



# PENINGAMÁL

2010 • 2

## Efnisyfirlit

- 3 *Yfirlýsing peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands*  
Vextir Seðlabankans lækkaðir
- 5 *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum*  
Horfur á hægum bata frá seinni hluta þessa árs  
*Rammagreinar:*  
Hlutverk gjaldeyrishafta í endurreisn íslensks þjóðarbúskaðar 15  
Viðskiptakjör og raungengi 23  
Þróun á fasteignamarkaði 29  
Stækkun efnahagsreikninga seðlabanka í fjármálakreppunni 31  
Sveiflur í einkaneyslu 42  
Breyting á áætlun ársverka 54  
Ný aðferðafræði við mat á beinni fjárfestingu 58  
Horfur um greiðslujöfnuð 60  
  
*Viðauki 1: Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2010/2 67*  
*Viðauki 2: Skekkjur í spám Seðlabanka Íslands 68*
- 75 *Peningastefnan og stjórnþæki hennar*
- 79 *Annáll efnahags- og peningamála*
- 83 *Töflur og myndir*
- 93 *Rammar og viðaukar*

### Vextir Seðlabankans lækkaðir

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana lækka í 7,0% og hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum í 8,25%. Vextir á lánum gegn veði til sjö daga lækka í 8,5% og daglánavextir í 10,0%.

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar hefur í meginatriðum haldist stöðugt frá síðasta fundi peningastefnunefndar en gengi krónunnar gagnvart evru styrkst. Seðlabankinn hefur ekki átt nein viðskipti á gjaldeyrismarkaði. Vaxtaálag á skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað en er enn hátt vegna áframhaldandi óvissu um aðgengi Íslands að erlendum fjármálamörkuðum og hugsanlegra áhrifa frá ríkisskuldakreppu í Evrópu. Gjalddeyrishöftin, þróun viðskiptajafnaðar og vaxtamunur við helstu viðskiptalönd Íslands styðja við gengi krónunnar.

Verðbólga jókst á ný í febrúar og mars, eins og gert hafði verið ráð fyrir, að hluta til vegna óhagstæðra grunnáhrifa. Í apríl hjaðnaði verðbólga á ný og mældist 8,3%, eða 6,9% ef áhrif hærri neysluskatta eru frátalin. Í verðbólguþá bankans sem birt er í dag er gert ráð fyrir að verðbólguþróun verði svipuð og í janúarspánni og að undirliggjandi verðbólga verði við verðbólguþámið í lok ársins. Samdráttur þjóðarbúskaparins hefur reynst minni en áður var gert ráð fyrir og einkaneysla náð jafnvægi fyrr. Fjárfesting verður hins vegar minni á þessu ári vegna seinkunar stóriðjutengdra framkvæmda og hægari bata annarrar atvinnuvegafjárfestingar. Eins og í janúarspánni er gert ráð fyrir að gengi krónunnar styrkist smám saman, en verði heldur sterkara á spátímanum en þá var talið.

Þótt spá um hjöðnun verðbólgu og slaki í þjóðarbúskapnum gæti gefið tilefni til meiri lækkunar vaxta, gefa nokkrir gagnverkandi þættir tilefni til varfærni. Krónan hefur lítið styrkst frá síðustu vaxtaákvörðun. Skuldatryggingarálag er enn hátt, þótt það hafi lækkað umtalsvert frá því það var hæst snemma á þessu ári og óróleikinn í tengslum við fjárhagsvanda gríska ríkisins hafi haft fremur takmörkuð áhrif. Þótt horfur um lánshæfismat ríkissjóðs hafi batnað, gætir enn vissrar óvissu um aðgengi Íslands að alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Að lokinni annari endurskoðun efnahagsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins ættu áhyggjur af getu ríkissjóðs til þess að standa í skilum vegna lána sem falla á gjalddaga árin 2011 og 2012 að vera úr sögunni. Því er ólíklegri en áður að frekari töf á lausn Icesave-deilunnar hafi áhrif á lánshæfismat Íslands. Hins vegar væri áhættusamt að leysa gjaldeyrishöftin, sem hingað til hafa skýlt krónunni fyrir áhrifum tafa á lausn deilunnar, fyrr en frekari fjármögnun í tengslum við efnahagsáætlunina er í höfn. Því mun lausn gjaldeyrishafta tefjast þar til samkomulag næst eða þar til þriðju endurskoðun áætlunarinnar er lokið.

Óvissan um aðgengi Íslands að alþjóðlegum fjármálamörkuðum í framtíðinni takmarkar enn svigrúm peningastefnunefndarinnar, þótt í minna mæli sé en fyrir aðra endurskoðun efnahagsáætlunarinnar. Haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist, og verðbólga hjaðni eins og spáð er, ættu forsendur þess að draga smám saman úr peningalegu aðhaldi þó að vera áfram til staðar. Eins og ávallt er nefndin reiðubúin til að breyta aðhaldi peningastefnunnar eins og nauðsynlegt er með hliðsjón af því tímabundna markmiði hennar að stuðla að gengis- stöðugleika og í því skyni að tryggja að verðbólga verði nálægt markmiði til lengri tíma litið.

Markmið peningastefnu Seðlabanka Íslands er að stuðla að almennri efnahagslegri velferð á Íslandi. Það gerir Seðlabankinn með því að stuðla að stöðugu verðlagi sem er meginmarkmið hans. Í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 er þetta skýrt svo að Seðlabankinn stefni að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.

Fagleg greining og gagnsæi eru mikilvægar forsendur trúverðugrar peningastefnu. Með útgáfu ársfjórðungsritsins *Peningamála* leitast Seðlabankinn við að uppfylla þau skilyrði.

Í ritinu birtist ítarleg greining á framvindu og horfum í efnahagsmálum sem vaxtaákvarðanir peningastefnunnefndar Seðlabankans byggjast á. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Umgjörð peningastefnunnar, framkvæmd hennar og stjórnþækjum er nánar lýst í kaflanum Peningastefnan og stjórnþæki hennar á bls. 75-77 í þessu hefti *Peningamála*.

#### Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: [sedlabanki@sedlabanki.is](mailto:sedlabanki@sedlabanki.is)

Veffang: [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)

#### Ritstjórn:

Ritnefnd: Þórarinn G. Pétursson, formaður

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Tryggvi Pálsson

Rannveig Sigurðardóttir

Helga Guðmundsdóttir

40. rit. Maí 2010

Prentun og bókband: Ísafoldarprentsmiðja

*Peningamál* eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

ISSN 1605-9468

Öllum er frjálst að nota efni úr *Peningamálum* en þess er óskað að getið sé heimildar.

#### Merking tákna:

- \* Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

### Horfur á hægum bata frá seinni hluta þessa árs

Gengi krónunnar hefur styrkst frá útgáfu Peningamála í lok janúar. Á sama tíma hafa vextir Seðlabankans lækkað um eina prósentu. Skammtímarauðvextir hafa einnig lækkað en áhættuleiðréttur vaxtamunur við útlönd hefur aukist lítillega og hefur, ásamt gjaldeyrishöftum, stutt við gengi krónunnar. Alþjóðlegur efnahagsbati heldur áfram með svipuðum hætti og spáð var í janúar, þótt alþjóðaviðskipti hafi reynst kröftugri. Þróttur innlends efnahagslífs hefur einnig reynst nokkru meiri en spáð var í janúar. Samdráttur síðasta árs var minni en áður hafði verið reiknað með og vísbendingar eru um að einkaneysla verði sterkari út spátímann. Fjárfesting verður hins vegar veikari á þessu ári vegna frekari seinkunar stóriðjuþjárfestingar og meiri samdráttar annarrar atvinnuvegafjárfestingar. Efnahagsbata seinkar því um einn ársfjórðung, til þriðja ársfjórðungs þessa árs. Samkvæmt því mun efnahagssamdrátturinn hér á landi vara í tíu ársfjórðunga sem er lengra en í öðrum iðnríkjum. Þótt efnahagsbata seinki frá því sem spáð var í janúar, veldur kröftugri einkaneysla því að landsframleiðsla dregst minna saman á þessu ári en þá var spáð. Jafnframt eru horfur á hægum vexti á næstu tveimur árum. Sveigjanleiki á vinnumarkaði hefur verið töluvert meiri en áður hafði verið gert ráð fyrir. Þannig dróst atvinna meira saman á síðasta ári og launakostnaður jókst mun minna en reiknað var með í janúar. Sveigjanleikinn hefur líklega átt ríkan þátt í að veiga á móti meiri verðbólguþrýstingi sakir gengislækkunar og komið í veg fyrir að atvinnuleysi ykist meira en raun ber vitni. Útlit er fyrir að gengi krónunnar verði heldur sterkara á spátímanum en spáð var í janúar. Tiltölulega stöðugt gengi og vannýtt framleiðslugeta munu stuðla að áframhaldandi hjöðnun verðbólgu. Spáð er að undirliggjandi verðbólga verði í samræmi við verðbólgu markmið Seðlabankans snemma á næsta ári en að mæld verðbólga verði í samræmi við markmiðið þegar liða tekur á næsta ár. Sem endranær ríkir mikil óvissa um efnahagshorfur. Þó hefur dregið úr óvissu um framgang efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins með samþykki annarrar endurskoðunar áætlunarinnar.

### I Verðbólguhorfur og stefnan í peningamálum

#### Gengi krónunnar styrkist ...

Frá því að *Peningamál* komu síðast út 27. janúar sl. hefur gengi krónunnar styrkst um 3½% miðað við viðskiptavegið meðaltal og tæplega 6% gagnvart evru. Gengi krónunnar gagnvart evru var því tæplega 176 kr. að meðaltali á fyrsta ársfjórðungi þessa árs og hafði styrkst um 4% frá fyrri ársfjórðungi en síðasta spá gerði ráð fyrir að gengi evru héldist nánast óbreytt frá fjórðungnum á undan, í rúmlega 183 kr. Þessi styrking varð án nokkurra inngripa Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði en bankinn hefur ekki komið inn á markaðinn frá því snemma í nóvember á síðasta ári.

Gengisstyrkingin endurspeglar að nokkru leyti lækkun á gengi evru og punds gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Viðskiptakjör hafa einnig batnað, viðskiptaafgangur aukist og gjaldeyrishöftin virðast halda betur en áður. Líklegt er að höftin hafi komið í veg fyrir að tímabundin hækkun áhættuálags á innlendar fjáreignir að undanförunni veiktu krónuna.

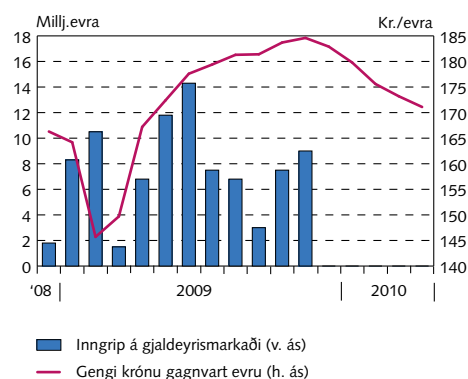
#### ... sem hefur gefið svigrúm til áframhaldandi lækkunar vaxta

Styrking krónunnar að undanförunni og áframhaldandi hjöðnun ársverðbólgu á fyrsta ársfjórðungi hafa gert peningastefnunefnd

Mynd I-1

Gengi krónu gagnvart evru og inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði

Desember 2008 - apríl 2010



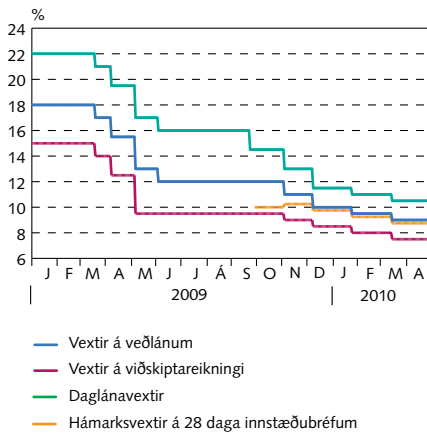
Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Í þessari grein er byggt á gögnum sem lágu fyrir í lok apríl.

Mynd I-2

Vextir Seðlabanka Íslands

Daglegar tölur 1. janúar 2009 - 30. apríl 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Seðlabankans kleift að halda áfram lækkun vaxta. Frá útgáfu *Peningamála* í janúar hefur nefndin tvisvar fundað og lækkað vexti bankans um hálfa prósentu í hvort skipti.

### Raunvextir Seðlabankans halda áfram að lækka

Eins og sjá má í töflu I-1, mælist aðhaldsstig peningastefnunnar mismikið eftir því á hvaða mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar er horft. Raunvextir Seðlabankans mælast allt frá því að vera um eða rétt undir núlli, sé miðað við núverandi verðbólgu eða verðbólguvæntingar heimila, yfir í að vera um 4%, sé miðað við verðbólguvæntingar fyrirtækja eða verðbólguálag á skuldabréfamarkaði. Á flesta mælikvarða hefur aðhald raunvaxta þó minnkað frá síðustu *Peningamála* og töluvert frá því fyrir ári.<sup>2</sup> Áhættuleiðréttur skammtíamavxtamunur gagnvart útlöndum hefur hins vegar aukist lítillega þar sem áhættuálag á íslenskar fjáreignir hefur lækkað heldur hraðar en skammtíamavxtamunurinn hefur minnkað.

Tafla I-1 Aðhaldsstig peningastefnunnar (%)

	Aðhalds- stig	Breyting frá PM 2010/1	Breyting frá PM 2009/1
Raunvextir miðað við: <sup>1</sup>			
Ársverðbólgu	-0,2	-2,5	-0,7
3 mánaða árstíðarleiddréttá verðbólgu	0,9	-2,1	-10,9
Verðbólguálag Seðlabankans <sup>2</sup>	2,1	-0,1	-2,1
Verðbólguvæntingar heimila <sup>3</sup>	0,1	0,9	-0,3
Verðbólguvæntingar fyrirtækja <sup>3</sup>	4,0	1,0	-8,5
Verðbólguvæntingar á fjármálamarkaði <sup>4</sup>	4,2	-0,2	-2,8
Áhættuleiðréttur 3 mánaða vaxtamunur gagnvart evrusvæði miðað við: <sup>5</sup>			
Skuldatryggingarálag ríkisins	3,0	1,0	0,8
Sögulegt gengisflókt <sup>6</sup>	1,9	0,4	1,1

1. Frá apríl 2009 til september 2009 er miðað við innlámsvexti Seðlabankans sem mælikvarða á nafnvexti Seðlabankans en frá september 2009 er miðað við meðaltal innlámsvaxta og hámarksvaxta 28 daga innstæðubréfa. 2. Spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir tvo ársfjórðunga. 3. Miðað við miðgildi verðbólguvæntinga heimila og fyrirtækja eitt ár fram í tímann. 4. Verðbólguvæntingar til eins árs út frá mismun verðtryggða og óverðtryggða vaxtarófsins (5 daga hreytanlegt meðaltal). 5. Vaxtamunur út frá mismunni skammtíamavaxta á Íslandi og viðskiptavegnum erlendum vöxtum. 6. Hlutfall þriggja mánaða vaxtamunar og þriggja mánaða staðalfráviks gengis krónu gagnvart evru.

Aðhald innlendra vaxta hefur því minnkað töluvert undanfarið ár á sama tíma og slakinn í þjóðarbúskapnum hefur aukist. Lækkun innlends vaxtastigs virðist þó ekki hafa grafið undan gengi krónunnar, enda hefur áhættuleiðréttur vaxtamunur ekki lækkað. Jafnframt er ljóst að gjaldeyrishöftin hafa veitt krónunni mikilvægt skjól. Lækkun innlendra vaxta hefði vart verið möguleg án þeirra. Þvert á móti er líklegt að vextir hefðu þurft að vera töluvert hærrí en raunin varð (sjá umfjöllun í rammagrein I-1).

Vegna mikils slaka í þjóðarbúskapnum og atvinnuleysis er jafnframt ljóst að æskilegt væri að geta lækkað vexti meira en raunin hefur verið. Nauðsyn þess að tryggja nægan áhættuleiðréttan vaxtamun gagnvart útlöndum til að styðja við gengi krónunnar á meðan á endurskipulagningu fjárhags heimila og fyrirtækja stendur hefur hins

2. Algengt er í alþjóðlegri umfjöllun og samanburði milli landa að nota verðbólgu samkvæmt samræmdri neysluverðsvísitölu við útreikning raunvaxta. Á þennan mælikvarða er aðhaldsstigið miðað við núverandi verðbólgu töluvert lægra en sýnt er í töflu I-1. Núverandi verðbólguálag á þennan mælikvarða er 11,6% og raunvextir því -3,1% í stað -0,2%.

vegar dregið úr svigrúmi peningastefnunnar til að taka stærri skref í lækun vaxta. Mikil verðbólga og tiltölulega háar verðbólguvæntingar hafa einnig dregið úr svigrúmi peningastefnunnar. Hjaðni verðbólga áfram, eins og spáð er, og haldist verðbólguvæntingar í skefjum, gætu vextir Seðlabankans lækkað áfram. Nánari umfjöllun um innlenda vaxtaþróun og peningamagn er að finna í kafla III.

### Áframhald alþjóðlegs efnahagsbata

Alþjóðlegur efnahagsbati hófst snemma á síðasta ári í Asíu, en breiddist út um allan heim þegar líða tók á árið. Vöxturinn var drifinn áfram af aukinni framleiðslu iðnaðarvöru, sem hafði dregist verulega saman í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar seint á árinu 2008. Landsframleiðsla tók að aukast á ný á þriðja ársfjórðungi meðal allra helstu viðskiptalanda Íslands og hélt áfram að vaxa á þeim fjórða. Horfur fyrir þetta ár hafa heldur batnað, en á heildina litið eru alþjóðlegar hagvaxtarhorfur mjög svipaðar og í janúarspánni. Hinn alþjóðlegi efnahagsbati kemur jafnframt fram í bættum horfum um alþjóðaviðskipti. Nú er talið að alþjóðaviðskipti hafi tekið að aukast á ný á þriðja ársfjórðungi síðasta árs og að batinn verði kröftugri en spáð var í janúar.

Útflutningur Íslands hefur staðið alþjóðakreppuna ágætlega af sér og hefur dregist minna saman að magni en útflutningur í löndum þar sem útflutningur iðnaðarvöru vegur þyngra (sjá t.d. töflu 2 í rammagrein IV-1). Lækun raungengis hefur bætt samkeppnisstöðu útflutnings- og samkeppnisatvinnugreina, en hefur einnig höggvið skarð í efnahag útflutningsfyrirtækja sem voru verulega skuldsett í erlendum gjaldmiðlum. Útflutningur vöru og þjónustu er nú talinn hafa aukist um 6,2% á síðasta ári og er því spáð að hann haldi áfram að vaxa á þessu ári um ½%. Gert er ráð fyrir að vöxtur útflutnings aukist enn frekar á næstu árum, sérstaklega frá árinu 2012 þegar við bætist aukinn útflutningur stóriðjuafurða. Nánari umfjöllun um alþjóðleg efnahagsmál, útflutning, ytri jöfnuð og ytri skilyrði íslensks þjóðarbúskaðar er að finna í köflum II og VII.

### Horfur á heldur sterkara gengi krónunnar á spátímanum

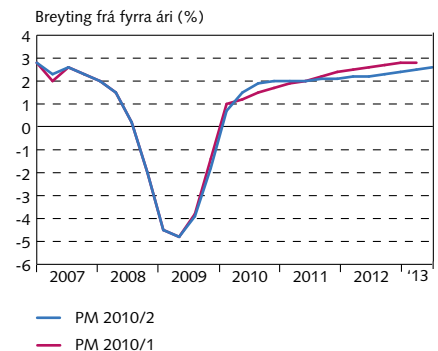
Gengi krónunnar hefur styrkst nokkuð frá síðustu *Peningamálum*, eins og áður hefur komið fram. Útlit er fyrir að viðskiptakjör muni batna töluvert á þessu ári og því næsta. Þegar er kominn töluverður afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum og á viðskiptajöfnuði, þegar frá eru talin vaxtagjöld sem tengjast uppgjöri innlánsstofnana í slitameðferð. Til lengri tíma litið virðast því efnahagslegar forsendur hægfare styrkingar á gengi krónunnar vera fyrir hendi. Gert er ráð fyrir svipaðri gengisþróun og í janúarspánni, þótt útlit sé fyrir að gengið verði heldur sterkara en þá var talið. Í spánni er gert ráð fyrir að gengi krónunnar verði rúmlega 167 kr. gagnvart evru á árinu 2012 sem er rúmlega 3% hærra gengi en áætlað var í janúar. Frekari umfjöllun um þróun á gjaldeyrismarkaði er að finna í kafla III.

### Útlit fyrir minni samdrátt innlestrar eftirspurnar ...

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands tók árstíðarleiðrétt einkaneysla að vaxa á þriðja ársfjórðungi síðasta árs og hélt hún áfram

Mynd I-3

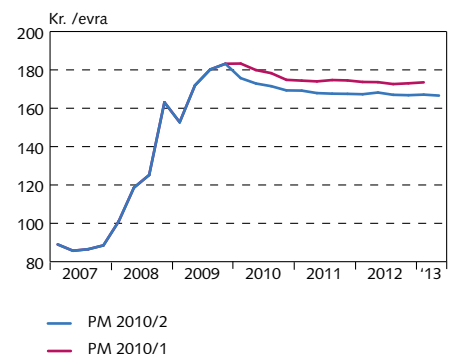
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands - samanburður við PM 2010/1



Heimildir: Global Insight, Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

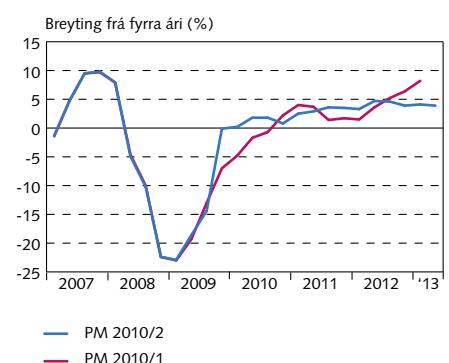
Gengi krónu gagnvart evru - samanburður við PM 2010/1



Heimild: Seðlabanki Íslands.

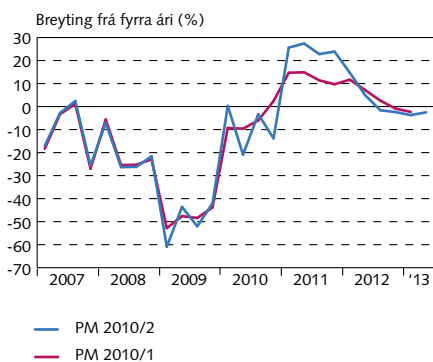
Mynd I-5

Einkaneysla - samanburður við PM 2010/1



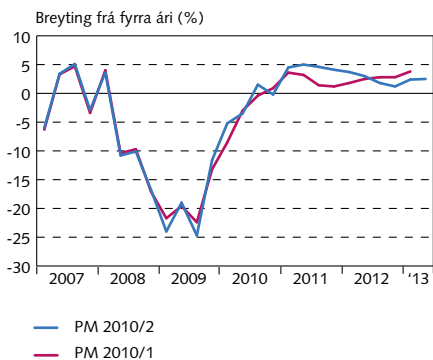
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6  
Fjárfesting - samanburður við PM 2010/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7  
Þjóðarútgjöld - samanburður við PM 2010/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

að vaxa á þeim fjórða. Samdráttur einkaneyslu á síðasta ári varð því heldur minni en janúarspá Seðlabankans gerði ráð fyrir. Horfur fyrir einkaneyslu á þessu ári hafa jafnframt batnað frá síðustu spá og er áætlað að hún vaxi um rúmlega 1% á þessu ári í stað þess að dragast saman um rúmlega 1% samkvæmt janúarspánni. Horfur um einkaneyslu á næstu tveimur árum eru svipaðar og spáð var í janúar, þótt útlit sé fyrir heldur meiri vöxt meginhluta spátímans.

Talið er að þróun samneyslu verði með svipuðum hætti og í síðustu spá. Nýjar tölur Hagstofunnar gefa þó til kynna að samdrátturinn á síðasta ári hafi verið töluvert meiri en fyrri tölur Hagstofunnar sýndu, en nær því sem Seðlabankinn hafði spáð framan af árinu, áður en bráðabirgðatölur Hagstofunnar fyrir fyrstu fjórðunga ársins birtust. Aðhaldsáætlanir stjórnvalda virðast því hafa gengið betur eftir en útlit var fyrir. Því eru taldar góðar horfur á að áætlanir fyrir þetta ár gangi eftir. Sparnaðarþörf er þó heldur minni en áður var talið sakir betri afkomu og er svigrúmið að hluta nýtt til þess að styðja við efnahagsbatann.

Þróun fjármunamyndunar á síðasta ári var mjög svipuð og spáð var í janúar. Samdrátturinn reyndist tæplega 50% frá fyrra ári, en spáð hafði verið rúmlega 48% samdrætti. Hins vegar er útlit fyrir að samdráttur þessa árs verði nokkru meiri en spáð var í janúar og helgast það að mestu af frekari seinkun stóriðjuframkvæmda, þótt samdráttur annarrar atvinnuvegafjárfestingar verði einnig heldur meiri en þá var spáð. Áætlað er að heildarfjárfesting dragist saman um rúmlega 10% á þessu ári, en í janúar hafði verið spáð tæplega 6% samdrætti. Sakir seinkunarinnar færast hluti stóriðjufjárfestingar yfir á næsta ár. Vöxtur fjármunamyndunar á því ári verður því meiri, eða tæplega 25%. Spáin fyrir árið 2012 breytist hins vegar lítið.

Á heildina lítið er því útlit fyrir að þjóðarútgjöld dragist nokkru minna saman á þessu ári, eða sem nemur tæplega 2% í stað tæplega 3% í janúarspánni. Vöxtur þjóðarútgjalda er jafnframt áætlaður heldur meiri á næsta ári. Meiri þjóðarútgjöld leiða til þess að innflutningur vex meira á þessu og næsta ári. Sterkara gengi krónunnar og aukin birgðasöfnun í kjölfar þess að innflytjendur höfðu gengið á birgðir hefur þar einnig áhrif. Nánari umfjöllun um fjármálaleg skilyrði einkageirans er að finna í kafla III og um almenna eftirspurn einkageirans og hins opinbera í köflum IV og V.

### ... en efnahagsbatanum seinkar enn frekar

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar reyndist samdráttur landsframleiðslu á síðasta ári minni en áætlanir Seðlabankans frá því í janúar gerðu ráð fyrir. Seðlabankinn hafði spáð 7,7% samdrætti en bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til að hann hafi verið 6,5%.<sup>3</sup> Nýjustu hagvísar gefa einnig tilefni til að ætla að samdrátturinn á

3. Munurinn liggur að miklu leyti í því að í spám bankans hefur hingað til verið horft fram hjá áhrifum keðjutengingar þjóðhagsreikninga á spár um þjóðarútgjöld og hagvöxt og spár um þessar stærðir fengnar með samlagningu undirþátta út frá skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Hingað til hafa áhrif þess að horfa fram hjá áhrifum keðjutengingarinnar verið sáralitil en á síðasta ári var munurinn töluverður vegna mikilla breytinga hlutfallslegs verðs helstu þjóðhagsstærða. Aðferðafræði bankans við þjóðhagsspár hefur því verið endurskoðuð í þessu ljósi og mun framvegis taka tillit til áhrifa keðjutengingarinnar. Nánari umfjöllun um hagvaxtarþróun síðasta árs í samanburði við spár Seðlabankans er að finna í Viðauka 2.



fyrsta fjórðungi þessa árs hafi verið heldur minni en spáð var í janúar.<sup>4</sup> Árssamdráttur landsframleiðslunnar á fyrsta fjórðungi verður þá kominn í 5½%, en hann náði hámarki á síðasta fjórðungi síðasta árs í 9,1%.

Nú eru horfur á að samdráttur landsframleiðslu frá fyrra ári verði heldur minni í ár en áður var spáð, eða um 2½% í stað 3½%, sem skýrist aðallega af meiri vexti einkaneyslu og örlitlu hagstæðari upphafsskilyrðum spárinnar. Á móti kemur hins vegar að nú er útlit fyrir að batanum seinki frá því sem spáð var í janúar. Nú er því spáð að landsframleiðslan dragist einnig saman á öðrum fjórðungi þessa árs, en í janúar var talið að hún tæki að vaxa á ný á þeim tíma. Batinn hefst því ekki fyrr en á þriðja fjórðungi, eða ársfjórðungi seinna en spáð var í janúar og þremur ársfjórðungum seinna en í nóvemberspánni. Skýrist seinkunin að mestu leyti af minni fjárfestingu en í fyrri spám bankans, eins og rakið er hér að ofan. Hagvaxtarhorfur fyrir árin 2011-12 eru hins vegar svipaðar og í janúarspánni: útlit er fyrir að hagvöxtur verði um 3½% á næsta ári og um 2% árið 2012. Í kafla IV er að finna nánari umfjöllun um hagvaxtarþróun og -horfur.

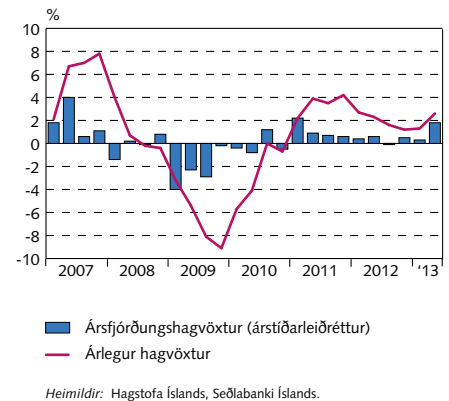
### Samdráttarskeiðið verður því langt í alþjóðlegum samanburði

Eins og rakið hefur verið hér að ofan hefur hagvöxtur víða tekið við sér á ný. Hann er hins vegar yfirleitt hægur og eftir verulegan samdrátt í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar er landsframleiðsla í flestum tilvikum langt undir því sem hún var í aðdraganda kreppunnar. Af helstu iðnríkjum virðast Bandaríkin koma einna best út úr kreppunni, en þar tók landsframleiðsla að vaxa á ný á þriðja ársfjórðungi síðasta árs, eftir samdráttarskeið sem stóð yfir í eitt ár. Á fjórða fjórðungi var landsframleiðslan þar einungis um 2% undir því sem hún var mest fyrir kreppuna, á öðrum ársfjórðungi 2008. Samdráttarskeiðinu á evrusvæðinu lauk einnig á þriðja ársfjórðungi 2009, en það hófst einum fjórðungi fyrr. Framleiðslutapið varð einnig meira, eða tæplega 5%. Batinn í Bretlandi hófst hins vegar ekki fyrr en á fjórða fjórðungi eftir sex fjórðunga samdráttarskeið og var landsframleiðslan um 6% undir því sem hún var hæst fyrir kreppuna.

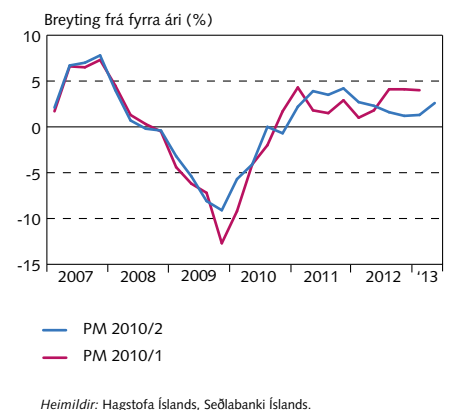
Mörg önnur smærri Evrópulönd fóru mun verr út úr kreppunni, sérstaklega lönd þar sem varð kerfislæg bankakreppa, t.d. á Írlandi, í Lettlandi og á Íslandi. Batinn á Írlandi hófst reyndar tiltölulega snemma, eða á fyrsta ársfjórðungi síðasta árs en miðað við síðustu tölur er landsframleiðslan enn um 10% lægri en hún var mest fyrir kreppuna. Samdráttarskeiðin í Lettlandi og á Íslandi hafa varað töluvert lengur og miðað við nýjustu spár er talið að landsframleiðslan taki að aukast á ný á fyrsta ársfjórðungi þessa árs í Lettlandi, en ekki fyrr en á þriðja fjórðungi á Íslandi, eins og áður hefur komið fram. Samdráttarskeiðin hafa þá staðið í átta ársfjórðunga í Lettlandi en tíu ársfjórðunga á Íslandi og landsframleiðslan dregist saman um tæplega 10% á Íslandi og hátt í 26% í Lettlandi frá því sem hún varð hæst fyrir kreppuna.

4. Miðað er við árstíðarleiðréttingu Seðlabankans sem er frábrugðin þeirri aðferð sem Hagstofan notaði og birti 5. mars sl. Nálgun Seðlabankans er að árstíðarleiðréttu landsframleiðslugögnin beint en Hagstofan árstíðarleiðréttir einstaka undirlíði og býr til árstíðarleiðréttu landsframleiðslu úr árstíðarleiðréttum undirlíðum. Aðferð Hagstofunnar hefur þann galla að gögnin verða áfram töluvert sveiflukennnd eins og bent er á í riti Hagstofunnar, *Hagtíðindi* 2010:3.

