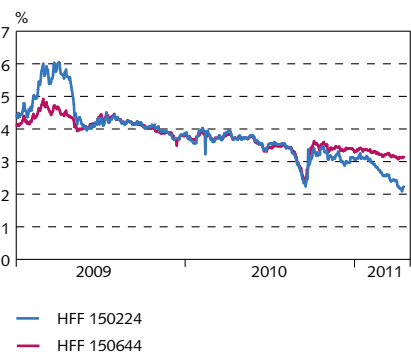
Skuldatryggingarálag ríkisins hefur lækkað um ½ prósentu frá útgáfu *Peningamála* snemma í febrúar og er nú um 2,2 prósentur. Frá því í febrúar hefur vaxtamunur gagnvart þýskum ríkisbréfum hækkað lítillega og er nú um 3½% til skemmri tíma en um 3% til lengri tíma. Að teknu tilliti til skuldatryggingarálagsins er vaxtamunurinn því á bilinu ½-1½%.

Gengi krónunnar heldur áfram að veikjast

Rétt fyrir útgáfu *Peningamála* var gengi krónunnar um 4½% lægra en í ársbyrjun 2011 ef miðað er við viðskiptavegna gengisvísitölu og um 6% lægra gagnvart evru. Gengi krónunnar var um 163 krónur gagnvart evru sem er tæplega 3% lægra gengi en fyrir útgáfu *Peningamála* í febrúar. Lækkunin felur í sér nokkra lækkun raungengis. Líklegt er að árstíðarbundin sveifla í gjaldeyrisflæði hafi haft einhver áhrif, en hreint innflæði í tengslum við utanríkisviðskipti er jafnan nokkru minna á fyrstu mánuðum ársins. Ekki er heldur útilokað að hröð lækkun vaxta og minnkandi vaxtamunur við útlönd á síðasta ári sé að einhverju leyti að skila sér í lækkun gengis krónunnar, t.d. við það að erlendir aðilar sem eiga innlend skuldabréf kjósa að taka stærri hluta vaxtatekna út úr landi en áður eða að innlend fyrirtæki með gjaldeyristekjur kjósa að

Mynd III-4

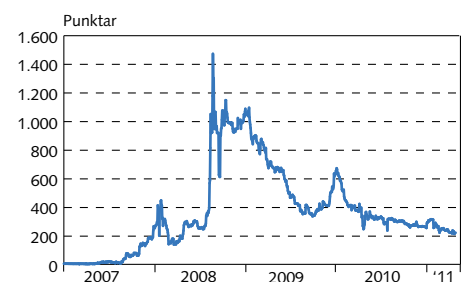
Ávöxtun verðtryggðra íbúðabréfa
 Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 15. apríl 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Skuldatryggingarálag ríkisins
 Daglegar tölur 29. mars 2007 - 15. apríl 2011

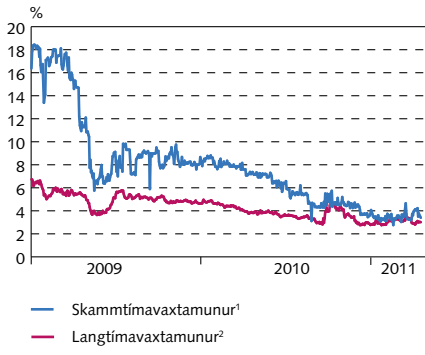


Heimild: Bloomberg.

Mynd III-6

Vaxtamunur við útlönd

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 15. apríl 2011

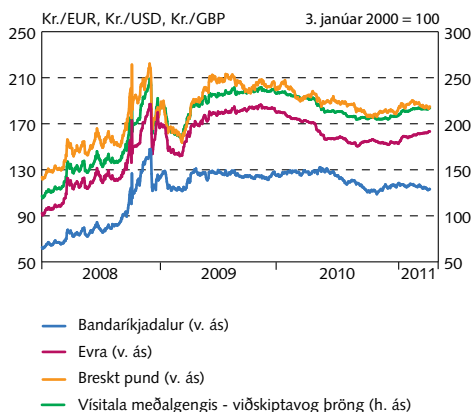


1. Mismunur á ávöxtun íslenskra og býsksra þriggja mánaða ríkisskila.
2. Mismunur á ávöxtun RIKB 19 og 8 ára býsksra ríkisskuldabréfa.
Heimild: Macrobond.

Mynd III-7

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 15. apríl 2011

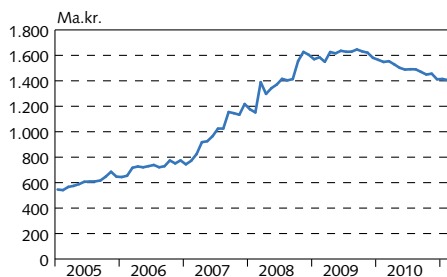


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Innlán innlendra aðila

Janúar 2005 - febrúar 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

breyta þeim ekki í krónur vegna óhagstæðari ávöxtunar á innlendum krónueignum.

Samkvæmt spá Seðlabankans mun gengi krónunnar lækka áfram á næsta ársfjórðungi en hreyfast lítið út spátímann og verða um 3½% veikara við lok hans en spáð var í febrúar. Um þessar horfur er hins vegar mikil óvissa. Þar vegast á hagstæðir grunnþættir, svo sem horfur um viðskiptakjarabata og töluverðan afgang á viðskiptum við útlönd, og skammtímaóvissa í tengslum við niðurstöðu Icesave-deilunnar og áætlun um að hefja afnám hafta á fjármagnshreyfingar.

Innlán hafa dregist saman

Á árunum 2007-2009 tvöfölduðust innlán innlendra aðila í banka-kerfinu, en hafa nú lækkað um rúmlega 240 ma.kr. eða um tæplega 15% frá því að þau náðu sögulegu hámarki í september 2009. Þegar ólíkar skilgreiningar á peningamagni eru skoðaðar sést að þetta má að stórum hluta rekja til tilfærslu milli eignaforma, auk þess sem heimilin hafa gengið á varúðarsparnað. Þannig hefur vítt peningamagn (M3) dregist saman frá því í október 2009 og hafði í febrúarmánuði lækkað um 8,5% frá því á sama tíma árið áður. Þrengri form peningamagns (M1 og M2) náðu hins vegar hámarki í október 2008.

Líkt og sjá má á mynd III-9 hafa innlán færst í bundnari eignir, t.a.m. hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða. Framboð verðbréfasjóða hefur aukist undanfarin tvö ár, einkum sjóða sem fjárfesta eingöngu í ríkisskuldabréfum. Uppbyggingu þeirra svipar til peningamarkaðssjóða sem lokað var í kjölfar bankahrunsins en þeir sjóðir fjárfestu þó að mestu í fyrirtækjaskuldabréfum.¹ Lækkun vaxta á innlánsreikningum ýtir undir þessa þróun, auk þess sem forsendur gætu verið að skapast fyrir endurmati á áhættu í fjárfestingu en í bankahrörunu virtust flestar tegundir fjárfestingar mjög áhættusamar. Vísbendingar eru um að fjárfestar horfi í auknum mæli til fasteigna- og hlutabréfamarkaða. Þá hefur fjárfesting í óskráðum eignum aukist.

Lítið um ný útlán

Þrátt fyrir að umsvif á fasteignamarkaði séu enn sögulega lítil má greina aukna veltu undanfarna mánuði. Svo virðist sem þessi auknu umsvif hafi ekki farið saman við samsvarandi aukningu íbúðalána. Íbúðalánasjóður og lífeyrissjóðirnir eru helstu lánveitendur til íbúðakaupa í dag og setja þeir mun strangari veðskilyrði en bankarnir gerðu fyrir hrun og því ljóst að íbúðarkaupendur þurfa nú meira eigið fé en áður. Þrátt fyrir það má sjá að útlán íbúðalánasjóðs til heimila voru meiri á fyrsta fjórðungi ársins samanborið við sama tíma í fyrra. Fjöldi seldra fasteigna er nú meiri en ný íbúðalán segja til um. Það má að hluta skýra með makaskiptasamningum á fasteignamarkaði en hlutfall þeirra af heildarveltu hefur þó minnkað undanfarið ár. Meginskýringin virðist því vera sú að fjárfestar komi nú með aukið fé inn á fasteignamarkaðinn sökum fárra fjárfestingarkosta vegna gjaldeyrishafta og vegna ástands á mörkuðum með hlutabréf og fyrirtækjaskuldabréf í kjölfar bankahrunsins. Að því leyti sem bankar selja einkaaðilum fasteignir af eigin efnahagsreikningi mun þetta endurspeglast í sam-

1. Gífurleg lækkun átti sér stað í kjölfar bankahrunsins þegar margir sjóðir voru leystir upp.

drætti innlána og peningamagns svo lengi sem bankarnir veita þessu fé ekki aftur út í efnahagslífið með nýjum útlánunum.

Aukin velta á fasteignamarkaði

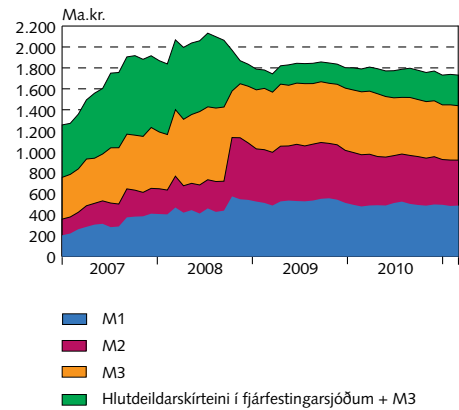
Velta á fasteignamarkaði hefur heldur aukist undanfarna mánuði. Liflegri fasteignamarkaður gæti greitt götu heimila, t.d. þeirra sem þurfa að minnka við sig en hafa ekki getað selt eign sína. Hækki húsnæðisverð að ráði í kjölfar meiri eftirspurnar gæti það einnig stutt fjárhagslega stöðu heimila og bætt efnahagsreikning fjármálafyrirtækja og því aukið getu þeirra til nýrra útlána. Í könnun Capacent Gallup um væntingavísitölu marsmánaðar kemur fram að vísitala fyrir fyrirhuguð húsnæðis kaup stendur nánast í stað frá því í desember en hækkar ef litið er til gildis vísitölunnar á sama tíma fyrir ári. Að raunvirði lækkaði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu lítillega milli janúar og febrúar en í fyrsta skipti síðan í mars 2008 hækkaði húsnæðisverð milli ára. Samkvæmt grunnspánni mun raunverð húsnæðis ná lágmarki á seinni hluta þessa árs en síðan tekur við hægfara hækkunarferli. Í lok spátímans verður raunverð húsnæðis þó enn 35% lægra en það var þegar það náði hámarki í aðdraganda fjármálakreppunnar í lok árs 2007.

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja eru enn erfið

Fjármálaleg skilyrði heimila eru enn erfið þótt úrlausn á samningum um gengistryggð lán lækki eflaust greiðslubyrði margra heimila, auk þess sem fjöldi þeirra hefur fengið endurgreiðslu á ofteknum greiðslum frá lánaþyrtingum og niðurfærslu á lánunum. Áætlað er að heimili sem tóku lán sem tengd voru gengi erlendra gjaldmiðla fái um 8,5 ma.kr. endurgreidda frá lánaþyrtingum sem að stærstum hluta komu til greiðslu í lok síðasta árs. Einnig verður sérstök vaxtaniðurgreiðsla greidd á árunum 2011 og 2012. Fjárhæðin miðast við 0,6% af eftirstöðvum lána vegna íbúðakaupa, eins og þær eru í árslok 2010 og 2011. Vaxtaniðurgreiðslan er ekki tekjutengd en takmarkast við hreina eign viðkomandi. Gert er ráð fyrir að heildargreiðslan nemi um 12 ma.kr. Meðal aðgerða í þágu yfirveðsettra heimila telst niðurfærsla eftirstöðva láns að 110% af verðmæti fasteignar. Íbúðalánasjóður telur að heildarkostnaður vegna 110% niðurfærslu lána einstaklinga verði 22,8 ma.kr. Slíkar niðurfærslur eru einnig í boði hjá innlánsstofnunum, en upplýsingar liggja ekki fyrir um heildarmagn. Þessi niðurfelling stendur skuldurum til boða til 1. júlí 2011. Til viðbótar hefur fjöldi heimila nýtt sér heimild til úttektar séreignarsparnaðar. Frá því að slíkar greiðslur hófust hafa rúmlega 45 ma.kr. verið greiddir út og hefur verið samþykkt að greiða út rúmlega 10 ma.kr. til viðbótar fram til febrúar 2013. Ofangreindir þættir skýra ef til vill aukin útlán íbúðalánasjóðs til heimila sem eru þó enn sögulega lítil.

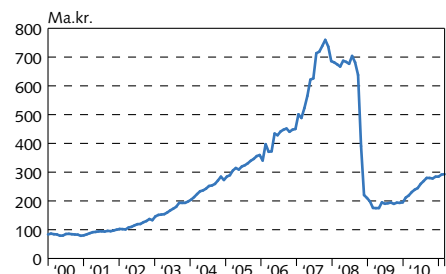
Aðgengi heimila að lánsfé er enn erfið og útlánsvextir tiltölulega háir þrátt fyrir að vextir Seðlabanka Íslands hafi lækkað mikið. Væntanlega hafa margir þættir áhrif á það. Líklegt er að óvissa um gæði útlánasafns bankanna og almennar efnahagshorfur geri fjármálafyrirtæki treg til að hefja útlánastarfsemi að einhverju marki og hamli hraðari lækkun útlánsvaxta. Auknar eiginfjár- og lausafjárkröfur gera fjármögnun fjármálafyrirtækja einnig dýrari og valda hærri útlánsvöxtum en ella.

Mynd III-9
Peningamagn í umferð
Janúar 2007 - febrúar 2011¹



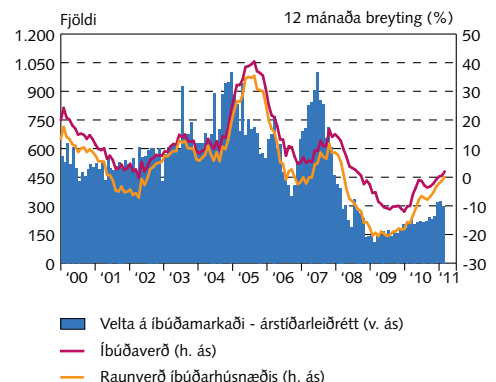
1. Tölur frá október 2008 eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10
Hlutdeildarskírteini sjóða
Janúar 2000 - febrúar 2011



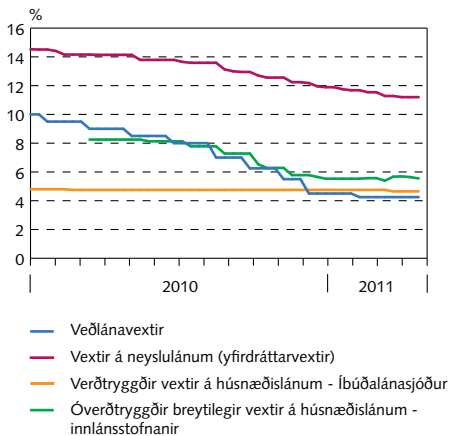
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11
Íbúðaverð og velta á höfuðborgarsvæðinu¹
Janúar 2000 - febrúar 2011



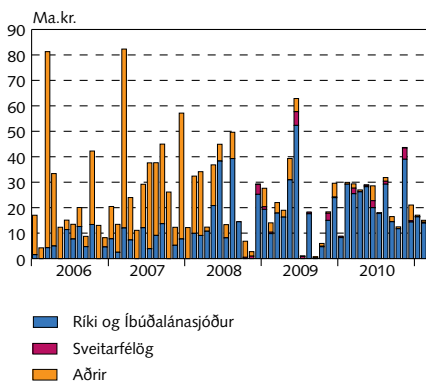
1. Velta er miðuð við fjölda kaupsamninga á kaupdegi íbúða.
Heimildir: Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12
Veðlávextir og útlávextir til einstaklinga
1. janúar 2010 - 15. apríl 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13
Útboð markaðsskuldabréfa
Janúar 2006 - febrúar 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vextir á almennum neyslálánum og húsnæðislánum hafa því ekki lækkað í sama mæli og vextir Seðlabankans. Þannig eru skráðir vextir á almennum neyslálánum enn rúmlega 11% að meðaltali á meðan veðlávextir Seðlabankans eru 4,25%. Verðtryggðir húsnæðislávextir hafa hins vegar lítið lækkað. Þannig hafa t.d. vextir nýrra útlána Íbúðalánasjóðs einungis lækkað um 0,15 prósentur frá ársbyrjun 2010 þrátt fyrir að ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hafi lækkað að jafnaði um hátt í 1 prósentu. Þessi aukni munur milli seðlabankavaxta og útlávaxta er hins vegar ekki einskorðaður við Ísland og er reyndar mun meiri í ýmsum nágrannalöndum. Þannig eru t.d. vextir á almennum neyslálánum í Bretlandi og Þýskalandi um 8-9% og nafnvextir húsnæðislána með breytingarákvæði eftir tvö ár um 4-6% en stýrivextir þessara landa eru 0,5-1,25%.

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja eru einnig erfið og lítið um útlán í bankakerfinu til nýrra verkefna. Töf hefur orðið á endurskipulagningu fyrirtækja í skuldavanda. „Beina brautin“ svonefnda, sem er samkomulag sem undirritað var um miðjan desember sl. varðandi samræmdar aðgerðir við úrvinnslu skuldamála lítilla og meðalstórra fyrirtækja, gengur hægar en gert var ráð fyrir.² Vantraust fyrirtækja til lánaþyrta og óvissa um lögmæti samninga um gengistryggð lán hefur haft letjandi áhrif á þátttöku í ferlinu, þótt óvissan ætti ekki að tefja framgang Beinu brautarinnar þar sem fyrirtæki fyrirgera engum rétti með því að þiggja þau úrræði sem standa til boða.³ Líklega er aukinn fjöldi árangurslausra fjárnáma undanfarna mánuði eðlileg eftirköst fjármálakreppunnar og endurspeglar því ekki aukinn vanda fyrirtækja nú. Árangurslaus fjárnám segja meira til um vanda lítilla og meðalstórra fyrirtækja en gjaldþrot þar sem oft eru engar eignir til staðar hjá smærri fyrirtækjum og þau því ekki keyrð í gjaldþrot.

