

Veikur efnahagsbati hafinn

Viðskiptakjör hafa batnað heldur meira en spáð var í nóvemberhefti Peningamála og útlit er fyrir kröftugri vöxt útflutnings. Utanríkisviðskipti munu því leggja meira til hagvaxtar en þá var talið. Þrátt fyrir hagstæðari viðskiptakjör og meiri afgang á viðskiptum við útlönd er gert ráð fyrir að gengi krónunnar verði heldur veikara en spáð var í nóvember. Talið er að fjárfesting á þremur fyrstu fjórðungum síðasta árs hafi verið nokkru meiri en bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands gefa til kynna. Samdráttur landsframleiðslu á síðasta ári er því talinn hafa verið heldur minni en tölur Hagstofunnar gefa tilefni til að áætla. Í þeirri spá sem nú er birt er gert ráð fyrir að samdrátturinn á síðasta ári hafi verið 2,7%, sem er svipað og spáð var í nóvember. Horfur eru á áframhaldandi bata innlendrar eftirspurnar á þessu ári og að hagvöxtur verði um 2,8% sem er nokkru meiri vöxtur en spáð var í nóvember. Einnig er spáð heldur meiri hagvexti á næstu tveimur árum eða rúmlega 3% hvort árið. Vinnumarkaðskönnun fyrir fjórða ársfjórðung síðasta árs gefur til kynna að þróun á vinnumarkaði sé í samræmi við síðustu spá bankans. Útlit er fyrir að atvinna taki að aukast á ný á fyrri hluta þessa árs og að atvinnuleysi taki smám saman að minnka eftir því sem líður á árið. Þróun verðbólgu hefur einnig verið með svipuðum hætti og Seðlabankinn spáði í nóvember og hafa verðbólguhorfur tiltölulega lítið breyst. Eins og endranær er nokkur óvissa um efnahags- og verðbólguhorfur og efnahagsbatinn brothættur.

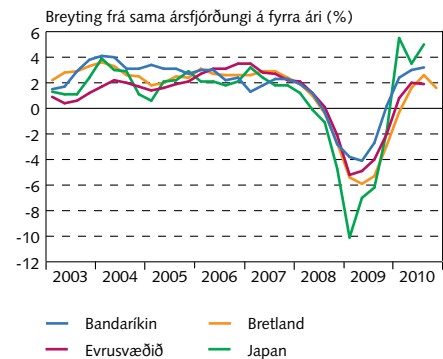
Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

- Eftir því sem leið á síðasta ár og áhrif eftirspurnarhvetjandi aðgerða fjöruðu út, dró úr alþjóðlegum hagvexti og alþjóðaviðskiptum, eins og almennt hafði verið spáð.
- Svipuð þróun átti sér stað í helstu viðskiptalöndum Íslands. Verulega hægði á hagvexti á evrusvæðinu á þriðja ársfjórðungi og sem fyrr var hagvöxtur mestur í Þýskalandi en þróunin meðal annarra evruríkja var mjög misjöfn. Í Bretlandi dró einnig úr hagvexti en í Bandaríkjunum og Japan jókst hann aftur á móti meira. Fyrstu vísbendingar um þróunina á síðasta fjórðungi ársins gefa til kynna aukinn vöxt í Bandaríkjunum, en að hægt hafi á hagvexti á evrusvæðinu, í Bretlandi og í Japan.
- Gert er ráð fyrir að nokkuð hægi á hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands á þessu ári og að vöxturinn verði svipaður og á seinni hluta ársins 2010. Bæði Efnahags- og þróunarstofnunin (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spá 1,9% hagvexti á árinu, sem er svipað og reiknað var með í síðasta hefti *Peningamála*. Spár Consensus Forecast eru svipaðar.
- Verðbólguhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa breyst lítillega frá því í byrjun nóvember sl. Verðbólga jókst á evrusvæðinu í desember í 2,2%, sem er mesta verðbólga á svæðinu í meira en tvö ár. Verðbólga er lítið eitt yfir viðmiðunarmörkum Seðlabanka Evrópu, en undirliggjandi verðbólga er töluvert minni. Í Bretlandi jókst verðbólga enn meira í desember og hefur um nokkurt skeið verið yfir verðbólgu markmiði Englandsbanka. Í Bandaríkjunum

Mynd 1

Alþjóðlegur hagvöxtur

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

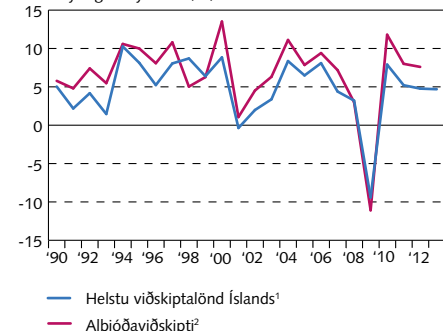


Heimild: Macrobond.

Mynd 2

Alþjóðaviðskipti

Breyting frá fyrra ári (%)

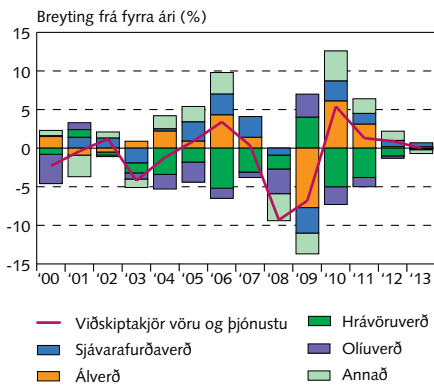


1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála sem birtist í *Peningamálum* 2010/4 í nóvember sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir í lok janúar.

1. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.
2. Einfalt meðaltal vöruinnflutnings og -útflutnings í OECD-riki og stærstu ríkjum utan OECD.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

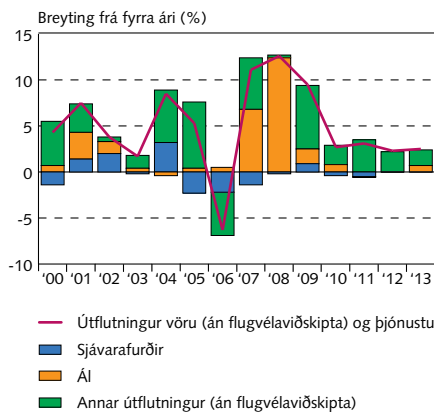
Viðskiptakjör og framlag undirliða
2000-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar viðskiptakjara er fengið með því að veita saman árlega breytingu viðkomandi undirliða með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Líðurinn „annað“ er afgangslíður.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Þróun útflutnings (án flugvélaútskipta) og
framlag undirliða hans 2000-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

jókst verðbólga einnig nokkuð í desember, en er þó enn lítil. Aukin verðbólga tengist að miklu leyti hækkandi eldsneytis- og hrávöruverði á alþjóðlegum mörkuðum.