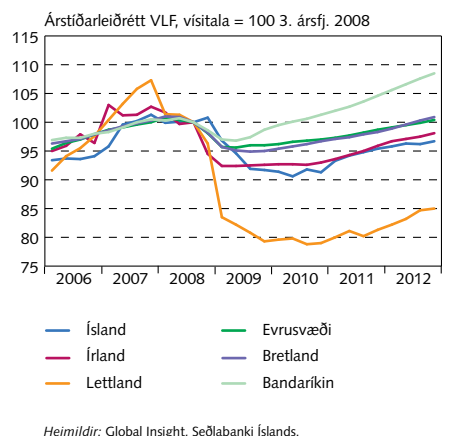
Mynd I-8  
Hagvöxtur



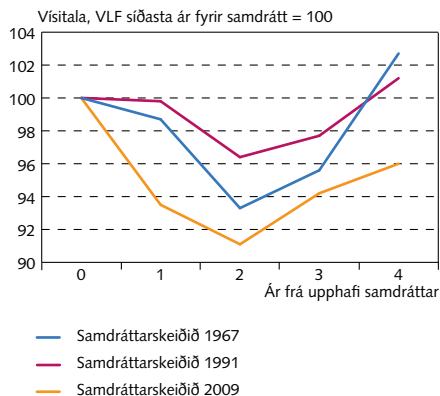
Mynd I-9  
Hagvöxtur - samanburður við PM 2010/1



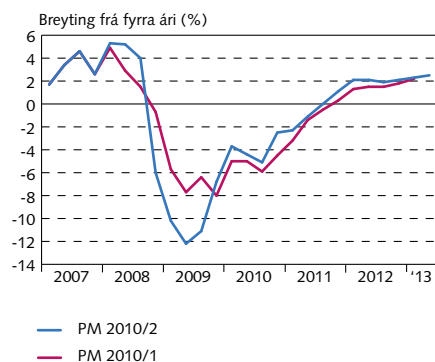
Mynd I-10  
Efnahagsbati í ýmsum löndum



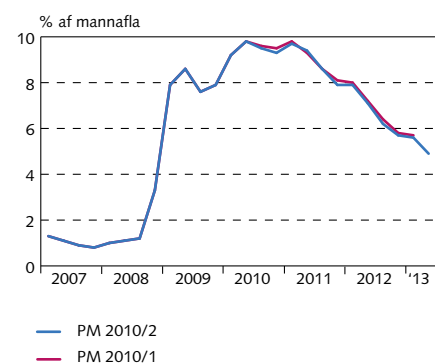
Mynd I-11  
Efnahagsbati á fyrri samdráttarskeiðum



Mynd I-12  
Atvinna - samanburður við PM 2010/1



Mynd I-13  
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2010/1



Eins og mynd I-10 sýnir er því spáð að landsframleiðsla í Bandaríkjunum nái fljótlega sama stigi og fyrir kreppuna.<sup>5</sup> Í hinum löndunum er gert ráð fyrir að það taki lengri tíma og að landsframleiðslan á Íslandi verði enn tæplega 5% undir því sem hún var fyrir kreppuna í lok árs 2012. Því er ljóst að þótt samdrátturinn í kjölfar fjármálakreppunnar hér á landi hafi fram til þessa verið heldur minni en óttast var í fyrstu er útlit fyrir að hann verði töluvert meiri en í flestum öðrum iðnríkjum.<sup>6</sup> Samdráttarskeiðið hér er jafnframt lengra og batinn hægari. Eins og sést á mynd I-11 er samdráttarskeiðið einnig dýpra og lengra en fyrri hörð samdráttarskeið á Íslandi frá lokum seinna stríðs. Fara þar saman áhrif hinnar alþjóðlega fjármálakreppu og samdráttar heimsframleiðslu í kjölfarið, hinnar innlendu banka- og gjaldeyriskreppu og síðan hinnar óhjákvæmilegu aðlögunar innlendrar eftirspurnar eftir mörg ár ofpenslu.

### Mikill samdráttur vinnutíma og minni hækkunar launakostnaðar auðvelda aðlögun þjóðarþúskaþarins að efnahagsáfallinu

Vinnuafslnotkun hefur dregist verulega saman í kjölfar kreppunnar. Spáð er að áfram dragi úr henni fram á mitt næsta ár, er hún tekur að aukast á ný. Nú er ljóst að vinnuafslnotkun minnkaði mun meira á árinu 2009 en talið var í janúarspánni. Má ráða það af nýjum tölum fyrir árið í heild og vísbendingum úr vinnuálagsskönnun Hagstofunnar um mikinn samdrátt á vinnutíma og starfshlutfalli (sjá rammagrein VI-1). Brottflutningur af landinu hefur einnig verið meiri en áður var talið. Nú er talið að vinnuafslnotkunin hafi dregist saman um 10% árið 2009 frá árinu áður, í stað 7% í janúarspánni. Í þessu felst að hátt í 28 þúsund ársverk höfðu á síðasta ársfjórðungi 2009 tapast frá því að vinnuafslnotkunin náði hámarki í aðdraganda kreppunnar á öðrum ársfjórðungi 2008, eða sem samsvarar 16½% af heildarvinnuáflinu. Minni notkun vinnuáfls en í janúarspánni skýrist að mestu af lægra atvinnuþátttökuhlutfalli.

Af ofangreindu leiðir að framleiðni vinnuáfls jókst nokkuð á síðasta ári, því vinnuafslnotkun dróst töluvert meira saman en landsframleiðslan. Því er nú áætlað að launakostnaður samkvæmt þjóðhagsgrunni hafi einungis hækkað um innan við 1% á síðasta ári í stað tæplega 5% í síðustu spá. Launakostnaður á framleidda einingu dróst því lítillega saman í stað þess að hækka um rúmlega 7%. Innlendir vinnuálagur í kjölfar fjármálakreppunnar var því mun sveigjanlegri en fyrri áætlanir höfðu bent til. Skýrir það að hluta af hverju verðbólga jókst ekki meira en raun bar vitni í kjölfar gengishrunsins og af hverju atvinnuleysi hefur ekki aukist meira eftir hrunið. Horfur eru á að atvinnuleysi verði svipað og spáð var í janúar. Nánari umfjöllun um vinnuálagið er að finna í kafla VI.

5. Miðað er við að alþjóðlega fjármálakreppan hefjist á þriðja ársfjórðungi 2008 og er árstíðarleiðrétt landsframleiðsla hvers lands sett jöfn 100 á þeim fjórðungi.  
6. Samdrátturinn hér á landi er jafnvel enn meiri í samanburði við flest önnur lönd þegar horft er á einkaneyslu eða innlenda eftirspurn. Eins og rakið er í kafla IV, er varanlega töpuð framleiðslugeta einnig meiri hér á landi en í öðrum OECD-rikkjum.

## Minni framleiðslugeta dregur úr slakanum sem myndaðist í kjölfar fjármálakreppunnar

Fjármálakreppan hefur ekki einungis haft áhrif á almenna eftirspurn í þjóðarbúinu heldur einnig á framleiðslugetu þess, sem hefur dregist töluvert saman. Hluti fjármagnsstofnsins hefur tapast við gjaldþrot fyrirtækja og tilfærsla framleiðsluáðfanga frá fjármála-, byggingar- og þjónustugeirum til samkeppnis- og útflutningsgeirans hefur í för með sér aðlögunarkostnað, t.d. í formi endurmenntunar starfsfólks í nýjum störfum. Mannauður gæti jafnvel tapast varanlega haldist atvinnuleysi hátt til lengri tíma.

Töpuð framleiðslugeta í kjölfar fjármálakreppunnar gerir það að verkum að slakinn sem hefur myndast við mikinn samdrátt eftirspurnar er minni en ella. Nú er talið að slakinn nái hámarki um mitt þetta ár í tæplega 5% af framleiðslugetu sem er heldur minni slaki en í janúar og vegast þar á meiri samdráttur í vinnuafslnotkun og minni samdráttur fjármagnsstofns og umsvifa. Eins og áður er því spáð að slakinn fari smám saman minnkandi og verði horfinn í lok spátímabilsins. Nánari umfjöllun um framleiðslugetu og -slaka er að finna í kafla IV.

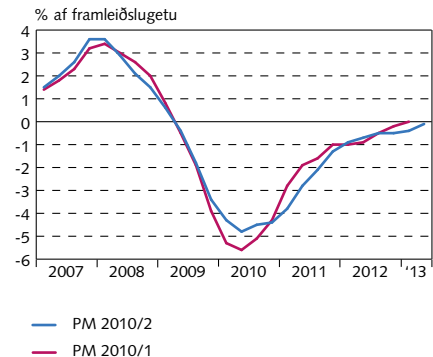
## Útlit fyrir áframhaldandi hjöðnun verðbólgu

Það sem liðið er af árinu hefur verðbólga reynst heldur meiri en bankinn spáði í janúar og mældist hún 7,4% á fyrsta ársfjórðungi ársins í stað 7,1% í janúarspánni. Útlit er einnig fyrir að verðbólga verði nokkru meiri á öðrum fjórðungi, eða 7,4% í stað 6,8%. Meginskýringar þrálátari verðbólgu eru m.a. meiri hækkun alþjóðlegs olíu- og hrávöruverðs, minni lækkun húsnæðisverðs og minni framleiðslulaki en spáð hafði verið. Verðbólguvæntingar hafa hins vegar þokast niður á við, þótt þær séu enn á suma mælikvarða nokkru hærra en samræmist verðbólgu markmiðinu. Jafnframt er nú spáð heldur sterkara gengi krónunnar og lægri launakostnaði á framleidda einingu út þetta ár. Við þetta bætist að nú er gert ráð fyrir minni hækkunum óbeinna skatta á næstu tveimur árum þar sem afkoma hins opinbera er betri en talið var í janúar auk þess sem búist er við að skattstofnarnir verði sterkari á spátímanum. Hækkun mældrar verðbólgu vegna hækkunar neysluskatta á næstu tveimur árum verður því minni en áður hefur verið gert ráð fyrir. Á heildina litið er því áfram talið að mikill slaki í þjóðarbúinu og tiltölulega stöðugt gengi krónunnar tryggji að verðbólga muni hjaðna í átt að verðbólgu markmiðinu þegar líður á spátímann. Verðbólga á þessu ári er talin verða um 6,2% en í janúarspánni var talið að hún yrði 5,6%. Á næsta ári er gert ráð fyrir að hún verði um 3% og við markmið að meðaltali 2012. Nánari umfjöllun um alþjóðlega verðlagsþróun er að finna í kafla II og um þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VIII.

## Helstu óvissuþættir

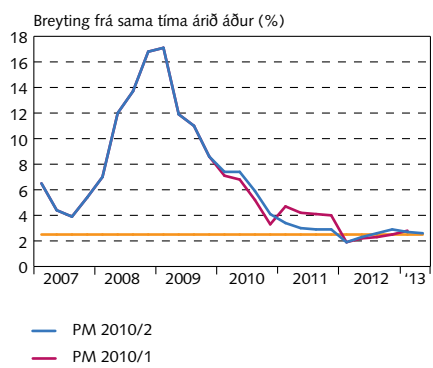
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og áhrif þeirrar þróunar á hann. Spáin byggist einnig á mati á virkni einstakra markaða og hvernig peningastefnan miðlast út í efnahagslífið. Um alla þessa þætti ríkir mikil óvissa, m.a. vegna þess að umfang fjármálakreppunnar á sér vart

Mynd I-14  
Framleiðsluspenna -  
samanburður við PM 2010/1



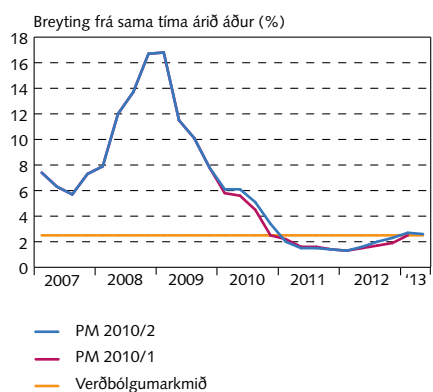
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-15  
Verðbólga - samanburður við PM 2010/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16  
Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður  
við PM 2010/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fordæmi. Efnahagshorfur, hvort sem er innanlands eða alþjóðlegar, gætu því hæglega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hér á eftir eru taldir upp fimm mikilvægir óvissuþættir í grunnspánni en þeir eru vitaskuld fleiri en hér eru raktir. Í næsta undirkafla er tveimur mikilvægum óvissuþáttum til viðbótar lýst nánar með fráviksdæmum.

Grunnspáin gerir ráð fyrir nokkuð traustum bata í alþjóðlegum efnahagsmálum, í takt við alþjóðlegar efnahagsspár. Efnahagsbatinn gæti hins vegar orðið hægari og jafnvel orðið bakslag. Batinn fram til þessa hefur að stórum hluta verið drifinn áfram af viðamiklum stuðningsaðgerðum stjórnvalda á sviði peninga- og ríkisfjármála. Líklegt er að þessar aðgerðir líði undir lok á næstunni, sérstaklega þar sem áframhald þeirra getur skapað hættu á eignabólum, verðbólgu og ósjálfbærri skuldsetningu hins opinbera til lengri tíma litið. Mikið skuldsett heimili og fyrirtæki í mörgum helstu iðnríkjum gætu því kippt að sér höndum sem teft gæti endurbatanum í tvísýnu. Gerist þetta gæti þróun viðskiptakjara og útflutnings Íslands orðið lakari og gengi krónunnar lægra en í grunnspánni, vegna óhagstæðari utanríkisviðskipta, minni vilja til áhættutöku og takmarkaðri aðgangs að alþjóðlegu fjármagni sem líklega fylgdi slíkri framvindu. Efnahagsbatinn hér á landi yrði því hægari en felst í grunnspánni.

Grunnspáin gerir ráð fyrir nokkurri seinkun á framkvæmdum við álver í Helguvík og tengdum orkuframkvæmdum vegna erfiðleika við fjármögnun í samræmi við fyrirliggjandi upplýsingar frá framkvæmdaraðilum. Þar sem önnur endurskoðun efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hefur farið fram er hins vegar reiknað með að aðgengi að alþjóðlegu fjármagni fái stöðugt á ný og að ekki verði frekari seinkun á þessum framkvæmdum. Ekki er hins vegar víst að svo verði. T.d. gæti aftur komið bakslag í efnahagsáætlunina gangi þriðja endurskoðun hennar í sumar ekki eftir. Einnig gætu aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum versnað á ný. Því gæti viðsnúningur og bati fjárfestingar tafist frá því sem grunnspáin gerir ráð fyrir og efnahagsbatanum seinkað.

Grunnspáin gerir ráð fyrir áframhaldandi vexti útflutnings á þessu ári, þótt ársvöxturinn verði lítil vegna samdráttar í útflutningi sjávarafurða á þessu ári og óhagstæðra grunnáhrifa sem rekja má til mikils tímabundins útflutnings á flugvélum, skipum og bílum í fyrra. Ferðamannaíðnaðurinn og útflutningur annarrar vöru en iðnaðarvöru og sjávarafurða braggast hins vegar ágætlega, enda samkeppnisskilyrði óvenju hagstæð í ljósi lágs raungengis. Gosið í Fimmvörðuhálsi virtist líklegt til að auka ferðamannastrauminn en gosið í Eyjafjallajökli gæti snúið dæminu við og valdið mikilli fækkun ferðamanna meðan á því stendur. Þegar er tekið að bera á afþöntunum á ferðum til landsins og almennar flugsamgöngur hafa raskast verulega um nær alla Evrópu, sem getur gert flutning útflutningsafurða á erlenda markaði erfiðari en ella. Verði þessi áhrif langvinn gæti verulegur samdráttur í tekjum ferðaþjónustunnar dregið kraft úr efnahagsbatanum og veikt gengi krónunnar miðað við það sem grunnspáin gerir ráð fyrir.

Grunnspáin gerir ráð fyrir að launaþróun verði í megindrættum í samræmi við núgildandi kjarasamninga, þótt nú sé talið að launaskrið verði heldur meira. Spáin gerir því ráð fyrir að launahækkanir á næstu

missurum verði minni en undanfarin ár enda atvinnuleysi mikið og því spáð að töluverður slaki verði á vinnumarkaði út spátímabilið. Vísbendingar af vinnumarkaði gætu hins vegar gefið til kynna að launaþrýstingur verði meiri á næstu missurum en felst í grunnspánni. Raunlaun hafa lækkað verulega í kjölfar fjármálakreppunnar og launahlutfallið lækkað mikið. Að sama skapi er raungengið mjög lágt og því hefur samkeppnisstaða útflutnings- og samkeppnisgreina stórbatnað. Í þessum geirum hefur því skapast einhver þrýstingur um aukna hlutdeild launþega í samkeppnisbatanum. Hættan er sú að þær kauphækkningar smitist út í aðrar atvinnugreinar sem hafa ekki sambærilegt svigrúm til að taka á sig hækkun launakostnaðar og munu því mæta honum með auknum uppsögnum og með því að velta kostnaðinum út í verðlag. Bati í þróun atvinnu og framleiðslu gæti því orðið veikari en í grunnspánni og þrýstingur á gengi krónunnar og verðbólgu meiri.

Grunnspáin gerir að lokum ráð fyrir að raungengi krónunnar haldist lágt út spátímabilið í takt við reynslu annarra landa af afleiðingum fjármálakreppu. Samkeppnisstaða útflutnings- og samkeppnisgreina hefur stórbatnað sem hefur stutt við útflutninginn þrátt fyrir alþjóðakreppuna sem hefur almennt höggvið stór skörð í alþjóðaverslun. Samkvæmt spánni helst ágætur vöxtur í útflutningi, sérstaklega þegar líður á tímabilið og aukinn stóriðjuútflutningur fer að hafa áhrif. Ekki er hins vegar útilokað að útflutningsgeirinn nái að nýta sér svo lágt raungengi enn meira en grunnspáin gerir ráð fyrir, sérstaklega ef hann nýtir lágt gengi til lækkunar afurðaverðs og aukinnar markaðs-sóknar. Lágt raungengi gæti einnig aukið beina erlenda fjárfestingu hér á landi. Vöxtur útflutnings og hagvöxtur gætu því orðið meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni og efnahagsbatinn því kröftugri.

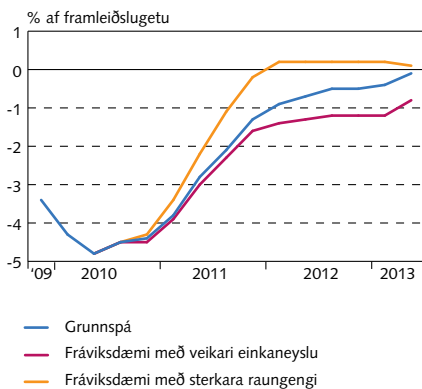
### Frávíkisdæmi

Frávíkisdæmi geta gefið gagnlega mynd af áhrifum mikilvægra forsendna í grunnspánni á efnahagshorfur og samspili frávika og peningastefnunnar. Sýnd eru tvö frávíkisdæmi. Í fyrra dæminu heldur skuldsetning heimila enn frekar aftur af bata einkaneyslu en grunnspáin gerir ráð fyrir en í því seinna er gert ráð fyrir að gengi krónunnar aðlagist fyrr að langtímafjafnvægi sínu en í grunnspánni.

### Hægari bati einkaneyslu vegna mikillar skuldsetningar heimila

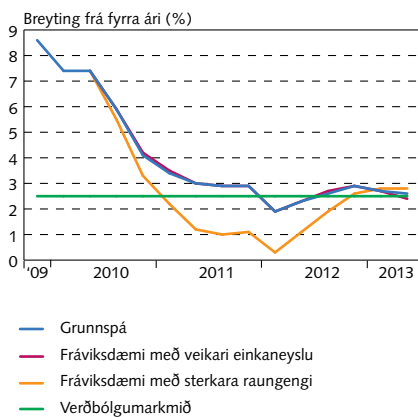
Grunnspáin gerir ráð fyrir að hægfara bati einkaneyslu haldi áfram á þessu ári eftir gríðarlegan samdrátt á árunum 2008-2009. Um þetta mat ríkir hins vegar mikil óvissa vegna mikillar skuldsetningar íslenskra heimila. Mögulegt er að þau þurfi meiri tíma til að lagfæra efnahag sinn með auknum sparnaði og uppgreiðslu og endurskipulagningu skulda. Fjármálakerfið sjálft er einnig laskað og gæti kosið að styrkja efnahag sinn enn frekar og vinda ofan af efnahagsreikningi sínum áður en það tekur að lána á ný svo að einhverju nemi. Einkaneyslu hefur einnig að hluta verið haldið uppi með aðgerðum sem margar hverjar eru tímabundnar í eðli sínu, t.d. í formi mikillar hækkunar vaxtabóta, ýmissa úrræða til að létta undir greiðslubyrði lána og útgreiðslu séreignarsparnaðar. Hættan er sú að bakslag komi í batann þegar þessum aðgerðum lýkur eða ef mikil skuldsetning heldur aftur af einkaneyslu umfram það sem grunnspáin gerir ráð fyrir. Við slíkar

Mynd I-17  
Framleiðsluspenna - fráviksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-18  
Verðbólga - fráviksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

aðstæður yrði innlend eftirspurn veikari en í grunnspánni, slakinn meiri og samdráttarskeiðið lengra.

Hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu á raunvirði fór lægst í tæplega 47% á fjórða ársfjórðungi 2008. Þetta er lægsta hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu frá því að mælingar hófust en hlutfallið hefur verið um 57% að meðaltali síðustu þrjátíu ár. Hlutfallið hefur heldur hækkað frá árslokum 2008 og mældist í árslok 2009 um 51%. Samkvæmt grunnspánni heldur það áfram að hækka og er komið í tæplega 53% í lok spátímans. Spáin um bata einkaneyslu er því varfærin, enda heimilin skuldsett og lækkun ráðstöfunartekna mikil. Í fráviksdæminu er hins vegar gert ráð fyrir að batinn verði enn hægari og að hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu haldist svo til óbreytt í rúmlega 50% út spátímann. Í því felst að vöxtur einkaneyslu verður tæplega 1% á þessu ári og u.þ.b. 1% á næstu tveimur árum, sem er nokkru minni vöxtur en í grunnspánni. Hagvaxtarhorfur samkvæmt fráviksdæminu eru því dekkri og yrði samdráttur landsframleiðslu á þessu ári hátt í 4%. Meiri slaki í þjóðarþúinu kallar að öðru óbreyttu á lægri vexti sem valda heldur lægra gengi krónunnar á spátímanum. Lægri vextir og lægra gengi krónunnar styðja við fjárfestingu og útflutning sem, ásamt minni innflutningi, leiðir til þess að hagvöxtur næstu tveggja ára er svipaður og í grunnspánni. Eins og sjá má á mynd I-17 er framleiðsluslakinn meiri en í grunnspánni á öllu spátímabilinu. Lægri vextir og lægra gengi vega síðan á móti meiri slaka og leiða til þess að verðbólga verður mjög svipuð og í grunnspánni (mynd I-18).

### Hraðari aðlögun raungengis að langtímajafnvægi

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að raungengið sé nú undir langtímajafnvægisgildi og verði það um nokkurn tíma vegna mikillar erlendar skuldsetningar þjóðarþúsins og hárrar áhættuþóknunar á íslenskar fjáreignir, sem m.a. endurspeglar takmarkaða trú á gengi krónunnar og lélegt lánshæfismat íslenskra aðila. Raungengisþróunin í grunnspánni er því svipuð og t.d. þróun raungengis í Finnlandi í kjölfar fjármálakreppunnar snemma á tíunda áratug síðustu aldar. Í því felst að raungengið er í lok spátímans tæplega 10% undir langtímagildi sínu.<sup>7</sup> Um þessa gengisspá ríkir hins vegar mikil óvissa þar sem mjög erfitt er að spá um gengi gjaldmiðla. Því er ekki útilokað að snarpur viðsnúningur í utanríkisviðskiptum, meiri trúverðugleiki efnahagsstefnu stjórnvalda, hagstæðari þróun erlendra skulda (t.d. vegna betri heimta á erlendum eignum) og bætt lánshæfismat íslenskra aðila geti leitt til þess að raungengið hækki hraðar og verði hærra en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

Í þessu fráviksdæmi er því gert ráð fyrir því að raungengið hækki hraðar en í grunnspánni og að þróunin verði frekar í takt við reynslu Suður-Kóreu og Tælands eftir fjármálakreppuna þar á seinni hluta tíunda áratugar síðustu aldar og verði u.þ.b. komið í jafnvægi á seinni hluta spátímans. Þótt hærra raungengi dragi eitthvað úr vexti útflutnings, ætti mikil skuldsetning íslenskra útflutningsfyrirtækja í erlendri

7. Þetta langtímajafnvægi er jafnframt heldur lægra en söguleg meðaltöl gefa til kynna. Sjá greinar Ásgeirs Danielssonar (2009), „QMM: A steady state version“, *Seðlabanki Íslands Working Papers*, og Roberts Tchaidze (2007), „Estimating Iceland's real equilibrium exchange rate“, *IMF Working Papers*, nr. 07/276.

mynt að einhverju leyti að draga úr neikvæðum áhrifum hærra gengis á útflutningsiðnaðinn. Hærra raungengi léttir einnig á greiðslubyrði margra skuldsettra heimila og ætti að öðru óbreyttu að fara saman við kröftugri einkaneyslu og meiri innflutning. Að sama skapi dregur hærra gengi úr verðbólguþrýstingi í gegnum verð innfluttra vara en einnig vegna minni hættu á launaþrýstingi, eins og rakið er hér að ofan í umfjöllun um helstu óvissuþætti grunnspárinnar. Verðbólga minnkar því meira og raunlaun hækka, sem styður enn frekar við bata einkaneyslu. Heldur meiri innlend umsvif endurspeglast einnig í minna atvinnuleysi, sérstaklega þegar líður á tímabilið. Hraðari hjöðnun verðbólgu gefur einnig færi á meiri lækun vaxta sem styður enn frekar við batann. Samdráttur landsframléiðslu á þessu ári er í fráviksdæminu svipaður og í grunnspánni en hagvöxtur á næsta ári 4½%, eða u.þ.b. prósentu meiri en í grunnspánni. Framleiðslulakinn hverfur því hraðar en í grunnspánni (mynd I-17). Meiri styrking gengis krónunnar gerir það einnig að verkum að verðbólga hjaðnar hraðar. Í lok spátímans er verðbólga hins vegar svipuð og í grunnspánni, enda vegast þar á sterkara gengi og meiri efnahagsumsvif (mynd I-18).

Í kjölfar þess að aðgengi Íslendinga að erlendu lausafé til að fjármagna mikinn viðskiptahalla lokaðist skyndilega snemma árs 2008, lækkaði gengi krónunnar verulega. Þessi skyndilegu umskipti ágerðust enn frekar eftir því sem alþjóðlega fjármálakreppan magnaðist sem að lokum leiddi til hruns innlands bankakerfis. Þegar komið var fram í lok októbermánaðar 2008 hafði gengi krónunnar fallið um rúmlega 50% frá ársbyrjun.

Þessi gríðarlega gengislækkun olli skuldsettum íslenskum heimilum og fyrirtækjum miklum búsifjum. Hún hafði einnig í för með sér að verðbólga fór í tæplega 20% í lok árs 2008. Meginverkefni sameiginlegrar efnahagsstefnu stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins strax í kjölfar gjaldeyris- og bankakreppunnar var því að koma í veg fyrir enn frekari gengislækkun og skapa þannig heimilum og fyrirtækjum skjól á meðan efnahagur þeirra væri endurreistur og endurskipulagður. Talin var veruleg hættu á keðjuverkandi flötta fjármagns í eigu innlendra og erlendra aðila út úr krónueignum sem hefði lækkað gengi krónunnar og magnað enn frekar ofangreinda ágjöf á efnahag innlendra aðila.

Til að ná þessum markmiðum með hefðbundnum tækjum vaxta og inngripa á gjaldeyrismarkaði hefði þurft að hækka vexti verulega og stækka gjaldeyrisforða Seðlabankans.<sup>1</sup> Óæskileg hliðaráhrif slíkra leiða og verulegar efasemdir um að þær myndu duga einar og sér urðu til þess að talið var nauðsynlegt að takmarka tímabundið fjármagnshreyfingar til og frá landinu. Í skjóli slíkra hafta gæfist einkaðilum ráðrúm til að endurskipuleggja fjárhag sinn og stjórnvöldum svigrúm til þess að koma fjármálakerfinu á fætur á ný og ná tökum á ríkisfjármálanum. Höftin hafa einnig skapað peningastefnunni svigrúm til að lækka vexti töluvert án þess að það grafi undan gengisstöðugleika. Ljóst er því að höftin hafa gegnt lykilhlutverki í endurreisn þjóðarbúsins í kjölfar gjaldeyris- og bankakreppunnar.

1. Það er t.d. í samræmi við reynsluna af gjaldeyriskreppunum í Suður-Kóreu og Tælandi á seinni hluta tíunda áratugar síðustu aldar þar sem skammtíma markaðsvextir fóru vel yfir 20%, þótt gengislækkunin í þeim tilvikum hafi verið töluvert minni en gengislækkun krónunnar árið 2008.

## Rammagrein I-1

### Hlutverk gjaldeyrishafta í endurreisn íslensks þjóðarbúskaþar

### Án gjaldeyrishafta hefði gengi krónunnar lækkað enn frekar ...

Þótt ótvírætt virðist að gengi krónunnar hefði lækkað enn frekar hefðu fjármagnshöftin ekki verið sett á, er afar erfitt að meta hversu mikið gengi krónunnar hefði getað lækkað. Lauslegt mat með þjóðhagslíkani Seðlabankans gefur þó til kynna að gengi krónunnar hefði hæglega getað lækkað í 260-300 kr. gagnvart evru og jafnvel enn meira við ákveðin skilyrði. Þetta er svipað gengi og á aflandsmarkaðnum þegar það var lægst (sjá mynd III-10). Niðurstöður útreikninganna eru mjög háðar því hversu hratt peningastefnan bregst við með hækkun vaxta og hversu lengi fjárfestar vænta hárra vaxta í framtíðinni. Að auki má færa rök fyrir því að gengislækkunin hefði getað orðið enn meiri en þessar hermanir með þjóðhagslíkani bankans gefa til kynna þar sem þær taka líklega ekki nægjanlegt tillit til mögulegra áhrifa smæðar íslensks gjaldeyrismarkaðar og gera ekki ráð fyrir því að víthringur lækkandi gengis og hækkandi áhættubóknunar á íslenskar fjáreignir myndist. Slíkur víthringur gæti hæglega myndast þar sem mikil lækkun gengis gæti leitt til holskeflu gjaldþrota innlendra aðila, félagslegs og pólitísku óstöðugleika, aukinnar verðbólgu og hækkandi áhættubóknunar, sem síðan leiðir til enn frekari gengislækkunar.

### ... en höftunum fylgir kostnaður til lengri tíma

Gjaldeyrishöftin hafa átt mikinn þátt í því að koma á gengisstöðugleika, sérstaklega eftir að þau fóru að virka sem skyldi þegar líða tók á síðasta ár. Þau eru hins vegar umdeild, enda ekki gallalaus.

Meðal ókosta þeirra má t.d. nefna hefðbundinn efnahagslegan kostnað sem fylgir viðskiptahindrunum af hvaða tegund sem er og þá hagrænu sóun sem skapast þegar einstaklingar og fyrirtæki eyða kröftum sínum í að leita leiða fram hjá þeim og stjórnvöld kröftum sínum í að koma í veg fyrir brot á reglunum. Allt eru þetta kraftar sem væru betur nýttir á öðrum sviðum, þjóðarbúinu til meira gagns. Innlendum aðilum er einnig gert afar erfitt að verjast gjaldmiðlaáhættu með notkun skiptasamninga. Hagnaðarvonin af því að komast hjá reglunum er einnig til þess fallin að grafa undan almennu viðskiptasiðferði og löghlýðni sem að öðru óbreyttu getur skaðað langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins. Samkeppnisstaða þeirra sem tilbúnir eru að brjóta reglurnar skekkist jafnframt gagnvart þeim sem löghlýðnari eru. Að lokum er líklegt að tilvist gjaldeyrishaftanna dragi að einhverju leyti úr áhuga alþjóðlegra fjárfesta á því að koma með fé inn í landið af ótta við að síðar verði nýjar reglur settar sem komi í veg fyrir að þeir geti tekið fé sitt út úr landinu á ný. Óttinn við hrun krónunnar þegar höftunum yrði aflétt kann einnig að halda aftur af erlendra fjárfestingu.

Þessi kostnaður er ekki eins sýnilegur og ábatinn af því skjóli sem höftin veita krónunni, en hann er alveg jafn raunverulegur. Hins vegar er líklegt að kostnaðurinn hafi hingað til verið minni en ella þar sem aðrar ástæður hafa haldið aftur af innstreymi erlends fjármagns inn í landið. Kostnaðurinn mun hins vegar ágerast eftir því sem tíminn líður, auk þess sem framfylgd haftanna verður æ erfiðari eftir því sem einstaklingar og fyrirtæki finna leiðir fram hjá þeim í leit að skjótfengnum ábata. Því er mikilvægt að gjaldeyrishöftin verði afnumin svo fljótt sem auðið er. Afnáam þeirra má þó ekki verða til þess að grafa undan gengi krónunnar og tefla þar með endurreisn þjóðarbúskaparins í tvísýnu.

### Tímabundin höft vegna gjaldeyris- og greiðslujafnaðarkreppu eru heimil

Þeir alþjóðasamningar sem Ísland hefur undirgengist, t.d. EES-samningurinn, aðildarsamningur Íslands að Efnahags- og framfarastofnuninni (OECD) og áttunda grein stofnsáttmála Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, heimila tímabundin og afmörkuð höft á fjármagnshreyfingar



þegar lönd lenda í gjaldeyris- og greiðslujafnaðarkreppu. Alþjóðasamfélagið hefur því ekki gert athugasemdir við þau höft sem sett voru á fjármagnshreyfingar á Íslandi og framkvæmd þeirra hefur verið samþykkt af stjórn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Það er hins vegar ljóst að erfitt verður að viðhalda svo viðamiklum gjaldeyrishöftum án þess að þau teljist brot á þessum alþjóðlegu sáttmálum þegar frá líður og gjaldeyris- og greiðslujafnaðarkreppan er að baki.

### Einhvers konar gjaldeyrishöft þekkjast víða

Eins viðamikil höft á fjármagnshreyfingar og sett voru á hér á landi í kjölfar kreppunnar þekkjast ekki víða, a.m.k. ekki meðal þróaðra ríkja. Þau þekkjast hins vegar meðal ýmissa nýmarkaðsríkja, t.d. Kína og Indlands sem lengi hafa haft víðtækar takmarkanir á gjaldeyrisviðskipti og fjármagnshreyfingar.

Einhvers konar takmarkanir á fjármagnshreyfingar þekkjast hins vegar víða, jafnvel á meðal þróaðra iðnríkja, eins og sjá má í töflu 1. Meðal iðnríkja er yfirleitt um að ræða einhvers konar höft á beina erlenda fjárfestingu. Höft á innflæði fjármagns eru jafnan notuð til að reyna að stemma stigu við óhóflegu innflæði sem orsakast af jákvæðum vaxtamun við útlönd, eins og t.d. nýleg dæmi í Brasilíu og Tævan og áður í Chíle á tíunda áratug síðustu aldar, Taílandi (2006-2008) og Kólumbíu (2007-2008) sýna. Í þessum löndum hafa höft byggst á markaðslausnum, þ.e. skatt á gjaldeyrisviðskipti (Brasilía) eða vaxtalaus bindiskyldu (Chíle, Taíland og Kólumbía).<sup>2</sup> Gjaldyrishöft á útlæði eru hins vegar gjarnan notuð til að koma í veg fyrir fjármagnsflóttu. Dæmi um slíkt fyrirkomulag í kjölfar fjármálakreppa undangengna áratugi eru t.d. Spánn árið 1992, Rúmenía árið 1996 og Rússland og Malasía árið 1998.<sup>3</sup>

Tafla 1 Fjármagnshöft í aðildarríkjum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins 2008<sup>1</sup>

Lönd	Takmarkanir á fjármagnshreyfingu	Takmarkanir á útlæði	Takmarkanir á innflæði
Nýmarkaðsríki	45	47	42
Þróuð ríki	15	19	10
OECD-ríki	20	24	14
Öll aðildarríki Alþjóðagjaldeyrissjóðsins	39	42	36
Ísland <sup>2</sup>	75	74	82

1. Einfalt meðaltal fjármagnshreyfinga sem lúta takmörkunum sem hlutfall af heildarfjármagnshreyfingum. 2. Tekur ekki tillit til afnáms hafta á innflæði frá því í nóvember 2009.