Stærri fyrirtækjum hefur reynt erfið að sækja nýtt fjármagn með skuldabréfaútgáfu og er lítil sem engin virkni á markaði með fyrirtækjaskuldabréf. Eins og sést á mynd III-13 hafa ríki og Íbúðalánasjóður nánast tekið yfir markaðinn með frumútgáfu skuldabréfa.

2. Þessar upplýsingar komu fram á ráðstefnu um framvindu Beinu brautarinnar sem haldin var 22. mars sl. Að fundinum stóðu Viðskiptaráð Íslands, Samtök atvinnulífsins, Samtök fjármálafyrirtækja, efnahags- og viðskiptaráðuneytið og fjármálaráðuneytið.

3. Hafa ber í huga að endurskipulagning fyrirtækja er tímafrekt og kostnaðarsamt ferli sem vegur þungt hjá litlum fyrirtækjum. Hugsanlega óttast smærri fyrirtæki kostnaðinn sem til félli við að endurtaka ferlið þegar nýjar upplýsingar liggja fyrir.

Þegar alþjóðlega fjármálakreppan hófst síðla sumars 2007 hafði raunverð á húsnæði (þ.e. verðið staðvirt með vísitölu neysluverðs) hækkað mikið í um áratug. Hér á landi hækkaði raunverð húsnæðis um 120% frá því að það náði lágmarki árið 1997 uns hámarki var náð árið 2007, sem samsvarar 8% hækkun á ári að meðaltali. Svipaða þróun má sjá víða um heim. T.d. hækkaði raunverð húsnæðis í Bandaríkjunum um 81% frá lágmarki á árinu 1997 til ársins 2006 þegar það náði hámarki, en það samsvarar 7,2% hækkun á ári að meðaltali. Eins og sést á mynd 1 var hækkunin hér á landi og í Bandaríkjunum mun meiri en hægt er að skýra með hækkun byggingarkostnaðar.¹

Þróunin var svipuð í fjölda annarra ríkja. Af þeim löndum sem borin eru saman á mynd 2 voru minnstar verðhækkningar á Íslandi framan af síðasta áratug en á árinu 2005 var verðhækkunin langmest hér á landi en þá hækkaði raunverðið um fjórðung. Nærtækt er að tengja þessa miklu hækkun húsnæðisverðs við þær breytingar sem gerðar voru á Íbúðalánasjóði seint á árinu 2004 þegar lánshlutfall var hækkað í 90%, vextir lækkuðu á skömmum tíma úr 5,1% í 4,15% og bankarnir hófu samkeppni við Íbúðalánasjóð og náðu fljótlega undir sig stórum hluta af íbúðalánamarkaðnum.² Á sama tíma voru hagstæð lán í boði í öðrum löndum, t.d. Bandaríkjunum, hagvöxtur var mikill, atvinnuleysi lítið, laun hækkuðu og hlutabréf og fasteignir hækkuðu í verði sem allt jók á bjartsýni og eftirspurn. Eins og sést á mynd 2 var viðsnúningurinn einnig alþjóðlegur. Af löndunum í mynd 2 voru Bandaríkin fyrst, en þar byrjaði verðið að lækka snemma á árinu 2006 en Bretland og Ísland síðust en þar náði verðið hámarki í lok árs 2007.

Er hægt að koma í veg fyrir bólur?

Hagfræðingar eru yfirleitt sammála um skaðsemi eignaverðsbóla.³ Hins vegar er ágreiningur um það hvort hægt sé að sporna við slíkum böllum og hvaða tæki dugi best til þess. Þessi ágreiningur snýst m.a. um hvort hægt sé að greina verðbólur. Jafnan er auðvelt að greina bóluarnar eftir á en spurningin er hvort hægt sé að greina þær meðan á uppsveiflunni stendur og nægilega tímanlega áður en þær springa. Og þótt æskilegt sé að aðgerðirnar hamli gegn miklu ójafnvægi á eignamörkuðum er einnig mikilvægt að koma í veg fyrir að bóluarnar springi með hveli, þ.e. að aðgerðirnar leiði til mikilla og snarpra verðlækkana með tilheyrandi afleiðingum fyrir allan þjóðar-búskapinn. Það er einnig nauðsynlegt að líta til þess að viðleitni við að halda aftur af eðlilegri verðþróun getur valdið verulegum kostnaði. Miklar hækkanir húsnæðisverðs í Bandaríkjunum við lok síðari heimstyrjaldarinnar eru dæmi um hækkun sem endurspeglar ekki húsnæðisbólur.

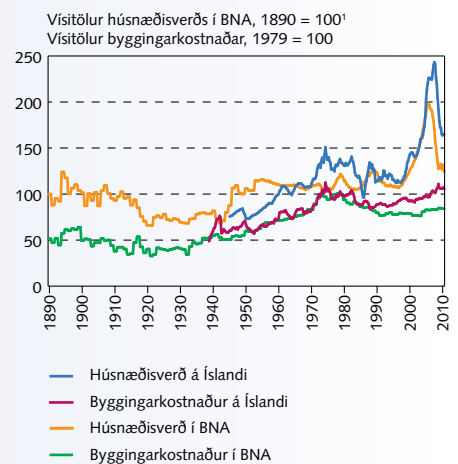
1. Raunverð húsnæðis í Bandaríkjunum er fengið frá Robert Shiller en fyrir Ísland er byggt á tölum frá Hagstofu Íslands. Vísitala byggingarkostnaðar fyrir Bandaríkin er einnig fengin frá Shiller en notast er við byggingarvísitölu Hagstofunnar fyrir Ísland. Húsnæðisverðsvísitala Shillers fyrir Bandaríkin tekur gildið 100 árið 1890. Vísitalan fyrir Ísland er stillt af þannig að hún taki gildið 107,9 á fyrsta fjórðungi ársins 1970 eins og vísitala Shillers. Vísitölurnar fyrir byggingarkostnað eru stilltar af þannig að vísitalan fyrir Ísland tekur gildið 100 árið 1979 eins og vísitala Shillers fyrir Bandaríkin.
2. Sjá t.d. Lúðvík Elíasson og Þórarinn G. Pétursson (2009), „The residential housing market in Iceland: Analysing the effects of mortgage market restructuring“, *Housing Studies*, 24, 25-45, en þar er lagt mat á áhrif þessara þátta á húsnæðisverð á Íslandi. Samkvæmt niðurstöðum þeirra leiddi lækkan húsnæðisvaxta og aukin aðgengi að lánsfé í gegnum slakari útlánakröfur til þess að húsnæðisverð hækkaði um 25% umfram það sem það hefði ella gert og til svipaðrar aukningar í íbúðafjárfestingu. Samkvæmt þeirra niðurstöðum ganga þessi áhrif hins vegar til baka á 3-5 árum með því að húsnæðisverð lækkar á ný og íbúðafjárfesting dregst saman.
3. Um þessi mál er fjallað í skýrslu Seðlabanka Íslands til efnahags- og viðskiptaráðherra, „Peningastefnan eftir höft“, Seðlabanki Íslands, *Sérrit* nr. 4, bls. 29-30.

Rammagrein III-1

Bólur í húsnæðisverði

Mynd 1

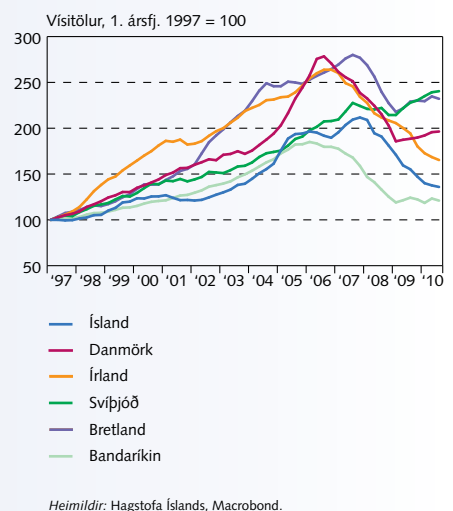
Raunverð húsnæðis og byggingarkostnaðar í Bandaríkjunum 1890-2010 og á Íslandi 1945-2010



1. Vísitalan fyrir Ísland er stillt af þannig að hún taki gildið 107,9 á 1. fjórðungi ársins 1970 eins og húsnæðisverðsvísitalan í BNA. Heimildir: Heimasíða Roberts J. Shiller, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

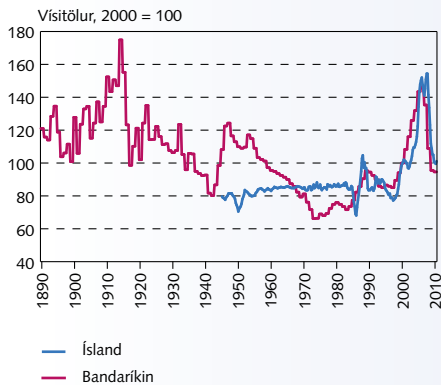
Mynd 2

Raunverð húsnæðis í nokkrum löndum
1. ársfj. 1997 - 3. ársfj. 2010



Mynd 3

Hlutfall húsnæðisverðs og byggingarkostnaðar í BNA frá 1890-2010 og á Íslandi frá 1945-2010

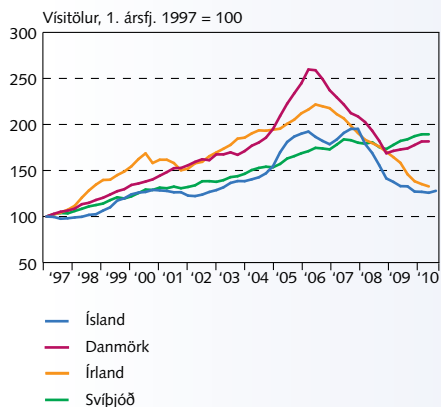


Heimildir: Heimasíða Roberts J. Shiller, www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Hlutfall húsnæðisverðs og byggingarkostnaðar í nokkrum löndum

1. ársfj. 1997 - 4. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond.

Aðgerðir gegn eignaverðsbólum, hvort sem um er að ræða vaxtahækkunar, lækkunar á hámarki veðsetningar eða aðgerðir sem draga úr útlánagetu lánakerfisins, hafa allar bæði bein áhrif á útlán og eftirspurn og einnig óbein áhrif í gegnum áhrif á væntingar fólks um þróun húsnæðisverðs og annarra hagstærða í framtíðinni. Þegar eignaverðsbólur eru komnar á gott skrið virðist myndast rík trú á að verðið haldi áfram að hækka alveg þar til að bólan springur og hrún blasir við. Svo virðist sem þessi trúgirnir nái ekki bara til almennings heldur einnig til sérfræðinga á markaðnum, miðlara og starfsmanna fjármálafyrirtækja. Þegar horft er til baka eftir að bólan er sprungin virðist augljóst að aðrar ákvarðanir hefðu verið ábatasamari fyrir þá sem áttu viðskipti á markaðnum skömmu fyrir hrúnið. Það er vissulega oftast mikil óvissa um það hvenær verðbólur muni springa en þegar myndir 1 og 2 eru skoðaðar virðist augljóst að ástæða hafi verið til að vara við mögulegri bólu í húsnæðisverði nokkru fyrir fjármálakreppuna.

Margir hagfræðingar eru þeirrar skoðunar að vaxtataeki seðlabanka sé kraftlítið í baráttunni við verðbólur á húsnæðismarkaði. Þegar árlegar hækkunar á húsnæðismarkaði eru jafn miklar og þær voru víða í aðdraganda fjármálakreppunnar eru hóflegar vaxtahækkunar mættlitlar. Til þess að ráða við verðbólur er því nauðsynlegt að beita stýritækjum sem hafa áhrif á útlánagetu banka og/eða á getu lántakenda til að taka lán. Árangur slíkra aðgerða ræðst að miklu leyti af skilningi almennings og sérfræðinga á viðkomandi markaði á aðgerðunum og getu yfirvalda til að grípa tímanlega til réttara aðgerða. Ef yfirvöldum eru mislagðar hendur í framkvæmd stefnunnar og/eða lítill skilningur almennings á aðgerðunum getur svo farið að almenningur sannfærast um að stjórnvöld haldi verði lágu með hafta aðgerðum til að koma í veg fyrir bólu sem aldrei varð til.

Er húsnæðismarkaðurinn kominn í jafnvægi?

Ef horft er til raunverðs húsnæðis á mynd 1 sést að þrátt fyrir að húsnæðisverð hafi lækkað mikið frá því sem það var hæst er raunverðið enn mun herra en það var þegar uppsveiflan byrjaði árið 1997 og einnig mun herra en söguleg langtímameðaltöl. Samkvæmt mynd 2 hefur raunverð húsnæðis á Íslandi og í Bandaríkjunum þó lækkað meira í átt að jafnvægi en í hinum löndunum sem eru með á myndinni.

Til að fá betri mynd af því hvort húsnæðisverð er að nálgast jafnvægi er rétt að bera það saman við byggingarkostnað. Ef húsnæðisverð er lágt miðað við byggingarkostnað er arðsemin í byggingarstarfsemi lítil og lítið fjárfest í húsnæði. Þegar húsnæðisverð í hlutfalli við byggingarkostnað er hátt er arðsemin hins vegar mikil. Mynd 3 sýnir að hlutfall húsnæðisverðs og byggingarkostnaðar í Bandaríkjunum og á Íslandi er enn fyrir ofan langtímameðaltal. Mynd 4, sem sýnir þróunina á Íslandi, Írlandi, í Danmörku og Svíþjóð frá árinu 1997, bendir til þess að þetta hlutfall sé enn tugum prósentu fyrir ofan það sem það var 1997 þrátt fyrir verulegar lækkunar húsnæðisverðs að undanfögnu. Myndin sýnir að verðið hækkar nú á ný í Danmörku og í Svíþjóð. Í Bretlandi hækkaði verðið einnig eins og sést á mynd 2. Í Svíþjóð lækkaði verðið lítið eitt í fjármálakreppunni en er nú þegar orðið herra en það var fyrir hana.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Áframhaldandi þróun í átt að betra jafnvægi var í þjóðarbúskapnum á síðasta ári eftir snarpa aðlögun árið 2009. Þrátt fyrir að samdráttur vergrar landsframleiðslu hafi haldið áfram virðist sem viðsnúningur hafi orðið í efnahagslífinu á seinni hluta ársins. Skilyrði fyrir viðvarandi efnahagsbata mynduðust einnig á árinu: vextir lækkuðu mikið, verðbólga hjaðnaði hratt og er nú í námunda við verðbólgu markmið Seðlabankans og gengi krónunnar og húsnæðisverð hafa verið nokkuð stöðug. Á þessu og næstu tveimur árum er reiknað með því að landsframleiðsla aukist um 2-3% og verður vöxturinn drifinn áfram af innlendri eftirspurn einkaaðila. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar er hins vegar neikvætt, auk þess sem aðhaldsaðgerðir hins opinbera hamla vexti eftirspurnar fram á næsta ár.

Meiri samdráttur fjárfestingar árið 2010 en áður var spáð en þó minni en bráðabirgðatölur Hagstofunnar gefa til kynna

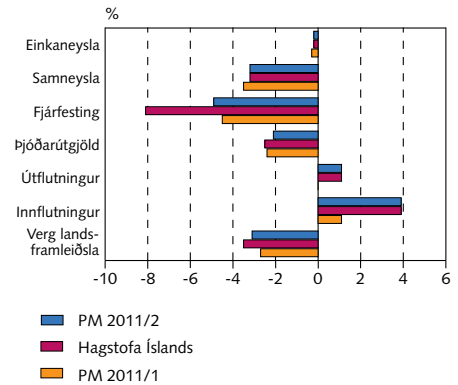
Hagstofa Íslands birti fyrstu áætlanir um þjóðhagsreikninga fyrir allt árið 2010 í mars sl. Samkvæmt þeim var samdráttur fjárfestingar árið 2010 nokkru meiri en Seðlabankinn spáði í febrúar. Munar þar mestu um atvinnuvegafjárfestingu, en í febrúar gerði bankinn ráð fyrir að hún hefði aukist um 14,4% í fyrra samanborið við 0,9% vöxt í bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Eins og í febrúar telur bankinn hins vegar að bráðabirgðatölur Hagstofunnar verði endurskoðaðar upp á við. Er það m.a. byggt á því að á síðasta ári jókst innflutningur fjárfestingarvöru án stóriðju um nálægt 20%. Að sama skapi benda niðurstöður könnunar sem bankinn gerði meðal 56 stærstu fyrirtækja landsins (sem spanna um 60% atvinnuvegafjárfestingar í heild) til þess að almenn atvinnuvegafjárfesting hafi aukist um rúmlega 8% að raunvirði á síðasta ári (sjá rammagrein IV-1). Að teknu tilliti til þessara vísbendinga, niðurstaðna fyrirtækjakönnunar Capacent Gallup í febrúar og mars og vísbendinga frá einföldum tölfræðilikönnum, telur bankinn að atvinnuvegafjárfesting á síðasta ári hafi verið 7 ma.kr. meiri en samkvæmt tölum Hagstofunnar og hafi aukist um 6,5% að magni frá fyrra ári.¹ Fjármunamyndun alls er því talin hafa dregist saman um 4,9% samanborið við 8,1% samkvæmt tölum Hagstofunnar. Þetta er heldur meiri samdráttur en bankinn spáði í febrúar en þá var gert ráð fyrir 4,5% samdrætti.

Þrátt fyrir minni samdrátt þjóðarútgjalda virðist samdráttur landsframleiðslu á síðasta ári hafa verið meiri en spáð hafði verið Einkaneysla og samneysla voru litlu sterkari í bráðabirgðatölum Hagstofunnar en Seðlabankinn hafði spáð í febrúar. Að teknu tilliti til mats bankans á þróun fjárfestingar á árinu var samdráttur þjóðarútgjalda því um 2,1% á síðasta ári í stað 2,4% í febrúarspánni. Samdráttur landsframleiðslunnar er hins vegar talinn hafa verið heldur meiri eða

1. Capacent Gallup framkvæmir könnun á stöðu og framtíðarhorfum 400 stærstu fyrirtækja landsins fjórum sinnum á ári. Tvær kannanir eru nokkuð viðamiklar og eru framkvæmdar í febrúar/mars og september á hverju ári á meðan hinar tvær eru minni í sniðum og framkvæmdar í maí/júní og desember.