- Seðlabankar helstu iðnríkja hafa ekki breytt stýrivöxtum undanfarna mánuði. Þeir hafa hins vegar verið lækkaðir enn frekar í sumum nýmarkaðsríkjum eins og t.d. Suður-Afríku og Tyrklandi. Löndum þar sem vextir fara lækkaði hefur engu að síður fækkað og víða er hækkun vaxta hafin. T.d. hafa seðlabankar Brasilíu, Svíþjóðar, Indlands, Ungverjalands og Póllands nýlega hækkað vexti.
- Mikill vöxtur hefur verið í alþjóðaviðskiptum eftir mikinn samdrátt árin 2008 og 2009, en hægja tók á vexti alþjóðaviðskipta á seinni hluta ársins 2010. Bæði OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gera þó ráð fyrir töluverðum vexti alþjóðaviðskipta á næstu tveimur árum. Í uppfærðri spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda Íslands hafi aukist um tæp 8% á síðasta ári og muni aukast um 5% til viðbótar á þessu ári, sem er heldur meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá.
- Hrávöruverð hélt áfram að hækka undir lok síðasta árs og varð hækkunin nokkru meiri en gert var ráð fyrir í nóvember spá bankans. Aukin eftirspurn nýmarkaðsríkja Asíu og uppskerubrestur ýtti undir verðhækkunir síðasta árs. Því er hrávöruverð í uppfærðri spá nokkru hærra út spátímann en í spánni frá því í nóvember.
- Áætlað er að álverð verði um 14% hærra á þessu ári en á liðnu ári en í nóvember var gert ráð fyrir 7% hækkun. Verð hráolíu hefur einnig hækkað töluvert undanfarið, eins og verð annarra hrávara. Nú er gert ráð fyrir að hráolíuverð muni hækka um 15% á þessu ári en í nóvember var spáð rúmlega 5% hækkun. Spá um verð sjávarafurða er aftur á móti svipuð og hún var í nóvember.
- Viðskiptakjarabatinn varð nokkru meiri á síðasta ári en spáð var í nóvember. Gert er ráð fyrir áframhaldandi bata á þessu ári, drifnum af frekari hækkun verðs á áli og sjávarafurðum, sem vegur þyngra en hækkun verðs á innfluttri hrávöru og olíu. Horfur til næstu tveggja ára eru svipaðar og í nóvember.
- Raungengi lækkaði lítillega í desember eftir að hafa hækkað nokkuð stöðugt frá því í september 2009. Raungengi er enn afar lágt í sögulegu samhengi, um 19% lægra en meðalraungengi undanfarinna þrjátíu ára.
- Áætlað er að útflutningur vöru og þjónustu á síðasta ári hafi verið óbreyttur frá fyrra ári en í síðustu spá var gert ráð fyrir 0,4% aukningu. Ástæðan er einkum meiri samdráttur útflutningsframleiðslu sjávarafurða en áður var gert ráð fyrir. Horfur um útflutning á þessu ári hafa heldur vænkast, einkum er útlit fyrir minni samdrátt í útflutningsframleiðslu sjávarafurða en áður. Horfur eru á að útflutningur aukist meira næstu tvö ár en spáð var í nóvember.

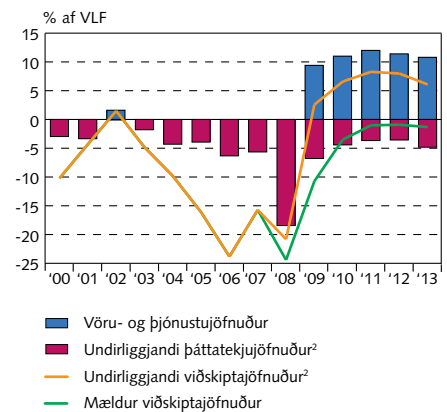
- Töluverður afgangur varð á vöru- og þjónustuviðskiptum á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs. Gert er ráð fyrir að afgangurinn á árinu 2010 í heild hafi numið um 11% af landsframleiðslu, sem er nokkru meiri afgangur en spáð var í nóvember. Halli á þáttatekjujöfnuði er hins vegar áætlaður nokkru meiri en í nóvember. Þar vegur þyngst endurskoðun á tölum fyrir fyrri hluta síðasta árs vegna lækkunar á mati erlendra eigna innlánsstofnana í slitameðferð. Þar að auki veiga áætlaðar áfallnar vaxtagreiðslur vegna nýs Icesave-samnings þyngra á árinu 2010 en í fyrri spám bankans þar sem vaxtagreiðslur hefjast fyrr en þar var gert ráð fyrir. Mældur viðskiptahalli á árinu 2010 eykst því lítillega eða úr 3% af landsframleiðslu í nóvemberspánni í 3,5%. Afgangur á viðskiptajöfnuði án innlánsstofnana í slitameðferð er hins vegar töluvert meiri en spáð var í nóvember eða um 6½% af landsframleiðslu í stað tæplega 3% í síðustu spá, enda hefur ofangreint endurmat á erlendum eignum þessara stofnana ekki áhrif á þennan mælikvarða á viðskiptajöfnuði.

- Horfur eru á að verulega dragi úr mældum viðskiptahalla í ár og að hann verði að jafnaði um 1% af landsframleiðslu út spátímann. Það skýrist einkum af því að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum verður líklega meiri á tímabilinu en áður var talið eða um 12% af landsframleiðslu í stað rúmlega 9% í nóvemberspánni. Horfur um viðskiptajöfnuð án innlánsstofnana í slitameðferð batna enn frekar og er útlit fyrir að afgangur mældur á þennan hátt verði um 6-8% af landsframleiðslu sem er 5-7 prósentum meiri afgangur en spáð var í nóvember. Fyrir utan hagstæðari utanríkisviðskipti er meginskýringin hagstæðari vaxtakjör og hraðari endurgreiðsluferill í nýjum Icesave-samningsdrögum en í þeim forsendum sem lágu til grundvallar nóvemberspánni.

Innlendir fjármálamarkaðir

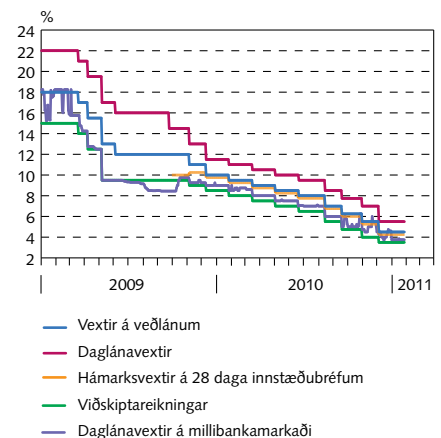
- Frá því í nóvember hafa vextir Seðlabankans verið lækkaðir tvisvar: fyrst við útgáfu *Peningamála* í nóvember og í seinna skiptið á vaxtaákvörðunarfundi í desember. Samtals hafa innlánsvextir bankans lækkað úr 4,75% í 3,5% og hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum úr 6% í 4,25%. Á sama tíma hafa 7 daga veðlávextir lækkað úr 6,25% í 4,5% og daglávextir úr 7,75% í 5,5%.
- Á desemberfundi peningastefnunefndar var ákveðið að þröngja vaxtagang bankans um 1 prósentu, úr 3 prósentum í 2. Miðja vaxtagangsins lækkaði því um 1 prósentu en aðhaldsstig peningastefnunnar, sem mælt er með meðaltali vaxta á innlánsflið markaðsaðgerða bankans, lækkaði heldur minna eða um 0,75 prósentur.
- Markmiðið með að þröngja vaxtaganginn var annars vegar að færa einnar nætur vexti á markaði nær miðju vaxtagangsins og hins vegar að draga úr sveiflum í markaðsvöxtum. Þannig er

Mynd 5
Viðskiptajöfnuður 2000-2013¹



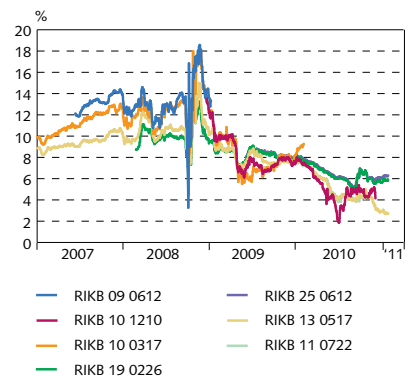
1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013.
2. Án ógreiddra áfallinna vaxta vegna innlánsstofnana í slitameðferð.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Vextir Seðlabanka Íslands
og skammtíma markaðsvextir
Daglegar tölur 1. janúar 2009 - 28. janúar 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