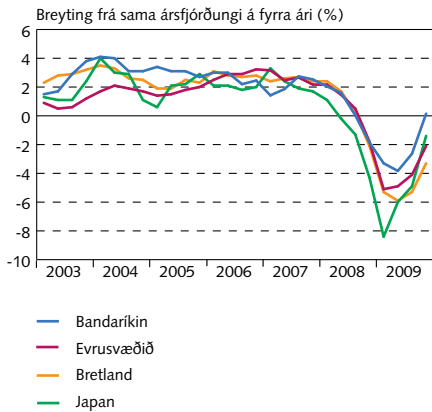
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.

- Í því tilfelli eru erlendir fjárfestar skyldaðir til að leggja hluta innflæðisins (í innlendri eða erlendri mynt) á reikning í seðlabankanum til ákveðins tíma án vaxta. Þetta fyrirkomulag virkar eins og skattur á gjaldeyrisinnflæði þar sem skatthlutfallið ræðst af því hversu lengi fjármagnið er inni í landinu. Eftir því sem fjárfest er til lengri tíma, því lægra verður skatthlutfallið í raun.
- Sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2010), *Global Financial Stability Report*, apríl 2010, N. Magud og C. M. Reinhart (2006), „Capital controls: An evaluation“, NBER Working Paper Series, nr. 11973, og Ariyoshi, A., K. Habermeier, B. Laurens, I. Ötker-Robe, J. I. Canales-Kriljenko og A. Kirilenko, (2000), „Capital controls: Country experiences with their use and liberalization“, *IMF Occasional Paper* nr. 190.

Mynd II-1

Alþjóðlegur hagvöxtur

Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2009

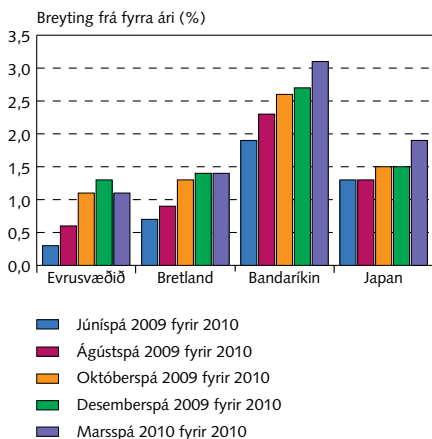


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-2

Hagvaxtarspár fyrir 2010

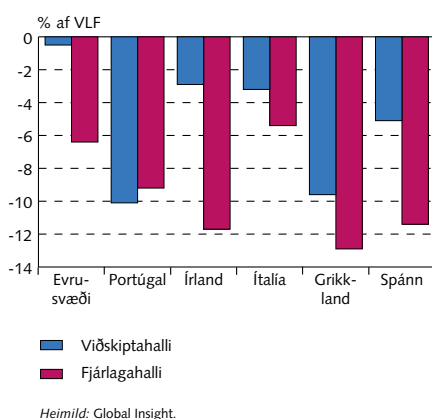
Súlnurnar sýna hvenær spáin er gerð



Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd II-3

Fjárlaga- og viðskiptahalli í nokkrum evrulöndum 2009



Heimild: Global Insight.

## II Ytri skilyrði og útflutningur

Efnahagsbatinn í heiminum hefur náð nokkrum krafti. Enn ríkir þó óvissa um framhaldið. Hrávöruverð hefur tekið við sér og verð hlutabréfa hækkaði umtalsvert á síðasta ári en hefur staðnað það sem af er þessu ári. Hjöðnun verðbólgu er víðast lokið en undirliggjandi verðbólguþrýstingur er enn hverfandi. Enn virðist draga úr alþjóðlegum fjármálaviðskiptum, en viðskipti með vöru og þjónustu hafa tekið við sér. Verðlag helstu útflutningsvara Íslands hefur hækkað og útlit fyrir að viðskiptakjör batni áfram.

### Áþekkar horfur en áframhaldandi óvissa

Samdráttur í helstu viðskiptalöndum Íslands náði hámarki um mitt síðasta ár og efnahagshorfur í heiminum eru svipaðar eða jafnvel aðeins betri en þær voru í byrjun árs þegar *Peningamál* komu síðast út. Efnahagsbatinn hófst í Asíu en teygir nú anga sína um allan heim. Í flestum viðskiptalöndum Íslands var árstíðarleiddrétt landsframléiðsla á síðasta fjórðungi ársins 2009 meiri en í fjórðungnum á undan. Að meðaltali jókst landsframléiðsla í helstu viðskiptalöndum Íslands um 0,6% milli fjórðunga á síðasta fjórðungi 2009 eftir 0,4% vöxt ársfjórðunginn á undan. Enn er samdráttur milli ára, en verulega hefur hægt á honum, t.d. í Bretlandi og á evrusvæðinu, þar sem landsframléiðsla dróst saman um 3,3% og 2,2% á milli ára á síðasta ársfjórðungi ársins 2009. Á Norðurlöndunum og í Japan var samdrátturinn mun minni á milli ára eða á bilinu 0,2%-1,5%. Í Bandaríkjunum mældist örlítill hagvöxtur á síðasta fjórðungi ársins, miðað við sama tímabil árið áður en vöxtur milli ársfjórðunga var 1,4% sem er einn sá mesti sem þar hefur verið í nokkur ár. Ein helsta ástæðan var jákvæð áhrif birgðasöfnunar og að útflutningur jókst töluvert. Veiki hlekkurinn í batanum í Bandaríkjunum er einkaneyslan, sem eykst lítið. Þá hafa fjármálamarkaðir ekki náð sér almennilega á strik. Hætta er því á bakslagi síðar á árinu og benda ýmsir hagvísar til þess að hægja muni á hagvexti þegar líða tekur á árið. Á evrusvæðinu er gert ráð fyrir hagvexti á þessu ári, drifnum áfram af auknum útflutningi, en nýjustu hagvísar benda til þess að hann verði mjög lítill, þar sem atvinnuleysi heldur aftur af einkaneyslu og fjárfesting dregst enn saman.

Endurskoðaðar spár fyrir þetta ár benda flestar til þess að efnahagsbatinn verði eitthvað meiri en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Spár Consensus Forecasts frá því í mars eru ívið hærri fyrir bæði Bandaríkin og Japan en þær voru í desember, en spáin fyrir Bretland er svipuð. Spá fyrir evrusvæðið er aftur á móti heldur lakari en hún var undir lok síðasta árs, væntanlega sökum minni vaxtar en búist var við á síðasta ársfjórðungi ársins 2009. Mikil óvissa ríkir þó um framhaldið og er talin nokkur hætta á bakslagi, t.d. í Bandaríkjunum eins og nefnt var hér að framan, en einnig á evrusvæðinu þar sem fleiri lönd en Grikkland glíma við mikinn skuldavanda ríkisins.

### Hægt hefur á hækkuð hlutabréfaverðs það sem af er ári ...

Verð hlutabréfa á heimsvísu hækkaði töluvert á síðasta ári og var um 24% hærra í lok árs en á sama tíma árið áður. Það sem af er þessu ári hefur hins vegar hægt á verðhækkunum víðast hvar. Á

Norðurlöndunum hefur verið hlutabréfa engu að síður hækkað töluvert það sem af er ári.

Fjármálamarkaðir hafa tekið við sér hraðar en margir bjuggust við. Þeir eru þó enn veikari en þeir voru fyrir hrún og er útlit fyrir að svo verði áfram enn um sinn. Peningamarkaðir hafa víðast hvar náð nokkru jafnvægi og bankar hafa slakað á kröfum vegna útlána. Áhættuálag á fjárskuldbindingar hefur lækkað mikið frá því sem var þegar fjármálakreppan stóð sem hæst og er nú svipað og það var fyrir hana. Í flestum löndum er sértækum aðgerðum seðlabanka og stjórnvalda til að bjarga fjármálastofnunum nánast lokið. Engu að síður eru ný útlán banka enn mjög lítil. Áhætta er víðast hvar enn talin mikil og hugsanlega á enn eftir að afskrifa töluvert af útlánunum. Á móti kemur að skuldabréfamarkaðir hafa náð sér vel á strik, en þeir hafa þó ekki náð að bæta upp samdrátt í almennum útlánunum. Því er aðgangur að lánsfjármagni enn mjög takmarkaður. Alþjóðleg fjármálaviðskipti eru í lágmarki og framboð lánsfjár takmarkað í löndum sem háð eru alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

### ... og einnig á hrávöruverði

Í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir að olíuverð myndi hækka um 30% á þessu ári og stendur sú spá nær óbreytt, þótt hækkunin það sem af er ári sé heldur meiri en þá var spáð. Á fyrstu þremur mánuðum ársins hefur olíuverð hækkað nokkuð frá fyrri ársfjórðungi en umtalsvert milli ára. Í spám Seðlabankans er tekið mið af framvirku verði annars vegar og verðspám helstu greiningaraðila hins vegar. Spáin gerir því ráð fyrir að verð hráolíu muni hækka um 5% milli árána 2010 og 2011. Á árinu 2012 eru horfur á áframhaldandi hækkun í kjölfar aukinnar olíueftirspurnar í heiminum.

Hrávöruverð hækkaði töluvert undir lok síðasta árs og er herra en gert var ráð fyrir í janúarspánni. Efnahagsbati í nýmarkaðsrikkjum Asíu og þróunarríkjum á síðasta ári ýtti undir verðhækkunirnar en meira jafnvægi virðist vera á markaðnum um þessar mundir. Verð á matvælum hækkaði fram á mitt ár, féll síðan en hækkaði að nýju fram til ársloka. Það sem af er þessu ári hefur það heldur sigið.

### Verðbólguþrýstingur mjög takmarkaður

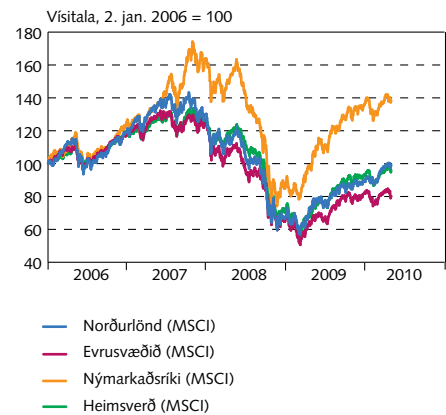
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur aukist töluvert á undanförunum mánuðum eftir að hafa náð lágmarki um mitt síðasta ár. Verðhjöðnun sem ríkti víða er nú yfirleitt lokið. Í byrjun þessa árs hefur verðbólga aukist. Skýrist það einkum af óhagstæðum grunnáhrifum, sökum mikillar lækkunar olíuverðs í byrjun síðasta árs, og hækkunar hrávöru- og olíuverðs að undanförunu. Því er almennt gert ráð fyrir að það hægi aftur á verðbólgunni þegar líða tekur á árið. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur er takmarkaður og því ekki útlit fyrir mikla verðbólgu á árinu, sem sést á því að kjarnaverðbólga hefur víðast hvar lækkað þótt mæld verðbólga hafi hækkað.

Verðhjöðnun lauk í Bandaríkjunum í nóvember síðastliðnum og hefur verðbólgan tekið nokkuð við sér. Er það einkum vegna grunnáhrifa, en kjarnaverðbólga minnkaði milli mánaða í janúar í fyrsta sinn í 27 ár. Gert er ráð fyrir að verðbólgan verði rúmlega 2% á árinu, en að hún hafi verið mest í byrjun ársins. Verðhjöðnun á evrusvæðinu

Mynd II-4

Þróun á hlutabréfamörkuðum

Daglegar tölur 2. janúar 2006 - 30. apríl 2010

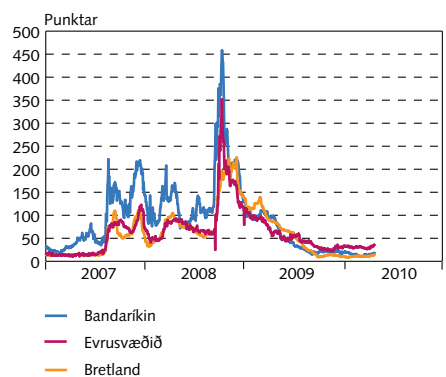


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-5

Munur á millibankavöxtum og vöxtum á ríkisbréfum<sup>1</sup>

Daglegar tölur 2. janúar 2007 - 30. apríl 2010

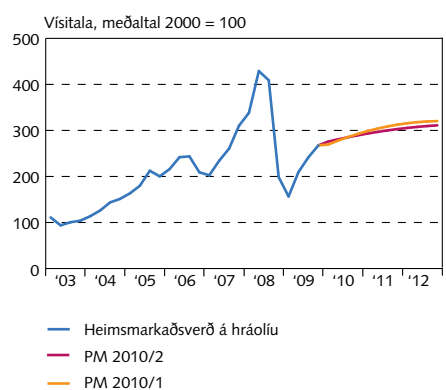


1. Mismunurinn er reiknaður sem munurinn á 3 mánaða millibankavöxtum og 3 mánaða vöxtum á ríkisbréfum.  
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-6

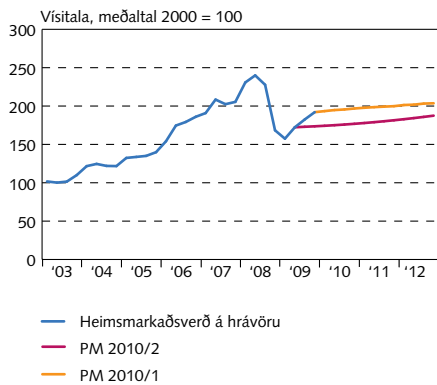
Heimsmarkaðsverð olíu

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2012



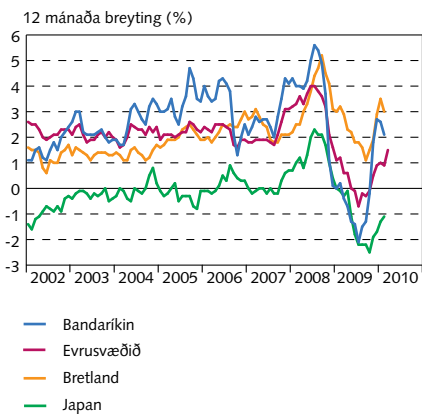
Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-7  
Heimsmarkaðsverð á hrávöru<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2012



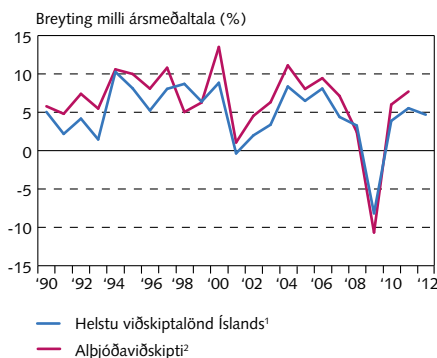
1. Verð á hrávörum án olu í USD.  
Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8  
Alþjóðleg verðbólga  
Janúar 2002 - mars 2010



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-9  
Alþjóðaviðskipti



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.

lauk einnig í nóvember og var verðbólga 1,4% í mars sem er mesta verðbólga þar í rúmt ár. Kjarnaverðbólga er hins vegar mjög lág. Eins og annars staðar er lítil undirliggjandi verðbólguþrýstingur og mæld verðbólga í mars var að stórum hluta vegna grunnáhrifa. Því er gert ráð fyrir að verðbólgan fyrir árið í heild verði ekki nema rúmt 1%. Í Japan er enn verðhjöðnun, þótt eitthvað hafi hægt á henni, og er gert ráð fyrir að hún haldi áfram út þetta ár. Verðbólga í Bretlandi hefur aftur á móti aukist hratt og var komin upp fyrir vikmörk Englandsbanka í janúar þegar hún mældist 3,5%. Ein helsta ástæða aukningarinnar, fyrir utan grunnáhrifin, er hækkun virðisaukaskatts og hækkun hrávöru- og olíuverðs. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur er hins vegar lítil og því er gert ráð fyrir að það dragi úr verðbólgu þegar líður á árið og að hún nemi 2,6% á árinu. Á Norðurlöndunum hefur þróunin verið svipuð, verðbólgan jókst í byrjun árs en undirliggjandi verðbólguþrýstingur er takmarkaður og gert er ráð fyrir lítilli verðbólgu fyrir árið í heild.

Þótt verðbólgan hafi eitthvað tekið við sér er undirliggjandi verðbólguþrýstingur víðast hvar lítil sem enginn og því hafa litlar breytingar orðið á peningalegu aðhaldi helstu ríkja frá útgáfu síðustu *Peningamála* nema hvað seðlabanki Ástralíu hefur hækkað stýrivexti sína í tvígang um 0,25 prósentur í mars og apríl og eru þeir nú 4,25%. Aðrir seðlabankar, þ.m.t. seðlabankar Rúmeníu, Rússlands og Ungverjalands, hafa hins vegar haldið áfram lækkan vaxta.

### Alþjóðaviðskipti drifkraftur hagvaxtar

Alþjóðaviðskipti tóku verulega við sér undir lok síðasta árs og eru einn megin drifkraftur hagvaxtar í heiminum. Mörg lönd sem háð eru útflutningi hafa fundið fyrir aukinni eftirspurn undanfarið og getur batinn í þessum löndum orðið hraður þegar heimsverslunin verður komin á fullt skrið á ný. Eftir að hafa dregist saman um rúm 12% á síðasta ári gerir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn ráð fyrir 5,8% aukningu í alþjóðaviðskiptum á þessu ári. Bæði Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafa hækkað spá sína um alþjóðaviðskipti fyrir þetta ár verulega. Gert er ráð fyrir um 4% aukningu í innflutningi helstu viðskiptalanda Íslands á þessu ári sem eru góðar fréttir fyrir íslenskan útflutning.

### Verð á helstu útflutningsvörum fer hækkandi

Á síðasta ári var hlutfall áls í útflutningi um 37% en sjávarafurða 42%. Því hefur verðbreyting þessara tveggja útflutningsvara mikil áhrif á verðlag íslenskra útflutningsafurða. Álverð hefur haldið áfram að hækka á undanförunum mánuðum og hefur ekki verið jafn hátt í á annað ár. Verðforsendur í þeirri spá sem hér er birt eru svipaðar og þær voru í janúarspánni. Gert er ráð fyrir að álverð verði að meðaltali ríflega 27% hærra í ár en meðalverð síðasta árs og að það hækki áfram næstu árin, um 6,5% árið 2011 og um rúmlega 2% árið 2012.

Forsendur fyrir álframleiðslu eru nánast óbreyttar frá síðustu *Peningamála* enda hafa álverin þrjú framleitt með fullum afköstum undanfarið eða tæplega 820 þús. tonn á ári. Gert er ráð fyrir smávægilegri aukningu álframleiðslu í ár en talsverðri aukningu í framleiðslu kísiljárns, þannig að heildarframleiðslumagn orkufreks iðnaðar

eykst um 2% á árinu. Ekki er búist við framleiðsluaukningu á næsta ári en hins vegar er gert ráð fyrir 5% framleiðsluaukningu árið 2012. Gert er ráð fyrir að aukningin komi vegna stækkunar verksmiðju ÍSAL í Straumsvík og framleiðsla hefjist í álverksmiðjunni í Helgavík.

Verð á flestum sjávarafurðum hefur hækkað eftir nokkuð snarpt verðfall undir lok ársins 2008 og á fyrri hluta ársins 2009. Gert er ráð fyrir að meðalverð sjávarafurða muni hækka um tæplega 6% á árinu sem er töluvert meiri hækkun en spáð var sl. janúar en þá var gert ráð fyrir 2% verðhækkun. Þá er reiknað með að verðið hækki um 2,5% á næsta ári en um rúmlega 2% næstu tvö árin þar á eftir. Þessa hagstæðu verðþróun má helst rekja til bættrar markaðsstöðu og markvissrar sölustarfsemi.

Útflutningsverðmæti sjávarafurða reyndist vera nokkru meira á síðasta ári en spáð hafði verið. Einnig var þorskvóti aukinn. Nam magnaukning útflutnings sjávarafurða rúmlega 3%. Þrátt fyrir að lægra hlutfall hafi verið óveitt af hámarksafnanum í byrjun þessa árs en var í fyrra er nú gert ráð fyrir að sjávarafurðaframleiðsla dragist saman um rúmlega 2%, en gert var ráð fyrir 5% samdrætti í janúarspánni.

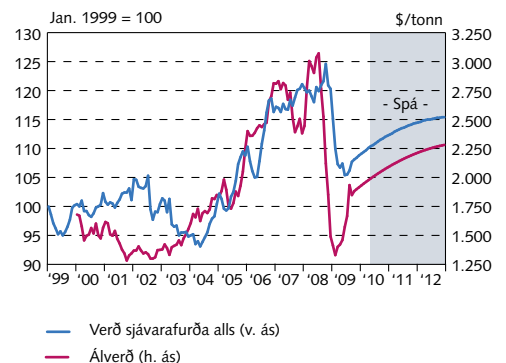
Horfur í útflutningi annarrar iðnaðarvöru eru góðar og heldur betri en í síðustu spá. Þar hefur framleiðsla lyfja, lækningartækja og tækja til matvælavinnslu verið leiðandi á síðustu árum. Búist er við all- verulegri magnaukningu útflutnings þessara vörutegunda. Á þessu ári mun einnig bætast við útflutningur á aflþynnum frá nýrri verksmiðju á Akureyri. Erfiðara er að meta hvernig ýmis annar iðnaðarútflutningur muni þróast á þessu ári og þeim næstu en þó má ætla að sögulega lágt raungengi skapi tækifæri til aukins útflutnings á flestum sviðum.

### Horfur á viðskiptakjarabata á þessu ári

Hækkandi útflutningsverð mun hafa jákvæð áhrif á viðskiptakjör. Þar ræður mestu mikil verðhækkun á áli sem vegur tæplega 40% af vöruútflutningi en verðhækkun sjávarafurða hefur einnig áhrif þótt minni sé, enda er vægi sjávarútvegs svipað og áls í útflutningi. Á móti hækkunum á útflutningsvörum vegur hækkun innflutningsverðs. Þar vegur þyngst innflutningur hrávöru s.s. til áliðnaðar, aðföng til ýmissar atvinnustarfsemi og eldsneytisinnflutningur. Verð á aðföngum til álframleiðslu hefur tilhneigingu til að breytast í svipuðum takti og álverðið sjálft en heimsmarkaðsverð á olíuvörum hefur einnig áhrif. Þá er hlutur almennra iðnaðarvara, neysluvara og fjárfestingarvara stór. Hækkun þeirra er þó áætluð mun minni, að jafnaði svipuð og almenn verðlagshækkun í viðskiptalöndunum eða um 2%.

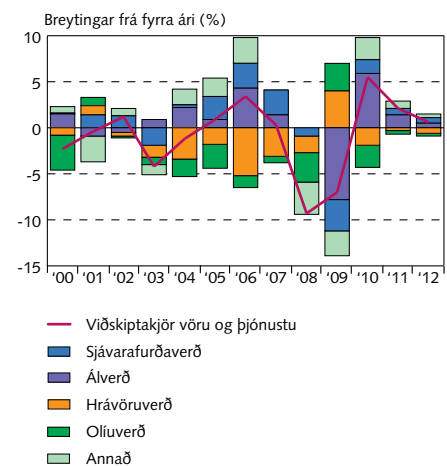
Erfiðara er að áætla viðskiptakjör á þjónustuliðum en í megin- dráttum má ætla að breytingar á viðskiptakjörum ráðist af afstæðu verði í tekjum af erlendum ferðamönnum og gjöldum vegna ferða Íslendinga erlendis. Þegar þessi atriði eru vegin saman er útlit fyrir að viðskiptakjör vöru muni batna töluvert á þessu ári en viðskiptakjör þjónustu standa í stað eða lækka nokkuð milli ára. Í heild má gera ráð fyrir að viðskiptakjör batni um 5,5% á þessu ári og vegur þar hækkun álverðs einna þyngst. Gert er ráð fyrir áframhaldandi bata á næsta ári eða um 2% og um ½% bata á árinu 2012.

Mynd II-10  
Verð á sjávarafurðum og áli  
í erlendum gjaldmiðli



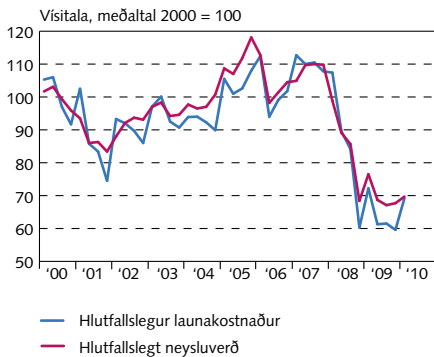
Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11  
Viðskiptakjör og framlag undirliða  
2000-2012<sup>1</sup>



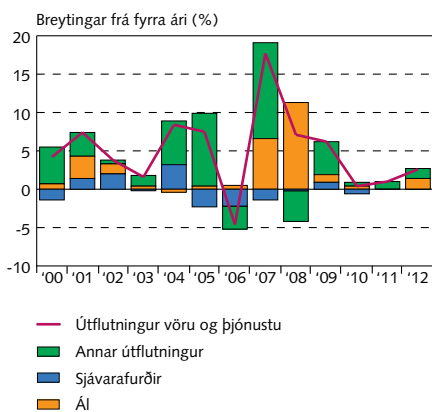
1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012. Framlag helstu undirliða til árs- breytinga viðskiptakjara er fengið með því að veita saman árlega breytingu viðkomandi undirliðar með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Líðurinn „annað“ er afgangslíður.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12  
Raungengi  
1. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13  
Þróun útflutnings og framlag undirliða hans 2000 - 2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Raungengi í sögulegu lágmarki

Raungengi náði lágmarki í ágúst á síðasta ári og hefur hækkað um rúm 6% síðan. Það er þó enn um 25% lægra en meðaltal sl. 10-20 ára og gert er ráð fyrir að það verði einungis tæplega 4% hærra í ár en í fyrra. Lágt raungengi hefur styrkt samkeppnisstöðu útflutnings- og samkeppnisgeirans en á móti veldur það vanda hjá þeim fyrirtækjum sem eru mjög skuldsett í erlendri mynt. Þróun raungengis hefur tilhneigingu til að fylgja nokkuð þróun viðskiptakjara (sjá nánar í rammagrein II-1). Viðskiptakjarabata ætti því að fylgja hægfare styrking raungengis í átt að langtímafjafnvægi þess. Hins vegar er líklegt að raungengið haldist nokkuð lágt á næstu árum sem mun styðja enn frekar við útflutningsdrifinn hagvöxt og tryggja nægan afgang á viðskiptum við útlönd svo að þjóðarbúið geti staðið undir mikilli erlendri skuldsetningu.

## Horfur á áframhaldandi vexti útflutnings

Eins og áður hefur komið fram eru efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands svipaðar eða jafnvel aðeins betri en gert var ráð fyrir í síðustu spá *Peningamála*. Horfur um verðlag helstu útflutningsafurða landsins hafa batnað og því er nú gert ráð fyrir að verðmæti útfluttrar vöru og þjónustu verði töluvert meira á þessu ári en í fyrra, en að magnaukningin verði einungis um ½%, þar sem útflutningsmagn sjávarafurða dregst saman. Útflutningur annarrar vöru en iðnaðarvöru og sjávarafurða eykst einnig lítillega þar sem mikið var flutt út af flugvélum, skipum og bílum á síðasta ári, sem ekki er gert ráð fyrir í ár. Lágt raungengi og áframhaldandi bati í alþjóðaviðskiptum ættu að ýta enn frekar undir vöxt útflutnings á árunum 2011 og 2012. Spáð er 1% vexti útflutnings árið 2011 og um 2½% vexti árið 2012, en þá er gert ráð fyrir auknum álútflutningi.

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

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram <sup>1</sup>			
	2009	2010	2011	2012
Útflutningur vöru og þjónustu	6,2 (1,6)	0,4 (1,5)	1,0 (1,7)	2,6 (5,2)
Útflutningsframléiðsla sjávarafurða	3,4 (4,0)	-2,2 (-5,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Útflutningsframléiðsla stóriðju	3,8 (6,0)	1,7 (2,4)	0,0 (0,0)	5,0 (9,7)
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	-12,8 (-10,4)	5,8 (2,4)	2,5 (2,0)	2,4 (2,1)
Verð áls í USD <sup>2</sup>	-35,8 (-35,4)	27,2 (26,9)	6,5 (7,8)	2,2 (5,1)
Verð eldsneytis í USD <sup>3</sup>	-36,3 (-37,2)	29,6 (30,3)	4,9 (9,7)	3,6 (2,4)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-7,0 (-7,0)	5,5 (4,7)	2,1 (0,5)	0,6 (0,3)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum <sup>4</sup>	0,3 (0,3)	1,4 (1,3)	1,5 (1,7)	1,7 (1,9)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum <sup>4</sup>	-3,7 (-3,6)	1,4 (1,3)	2,1 (2,2)	2,3 (2,6)
Skammtímaxextir í helstu viðskiptalöndum (%) <sup>5</sup>	1,1 (1,2)	0,7 (0,5)	1,7 (1,0)	2,9 (2,5)

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2010/1. 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá frá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Viðskiptakjör eru hlutfall verðlags út- og innflutnings og mæla hvað fæst af innflutningi fyrir hverja einingu útflutnings. Viðskiptakjör eru jafnan sett fram sem vísitala miðað við ákveðið grunnár og sýna því hlutfallslega breytingu verðlags út- og innflutnings. Raungengi mælir hins vegar hlutfall innlends kostnaðar á móti erlendum, mælt í sömu mynt. Algengast er að mæla raungengið út frá verðlagi á neyslsvörum. Ef verðlag á útfluttum vörum væri það sama og verðlag á neyslsvörum og verðlag á innfluttum vörum það sama og verðlag á neyslsvörum í helstu viðskiptalöndum, mælt í krónum, væri þróun viðskiptakjaranna nákvæmlega eins og þróun raungengisins. Að einhverju leyti er tilhneiging til þess að þessar stærðir þróist eins, en það eru einnig kraftar sem toga þær í mismunandi áttir. Samsetning útflutnings er mjög ólík samsetningu neysluvara hér á landi. Það er minni munur á samsetningu innflutnings til Íslands og samsetningu neyslu í helstu viðskiptalöndum okkar en samt nokkur.

### Þróun viðskiptakjara og raungengis

Mynd 1 sýnir þróun viðskiptakjara og raungengis frá 1970 til 2009. Myndin sýnir að á fyrri hluta tímabilsins var mjög náið samband á milli viðskiptakjara í vöruviðskiptum og raungengis. Á tímabilinu 1971-1989 mælist fylgnin á milli breytinga í þessum stærðum 0,66 en fylgnin á milli þeirra á tímabilinu 1971-2009 um 0,55. Á tímabilinu 1990-2009 er fylgnin töluvert minni eða 0,34. Mikil lækking beggja stærða á einu ári, árinu 2009, hefur mikil áhrif á mældu fylgnina. Ef tekið er mið af tímabilinu 1990-2008 er fylgnin nánast engin. Ef horft er til breytinga í viðskiptakjörum í heild minnkar fylgnin við breytingar í raungengi einnig nokkuð en þó ekki eins mikið. Þetta endurspeglar að einhverju leyti að þjónusta er meira verðlögð miðað við kostnaðaraðstæður hér innanlands en helstu flokkar vöruútflutnings.

Fylgnin á milli breytinga í viðskiptakjörum og breytinga í raungengi á fyrri hluta tímabilsins endurspeglar annars vegar mikilvægi sjávarútvegsins í vöruútflutningnum á þessum tíma og hins vegar þá stefnu stjórnvalda á þeim tíma að lækka raungengi þegar viðskiptakjör sjávarútvegsins versnuðu en leyfa hækkunum á verði sjávarafurða að hækka almennt verðlag í landinu og þar með raungengið. Frá árinu 1990 er þetta samband mun veikara en áður. Einnig má ætla að auknar gengissveiflur í kjölfar þess að gengi krónunnar var sett á flot í upphafi þessarar aldar endurspeglar að einhverju leyti í meiri sveiflum í raungengi án þess að það komi fram með sama hætti í sveiflum í viðskiptakjörum. Mynd 1 sýnir að ef sú mikla lækking á viðskiptakjörum sem varð á árinu 2009 er undanskilin voru sveiflur í viðskiptakjörum minni eftir árið 1980 en þær voru á áttunda áratug síðustu aldar. Á árinu 2009 fór saman mikil lækking á verði áls og sjávarafurða á heimsmarkaði og mikil lækking innlends verðlags vegna lækkunar kostnaðarstigs hér innanlands. Þetta síðasttalda leiddi til mikillar lækkunar á verðlagi þjónustu og annars vöruútflutnings þar sem verðlagning tekur mið af innlendu kostnaðarstigi og þar með raungengi. Verð á áli og sjávarafurðum ræðst hins vegar af aðstæðum á erlendum mörkuðum og hafa venjulegar kostnaðarbreytingar hér innanlands sáralítill áhrif á framleiðsluna.

Eins og sjá má á mynd 2 hafa verðbreytingar á sjávarafurðum verið fyrirferðarmiklar í þróun viðskiptakjara, sérstaklega framan af. Einnig sést greinilega að verðbreyting sjávarafurða var í takt við verðbreytingu hrávöruverðs stærstan hluta tímabilsins, en undanfarin 6-7 ár hefur það breyst í takt við breytta samsetningu á útflutningi sjávarafurða. Undanfarin ár hafa sveiflur í viðskiptakjörum hins vegar ráðist meira af sveiflum í ál- og hrávöruverði.