Mynd IV-1

Þjóðhagsreikningar 2010 og mat Seðlabankans

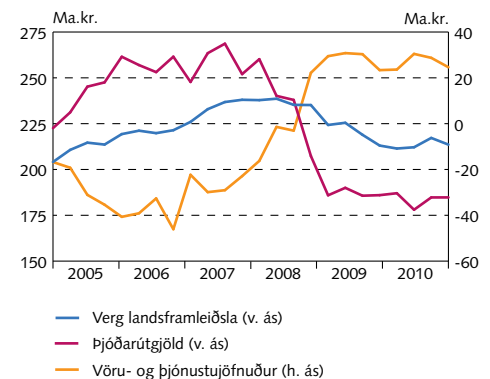


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

Verg landsframleiðsla, þjóðarútgjöld og vöru- og þjónustujöfnuður

Árstíðarleiðréttar tölur á verðlagi ársins 2000¹

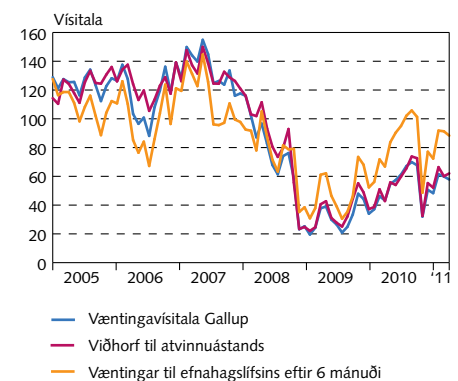


1. Tölur fyrir VLF og þjóðarútgjöld eru árstíðarleiðréttar af Seðlabanka Íslands. Vegna keðjutengingar þarf summa þjóðarútgjalda og nettó utanríkisviðskipta ekki að vera jöfn VLF.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

Væntingavísitalur

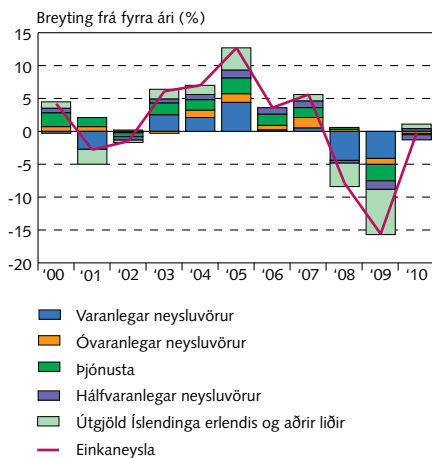
Janúar 2005 - mars 2011



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd IV-4

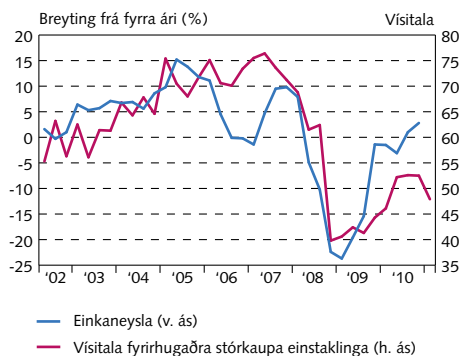
Þróun einkaneyslu og framlag undirlíða
2000-2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

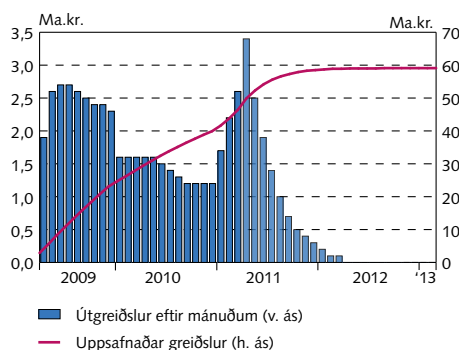
Þróun einkaneyslu og vísitala
fyrirhugaðra stórkaupa einstaklinga
2. ársfj. 2002 - 1. ársfj. 2011¹



1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 4. ársfjórðungs 2010.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd IV-6

Útgreiðslur úr frjálsum séreignarsparnaði¹
Apríl 2009 - febrúar 2013



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

3,1% í stað 2,7% í febrúarspánni.² Meiri samdráttur landsframleiðslu, þrátt fyrir minni samdrátt þjóðarútgjalda, helgast af því að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var neikvæðara en þá var talið. Vöxtur útflutnings reyndist þó meiri en spáð hafði verið og skýrist frávíkið því af mun meiri aukningu innflutnings en bankinn spáði í febrúar. Má að mestu leyti rekja það til endurskoðunar á tölum Hagstofunnar um innflutta þjónustu á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Innlend eftirspurn hefur því í meiri mæli beinst út úr þjóðarþúskapnum en gert var ráð fyrir í febrúarspánni.³

Eftirspurn heimila jókst þegar leið á síðasta ár ...

Eftir langt samdráttartímabil jókst einkaneysla á ný á þriðja fjórðungi síðasta árs. Hún jókst enn frekar á síðasta fjórðungi ársins ef miðað er við árstíðarleiðréttan vöxt milli fjórðunga. Á seinni hluta ársins mældist einnig vöxtur milli ára í einkaneyslu í fyrsta sinn frá fyrsta fjórðungi ársins 2008. Drifkraftar aukinnar einkaneyslu verða ekki skýrðir með hefðbundnum þáttum á borð við kaupmáttaraukningu eða hækkun eignaverðs. Skýringin er líklega sú að sá varúðarsparnaður heimila, sem jókst í kjölfar bankahrunsins, gekk að einhverju leyti til baka. Það er vel þekkt þróun, að þegar óvissa er mikil um þróun efnahagslífsins og horfur í atvinnumálum ótryggar, aukist sparnaðarhneigð neytenda. Eftir því sem tíminn hefur liðið og efnahagsreikningar heimila og fyrirtækja skýrst hefur dregið úr þessari óvissu. Þetta má m.a. sjá í því hvernig neytendur mátu atvinnuástand og væntingar um efnahagshorfur næstu sex mánaða á seinni hluta síðasta árs, en þessir tveir mælikvarðar gáfu til kynna aukna bjartsýni til komandi missera meðal neytenda. Undir slíkum kringumstæðum er viðbúið að dragi úr varúðarsparnaði heimila og eftirspurnin aukist.

Líklegt er að bati einkaneyslu á síðari hluta ársins hafi að nokkru leyti beinst að varanlegum og hálfvaranlegum neysluvörum en útgjöld til þessara vörulíða drógust verulega saman í kjölfar fjármálakreppunnar og mikillar lækkunar á gengi krónunnar. Þróun á sölu raftækja og húsgagna á síðasta ári samkvæmt mælingum Rannsóknarseturs verslunarinnar styður þetta mat. Einnig má sjá í könnunum Capacent Gallup á fyrirhuguðum stórkaupum heimila umtalsverða aukningu á síðasta ári í fyrirhuguðum bifreiðakaupum og utanlandsferðum frá því að þessar væntingar voru sem dræmastar eftir hrun. Þessa þróun má einnig sjá í sundurliðun bráðabirgðatalna einkaneyslu eftir helstu neysluflokkum frá Hagstofunni.

Heimilin gátu einnig nýtt sér útgreiðslu á séreignarlífeyrissparnaði til að brúa tímabundinn fjárhagsvanda. Þessu til viðbótar má gera ráð fyrir því að dómur Hæstaréttar um ólögætti gengistryggðra lána og útgreiðslur vegna ofgreiddra lána hafi stutt við þessa þróun. Leggjast þar á sömu sveif lækkun höfuðstóls og léttari greiðslubyrði lána ásamt

2. Þetta er þó heldur minni samdráttur en tölur Hagstofunnar gefa til kynna, en samkvæmt þeim var samdrátturinn 3,5%. Meiri samdráttur í tölum Hagstofunnar skýrist að öllu leyti af afar veikum fjórða ársfjórðungi því að ársvöxtur fyrstu þrjá ársfjórðunga ársins er mældur meiri í tölum Hagstofunnar en gert var ráð fyrir í febrúarspá banks.
3. Í þjóðhagsreikningum síðasta árs er einnig athyglisvert hversu miklar sveiflur eru í birgðabreytingum innan ársins. Í tölum Hagstofunnar eru birgðir af áli, kísiljárn, sjávarafurðum og innfluttum olíuvörum. Út- og innflutningur á þessum vörum fer fram í afar stórum einingum. Það getur því skipt miklu máli fyrir birgðastöðuna hvenær út- og innflutningurinn á sér stað.

því að miklu af óvissunni sem ríkt hafði um efnahagsreikning heimila hefur verið eytt. Aukin velta á fasteignamarkaði og áætlanir um aukin stórkaup heimila styðja þetta einnig. Nánari umfjöllun um fjármálaleg skilyrði heimila er að finna í kafla III.

... og búist er við áframhaldandi hægum bata einkaneyslu

Reiknað er með því að einkaneyslan muni vaxa á þessu ári, þótt vöxturinn verði hægur. Þegar ársvöxtur einkaneyslu er skoðaður þarf að hafa í huga grunnáhrif frá einkaneyslu ársins á undan. Vegna þróunarinnar innan síðasta árs kemur fram talsverður vöxtur á þessu ári þegar ársmeðaltöl eru borin saman þrátt fyrir að vöxturinn innan ársins sé ekki ýkja mikill. Þá má reikna með því að ársbreytingin á öðrum fjórðungi þessa árs endurspegli að einhverju leyti grunnáhrif frá fyrra ári. Tímasetning páska í fyrra veldur því að mikið af innkaupum þeim tengdum fór fram á fyrsta fjórðungi þess árs en fer að líkindum í mun meiri mæli fram á öðrum fjórðungi í ár.

Helstu hátiðnivísbendingar um þróun einkaneyslu á fyrsta fjórðungi þessa árs benda raunar til þess að heldur hafi dregið úr einkaneyslu miðað við síðasta fjórðung í fyrra. Þó vegast á kortaveltutölur, sem benda til þess að eftirspurn hafi heldur minnkað, og dagvöruvelta sem gefur til kynna lítils háttar vöxt í innlendri veltu. Í þeirri spá sem hér er kynnt er spáð að árstíðarleiðrétt einkaneysla minnki um 0,5% á fyrsta fjórðungi þessa árs frá síðasta fjórðungi 2010, en aukist um 1,3% milli ára. Spáð er um 2,7% vexti fyrir árið í heild, en ólíkt fyrri vaxtarskeiðum einkaneyslu er drifkraftana ekki að finna í örra kaupmáttaraukningu eða mikilli hækkun eignaverðs. Líklegast er að aukna eftirspurn heimila megi rekja til þess að óvissa varðandi fjárhagsstöðu þeirra hefur minnkað auk útgreiðslna vegna endurútreiknings gengis-tryggðra lána eins og áður hefur verið rakið. Reiknað er með að kaupmáttur ráðstöfunartekna aukist lítillega á þessu ári eftir 3,6% samdrátt á síðasta ári og um 20% samdrátt á síðustu tveimur árum. Að þessu leyti er sá einkaneyslubati sem spáð er talsvert brothættari en vöxtur sem ætti sér traustari forsendur í tekjuþróun.

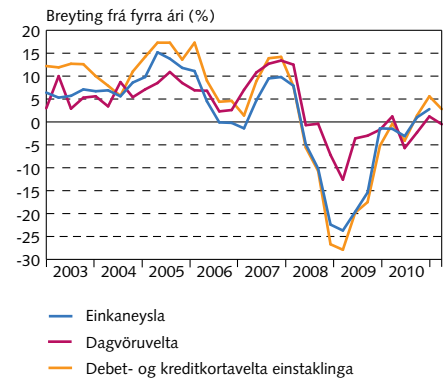
Horft lengra fram í spátímann er búist við að kaupmáttur ráðstöfunartekna vaxi um 1% að meðaltali á næstu tveimur árum samhliða því að dragi nokkuð úr atvinnuleysi og auður heimila taki að aukast á ný. Þessir þættir styðja við einkaneyslu sem reiknað er með að aukist um u.þ.b. 3% á ári á næstu tveimur árum, sem er heldur undir sögulegum meðalvexti. Í sögulegu ljósi er því reiknað með að vægi einkaneyslu í landsframleiðslu verði nokkru minna næstu tvö árin en að meðaltali undanfarna áratugi. Í spánni er gert ráð fyrir að vægi einkaneyslu verði rétt yfir 50% á spátímanum samanborið við rúm 58% að meðaltali á árunum 1980-2008.

Aðhald hins opinbera heldur aftur af innlendri eftirspurn

Í kjölfar fjármálakreppunnar dróst innlend eftirspurn snarpt saman. Þrátt fyrir niðurskurðaraðgerðir af hálfu hins opinbera var raunsamdráttur opinberra útgjalda mun minni árið 2009 en útgjöld einkaaðila. Samdráttur útgjalda einkaaðila árið 2009 nam tæpum 26% en opinberra aðila rúmlega 6%. Hallarekstur hins opinbera mildaði því samdráttinn árið 2009 en árið 2010 snerist dæmið við. Þá drógust útgjöld

Mynd IV-7

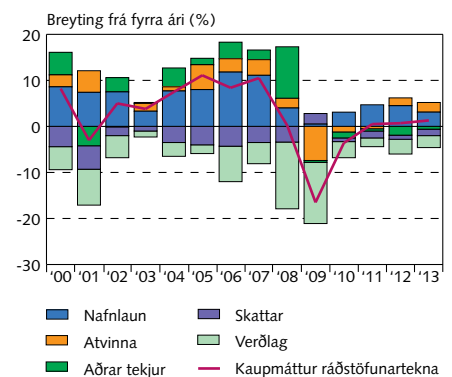
Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu
1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2011¹



1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 4. ársfjórðungs 2010. Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Þróun kaupmáttar ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2000-2013¹

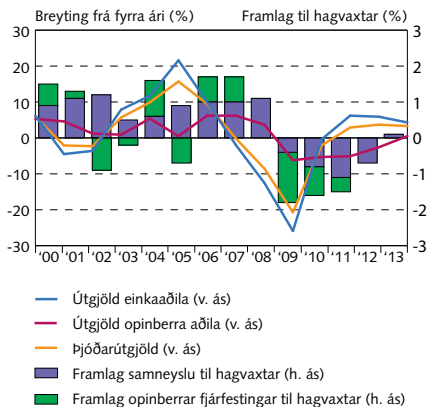


1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að veita saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirliða gefur því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna afrúnnunar og þar sem fullkomnið tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

Útgjöld einka- og opinberra aðila og þjóðarútgjöld

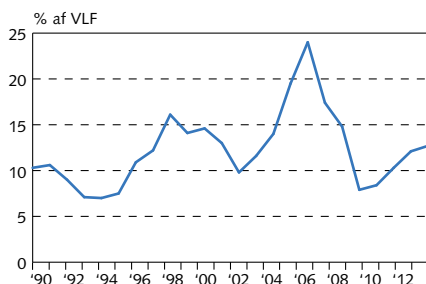
2000-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

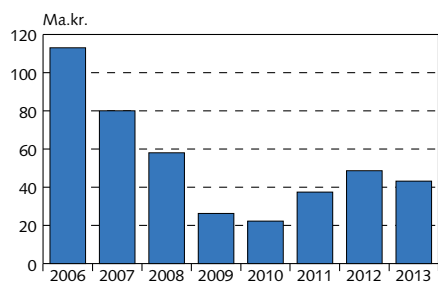
Atvinnuvegafjárfesting 1990-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11

Fjárfesting í stóriðju 2006-2013¹



1. Á föstu verðlagi ársins 2000. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

einkaaðila saman um 0,4% frá fyrra ári en útgjöld hins opinbera um 5,2%.⁴

Búið er við að útgjöld hins opinbera haldi áfram að dragast saman á þessu ári. Spáð er að samneyslan dragist saman um rúmlega 4% en fjárfesting hins opinbera um tæp 15%. Á næsta ári er reiknað með áframhaldandi samdrætti samneyslu en nánast óbreyttri fjárfestingu hins opinbera frá fyrra ári. Frá árinu 2013 taka opinber útgjöld hins vegar að aukast á ný að magni til. Gangi spáin eftir verður því framlag útgjalda hins opinbera til hagvaxtar áfram neikvætt á þessu og næsta ári, þó að bætt afkoma hins opinbera hafi líklega jákvæð áhrif á efnahagslífið í gegnum aðra þætti á borð við lægri áhættuþóknun og lægri vexti.

Horfur á meiri atvinnuvegafjárfestingu en áður var spáð

Samanborið við febrúarspá bankans er búið við umtalsvert meiri fjárfestingu í stóriðju í þessari spá. Aukningin kemur fyrst og fremst til vegna tveggja þátta. Í fyrsta lagi vegna nýrrar kísilverksmiðju Icelandic Silicon Corporation sem áformað er að reisa í Helguvík. Gert er ráð fyrir að framkvæmdir hefjist á þessu ári og standi fram til ársins 2013, en áætlað er að framleiðsluvirði verksmiðjunnar á ársgrundvelli nemi um 10 ma.kr. Í öðru lagi bætist við stækkun Alcoa-verksmiðjunnar á Reyðarfirði sem mun skila aukinni framleiðslugetu til útflutnings á árunum 2013-2014. Samtals nemur aukning vegna beggja verkefna um 35 ma.kr. í framkvæmdum og fellur að hluta til á þetta ár en þó mest á næsta ár. Á heildina litið er áætlað að fjárfesting vegna orkufreks iðnaðar ásamt grunnfjárfestingu í þeim greinum muni aukast um 68% að magni og nema um 74 ma.kr. á þessu ári. Á næsta ári er áætlað að þessi fjárfesting nemi tæpum 97 ma.kr. sem svarar til um 30% magnaukningar. Til samanburðar var í febrúarspá bankans reiknað með 36% magnaukningu á þessu ári og 27% á því næsta.