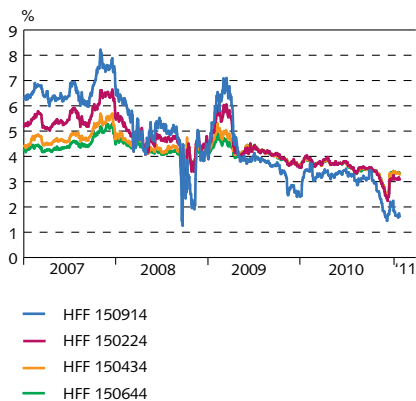
Mynd 7
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 28. janúar 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

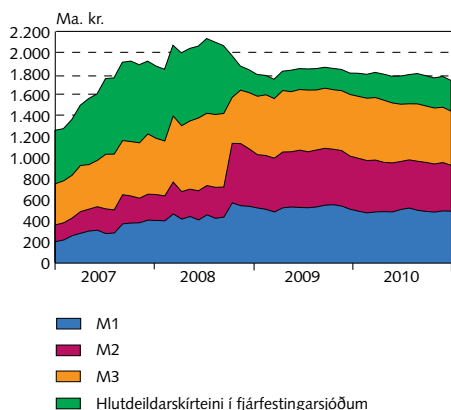
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 28. janúar 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

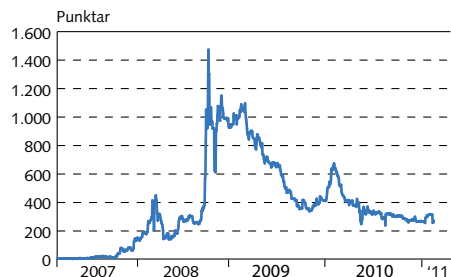
Peningamagn í umferð
Janúar 2007 - desember 2010¹



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

Mynd 10

Skuldatryggingarálag ríkisins
Daglegar tölur 29. mars 2007 - 28. janúar 2011



Heimild: Bloomberg.

stuðlað að því að draga úr sveiflum í aðhaldsstigi peningastefnunnar, eins og það mælist á markaði. Með því að minnka bilið á milli inn- og útlánsvaxta bankans er jafnframt dregið úr hugsanlegum sveiflum í aðhaldsstigi þegar megináhrif Seðlabankavaxta á skammtíma fjármögnunarkostnað á markaði hreyfast á milli innláns- og útlánsliðar markaðsaðgerða bankans.

- Raunvextir Seðlabankans eru svipaðir og þeir voru við útgáfu síðustu *Peningamála* þegar horft er til núverandi verðbólguþegna eða um 2%. Á aðra mælikvarða hafa þeir lækkað, nema ef miðað er við verðbólguvæntingar heimila sem hjaðnað hafa hraðar en sem nemur lækkun vaxta bankans. Á aðra mælikvarða er lækkunin á bilinu ¼-1½ prósentu og um ¼ prósentu að meðaltali og er raunvaxtastigið að meðaltali um 2%.
- Innstæður fjármálastofnana í Seðlabankanum hafa aukist frá því í haust, einkum innstæður í krónum. Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hafa verið birtar tölur um efnahagsyfirlit íslenska bankakerfisins yfir tímabilið frá október 2008 til desember 2010. Gögnin benda til þess að útlánvöxtur sé lítil sem enginn. Svipaða þróun má einnig sjá í peningamagn í umferð. Vítt skilgreint peningamagn (M3) hafði dregist saman um u.þ.b. 10% í lok nóvember frá sama tíma árið 2009. Stór hluti samdráttarins kemur fram í lægri innstæðum á peningamarkaðsreikningum, en á sama tíma varð töluverð aukning í útgefnum hlutdeildarskírteinum fjárfestingarsjóða. Samdráttinn í M3 þarf þar með að skoða í því ljósi að staðkvæmd kann að vera á milli innlána og annarra fjárfestingarkosta.
- Skammtímavextir á millibankamarkaði hafa lækkað um 1-1½ prósentu frá útgáfu *Peningamála* í nóvember og ávöxtunarkrafa á styttri óverðtryggðum ríkisbréfum um allt að 2 prósentur, samhliða lækkun vaxta Seðlabankans. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hefur lækkað um allt að ½ prósentu frá því í nóvember. Lækkun ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa var nærri 0,2 prósentum.
- Viðskipti á millibankamarkaði með krónur námu samtals 110,5 ma.kr. í nóvember og desember 2010 og var fyrst og fremst um daglánaviðskipti að ræða, þótt lán til lengri tíma hafi einnig verið veitt í fyrsta sinn frá því í september 2008. Tvisvar sinnum í nóvember og einu sinni í desember var lánað til einnar viku.
- Skuldatryggingarálag á ríkissjóð er nú um 2,7 prósentur, sem er svipað og það var við útgáfu *Peningamála* í byrjun nóvember. Á sama tíma hefur vaxtamunur gagnvart þýskum ríkisbréfum lækkað um 1½ prósentu og er um 3,3% til þriggja mánaða og um 2,7% til tíu ára. Áhættuleiðréttur vaxtamunur til skamms og langs tíma er því nálægt núlli, sé miðað við skuldatryggingarálagið.
- Í lok árs 2010 var viðskiptavegið gengi krónunnar tæplega 12% hærra en í ársbyrjun 2010 og tæplega 17% hærra gagnvart

evru. Gengi krónunnar hefur hins vegar lækkað það sem af er ári og var tæplega 159 krónur gagnvart evru rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, sem er rúmlega 2½% lægra gengi en fyrir útgáfu *Peningamála* í nóvember. Samkvæmt spánni helst gengi krónunnar á svipuðu stigi til ársloka og verður því tæplega 3% lægra að meðaltali á þessu ári en spáð var í nóvember. Afgangur á viðskiptum við útlönd og bætt viðskiptakjör ættu að styðja við gengi krónunnar. Hins vegar er rétt að hafa í huga að þegar hafist verður handa við afnám gjaldeyrishafta, sem líklegt er að komi til framkvæmda á spátímanum, gæti myndast skammtímaþrýstingur á gengi krónunnar. Óvissa um þessi skammtímaáhrif gefur tilefni til varfærni í áætlunum um gengisþróun, jafnvel þótt einnig sé hugsanlegt að losun hafta leiði til þess að gengi krónunnar hækki eða að lækkun gangi það hratt til baka að áhrifin verði hverfandi.