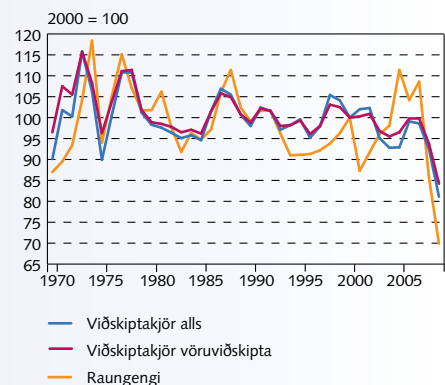
### Ólíkar verðsveiflur helstu vöruflokka

Mynd 3 sýnir þróun verðs á helstu afurðum útflutnings og heimsmarkaðsverðs á olíu. Miðað er við verð á áli og olíu í dollurum en

## Rammagrein II-1

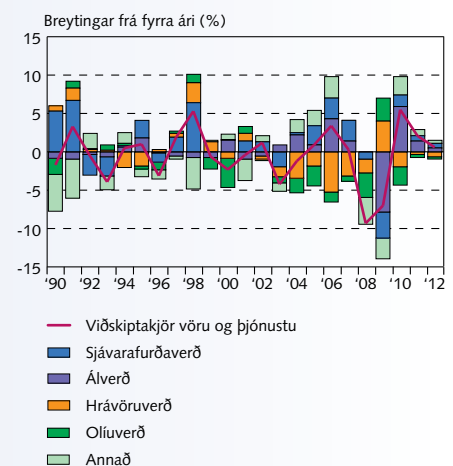
### Viðskiptakjör og raungengi

Mynd 1  
Viðskiptakjör og raungengi 1970-2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Viðskiptakjör og framlag undirlíða 1990-2012<sup>1</sup>

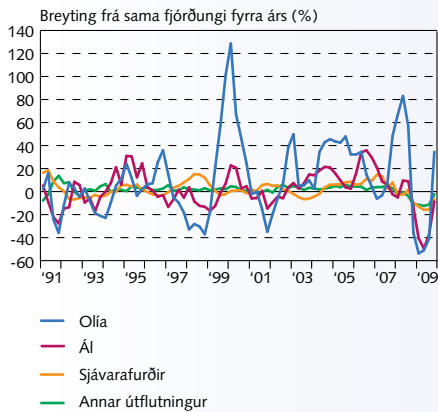


1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012. Framlag helstu undirlíða til ársbreytinga viðskiptakjara er fengið með því að veга saman árlega breytingu viðkomandi undirlíðar með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Líðurinn „annað“ er afgangslíður.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Verð í erlendri mynt

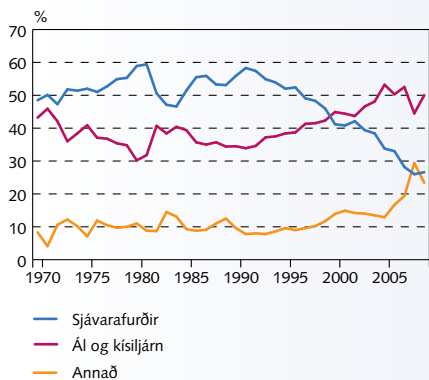
1. ársfj. 1991 - 4. ársfj. 2009



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands.

Mynd 4

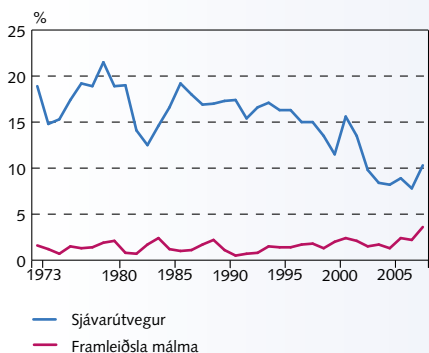
Hlutdeild í útflutningi 1970-2009



Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd 5

Hlutdeild í vergum þáttatekjum 1973-2008



Heimildir: Hagstofa Íslands.

verð á sjávarafurðum og öðrum útflutningi (aðallega þjónustu) í erlendri mynt miðað við meðalgengi. Myndin sýnir að verð mismunandi vara sveiflast mjög ólíkt. Verð á olíuvörum sveiflast langmest, verð á áli sveiflast heldur minna en samt mun meira en verð á sjávarafurðum. Verð á öðrum útflutningi en áli og sjávarafurðum, mest þjónustu, sveiflast langminnst. Eins og á mynd 2 sést að mikil rýrnun viðskiptakjara á árinu 2009 orsakaðist af óvenju mikilli lækkun á verði áls og sjávarafurða. Þessi mikla lækkun byrjar að ganga til baka undir lok árs 2009 þegar verð bæði áls og sjávarafurða tekur að hækka á ný. Sú þróun hefur haldið áfram á þessu ári.

Áhrif á viðskiptakjör í heild

Áhrif sveiflna í verði einstakra vöruflokka á sveiflur í viðskiptakjörum ráðast af vægi viðkomandi vöruflokks í út- og innflutningi og fylgni verðsveiflnanna við verðsveiflur í öðrum vöruflokkum, auk stærðarinnar á verðsveiflum í viðkomandi flokki. Meiri fylgni milli verðbreytinga einstakra vöruflokka leiðir til þess að sveiflur í verði á útflutningi í heild verða meiri en ella. Fylgnin á milli breytinga í verði áls og sjávarafurða miðað við sama tíma ársins á undan mælist 0,34 á tímabilinu 1991-2009 en einungis tæplega 0,1 ef mælingin nær aðeins út árið 2008.<sup>1</sup>

Auk fylgninnar skiptir einnig máli hvert vægi einstakra vöruflokka er. Að öðru jöfnu leiðir aukið vægi greinar þar sem verðsveiflur eru meiri til þess að verð útflutnings í heild verður sveiflukenndara. Mynd 4 sýnir þróun vægis einstakra vöruflokka í útflutningi í heild. Þar sést að hlutdeild sjávarútvegs hefur minnkað hægt og sígandi úr tæplega 60% af öllum útflutningi í kringum árið 1990 í tæplega 30% nú. Á sama tíma hefur hlutdeild orkufreks iðnaðar, kísiljárns en fyrst og fremst áls, vaxið úr um 10% af öllum útflutningi í tæplega 30% árið 2008 og rúmlega 23% á síðasta ári. Þótt verðmæti útflutnings áls sé nú ámóta mikið og verðmæti sjávarafurða munar enn miklu á hreinu framlagi þessara greina, þ.e. framlagi þeirra eftir að aðföng þeirra hafa verið dregin frá útflutningstekjunum. Þetta framlag er mælt með vinnsluvirði greinanna eða vergum þáttatekjum þeirra. Mynd 5 sýnir þróun vergra þáttatekna í sjávarútvegi annars vegar og orkufrekum iðnaði hins vegar. Myndin sýnir að á þennan mælikvarða var vægi sjávarútvegs nær þrefalt meira en vægi orkufreks iðnaðar á árinu 2008. Þetta er hluti skýringarinnar á því að viðskiptakjör hafa ekki sveiflast meira en raun ber vitni þrátt fyrir að vægi áls í útflutningi hafi vaxið mikið. Innflutningur á súráli og öðrum aðföngum til álframleiðslu hefur einnig aukist mikið og verðbreytingar á þessum vörum fylgja mjög náið breytingum í álverði. Áhrif þessara sveiflna á viðskiptakjörin ræðst því frekar af vægi áls í vergum þáttatekjum en vægi þess í útflutningi.

1. Magnús F. Guðmundsson fjallar um þjóðhagslega áhættu vegna aukins vægis áls í útflutningi í greininni „Áliðnaðurinn og sveiflur í útflutningstekjum“, í *Peningamálum* 2003/3.



### III Fjármálaleg skilyrði

Vextir hafa almennt farið lækkanði í takt við lækkun vaxta Seðlabankans. Þrátt fyrir það hefur gengi krónunnar heldur styrkt það sem af er ári. Á sama tíma hefur verulega dregið úr vexti peningamagns í umferð. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja eru enn erfið, en aðgerðir stjórnvalda og bankakerfisins til að létta á skuldabyrði og endurskipuleggja skuldir hafa bætt fjármálaleg skilyrði þeirra.

#### Vextir Seðlabankans hafa verið lækkaðir í tvígang á þessu ári

Nú eru útistandandi um 77,2 ma.kr. í 28 daga innstæðubréfum útgefnu af Seðlabankanum en hámarksvextir á þeim hafa verið lækkaðir í tvígang frá útgáfu síðustu *Peningamála* í janúar, úr 9,75% í 8,75%. Vextir á viðskiptareikningum fjármálastofnana í Seðlabankanum hafa einnig verið lækkaðir úr 8,5% í 7,5%. Útlánsvextir bankans voru einnig lækkaðir með samsvarandi hætti: 7 daga veðlánvextir í 9% og daglánvextir í 10,5%. Þessar lækkanir voru í meginatriðum í samræmi við væntingar markaðsaðila.

#### Seðlabankinn dró úr ofgnótt lausafjár með útgáfu innstæðubréfa

Lausafé í fjármálakerfinu jókst verulega strax í kjölfar hrunsins og safnaðist upp í bankakerfinu. Þar fóru saman takmarkaður vilji fjármagnseigenda til að taka áhættu, fjármagnshöft, takmarkað framboð annarra fjárfestingarkosta og ríkisábyrgð bankainnstæðna. Þessi ofgnótt lausafjár gerði það að verkum að skammtíma markaðsvextir fóru um tíma á síðasta ári niður fyrir lægstu vexti Seðlabankans og endurspegluðu því ekki það aðhald peningastefnunnar sem að var stefnt og hefði það getað grafið undan gengisstöðugleika. Til að vinna á móti þessu hóf bankinn útgáfu innstæðubréfa með mánaðar bindingu. Með því tókst að draga úr lausafé í umferð og eru markaðsvextir nú innan vaxtagangsins, þ.e. bilsins á milli daglánvaxta Seðlabankans og vaxta á viðskiptareikningum.

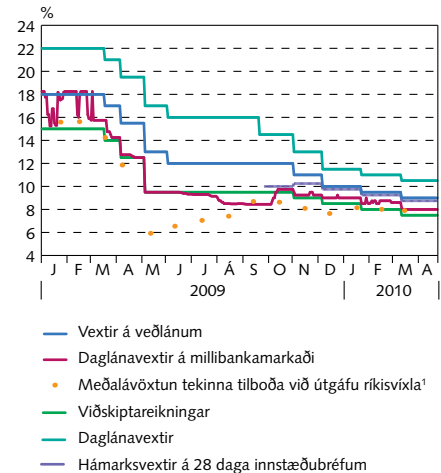
#### Peningamagn í umferð er tekið að dragast saman

Eftir fall bankanna og miklar breytingar á framboði sparnaðar- og fjárfestingarkosta í bankakerfinu sem fylgdu í kjölfarið, jukust innstæður í bankakerfinu mikið. Einnig jukust innstæður innlánsstofnana í Seðlabankanum sem kemur fram sem aukning grunnfjár. Af því að bankarnir færðu laust fé af innstæðureikningum í Seðlabankanum og yfir í fyrrnefnd innstæðubréf með mánaðar bindingu hafði útgáfa þeirra þau áhrif að grunnfé Seðlabankans tók að dragast saman aftur.

Þá má sjá að undir lok síðasta árs tók peningamagn í umferð einnig að dragast saman á milli ára eftir mikla aukningu árin á undan (ítarlegri umfjöllun um þróun efnahagsreiknings Seðlabankans og peningamagns er að finna í rammagrein III-2). Samdráttinn má einkum rekja til breytinga á innlánnum með minnstu bindingu. Enn vantar nokkuð upp á að ítarleg gögn um þróun útlána bankakerfisins liggi fyrir en þessi samdráttur peningamagns bendir til þess að útlánastarfsemi bankakerfisins sé enn með hægara móti. Eins og rakið verður nánar hér að neðan, endurspeglar það erfið skilyrði heimila og fyrirtækja, ásamt því að endurskipulagningu á efnahag bankanna sjálfra er ekki að fullu lokið.

Mynd III-1

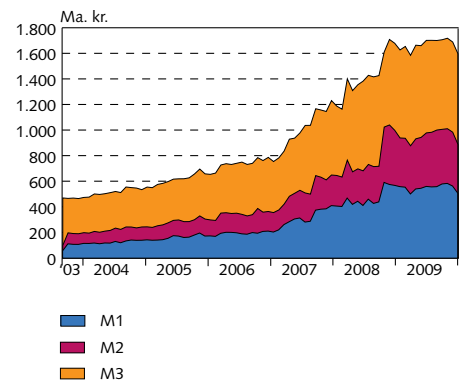
Vextir Seðlabanka og skammtíma markaðsvextir  
Daglegar tölur 1. janúar 2009 - 30. apríl 2010



1. Þar sem velta á eftirmarkaði með ríkisvixla er lítil er hér eingöngu um ávöxtunarkröfu í útboðum ríkisvixla að ræða.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

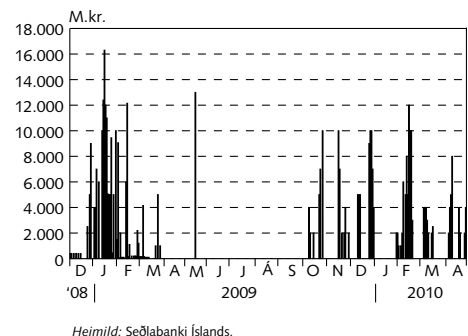
Peningamagn í umferð  
September 2003 - desember 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

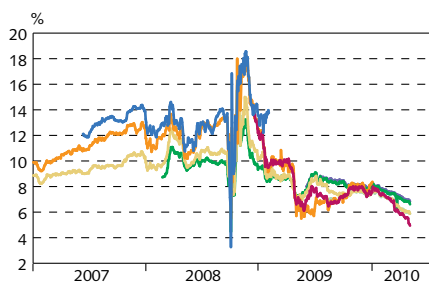
Velta á millibankamarkaði með krónur  
Daglegar tölur 1. desember 2008 - 30. apríl 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa  
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 30. apríl 2010

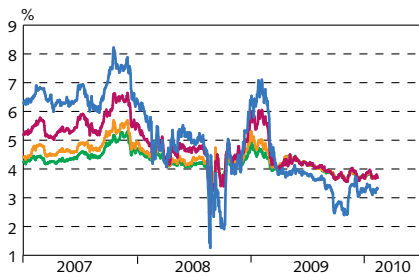


RIKB 09 0612  
RIKB 10 1210  
RIKB 10 0317  
RIKB 19 0226  
RIKB 25 0612  
RIKB 13 0517  
RIKB 11 0722

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Ávöxtun verðtryggðra íbúðabréfa  
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 30. apríl 2010



HFF 150914  
HFF 150224  
HFF 150434  
HFF 150644

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Raunvextir Seðlabankans lækka en áhættuleiðréttur skammtímavaxtamunur við útlönd hefur hækkað lítillega

Aðhald peningastefnunnar gagnvart innlendri eftirspurn ræðst af raunvöxtum Seðlabankans. Eins og sjá má í töflu III-1 mælist það mismikið eftir því á hvaða kvarða verðbólgu og verðbólguvæntinga er horft. Þannig mælast raunvextir bankans allt frá því að vera um eða rétt undir núlli sé miðað við núverandi verðbólgu eða verðbólguvæntingar heimila í að vera um 4% sé miðað við verðbólguvæntingar fyrirtækja eða verðbólguálag á skuldabréfamarkaði. Raunvaxtastigið hefur þó heldur lækkað frá síðustu *Peningamálum* á flesta mælikvarða og frá því fyrir ári hefur raunvaxtastigið lækkað töluvert.

Tímabundið markmið peningastefnunnar er að styðja við gengi krónunnar og draga úr gengissveiflum í kjölfar fjármálakreppunnar. Þegar lagt er mat á aðhald peningastefnunnar er því eðlilegt að leggja mat á hugsanleg áhrif hennar á gengi krónunnar. Í því sambandi er gagnlegt að horfa á áhættuleiðréttan skammtímavaxtamunur við útlönd. Eins og sést í töflu III-1 hefur vaxtamunurinn heldur aukist, hvort sem litið er á tímabilið frá síðustu *Peningamálum* eða eitt ár aftur í tímann. Innlendir skammtímavextir hafa því lækkað heldur hægar en sem nemur lækkingu áhættuálags á íslenskar fjáreignir. Lækkingu innlands raunvaxtastigs endurspeglar því ekki í minnkandi áhættuleiðréttum vaxtamunur við útlönd og hefur því ekki grafið undan stuðningi við krónuna.

Tafla III-1 Aðhaldsstig peningastefnunnar (%)

	Aðhaldsstig	Breyting frá PM 2010/1	Breyting frá PM 2009/1
Raunvextir miðað við: <sup>1</sup>			
Ársverðbólgu	-0,2	-2,5	-0,7
3 mánaða árstíðarleiðréttá verðbólgu	0,9	-2,1	-10,9
Verðbólguálag Seðlabankans <sup>2</sup>	2,1	-0,1	-2,1
Verðbólguvæntingar heimila <sup>3</sup>	0,1	0,9	-0,3
Verðbólguvæntingar fyrirtækja <sup>3</sup>	4,0	1,0	-8,5
Verðbólguvæntingar á fjármálamarkaði <sup>4</sup>	4,2	-0,2	-2,8
Áhættuleiðréttur 3 mánaða vaxtamunur gagnvart evrusvæði miðað við: <sup>5</sup>			
Skuldatryggingarálag ríkisins	3,0	1,0	0,8
Sögulegt gengisflókt <sup>6</sup>	1,9	0,4	1,1

1. Frá apríl 2009 til september 2009 er miðað við innlánsvexti Seðlabankans sem mælikvarða á nafnvexti Seðlabankans en frá september 2009 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta 28 daga innstæðubréfa. 2. Spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir tvo ársfjórðunga. 3. Miðað við miðgildi verðbólguvæntinga heimila og fyrirtækja eitt ár fram í tímann. 4. Verðbólguvæntingar til eins árs út frá mismun verðtryggðra og óverðtryggðra vaxtarófsins (5 daga hreyfanlegt meðaltal). 5. Vaxtamunur út frá mismun skammtímavaxta á Íslandi og viðskiptavegnum erlendum vöxtum. 6. Hlutfall þriggja mánaða vaxtamunar og þriggja mánaða staðalfráviks gengis krónu gagnvart evru.

## Markaðsvextir hafa lækkað ...

Skammtímavextir á peningamarkaði eru nú eins og fyrr segir í samræmi við vaxtagang Seðlabankans. Frá því fyrir ári hafa þessir vextir þó lækkað minna en vextir Seðlabankans, vegna þess að útgáfa innstæðubréfa hafði áhrif til hækkunar peningamarkaðsvaxta fyrst í stað. Velta hefur hins vegar verið lítil og takmarkast við daglán. Vaxtamyndun á skammtímaverðbréfum er því afar óskilvirk. Af þeim sökum er ekki hægt að segja til um áhættumat á fjármálamarkaði út frá vaxtamunur viðskipta á millibankamarkaði eftir lengd lána.

Ávöxtunarkrafa lengri ríkisbréfa hefur einnig lækkað samhliða lækkun vaxta Seðlabankans. Krafa ríkisbréfa hefur nýlega legið á bilinu 5,5%-7%. Lækkun hennar bendir til þess að vel hafi gengið að fjármagna ríkissjóð þrátt fyrir stóraukið framboð ríkisbréfa og -víxla, auk framboðs innstæðubréfa Seðlabankans.

Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hefur að sama skapi lækkað á síðustu mánuðum og er nú á bilinu 3,1%-3,7%. Eftirspurn eftir verðtryggðum og óverðtryggðum ríkistryggðum skuldabréfum virðist vera mikil. Þá er líklegt að óvissuþættir á borð við afnám gjaldeyrishafta og framvindu efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hafi þau áhrif að fjárfestar taki verðtryggð bréf fram yfir óverðtryggð í einhverjum mæli. Þá hefur Íbúðalánasjóður lækkað útgáfuáætlun sína í febrúar og ætti minna framboð að stuðla að lægri kröfu en ella. Á móti kemur reyndar nýleg útgáfa ríkissjóðs á verðtryggðum ríkisbréfum með gjalddaga árið 2021. Fór fyrsta útboð flokksins fram í apríl. Ávöxtunarkrafan í útboðinu var 3,8% og var tilboðum tekið fyrir um 5,9 ma.kr.

### ... og ávöxtunarferillinn hliðrast niður á við

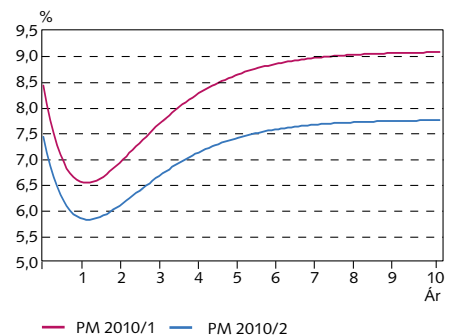
Frá útgáfu *Peningamála* í janúar sl. hefur ávöxtunarferill nafnvaxta hliðrast niður. Hliðrun styttri enda ferilsins samsvarar lækkun vaxta Seðlabankans en lækkun lengri endans er heldur meiri eða sem nemur rúmlega 1 prósentu þegar miðað er við u.þ.b. tíu ára ríkisskuldabréf. Lækkun vaxta bankans virðist því hafa miðlast ágætlega út allt vaxtarófið.

Lögun ferilsins er jafnframt lítt breytt, verðlagning samkvæmt honum bendir áfram til nokkuð skarprar lækkunar vaxta næsta árið. Lengra fram á veginn er ferillinn hins vegar tiltölulega flatur.

### Áhættuleiðréttur langtímavaxtamunur í samræmi við verðbólguþátt

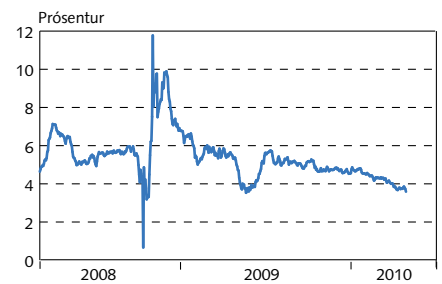
Langtímavextir íslenskra ríkisskuldabréfa eru nú u.þ.b. 7% og hafa lækkað um tæplega 2 prósentur frá því fyrir ári. Sé horft til munar á langtímanafnvöxtum við útlönd má sjá að hann hefur einnig minnkað nokkuð. Þannig er t.d. vaxtamunurinn á milli íslenskra og þýska langtíma ríkisskuldabréfa, sem gjarnan eru notuð í alþjóðlegum samamburði, nú tæplega 4 prósentur. Í meginatriðum ætti þessi vaxtamunur að endurspeglar annars vegar mismun væntrar verðbólgu til lengri tíma og hins vegar mismun áhættuálags á íslensk og þýsk ríkisskuldabréf. Eins og vikið er nánar að hér að neðan er skuldatryggingarálag á íslensk ríkisskuldabréf nú um 3,8 prósentur á meðan skuldatryggingarálag á þýska ríkið er einungis um 0,3 prósentur. Langtímavaxtamunurinn að teknu tilliti til mismunar áhættuþóknunar er því tæplega ½ prósentu, sem einmitt samsvarar mismun verðbólguþáttar Seðlabanka Íslands og Seðlabanka Evrópu. Þetta gefur vísendingu um að langtímaverðbólguvæntingar séu á ný komnar í ágætt samræmi við verðbólguþátt Seðlabankans (sjá nánar í kafla VIII). Ætla má að langtímavaxtamunurinn haldi áfram að minnka lækki áhættuálag á innlendir skuldbindingar áfram.

Mynd III-6  
Framvirkir vextir á fjármálamarkaði



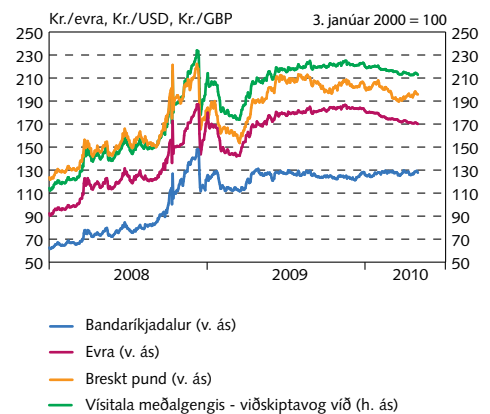
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7  
Langtímavaxtamunur<sup>1</sup>  
Daglegar tölur 27. febrúar 2008 - 30. apríl 2010



1. Munur milli ávöxtunar RÍKB 19 og 10 ára þýska ríkisskuldabréfa.  
Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8  
Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum  
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 30. apríl 2010

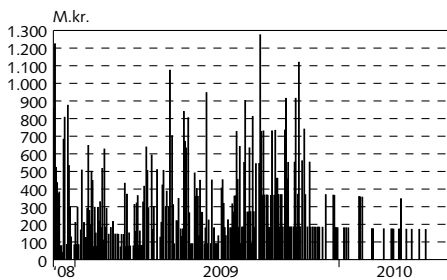


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Velta á gjaldeyrismarkaði

Daglegar tölur 4. desember 2008 - 30. apríl 2010

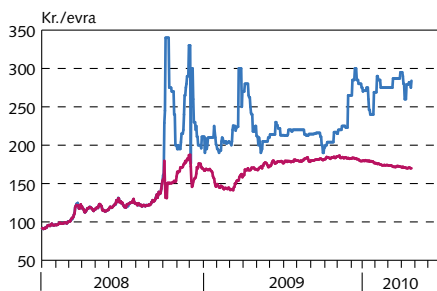


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Gengi krónu gagnvart evru

Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 30. apríl 2010



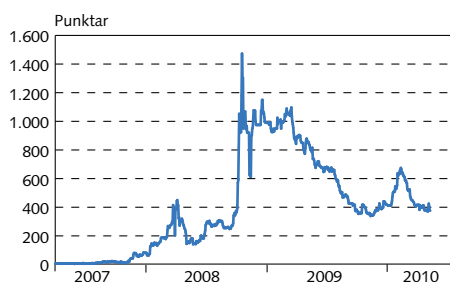
— Erlendis  
— Innanlands¹

1. Gengi innanlands er lokagengi dagsins.  
Heimild: Reuters.

Mynd III-11

Skuldatryggingarálag ríkisins

Daglegar tölur 28. mars 2007 - 30. apríl 2010



Heimild: Bloomberg.

### Gengi krónunnar hefur hækkað

Miðað við þrönga viðskiptavog hefur gengi krónunnar hækkað um 3½% frá útgáfu síðustu *Peningamála* í janúar. Þar af hefur krónan styrkst um tæplega 6% gagnvart evru og pundi en er óbreytt gagnvart Bandaríkjadal. Þessi styrking hefur orðið án nokkurra inngrípa Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði en bankinn hefur ekki átt viðskipti á þeim markaði frá því snemma í nóvember í fyrra. Hert eftirlit með gjaldeyrishöftum skýrir þessa þróun að miklu leyti. Þó eru aðrir þættir sem einnig kunna að hafa lagst á sveif með krónunni. Viðskiptakjör hafa batnað á árinu og afgangur af vöruskiptum við útlönd aukist (sjá umfjöllun í köflum II og VII).

Innstæður á gjaldeyriseikningum í bankakerfinu hafa haldist nokkuð stöðugar síðustu mánuði. Fyrirtæki eru því ekki að safna erlendum gjaldeyri. Bati á viðskiptum við útlönd ætti því að styðja við gengi krónunnar. Velta á gjaldeyrismarkaði hefur hins vegar verið með minnsta móti frá áramótum sem bendir til að hægfara styrking krónunnar undanfarið geti reynst brothætt. Veltan á fyrsta fjórðungi ársins nam 3,5 ma.kr. samanborið við 16 ma.kr. á fjórða fjórðungi síðasta árs og 11,4 ma.kr. á sama tíma fyrir ári.

Gengi krónunnar á aflandsmarkaði hefur heldur veikst frá útgáfu *Peningamála* í janúar og hafa viðskipti farið fram á genginu 260-290 kr. á móti evru og endurspeglar sú þróun í meginatriðum harðari framfylgd gjaldeyrishafta. Þróunina á aflandsmarkaði þarf þó að túlka með varúð því viðskipti eru mjög fátíð og eru vísbendingar um að enn frekar hafi dregið úr þeim á undanförunum mánuðum.

### Vaxtaálag á skuldbindingar ríkissjóðs enn hátt

Eins og kemur fram hér að ofan hefur skuldatryggingarálag á ríkissjóð til fimm ára að undanförmu verið í grennd við 3,8 prósentur. Þróun álagsins hefur að sumu leyti verið í takt við þróun álags á ríkissjóði þeirra landa sem talin eru hafa farið verst út úr fjármálakreppunni eða sem eru mjög skuldsettir (sjá mynd III-12). Álagið fór lækkanði á síðari hluta síðasta árs og var nálægt 3,5 prósentum áður en Icesave-lögunum svokölluðu var synjað staðfestingar af forseta Íslands. Í kjölfarið lækkaði láns hæfismatsfyrirtækið Fitch láns hæfismat ríkisins niður fyrir fjárfestingarflokk og aðrir breyttu horfunum í neikvæðar. Þetta endurspeglar mat þessara aðila á áhrifum tafa á framgangi efnahagsáætlunar stjórnvalda í samvinnu við Alþjóðgjaldeyrissjóðinn. Í kjölfarið fór skuldatryggingarálagið hæst í 6,75 prósentur. Síðan þá hefur álagið heldur lækkað og er nú um 3,8 prósentur eins og fyrr segir. Þessi þróun endurspeglar einnig að hluta alþjóðlega þróun, þ.e. aukna bjartsýni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum þegar líða tók á síðasta ár og aukinn ótta síðustu vikur við að skuldsettir ríkissjóðir gætu ekki staðið við skuldbindingar sínar, t.d. ríkissjóður Grikklands. Áhrif þessa óróleika á skuldatryggingarálag íslenska ríkissjóðsins hefur þó verið takmarkað fram að þessu.

### Annað eignaverð

Frá hruni bankanna hefur innlendir hlutabréfamarkaður leikið mun minna hlutverk en áður enda var vægi bankanna og annarra fjármálafyrirtækja á hlutabréfamarkaði mjög mikið fyrir fall þeirra. Úrvalsvisitalan (OMX16) stóð í 962 stigum fyrir þessa útgáfu

*Peningamála*, sem er 19% hærra en í ársbyrjun og 46% hærra en fyrir ári. Þar sem fyrirtækin í vísitölunni eru afar fá og stór hluti þeirra starfar erlendis er hins vegar varasamt að túlka þessa þróun sem merki um almennan viðsnúning í innlendum atvinnurekstri.<sup>1</sup>

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu, miðað við vísitölu íbúðaverðs Fasteignaskrár ríkisins, hefur haldið áfram að lækka á undanföllum mánuðum þrátt fyrir að hækkun hafi mælst í einstaka mánuðum. Frá því að íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu fór hæst að nafnvirði í janúar 2008 hafði það lækkað um 15% í mars sl. og um tæp 35% að raunvirði frá október 2007. Raunverð íbúða er nú lægra en það var áður en viðskiptabankarnir hófu að veita lán til húsnæðisakaupa haustið 2004 sé staðvirk með vísitölu neysluverðs (sjá nánari umfjöllun í rammagrein III-1).

Verðþróun atvinnuhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu ber þess merki að mikið hefur verið fjárfest í slíku húsnæði á undanföllum árum ásamt því að eftirspurn hefur dregist verulega saman frá hrúni bankanna. Fjöldi þinglýstra kaupsamninga og velta með atvinnuhúsnæði hefur þannig dregist mikið saman og verð atvinnuhúsnæðis hefur lækkað um tæp 52% að raunvirði frá því það náði hámarki á fyrsta fjórðungi 2008. Miðað við það framboð sem til er af atvinnuhúsnæði má ætla að enn sé talsvert í að jafnvægi skapist á þessum markaði. Hins vegar hefur fjöldi leigusamninga ekki dregist saman í sama mæli og fjöldi kaupsamninga. Aukið vægi leigusamninga kann þannig, að hluta til, að vera til komið vegna skerðingar veðhæfis eigna fyrirtækjageirans sem varð í kjölfar bankahrunsins.

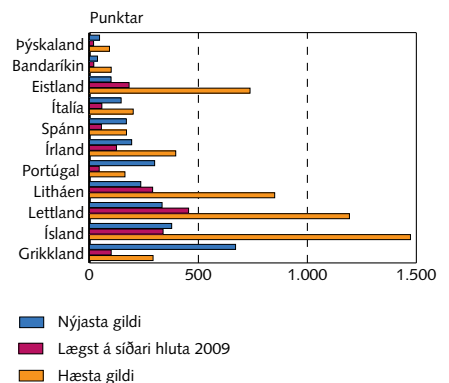
### Fjármálaleg skilyrði einkageirans enn erfið

Útlánsvextir viðskiptabanka, íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða hafa í meginatriðum lækkað í takt við lækkun vaxta Seðlabankans. Að frá töldum annars vegar íbúðalánnum íbúðalánasjóðs og sjóðsfélagalánnum lífeyrissjóða hins vegar, liggja ekki fyrir ítarleg gögn um útlánaþróun. Benda þær upplýsingar sem þó liggja fyrir til að útlánastarfsemi sé enn með minnsta móti. Það er í samræmi við lítil umsvif á fasteignamarkaði sem bæði má sjá í lítilli veltu og fáum þinglýstum samningum.

1. Félögin í OMXI6-vísitölunni eru Marel Food Systems hf., Össur hf., Bakkavör Group hf., BankNordik p/f (áður Föroya Banki p/f), p/f Atlantic Airways og Atlantic Petroleum p/f.

Mynd III-12

Þróun skuldtryggingarálags nokkurra ríkja<sup>1</sup>



1. Hæsta gildi skuldtryggingarálags íslenska ríkisins er frá október 2008 en hæstu gildi annarra ríkja eru frá tímabilinu febrúar - mars 2009. Heimild: Bloomberg.

Fasteignaverð hefur lækkað töluvert frá ársbyrjun 2008. Velta hefur verið sú minnsta í langan tíma og hlutfall makaskiptasamninga af heildarveltu hátt. Húsnæðisverð á höfuðborgarsvæðinu hefur lækkað um rúmlega 15% samkvæmt vísitölu Fasteignaskrár Íslands frá því að það náði hámarki í janúar 2008. Raunverð húsnæðis hefur lækkað um tæplega 35% frá hápunkti þess í október 2007. Í mars síðastliðnum var 80% færri samningum þinglýst samanborið við október 2004 þegar fjöldi þeirra náði hámarki rétt eftir innkomu viðskiptabankanna á fasteignalánamarkaðinn. Óvissa varðandi mælingu íbúðaverðs er meiri nú en venjulega vegna fárra kaupsamninga. Um þetta var fjallað í *Peningamálum* í nóvember sl. Því er líklegt að þær vísitölur sem byggðar eru á við mælingu fasteignaverðs nái ekki að bregða upp mynd af verðþróuninni eins og hún er í reynd.