Samkvæmt könnun bankans um fjárfestingaráform stærri fyrirtækja (sjá rammagrein IV-1), er reiknað með því að atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla muni dragast saman á þessu ári. Hins vegar er töluverð aukning í fjárfestingu í orkufrekum iðnaði. Út frá könnuninni og öðrum vísbendingum má því ætla að atvinnuvegafjárfesting í heild aukist um 24½% í ár. Áætlað er að atvinnuvegafjárfesting aukist um 21% á næsta ári en að vöxturinn fari síðan niður í rúmlega 8% árið 2013 þegar þessum stóru fjárfestingarverkefnum í orkufrekum iðnaði er að miklu leyti lokið.

4. Hér eru útgjöld einkaaðila samtala útgjalda til einkaneyslu, atvinnuvegafjárfestingar, íbúðafjárfestingar og birgðabreytinga. Opinber útgjöld eru því samtala útgjalda til samneyslu og fjárfestingar hins opinbera.

Rammagrein IV-1

Athugun á fjárfestingu stærstu fyrirtækja

Óvenjumikil óvissa er nú ríkjandi um fjárfestingu atvinnuvega. Seðlabankinn hefur m.a. stuðst við upplýsingar um innflutning fjárfestingarvöru og könnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins á fjárfestingu liðandi árs og næsta árs en erfitt er að draga ályktanir af niðurstöðum þeirra um umfang fjárfestingar. Að þessu sinni var því brugðið á það ráð að framkvæma til viðbótar könnun meðal atvinnufyrirtækja sem voru með meira en 4 ma.kr. veltu árið 2009. Fyrirtækin voru beðin um upplýsingar um fjárfestingu síðustu tveggja ára og áætlun um fjárfestingu þessa árs.

Alls voru þetta 43 fyrirtæki og fengust svör frá þeim öllum. Auk þess hefur Seðlabankinn á undanförunum árum safnað saman ítarlegum upplýsingum um fjárfestingu orku-, veitu- og stóriðjufyrirtækja en þau eru alls 13. Þessar upplýsingar gefa mikilvæga vísbendingu um þróun fjárfestingar á síðasta ári og fjárfestingaráform fyrir þetta ár en samanlögð fjárfesting fyrirtækjanna í könnuninni ásamt fjárfestingu orku-, veitu- og stóriðjufyrirtækjanna nam um 60% atvinnuvegafjárfestingar árið 2009.

Tafla 1 Fjárfesting fyrirtækja að nafnvirði árin 2009-2011

Stærstu 43 fyrirtækin (fjöldi) Upphæðir í m.kr.	2009	2010	2011	Breyting milli 2009- 2010 (%)	Breyting milli 2010- 2011 (%)
Sjávarútvegur (10)	5.638	6.743	3.820	19,6	-43,3
Upplýsingatækni og samskipti (6)	4.392	4.476	3.683	1,9	-17,7
Verslun (10)	4.222	2.185	2.400	-48,2	9,8
Framleiðsla (9)	2.441	3.106	3.312	27,2	6,6
Flutningar, þjónusta og annað (8)	7.389	8.065	11.170	9,1	38,5
Alls (43)	24.082	24.575	24.385	2,0	-0,8

Vísbendingar fyrir árið 2010

Fjárfesting fyrirtækjanna 43 í könnuninni nam alls um fimmtungi af atvinnuvegafjárfestingu árið 2009. Könnunin sýnir að fjárfesting þeirra jókst um 2% að nafnvirði milli árána 2009 og 2010. 21 fyrirtæki var með meiri fjárfestingu árið 2010 en árið 2009, en 18 fyrirtæki voru með minni fjárfestingu. Ef gert er ráð fyrir að almenn fjárfesting hafi fylgt nokkurn veginn sömu þróun á milli ára og bætt við fjárfestingu í orkufrekum iðnaði, tónlistar- og ráðstefnuhúsinu Hörpu ásamt skipum og flugvélum, fæst að atvinnuvegafjárfesting í heild hafi aukist um rúmlega 8% að raunvirði á síðasta ári.

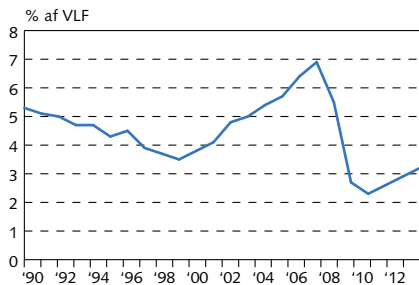
Vísbendingar fyrir árið 2011

Niðurstöður athugunar á fjárfestingaráformum fyrirtækjanna 43 fyrir þetta ár benda til þess að fjárfesting verði tæplega 1% minni að nafnvirði á þessu ári en hún var árið 2010. Þegar litið er á skiptingu eftir atvinnugreinum kemur í ljós að sjávarútvegsfyrirtæki áætla að fjárfesting þeirra á þessu ári verði nálægt helmingi af því sem þær voru í fyrra. Þá kemur fram nokkur samdráttur hjá fyrirtækjum í upplýsinga- og samskiptatækni. Á hinn bóginn benda niðurstöðurnar til talsverðrar aukningar í fjárfestingu hjá flutningafyrirtækjum, versunarfyrirtækjum, fyrirtækjum í framleiðslu og hjá þeim sem teljast vera í ýmissi annarri starfsemi. Samkvæmt niðurstöðunum ætla 19 fyrirtæki að auka fjárfestingu en 11 að draga úr henni. Jafnframt kemur í ljós að meðalvöxtur fjárfestingar á árinu er töluvert minni en miðgildi hennar, sem bendir til þess að meðaltalið sé lægra vegna þess að fáein fyrirtæki ætli að draga mikið úr fjárfestingu. Þegar áætlanum orku-, veitu- og stóriðjufyrirtækja er bætt við ásamt skipum, flugvélum og fjárfestingu í tónlistar- og ráðstefnuhúsinu Hörpu gefur könnunin vísbendingu um að atvinnuvegafjárfesting aukist um tæplega 23% að raunvirði á þessu ári.

Íbúðafjárfesting áfram með allra minnsta móti

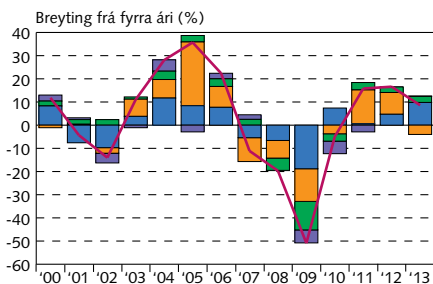
Í kjölfar mikils samdráttar á árinu 2009 dróst íbúðafjárfesting áfram saman á síðasta ári. Samdrátturinn nam um 17% samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar, sem er nokkru minni samdráttur en spáð var í *Peningamála* í febrúar. Á síðasta fjórðungi ársins mældist hins vegar mikil aukning milli ára, en hafa ber í huga að í þeirri miklu lægð sem fasteignamarkaðurinn hefur verið í eru ekki háar fjárhæðir í samhengi við þjóðhagsreikninga á bak við þessar prósentubreytingar. Vægi íbúðafjár-

Mynd IV-12
Íbúðafjárfesting 1990-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

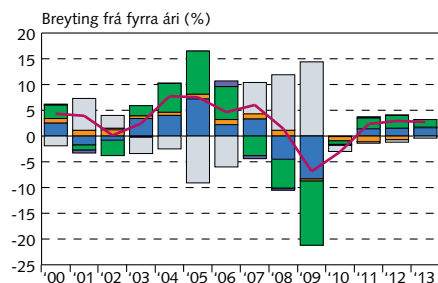
Mynd IV-13
Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2000-2013¹



— Fjármunamyndun alls
■ Atvinnuvegir án stóriðju
■ Stóriðja
■ Íbúðarhúsnæði
■ Hið opinbera

1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14
Hagvöxtur og framlag undirliða 2000-2013¹



■ Einkaneysla
■ Samneysla
■ Fjármunamyndun
■ Birgðabreytingar
■ Utanríkisviðskipti
■ Hagvöxtur

1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

festingar er þannig, eins og vægi annarrar fjármunamyndunar á síðasta ári, í sögulegu lágmarki. Lengst af hefur hlutfall íbúðafjárfestingar af vergri landsframleiðslu verið í kringum 4-5% en þegar mest lét árið 2007 nam það tæpum 7%. Árið 2010 var hlutfallið komið niður í 2,3%, en hlutfall íbúðafjárfestingar hefur ekki verið svo lágt á lýðveldistímanum.

Um miðbik síðasta áratugar stórkjóst fjöldi íbúða í byggingu miðað við það sem áður hafði sést. Í fjármálakreppunni snerist þetta við og á árinu 2009 var aðeins byrjað á 155 íbúðum og lokið við 484, en til samanburðar var á tímabilinu 1983-2000 að jafnaði byrjað á og lokið við 1.100-1.200 íbúðir á ári. Um áramótin 2009/2010 voru 3.549 íbúðir í byggingu. Samkvæmt heimildum frá stéttarfélagi húsasmíðameistara var í afar takmörkuðum mæli ráðist í nýbyggingar framan af árinu 2010 og lítið unnið við ófullgerðar byggingar. Meira var að gera í viðhaldsvinnu og hafði átaksverkefnið „Allir vinna“ líklega talsverð áhrif. Þegar líða tók á árið 2010 jókst eftirspurn eftir nýju húsnæði og fór þá í gang nokkur vinna við að fullklára húsnæði í byggingu. Útlit er fyrir að áfram verði lítið byggt af nýju húsnæði á árinu 2011 en þess í stað verði kapp lagt á að klára ófullgert húsnæði sem er til staðar. Í þessari spá er áætlað að íbúðafjárfesting taki smám saman við sér á spátímanum og leiti í rúmlega 3% af landsframleiðslu í lok spátímans.

Gert ráð fyrir töluverðum vexti heildarfjármunamyndunar á þessu og næsta ári

Gert er ráð fyrir að fjármunamyndun aukist um tæplega 16% á þessu ári, sem er nokkru meiri vöxtur en spáð var í febrúar en þá var gert ráð fyrir tæplega 10% vexti. Gert er ráð fyrir svipuðum vexti á næsta ári og í síðustu spá eða um 16½%. Nokkuð hægir á vextinum árið 2013 en samkvæmt spánni er gert ráð fyrir 8½% vexti það ár, sem er heldur minni vöxtur en spáð var í febrúar. Samkvæmt spánni verður vöxtur fjármunamyndunar í meginatriðum drifinn áfram af fjárfestingu í orku-frekum iðnaði. Á næsta ári styður fjárfesting í öðrum atvinnurekstri einnig við vöxt fjárfestingar og ber hann að mestu uppi árið 2013.

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt þrátt fyrir lágt raungengi

Mikil lækkun raungengisins á undanförunum misserum kallaði á mikla aðlögun í þjóðarbúskapnum. Sú aðlögun hefur fyrst og fremst komið fram í minni innflutningi vöru og þjónustu. Ef miðað er við fast verðlag nam innflutningur um 33½% af landsframleiðslu í fyrra samanborið við 41½% að meðaltali á árunum 2000-2008. Vaxandi merki þess að innflutningur væri að taka við sér á ný sáust þó þegar líða tók á síðasta ár og mældist vöxturinn tæplega 4% frá árinu áður. Bati innlendrar eftirspurnar sem bera fór á þegar líða tók á árið beindist því í æ meiri mæli að innflutningi, enda innlendum framleiðendum nokkur takmörk sett að mæta aukinni eftirspurn með innlendri framleiðslu, a.m.k. til skemmri tíma.

Eins og fjallað er um í kafla II hefur útflutningurinn ekki aukist að sama skapi, enda stór hluti vöruútflutnings háður annaðhvort takmörkunum sem ráðast af framleiðslugetu sem nokkurn tíma tekur að breyta eða takmörkunum á aflaheimildum. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var því neikvætt á síðasta ári og eru horfur á að svo verði áfram á næstu tveimur árum.

Búist við hægum hagvexti á næstu árum

Spáð er að þjóðarútgjöld aukist um hátt í 3% á þessu ári og um 3½-4% á ári næstu tvö árin. Þetta er um ½ prósentu meiri vöxtur á þessu ári en spáð var í febrúar en lítillega minni vöxtur á næstu tveimur árum.

Samkvæmt spánni verður hagvöxtur á þessu ári um 2,3%. Á árunum 2012 og 2013 er búist við að áframhaldandi bati innlendrar eftirspurnar verði megindrifkraftur tæplega 3% hagvaxtar hvort árið. Þetta er að meðaltali um ½ prósentu lakari vöxtur á ári en spáð var í febrúar og skýrist frávikinu að mestu leyti af neikvæðara framlagi utanríkisviðskipta en þá var gert ráð fyrir.

Afleiðingar efnahagslæggðarinnar valda óvissu í mati á framleiðslugetu

Frá fjármálaáföllunum árið 2008 hefur íslenska þjóðarbúið gengið í gegnum mikinn samdrátt og hefur verulegur slaki myndast í þjóðarbúskapnum. Augljósasta birtingarmynd þessa er að atvinnuleysi mælist langt umfram það sem telja má að samræmist jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Alla jafnan er mikil óvissa um mat á framleiðslugetu, en eftir viðlíka umhleyplingar og hafa verið í íslensku efnahagslífi á undan-gengnum árum ríkir sérlega mikil óvissa um hvernig framleiðslugetan hefur þróast og hvers er að vænta í þróun hennar í bráð og lengd. Á vinnumarkaði má greina umtalsverða aðlögun en búast má við að þegar framleiðsla tekur að aukast muni atvinna aukast á nýjan leik og atvinnuleysi minnka. Hversu mikið varanlegt tap framleiðslugetu í kjölfar samdráttar síðustu ára verður er einnig mikilli óvissu háð. Það ræðst m.a. af því hversu mikil langtímaáhrifin verða á framboð og þekkingu vinnuafslsins og hvernig stjórnvöldum tekst að hlúa að þeim mannaúði sem nýtist ekki á tímum mikils atvinnuleysis. Á fjármunahliðinni er ljóst að miklir fjármunir, bæði framleiðslutæki og mannvirki, eru til staðar, þótt hluti fjármunastofnsins hafi farið forgörðum t.d. með sölu úr landi. Eins og mynd IV-15 sýnir hefur nýting þeirra framleiðslufjármuna sem enn eru í landinu hins vegar verið léleg undanfarin tvö ár og tímafrekt getur reynst að koma þeim í nýtingu í samkeppnishæfum greinum. Þróun efnahagsbatans ræðst því að umtalsverðu leyti af því hversu vel tekst til við að laga innlenda framleiðslupætti að breyttum aðstæðum og nýta þá fjármunaeign sem er til staðar.

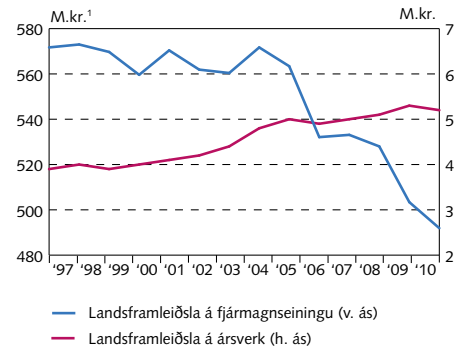
Talsverður framleiðslulaki fyrir hendi í hagkerfinu

Þrátt fyrir mikla óvissu telur Seðlabankinn líklegt að samdráttur landsframleiðslu síðustu tveggja ára hafi ekki komið að fullu fram í framleiðslulakanum þar sem nokkuð af framleiðslugetu hefur tapast, bæði í vinnuafsls- og fjármagnsstofni, en einnig í minni framleiðni framleiðslupáttá. Niðurstöður könnunar Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins benda til þess að framleiðslulakinn sé enn umtalsverður. Aðeins lítill hluti fyrirtækja telur sig eiga erfitt með að bregðast við óvæntri eftirspurn og enn færri fyrirtæki skortir starfsfólk. Sem fyrr segir er því spáð að hagvöxtur á þessu ári verði rúmlega 2%. Af þessum sökum er því spáð að í ár dragi nokkuð úr framleiðslulakanum og hann verði um 2½% af framleiðslugetu þjóðarbúsins en að slakinn verði þó viðvarandi fram til seinni hluta ársins 2014 þegar framleiðslupættir verða fullnýttir á ný.