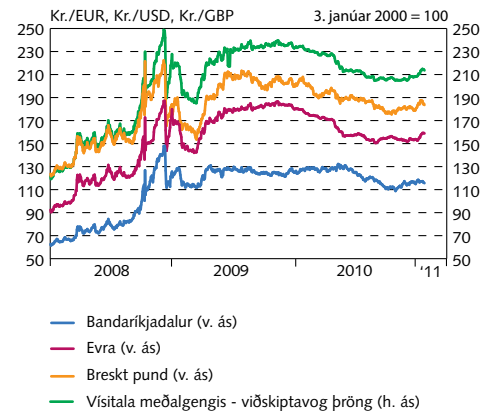
- Í lok ágúst 2010 hóf Seðlabankinn vikuleg kaup á gjaldeyri til að byggja upp óskuldsettan gjaldeyrisforða bankans. Samtals hefur bankinn keypt 30 ma.kr. á markaði eða sem samsvarar u.þ.b. 193,5 milljónum evra. Undir lok ársins 2010 keypti Seðlabankinn gjaldeyri sem nam um 24,6 ma.kr. (jafnvirði 160 milljóna evra) af innlendum fjármálafyrirtækjum. Einnig samdi bankinn um framvirk viðskipti sem námu 47,9 ma.kr. (jafnvirði 312 milljóna evra). Í heild munu þessi viðskipti auka gjaldeyrisforða Seðlabankans fram til ársloka 2015 um 72,5 ma.kr. (jafnvirði 472 milljóna evra).
- Aukinn kraftur færðist í fasteignamarkaðinn á árinu 2010. Heildarveltan jókst um 16% frá árinu á undan, þótt hún sé enn afar lág í sögulegu samhengi. Á sama tíma hefur verulega dregið úr lækkun húsnæðisverðs. Raunverð húsnæðis á höfuðborgarsvæðinu hefur lækkað um tæp 35% frá því að það náði hámarki í október 2007 og nafnverð hefur lækkað um 14,3% frá því að það fór hæst í janúar 2008. Í uppfærðri spá er gert ráð fyrir að húsnæðisverð nái lágmarki á seinni hluta þessa árs en síðan taki við hægfare bati.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

- Hinn 7. desember sl. birti Hagstofa Íslands fyrstu áætlanir um hagvöxt á þriðja fjórðungi ársins 2010 ásamt endurskoðuðum áætlunum fyrir fyrsta og annan fjórðung ársins. Samkvæmt áætlun Hagstofunnar var landsframleiðslan á þriðja fjórðungi ársins 2010 1,6% lægri en fyrir ári og um 5,5% lægri á fyrstu þremur fjórðungum ársins 2010 en á sama tíma árið áður. Þetta er nokkru meiri samdráttur en Seðlabankinn hafði spáð í nóvember og skýrist frávikkið að mestu af þróun fjárfestingar. Tölur Hagstofunnar fyrir fjárfestingu á öðrum ársfjórðungi voru endurskoðaðar upp á við, í samræmi við það sem nóvemberspá Seðlabankans hafði gert ráð fyrir en á móti voru tölur fyrir fyrsta ársfjórðung endurskoðaðar niður á við. Að sama skapi benda fyrstu tölur Hagstofunnar til þess að fjárfesting á þriðja ársfjórðungi hafi verið töluvert veikari en bankinn spáði í nóvember. Spá Seðlabankans um vöxt

Mynd 11

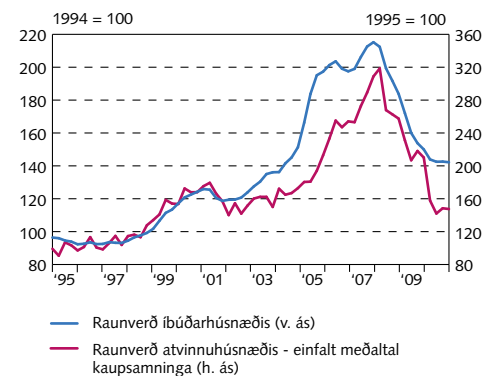
Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 28. janúar 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Húsnæðisverð á höfuðborgarsvæðinu
1. ársfj. 1995 - 4. ársfj. 2010

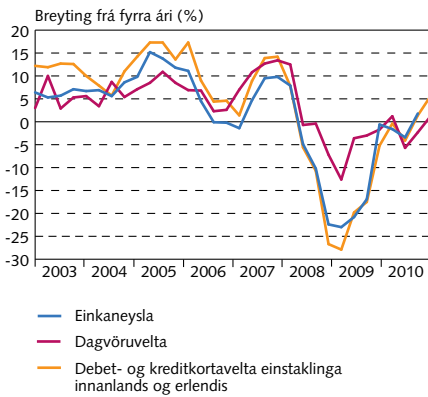


Heimildir: Þjóðskrár Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu¹

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2010

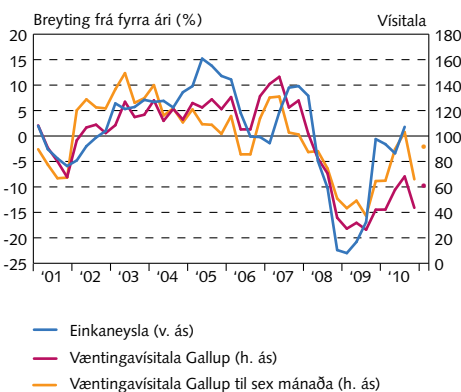


1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 3. ársfjórðungs 2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

1. ársfj. 2001 - 1. ársfj. 2011¹

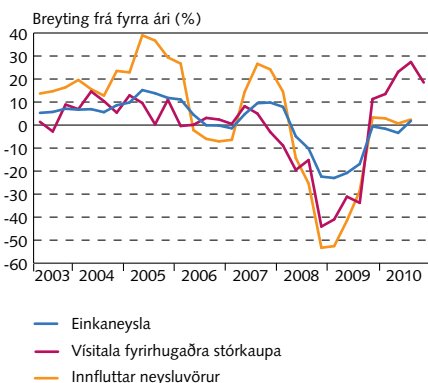


1. Miðað er við þriggja mánaða meðaltal væntingavísitölu Gallup. Gildi fyrir 1. ársfj. 2011 er fyrir janúar. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 3. ársfjórðungs 2010.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd 15

Einkaneysla, fyrirhuguð stórkaup og innfluttar neysluvörur¹

2. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2010



1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 3. ársfjórðungs 2010.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi gekk hins vegar eftir, en endurskoðun á einkaneyslu á fyrri helmingi ársins leiðir til þess að samdráttur einkaneyslu og samneyslu á fyrstu þremur fjórðungum ársins er nú áætlaður heldur meiri en bankinn spáði í nóvember. Utanríkisviðskiptin á fyrstu þremur fjórðungum ársins 2010 voru hins vegar heldur hagstæðari en Seðlabankinn hafði spáð.

- Á þriðja fjórðungi síðasta árs jókst einkaneysla samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar um 1,8% frá fyrra ári. Það er í fyrsta sinn sem vöxtur mælist á milli ára síðan á fyrsta fjórðungi ársins 2008. Árstíðarleiðrétt einkaneysla á þriðja ársfjórðungi jókst um 3,8% frá fyrri ársfjórðungi en hafði dregist saman tvo ársfjórðunga þar á undan. Helstu háttíðnívísibendingar benda til áframhaldandi vaxtar einkaneyslu á fjórða ársfjórðungi. Árstíðarleiðrétt korta- og dagvöruvelta jókst á milli þriðja og fjórða ársfjórðungs. Hið sama á við um fyrirhuguð stórkaup samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup. Þá jókst árstíðarleiðréttur innflutningur neysluvara á þriðja fjórðungi töluvert frá ársfjórðungnum á undan eftir að hafa dregist saman á fyrri helmingi ársins. Spáð er 1,2% árstíðarleiðréttum vexti einkaneyslu á fjórða fjórðungi frá fyrri ársfjórðungi sem jafngildir 2% aukningu frá sama fjórðungi árið áður. Þetta er talsverð breyting frá nóvemberspánni, en þá var spáð 0,7% samdrætti. Gangi spáin eftir dróst einkaneysla saman um 0,3% á síðasta ári.

- Frá nóvembermánuði hafa aðgerðir til að leysa skuldavanda heimilanna skýrst, bæði með lagasetningu í kjölfar dóma um lögmæti gengistryggingar lána og með samræmdum aðgerðum stjórnvalda og fjármálafyrirtækja til að taka á skuldavanda heimila. Munu þær aðgerðir nýtast nokkrum hluta heimila beint í gegnum endurgreiðslur á ofgreiddum afborgunum sem þegar eru hafnar, auk þess sem verulega dregur úr óvissu um skuldastöðu heimila. Líklegt er að óvissan hafi haldið aftur af útgjaldaáformum þeirra. Þessar aðgerðir ásamt heimild til úttektar séreignarsparnaðar hafa stutt við einkaneyslu að undanförmu og er talið að svo verði áfram. Aðgerðirnar eru þó í meginatriðum í samræmi við fyrri spár bankans og kalla því ekki á miklar breytingar á mati á horfum um einkaneyslu næstu missera.