Í grunnspá Seðlabankans er gert ráð fyrir áframhaldandi lækkun húsnæðisverðs út næsta ár. Hluti þessarar lækkunar hefur líklega

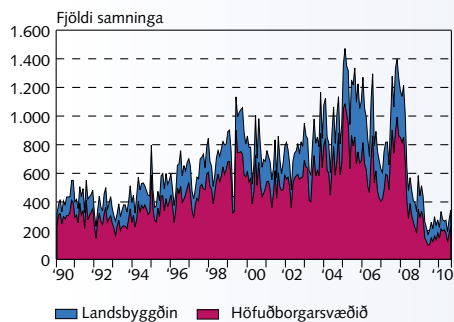
### Rammagrein III-1

## Þróun á fasteignamarkaði

Mynd 1

Velta á fasteignamarkaði

Miðað við kaupdag eignar



Heimild: Fasteignaskrá Íslands.

Mynd 2

Makaskiptasamningar sem hlutfall af heildarveltu

Íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæðinu



Heimild: Fasteignaskrá Íslands.

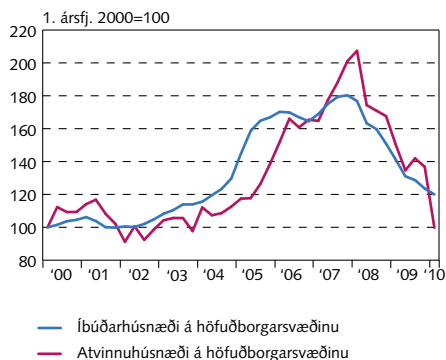
Þegar komið fram í reynd þótt hennar gæti af ýmsum ástæðum ekki enn í húsnæðisverðsvisitölum. Verð fasteigna mælist enn hátt í makaskiptasamningum þar sem greiðslan sem samið er um á milli aðila virðist skipta máli fremur en verð eignanna. Fæð samninga hefur í för með sér að Fasteignaskráin hefur þurft að miða við margra mánaða gamla kaupsamninga í sumum flokkum húsnæðis, sem tefur fyrir því að raunveruleg lækkun fasteignaverðs mælist í vísitölunni, en þótt velta sé enn í sögulegu lágmarki hefur hún aukist að undanfögnu. Síðastliðna þrjá mánuði var 38% fleiri samningum þinglýst á höfuðborgarsvæðinu en á sama tímabili fyrir ári. Verðvísitölur munu að öllum líkindum endurspeglar betur þær verðlækkningar sem eiga sér stað á markaði eftir því sem velta eykst.

Velta á fasteignamarkaði mun líklega ekki aukast að ráði fyrr en heimilin öðlast meiri vissu um fjárhagslega stöðu sína og aðstæður á vinnumarkaði og framtíðartekjuhorfur batna. Úrræði stjórnvalda og aðgerðir bankanna til að koma til móts við heimilin hafa að einhverju leyti dregið úr þeirri óvissu sem ríkt hefur.

Mynd III-13

Húsnæðisverð á höfuðborgarsvæðinu - raunverð

1. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2010



Heimildir: Fasteignaskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Fjármáaleg skilyrði heimila eru enn erfið og hefur þróun eiginfjár þeirra í húsnæði ásamt takmörkun á hámarks veðlánahlutföllum skert aðgang þeirra að lánsfé umtalsvert. Þrátt fyrir það eru nokkur atriði sem hafa bætt fjármáaleg skilyrði heimila. Skammtímavextir og íbúðalánavextir hafa lækkað og gripið hefur verið til ýmissa úrræða sem bæta stöðu skuldsettra heimila, t.d. greiðsluþjófning og höfuðstólsleiðréttingar. Þar að auki hafa vaxtabætur verið hækkaðar verulega og álag á vexti Seðlabankans sem ákvarðar dráttarvexti verið lækkað með lagabreytingu.

Fjármáaleg skilyrði fyrirtækja eru einnig erfið, þó einn viðskiptabankanna hafi nýlega boðið fyrirtækjum lækkun höfuðstóls erlendra lána sem hluta af endurskipulagningu skulda þeirra, að nokkrum skilyrðum uppfylltum. Nafnvaxtastigið gerir veltufjármagn tiltölulega dýrt, þótt á móti komi að raunvaxtastigið er töluvert lægra vegna þeirrar verðbólgu sem enn er til staðar og horfur eru á næstu misseri. Stuðningur vaxtastigsins við gengi krónunnar veitir fyrirtækjum sem skuldsett eru í erlendum gjaldmiðlum einnig skjól á meðan endurskipulagning efnahags þeirra stendur yfir og vegur þannig á móti hamlandi áhrifum vaxtastigsins. Aðgengi að lánsfé í fjármálakerfinu er einnig erfitt. Efnahagslæggðin og almenn óvissa um útlánagæði og efnahagshorfur eru til þess fallnar að draga úr vilja banka til að veita lán. Rýrari veð leggjast á sömu sveif. Þessu til viðbótar hefur tekið langan tíma að ljúka endurskipulagningu nýju bankanna og efnahags-

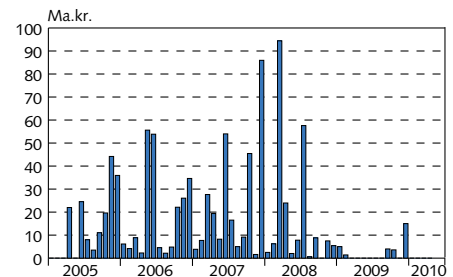
reikninga þeirra en það hefur tafið enn frekar að útlánastarfsemi þeirra komist í eðlilegt horf. Geta og vilji fyrirtækja til að sækja sér nýtt lánsfé til frekari fjárfestinga og athafna er einnig af skornum skammti. Að hluta til eru það eðlileg viðbrögð við efnahagskreppunni þar sem óvissa um framtíðarhorfur er mikil. Þar að auki hefur mikil offjárfesting í sumum atvinnugreinum í aðdraganda fjármálakreppunnar gert það að verkum að mikil umframframleiðslugeta er víða í þjóðarbúskapnum sem dregur úr vilja til fjárfestingar. Þessi þróun er einnig í samræmi við reynslu annarra ríkja í kjölfar fjármálakreppu þar sem útlánavöxtur hefur verið afar hægur.

Aðgangur að markaðsfjármögnun hefur einnig verið erfiður fyrir innlend fyrirtæki. Fjárfestar hafa í miklu mæli leitað í öruggt skjól ríkis-tryggðra bankainnlána og ríkisskuldabréfa og svigrúm fyrirtækja til útgáfu markaðsverðbréfa því verið afar takmarkað. Þetta á sérstaklega við þar sem staða fjölda fyrirtækja og rekstrargrundvöllur er í mörgum tilfellum óljós og því má búast við að áhættuálag á fyrirtækjabréf hafi hækkað verulega. Ber takmörkuð skuldabréfaútgáfa annarra aðila en ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs vott um þetta, en sjá má á mynd III-14 að slík útgáfa hefur verið með allra minnsta móti frá falli bankanna.

Mynd III-14

Útgefin fyrirtækjaskuldabréf<sup>1</sup>

Janúar 2005 - apríl 2010



1. Útgefin skuldabréf að nafnvirði í hverjum mánuði.  
Heimild: Kauphöll Íslands.

Stærð og samsetning efnahagsreikninga seðlabanka víða um heim tóku stakkaskiptum í alþjóðlegu fjármálakreppunni. Þeirrar þróunar gætti einnig hér á landi, jafnvel fyrr og í meira mæli en víðast hvar annars staðar. Í þessari rammagrein er stuttlega fjallað um ástæður þess að efnahagsreikningar seðlabanka breyttust með jafn róttækum hætti og raun ber vitni auk þess sem framvindunni hér á landi eru gerð skil. Loks er litið á mögulega hættu á aukinni verðbólgu vegna þessara breytinga, bæði í alþjóðlegu samhengi og hér á landi. Eitt af því sem dregur úr slíkri áhættu hér er sú staðreynd að væntanleg sala Seðlabankans á eignum sem bankinn yfirtók í kjölfar fjármálakreppunnar muni minnka efnahagsreikning bankans að nýju.

**Hvers vegna stækkuðu efnahagsreikningar seðlabanka í kreppunni?**

Við eðlileg skilyrði ákvarða seðlabankar vexti sína og haga markaðsaðgerðum þannig að laust fé í umferð sé með þeim hætti að markaðsvextir séu í samræmi við vexti seðlabanka. Markaðsaðgerðirnar hafa áhrif á eignir og skuldir seðlabanka sem skráðar eru í efnahagsreikninga þeirra. Við krefjandi skilyrði á borð við þau sem ríktu í alþjóðlegu fjármálakreppunni þurftu seðlabankar að grípa til umfangsmeiri aðgerða sem tóku mið af lausafjárskorti fjármálastofnana og aðsteðjandi vanda fjármálakerfisins. Slíkum aðgerðum fylgir gjarnan að eignir og skuldir seðlabanka aukast verulega þar sem lánveitingar og kaup á skuldabréfum aukast. Stækkun efnahagsreiknings seðlabanka í kjölfar fjármálaáfalls er ekki ný af nálinni en aðgerðirnar nú eru á heildina litið umfangsmeiri en áður hefur þekkt. Þær voru líka alþjóðlegri en áður (sjá t.d. Alessandri og Haldane, 2009).

Viðbrögð seðlabanka við fjármálakreppunni byggðust í ríku mæli á því að breyta samsetningu eigna og skulda til að koma í veg fyrir hrun eignaverðs og rýmka fjármögnunarskilyrði fjármálastofnana, einkaaðila og hins opinbera. Seðlabankar komu þannig í veg fyrir að mikilvægir markaðir lokuðust algerlega og unnu á móti snarpri hækkun áhættuálags. Seðlabankar gegndu því í auknum mæli því mikilvæga hlutverki að tryggja aðgengi að lánsfé þegar hinir hefðbundnu farvegir um lánsfjármarkaði og lánastofnanir fóru úr skorðum (sjá t.d. Borio og Disyata, 2009).

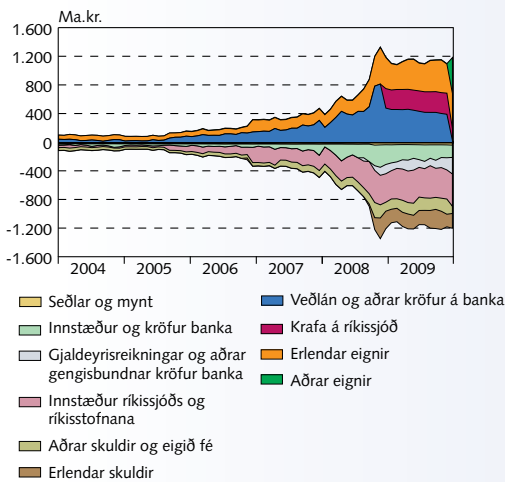
Rammagrein III-2

Stækkun efnahagsreikninga seðlabanka í fjármálakreppunni

Mynd 1

Efnahagsreikningur Seðlabanka Íslands

Janúar 2004 - desember 2009

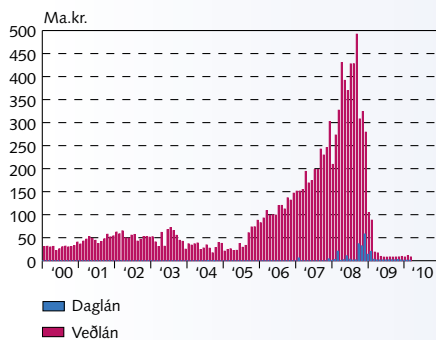


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Daglán og veðlán Seðlabanka Íslands

Janúar 2000 - mars 2010

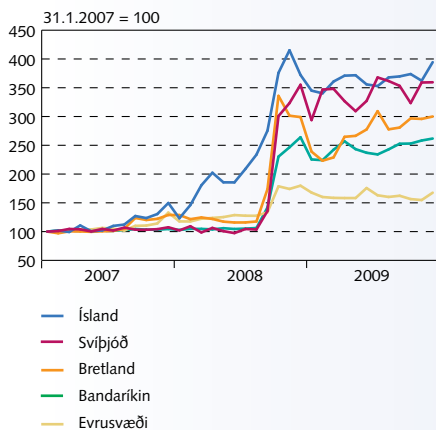


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Efnahagsreikningar seðlabanka

Janúar 2007 - desember 2009



Heimild: Reuters Ecowin.

Þetta geta seðlabankar gert með ýmsum hætti. Í fyrsta lagi geta þeir beint aðgerðum sínum að bankakerfinu og boðið fjármála- stofnunum hagstæðari kjör en ríkja á hefðbundnum lánsfjármörku- uðum, t.d. millibanka-, peninga- eða skuldabréfamörkuðum. Hér kemur fleira til en eingöngu vaxtakjörin því að líftími lána, veðkröf- ur, verðmat veða og gjaldmiðlasamsetning skipta einnig miklu máli. Dugi lánaþyrirgreiðsla ekki getur komið til eiginfjárfraglag frá hinu opinbera eins og dæmi eru um úr kreppunni. Í öðru lagi geta að- gerðir beinst að öðrum fjármálaþyrirtækjum og einkaaðilum. Seðla- banka geta t.d. lánað einkaaðilum beint eða fjölgað fjármálaþyrir- unum sem hafa aðgengi að lánsfjármögnun seðlabanka. Í þriðja lagi geta aðgerðir þeirra beinst að starfsemi mikilvægra lánsfjármark- aða og geta t.d. falist í kaupum á torskjallegum skuldabréfum eða ábyrgðarveitingum til lykilaðila á markaði. Í fjórða lagi geta aðgerðir seðlabanka beinst að hinu opinbera, t.d. með kaupum á ríkisskulda- bréfum til þess að lækka vexti og vaxtaálag sem hefur um leið áhrif á eignaverð og fjármála- leg skilyrði einkaaðila (sjá t.d. grein Seðla- banka Evrópu frá 2009 og Cross, 2010).

Það er ekkert því til fyrirstöðu að hið opinbera geti gripið til ofangreindra stuðningsaðgerða og því er eðlilegt að skoða efna- hagsreikning hins opinbera og seðlabanka sem eina heild þegar litið er til aðgerða af þessu tagi. Þetta stafar af því að fjármögnun að- gerðanna getur hvort heldur er falist í auknum skuldum seðlabanka, t.d. með auknum innstæðum fjármálaþyrir- unum, eða aukinni útgáfu ríkisskulda- bréfa. Grundvallaratriðið í öllum stuðningsaðgerðunum sem nefndar voru hér að framan er að verið er að skiptast á eignum sem eru ólíkar að gerð að því er varðar seljanleika og lánsfjáráhættu. Hið opinbera eða seðlabankar eru þannig að draga úr áhættu í fjár- málakerfinu eða meðal einkaaðila með því að færa hana að hluta yfir á sig í því augnamiði að auðvelda fjármögnunarskilyrði og auka virkni fjármálakerfisins. Efnahagur seðlabanka stækkar af þessum völdum og veruleg aukning í innstæðum banka hjá seðlabanka er fylgifiskur þessarar stækkunar. Það getur reynst áhættusamt að færa áhættu yfir á seðlabanka og hið opinbera með þessum hætti, eins og reynsla Íslands er glögg dæmi um, og skiptir því miklu að búa svo um hnútana að fjármála- legri áhættu sem þessum aðgerðum fylgir sé haldið í lágmarki eftir því sem kostur er og að hún sé viðráðanleg (sjá Borio og Disyata, 2009, og kafla 4.5.5 og 7.6.1 í skýrslu Rannsókn- arnefndar Alþingis). Auk þess getur verulegur freistnivandi skapast ef álitíð er að stjórnvöld muni ætíð koma mikilvægum fjármálaþyrir- unum til bjargar og því er mikilvægt að leita leiða til að draga einnig úr þeim vanda (sjá Tarullo, 2009, og Tucker, 2010).

**Stækkun efnahagsreiknings Seðlabanka Íslands í aðdraganda fjármálakreppunnar**

Efnahagsreikningur Seðlabanka Íslands stækkaði ört samfara veru- legri stækkun bankakerfisins (sjá mynd 1). Í lok árs 2004 var reglum um veðhæf bréf í viðskiptum við Seðlabankann breytt og fjármála- stofnunum m.a. gert kleift að leggja óverðtryggð skuldabréf útgefin af innlendum fjármálaþyrirtækjum fram sem veð í slíkum viðskiptum.<sup>1</sup> Í framhaldinu jókst útgáfa banka á óverðtryggðum bréfum og veðlán Seðlabankans jukust sömuleiðis.

1. Í reglum um viðskipti lánastofnana við Seðlabanka Íslands segir:

„Hæf verðbréf í endurhverfum viðskiptum Seðlabankans eru innstæðubréf bankans, rafrænt skráð spariskírteini ríkissjóðs, ríkisbréf, ríkisvixlar, íbúðabréf, húsbref og húsnæðisbréf, svo og skuldabréf sem gefin eru út í íslenskum krónum og uppfylla eftirfarandi skilyrði: (a) Útgefið markaðsvirði flokks sé yfir 3 ma.kr. og staðfest sé að það magn hafi selst; (b) Útgefandi hafi lánsþæfismat frá einhverju þriggja matsþyrirtækja; Standard & Poor's, Moody's eða Fitch og langtímalánsþæfiseinkunn A- eða betra miðað við matskerfi Standard & Poor's og Fitch og A3 eða betra hjá Moody's; (c) Bréfin hafi viðskiptavaka hjá Kauphöll Íslands hf. eða sambærilegri stofnun.



Í kjölfar þess að alþjóðleg lánsfjárskilyrði þrændust upp úr miðju ári 2007 voru í þriggung gerðar breytingar á reglum um veðlánaviðskipti til þess að auka aðgengi innlendra fjármálastofnana að lánsfé. Umfang veðlana jókst ört og náði hámarki í tæplega 500 ma.kr. á haustmánuðum 2008. Stækkun efnahagsreiknings Seðlabankans í aðdraganda bankahrunsins má því að verulegum hluta rekja til aukinnar fjárfyrirgreiðslu í kjölfar aukins lausafjávanda innlendra fjármálafyrirtækja. Eins og sjá má á mynd 3 byrjaði efnahagsreikningur Seðlabankans mun fyrr að stækka en hjá öðrum seðlabönkum enda hófst vandinn nokkru fyrr hér en víðast annars staðar. Stækkun efnahagsreiknings Seðlabankans á sér jafnframt vart hliðstæðu í öðrum þróuðum ríkjum. Eignir bankans fóru úr því að vera um 30% af vergri landsframleiðslu í upphafi ársins 2008 í um 80% af landsframleiðslu í lok þess árs (sjá mynd 4). Jafnvel þegar tekid er tillit til stærðar fjármálakerfisins í aðdraganda hrunsins má sjá að efnahagsreikningur Seðlabankans var hlutfallslega umfangsmeiri en efnahagur bandaríska, breska og evrópska seðlabankanna þegar þeir náðu hámarksstærð (sjá mynd 5).

### Stækkun efnahagsreiknings Seðlabanka Íslands í kjölfar bankahrunsins

Í kjölfar bankahrunsins varð Seðlabankinn stór kröfuhafi gagnvart innlendum fjármálafyrirtækjum vegna krafna sem tryggðar eru með veðum af ýmsum toga. Þá töpuðust veðlán með veðum í bankabréfum, en til að mæta hluta taps Seðlabankans varð samkomulag um að ríkissjóður keypti hluta veðlánastöðu Seðlabankans sem greidd verður með verðtryggðu skuldabréfi. Efnahagur Seðlabankans hefur því haldist umfangsmikill eftir fall bankanna þrátt fyrir að hefðbundin veðlánaviðskipti hafi nánast algerlega lagst af, eins og mynd 2 sýnir. Kröfurnar á innlend fjármálafyrirtæki hafa nýlega verið fluttar í sérstakt dótturfélag Seðlabankans. Leitast verður við að hámarka virði þeirra eigna og koma þeim í verð þegar markaðsaðstæður leyfa. Efnahagur þessa dótturfélags bankans nam um 42% af heildarefnahag Seðlabankans í lok síðasta árs þegar eignir þess námu 491 ma.kr. Stækkun gjaldeyrisvarafordans, sem er liður í efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, hefur enn fremur aukið umfang efnahags bankans.

Innstæður fjármálastofnana hjá Seðlabankanum jukust verulega samfara stækkun efnahagsreikningsins og um skeið var veruleg ofgnótt lausafjár í bankakerfinu eftir bankahrunið sem lækkaði markaðsvexti niður fyrir æskilegt aðhaldsstig peningastefnunnar. Í kjölfar útgáfu innstæðubréfa skapaðist hins vegar meira samræmi á milli markaðsvaxta og vaxta Seðlabankans.

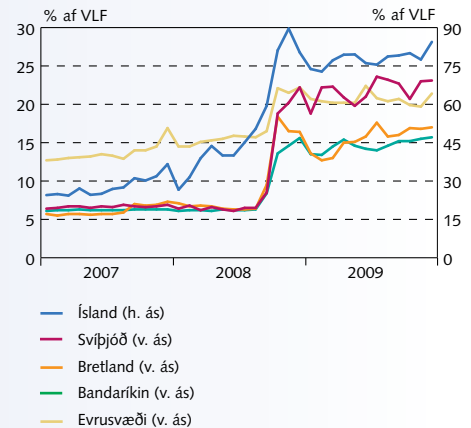
### Mikil aukning peningamagns í umferð hefur fylgt stækkun efnahagsreiknings seðlabanka

Með einföldum hætti má segja að þegar seðlabanki lánar viðskiptabanka fé leggur hann andvirðið inn á reikning bankans í seðlabankanum. Viðskiptabankinn getur síðan notað þetta fé til að lána áfram almenningi og lækkað útlánsvexti til að auka vilja lántaka til að taka ný lán. Peningamagn í umferð eykst og í kjölfarið ættu efnahagsumsvif að aukast að öðru óbreyttu og verðbólguþrýstingur því að verða meiri en ella.

Það er því eðlilegt að margir velti fyrir sér hvort stórauðnar innstæður viðskiptabanka í seðlabönkum í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar muni skila sér í verulega auknum lánveitingum sem að lokum kyndi undir verðbólgu. Því er jafnvel bætt við að þar sem skuldir hins opinbera hafi aukist víðast hvar vegna kreppunnar muni gæta aukins þrýstings á að seðlabankar slaki á í baráttunni gegn verðbólgu. Á móti kemur reyndar að mikil stækkun efnahagsreikninga seðlabanka endurspeglar að stórum hluta fyrrnefndar bráða-

Mynd 4

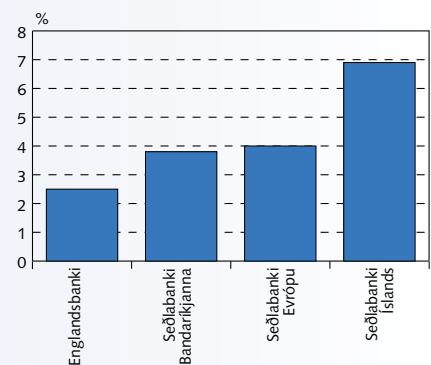
Eignir seðlabanka í hlutfalli af landsframleiðslu  
Janúar 2007 - desember 2009



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd 5

Hámarksstærð seðlabanka í hlutfalli við stærð fjármálakerfisins í fjármálakreppunni<sup>1</sup>

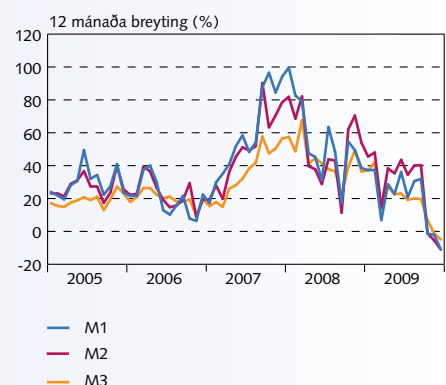


1. Hámarks umfang heildareigna seðlabanka á tímabilinu 2008-9 í hlutfalli við stærð fjármálakerfis á árinu 2008. Byggt er á mati á stærð fjármálakerfisins á Íslandi um mitt ár 2008.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Englandsbanki, Seðlabanki Evrópu, Seðlabanki Íslands.

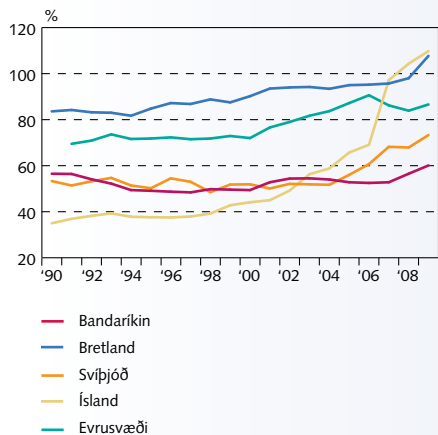
Mynd 6

Vöxtur peningamagns  
Janúar 2005 - desember 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7  
Peningamagn sem hlutfall af VLF  
1990 - 2009<sup>1</sup>



1. Miðað er við M3 þar sem það á við en M2 í öðrum tilvikum.  
Heimild: Reuters EcoWin.

aðgerðir þeirra í kjölfar fjármálakreppunnar og óvissunnar í kjölfar hennar sem m.a. hefur komið fram í mikilli aukningu eftirspurnar eftir innstæðum í seðlabönkum (sjá t.d. Keister og McAndrews, 2009). Peningamagn í umferð hefur því ekki vaxið með sama hætti og stækkun efnahagsreiknings seðlabanka gæti gefið til kynna. Flestir seðlabankar greiða ennfremur vexti af innstæðum fjármálastofnana og geta því haft áhrif á þann hvata sem þær hafa til að lána hluta af innstæðum áfram til viðskiptavina sinna. Verðstöðugleika þarf því ekki að stafa sama ógn af auknum innstæðum og ætla mætti út frá einföldum hagfræðilíkönunum.

Eins og sjá má á mynd 6, var vöxtur peningamagns orðinn óhóflegur löngu fyrir fjármálakreppuna og var ítrekað fjallað um þá ógn sem af þessum vexti gæti stafað fyrir langtímaverðstöðugleika í fyrri heftum *Peningamála*. Vöxtur peningamagns varð hins vegar gríðarlegur í kjölfar fyrrnefndra lausafjáraðgerða Seðlabankans. Þar fór einnig saman mikill flótti fjárfesta úr ýmsum tegundum fjárfestingar, eins og hlutabréfa, í ríkistryggðar bankainnstæður. Frá bankahrúninu hefur hins vegar smám saman dregið úr vexti peningamagns og síðustu mánuði hefur það tekið að dragast saman.

### Seðlabankar þurfa að vinda ofan af stækkun efnahagsreikninga sinna

Þótt verðstöðugleika þurfi enn sem komið er ekki að stafa ógn af mikilli stækkun efnahagsreiknings seðlabanka er hættu á að til lengri tíma muni hún valda auknum verðbólguþrýstingi. Verkefni seðlabanka víða um heim er því að vinda ofan af stuðningsaðgerðum sínum í takt við efnahagsbatann en tryggja um leið verðstöðugleika. Efnahagsreikningar þeirra munu því minnka á nýjan leik þótt þeir verði um nokkurt skeið stærri en fyrir kreppu, t.d. vegna vilja fjármálastofnana til að vera með styrkari lausafjárstöðu.

Hér á landi er líklegt að stærð gjaldeyrisvaraforðans muni halda uppi stærð efnahags Seðlabankans á næstu árum. Sala á eignum Seðlabankans í framtíðinni mun hins vegar á móti minnka efnahag bankans og auðvelda honum að stýra lausu fé í umferð með verðbólguþrýstingi í huga.

### Heimildaskrá

- Alessandri, P., og A. G. Haldane (2009), „Banking on the state“, Englandsbanki, nóvember 2009.
- Borio, C., og P. Disyata (2009), „Unconventional monetary policy: an appraisal“, BIS Working Papers, nr. 292.
- Cross, M., (2010). „The Bank's balance sheet during the crisis“, *Bank of England Quarterly Bulletin* 2010 Q1, 34-42.
- Keister, T., og J. J. McAndrews (2009), „Why are banks holding so many excess reserves“, Federal Reserve Bank of New York *Current Issues in Economics and Finance*, 15. desember 2009.
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2010), *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir*.
- Seðlabanki Evrópu (2009), „Recent developments in the balance sheets of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of Japan“, *ECB Monetary Bulletin*, október 2009, 81-94.
- Tarullo, D. K., (2009), „Confronting too big to fail“, ræða frá 21. október 2009.
- Tucker, P., (2010), „Resolution of large and complex financial institutions: The big issues“, ræða frá 19. mars 2010.

## IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Það hillir undir lok dýpsta samdráttarskeiðs sem þjóðarbúskapurinn hefur gengið í gegnum á lýðveldistímanum. Gert er ráð fyrir að efnahagsbati hefjist upp úr miðju ári eftir u.þ.b. tveggja og hálfis árs samdráttarskeið. Búist er við að batinn verði hægur og horfur eru óvissar. Sveigjanleiki efnahagslífsins hefur varið þjóðarbúskapinn fyrir frekari ágjöf af völdum banka- og gjaldmiðilshrunsins, þótt heimili, fyrirtæki og hið opinbera hafi orðið fyrir þungum búsisfjum og svigrúm stjórnvalda til stuðningsaðgerða hafi verið af skornum skammti. Aðlögun eftirspurnar að lægra tekjustigi hefur verið snörp en einkaneysla virðist hafa náð nokkurri fótfestu á meðan viðsnúningur í fjárfestingu virðist heldur fjarlægari en vonir stóðu til. Þegar hagvöxtur á Íslandi er borinn saman við hagvöxt í öðrum ríkjum sést að samdrátturinn hér er bæði meiri og langvinnari en meðal flestra annarra iðnríkja enda svigrúm stjórnvalda til að bregðast við samdrættinum minna hér á landi en víðast hvar. Mjög erfitt er að meta framleiðslugetu hagkerfisins um þessar mundir og spá fyrir um framtíðina. Þar skiptir miklu hvernig til tekst með endurskipulagningu á efnahag innlendra aðila og að koma í veg fyrir frekara tap á mannaúði t.d. með því að hindra að umfangsmikið langtímaatvinnuleysi festi hér rætur. Samkvæmt grunnspánni mun framleiðslugetan þó halda áfram að dragast saman fram undir miðbik næsta árs og er gert ráð fyrir að um 5% af framleiðslugetu hafi tapast varanlega í kjölfar fjármálahrunsins.<sup>1</sup>

### Snörp og erfið aðlögun á sér stað í þjóðarbúskapnum ...

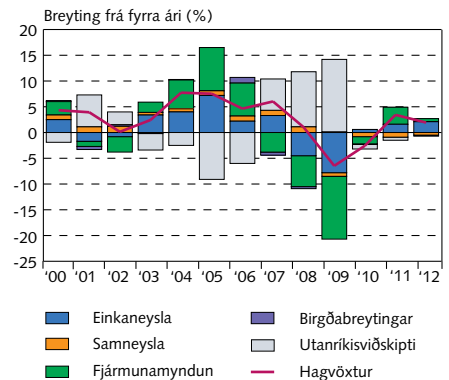
Í uppsveiflunni á árunum fyrir bankahrun reyndi verulega á þanþol efnahagslífsins. Þrátt fyrir umtalsverðan sveigjanleika í þjóðarbúskapnum, sem birtist m.a. í hækkan raungengis krónunnar sem beindi eftirspurn út úr landinu og miklum vexti vinnuafslsframboðs sem blés tímabundið auknu lífi í framleiðslugetuna, m.a. fyrir tilstuðlan mikils flutnings fólks hingað til lands, stóðust fjármálakerfið og efnahagslífið á endanum ekki áraunina. Efnahagsreikningar banka og fyrirtækja voru stærri en efnahagslífið gat staðið undir við verulega þrengri fjármögnunarskilyrði en ríktu á árunum á undan. Skyndileg og erfið aðlögun hefur því þurft að eiga sér stað á eftirspurn, framleiðslugetu, innlendu kostnaðarstigi og stærð innlendra efnahagsreikninga. Einkaneysla og fjárfesting, sem voru megindrífkraftar hagvaxtarins á uppsveiflutímabilinu, hafa dregist verulega saman og atvinnuleysi er í sögulegu hámarki. Fjöldi fjármálastofnana og fyrirtækja hefur farið í þrot eða þarf að ganga í gegnum verulega endurskipulagningu á efnahag og rekstri, auk þess sem líklegt er að tæplega fjórðungur heimila glími við greiðsluferfiðleika.<sup>2</sup>

1. Ítarlegra talnaefni um þjóðhagsspána er að finna í Viðauka 1 á bls. 67.

2. Sjá t.d. Karen Á. Vignisdóttir og Þorvarður Tjörvi Ólafsson, (2010), „Hvernig hefur staða heimila breyst undanfarin misseri og hverju fá aðgerðir í þágu heimila áorkað?“, erindi flutt á málstofu í Seðlabanka Íslands 12. apríl 2010 (<http://www.seðlabanki.is/?-PageID=13&NewsID=2429>).