Mynd IV-15

Framleiðni fjármagns og vinnuafsls
1997-2010

Á föstu verðlagi ársins 2000

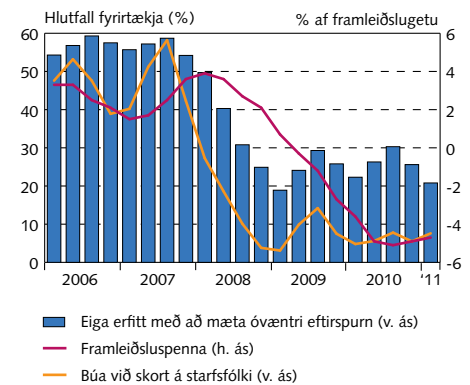


1. Verg landsframleiðsla á milljónum króna á hvern milljarð fjármunaeignar utan íbúðarhúsnæðis.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Vísendingar um notkun framleiðslupáttá og þróun framleiðsluspennu¹

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2011

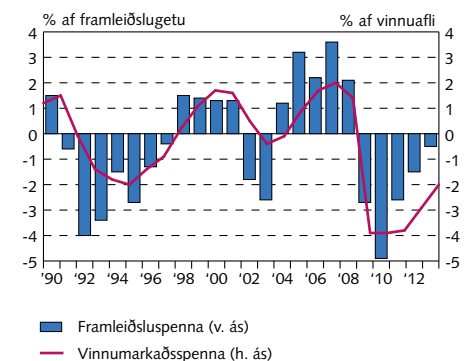


1. Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Gögn um erfiðleika við að mæta óvæntri eftirspurn eru birt hálfárslega og því er línulegri brúum beitt til að auka tíðni þeirra yfir á ársfjórðunga. Framleiðsluspenna er mat Seðlabankans.
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

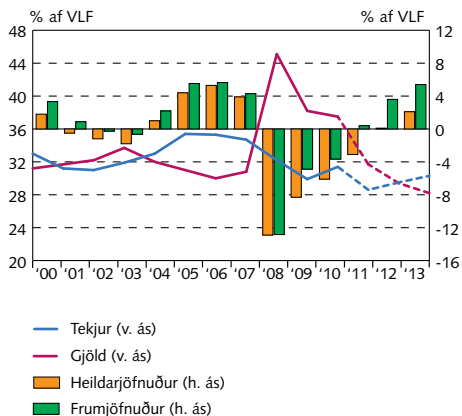
Framleiðslu- og vinnumarkaðsspenna

1990-2013¹

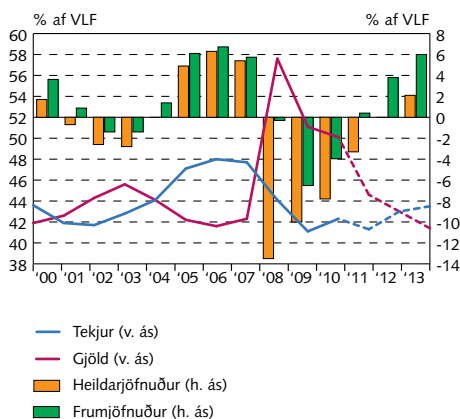


1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

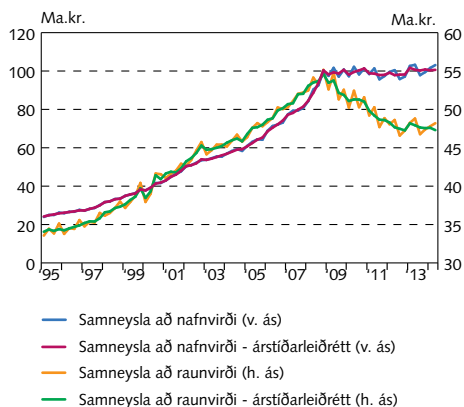
Mynd V-1
Fjármál ríkissjóðs 2000-2013¹



Mynd V-2
Fjármál hins opinbera 2000-2013¹



Mynd V-3
Þróun samneyslu að raun- og nafnvirði
1. ársfj. 1995 - 2. ársfj. 2014¹



V Fjármál hins opinbera

Í áætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um jöfnuð í opinberum fjármálum hefur verið gert ráð fyrir kostnaði í tengslum við Icesave-deiluna í samræmi við samningsdrög á hverjum tíma. Í mati Seðlabankans á skuldastöðu og vaxtakostnaði ríkissjóðs er að þessu sinni ekki gert ráð fyrir skuldbindingum vegna Icesave-deilunnar þar sem samningnum var hafnað í þjóðaratkvæðagreiðslunni 9. apríl sl. og óvissan um endanlega niðurstöðu deilunnar er enn of mikil til að raunhæft sé að áætla endanlegan kostnað í tengslum við hana. Afkoman batnar því til skemmri tíma milli spáa en að öðru leyti eru horfur um fjármál hins opinbera áþekkar því sem áður hefur verið áætlað í spám Seðlabankans.

Jöfnuður í fjármálum hins opinbera á áætlun ...

Aðlögun opinberra fjármála að samdrætti skattstofna og auknum skuldum heldur áfram og var í aðalatriðum á áætlun á sl. ári. Áætlanir stjórnvalda gera ráð fyrir að afgangi á frumjöfnuði hins opinbera verði náð eftir viðtækar afkomuáðgerðir á þessu ári. Gert er ráð fyrir að hann verði innan við 1% af landsframleiðslu í ár en frumjöfnuður var síðast jákvæður árið 2007, um 5,7% af landsframleiðslu. Frumhalli varð hins vegar mestur 6,5% af landsframleiðslu árið 2009.

... en grípa þarf til enn frekari aðgerða á næstu tveimur árum

Í áætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um jöfnuð í opinberum fjármálum er gert ráð fyrir enn frekari aðgerðum til að ná frumafgangi sem nemur um 6% af landsframleiðslu á árinu 2013, en gert er ráð fyrir að áætluninni ljúki það ár. Takist það næst aftur afgangur á heildarjöfnuði sem nemur 2,1% af landsframleiðslu og hefur þá tekist að stöðva frekari skuldasöfnun og veita væntingum um sjálfbærni opinberra fjármála tryggja kjölfestu.

Samneysla hefur ekki vaxið að nafnvirði frá upphafi fjármálakreppunnar

Frá síðasta ársfjórðungi 2008 hefur samneysla hins opinbera, þ.e. ríkissjóðs, sveitarfélaga og almannatrygginga, ekki aukist að nafnvirði og verið nærri 100 ma.kr. í hverjum fjórðungi. Þetta eru veruleg umskipti frá því sem var áratuginn fyrir fjármálakreppuna þegar nafnvöxtur samneyslu var að meðaltali tæp 11% á ári. Gangi áætlanir eftir mun nafnvirði samneyslu vera óbreytt a.m.k. næstu tvö árin en lækka sem hlutfall af landsframleiðslu.

Samneysla dróst saman um 3,2% að magni til á síðasta ári en í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir 3,5% samdrætti. Spá um samdrátt samneyslu á þessu ári er nær óbreytt en spáð er meiri samdrætti árið 2012 en áður var talið vegna hækkunar á verði hennar. Nafnvirði samneyslu hefur verið óbreytt sl. tvö ár en magn hefur dregist saman vegna breytinga á verðlagi samneyslunnar. Gert er ráð fyrir að svo verði áfram næstu tvö ár. Breytingar á spá um magnbreytingu samneyslu fela því ekki í sér breytt mat á stefnu stjórnvalda í ríkisfjármálum eða ólíka túlkun á fjárlagafrumvarpinu, heldur breyttar

horfur um verðlag samneyslunnar. Horfur varðandi þróun að nafnvirði yfir spátímann hafa lítið breyst frá síðustu spá.

Fjárfesting dregst áfram mikið saman

Samband íslenskra sveitarfélaga áætlað að fjárfesting sveitarfélaga dragist saman um allt að 30% að nafnvirði milli ára í ár og samkvæmt fjárlögum er áætlað að fjárfesting ríkissjóðs dragist saman um 24% að nafnvirði. Tvennt verður þó til að hækka spá um fjárfestingu frá síðustu spá. Annars vegar er tekið tillit til Vaðlaheiðarganga í spánni en framkvæmdir við þau eiga að hefjast í ár. Hins vegar er von á varðskipinu Þór til landsins í lok ágúst mánaðar, en það kemur ekki inn í þjóðhagsreikninga fyrr en við afhendingu, þótt greiðslur vegna nýsmíði þess hafi verið á fjárlögum undanfarinna ára. Á þriðja ársfjórðungi kemur því fram fjárfesting að andvirði 4,9 ma.kr. í þjóðhagsreikningum jafnvel þó að í fjárlögum ársins 2011 séu aðeins 530 m.kr. ætlaðar til nýsmíði á varðskipinu.

Heildarfjárfesting hins opinbera í ár er því áætluð 35 ma.kr. samanborið við 41 ma.kr. á síðasta ári. Þegar fjárfesting hins opinbera náði hámarki árið 2008 nam fjárfestingin 64 ma.kr. á verðlagi ársins. Á verðlagi ársins 2008 næmi fjárfesting ársins í ár um 28 ma.kr. sem jafngildir 56% samdrætti að magni til á þremur árum.

Neikvætt framlag fjárfestingar og samneyslu til hagvaxtar

Framlag fjárfestingar hins opinbera og samneyslu til hagvaxtar hefur verið neikvætt frá árinu 2009. Að öðru óbreyttu er uppsafnaður hagvöxtur árána 2009 til 2013 tæpum 3 prósentum minni vegna samdráttar samneyslu og 2½ prósentu minni vegna minni fjárfestingar. Gert er ráð fyrir að framlag hins opinbera til hagvaxtar verði orðið hlutlaust eða lítið eitt jákvætt á árinu 2013.

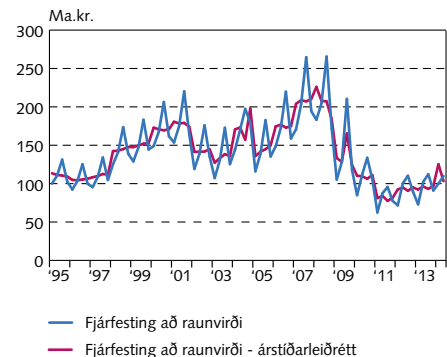
Skuldastaða ríkissjóðs enn óljós

Í síðustu *Peningamálu* var skuldastaða hins opinbera gefin upp án hugsanlegrar Icesave-skuldbindingar þar sem mikil óvissa var um umfang hennar. Sú óvissa er enn fyrir hendi þótt Icesave-samningnum hafi verið hafnað í þjóðaratkvæðagreiðslu.

Áætlað er að hlutfall hreinna skulda hins opinbera nái hámarki á þessu ári og verði tæplega 69% af landsframleiðslu en lækki frá og með næsta ári og verði komið í 51% árið 2015. Við mat á hreinum skuldum eru aðeins taldar til eigna handbærar peningalegar eignir hins opinbera í sjóðum. Þeirri aðferð er beitt af Alþjóðagjaldeyrissjóðnum í tilfelli landa sem tekið hafa neyðarlán hjá sjóðnum og er henni ætlað að sýna hver fjármögnunarpörfin væri ef greiða þyrfti upp skuldirnar á skömmum tíma. Hreinar skuldir, þannig taldar, eru ekki sambærilegar hreinum skuldum annarra landa þar sem hefðbundið er að telja einnig til eigna aðrar peningalegar eignir að undanskildum hlutabréfum, eignarhlutum og stofnfé. Ef hreinar skuldir hins opinbera væru þannig reiknaðar væru þær um 45% af landsframleiðslu. Einnig er gert ráð fyrir að vergar skuldir hins opinbera nái hámarki í ár og nemi þá tæplega einni landsframleiðslu.

Mynd V-4

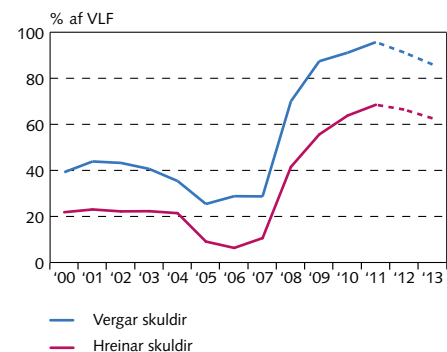
Þróun opinberrar fjárfestingar að raunvirði
1. ársfj. 1995 - 2. ársfj. 2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2011 - 2. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Skuldir hins opinbera 2000-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

Fjármögnun hallarekstrar hagstæð

Aukning erlendra skulda frá árinu 2006 stafar eingöngu af styrkingu gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands en hallarekstur bæði ríkissjóðs og sveitarfélaga hefur verið fjármagnaður á innlendum skuldabréfamarkaði. Það hefur þó ekki leitt til hækkunar innlendra raunvaxta, m.a. sökum lækkunar vaxta Seðlabankans og hjaðnandi verðbólgu en einnig vegna gjaldeyrishaftanna, þar sem fé sem annars hefði verið fjárfest erlendis hefur leitað í skuldabréf útgefin af ríkissjóði og sveitarfélögum.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Það sem af er ári hefur atvinnuleysi verið í takt við síðustu spá. Vísbendingar um þróun atvinnuleysis á næstu mánuðum benda til þess að það eigi enn eftir að aukast. Gert er ráð fyrir að það nái hámarki á fyrri hluta þessa árs á sama tíma og atvinna tekur að aukast á ný. Útlit er fyrir að launahækkanir í komandi kjarasamningum verði framhlaðnari og meiri en gert var ráð fyrir í febrúarspánni og hækkun launakostnaðar á framleidda einingu því heldur meiri en til lengdar samræmist verðbólgu markmiði Seðlabankans. Lakari hagvaxtarhorfur og meiri hækkun launakostnaðar en áður var spáð gera það að verkum að horfur um vöxt atvinnu og hjöðnun atvinnuleysis hafa versnað frá því í febrúar.

Atvinnuleysi hefur verið svipað og spáð var

Atvinnuleysi, eins og það er skráð hjá Vinnuálastofnun, var í takt við febrúarspá *Peningamála* á fyrsta fjórðungi ársins eða 8,6%. Það er nokkru minna en það var á sama tíma í fyrra þegar það var 9,2%. Fjöldi langtímaatvinnulausra hefur verið nokkuð svipaður undanfarið ár, að meðaltali hafa um 4.700 manns verið atvinnulausir lengur en eitt ár. Svipaða sögu er að segja um aldurshópinn 16-24 ára en í þeim aldurshópi hafa að meðaltali um 500 verið atvinnulausir lengur en eitt ár.

Fleiri fyrirtæki vilja fækka starfsmönnum en fjölga

Væntingar almennings um atvinnuástandið eru svipaðar en þó heldur betri en þær voru í desember samkvæmt væntingavísitölu Capacent Gallup. Það sama á við um væntingar fyrirtækja sem kannaðar voru í viðhorfskönnun sem Capacent Gallup gerði meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins í febrúar og mars. Heldur færri fyrirtæki vilja fækka starfsmönnum nú en í sambærilegri könnun sem gerð var í desember. Hins vegar benda niðurstöður könnunarinnar til þess að vinnumarkaðurinn eigi enn eftir að veikjast þar sem um 5 prósentum fleiri fyrirtæki vilja fækka starfsfólki en fjölga þeim næstu sex mánuði. Enn vilja rúmlega 40% fyrirtækja í byggingariðnaði fækka starfsmönnum. Fyrirtæki sem selja vörur og þjónustu til útlanda eru hins vegar líklegri til að vilja fjölga starfsmönnum.

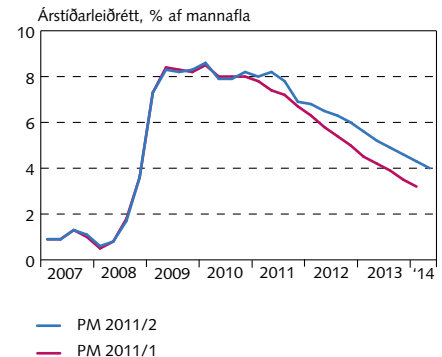
Endurskipulagning á skuldum lítilla og meðalstórra fyrirtækja („Beina brautin“ svonefnda), sem á að vera lokið fyrir sumarbyrjun, mun líklega einnig leiða um sinn til aukins atvinnuleysis þótt hún geti treyst atvinnu til lengri tíma litið.

Lakari atvinnuhorfur

Vísbendingar um þróun atvinnuleysis á næstu mánuðum benda því til þess að það eigi enn eftir að aukast. Samkvæmt grunnsþánni er gert ráð fyrir að árstíðarleidd atvinnuleysi nái hámarki á öðrum fjórðungi þessa árs, en minnki smám saman á ný eftir því sem efnahagssumsvif aukast og fari í rúmlega 4% í lok spátímans um mitt ár 2014. Atvinnuleysishorfur næstu tveggja ára eru því heldur lakari en þær voru í síðustu spá þegar gert var ráð fyrir að það yrði komið niður í um 3% í lok spátímans. Skýrist það af því að nú er gert ráð fyrir

Mynd VI-1

Atvinnuleysi - samanburður við PM 2011/1

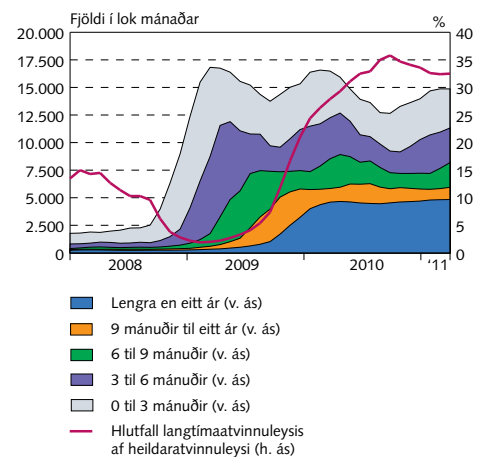


Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

Atvinnuleysi eftir lengd

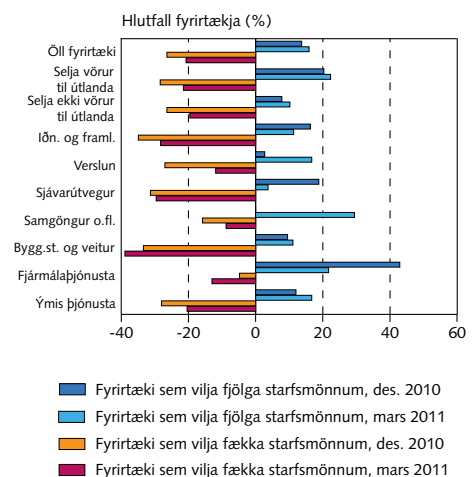
Janúar 2008 - mars 2011



Heimild: Vinnuálastofnun.

Mynd VI-3

Fyrirtæki sem hyggja á starfsmannabreytingar á næstu 6 mánuðum

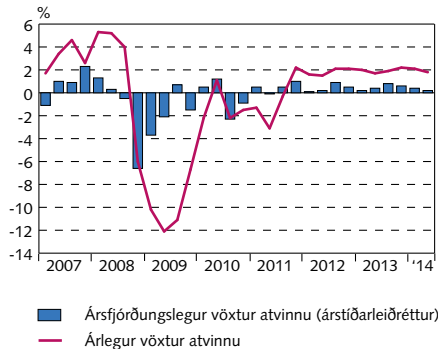


Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VI-4

Atvinna

1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2014¹

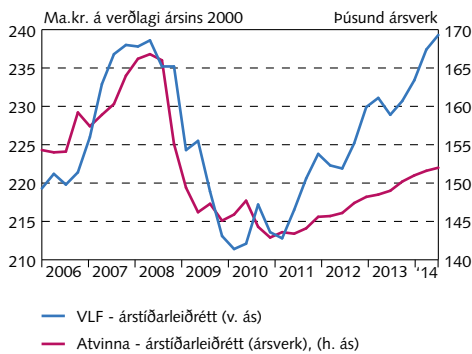


1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2011 - 2. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-5

Landsframleiðsla og atvinna

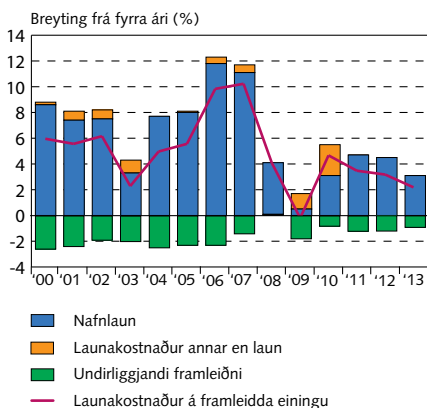
1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2011 - 2. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-6

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirlíða 2000-2013¹



1. Jákvæður vöxtur framleiðni kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hægari efnahagsbata, meiri launahækkunum og að aðlögun jafnvægisatvinnuleysis, sem talið er að hafi aukist tímabundið í kjölfar kreppunnar, að fyrra gildi verði nokkru hægari. Líklegt er að langvarandi atvinnuleysi hafi haft í för með sér að færni vinnuafslins minnki og því verði erfiðara að leiða saman starfsfólk með ákveðna þekkingu og fyrirtæki sem þurfa á slíkri þekkingu að halda. Þessi vandi kann ennfremur að valda því að lengri tíma tekur fyrir framleiðslu að vaxa að framleiðslugetu hagkerfisins (sjá umfjöllun í kafla IV).