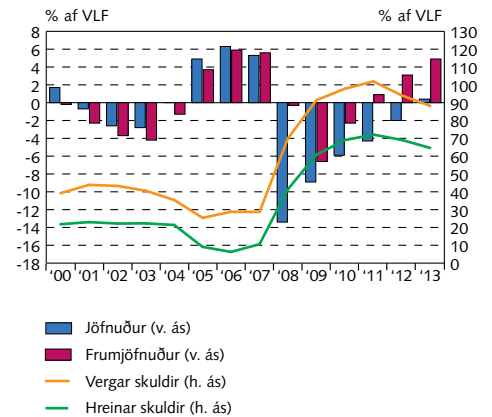
- Áætlað er að einkaneysla vaxi um 3% á þessu ári og því næsta. Þetta er heldur meiri vöxtur en samsvarar vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna. Því mun ganga á sparnað heimilanna allt fram á árið 2013, þegar gert er ráð fyrir að þau taki að byggja hann upp á ný. Þrátt fyrir horfur um töluverðan vöxt einkaneyslu verður hlutdeild einkaneyslu í landsframleiðslu aðeins u.þ.b. 50% á spátímanum, sem er mjög lágt hlutfall í sögulegu samhengi.

- Fjárlög voru samþykkt í desember og urðu nokkrar breytingar frá fjárlagafrumvarpinu sem lá til grundvallar nóvemberspá Seðlabankans. Mest munar um að ekki var gengið jafn langt í niðurskurði á launakostnaði og upphaflega fjárlagafrumvarpið

gerði ráð fyrir eða sem nemur um 2,8 ma.kr. Aftur á móti var aukið við niðurskurð fjárheimilda til stofnkostnaðar um 3,3 ma.kr. Áætlað er að halli á ríkissjóði verði 37,3 ma.kr. á þessu ári sem er 1 ma.kr. lakari afkoma en upphaflegt fjárlagafrumvarp gerði ráð fyrir. Frumjöfnuður er einnig lakari sem því nemur. Enn er þó gert ráð fyrir afgangi á frumjöfnuði sem nemur tæplega 1% af landsframléiðslu sem er í samræmi við efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

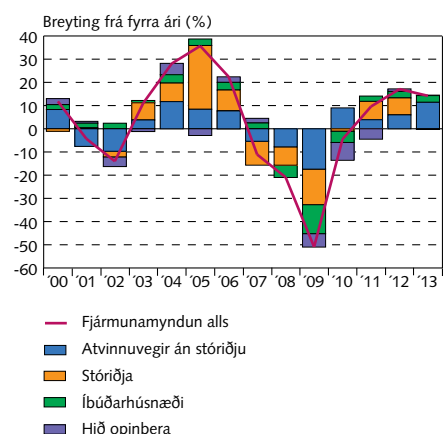
- Fyrstu áætlanir Hagstofunnar um samneyslu á fyrstu tveimur fjórðungum síðasta árs virtust benda til þess að nokkuð hefði slaknað á aðhaldi miðað við fyrri áform. Tekið var mið af því í nóvemberspá Seðlabankans um vöxt samneyslu. Í endurskoðunum tölum Hagstofunnar sem birtust í desember reyndust útgjöld til samneyslunnar hins vegar mun lægri og í samræmi við það sem vænst hafði verið í ágústspá bankans. Í uppfærðri spá hefur horfum um samneyslu verið breytt til samræmis við nýjar tölur og er gert ráð fyrir að nafnvirði hennar standi að mestu í stað út spátímamann. Magnþróun samneyslunnar er því svipuð og áætlað var í ágústspá bankans. Nokkrar sveiflur hafa verið í spám bankans um magnvöxt samneyslunnar að undanförunu, en þær stafa einkum af endurskoðun á verðvísitölu hennar og hafa því ekki falið í sér breytingar á mati á framkvæmd fjárlaga.
- Nýfjárfesting í stóriðju og orkuöflun henni tengdri dróst nokkuð saman á síðasta ári eða um 4,5%. Á þessu ári er hins vegar áætlað að fjárfesting í þessum greinum aukist um nær 36% að magni til. Til aukningar kemur fjárfesting Alcoa vegna rafskautagerðar en viðhaldsfjárfesting lækkar á móti. Í heildina hafa horfur um stóriðjufjárfestingu í krónum talið lítið breyst frá síðustu spá.
- Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar fyrir fyrstu þrjá fjórðunga síðasta árs jókst atvinnuvegafjárfesting um 15,4% frá sama tíma árið áður. Nýlegir hagvísar, m.a. upplýsingar um innflutning fjárfestingarvara, benda hins vegar til að vöxturinn hafi verið nokkru meiri en fyrstu tölur Hagstofunnar gefa til kynna eða 23% samkvæmt mati Seðlabankans. Gert er ráð fyrir að fjárfesting atvinnuveganna á öllu síðasta ári hafi aukist um 14,4% frá fyrra ári, en í síðustu útgáfu *Peningamála* var gert ráð fyrir því minni vexti. Eigi að síður er áætlað að samdráttur fjármunamyndunar alls hafi verið heldur meiri en í nóvemberspánni eða 4,5% í stað 3,7%.
- Spáð er tæplega 10% vexti fjármunamyndunar á þessu ári, sem er heldur meiri vöxtur en spáð var í nóvember. Stafar það að mestu leyti af kröftugri atvinnuvegafjárfestingu. Einnig er gert ráð fyrir nokkrum vexti íbúðafjárfestingar. Er þá m.a. lítið til þess að byggingaraðilar muni leitast við að ljúka ófullgerðu íbúðarhúsnæði en við það eykst mæld fjárfesting. Mikill fjöldi íbúða er til á ýmsum byggingarstigum. Vöxtur íbúðafjárfestingar er þó heldur minni en spáð var í nóvember. Reiknað er með heldur meiri samdrætti

Mynd 16
Fjármál hins opinbera 2000-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013.
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 17
Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirlíða hennar 2000-2013¹

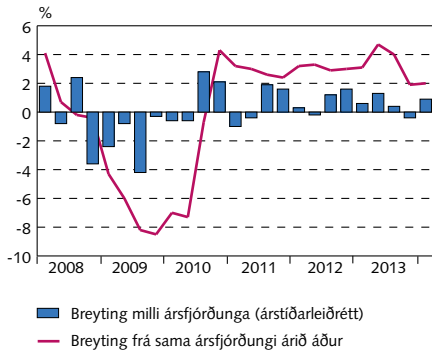


1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 18

Verg landsframleiðsla

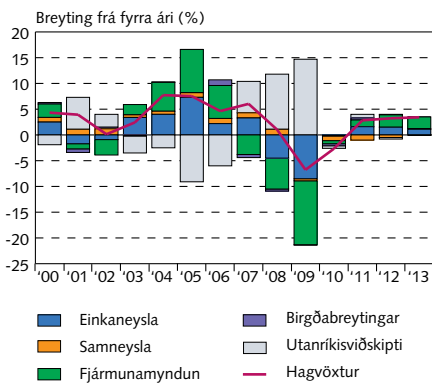
1. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2014¹



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2014.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

Hagvöxtur og framlag undirliða 2000-2013¹

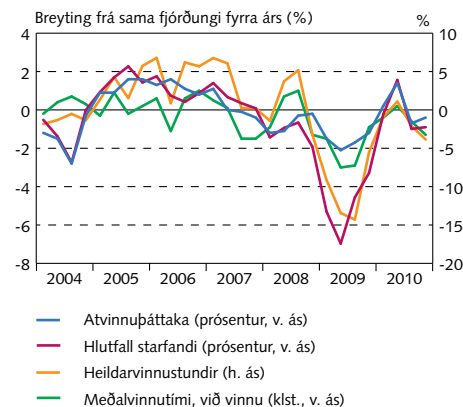


1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 20

Breytingar á vinnuafli

1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2010



Heimild: Hagstofa Íslands.

fjárfestingar hins opinbera en áður var talið. Horfur um heildar-
fjármunamyndun næstu tvö ár eru hins vegar svipaðar.