Mynd IV-1

Hagvöxtur og framlag undirliða 2000-2012<sup>1</sup>

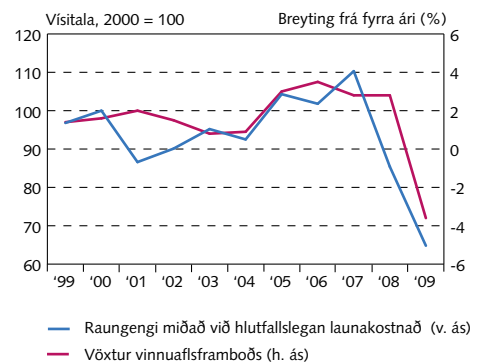


1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

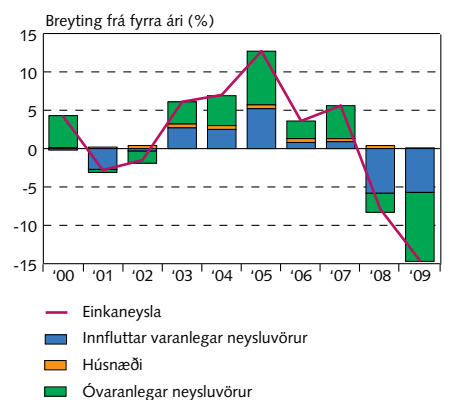
Raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað og þróun vinnuafslsframboðs 1999-2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

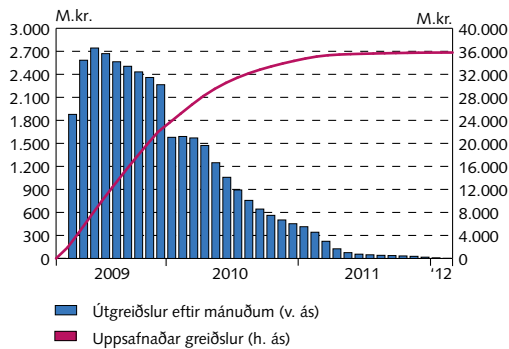
Mynd IV-3

Þróun einkaneyslu og framlag undirliða 2000-2009



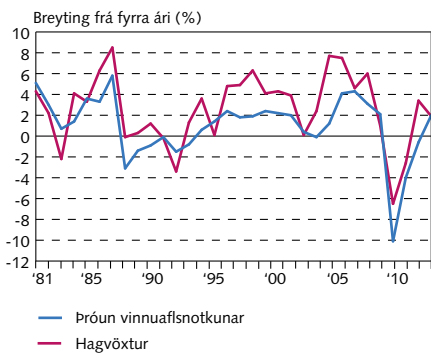
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4  
Útgreiðslur úr frjálsum séreignasparnaði<sup>1</sup>



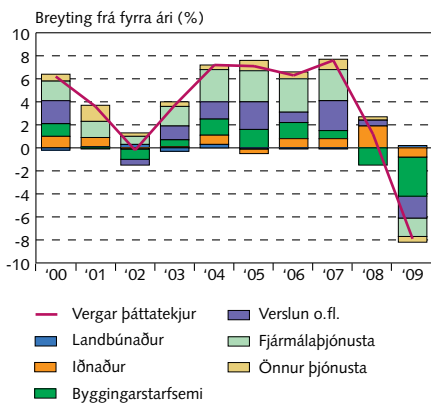
1. Myndin sýnir útgreiðslur og uppsafnaðar greiðslur eftir mánuðum miðað við þær umsóknir sem höfðu verið samþykktar fram til loka marsmánaðar 2010. Heimildir: Ríkisskattstjóri, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5  
Þróun atvinnu og hagvöxtur 1981-2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6  
Þróun vergra þáttatekna og framlag einstakra atvinnugreina 2000-2009<sup>1</sup>



1. Vergar þáttatekjur jafngilda vergri landsframlæiðslu að frádrögnum óbeinum sköttum og viðbættum framlæiðslustyrkjum. Vergar þáttatekjur eru metnar út frá framlæiðslu einstakra atvinnugreina. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### ... en sveigjanleiki efnahagslífsins hefur skipt sköpum við krefjandi aðstæður

Sveigjanleiki efnahagslífsins hefur gegnt mikilvægu hlutverki við að milda aðlögunina. Í fyrsta lagi hefur samdráttur fjárfestingar og einkaneyslu að verulegu leyti beinst að innflutningi sem hefur dregist saman um u.þ.b. 38% undanfarin tvö ár. Áhrifa samdráttar einkaneyslu gætir t.d. því í meira mæli utan landsteinanna en tilfellið er meðal margra annarra ríkja þar sem stærri hluti neysluútgjalda heimila samanstendur af innlendum vörum. Sambærilegur samdráttur einkaneyslu hefði því framkallað mun meiri aukningu atvinnuleysis við slík skilyrði.

Í öðru lagi styrkti gengislækkun krónunnar samkeppnistöðu innlendra fyrirtækja í útflutnings- og samkeppnisgeiranum og stuðlaði m.a. að því að eftirspurn eftir íslenskum afurðum og þjónustu hélt velli vonum framar á fyrri hluta síðasta árs á einu dýpsta samdráttartímabili alþjóðaviðskipta frá lokum síðari heimsstyrjaldar (sjá umfjöllun í kafla II hér að framan). Eðli helstu útflutningsafurða er þó með þeim hætti að erfitt er um vik að sæta færiss og auka framleiðslu þegar viðskiptakjör eru hagstæð. Núverandi framleiðslugeta álbræðslu er nær fullnýtt og aukning hennar tímafrek, auk þess sem hámarksafli tekur mið af stöðu fiskistofna. Útflutningsfyrirtæki hafa engu að síður leitað ýmissa leiða til að hámarka útflutningsverðmæti og ferðapjónustu hefur vaxið fiskur um hrygg undanfarin misseri þótt náttúruöflin hafi sett strik í reikninginn undanfarnar vikur.

Í þriðja lagi gerði uppbygging séreignarlífeyrissparnaðar og breytt löggið um útgreiðslur þeirra fjölda heimila kleift að mæta samdrætti ráðstöfunartekna með tímabundnum útgreiðslum úr þessum sjóðum. Um 40 þúsund einstaklingar hafa fengið um 36 ma.kr. greidda út fyrir skatt með þessum hætti undanfarið ár. Útgreiðslurnar nema því um 2½% af vergri landsframlæiðslu síðasta árs sem er áþekkt umfangi eftirspurnarhvetjandi aðgerða ýmissa ríkja í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar. Svigrúm hins opinbera til stuðningsaðgerða er af skornum skammti hér á landi, þótt beðið hafi verið með aðhalds- aðgerðir í ríkisfjármálum að mestu leyti fram á þetta ár, og því mikilvægt að geta gripið til útgreiðslna af þessu tagi. Íslenska ríkið kemur ekki að fjármögnun þessara aðgerða en skatttekjur þess aukast af þeirra sökum. Þetta svigrúm var m.a. nýtt til hækkunar vaxtabóta sem kom til móts við aukna greiðslubyrði skuldsettra heimila. Eins og rakið er í kafla III, hafa fjármálaleg skilyrði heimila einnig batnað við það að skammtímavextir hafa lækkað í takt við lækkun vaxta Seðlabankans auk þess sem álag á vexti Seðlabankans sem ákvarðar dráttarvexti var nýlega lækkað með lagabreytingu.

Í fjórða lagi hefur sveigjanleiki vinnumarkaðarins reynst meiri en gert var ráð fyrir. Ljóst var að mikill samdráttur í eftirspurn og framleiðslu myndi leiða til verulegrar aukningar atvinnuleysis. Sveigjanleiki vinnumarkaðarins hefur hins vegar gert vinnaafslnotkun kleift að dragast saman um rúmlega 16% frá miðju ári 2008 án þess að framkalla álíka aukningu í atvinnuleysi. Þar gegna brottflutningur vinnaafsl, tilflutningur fólks úr vinnu í skóla, minni yfirvinna og fjölgun hlutastarfa veigamiklu hlutverki. Lækkun raunlauna er ennfremur til þess fallin að draga úr þörf fyrirtækja á að segja upp fólki og auðveldar því aðlögun þjóðarbúskaparins í kjölfar áfallsins (sjá nánari umfjöllun í kafla VI hér á eftir).

Loks gerir smæð innlends efnahagslífs það að verkum að nokkrar stórframkvæmdir geta tiltölulega auðveldlega hrundið af stað viðsnúningi eins og reynsla frá fyrri samdráttarskeiðum sýnir. Í síðustu spám Seðlabankans hefur verið gert ráð fyrir að fjárfesting tengd álversframkvæmdum vegi upp á móti samdrætti annarrar fjárfestingar. Í fyrra gerði bankinn ráð fyrir að vöxtur yrði í heildarfjármunamyndun á þessu ári af þessum sökum. Erfið fjármálaleg skilyrði hafa hins vegar seinkað framkvæmdum og gert er ráð fyrir frekari töfum stórframkvæmda í þessari spá og horfur eru óvissar.

### Samdráttur landsframleiðslu var minni í fyrra en Seðlabankinn gerði ráð fyrir

Hagstofa Íslands birti fyrstu áætlanir sínar yfir þjóðhagsreikninga fyrir allt árið 2009 þann 5. mars sl. Samkvæmt þeim dróst landsframleiðsla saman um 6,5% í fyrra. Þetta er heldur meiri samdráttur en í helstu iðnríkjum en þó minni en í nokkrum Evrópulöndum, t.d. Finnlandi, Írlandi, Slóveníu, Rúmeníu og Eystrasaltsríkjum.

Samdrátturinn reyndist 1,2 prósentum minni en Seðlabankinn spáði í janúar. Stærsta hluta mismunarins má skýra með því að bankinn hefur hingað til ekki tekið tillit til áhrifa svokallaðrar keðjutengingar þjóðhagsreikninga á spá um hagvöxt og þjóðarútgjöld.<sup>3</sup> Í spám bankans hafa þessar stærðir verið fengnar með samlagningu undirþátta í takt við skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Sú aðferð gefur í flestum tilvikum mjög áþekka niðurstöðu og ef notast er við keðjutenginguna. Nokkur munur getur hins vegar orðið þegar um miklar hlutfallslegar verðbreytingar er að ræða í þjóðhagsstærðunum. Því hefur Seðlabankinn endurskoðað aðferðafræði sína til að koma í veg fyrir misræmi af þessu tagi.

Eins og sjá má á mynd IV-6 gætti samdráttarins í nær öllum atvinnugreinum en sérstaklega byggingariðnaði, verslun og fjármálaþjónusta. Iðnaður virðist hins vegar halda betur velli en víða annars staðar þar sem framlag hans til samdráttar þáttatekna er mun meira.<sup>4</sup>

### Búist er við áframhaldandi hægum bata í einkaneyslu

Eins og hálfis árs samdráttarskeiði einkaneyslu lauk um miðbik síðasta árs. Eins og kom fram hér að framan beindist samdrátturinn að verulegu leyti að innfluttum neysluvörum, ferðalögum til útlanda og flutningum. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 1% -1½% vöxtur í árstíðarleiðréttri einkaneyslu á milli fjórðunga á seinni hluta síðasta árs. Þróttur einkaneyslu var því meiri á þessu tímabili en ýmsir hagvísar gáfu til kynna og Seðlabankinn horfði til við mat á skammtímahorfum. Aðgerðir til að létta á greiðslubyrði skulda virðast hafa haft meiri áhrif á einkaneyslu en bankinn gerði ráð fyrir þar sem sam-

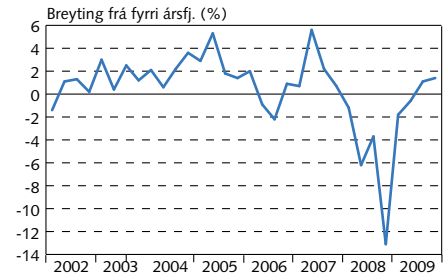
3. Árleg keðjutenging hefur í för með sér að fjárhæðir á verðlagi hvers árs eru færðar til verðlags ársins á undan og magnbreytingin síðan reiknuð sem breytingin á föstu verði fyrra árs. Þannig fæst magnbreytingin milli hveggja ára og þær breytingar eru síðan tengdar saman til þess að fá samfelldar magnvísitölur. Hagstofan tók upp keðjutengingu í september 2005 í samræmi við staðla Sameinuðu þjóðanna og Evrópusambandsins en fram að þeim tíma var miðað við tiltekið grunnár við mat á magnbreytingum en þá réðu verðhlutföll á því ári innbyrðis vægi fjárhæða (sjá Hagstofa Íslands, (2005). *Hagtiðindi* 2005:3, 13. september 2005).

4. Vergar þáttatekjur jafngilda vergri landsframleiðslu að frádregnum óbeinum sköttum og viðbættum framleiðslustyrkjum.

Mynd IV-7

### Ársfjórðungsleg breyting árstíðarleiðréttrar einkaneyslu

1. ársfj. 2002 - 4. ársfj. 2009

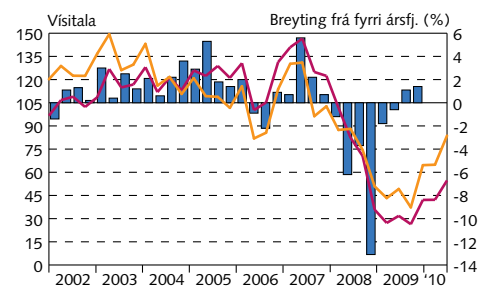


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-8

### Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

1. ársfj. 2002 - 2. ársfj. 2010<sup>1</sup>



■ Ársfjórðungsleg breyting árstíðarleiðréttrar einkaneyslu (h. ás)  
— Væntingavísitala Gallup (v. ás)  
— Væntingavísitala Gallup til sex mánaða (v. ás)

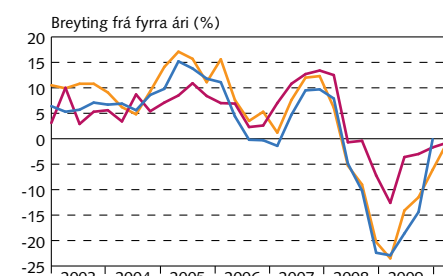
1. Miðað er við þriggja mánaða meðaltal væntingavísitölu Gallup. Gildi fyrir 2. ársfj. 2010 er fyrir apríl.

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd IV-9

### Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu og greiðslukortaveltu

1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2010

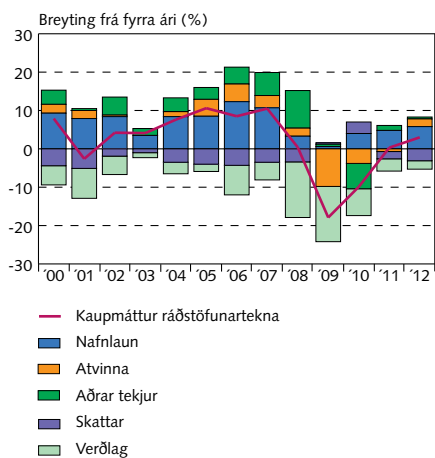


— Einkaneysla  
— Dagvöruvelta  
— Debet- og kreditkortavelta einstaklinga innanlands

Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

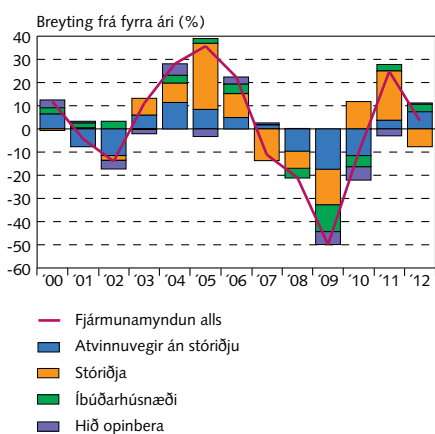
Þróun kaupmáttar ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2000-2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012. 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 fullkomið tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11

Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2000-2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

dráttur ráðstöfunartekna var ívið meiri í fyrra en í janúarspánni. Ýmsar vísbendingar bregða upp mynd af því að einkaneysla hafi náð nokkurri fótfestu við núverandi stig. Árstíðarleiðrétt greiðslukortavelta hélst þannig nær óbreytt innanlands en jókst erlendis á milli fyrsta fjórðungs í ár og fjórða ársfjórðungs í fyrra, smásala jókst nokkuð á sama tímabili og væntingar neytenda glæddust í apríl eftir að hafa verið í langvarandi lægð.

Spáin gerir ráð fyrir því að bati einkaneyslu sem mældist á seinni hluta síðasta árs gangi að hluta til baka á fyrri hluta þessa árs. Engu að síður er gert ráð fyrir að einkaneysla vaxi um 1% í ár frá því í fyrra sem eru nokkuð bjartari horfur en í janúarspánni þar sem gengið var út frá liðlega 1% samdrætti. Munurinn liggur að mestu í hagstæðari upphafsstöðu þar sem einkaneysla mældist meiri á síðasta fjórðungi í fyrra en gert var ráð fyrir í janúar. Horfur lengra fram í tímann eru áþekkar fyrri spám og gera ráð fyrir að einkaneysla vaxi um 3-4% á ári.

### Samneysla dróst meira saman í fyrra en áður var talið en horfur eru áþekkar fyrir yfirstandandi ár

Samneysla dróst saman um 2,7% í fyrra. Veruleg endurskoðun varð á tölum Hagstofunnar um samdrátt samneyslunnar á fyrri helmingi síðasta árs. Í janúarhefti *Peningamála* var fjallað um að svo virtist sem aðhaldsaðgerðir stjórnvalda hefðu komið seinna til framkvæmda en bankinn hefði áður áætlað. Endurskoðun Hagstofunnar sýnir að samdráttur samneyslu í fyrra hafi verið í samræmi við sparnaðaráform stjórnvalda og spár Seðlabankans á fyrri hluta ársins. Eins og nánar er fjallað um í kafla V hér á eftir, hefur endurmat á skuldastöðu hins opinbera dregið nokkuð úr þörf á aðhaldsaðgerðum og því má vænta þess að samneysla og opinber fjárfesting verði nokkru meiri en ráðgert var og geti betur stutt við efnahagsbatann. Seðlabankinn gerir því ráð fyrir 3% samdrætti samneyslu í ár í stað 3,2% samdráttar í janúarspánni. Ennfremur er gert ráð fyrir minni samdrætti samneyslu á næstu árum en í janúar.

### Verri horfur um bata fjárfestingar þar sem stórframkvæmdum seinkar

Fjármunamyndun dróst saman um 50% í fyrra skv. fyrstu áætlun Hagstofunnar sem er í góðu samræmi við janúarspá Seðlabankans. Samdrátturinn kom í kjölfar 21% samdráttar árið áður. Enn er þess vænst að fjármunamyndun dragist saman og grunnspáin gerir ráð fyrir u.þ.b. 10% samdrætti í ár. Þar vegur þyngst þriðjungs samdráttur íbúðafjárfestingar, opinberrar fjármunamyndunar og almennrar atvinnuvegafjárfestingar utan stóriðju. Eins og rakið er hér að framan er enn gert ráð fyrir að framkvæmdum tengdum stóriðju seinki, bæði framkvæmdum við byggingu álbræðslna í Helguvík og Straumsvík og á vegum orkufyrirtækjanna. Áætlað er að vöxtur stóriðjufjárfestingar í ár verði um 45% en í janúarspánni var gengið út frá 82% vexti. Gangi þessar forsendur eftir má vænta þess að atvinnuvegafjárfesting aukist á milli ára og gerir Seðlabankinn ráð fyrir um 8½% vexti í ár sem eru nokkru dekkri horfur en í janúar. Ekki er hægt að útiloka að frekari tafir geti orðið og að af einhverjum fyrirhugaðra framkvæmda verði ekki. Samþykkt annarrar endurskoðunar efnahagsáætlunar stjórnvalda

og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er þó til þess fallin að auðvelda aðgengi innlendra aðila að alþjóðlegum lánsfjármörkuðum sem er mikilvæg forsenda þess að af framkvæmdunum verði.

### Rekstrarvandi fyrirtækja er enn mikill og endurskipulagning skulda gengur hægt fyrir sig

Það ríkir hins vegar ekki einungis óvissa um framvindu stórfamkvæmda. Staða fjölmarga fyrirtækja er erfið. Viðtæk endurskipulagning á efnahag og rekstri þeirra stendur yfir. Um helmingur stórra lána viðskiptabankanna þriggja til fyrirtækja og um 40% smærri og meðalstórra lána til fyrirtækja var í vanskilum í lok febrúar í ár. Hlutfall fyrirtækjalána sem eru í skilum að lokinni endurskipulagningu skulda er enn lágt. Árangur af endurskipulagningu skulda fyrirtækja gæti haft veruleg áhrif á þróun fjárfestingar og atvinnuleysis. Sú hætta er fyrir hendi að seinkun á endurskipulagningunni hafi tímabundið komið í veg fyrir frekari aukningu atvinnuleysis og gjaldþrota fyrirtækja aðeins til þess að hægja á efnahagsbatanum þegar fram í sækir. Reynslan, t.d. frá Japan á tíunda áratug síðustu aldar, bendir til þess að tafir við endurskipulagningu skulda fyrirtækja í kjölfar kerfislaus fjármálaáfalls geti tafið efnahagsbatann. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að endurskipulagningunni vaxi ásmegin í kjölfar þess að endurreisn bankakerfisins er nú að mestu leyti lokið og að almenn fjárfesting taki við sér snemma á næsta ári.

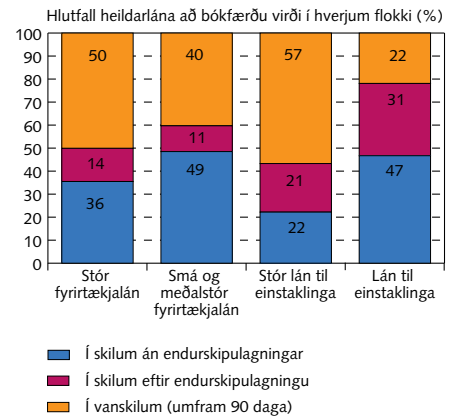
Niðurstöður viðhorfskönnunar Capacent Gallup, sem gerð var í febrúar og mars meðal stjórnenda í 400 stærstu fyrirtækjum landsins, gefa ekki tilefni til að vænta örari bata fjárfestingar, heldur benda þær þvert á móti til þess að samdráttur almennrar atvinnuvegafjárfestingar nemi u.þ.b. þriðjungi á þessu ári.

### Íbúðafjárfesting í ár er rúmlega fimmtungur þess sem hún var árið 2007 þegar offjárfestingin náði hámarki

Offramboð íbúðahúsnæðis dylst engum sem fer um höfuðborgarsvæðið og nærliggjandi sveitarfélög. Samkvæmt upplýsingum frá Fasteignaskrá Íslands jókst íbúðafjöldi á höfuðborgarsvæðinu, Suðurnesjum, Akranesi, Árborg og Hveragerði um rúmlega 18% á árunum 2003-2008. Að Reykjavík undanskilinni var aukningin mun meiri eða um þriðjungi. Til viðbótar eru framkvæmdir hafnar á fjölda íbúða og þúsundir lóða standa auðar. Samkvæmt skýrslu VSÓ Ráðgjafar voru liðlega 1.900 íbúðir á höfuðborgarsvæðinu og rúmlega 500 íbúðir á Suðurnesjum, Akranesi, Árborg og Hveragerði ymist fokheldar eða lengra komnar í byggingu undir lok síðasta árs. Því til viðbótar voru rúmlega 1.100 íbúðir á höfuðborgarsvæðinu og 200 íbúðir á fyrrnefndum svæðum sem voru skemmra á veg komnar. Um 6.500 lóðir standa þar að auki auðar.<sup>5</sup> Fjöldi íbúða í byggingu og auðra lóða nemur því tæplega 11% af heildarfjölda íbúða á þessum svæðum en rúmlega 17% þegar Reykjavík er undanskilin. Einstaklingar, verktakar og fjármálastofnanir sitja því uppi með verulegan fjölda íbúða í

Mynd IV-12

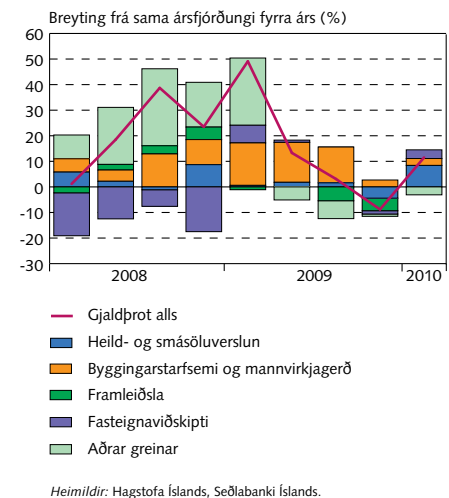
Staða lána hjá stóru viðskiptabönkunum þremur<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir stöðu lána hjá viðskiptabönkunum þremur í lok febrúar 2010. Lán með eftirstöðvar umfram 100 m.kr. eru skilgreind sem stór lán. Heimildir: Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13

Gjaldþrot fyrirtækja og framlag atvinnugeira 1. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2010

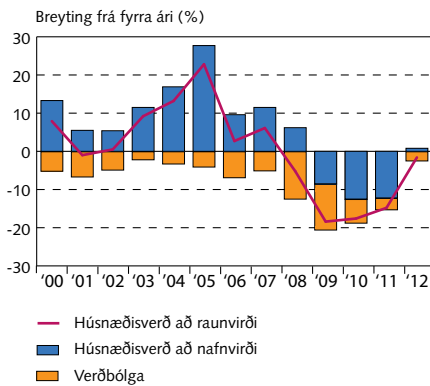


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

5. Sjá VSÓ Ráðgjöf, (2009), „Byggingavaktin. Uppfærð og útvíkkuð útgáfa: Byggingaframkvæmdir við íbúðahúsnæði í sveitarfélögum á SV-horninu og á höfuðborgarsvæðinu“, desember 2009.

Mynd IV-14

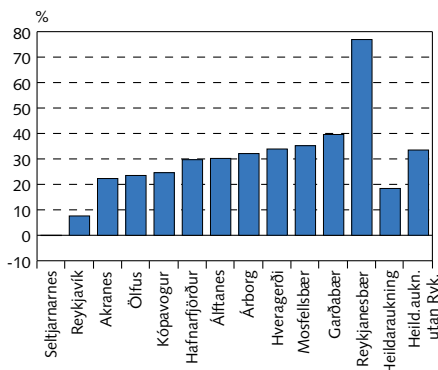
Þróun húsnæðisverðs að raunvirði og framlag undirliða 2000-2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-15

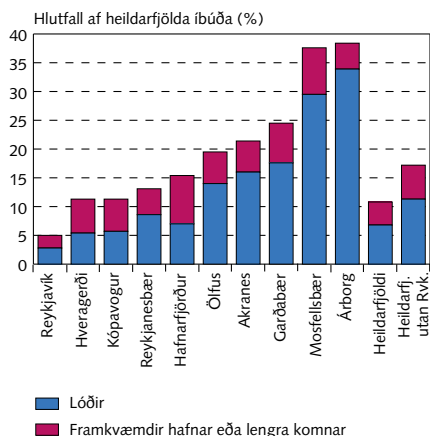
Aukning í fjölda íbúða eftir sveitarfélögum á milli árunna 2003 og 2008<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir aukningu í fjölda íbúða með byggingarár 2008 eða lægra eftir sveitarfélögum.  
Heimildir: Fasteignaskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Lóðir og fjöldi íbúða á ýmsum byggingarstigum í hlutfalli við heildarfjölda íbúða eftir sveitarfélögum



Heimildir: Fasteignaskrá Íslands, VSÓ Ráðgjöf, Seðlabanki Íslands.

byggingu og ónýttu lóða sem takmörkuð eftirspurn er eftir. Í einhverjum tilvikum er þó líklegt að framkvæmdir haldi áfram til að forða ófullgerðum íbúðum frá skemmdum þrátt fyrir takmarkaða eftirspurn. Framboð lánsfjár er af mjög skornum skammti auk þess sem verri atvinnuhorfur, samdráttur ráðstöfunartekna, vaxandi greiðslubyrði lána og lækkun íbúðaverðs hefur dregið máttinn úr fjárfestingaráformum heimila. Samkvæmt greiningu Seðlabankans á stöðu heimilanna eru líklega um 40% heimila í neikvæðri eiginfjárstöðu í húsnæði, þ.e. skulda meira en þau eiga í íbúðarhúsnæði.

Samdráttur íbúðafjárfestingar var tæplega 56% í fyrra og Seðlabankinn gerir ráð fyrir að framhald verði þar á. Gangi spá Seðlabankans eftir mun íbúðafjárfesting í ár einungis verða rúmlega fimmtungur þess sem hún var að raunvirði árið 2007 þegar hún náði hámarki. Hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu er vel undir sögulegu meðaltali um þessar mundir og þess er vænst að svo verði áfram næstu misserin. Samdráttinn verður þó að skoða í samhengi við mikla fjárfestingu á árunum þegar húsnæðisverð hækkaði mikið og hlutur íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu var langt umfram söguleg meðaltöl.

### Aðlögun efnahagslífsins birtist í því að hlutur þjóðarútgjalda og innflutnings af landsframleiðslu er nær sögulegum meðaltölum en á uppsveifluárunum

Á uppsveifluárunum var hlutur einkaneyslu og fjárfestingar af landsframleiðslu langtum meiri en söguleg reynsla gefur til kynna að geti samræmst jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu náði þannig hámarki í rúmlega þriðjungi árið 2006 þegar stórfamkvæmdir á Austurlandi risu hvað hæst. Hlutur innlendrar eftirspurnar nam um 117% af landsframleiðslu sama ár og var því verulegur halli á viðskiptum við útlönd. Gríðarlegur vöxtur eftirspurnar í uppsveiflunni fékkst engan veginn staðist til lengdar og ljóst að aðlögun hefði þurft að eiga sér stað jafnvel þótt bankakerfið hefði verið smærra og fjármögnun þess byggð á nægilega traustum grunni til að standast ágjöf alþjóðlegu fjármálakreppunnar. Þjóðarútgjöld drógust saman um fimmtung í fyrra og kom sá samdráttur í kjölfar um 9% samdráttar árið á undan. Seðlabankinn gerir ráð fyrir að aðlögun eftirspurnar að lægra tekjustigi sé vel á veg komin og að samdráttur þjóðarútgjalda verði um 2% á þessu ári og nokkurs vaxtar muni gæta á næstu árum þegar einkaneysla og fjárfesting leggjast á eitt um að kynda undir hagvöxt.

Verulegur samdráttur innflutnings hefur fylgt minnkandi eftirspurn í þjóðarbúskapnum og gengislækkun krónunnar. Strax í kjölfar bankahrunsins mældist afgangur á vöruviðskiptum við útlönd og nokkru síðar einnig á þjónustuviðskiptum. Hátt hlutfall innfluttrar vöru í neysluútgjöldum íslenskra heimila á sinn þátt í að beina samdráttaráhrifunum út úr hagkerfinu eins og lýst var hér að framan. Hversu sjálfbær þessi afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum er ræðst m.a. af því hvort hlutdeild innflutnings sé orðin óeðlilega lág um þessar mundir. Væri hlutdeild innflutnings í landsframleiðslu komin langt niður fyrir langtímaeðlatal mætti gera ráð fyrir því að vöxtur innflutnings á næstu árum yrði umfram hagvöxt og því tilefni til að draga



í efa viðvarandi afgang á utanríkisviðskiptum sem spár Seðlabankans fela í sér. Sé litið til sögulegrar reynslu er hins vegar ljóst að hlutfall innflutnings af landsframleiðslu vék langt frá sögulegu meðaltali á uppsveifluárunum. Hlutdeild innflutnings um þessar mundir er því nær því sem tíðkast hefur í gegnum tíðina, þrátt fyrir mikinn samdrátt undangengin tvö ár. Í ljósi þess hversu mikill samdráttur ráðstöfunartekna og gengislækkun krónunnar hefur verið má allt eins búast við því að hlutur innflutnings dragist enn meira saman en gert er ráð fyrir í spánni. Þó verður að hafa í huga að hlutdeild innflutnings kann að hafa aukist nokkuð til langs tíma vegna aukins vægis álframleiðslu. Myndir IV-17 og IV-18 varpa nánara ljósi á hvernig aðlögun efnahagslífsins birtist í breyttum útgjaldahlutföllum.

### Efnahagsbatanum seinkar enn

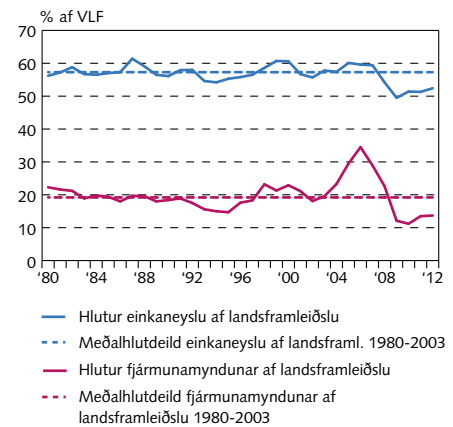
Miðað við mat Seðlabankans á árstíðarsveiflu landsframleiðslunnar er áætlað að landsframleiðslan hafi dregist saman um 0,2% á síðasta ársfjórðungi í fyrra og að hún muni einnig dragast saman um tæplega 0,4% á fyrsta fjórðungi þessa árs og um 0,8% á öðrum fjórðungi. Frá þriðja fjórðungi tekur hún hins vegar að vaxa á ný er landsframleiðslan vex um 1,2% frá fyrri fjórðungi. Efnahagsbatanum seinkar því samkvæmt grunnspánni um einn ársfjórðung frá síðustu spá. Landsframleiðsla mun engu að síður dragast saman á milli ára í spánni og áætlað er að samdrátturinn nemi um 2½% í ár. Í janúarspánni var gert ráð fyrir tæplega prósentu meiri samdrætti en munurinn skýrist einkum af minni samdrætti þjóðarútgjalda því að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar er neikvæðara en í janúar. Nokkrum hagvexti er spáð á næstu árum, einkum á næsta ári þegar áætlað er að stóriðju-fjárfesting vaxi um rúmlega 61%. Hagvöxtur er þó minni en jafnan eftir svo harkalegan samdrátt.