Atvinna eykst hægar en vöxtur landsframleiðslu á spátímanum

Gert er ráð fyrir að atvinna taki að aukast milli fjórðunga á fyrri hluta þessa árs, sem er svipað og í síðustu spá. Hins vegar er gert ráð fyrir að hún aukist heldur hægar á spátímanum en þá var gert ráð fyrir. Fjölgun starfa hefst því heldur seinna en vöxtur landsframleiðslu og verður hægari en hann út spátímann. Grunnspáin gerir ráð fyrir að hlutfall starfandi fólks af mannfjölda á aldrinum 16-64 ára verði heldur lægra út spátímabilið en í síðustu spá og verði 6-7 prósentum lægra í lok spátímans en það var mest í uppsveiflunni á árunum 2006-2007, enda eru þeir atvinnugeirar sem verst fóru út úr kreppunni töluvert vinnuafsfrekir. Atvinnuþátttaka verður svipuð út spátímann og í fyrri spá, um 3 prósentum minni á árinu 2013 en hún var árið 2007.

Horfur á heldur meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu en spáð var í febrúar

Það sem af er ári hefur launapróun verið í takt við síðustu spá bankans. Endurskoðun Hagstofunnar á þjóðhagsreikningum sýnir hins vegar að laun hækkuðu heldur meira á árunum 2007 og 2008 en áður birtar tölur gáfu til kynna, en minna á árinu 2009. Fyrstu tölur fyrir árið 2010 benda til þess að laun hafi hækkað heldur minna en Seðlabankinn gerði ráð fyrir. Gert er ráð fyrir að tölurnar fyrir síðastliðin tvö ár eigi eftir að hækka eitthvað þegar betri upplýsingar liggja fyrir frá fyrirtækjunum (sjá einnig umræðu um bráðabirgðatölur um fjárfestingu í kafla IV).

Um miðjan apríl slitnaði upp úr kjarasamningsviðræðum Alþýðusambands Íslands og Samtaka atvinnulífsins, en þá lágu á borðinu drög að bæði skammtíma- og langtímasamningi. Töluverð óvissa er því varðandi launahækkunar á næstu árum. Miðað við þær upplýsingar sem nú liggja fyrir er útlit fyrir að launahækkunar verði framhlaðnari og meiri en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í febrúar. Hefði það í för með sér að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu yrði heldur meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Talið er að hann aukist um 3½% í ár og á næsta ári en um rúmlega 2% árið 2013. Hækkunin á þessu og næsta ári er því nokkru meiri en til lengdar fær samræmst verðbólguþátt Seðlabankans. Þar sem hækkun nafnlauna verður heldur meiri en verðbólga á spátímanum munu raunlaun einnig hækka út spátímann, mest í ár eða um 2% en síðan um 1% að meðaltali á ári á næstu tveimur árum.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptajöfnuðurinn var neikvæður um tæp 8% af vergri landsframleiðslu eða 120 ma.kr. í fyrra, en það er töluvert minni halli en árið áður. Afgangur var á vöru- og þjónustuviðskiptum en 274 ma.kr. halli á jöfnuði þáttatekna. Í tölum um jöfnuð þáttatekna eru meðtaldar reiknaðar vaxtatekjur og áfallin gjöld vegna innlánsstofnana í slitameðferð. Þar sem stærsti hluti þessara gjalda og tekna verður aldrei greiddur og þurrkast út þegar þrotabúin verða gerð upp, er eðlilegt að horfa fram hjá þeim við greininguna á ytri jöfnuði. Án þeirra var halli á jöfnuði þáttatekna 128 ma.kr. og viðskiptajöfnuðurinn því jákvæður um 1,7% af vergri landsframleiðslu á árinu 2010. Horfur eru á áframhaldandi afgangi á viðskiptajöfnuði þegar leiðrétt er fyrir áhrifum innlánsstofnana í slitameðferð.

Áfram afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði

Vöruskiptajöfnuðurinn var jákvæður í hverjum mánuði allt síðasta ár og hefur verið svo síðan snemma árs 2009. Í heild nam afgangur á vöruviðskiptum tæpum 119 ma.kr. á árinu 2010. Innflutningur vöru hefur verið að aukast á milli ára frá því í mars 2010 og jókst um rúm 11% milli ára í fyrra, mælt á föstu gengi, og um tæp 4% að magni til. Útflutningur vöru jókst einnig töluvert á síðasta ári eða um 16,5% mælt á föstu gengi, en töluvert hækkun varð á bæði ál- og sjávarafurðaverði á árinu. Aftur á móti dróst vöruútflutningur að magni til saman um 1,6%, einkum vegna samdráttar í útflutningi á óreglulegum liðum eins og flugvélum, en einnig varð smávægilegur samdráttur í útflutningi sjávarafurða. Verðmæti bæði inn- og útflutnings vöru hefur haldið áfram að aukast á fyrstu mánuðum ársins 2011 og var afgangur á vöruskiptum við útlönd 25 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins.

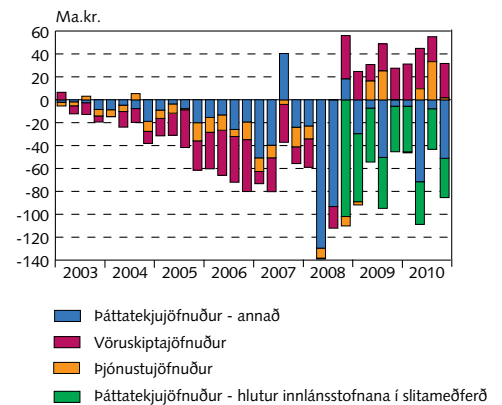
Þjónustuviðskiptin voru jákvæð um 44 ma.kr. á árinu 2010, sem er töluvert meiri afgangur en árið á undan. Lítils háttar halli var á fyrsta fjórðungi ársins, en töluvert afgangur á bæði öðrum og þriðja ársfjórðungi. Auknar tekjur af samgöngum eru ein helsta ástæða aukins afgangs á þjónustuviðskiptum á síðasta ári.

Horfur eru á afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum á þessu ári. Gert er ráð fyrir hækkun útflutningsverðs, lágu raungengi og enn frekari vexti innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands. Notkun erlendra greiðslukorta á fyrstu tveimur mánuðum ársins miðað við sama tíma á síðasta ári bendir til þess að byrjun ársins í ferðaþjónustu hafi verið dræm, þó virðist fjöldi ferðamanna vera að aukast á milli ára samkvæmt Ferðamálastofu á fyrstu mánuðum ársins. Útlitið virðist gott fyrir ferðaþjónustuna í vor og sumar. Stóraukið framboð á flugsætum til Íslands ætti að ýta undir auknar tekjur af útfluttri þjónustu og bókanir hafa gengið vel. Þrátt fyrir meiri vöxt innflutnings er gert ráð fyrir að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði verði 10,5% af vergri landsframleiðslu í ár, sem er 1½ prósentu minna en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að innflutningur aukist hraðar en útflutningur í kjölfar aukinnar innlendrar eftirspurnar á spátímanum en að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði verði engu að síður á bilinu 9-10% af vergri landsframleiðslu á næstu tveimur árum.

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar¹

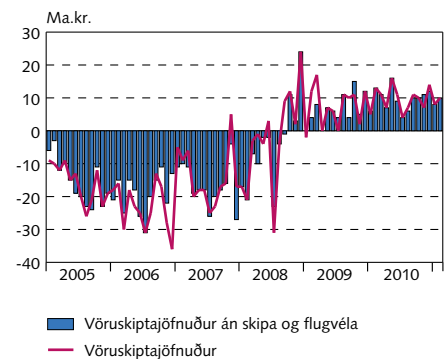
1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2010



Mynd VII-2

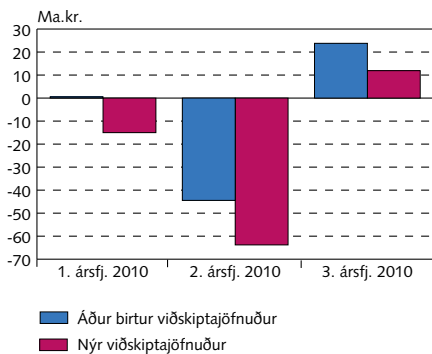
Vöruskiptajöfnuður

Á föstu gengi, janúar 2005 - febrúar 2011



Mynd VII-3

Viðskiptajöfnuður 1. ársfj. - 3. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Endurskoðun leiðir í ljós meiri viðskiptahalla árið 2010

Áður birtar tölur Seðlabankans um þáttatekjufnuð fyrstu þrjú fjórðunga ársins 2010 voru endurskoðaðar töluvert frá síðustu útgáfu *Peningamála* í febrúar. Frávikið má rekja til nýrra upplýsinga, einkum varðandi beina erlenda fjárfestingu sem hafði mikil áhrif á þáttatekjur þar sem endurfjárfestur hagnaður til útlanda var mun meiri en áður birtar tölur gáfu til kynna. Tap innlendra fyrirtækja í eigu erlendra aðila var mun minna en gert hafði verið ráð fyrir og því var endurfjárfestur hagnaður hærrí og halli þáttatekna því meiri. Þess ber að geta að þáttatekjur fyrir árið 2010 eru enn ekki endanlegar og hefur reynslan sýnt að oft verður töluverð breyting á milli birtinga á tölum. Einnig voru þjónustuviðskipti endurskoðuð fyrir fyrstu þrjú ársfjórðungana og hafði það í för með sér minni afgang en áður birtar tölur gáfu til kynna. Viðskiptahalli samkvæmt opinberu uppgjöri var því um 47 ma.kr. minni fyrstu þrjú fjórðunga síðasta árs en áður var talið eða sem nemur 3% af landsframleiðslu.

Mikill þáttatekjuhali

Á móti miklum afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum í fyrra var mikill halli á þáttatekjufnuði. Þáttatekjuhali nam 274 ma.kr. á árinu 2010, sem má einkum rekja til töluverðs halla á vaxtajöfnuði. Hann var neikvæður um 191 ma.kr., en þar að auki var ávöxtun hlutfjár neikvæð um 85 ma.kr. Þáttatekjuhali í heild var svipaður og árið á undan og nam tæpum 17% af landsframleiðslu. Engu að síður minnkaði halli á vaxtajöfnuði um tæp 28% á milli ára, en aukinn halli vegna ávöxtunar hlutfjár meira en vó þar upp á móti.

Þáttatekjuhali án innlánsstofnana í slitameðferð var aftur á móti mun minni eða 128 ma.kr., þar sem halli á vaxtajöfnuði var ekki nema 45 ma.kr. og sá halli minnkaði töluvert frá árinu á undan þegar hann nam 73 ma.kr. Án innlánsstofnana í slitameðferð var ávöxtun hlutfjár langstærsti neikvæði liðurinn á árinu 2010.

Aukinn viðskiptaafgangur í ár þegar leiðrétt er fyrir áföllnum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð

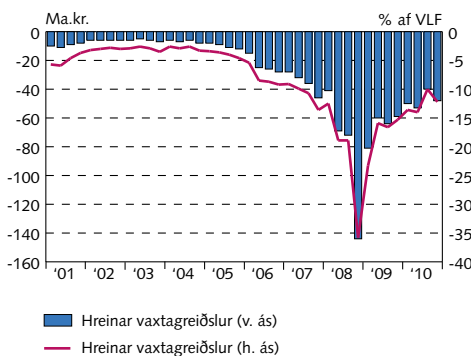
Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta var jákvæður um tæpa 162 ma.kr. á árinu 2010 en þáttatekjuhali að viðbættum rekstrarframlögum nam 283 ma.kr. Viðskiptajöfnuðurinn var því neikvæður um 120 ma.kr. eða 7,8% af vergri landsframleiðslu. Ef leiðrétt er fyrir áföllnum vöxtum vegna innlánsstofnana í slitameðferð verður viðskiptajöfnuðurinn hins vegar jákvæður um rúma 26 ma.kr. eða sem nemur 1,7% af vergri landsframleiðslu.

Horfur eru á verulegum afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði á þessu ári þrátt fyrir aukinn innflutning þar sem lágt raungengi styður við áframhaldandi aukningu útflutnings, sérstaklega ferðapjónustu. Á móti vegur halli á þáttatekjum. Fyrir árið í heild er gert ráð fyrir að viðskiptajöfnuður samkvæmt opinberu uppgjöri verði neikvæður um sem nemur 102 ma.kr. eða 6,2% af vergri landsframleiðslu, en þegar leiðrétt er fyrir áföllnum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð verður viðskiptajöfnuður jákvæður um 39 ma.kr. eða 2,4% af vergri landsframleiðslu. Eins og undanfarin ár vega ógreiddir áfallnir vextir vegna innlánsstofnana í slitameðferð þungt í opinberum tölum um viðskiptajöfnuð.

Mynd VII-4

Hreinar erlendar vaxtagreiðslur

1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Í nýlegri grein í *Efnahagsmálum* er lagt mat á viðskiptajöfnuðinn án innlánsstofnana í slitameðferð en einnig án alþjóðlega lyfja-fyrirtækisins Actavis.¹ Sökum mikilla erlendra lána fyrirtækisins, sem er alþjóðlegt fyrirtæki með höfuðstöðvar á Íslandi, vega áfallnir vextir þess þungt í þáttatekjujöfnuðinum. Ljóst er að geta fyrirtækisins til að greiða skuldir sínar ræðst af tekjum þess af sölu erlendis og mun þess vegna ekki hafa áhrif á gjaldeyrismarkað hér á landi. Þess vegna er talið eðlilegt að líta fram hjá þáttatekjum og –gjöldum fyrirtækisins þegar lagt er mat á ytri jöfnuð þjóðarbúsins. Þessar niðurstöður breyta auðvitað engu um mikilvægi Actavis fyrir íslenskt efnahagslíf og verðmæti þeirra starfa sem þar eru.² Án Actavis er þáttatekjuhallinn mun minni í ár og viðskiptajöfnuðurinn án Actavis og innlánsstofnana í slitameðferð jákvæður um 8,9% af landsframleiðslu í stað 1,7% ef Actavis er talið með, eins og áður hefur komið fram.

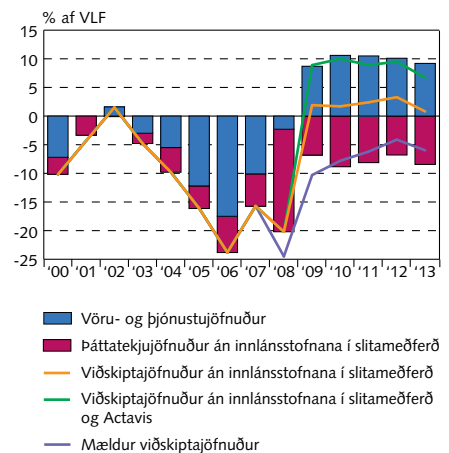
Áframhaldandi jákvæður undirliggjandi viðskiptajöfnuður á næstu árum

Vaxtatekjur og –gjöld eru langstærsti liður þáttatekjujafnaðarins, ef undanskilin eru bæði innlánsstofnanir í slitameðferð og Actavis, og mun þróun þeirra ráða mestu um þróun jafnaðarins á næstu árum. Vextir á erlendum lánum hafa lækkað mikið undanfarin ár sem endurspeglast í lækkandi vaxtagjöldum en grunnspáin gerir ráð fyrir að alþjóðlegir vextir muni hækka smám saman á næstu árum og mun vaxtjafnuðurinn því versna á ný að öðru óbreyttu.

Gert er ráð fyrir að halli á þáttatekjum lækki í ár og á næsta ári, einkum vegna lægri vaxtagreiðslna. Hins vegar er gert ráð fyrir að hallinn aukist á ný á árinu 2013, enda hafi vextir í helstu viðskiptalöndum Íslands þá hækkað á ný. Við útreikning þáttatekjujafnaðarins er einnig byggt á þeirri forsendu að stórum hluta uppgjors innlánsstofnana í slitameðferð verði lokið árið 2013 og því hafi myndast aukin neikvæð staða við útlönd sem af þurfi að greiða vexti og arð.

Viðskiptahallinn samkvæmt opinberum tölum mun lækka í um 4% af vergri landsframleiðslu á næsta ári en aukast í 6% á árinu 2013. Áætlað er að afgangur verði áfram á viðskiptajöfnuði án innlánsstofnana í slitameðferð á næstu árum: aukist í 3,3% af vergri landsframleiðslu á næsta ári, en lækki svo í tæplega 1% á árinu 2013. Ef einnig er litið fram hjá áhrifum Actavis á viðskiptajöfnuðinn verður afgangurinn töluvert meiri eða tæplega 10% á næsta ári en lækkar svo í tæp 7% á árinu 2013. Þessi mikli afgangur hefur jákvæð áhrif á greiðslujöfnuð og auðveldar hraða lækkun skuldastöðu þjóðarbúsins á komandi árum.