- Ef stuðst er við mat Seðlabankans á fjármunamyndun síðasta árs fremur en fyrstu áætlanir Hagstofu dróst landsframleiðsla á fyrstu þremur fjórðungum ársins saman um 5,1% frá sama tíma árið áður í stað 5,5% ef stuðst er við bráðabirgðatölur Hagstofunnar. Samkvæmt mati bankans jókst árstíðarleidd landsframleiðsla því um 2,8% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi síðasta árs eftir rúmlega tveggja ára samfellt samdráttartímabil. Árstíðarleiddur ársfjórðungsvöxtur mælist einnig í tölum Hagstofunnar og virðist óháður því hvernig leiðrétt er fyrir árstíðarsveiflunni. Það eykur traust á áreiðanleika matsins, en að undanfögnu hefur verið mikil óregla í ársfjórðungsgögnum um landsframleiðslu sem hefur valdið vanda við mat á árstíðarsveiflunni. Samkvæmt spánni var áframhaldandi árstíðarleiddur ársfjórðungsvöxtur á fjórða ársfjórðungi sem nemur 2,1%. Samdrátturinn á síðasta ári nam því 2,7% gangi þessi spá eftir, sem er svipað og spáð var í nóvember.

- Spáin gerir ráð fyrir tímabundnu bakslagi í árstíðarleiddum ársfjórðungslegum hagvexti á fyrri hluta þessa árs. Hann tekur þó við sér á ný á seinni hluta ársins og spáð er 2,8% hagvexti fyrir árið í heild, sem er heldur meiri vöxtur en spáð var í nóvember. Á næstu tveimur árum er gert ráð fyrir rúmlega 3% hagvexti hvort árið, sem er einnig heldur meiri hagvöxtur en gert var ráð fyrir í nóvembersspánni.

- Eins og í fyrri spám Seðlabankans er talið að framleiðslulakinn hafi náð hámarki um mitt síðasta ár. Slakinn minnkar smám saman eftir því sem líður á spátímam og er horfinn á seinni hluta ársins 2013. Eins og endranær er rétt að hafa í huga að mikil óvissa er um mat á framleiðslulakanum, sérstaklega í kjölfar fjármála-kreppunnar.

- Vinumarkaðskönnun Hagstofunnar sýnir að vinnuafleiftirspurn dróst saman á alla mælikvarða milli ára á síðasta fjórðungi ársins 2010. Fækkaði heildarvinnustundum um 3,9% milli ára, bæði vegna fækkunar fólks við vinnu og styttri vinnuviku. Hins vegar sýna niðurstöður könnunarinnar að bæði atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi eykst í yngsta aldurshópnum og gæti það verið fyrsta vísbending um viðsnúning í vinnuafleiftirspurn.

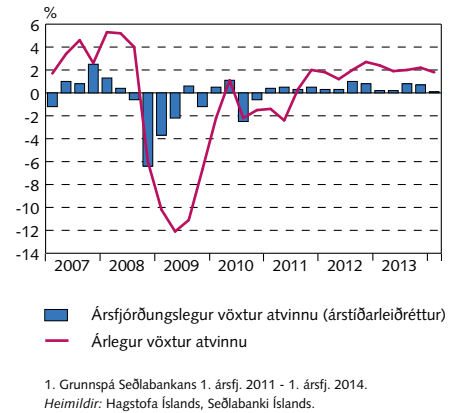
- Tölur um flutninga til og frá landinu sýna að rúmlega 2.000 fleiri fluttu frá landinu en til þess á árinu 2010, eða sem nemur u.þ.b. 1% af vinnuafliinu. Hægt hefur á hreinu útlæði fólks eftir að það jókst í kjölfar fjármálakreppunnar en samsvarandi tala fyrir árið 2009 var rúmlega 4.800.

- Atvinnuleysi á síðasta fjórðungi ársins 2010, eins og það er skráð hjá Vinnuálagstofnun, jókst lítillega frá fyrri fjórðungi og mældist 7,7%. Þetta er í samræmi við spá bankans frá því í nóvember.

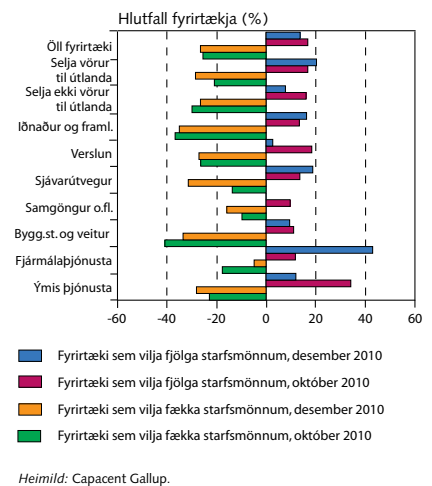
Mælt atvinnuleysi var 8,1% á árinu 2010 en hafði verið 8% árið á undan. Þótt atvinnuleysi mælist svipað og árið 2009 var það í raun meira, því að breytingar á atvinnuleysisbótarétti og breyttar aðferðir við útreikning atvinnuleysis leiða til þess að atvinnuleysi mælist líklega ½-1 prósentu minna árið 2010 en samkvæmt fyrri aðferðum og bótarétti. Tölur vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar sýna einnig að atvinnuleysi jókst milli ára.

- Vísbendingar um þróun atvinnuleysis á næstu mánuðum benda til að það eigi enn eftir að aukast. Þannig gefur viðhorfskönnun meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sem Capacent Gallup gerði í desember til kynna að fleiri fyrirtæki vildu fækka starfsmönnum á næstu sex mánuðum en fjölga. Samkvæmt viðhorfskönnuninni vilja fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki en í sambærilegri könnun í september og færri vilja fjölga starfsfólki. Mest breyting varð á áformum fyrirtækja í fiskvinnslu um að fækka fólki. U.þ.b. þriðjungur þeirra vildi fækka starfsfólki í desember en aðeins 14% í september. Svipaðar vísbendingar má lesa út úr nýlegri könnun sem Samtök atvinnulífsins gerðu meðal aðildarfélaganna sinna. Samkvæmt henni áforma fyrirtæki að fækka starfsmönnum um 1.000 á næstu sex mánuðum. Jafngildir það rúmlega ½ prósentu aukningu atvinnuleysis.
- Í nýlegu samkomulagi á milli Samtaka atvinnulífsins, fjármála- stofnana og stjórnvalda er stefnt að því að athugun á fjárhags- stöðu lítilla og meðalstórra fyrirtækja verði lokið fyrir sumarbyrjun. Vonir standa til að þessar aðgerðir muni hraða úrvinnslu skuldamála þessara fyrirtækja. Líklegt er að endurskipulagning fyrirtækjanna muni hafa í för með sér tímabundna aukningu atvinnuleysis en jafnframt treysta atvinnu til lengri tíma.
- Samkvæmt uppfærðri spá bankans eru atvinnuleysishorfur til næstu ára svipaðar og þær voru í nóvember. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi muni aukast á fyrri hluta ársins, ná hámarki í um 8½% á fyrsta fjórðungi þessa árs en taki smám saman að minnka á ný eftir því sem efnahagssumsvif aukast og verði komið niður í rúmlega 3% í lok árs 2013.
- Miðað við niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar er áætlað að hlutfall starfandi fólks af mannfjölda á aldrinum 16-64 ára hafi minnkað um 2½ prósentur milli fjórðunga á síðasta fjórðungi ársins 2010. Spáð er að atvinna taki að aukast milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi þessa árs (leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu). Gert er ráð fyrir hægum, en samfelldum bata í atvinnu það sem eftir lifir spátímans og í lok spátímans verði hlutfall starfandi fólks um 2½ prósentu hærra en það var í fyrra.
- Ekki hafa komið fram nýjar vísbendingar um aukinn launaþrýsting, þótt laun hafi hækkað lítillega meira á síðasta fjórðungi ársins 2010 en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Kjarasamningaviðræður standa yfir og er gert ráð fyrir tiltölulega hóflegum launahækk-