### Framtíðarframleiðslugetu efnahagslífsins stafar ógn af vaxandi langtímaatvinnuleysi

Ljóst er að framleiðslugeta hagkerfisins varð fyrir verulegum áhrifum af völdum banka- og gengishrunsins. Mikil uppbygging fjármagns og vinnuafis í fjármálafyrirtækjum reyndist lítils virði þegar á reyndi. Fjöldi fyrirtækja er ýmist farinn í þrot eða glímur við verulegan rekstrarvanda sem á endanum birtist í að hluti fjármagnsstofnsins fer forgörðum. Verulegur tilflutningur þarf að eiga sér stað á vinnuafli frá þeim fyrirtækjum sem nutu góðs af uppsveiflunni, svo sem fjármálastofnunum, sölufyrirtækjum innfluttra varanlegra neysluvara, ýmiss konar þjónustufyrirtækjum og byggingarfyrirtækjum, yfir í samkeppnis- og útflutningsgeirann þar sem rekstrarskilyrði eru betri og sóknarfæri að finna. Ætla má að hluti vinnuafisins muni einnig flytja af landi brott. Hallarekstur hins opinbera tekur til sín stóran hluta af nýjum sparnaði og lánastofnanir eru hikandi við lánveitingar til atvinnurekstrar. Aðgengi að veltufjármagni og lánsfé er því erfitt sem gerir það einnig að verkum að fyrirtæki draga úr umsvifum. Almennan rekstur þarf þar að auki í meiri mæli að fjármagna með innri fjármögnun sem dregur úr getu fyrirtækja til fjárfestingar. Allir þessir þættir koma að lokum fram í minni framleiðslugetu þjóðarþúsins og gerir grunnspánni því ráð fyrir að hún hafi dregist nokkuð saman í kjölfar fjármálakreppunnar en að

Mynd IV-17

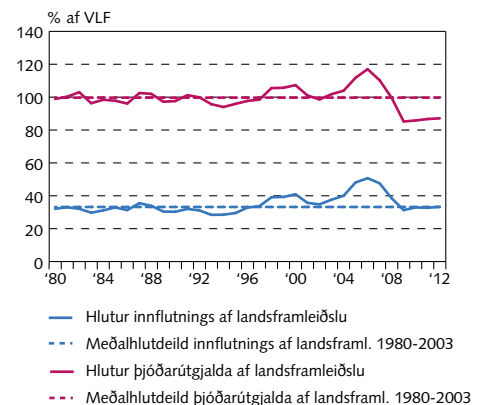
Hlutdeild einkaneyslu og fjárfestingar af landsframleiðslu á föstu verðlagi 1980-2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-18

Hlutdeild innflutnings og þjóðarútgjalda af landsframleiðslu á föstu verðlagi 1980-2012<sup>1</sup>

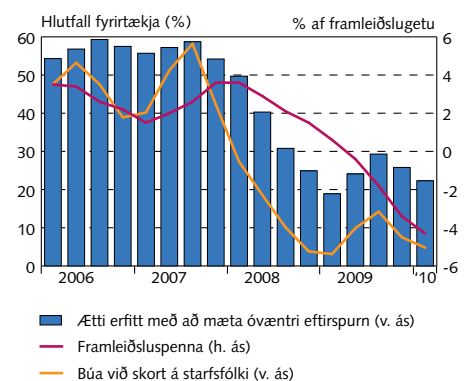


1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-19

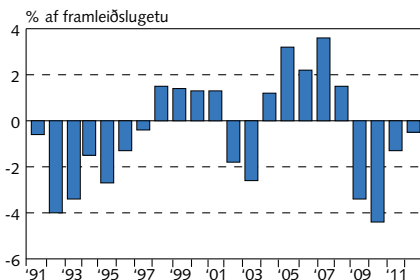
Vísendingar um notkun framleiðsluþátta og þróun framleiðsluspennu<sup>1</sup>

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2010



1. Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Framleiðsluspenna er mat Seðlabankans.  
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-20  
Framleiðsluspenna 1991-2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

hún verði kominn á svipað stig í lok spátímans og hún var fyrir hrunið. Miðað við langtímaleitnivöxt framleiðslugetunnar má hins vegar áætla að u.þ.b. 5% framleiðslugetunnar hafi varanlega tapast í kjölfar fjármálahrunsins.<sup>6</sup>

Mat á framleiðslugetu er ætíð háð mikilli óvissu en þó sjaldan jafn mikilli eins og við verulegar breytingar af þessu tagi. Viðhorfskönnun Capacent Gallup, sem rætt var um hér að framan, gefur til kynna að verulegur framleiðslulaki sé fyrir hendi. Aðeins lítið brot fyrirtækja býr við skort á starfsfólki og flest fyrirtæki segjast auðveldlega geta brugðist við óvæntri aukningu í eftirspurn. Í spánni er gert ráð fyrir að framleiðslulakinn nái hámarki um mitt þetta ár en að smám saman dragi úr honum og jafnvægi skapist á milli eftirspurnar og framleiðslugetu í efnahagslífinu þegar líður á árið 2013. Framleiðslugetu í framtíðinni stafar þó nokkur ógn ef mannauður tapast takist langtímaatvinnuleysi fjölmenns hóps að festa rætur sínar hér á landi eða ef endurskipulagning skulda nær ekki fram að ganga sem skyldi.

6. Þá er miðað við að framleiðslugetan hafi vaxið í samræmi við u.þ.b. 3% leitnivöxt frá árinu 2005 og sú framleiðslugeta borin saman við spáða framleiðslugetu sjö árum eftir hrunið, sem er í samræmi við hefðbundna aðferðafræði við mat á slíku tapi. Þetta er heldur meira tap á framleiðslugetu en OECD metur fyrir OECD-ríkin í heild, en þeirra mat er á bilinu 3-3½%. Hærra mat hér á landi er í samræmi við þá staðreynd að hrunið hér á landi var stærra í sniðum en einnig í samræmi við niðurstöður alþjóðlegra rannsókna sem benda til þess að tapið verði því meira sem þjóðhagslegt ójafnvægi fyrir hrunið er meira (sjá OECD, *Economic Outlook*, nóvember 2009 og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*, október 2009).

## Rammagrein IV-1 Sveiflur í einkaneyslu<sup>1</sup>

Í samanburði við önnur ríki Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) er íslenskur þjóðarbúskapur tiltölulega sveiflukenndur. Staðalfrávik breytinga í landsframleiðslu er nokkuð hátt en þó ekki miklu hærra en hjá nokkrum öðrum ríkjum innan OECD. Hægt er að benda á nokkrar eðlilegar ástæður fyrir þessu. Það sem er erfiðara að skýra er að einkaneysla á Íslandi er mun sveiflukenndari en landsframleiðslan og tekjur.

Innan hagfræðinnar er almennt talið að heimilin leitist við að jafna neyslu yfir tíma og að miklar sveiflur í einkaneyslu séu skaðlegar fyrir hagræna velferð. Út frá þessum kenningum mætti ætla að sveiflur í einkaneyslu ættu að vera minni en sveiflur í framleiðslu og tekjum. Ísland er þó ekki eina ríkið innan OECD þar sem einkaneyslan sveiflast meira en landsframleiðslan en það er öfgakenndasta dæmið í þeim hópi. Hlutfall staðalfráviks breytinga í einkaneyslu og staðalfráviks breytinga í landsframleiðslu er þannig mun hærra á Íslandi en í nokkru öðru ríki innan OECD. Í þessari rammagrein er reynt að draga fram helstu ástæður þessara miklu sveiflna í einkaneyslu á Íslandi.<sup>2</sup>

1. Þessi rammagrein byggist á grein Rósu Bjarkar Sveinsdóttur, Svövu J. Haraldsdóttur og Þóraríns G. Péturssonar (2010), „Business cycle fluctuations in Iceland“, Seðlabanki Íslands, Working Papers, væntanleg.  
2. Ásgeir Danielsson (2008) fjallar um þróun íslensku hagsveiflunnar í samhengi við alþjóðlega þróun.

### Einkaneysla sveiflast meira hér á landi en í flestum öðrum löndum

Eins og sést á mynd 1 eru sveiflur í einkaneyslu töluvert meiri hér á landi en t.a.m. í Finnlandi, sem er með annað hæsta staðalfrávik einkaneyslu af Norðurlöndunum á eftir Íslandi, og Nýja-Sjáland sem er lítið, opið hagkerfi og um margt líkt Íslandi.<sup>3</sup>

Þegar horft er til OECD-ríkjanna í heild, kemur í ljós að sveiflur í einkaneyslu eru þær næstmestu hér á landi og þær fjórðu mestu þegar horft er á sveiflur í landsframléiðslu (sjá mynd 2). Einungis í Tyrklandi eru sveiflur í einkaneyslu meiri, en Tyrkir gengu í gegnum mikla fjármálakreppu um mitt tímabilið sem er til skoðunar. Eins og sjá má á mynd 3, sem sýnir staðalfrávik einkaneyslu sem hlutfall af staðalfrávik vergrar landsframléiðslu fyrir sömu lönd og á mynd 2, sker Ísland sig úr þeim hópi þar sem staðalfrávik einkaneyslu er næstum tvöfalt hærra heldur en staðalfrávik vergrar landsframléiðslu.

### Miklar sveiflur í varanlegum neysluútgjöldum

Skipta má einkaneyslu í fjóra þætti: neyslu varanlegra neysluvara (e. durables), óvaranlegra neysluvara (e. non durables), hálfvaranlegra neysluvara (e. semi durables) og þjónustu. Útgjöld til bifreiðakaupa, húsgagna og stærri heimilistækja eru flokkuð sem varanleg neysluútgjöld og líklegt er að þessi útgjöld séu sveiflukenndari en önnur neysluútgjöld. Miklar sveiflur í þessum flokki gætu því skýrt miklar sveiflur í einkaneyslu á Íslandi.

Tafla 1 sýnir sveiflur í einkaneyslu alls og nokkurra undirflokka hennar á mismunandi tímabilum. Eins og sjá má sveiflast neysla á varanlegum neysluvörum mest. Staðalfrávik þjónustutengdrar einkaneyslu, s.s. heilbrigðisþjónustu er hins vegar mun lægra. Eins og fyrirfram hefði mátt búast við er staðalfrávik óteyginnar neysluvara á borð við mat, drykk, áfengi og lyf fremur lágt. Það sama á við um sveiflur í útgjöldum til óvaranlegra neysluvara, líkt og fatnaðar, bóka, geisladiska og ípróttavara.

Tafla 1 Sveiflur í einkaneyslu og nokkrum undirflokkum hennar<sup>1</sup>

Staðalfrávik breytinga (%)	Tímabil		
	1992-2000	2001-2007	1992-2007
Einkaneysla	2,0	3,2	2,5
Einkaneysla án varanlegra neysluvara	1,7	2,5	2,1
Varanlegar neysluvörur	6,1	15,4	11,0
Kaup á ökutækjum	8,6	27,7	19,0
Varanlegar án ökutækja	4,6	9,0	6,8
Óvaranlegar neysluvörur	1,2	1,2	1,2
Hálfvaranlegar neysluvörur	1,1	1,3	1,2
Þjónusta	2,6	3,5	3,0
VLF	1,3	1,4	2,5
Gengisvísitala krónunnar	2,8	7,2	5,1
Ráðstöfunartekjur	1,8	2,1	1,9

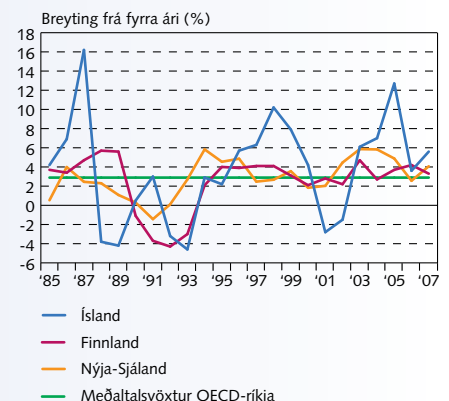
1. Gögn eru árstíðarleidd og síuð með Baxter-King tölunisi.

Staðalfrávik einkaneyslu í heild er 2,5%. Ef lítið er til einkaneyslu án varanlegra neysluvara, kemur í ljós að staðalfrávik hennar er 2,1%, þrátt fyrir að útgjöld til varanlegra neysluvara vegi einungis um 9,5% af heildarneysluútgjöldum á þessu tímabili.<sup>4</sup>

3. Samanburðurinn nær til allra OECD-ríkja á tímabilinu 1985 til 2007 nema sex ríkja, en gögn fyrir þau ríki voru aðeins fáanleg fyrir styttra tímabil. Gögnin taka til tímabilsins fram að hinna alþjóðlegu fjármálakreppu árið 2008. Gögn um samsetningu utanríkisviðskipta eru fengin úr gagnagrunni Sameinuðu þjóðanna ([www.unctad.org](http://www.unctad.org)).
4. Gögn um skiptingu einkaneyslu í undirflokkum eru fengin frá Hagstofu Íslands og ná aftur til 1990. Hlutdeild varanlegra neysluvara í einkaneyslu sveiflast talsvert enda er staðalfrávik þeirra hátt. Hlutfallið fer hæst í 17% á öðrum ársfjórðungi 2005 en lægst í 3% á fyrsta ársfjórðungi 2009.

Mynd 1

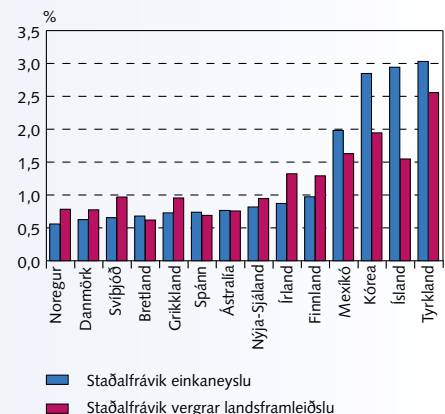
Vöxtur einkaneyslu 1985-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD.

Mynd 2

Staðalfrávik einkaneyslu og vergrar landsframléiðslu nokkurra OECD-ríkja  
1. ársfj. 1987 - 2. ársfj. 2007<sup>1</sup>

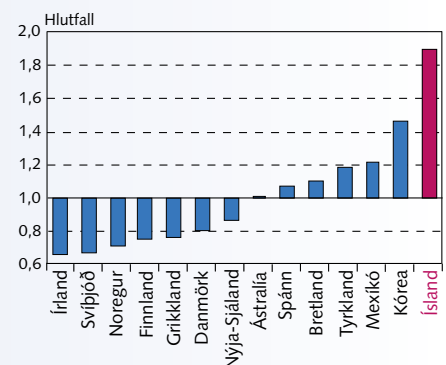


1. Gögn eru árstíðarleidd og síuð með Baxter-King tölunisi (e. bandpass filter).

Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands, Reuters Ecowin.

Mynd 3

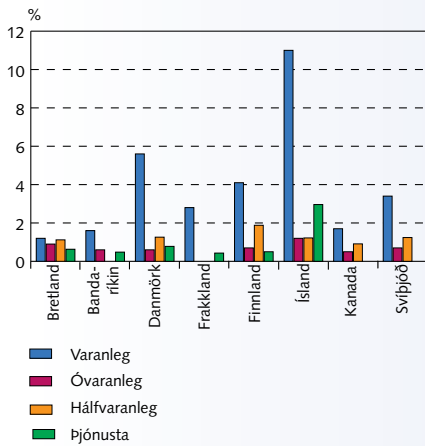
Staðalfrávik einkaneyslu sem hlutfall af staðalfrávik vergrar landsframléiðslu  
1. ársfj. 1987 - 2. ársfj. 2007<sup>1</sup>



1. Gögn eru árstíðarleidd og síuð með Baxter-King tölunisi.  
Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands, Reuters Ecowin.

Mynd 4

Staðalfrávik sundurliðaðrar einkaneyslu fyrir nokkur ríki<sup>1</sup>



1. Gögn eru árstíðarleiðrétt og sið með Baxter-King tölunisu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Reuters Ecowin.

Þegar undirliðir einkaneyslu á Íslandi eru bornir saman við undirliði einkaneyslu í Bandaríkjunum, Bretlandi, Danmörku, Frakklandi, Finnlandi, Kanada og Svíþjóð á árunum 1992-2007 kemur í ljós að allir undirþættirnir, að frátalinni hálfvaranlegri neysluvöru, sveiflast mest á Íslandi.<sup>5</sup> Sveiflurnar eru næstmestar í Danmörku. Áhugavert er að sveiflurnar eru meiri á Norðurlöndunum en í hinum ríkjum í samanburðinum.

### Kenningar hagfræðinnar um neysluákvæðanir heimila

Samkvæmt kenningunni um varanlegar tekjur (e. permanent income hypothesis) ræðst einkaneysla af væntum núvirtum ævitekjum. Þegar tekjur eru meiri en vænst var auka heimili sparnað sinn einkaneysla helst stöðug. Á sama hátt þurfa heimili að ganga á sparnað eða auka lántöku til að viðhalda einkaneyslunni ef tekjur eru minni en áætlað var. Þannig nota heimilin sparnað og lántökur til að jafna einkaneyslu yfir tíma. Þessi hegðun er þekkt sem kenningin um jöfnun neysluútgjalda (e. consumption smoothing hypothesis) og er meginhugmyndin á bak við kenninguna um varanlegar tekjur hjá Modigliani og Brumberg (1954) og Friedman (1957) og grunnhugmynd allrar nútímahagfræði um neysluákvæðanir heimila. Samkvæmt þessum kenningum ættu sveiflur í einkaneyslu að vera minni en sveiflur í tekjum og landsframleiðslu.

Tafla 2 Samsetning utanríkisviðskipta fyrir árið 2006

	Vægi iðnaðarværa í vöruútflutningi	Vægi hrávara og matvæla í vöruútflutningi
Ástralía	18%	75%
Danmörk	65%	32%
Finnland	81%	18%
Grikkland	51%	46%
Ísland	19%	80%
Írland	84%	12%
Kórea	89%	11%
Mexikó	76%	24%
Nýja-Sjáland	30%	67%
Noregur	16%	81%
Spánn	76%	23%
Svíþjóð	77%	17%
Tyrkland	41%	9%
Bretland	75%	20%
OECD-ríki	69%	26%

Heimild: Gagnagrunnur Sameinuðu þjóðanna.

### Ástæður meiri sveiflna í einkaneyslu á Íslandi

Ástæður mikilla sveiflna í einkaneyslu hér á landi geta verið margvíslegar. Sveiflukennd einkaneysla gæti t.d. endurspeglad almennt sveiflukenndari þjóðarbúskap sem t.d. gæti helgast af smæð og uppbyggingu íslensks þjóðarbúskapar (sjá t.d. umfjöllun í grein Þórarins G. Péturssonar, 2010). Tiltölulega einhæf atvinnuuppbygging sem jafnan fylgir smáum þjóðarbúskap gerir þjóðarbúinu erfiðara fyrir að takast á við mikil fjárfestingaráform, auk þess sem einstaka atvinnugrein og áföll innan hennar geta haft hlutfallslega mikil áhrif á þróun þjóðarbúskaparins í heild. Einnig er líklegt að fjármálakerfi smærri ríkja séu vanþróaðri þar sem fjármálaafurðir eru fábreytt-

5. Ekki fengust upplýsingar um alla undirliði einkaneyslu fyrir öll ríkin, t.a.m. vantar upplýsingar um þjónustuútgjöld fyrir Kanada og Svíþjóð, hálfvaranlega einkaneyslu fyrir Bandaríkin og óvaranlega og hálfvaranlega einkaneyslu fyrir Frakkland. Gögn fyrir Bandaríkin byrja árið 1997 og árið 1995 fyrir Svíþjóð. Upplýsingar um undirliði einkaneyslu fengust ekki fyrir önnur ríki.

ari og erfiðara að dreifa áhættu en í stærri ríkjum sem geta dreift áhættu meðal stærri hóps einstaklinga. Heimili eiga því erfiðara með að jafna sveiflur í einkaneyslu.

Atvinnuuppbygging Íslands gerir það líklega að verkum að efnahagssveiflur vegna ytri áfalla og búhnykkja verða að jafnaði meiri hér en í öðrum OECD-ríkjum. Vægi auðlinda- og hrávöruvinnslu er meira hér en víðast hvar í ríkjum OECD. Vægi hrávöru og matvæla í vöruútflutningi Íslendinga nam t.d. um 80% árið 2006 á meðan hlutfallið var 27% að meðaltali í OECD-ríkjunum. Að sama skapi var vægi iðnaðarvöruútflutnings einungis um 19% en um 69% hjá OECD-ríkjum, sem gerir Ísland háð innflutningi á slíkum vörum. Íslenskt atvinnulíf er því berskjaldað fyrir sveiflum í verði hrávöru, sem hefur tilhneigingu til að sveiflast mikið. Þetta kemur fram í sveiflukenndari viðskiptakjörum en einnig í sveiflum sem rekja má til aflabragða.<sup>6</sup>

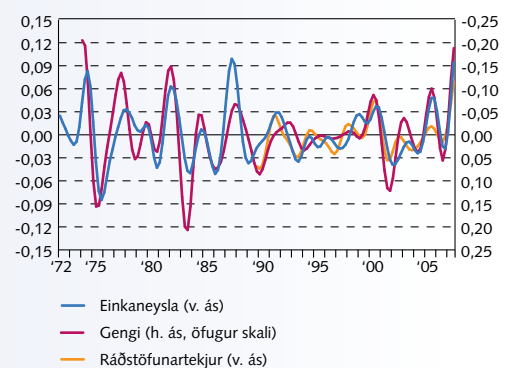
Sveiflukennt umhverfi íslenskra fyrirtækja segir þó ekki alla söguna því að í þessu samhengi skiptir einnig máli hversu mikil áhrif efnahagssveiflur hafa á afkomu heimila og hversu auðvelt það er fyrir þau að takast á við slíkar sveiflur (sjá t.d. Loayza o.fl., 2007). Sveiflur í raunlaunum mælast þær mestu hér á landi meðal OECD-ríkja á sama tíma og sparnaður íslenskra heimila hefur jafnan verið lítill. Á móti kemur reyndar öflugt lífeyrissjóðakerfi en það nýtist hins vegar einungis að takmörkuðu leyti til sveiflujöfnunar í einkaneyslu, því að sá lífeyrissparnaður er bundinn til langs tíma og því ekki nema að mjög takmörkuðu leyti aðgengilegur til ráðstöfunar á hverjum tíma. Til viðbótar hefur skatta- og bótakerfið á Íslandi tilhneigingu til að hvetja til skuldsetningar og að heimili ráðstafi tiltölulega stórum hluta sparnaðar í húsnæði sem gerir sveiflujöfnun einkaneyslu enn erfiðari. Tiltölulega vanþróað innlent fjármálakerfi dregur einnig úr möguleikum íslenskra heimila til sveiflujöfnunar, eins og áður segir, og því er líklega nokkuð stór hluti íslenskra heimila bundinn af núverandi tekjum við neysluákvæðum á hverjum tíma.

Önnur mikilvæg skýring mikilla sveiflna á Íslandi er líklega sú að sveiflujöfnun innlendrar hagstjórnar hafi ekki tekist nægilega vel. Þannig hafa opinber fjármál yfirleitt lagst með hagsveiflum fremur en að vinna á móti þeim til að jafna þær. Innlendri stjórn peningamála hefur heldur ekki tekist að skapa nægilega trausta kjölfestu fyrir verðbólgu og verðbólguvæntingar og því ekki tekist að tryggja verðstöðugleika sem jafnan er grunnforsenda efnahagslegs stöðugleika til langs tíma.

Að lokum er spurning hvort rekja megi sveiflukennda einkaneyslu til mikilla og tíðra breytinga á gengi krónunnar. Eins og áður hefur komið fram er innlend framleiðsla á iðnaðarvöru lítil og því er stærstur hluti iðnaðarvöru og varanlegrar og óvaranlegrar neysluvöru fluttur inn. Miklar gengissveiflur geta því haft töluverð áhrif á einkaneyslu með því að breyta hlutfallslegu verði innlendra og innfluttra afurða. Áhrifin geta einnig verið óbein í gegnum sveiflur í verðbólgu og launatekjum. Ætla má að þessi áhrif séu veigameiri eftir því sem gengi gjaldmiðilsins sveiflast meira með hagsveiflunni, en íslenska krónan hefur meiri tilhneigingu til að sveiflast með hagsveiflunni en gjaldmiðlar flestra annarra ríkja (Þórarinn G. Pétursson, 2010). Þetta sést einnig á mynd 5 og töflu 3 sem sýna að einkaneysla sveiflast náið með gengi krónunnar og kaupmætti ráðstöfunartekna. Á hinn bóginn virðast sveiflur í einkaneyslu ekki fylgja náið sveiflum í auðsáhrifum vegna breytinga á hlutabréfaverði, a.m.k. ekki umfram það sem kemur fram í ráðstöfunartekjum heimila. Sveiflurnar eru hins vegar tengdari sveiflum í fasteignaverði, sem er í samræmi við reynslu annarra ríkja, og virðast sveiflur í húsnæðisverði leiða sveiflu einkaneyslu.

6. Sjá t.d. grein Más Guðmundssonar, Arnórs Sighvatssonar og Þórarins G. Péturssonar (2000), þar sem sýnt er fram á að mikinn hluta hagsveiflna á Íslandi má rekja til sveiflna í viðskiptakjörum og aflabragðum.

Mynd 5  
Sveiflur í einkaneyslu, ráðstöfunartekjum og gengi<sup>1</sup>



1. Gögn eru árstíðarleiðrétt og síuð með Baxter-King tíðnisu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

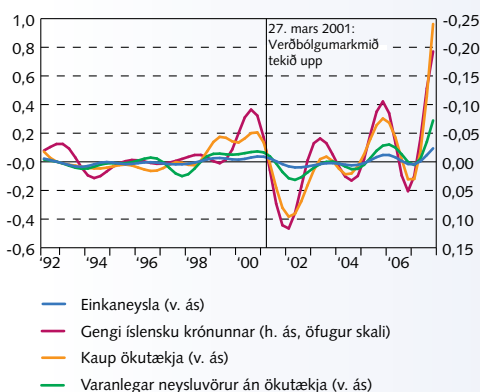
Tafla 3 Fylgni við einkaneyslu tafða um k ársfjórðunga á tímabilinu 1. ársfj. 1985 - 3. ársfj. 2007<sup>1</sup>

	k=-2	k=-1	k=0	k=1	k=2
Gengisvísitala	-0,36	-0,56	-0,69	-0,60	-0,35
Ráðstöfunartekjur	0,29	0,55	0,76	0,76	0,61
Húsnæðisverð	0,65	0,64	0,49	0,23	-0,08
Hlutabréfaverð	0,14	0,28	0,48	0,50	0,48

1. Gögn eru árstíðarleiðrétt og síuð með Baxter-King tíðnisíu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6  
Sveiflur í gengi, einkaneyslu og undirliðum  
1. ársfj. 1992 - 3. ársfj. 2007<sup>1</sup>



1. Gögn eru árstíðarleiðrétt og síuð með Baxter-King tíðnisíu.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6 sýnir þetta enn frekar en hún sýnir þróun helstu undirliða einkaneyslu og gengisþróunina. Eins og sjá má virðast kaup á varanlegum neysluvörum, eins og bifreiðum, sérstaklega háð gengisþróuninni og hafa sveiflur í þessum útgjaldaliðum aukist með auknum gengissveiflum. Þetta sést einnig í töflu 1 þar sem borðið er saman fastgengistímabilið fram til 2001 og tímabilið eftir 2001 þegar gengi krónunnar hefur flotið á markaði. Eins og sjá má hafa sveiflur í varanlegum neysluútgjöldum aukist verulega á þessu tímabili.

Það er því áleitin spurning hversu mikið af sveiflum í einkaneyslu megi rekja beinlínis til þess að Ísland hefur sjálfstæðan gjaldmiðil. Þannig er vaxandi fjöldi rannsókna sem gefur til kynna að gengi gjaldmiðla sveiflist meira en hægt er að skýra með breytingum á efnahagslegum grunnþáttum og því séu gengissveiflur ekki einungis til þess fallnar að jafna hagsveiflur heldur geti jafnvel ýkt þær (sjá t.d. Artis og Ehrmann, 2006). Niðurstöður Þórarins G. Péturssonar (2009) gefa til kynna að þessar „umfram“ gengissveiflur íslensku krónunnar séu meiri en að jafnaði hjá öðrum OECD-ríkjum og því geti sveifluaukandi áhrif gengis krónunnar verið meiri en að jafnaði í öðrum þróuðum ríkjum.

#### Heimildaskrá

- Artis, M., og M. Ehrmann (2006). The exchange rate – A shock-absorber or source of shocks? A study of four open economies. *Journal of International Money and Finance*, 25, 874-893.
- Ásgeir Danielsson (2008). The great moderation Icelandic style. Seðlabanki Íslands, Working Paper, nr. 38.
- Friedman, M., (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Loayza, N.V., R. Rancière, L. Servén, og J. Ventura (2007). Macroeconomic volatility and welfare in developing countries: An introduction. *World Bank Economic Review* 21, 343-357.
- Már Guðmundsson, Arnór Sighvatsson og Þórarinn G. Pétursson (2000). Optimal exchange rate policy: The case of Iceland. Í bókinni *Macroeconomic Policy: Small Open Economies in an Era of Global Integration*, ritstjórar Gylfi Zoëga, Már Guðmundsson og Tryggvi Þ. Herbertsson. Reykjavík: Háskólaútgáfan, 2000.
- Modigliani, F., og R. Brumberg (1954). Utility analyses and the consumption function: An interpretation of cross-section data. Í bókinni *Post Keynesian Economics*, ritstjóri K. K. Kurihara. New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.
- Rósa Björk Sveinsdóttir, Svava J. Haraldsdóttir og Þórarinn G. Pétursson (2010), „Business cycle fluctuations in Iceland“, Seðlabanki Íslands, Working Papers, væntanleg.
- Þórarinn G. Pétursson (2009). Does inflation targeting lead to excessive exchange rate volatility? Seðlabanki Íslands, Working Paper, nr. 43.
- Þórarinn G. Pétursson (2010). Inflation control around the world. Why are some countries more successful than others? Í bókinni *Inflation Targeting Twenty Years On: Past Lessons and Future Prospects*, ritstjórar D. Cobham, Ø. Eitrheim, S. Gerlach and J. F. Qvigstad. Cambridge: Cambridge University Press.

## V Fjármál hins opinbera

Frá síðustu útgáfu *Peningamála* hefur þrennt orðið til þess að bæta horfur í fjármálum hins opinbera. Í fyrsta lagi er útlit fyrir lægri vaxtakostnað af Icesave-skuldbindingum en áður hafði verið gert ráð fyrir, í öðru lagi minnkar sala bankanna til kröfuhafa vaxtakostnað þótt ekkert sé enn fast í hendi, og í þriðja lagi sýna nýjar tölur Hagstofu Íslands hærri skatttekjur en gert var ráð fyrir og meiri samdrátt samneyslu í fyrra en bráðabirgðatölur bentu til. Afkomuhorfur eru því betri en áður var talið, sem léttir á skuldastöðunni og dregur úr þörf fyrir frekari aðhaldsaðgerðir í ríkisfjármálum. Aukið aðhald er þó enn nauðsynlegt og verða aðgerðir til að ná því fram mótaðar við gerð fjárlaga fyrir árið 2011. Aðhaldsaðgerðir sem ráðist er í til að ná fram markmiðum efnahagsáætlunarinnar auka á efnahagssamdráttinn til skamms tíma, þar sem samdráttur útgjalda dregur úr innlendri eftirspurn á sama tíma og hærri skattar draga úr ráðstöfunartekjum, en jákvæð frávik frá markmiðum efnahagsáætlunarinnar um afkomu og skuldahlutfall verða að hluta nýtt til þess að styðja við efnahagsbatann.

### Samneyslan í samræmi við stefnuýfirlýsingar ...

Samneyslan dróst saman um 3% að magni til á síðasta ári sem er töluvert meiri samdráttur en Seðlabankinn spáði í síðustu *Peningamálum*, þegar gert var ráð fyrir 0,4% samdrætti á árinu. Sú spá tók mið af bráðabirgðatölum Hagstofunnar fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins. Í maí 2009 hafði bankinn hins vegar spáð 2,7% samdrætti samneyslu árið 2009 og tók sú spá mið af stefnuýfirlýsingu nýrrar ríkisstjórnar. Þar sem bráðabirgðatölur Hagstofunnar fyrir fyrri tvo fjórðunga ársins sýndu mun minni samdrátt og jafnvel vöxt voru þær spár sem komu í kjölfarið lagaðar að þeim upplýsingum. Samdráttur samneyslu eins og hann birtist í nýjustu gögnum er því í samræmi við þá stefnuýfirlýsingu sem gefin var út í apríl í fyrra.

### ... og því er áframhaldandi samdrætti samneyslu spáð

Í ljósi þess að samdráttur samneyslunnar á síðasta ári var í samræmi við stefnuýfirlýsingar tekur spáin mið af því að áætlanir stjórnvalda gangi að mestu eftir í ár. Það þýðir að mikill niðurskurður er framundan. Spá um samdrátt samneyslunnar hljóðar nú upp á 3% í ár og 3,5% á því næsta. Gangi spáin eftir hefur samneyslan aldrei fyrr dregist svo mikið saman og aldrei áður mörg ár í röð. Að magni til verður samneyslan árið 2011 svipuð og á árinu 2006.

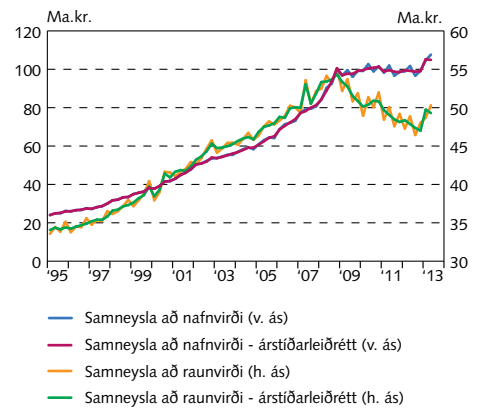
### Mikil óvissa um vaxtakostnað

Mikil óvissa er um vaxtakostnað ríkissjóðs í tengslum við Icesave-skuldbindingarnar. Lögum um ríkisábyrgð á samning þar sem kveðið var á um fasta 5,5% vexti hefur nú verið hafnað í þjóðaratkvæðagreiðslu og frekari samningum er enn ólokið. Í fyrri spám *Peningamála* um afkomu hins opinbera hefur verið gert ráð fyrir vaxtakostnaði sem tók mið af ofangreindum vaxtakjörum og að skuldbindingin væri vaxtaberandi frá byrjun árs 2009 líkt og samningurinn sagði til um. Komi til þess að fyrstu árin verði vaxtalaus samkvæmt nýjum samningi, hefði það veruleg áhrif á afkomu hins opinbera á spátímanum.