Mynd VII-5
Viðskiptajöfnuður 2000-2013¹



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2011-2013.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

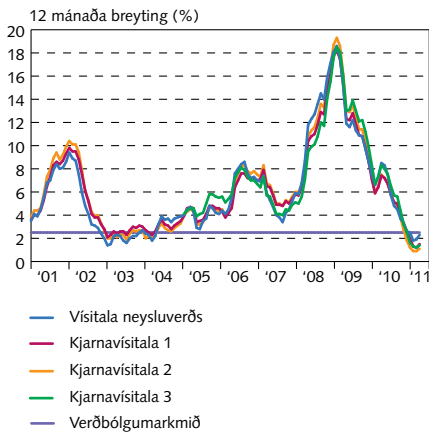
2. Actavis hefur einnig mikil áhrif á tölur um erlendar skuldir aðila sem búsettir eru á Íslandi og vegna þess að litlar eignir eru á móti skuldunum hefur fyrirtækið mikil neikvæð áhrif á erlenda stöðu þjóðarbúsins. Hluti af ástæðunni er að eignir þekkingarfyrirtækis eins og Actavis eru „óefnislegar“ og því ekki taldar með í opinberum tölum. Þær gefa því ófullkomna mynd af eignum og skuldum fyrirtækisins. Það eru því rök fyrir því að líta fram hjá þessu stóra fyrirtæki þegar skuldastaða þjóðarbúsins til framtíðar er skoðuð.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Mynd VIII-1

Verðbólga

Janúar 2001 - mars 2011¹



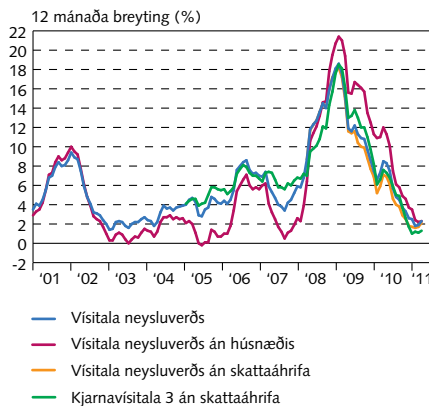
1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu. Kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-2

Verðbólga á ýmsa mælikvarða

Janúar 2001 - mars 2011

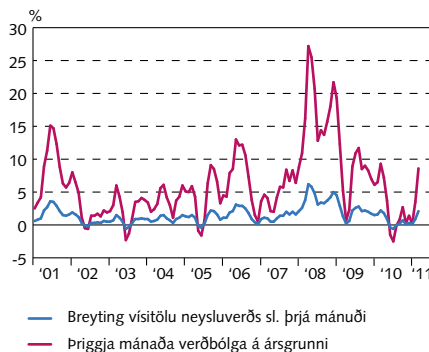


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3

Árstíðarleiddrið verðbólga

Janúar 2001 - mars 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi 2011 var 2% sem er heldur meiri verðbólga en spáð var í síðustu *Peningamálum*. Horfur eru jafnframt á meiri verðbólgu á spátímabilinu. Hækkun olíu- og hrávöruverðs á heimsmarkaði, lægra gengi krónunnar og framhlaðnari og meiri launa-hækkunir á spátímabilinu skapa aukinn verðbólguþrýsting, einkum til skamms tíma. Hækkun húsnæðisverðs hefur einnig látið á sér kræla. Spáð er að meðalverðbólga á árinu 2011 verði 2,8%, en 2,6% ef horft er fram hjá áhrifum neysluskatta. Verðbólguvæntingar hafa hækkað á flesta mælikvarða og endurspegla bæði lakari verðbólguhorfur og að einhverju leyti óvissu um afnám gjaldeyrishafta og áhrif þess á gengi krónunnar. Óvissa um verðbólguhorfur felst einkum í þróun verðbólguvæntinga, gengi krónunnar og erlendri verðlagspróun.

Verðbólga hefur aukist á ný undanfarna mánuði

Í byrjun ársins 2011 hjaðnaði ársverðbólga verulega og mældist 1,8% í janúar eftir að hafa náð 2½% verðbólgu markmiðinu í lok síðasta árs. Hins vegar hefur hún aukist á ný undanfarna tvo mánuði en ársverðbólga hafði ekki aukist milli mánaða síðan í mars 2010. Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,95% í mars og nam tólf mánaða verðbólga 2,3%. Undirliggjandi ársverðbólga, þ.e. ef horft er fram hjá áhrifum skatta, sveiflукennðra liða, opinberrar þjónustu og vaxtakostnaðar, nam hins vegar einungis 1,3%.

Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi 2011 mældist 2% en á sama tíma fyrir ári var hún 7,4%. Horft fram hjá áhrifum skatta mældist hún 1,8% á fyrsta ársfjórðungi. Verðbólga mælist því enn undir verðbólgu markmiðinu þrátt fyrir undangengna hækkun. Þó verður að hafa í huga að í kjölfar þess að útvarpsgjaldið var tekið út úr vísitölu neysluverðs í janúar sl. mælist verðbólga nokkru minni á þessu ári en hún hefði ella verið. Að öðru óbreyttu hefði hún mælist 2,4% á fyrsta ársfjórðungi ef breytingin hefði ekki verið gerð.

Nokkrar skýringar á aukinni verðbólgu

Aukin verðbólga undanfarna mánuði á sér nokkrar skýringar. Fyrst og fremst má rekja hana til hækkunar á heimsmarkaðsverði olíu en innlent bensínverð hefur hækkað um rúmlega 12% sl. þrjá mánuði (sjá umfjöllun í kafla II). Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur jafnframt veikst um 4½% frá áramótum. Gengislækkunin hefur þó ekki komið fram í innlendu matvöruverði svo neinu nemi. Framlag bensínverðs til 2,3% árlegrar verðbólgu nam 0,7 prósentum í mars. Einungis framlag almennrar þjónustu til verðbólgu var meira eða 0,8 prósentur. Eini undirlíðurinn sem hefur dregið úr tólf mánaða verðbólgu er verð annarrar innfluttrar vöru eins og fatnaðar, húsgagna og ýmiss konar húsbúnaðar, en þessi liður hefur leitt til 0,5 prósentna hjöðnunar ársverðbólgu.

Annar veigamikill þáttur í aukningu verðbólgu að undanfögnu er hækkun markaðsverðs húsnæðis. Tólf mánaða hækkun húsnæðisverðs á öllu landinu nam 3½% í mars og hefur hún ekki mælist meiri síðan fyrir hrun bankakerfisins.¹ Velta á húsnæðismarkaði hefur aukist

1. Árleg hækkun fjölbýlis á höfuðborgarsvæðinu nam 1,9% í mars, hækkun einbýlis nam 1,2% en hækkun á landsbyggðinni nam 8%.

nokkuð á undanförunum mánuðum og svo virðist sem markaðurinn sé aðeins að glæðast þótt það sé of snemmt að segja til um hversu varanleg sú þróun verður. Hins vegar er mögulegt að þær aðgerðir sem hefur verið ráðist í vegna skuldsettra heimila, útgreiðsla séreignarsparnaðar og endurgreiðslur eða skuldajöfnun vegna gengistryggðra lána hafi gert það að verkum að staða fleiri heimila hafi skýrst sem gæti leitt til þess að húsnæðismarkaðurinn taki við sér (sjá umfjöllun í köflum III og IV).

Verð almennrar þjónustu hefur einnig hækkað nokkuð frá því í janúar og nam tólf mánaða hækkun 3,8% í mars. Hækkunin stafar einkum af hækkun flugfargjalda, sem er alla jafna mjög sveiflukennd, auk verðhækkunar á símaþjónustu og ýmsum tómstundum. Áhrifin á vísitölu neysluverðs undanfarna tvo mánuði hafa numið tæpum 0,3 prósentum til hækkunar sem er nánast jafn mikið og áhrifin af hækkun húsnæðisverðs á sama tíma.

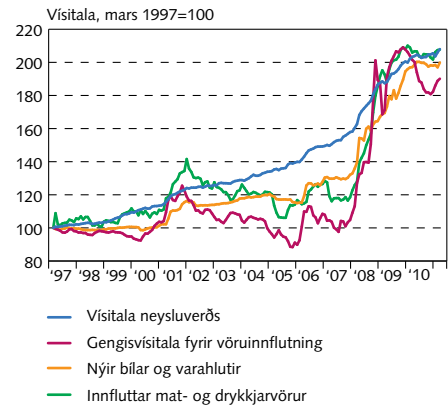
Verðbólguvæntingar hafa hækkað á flesta mælikvarða

Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa hækkað á flesta mælikvarða að undanförunu enda eru horfur á meiri verðbólgu en almennt var búist við. Verðbólguvæntingar reiknaðar út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa hafa hækkað frá síðustu útgáfu *Peningamála*, einkum til langs tíma. Miðað við álagið eru verðbólguvæntingar til næstu fimm ára að meðaltali tæplega 3% en tæplega 5% þegar horft er enn lengra fram í tímann (væntingar um meðalverðbólgu árána 2016-2021). Í lok janúar sl. námu langtímaverðbólguvæntingar á þann mælikvarða 3,8% og höfðu hækkað frá því að vera við verðbólgu markmiðið í september í fyrra.

Seðlabankinn hefur notað vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa til að meta verðbólguvæntingar fjárfesta. Rétt er þó að hafa í huga að þessi vaxtamunur endurspeglar auk verðbólguvæntinga áhættuálag vegna óvissu um verðbólgu, væntingar um seljanleika mismunandi bréfa og fleira. Ekki er t.d. útilokað að aukning vaxtamunarins tengist ótta við mögulegan skammtímasöluþrýsting á óverðtryggð ríkisskuldabréf í tengslum við afnám gjaldeyrishafta eða áhrifum þess á verðbólguáhættuþóknun fremur en beinlínis hækkun verðbólguvæntinga. Auk þess má nefna að óvenju erfitt er að meta verðbólguvæntingar út frá vaxtamun á skuldabréfamarkaði um þessar mundir því að skortur er á markaðshæfu verðtryggðu skuldabréfi til skamms og meðallangs tíma þar sem viðskiptavakt með íbúðabréfa-flokkinn með gjalddaga árið 2014 er afar takmörkuð sem hefur áhrif á verðmyndun flokksins. Vaxtamunurinn hefur þó aukist það mikið að undanförunu að ástæða er til að óttast að verðbólguvæntingar til langs tíma séu hærri en samrýmist verðbólgu markmiðinu og að þær hafi heldur þokast upp á við undanfarið. Því er ljóst að enn er mikið verk að vinna við að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu. Slík kjölfesta fæst einungis með því að Seðlabankanum takist að halda verðbólgu við verðbólgu markmið í nægilega langan tíma.

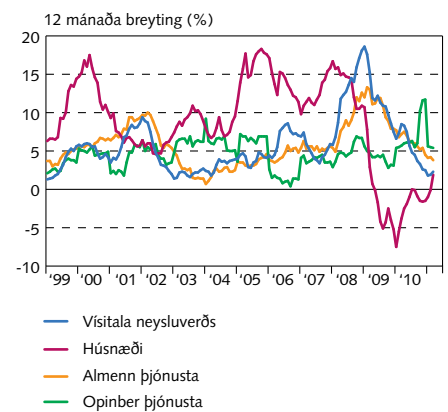
Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum forsvarsmanna fyrirtækja sem framkvæmd var í febrúar og mars sl. hækkuðu verðbólguvæntingar þeirra til eins árs um tvær prósentur frá síðustu könnun í desember 2010 og námu 4% ef

Mynd VIII-4
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru
Mars 1997 - mars 2011



Heimild: Hagstofa Íslands.

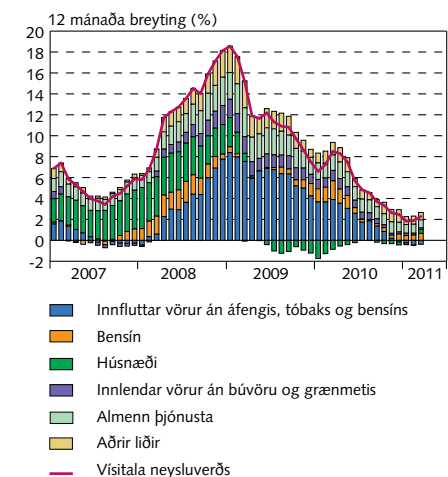
Mynd VIII-5
Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta
Janúar 1999 - mars 2011



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6
Undirlíðir verðbólgu

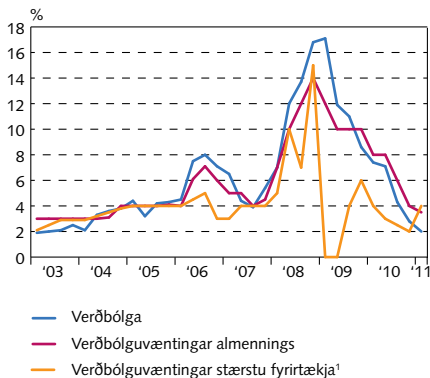
Framlag einstakra undirlíða til verðbólgu
janúar 2007 - mars 2011



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-7

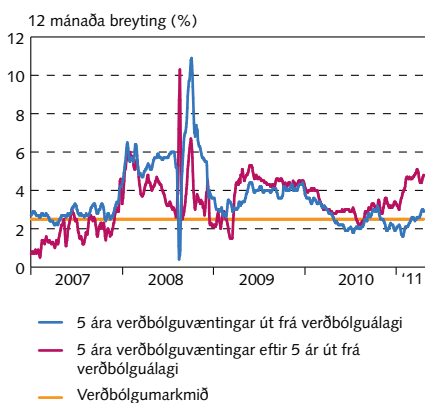
Verðbólguvæntingar fyrirtækja og almennings til eins árs og núverandi verðbólga



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 m.v. mun á framvirkum óverðtryggðum og verðtryggðum vöxtum¹
Daglegar tölur 2. apríl 2007 - 15. apríl 2011

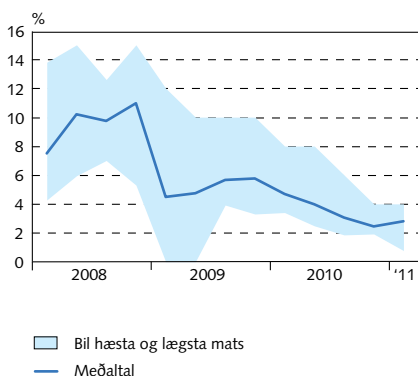


1. Verðbólguvæntingar eru reiknaðar út frá mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa (5 daga hreyfanleg meðaltöl).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-9

Verðbólguvæntingar til eins árs miðað við mismunandi mælikvarða¹

1. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2011



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

miðað er við miðgildi svara. Þeir væntu jafnframt að árleg verðbólga yrði áfram 4% að tveimur árum liðnum sem er óbreytt niðurstaða frá könnun sem framkvæmd var í september 2010. Verðbólguþrýstingur virðist því hafa aukist að mati forsvarsmanna fyrirtækja enda töldu 45% þeirra að verð á vöru og þjónustu fyrirtækisins myndi hækka á næstu sex mánuðum samanborið við þriðjung fyrirtækja í september. Hluti af þessum mun gæti skýrst af nýlegum olíuverðshækkunum.

Ólíkt öðrum vísbendingum um verðbólguvæntingar lækkuðu verðbólguvæntingar heimila til eins árs samkvæmt marskönnun Capacent Gallup um 0,5 prósentur frá síðustu könnun í desember 2010 og námu 3,5%. Væntingar um verðbólgu eftir tvö ár höfðu lækkað um 1 prósentu frá síðustu könnun og námu 4%. Þrátt fyrir hraða hjöðnun verðbólgu og bættar verðbólguhorfur á árinu 2010 héldust verðbólguvæntingar heimila lengi vel nokkuð háar og hjöðnuðu fremur hægt. Það kemur því ef til vill ekki á óvart að þær héldu áfram að lækka nokkuð í mars á skjön við aðra mælikvarða. Verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja eru því afar svipaðar um þessar mundir og hefur ekki verið minni munur á verðbólguvæntingum þeirra til eins árs síðan á öðrum ársfjórðungi 2008.

Horfur eru á meiri verðbólgu

Verðbólga mældist 2% á fyrsta ársfjórðungi 2011 sem er 0,4 prósentum meira en spáð var í síðustu *Peningamálum*. Undirliggjandi verðbólga, þ.e. verðbólga að undanskildum áhrifum breytinga á neyslusköttum, nam 1,8% á fyrsta ársfjórðungi en spáð var 1,4%. Meginskýringin á þessari spáskekkju er hækkun olíuverðs á heimsmarkaði umfram væntingar ásamt nokkru meiri hækkun húsnæðisverðs en gert hafði verið ráð fyrir.

Til skemmri tíma litið eru nú horfur á meiri verðbólgu en áður var spáð. Horfur eru á að undirliggjandi verðbólga verði 2,5% á öðrum ársfjórðungi þessa árs, sem er um 1 prósentu meira en í síðustu spá, og nái hámarki í um 3% á þriðja ársfjórðungi.² Einföld tölfræðilíkon benda til ívið meiri verðbólgu en þau spá að hún verði á bilinu 2,3-3% á öðrum ársfjórðungi. Rekja má meiri verðbólgu en búist hafði verið við til nokkurra þátta. Upphafsstaðan er verri eftir heldur meiri verðbólgu undanfarna tvo mánuði en búist var við. Þá hefur olíu- og hrávöruverð á heimsmarkaði hækkað verulega að undanfögnu og töluvert meira en áður hafði verið gert ráð fyrir. Eins og fjallað var um hér að ofan hefur olíuverðshækkun að miklu leyti komið fram í innlendra bensínverðshækkun en áhrif af hrávöruverðshækkunum á verð innfluttrar matvöru hafa ekki enn komið fram að neinu ráði. Óvist er þó hversu mikil þau áhrif verða á heildina litið. Spáð er að gengi krónunnar verði veikara en gert var ráð fyrir í síðustu spá sem gæti aukið áhrifin af alþjóðlegum verðhækkunum. Jafnframt virðast launahækkunarir ætla að verða nokkru meiri og framhlaðnari en gert var ráð fyrir í febrúarspánni (sjá kafla VI). Boðuð gjaldskrárhækkun Orkuveitunnar á heitu vatni og fráveitugjaldi mun jafnframt hafa u.þ.b. 0,14 prósentna áhrif á vísitölu neysliverðs í maí nk. Að lokum hafa verðbólguvænt-

2. Ef útvarpsgjaldið hefði ekki verið tekið út úr vísitölu neysliverðs í janúar 2011 væru horfur á að undirliggjandi verðbólga myndi nálgast 3% á öðrum ársfjórðungi að öðru óbreyttu.

ingar þokast upp á við. Svo virðist því sem flestir þeir þættir sem í síðustu *Peningamálum* var fjallað um sem óvissuþætti varðandi þróun verðbólgu á næstu misserum skapi nú aukinn verðbólguþrýsting.