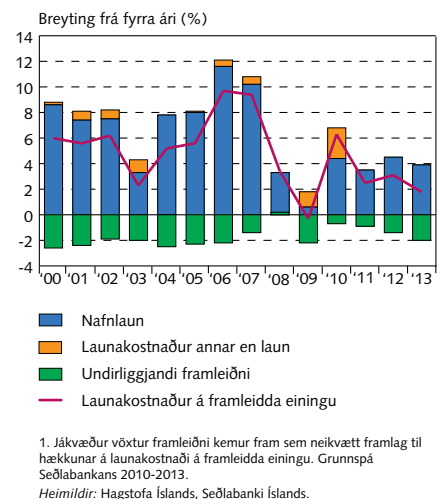
Mynd 21
Atvinna
1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2014¹



Mynd 22
Fyrirtæki sem hyggja á starfsmannabreytingar á næstu 6 mánuðum



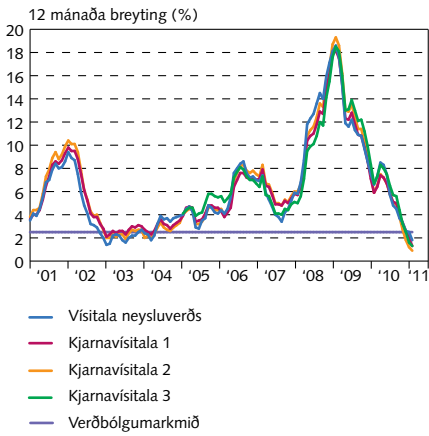
Mynd 23
Launakostnaður á framleiðda einingu og framlag undirliða 2000-2013¹



Mynd 24

Verðbólga

Janúar 2001 - janúar 2011¹



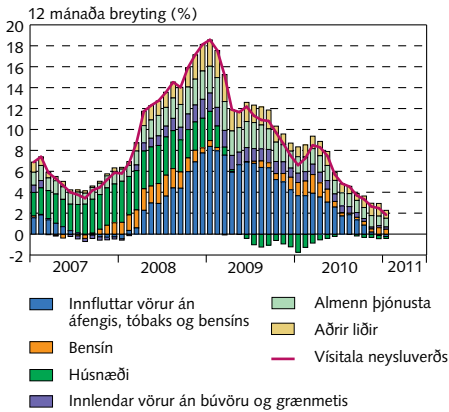
1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu. Kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raumvaxta.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

Undirlíðir verðbólgu

Framlag einstakra undirlíða til verðbólgu jan. 2007 - jan. 2011



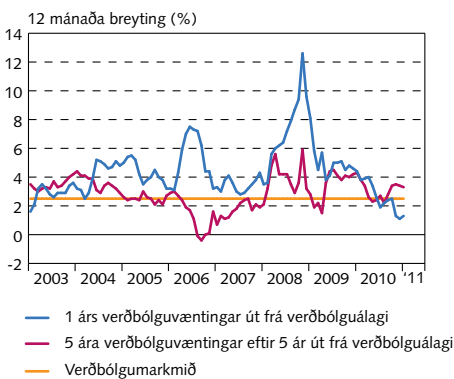
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 26

Verðbólguvæntingar m.v. mun á framvirkum

óverðtryggðum og verðtryggðum vöxtum¹

Mánaðarlegar tölur janúar 2007 - janúar 2011



1. Verðbólguvæntingar eru reiknaðar út frá mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

unum, í samræmi við spána frá því í nóvember. Horfur um launakostnað á framleidda einingu eru svipaðar og spáð var í nóvember.

• Verðbólguþéttur Seðlabankans náðist undir lok ársins en verðbólga hafði verið yfir þéttinum síðan í apríl 2004. Meðalverðbólga á árinu 2010 nam 5,4% samanborið við 12% árið 2009. Mæld verðbólga var 2,8% á síðasta fjórðungi ársins 2010 sem er í samræmi við spána frá því í nóvember.

• Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,9% í janúar eftir að hafa hækkað um 0,33% í desember sl. og verið nánast óbreytt í nóvember. Í janúar mældist tólf mánaða verðbólga 1,8%. Vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta lækkaði hins vegar um 1,1% þar sem áhrif hækkingar áfengis-, tóbaks-, olíu- og kolefnisgjalds eru undanskilin og nam tólf mánaða verðbólga á þann mælikvarða 1,6%. Helstu áhrifaþættir í janúar voru vetrarútsölur sem höfðu 0,9 prósentna áhrif til lækkunar vísitölunnar og breyting á meðhöndlun útvarpsgjalds í vísitölu neysluverðs sem hafði 0,4 prósentna áhrif til lækkunar.² Á móti vógu áhrif vegna verðhækkunar mat- og drykkjarvöru, bensíns og árstíðarbundinna gjaldskrárhækkana.

• Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði gefur vísbendingu um þróun verðbólguvæntinga markaðsaðila en endurspeglar einnig áhættuþóknun tengda verðbólguóvissu, sem erfitt er að meta. Sveiflur í áhættuþóknun og verðsveiflur á skuldabréfamarkaði ótengdar verðbólguvæntingum geta einnig valdið vanda við túlkun skammtímasveiflna í verðbólguálaginu. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði bendir til þess að verðbólguvæntingar til eins árs séu um 1% og hefur heldur lækkað frá því sem það var við útgáfu *Peningamála* í nóvember. Verðbólguálag til lengri tíma (verðbólguálag til fimm ára eftir fimm ár, þ.e. mat á væntingum um meðalverðbólgu árinna 2016-2021) er hins vegar um 3½% sem er svipað og í nóvember. Áhættuþóknun kann að skýra hluta álagsins og því gætu verðbólguvæntingar til langs tíma verið nokkru lægri.

• Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum fyrirtækja sem framkvæmd var í desember sl. væntu stjórnendur fyrirtækja 2% verðbólgu á næstu tólf mánuðum ef miðað er við miðgildi svara eða um hálfri prósentu minni verðbólgu en í síðustu könnun í september. Verðbólguvæntingar heimila halda einnig áfram að hjaðna. Í könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila frá því í desember væntu þau 4% verðbólgu á næstu tólf mánuðum sem er 2 prósentum minna en í síðustu könnun í september. Hins vegar reyndust væntingar heimila um tólf mánaða verðbólgu eftir tvö ár óbreyttar og námu 5%. Verðbólguvæntingar heimila eru því enn yfir verðbólguþéttinum.