Verðbólga í grennd við verðbólguþrýsting á spátímanum

Ofangreindir þættir leiða til þess að verðbólguþrýstingurinn hliðrast upp á við meginhluta spátímabilsins. Þó er því spáð að eftir að verðbólga nær hámarki á seinni hluta þessa árs hjaðni hún á ný vegna áframhaldandi slaka í þjóðarþróunum og verði í grennd við verðbólguþrýsting frá miðju næsta ári. Búist er við að mæld meðalverðbólga verði 2,8% á þessu ári og 2,7% á árinu 2012 og að verðbólga án skattaáhrifa verði 2,6% bæði árin. Langtímaverðbólguhorfur eru því nokkuð góðar þrátt fyrir horfur á tímabundinni aukningu umfram verðbólguþrýsting.

Ýmsir óvissuþættir fyrir hendi

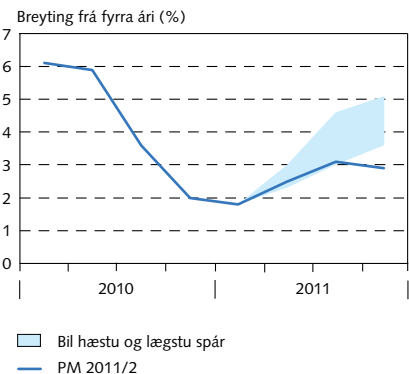
Eins og áður hefur komið fram þarf tímabundin aukning verðbólgu vegna ytri áfalla ekki að valda miklum áhyggjum ein og sér. Þó er alltaf viss hættu á að aukin verðbólga vegna verðhækkana erlendis grafi um sig og smitist út í verðbólguvæntingar og þaðan yfir í verðákvarðanir fyrirtækja og launamyndun.

Sá óvissuþáttur sem vegur þyngst um verðbólguþróun á næstu misserum er líklega þróun gengis krónunnar og heimsmarkaðsverðs olíu- og hrávöru, enda koma þau áhrif hratt fram í innlendu verðlagi (sjá rammagrein VIII-1). Einnig er óvissa um hvort húsnæðisverð mjakist áfram upp á við og þá hversu mikið. Húsnæðisliðurinn hefur mikið vægi í vísitölu neysluverðs og hefði það því mikil áhrif ef kraftur færir í fasteignamarkaðinn. Aðrir óvissuþættir fela í sér hættu á að launaþrýstingur verði jafnvel meiri en gert er ráð fyrir í spánni. Einnig er möguleiki á að efnahagsbatinn verði hægari en gert er ráð fyrir í spánni og verðbólguþrýstingur því minni. Nánari umfjöllun um helstu óvissuþætti er að finna í kafla I.

Mynd VIII-10

Verðbólguþrýstingur úr ólíkum líkönum

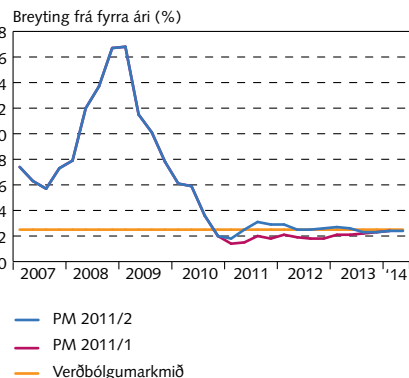
Verðbólga án skattaáhrifa 1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-11

Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2011/1

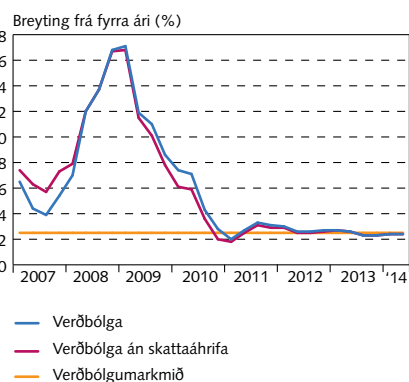


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-12

Verðbólga með og án skattaáhrifa

1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2011 - 2. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Rammagrein VIII-1

Áhrif gengisbreytinga á verðbólgu

Í sérritinu *Peningastefnan eftir höft*, sem gefið var út af Seðlabanka Íslands í desember 2010, er fjallað um helstu ástæður slaks árangurs í viðureigninni við verðbólgu undanfarin ár. Þar er meðal annars leitað skýringa í því að áhrif gengisbreytinga á verðbólgu séu meiri hér en í öðrum ríkjum sem styðjast við verðbólguþætti við stjórn peningamála. Jafnframt virðast áhrifin ekki hafa minnkað hér undanfarin ár með upptöku verðbólguþættis við stjórn peningamála líkt og í öðrum ríkjum, eins og fjallað er um í grein Þórarins G. Péturssonar frá árinu 2010.¹

Í þessari rammagrein er í stuttu máli gerð grein fyrir helstu kenningum hagfræðinnar um hvað ákvarðar áhrif gengisbreytinga á verðbólgu og reynt að varpa ljósi á hver þeirra geti skýrt ólík áhrif gengisbreytinga á verðbólgu á Íslandi miðað við önnur ríki. Þessum kenningum má skipta í þrennt. Í fyrsta lagi eru kenningar sem leita skýringa í samkeppni á innlendum mörkuðum, í öðru lagi kenningar sem byggjast á hlutdeild kostnaðar vegna dreifingar og markaðssetningar í verði innlendra neysluvara og í þriðja lagi kenningar sem útskýra áhrif gengisbreytinga á verðbólgu út frá trúverðugleika við stjórn peningamála.

Samkeppniskenningar

Samkvæmt þessum kenningum hefur meiri samkeppni á innlendum mörkuðum í för með sér að erlendir framleiðendur hækka innflutningsverð vöru minna (eða eru ólíklegri til að hækka það) í kjölfar gengislækkunar (sjá t.d. Dornbusch, 1987, og Bacchetta og van Wincoop, 2005). Þetta leiðir til þess að verð á innfluttum vörum og neysluvörum hækkar minna en ella í kjölfar gengislækkunar og áhrif gengisbreytinga á verðbólgu verða minni.

Af þessum kenningum má draga þá ályktun að gengi hafi áhrif á innlent neysluverð með því að hafa áhrif á verð á innfluttum neysluvörum og neysluvörum framleiddum innanlands í samkeppni við innflutning. Gera má ráð fyrir að því meiri samkeppni er á innlendum neysluvörumarkaði því minni séu áhrif gengisbreytinga á verðlag.

Út frá þessum kenningum má jafnframt gera ráð fyrir að gengisbreytingar hafi áhrif á innlent neysluverð þar sem það hefur áhrif á verð á innfluttum aðföngum sem notuð eru í innlendra framleiðslu. Hér má ætla að því meiri samkeppni sem er á innlendum aðfangamarkaði því minni séu áhrif gengisbreytinga á innlent aðfangaverð og áhrif gengis á innlent neysluverð þar af leiðandi minni.

Kostnaðarkenningar

Kostnaðarkenningar skýra ófullkomin áhrif gengis á innlent neysluverð, þ.e. að 1% lækkun gengis leiði til minna en 1% hækkunar innlends neysluverðs, með því að kostnaður vegna dreifingar og markaðssetningar innanlands sé veigamikill þáttur í innlendu neysluverði. Áhrif gengislækkunar á hækkun á verði vöru eru þar af leiðandi háð hlutdeild kostnaðar vegna markaðssetningar og dreifingar í verði hennar; því meiri sem hlutdeildin er því minni eru áhrif gengisbreytinga á verðbólgu.

Til þess að gefa hugmynd um hlutdeild innflutningsverðs í verði á innfluttum vörum má nefna að samkvæmt Burstein, Neves og Rebelo (2003) er kostnaður við markaðssetningu og dreifingu dæmigerðrar neysluvöru um 40% af smásöluverði hennar í Bandaríkjunum.

1. Sjá Þórarinn G. Pétursson (2010). Samkvæmt niðurstöðum hans eru áhrif gengisbreytinga á verðbólgu um það bil 0,4 á Íslandi, þ.e. 1% gengislækkun leiðir til 0,4% aukningar verðbólgu að öðru óbreyttu, og hefur það lítið breyst undanfarin ár. Áhrif gengisbreytinga á verðbólgu í öðrum ríkjum eru mun minni og hafa minnkað undanfarin ár eða úr 0,36 í 0,11 ef tekið er meðaltal allra 42 ríkjanna í úrtakinu í rannsókn Þórarins.

Trúverðugleiki við stjórn peningamála

Líklegt er að minni og stöðugri verðbólga leiði til minni áhrifa gengisbreytinga á verðlag, eins og fjallað er um í Taylor (2000). Sem dæmi um líkan sem útskýrir þetta má nefna almennt jafnvægislíkan Maríasar H. Gestssonar (2010) þar sem óvissa um stjórn peningamála hefur áhrif á launamyndun og þ.a.l. á innlendan framleiðslukostnað. Aukin óvissa veldur því að vörum sem framleiddar eru innanlands og verðlagðar eru með hliðsjón af innlendum markaðsaðstæðum fækkar. Af þessu leiðir aukin áhrif gengis á innflutnings- og neysluverð. Devereux, Engel og Storgaard (2004) komast að svipaðri niðurstöðu. Í líkani þeirra getur óvissa um stjórn peningamála haft áhrif á hvort framleiðendur kjósa að ákveða verð vöru sinnar í innlendri eða erlendri mynt. Þannig eru meiri líkur á að erlendir framleiðendur kjósi að verðleggja vöru sína í erlendri mynt því meiri óvissa sem er um stjórn peningamála innanlands. Af þessu leiðir aukin áhrif gengis á innflutnings- og neysluverð. Þessar niðurstöður benda til þess að skortur á trúverðugleika við stjórn peningamála ýti undir áhrif gengisbreytinga á verðbólgu. Það styður kenninguna að hægt er að rökstyðja hana með mjög ólíkum líkönum.

Útskýringar fyrir Ísland

Ísland er lítið opið hagkerfi og minna en flest önnur þannig að gera má ráð fyrir að erlendir framleiðendur mæti minni samkeppni á innlendum markaði en í samanburðarlöndunum. Þetta endurspeglast í hlutfallslega fábreyttri innlendri framleiðslu sem veldur því að líklegt er að smáríki eins og Ísland þurfi að flytja inn tiltölulega stóran hluta nauðsynjavöru til innlendar neyslu, allt frá matvælum og öðrum neysluvörum til aðfanga fyrir innlenda framleiðslu. Vegna eðlis þessara vara er líklegt að innlend eftirspurn eftir þeim sé tiltölulega ónæm fyrir verðsveiflum. Fábreytni innlendar framleiðslu gerir það einnig líklegt að innflytjendur vöru til smáríkja séu ekki í samkeppni við innlenda framleiðendur sambærilegrar vöru heldur einungis í samkeppni við aðra innflytjendur sömu vöru sem verða fyrir sams konar áhrifum af gengisbreytingum. Innlendir aðilar eiga því erfiðara með að beina eftirspurn sinni að sambærilegum innlendum vörum þegar gengi innlands gjaldmiðils lækkar. Að auki má gera ráð fyrir því að hlutfallslega kostnaðarsamara sé fyrir erlenda seljendur vöru að kanna markaðsaðstæður í smáríkjum en á stærri markaðssvæðum og því sé algengara að vörur séu verðlagðar í gjaldmiðli framleiðanda, sem leiðir af sér aukin áhrif gengis á innlent neysluverð.

Varðandi ástæður þess að áhrif gengisbreytinga á innlent verðlag hafi ekki minnkað á Íslandi líkt og víðast hvar annars staðar virðist helsta skýringin liggja í því að trúverðugleiki peningastefnunnar (og árangur hennar) er minni en í öðrum ríkjum. Einnig kann að vera að lítil samkeppni á Íslandi valdi því að áhrif aukins trúverðugleika skili sér seinna en ella í minnkandi áhrifum gengisbreytinga á verðlag. A.m.k. virðist ólíklegt að skýringanna sé að leita í því að dregið hafi úr samkeppni (af öðrum ástæðum) eða að hlutfall kostnaðar við markaðssetningu og dreifingu vara í innlendu neysluverði sé lægra.

Heimildir

- Bacchetta, P., og E. van Wincoop (2005). A theory of the currency denomination of international trade, *Journal of International Economics*, 67, 295-319.
- Burstein, A. T., J. C. Neves and S. Rebelo (2003). Distribution costs and real exchange rate dynamics during exchange-rate-based stabilizations, *Journal of Monetary Economics*, 50, 1189-1214.
- Devereux, M. B., C. Engel og P. E. Storgaard (2004). Endogenous exchange rate pass-through when nominal prices are set in advance, *Journal of International Economics*, 63, 263-291.
- Dornbusch, R., (1987). Exchange Rates and Prices, *American Economic Review*, 77, 93-106.

- Mariás H. Gestsson (2010). Monetary Uncertainty, Trade and Pricing in General Equilibrium, Doktorsritgerð við Árósháskóla.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft, Seðlabanki Íslands, *Sérri* nr. 4.
- Taylor, J. B., (2000). Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms, *European Economic Review*, 44, 1389-1408.
- Þórarinn G. Pétursson (2010). Inflation control around the world: Why are some countries more successful than others? Í bókinni *Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects*. Ritstjórar D. Cobham, Ø. Eitrheim, S. Gerlach og J. F. Qvigstad. Cambridge: Cambridge University Press.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2011/2

 Tafla 1 Þjóðhagsspá¹

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram			
		Spá			
	2010	2011	2012	2013	
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar					
Einkaneysla	782,6	-0,2 (-0,3)	2,7 (3,1)	3,0 (2,9)	3,2 (2,2)
Samneysla	399,0	-3,2 (-3,5)	-4,1 (-4,1)	-2,8 (-2,2)	0,4 (0,5)
Fjármunamyndun	205,9	-4,9 (-4,5)	15,8 (9,6)	16,6 (17,1)	8,5 (14,2)
Atvinnuvegafjárfesting	129,6	6,5 (14,4)	24,4 (17,8)	20,6 (18,4)	8,1 (15,2)
Fjárfesting í íbúðahúsnæði	35,5	-17,0 (-25,2)	18,6 (14,7)	14,0 (17,5)	15,7 (18,1)
Fjárfesting hins opinbera	40,8	-22,4 (-30,9)	-14,7 (-24,8)	0,0 (9,1)	1,8 (2,0)
Þjóðarútgjöld	1.384,1	-2,1 (-2,4)	2,9 (2,4)	3,8 (4,0)	3,5 (4,0)
Útflutningur vöru og þjónustu	869,3	1,1 (0,0)	2,5 (2,5)	2,4 (2,2)	2,9 (2,4)
Innflutningur vöru og þjónustu	706,9	3,9 (1,1)	3,7 (1,6)	3,9 (3,6)	4,4 (3,2)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar		-1,2 (-0,5)	-0,3 (0,7)	-0,5 (-0,3)	-0,4 (-0,1)
Verg landsframleiðsla	1.546,5	-3,1 (-2,7)	2,3 (2,8)	2,9 (3,2)	2,7 (3,4)
Aðrar lykilstærðir					
Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.547 (1.563)	1.630 (1.639)	1.738 (1.730)	1.824 (1.820)	
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)	10,5 (11,0)	10,5 (12,0)	10,1 (11,5)	9,2 (10,9)	
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-7,8 (-3,5)	-6,2 (-1,0)	-4,1 (-0,9)	-6,0 (-1,3)	
Viðskiptajöfnuður án áfallinna vaxta vegna innlánsstofnana í slitameðferð (% af landsframleiðslu)	1,7 (6,6)	2,4 (8,3)	3,3 (8,0)	0,8 (6,1)	
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-4,9 (-4,7)	-2,6 (-2,0)	-1,5 (-0,6)	-0,5 (0,5)	
Launakostnaður á framleidda einingu (br. milli ársmeðaltala)	4,7 (6,3)	3,5 (2,5)	3,2 (3,1)	2,2 (1,8)	
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)	-3,6 (-7,7)	0,3 (0,4)	0,6 (1,5)	1,2 (2,1)	
Atvinnuleysi (% af mannafla)	8,1 (8,1)	7,7 (7,3)	6,4 (5,6)	5,1 (4,0)	
Gengi krónu gagnvart evru	161,7 (161,7)	160,0 (157,2)	159,7 (155,5)	159,5 (153,2)	

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

 Tafla 2 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)
2010:1	7,4 (7,4)	6,1 (6,1)	4,9 (4,9)
2010:2	7,1 (7,1)	5,9 (5,9)	4,7 (4,7)
2010:3	4,3 (4,3)	3,6 (3,6)	-2,3 (-2,3)
2010:4	2,8 (2,8)	2,0 (2,0)	4,0 (4,0)
2011:1	2,0 (1,6)	1,8 (1,4)	1,8 (0,0)
Spáð gildi			
2011:2	2,7 (1,7)	2,5 (1,5)	7,5 (5,2)
2011:3	3,3 (2,2)	3,1 (2,0)	0,1 (-0,1)
2011:4	3,1 (2,0)	2,9 (1,8)	3,4 (3,0)
2012:1	3,0 (2,2)	2,9 (2,1)	1,4 (0,8)
2012:2	2,6 (2,0)	2,5 (1,9)	5,7 (4,4)
2012:3	2,6 (1,9)	2,5 (1,8)	-0,1 (-0,4)
2012:4	2,7 (1,9)	2,6 (1,8)	3,8 (3,0)
2013:1	2,7 (2,1)	2,7 (2,1)	1,4 (1,5)
2013:2	2,6 (2,1)	2,6 (2,1)	5,3 (4,5)
2013:3	2,3 (2,2)	2,3 (2,2)	-1,1 (0,0)
2013:4	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)	3,7 (3,4)
2014:1	2,4 (2,4)	2,4 (2,4)	1,7 (1,7)
2014:2	2,4	2,4	5,4
Ársmeðaltal			
2010	5,4 (5,4)	4,4 (4,4)	
2011	2,8 (1,9)	2,6 (1,6)	
2012	2,7 (2,0)	2,6 (1,9)	
2013	2,5 (2,2)	2,5 (2,2)	

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