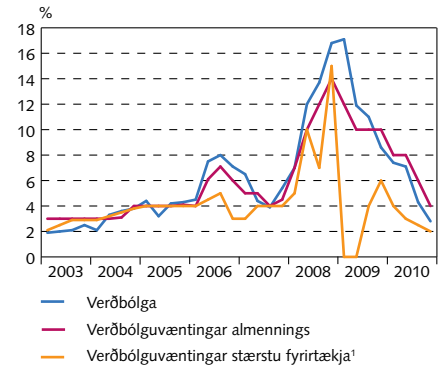
2. Vegna breytinga á fyrirkomulagi á innheimtu útvarpsgjaldsins lítur Hagstofan nú á gjaldið sem beinan skatt í stað þjónustugjalds og er það því ekki tekið með í útreikning neysluverðsvísitölunnar.

miði Seðlabankans en bæði verðbólguvæntingar heimila og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði virðast ráðast mjög af nýliðinni verðbólguþróun.

- Horfur eru á að verðbólga á fyrsta ársfjórðungi 2011 verði nokkru minni en vænst var í síðustu *Peningamálum*, einkum vegna breytingar Hagstofunnar á meðhöndlun útvarpsgjalds í vísitölu neysluverðs og nokkru meiri útsöluáhrifa en búist var við. Spáð er að verðbólga án áhrifa hækkunar óbeinna skatta verði 1,4% á fyrsta ársfjórðungi 2011, en í síðustu spá var gert ráð fyrir 2,2% verðbólgu. Horfur eru jafnframt á að mæld verðbólga verði 1,6% á fyrsta ársfjórðungi samanborið við væntingar um 2,5% í nóvembersspánni. Spáð er að verðbólga verði undir verðbólgu markmiði á árinu 2011 og nái lágmarki á fyrri hluta ársins. Gangi spáin eftir verður meðalverðbólga á þessu ári 1,9%, eins og spáð var í nóvember.
- Í kjölfar þess að útvarpsgjaldið var tekið út úr vísitölu neysluverðs verður ársverðbólga bæði með og án áhrifa óbeinna skatta 0,4 prósentum minni á þessu ári en hún hefði ella verið. Við mat á undirliggjandi verðbólgu, verðbólguhorfum og mótun peningastefnunnar er því rétt að horfa fram hjá þessum áhrifum.
- Óvissa um þróun verðbólgu á næstu misserum tengist einkum óvissu um gengi krónunnar. Einnig er hugsanlegt að launahækkunarir í komandi kjarasamningum verði meiri en gert er ráð fyrir í spánni, en þær myndu leiða til meiri verðbólgu að öðru óbreyttu. Á móti kemur að nokkur óvissa er um styrk efnahagsbatans sem spáð er. Verði þróttur innlends þjóðarþúskaþar minni en hér er spáð gæti verðbólga reynst minni. Óvissar verðbólguhorfur endurspeglar einnig óvissu um þróun á íbúðamarkaði. Lækkun íbúðaverðs hefur orðið minni en Seðlabankinn hafði spáð, sem m.a. skýrist af gjalddeyrishöftunum sem hafa stutt við innlent eignaverð í kjölfar fjármálakreppunnar. Einnig er nokkur óvissa um þróun verðlags í heiminum, hrávöruverð er óstöðugt og gengi helstu gjaldmiðla gæti breyst hratt.

Mynd 27

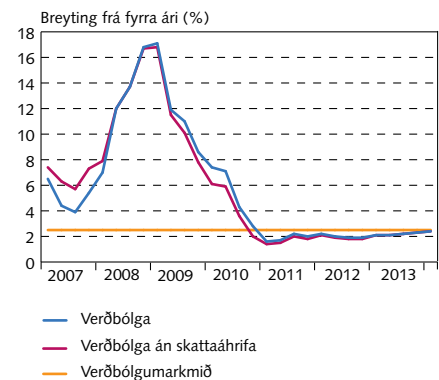
Verðbólguvæntingar fyrirtækja og almennings til eins árs og núverandi verðbólga



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.

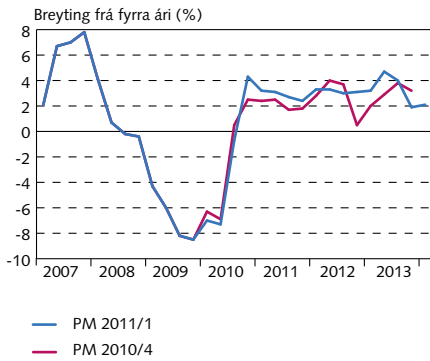
Mynd 28

Verðbólga með og án skattaáhrifa¹



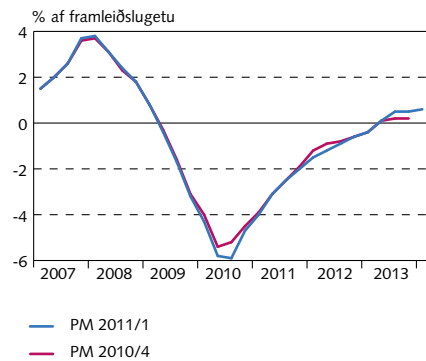
1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2011 - 1. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 29
Hagvöxtur - samanburður við PM 2010/4



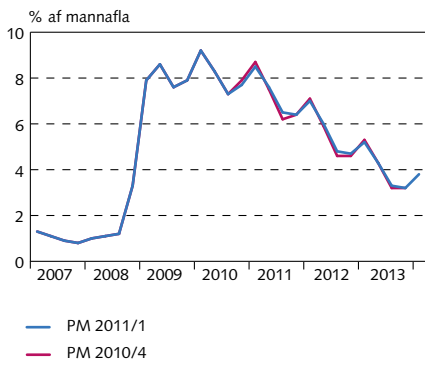
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 30
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2010/4



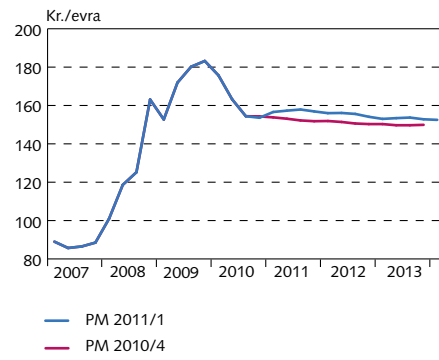
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 31
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2010/4



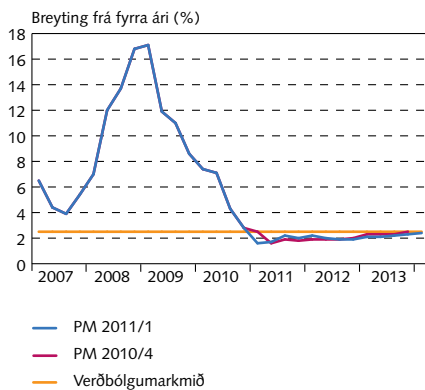
Heimildir: Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 32
Gengi krónu gagnvart evru - samanburður við PM 2010/4



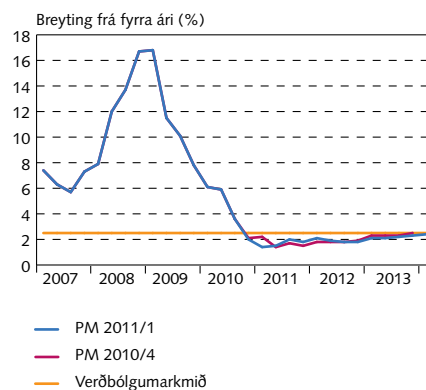
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 33
Verðbólga - samanburður við PM 2010/4



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 34
Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2010/4



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.