Mynd V-1

Þróun samneyslu að raun- og nafnvirði

1. ársfj. 1995 - 2. ársfj. 2013<sup>1</sup>

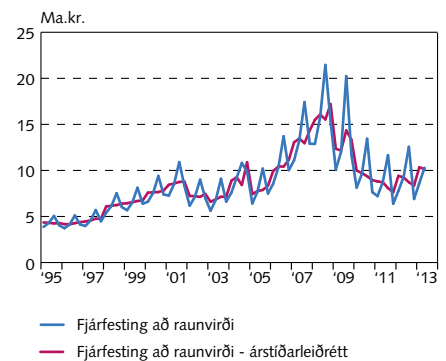


1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2013.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

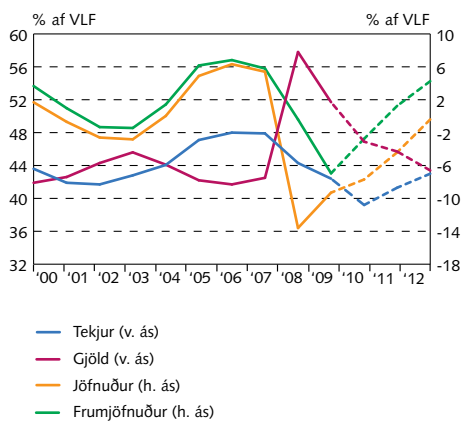
Þróun opinberrar fjárfestingar að raunvirði

1. ársfj. 1995 - 2. ársfj. 2013<sup>1</sup>



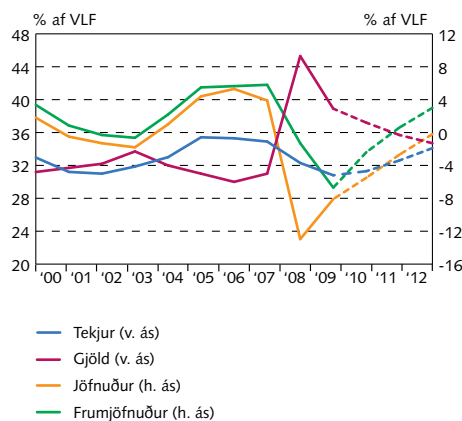
1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2013.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3  
Fjármál hins opinbera 2000-2012<sup>1</sup>



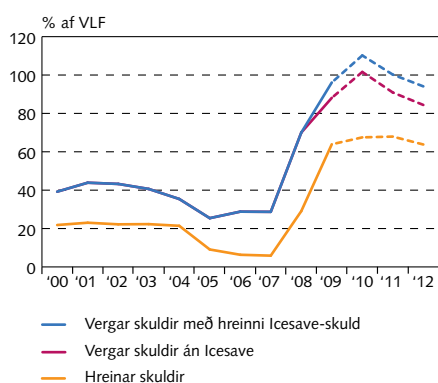
1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4  
Fjármál ríkissjóðs 2000-2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5  
Skuldir hins opinbera sem hlutfall af VLF 2000-2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

### Afkoman betri en búist var við

Í nýbirtum bráðabirgðatölum Hagstofunnar um afkomu hins opinbera á síðasta ári er ekki gert ráð fyrir að fallið hafi vaxtakostnaður á ríkissjóð vegna Icesave-skuldbindinganna. Afkoman reyndist því töluvert betri en í síðustu spá, en þar var gert ráð fyrir að hallarekstur hins opinbera myndi nema 13,5% af landsframleiðslu, en raunin varð 9,1%. Munar þar um fyrrnefnda vaxtabyrði af Icesave-skuldbindingunni, um 2 prósentur, en einnig reyndust tekjur af sköttum meiri en áætlað var, eða sem nam 2 prósentum og gjöld voru lægri sem nam 0,3 prósentum. Er það í samræmi við heldur meiri umsvif á líðandi ári en áður hafði verið gert ráð fyrir. Staðfesti endanlegar tölur þessar bráðabirgðatölur Hagstofunnar er ljóst að efnahagsáætlunin að því er varðar opinberu fjármálin er vel undir þeim tölulegu millimarkmiðum sem sett voru. Á það sérstaklega við um heildarjöfnuð en einnig frumjöfnuð. Hvernig og hve mikið stjórnvöld munu nýta það svigrúm sem hefur skapast til slökunar á aðhaldi á eftir að koma í ljós.

### Afkomuhorfur betri en áður

Markmið efnahagsáætlunarinnar er að ná fram afgangi á frumjöfnuði á árinu 2011 og heildarjöfnuði á árinu 2013. Takist að semja um betri vaxtakjör á Icesave-skuldbindingum getur það, auk hagstæðari hagvaxtarhorfa en áður var talið, orðið til þess að mun líklegra verður að markmiðið um afgang á heildarjöfnuði náist. Áfram er gert ráð fyrir að frumjöfnuður verði jákvæður árið 2011 og heildarjöfnuður árið 2013. Að því er varðar frumjöfnuð í ár eru horfur áþekkar og í síðustu spá *Peningamála* með frumhalla upp á 2,5% af landsframleiðslu í ár en á því næsta verður frumjöfnuður jákvæður um 1,3% af landsframleiðslu. Varðandi heildarjöfnuð í ár ríkir enn óvissa um áðurnefndan vaxtakostnað vegna Icesave-skuldbindinga og munar þar 1,7 prósentum í afkomu. Eins og áður segir er ekki gert ráð fyrir að vaxtakostnaður falli á ríkissjóð vegna þessara skuldbindinga í ár og er halli á heildarjöfnuði áætlaður 7,7% af landsframleiðslu. Afkomuhorfur árin 2011 og 2012 eru 1-2 prósentum betri en áður var talið sökum hærri áætlaðra tekna af sköttum og lægri vaxtakostnaðar.

### Minni hækkun óbeinna skatta

Tekjustofnar ríkissjóðs reyndust sterkari en spáð hafði verið og því líklegt að hækkun óbeinna skatta verði minni en gert var ráð fyrir. Miðað við slakann í hagkerfinu eru skattar ekki hækkaðir meira en efnahagsáætlun stjórnvalda frá því í fyrra gerir kröfu um, bæði hvað varðar töluleg markmið og tímasetningu þeirra. Því er nú gert ráð fyrir að verðlagsáhrif vegna hækkunar óbeinna skatta verði minni en í fyrri spá og nemi á næsta ári 1,4 prósentum í stað 2,4 prósentu áður.

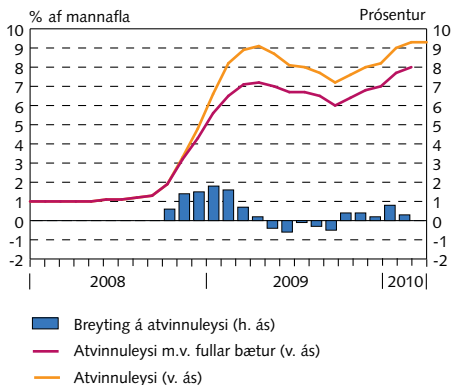
### Betur horfir með skuldastöðuna en áður

Hagstæðari samningur um Icesave-skuldbindinguna og betri afkomuhorfur skila sér beint til lækkunar á skuldahlutfalli hins opinbera. Eftir sem áður er áætlað að það verði í hámarki á þessu og næsta ári í tæplega 68% af landsframleiðslu en taki að lækka frá og með árinu 2012 og er gert ráð fyrir að það hafi lækkað niður í 57% árið 2013. Vergar skuldir ná hins vegar hámarki í ár þegar þær nema rúmlega



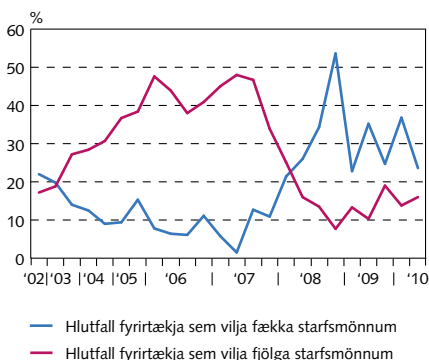
110% af landsframleiðslu. Við mat á hreinum skuldum eru aðeins taldar til eigna handbærar peningalegar eignir hins opinbera í sjóðum. Ef jafnframt er tekið mið af öðrum peningalegum eignum að undanskildum hlutabréfum, eignarhlutum og stofnfé, eru hreinar skuldir hins opinbera á bilinu 45-50% af landsframleiðslu.

Mynd VI-1  
Atvinnuleysi janúar 2008 - mars 2010



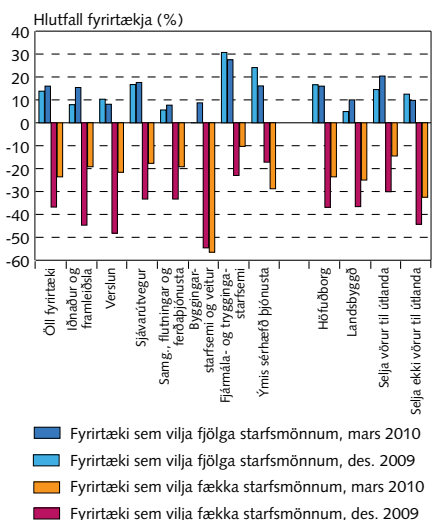
Heimildir: Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2  
Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga eða fækka starfsmönnum á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VI-3  
Fyrirtæki sem hyggja á starfsmannabreytingar á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

## VI Vinnumarkaður og launapróun

Sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar hefur auðveldað aðlögun þjófðar-búskaparins að efnahagsáfallinu. Dreigið hefur úr atvinnuþátttöku, vinnutími styst og brottflutningur fólks verið meiri en á fyrri samdráttarskeiðum. Þessi aðlögun hefur haft í för með sér að framleiðni vinnuafis hefur aukist þar sem heildarvinnustundum fækkaði töluvert meira á síðasta ári en sem nemur samdrætti framleiðslu. Aðlögun á vinnumarkaði eftir áfallið á árinu 2008 mun taka nokkur ár. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að atvinnuleysi haldist mikið út þetta ár og byrji ekki að minnka fyrr en snemma á næsta ári. Gert er ráð fyrir heldur meiri launahækkunum en í síðustu spá vegna góðrar afkomu útflutningsfyrirtækja.

### Atvinnuleysi í takt við spá

Skráð atvinnuleysi hefur aukist það sem af er ári og nam 9,2% á fyrsta fjórðungi ársins eins og gert var ráð fyrir í janúarspá *Peningamála*. Atvinnuleysi er nú aftur orðið svipað og það var þegar það náði hámarki í apríl á síðasta ári. Fjöldi atvinnulausra á skrá er einnig svipaður og þá eða um 16.500. Atvinnulausum hefur fjölgað í öllum atvinnugreinum nema fjármálastarfsemi frá síðasta sumri.

Þótt fjöldi atvinnulausra hafi aukist hafa breytingar á aðferðum við útreikning atvinnuleysis og breytingar á atvinnuleysisbótarétti í för með sér að samanburður á atvinnuleysi milli ára er erfiður (sjá nánar umfjöllun í rammagrein VI-1). Atvinnuleysi mun mælast um ½-1 prósentu minna en ella í ár vegna þess að réttur sjálfstætt starfandi til að sækja um atvinnuleysisbætur á móti hlutastarfi hefur verið skertur og námsmenn í námsleyfum eiga ekki lengur rétt á bótum t.d. í sumarleyfi. Þrátt fyrir nokkra óvissu er þó ljóst að atvinnuleysi hefur aukist frá sl. sumri og vísbendingar eru um að það eigi enn eftir að aukast.

### Fleiri fyrirtæki hyggjast fækka starfsfólki en fjölga

Væntingar almennings um atvinnuástandið hafa verið nokkuð stöðugar undanfarna mánuði samkvæmt væntingavísitölu Capacent Gallup, en væntingar fyrirtækja hafa heldur glæðst samkvæmt viðhorfskönnun sem Capacent Gallup gerði í mars meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Færri fyrirtæki vildu fækka starfsmönnum í mars en í sambærilegri könnun í desember og fleiri hyggjast fjölga starfsmönnum.<sup>1</sup> Í ljósi lágs raungengis kemur ekki á óvart að það eru frekar fyrirtæki sem selja vörur og þjónustu til útlanda sem vilja fjölga starfsmönnum. Niðurstöður könnunarinnar benda þó til að vinnumarkaðurinn eigi enn eftir að veikjast nokkuð, því 6% fleiri fyrirtæki vilja fækka starfsfólki næstu sex mánuði en fjölga þeim. Könnun sem Samtök atvinnulífsins gerðu meðal félagsmanna sinna í apríl sýnir einnig að fleiri fyrirtæki vilja fækka en fjölga starfsmönnum. Áætlað er að nettó-fækkun starfsmanna geti orðið um 1.500 starfsmenn á árinu, sem

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 mars/apríl og september á hverju ári á meðan hinar tvær eru minni í sniðum og framkvæmdar í maí/júní og desember.

samsvarar því að atvinnuleysi aukist um tæpa prósentu. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar og tölur um flutninga til og frá landinu á fyrsta fjórðungi ársins sýna að aðlögun vinnumarkaðarins heldur áfram, en mun hægar.

### Yfir helmingur atvinnulaus lengur en sex mánuði

Þótt opinberar upplýsingar skorti um ástæður þess að fólk fer af atvinnuleysisrá, eru vísbendingar um að nokkur hreyfing sé á fólki af skrá í vinnu. Langtímaatvinnuleysi (þ.e. atvinnulausir lengur en sex mánuðir) hefur þó aukist í takt við aukið atvinnuleysi og var hlutfall þeirra sem höfðu verið atvinnulausir í sex mánuði eða lengur 52% í ágúst sl. Langtímaatvinnuleysi minnkar alltaf tímabundið frá sumri og fram á vetrarmánuði þar sem hluti þeirra sem hefur verið atvinnulaus fær vinnu yfir sumarmánuðina, en hlutfall langtímaatvinnulausra af atvinnulausum var aftur komið í 52% í mars. Í síðustu niðursveiflu varð hlutfall langtímaatvinnulausra hæst um þriðjungur atvinnulausra. Eins og fram kemur á mynd VI-5 er þessi aukning langtímaatvinnuleysis í takt við þróunina á fyrri samdráttarskeiðum.<sup>2</sup>

### Atvinnuþátttaka svipuð og í niðursveiflunni á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar

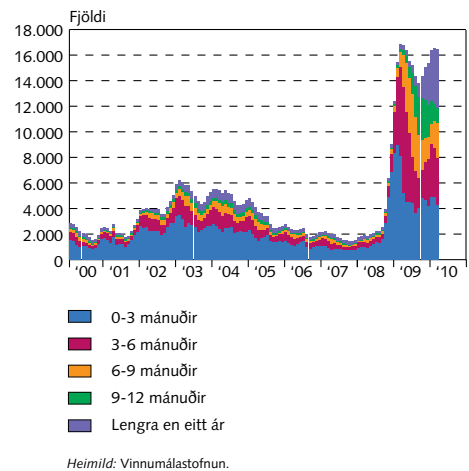
Fyrst eftir að kreppan skall á kom minnkandi eftirspurn eftir vinnuafli fram í fjölgun atvinnulausra en frá og með öðrum ársfjórðungi árið 2009 fjölgaði einnig þeim sem yfirgáfu vinnumarkaðinn. Þetta eru dæmigerð viðbrögð við alvarlegum kreppum og reynsla úr öðrum fjármálakreppum gefur til kynna að hluti þessa fólks muni jafnvel ekki snúa aftur á vinnumarkaðinn. Atvinnuþátttaka hefur minnkað um 2,3 prósentur frá því að hún var mest árið 2007 og var 81% á síðasta ári. Þrátt fyrir að áfallið nú sé töluvert meira en í niðursveiflunni á fyrri hluta síðasta áratugar er atvinnuþátttaka svipuð.

Viðbrögðin við minnkandi eftirspurn eftir vinnuafli eru sem fyrir nokkuð mismunandi eftir aldurshópum. Eins og jafnan áður er það fyrst og fremst atvinnuþátttaka yngsta aldurshópsins, 16-24 ára, sem breytist í takt við hagsveifluna (sjá mynd VI-6). Í uppsveiflunni jókst atvinnuþátttaka í þessum aldurshópi úr 72% árið 2004 í 80% árið 2007 en var orðin 73,5% á síðasta ári. Hlutur yngsta launafólksins í samdrætti vinnuafslins er því mun meiri (60%) en nemur hlutfalli þeirra af vinnuaflinu (16%).

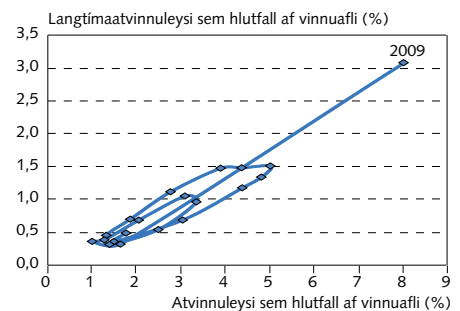
### Brotflutningur erlendra ríkisborgara reyndist meiri en áður var talið

Sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar hefur í fyrri hagsveiflum einnig komið fram í því að Íslendingar hafa flutt til og frá landinu í takt við eftirspurn eftir vinnuafli. Mikið innstreymi erlends starfsfólks til Íslands á undanförunum árum hefur aukið þennan sveigjanleika enn frekar. Á árunum 2005-2008 voru aðfluttir erlendir ríkisborgarar umfram brott-

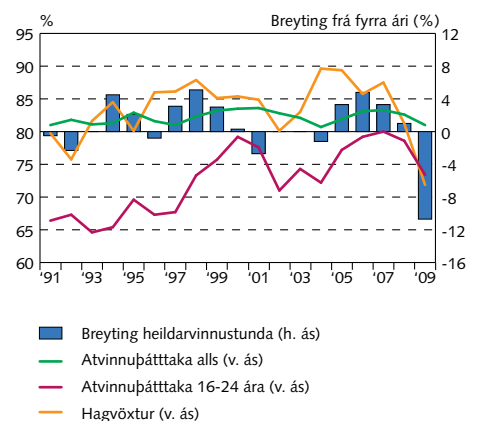
Mynd VI-4  
Atvinnuleysi eftir lengd  
febrúar 2000 - mars 2010



Mynd VI-5  
Samband atvinnuleysis og  
langtímaatvinnuleysis 1990-2009

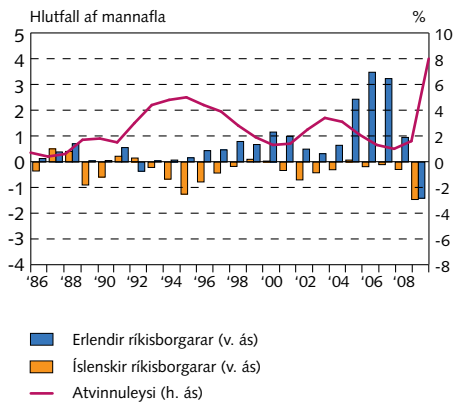


Mynd VI-6  
Atvinnuþátttaka, heildarvinnustundafjöldi  
og hagvöxtur 1991-2009<sup>1</sup>



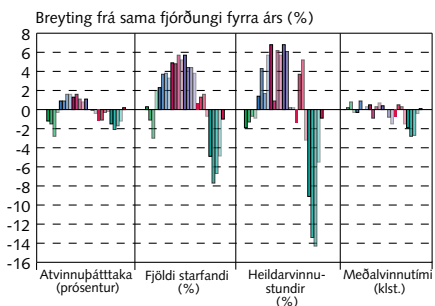
2. Eins og fram kemur á mynd VI-4 var langtímaatvinnuleysi einnig nokkurt í uppsveiflunni, en um fjórðungur þeirra sem var atvinnulaus árið áður en kreppan skall á hafði verið atvinnulaus lengur en sex mánuði, þótt fjöldinn væri aðeins lítið brot af því sem varð eftir að hún skall á, eða 6,5%.

Mynd VI-7  
Brotflutningur, atvinnuleysi og hagvöxtur  
1986-2009



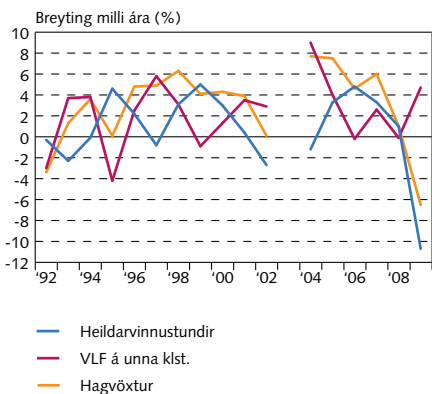
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-8  
Breytingar á vinnuafli  
1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2010



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-9  
Hagvöxtur og heildarvinnustundir 1992-2009<sup>1</sup>



1. Tölur vinnumarkaðskönnunar eftir 2003 eru ekki fullllega sambærilegar við eldri tölur.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

flutta rúmlega 16 þúsund. Nokkur óvissa var fram eftir síðasta ári um viðbrögð erlendra starfsmanna í kjölfar efnahagserfiðleikanna. Þar til lokatölur fyrir árið 2009 lágu fyrir virtist sem brottflutningur erlendra ríkisborgara væri óverulegur. Niðurstaðan var hins vegar að um 2.400 fleiri erlendir ríkisborgarar fluttu frá landinu en til þess, eða um 15% af þeim sem fluttu til landsins í uppsveiflunni.<sup>3</sup> Hluttur erlendra ríkisborgara af mannfjölda er nú tæplega 7%. Fjöldi íslenskra ríkisborgara sem fluttu frá landinu umfram þá sem fluttu til landsins var nánast jafnmikill. Alls fluttu því tæplega 5.000 fleiri frá landinu en til þess á síðasta ári og má áætla að atvinnuleysi hefði að öðru óbreyttu verið um 2-2½ prósentu meira en ella án brottflutnings frá landinu. Hreint útlæði fólks í kjölfar efnahagssamdráttar hefur því verið töluvert meira en í fyrri efnahagskreppum hér á landi, enda samdráttur efnahagslífsins töluvert meiri og innflæði vinnuafls á tímum uppsveiflunnar sem á undan fór mun meira en áður.

### Fyrirtæki lækka starfshlutfall til að draga úr launakostnaði

Atvinnurekendur sem vilja draga úr kostnaði geta gert það á annan hátt en með lækkun nafnlauna. Töluvert hefur verið um að fyrirtæki lækki starfshlutföll í þessari niðursveiflu. Tölur úr Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar sýna að fólki í hlutastörfum fjölgaði um rúmlega 10% milli ára og vinnutími fólks í fullu starfi minnkaði um 1,5 klst. á viku. Meðalvinnutími hefur dregist saman um 2,8 klukkustundir á viku frá því að hann varð mestur í síðustu uppsveiflu árið 2006. Samdráttur heildarvinnutíma samsvarar því að fækkað hafi á vinnumarkaði um u.þ.b. 28 þúsund ársverk á síðasta fjórðungi 2009 frá því að vinnuafslnotkunin náði hámarki í aðdraganda kreppunnar á öðrum ársfjórðungi 2008, eða sem samsvarar 16½% af vinnuaflinu. Kosturinn við að draga úr vinnuafslnotkun með því að draga úr vinnutíma hvers og eins í stað þess að fækka starfsmönnum er að aðlögun eftirspurnar verður auðveldari þar sem samdráttur tekna einstaklinga verður minni en ella. Það leiðir einnig til minna taps á mannauði og minni kostnaðar við endurþjálfun þegar eftirspurn tekur við sér á ný. Á móti kemur að starfsmenn geta festst í atvinnugreinum og störfum sem eiga ekki framtíð fyrir sér. Það gæti leitt til meira atvinnuleysis en ella eftir að hagvöxtur hefur tekið við sér. Einnig er líklegt að þetta hafi dregið nokkuð úr þrýstingi á nafnlaunalækkanir.

### Samdráttur vinnuafslnotkunar töluvert meiri en samdráttur landsframleiðslu

Aðlögun að efnahagssamdrættinum hefur haft í för með sér að landsframleiðsla á unna stund hefur aukist þar sem heildarvinnustundum fækkaði töluvert meira á síðasta ári en sem nemur samdrætti landsframleiðslu (sjá mynd VI-9). Heildarvinnustundum fækkaði um tæplega 11% á síðasta ári og unnum mannrúmum um 10% en landsframleiðsla dróst saman um 6,5%. Landsframleiðsla á unna stund jókst því um tæplega 4,7% milli ára og undirliggjandi framleiðni m.v. ársverk jókst um 2½%. Framleiðni vinnuafslsins jókst því í kjölfar hrunsins.

3. Flestir voru þegar farnir úr landi en ekki afskráðir úr þjóðskrá fyrr en í lok ársins.

Svipaða þróun má sjá í fyrri niðursveiflum.<sup>4</sup> Hún er einnig svipuð og í Bandaríkjunum þar sem vinnumarkaður er einnig mjög sveigjanlegur. Þar hefur bæði starfandi fólk og heildarvinnustundum fækkað það mikið að framleiðsla á unna klukkustund hefur aukist. Þróunin víða í Evrópu hefur hins vegar verið sú að fyrirtæki hafa haldið vinnuafli þrátt fyrir samdrátt eftirspurnar og framleiðni því minnkað.

### Umsamdar hækkunir vega upp launalækkunir

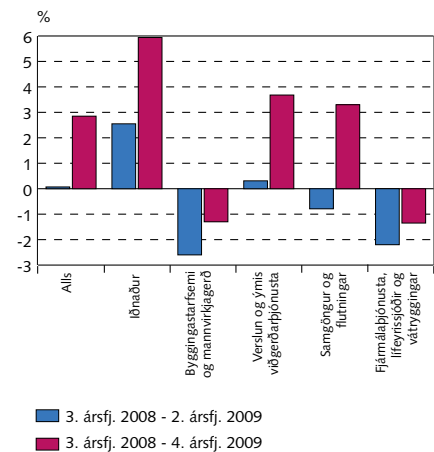
Áhersla á hækkun lægstu launa í kjarasamningunum árið 2008 leiddi til þess að laun í fjölmönnum atvinnugreinum þar sem láglaunahópar vega þungt, t.d. í iðnaði og verslun, hækkuðu töluvert á seinni hluta síðasta árs. Eins og sjá má á mynd VI-10 hafa samningsbundnar launalækkunir sem komu til framkvæmda í júlí og nóvember vegið upp lækkun nafnlauna á fyrstu fjórðungunum eftir hrun. Í samgöngugeiranum hefur tæplega 1% lækkun launa frá þriðja ársfjórðungi 2008 fram á annan ársfjórðung 2009 snúist í rúmlega 3% hækkun á seinni hluta ársins, en þar kann einnig að hafa átt sér stað nokkurt launaskrið vegna tengsla greinarinnar við ferðaþjónustu. Einnig er áhugavert að sjá að í greinum sem samdráttur innlendrar eftirspurnar hefur bitnað hart á, eins og í verslun og þjónustu, hækkuðu laun um 3,5% á seinni hluta ársins. Sennilega er það ekki góð afkoma fyrirtækja í greininni sem skýrir þessa hækkun heldur vægi láglaunahópa og þar með áhrif kjarasamningsbundinna launa. Launahækkunin gæti því kallað á frekari niðurskurð og fækkun starfa í þessum atvinnugeirum til að mæta auknum launakostnaði.

### Kallar lágt launahlutfall á leiðréttingu?

Þróun launa mun hafa töluvert áhrif á vinnuafleiftirspurn á næstu misserum. Hlutfall launa af vergum þáttatekjum jókst verulega í uppsveiflunni enda launahækkunir miklar og varð hæst rúmlega 70% á árunum 2006 og 2007. Hátt launahlutfall hefur hvatt fyrirtæki til þess að lækka rekstrarkostnað með því að draga úr vinnuafslnotkun og lækka laun eftir að samdráttarskeiðið hófst. Launahlutfallið lækkaði strax á árinu 2008 og síðan enn frekar árið 2009 og var þá orðið 57%. Þótt hlutfall launa af vergum þáttatekjum hafi verið orðið töluvert hátt í uppsveiflunni má leiða að því líkur að lækkun þess síðan þá sé orðin það mikil að leiðrétting þess upp á við sé líkleg. Þótt launahlutfallið hafi vissulega verið svipað á síðasta ári og það varð lægst í niðursveiflunni á síðasta áratug, var það langt undir meðaltölum undanfarinna áratuga (sjá mynd VI-11).<sup>5</sup> Það gæti þó haldist lágt lengur en þá þar sem áfallið sem þjóðarbúið hefur orðið fyrir er mun meira en þá. Líklega hefur það atvinnuleysi sem samsvarar jafnvægi á vinnumark-

Mynd VI-10

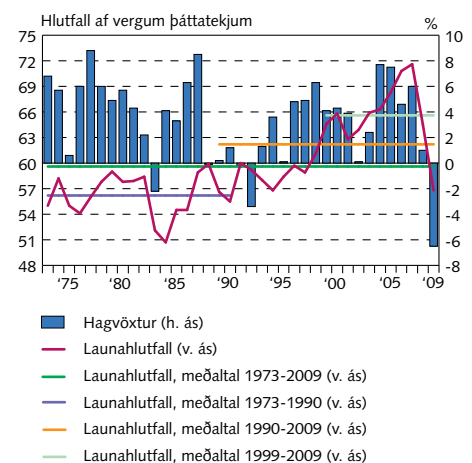
Launabreytingar eftir atvinnugreinum  
3. ársfj. 2008 - 4. ársfj. 2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-11

Launahlutfall og hagvöxtur 1973-2009

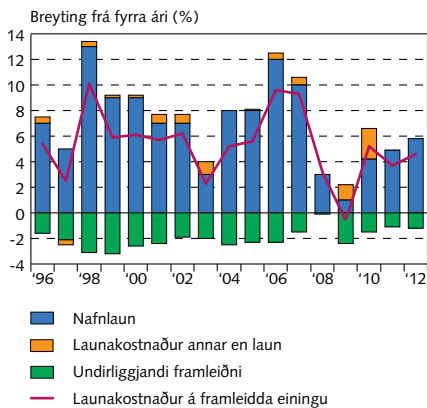


Heimild: Hagstofa Íslands.

4. Sveiflur í heildarvinnustundafjölda eru meiri á þessum áratug þar sem Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar nær yfir allt árið frá árinu 2003 í stað einnar viku í apríl og nóvember áður.  
5. Hækkun hlutfalls launakostnaðar í lok síðustu aldar endurspeglar að raunlaun uxu hraðar en framleiðni á þessu tímabili. Þegar horft er til alls tímabilsins frá 1973 er rétt að hafa í huga að hér eru eigin laun sjálfstætt starfandi einstaklinga skráð með hagnaði en ekki launum. Þróun í fjölda sjálfstætt starfandi (t.d. fækkun bænda og fjölgun sjálfstætt starfandi iðnaðarmanna) hefur þess vegna áhrif á þróun launahlutfallsins. Þróun í vægi einstakra greina (t.d. aukin vægi þjónustu, þ.m.t. opinberrar þjónustu, þar sem launahlutfallið er tiltölulega hátt) hefur einnig áhrif á þróun launahlutfallsins í heild. Það er því rétt að fara varlega í að draga ályktanir af þróun launahlutfallsins yfir langt tímabil.

Mynd VI-12

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirlíða 1996-2012<sup>1</sup>



1. Jákvæður vöxtur framleiðni kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

aði heldur hækkað í kjölfar fjármálakreppunnar, í samræmi við reynslu annarra landa.

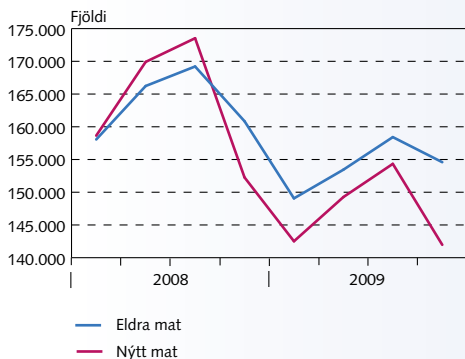
Tvennt gæti hins vegar flýtt leiðréttingu launahlutfallsins: niðurstöður þeirra kjarasamninga sem gerðir verða í lok árs og staða íslensku krónunnar. Flestir kjarasamningar á vinnumarkaði verða lausir í lok ársins og gæti orðið þrýstingur á leiðréttingu launahlutfallsins í þeim. Þó verður að telja fremur ólíklegt að sótt verði hart fram ef marka má söguna og ef atvinnuleysi helst hátt eins og gert er ráð fyrir í spánni sem hér er birt. Ári áður en launahlutfallið varð lægst á síðasta áratug hafði verkalýðshreyfingin samið um engar almennar launabreytingar á næstu tveimur árum. Þó var atvinnuleysi nær helmingi minna þá en það er nú. Hins vegar var afkoma sjárvarútvegsins þá slæm, ólíkt því sem nú er. Telja má líklegt að töluverður þrýstingur geti einmitt skapast í komandi kjarasamningum í þeim fyrirtækjum sem hafa séð hagnað sinn aukast vegna veiks gengis, og gætu fyrirtækin látið hluta af honum í hærri laun. Verkfallsaðgerðir í samgöngugeiranum eru nýlegt dæmi um að þrýstings sé farið að gæta í útflutningstengdum fyrirtækjum. Verði verulegar launabreytingar í þessum fyrirtækjum sem síðan hafa áhrif í innanlandsgreinum, gæti það leitt til enn frekari niðurskurðar og fækkunar starfa til að mæta auknum launakostnaði sem ekki væri innistæða fyrir.

## Rammagrein VI-1

### Breyting á áætlun ársverka

Mynd 1

Fjöldi starfandi  
1. ársfj. 2008 - 4. ársfj. 2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

Vegna breytinga á hlutverkum ráðuneyta hefur Vinnumálastofnun (VMS) frá og með janúar sl. tekið við af fjármálaráðuneytinu (FMR) við að áætla ársverka fjölda fyrir útreikning á hlutfalli atvinnulausra af vinnuafli. Samkvæmt upplýsingum frá VMS verður áfram stuðst við svipaða aðferðafræði og notuð var í FMR, nema hvað tekið verður meira tillit til upplýsinga sem fram koma um þróun á vinnumarkaði á árinu. Í stað þess að gefa út áætlun um ársverk fyrir árið í heild í janúar ár hvert verður áætlunum breytt í takt við t.d. ársfjórðungslegar niðurstöður Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands (VMK).<sup>1</sup> Óvist er því hversu sambærilegar ársverkaáætlanirnar verða við þessa breytingu.

Áætlun ársverka skiptir miklu máli fyrir mat á framleiðni og þróun á vinnumarkaði, en einnig fyrir spár um ráðstöfunartekjur og einkaneyslu. Þar sem ljóst er að ársverkaáætlun eins og hún hefur verið framkvæmd hingað til hefur ekki tekið tillit til þeirra miklu breytinga sem verða á heildarvinnustundum yfir hagsveifluna hefur verið til skoðunar innan Seðlabankans að breyta um aðferðafræði og nýta upplýsingar um heildarvinnustundafjölda úr VMK við áætlun ársverka. Vegna breytinga á umsjón áætlunar ársverka var ákveðið að stíga skrefið nú.

Þessi breyting hefur töluverð áhrif á mat á framleiðni og launakostnaði á árinu 2009 þar sem samdráttur ársverka verður töluvert meiri með nýju aðferðinni en áður var áætlað sem hefur í för með sér að undirliggjandi framleiðni eykst í stað þess að dragast saman. Til viðbótar við þessa breytingu sýna nýjar þjóðhagsreikningatölur að launakostnaður jókst mun minna á síðasta ári en áður var talið. Áhrif þessara tveggja breytinga eru því lítils háttar lækkun launakostnaðar á framleidda einingu í stað rúmlega 7% aukningar í janúarspánni.

1. Árin 2006 og 2007 var áður birtri ársverkaáætlun þó breytt fyrir seinni hluta ársins í ljósi mikilla breytinga á vinnuafli.

### Gert ráð fyrir meiri launahækkunum

Vegna góðrar afkomu útflutningsfyrirtækja hafa forsendur spárinnar um launaskrið á þessu ári verið hækkaðar lítillega. Af sömu ástæðu hafa forsendur um launabreytingar í komandi kjarasamningum og launaskrið einnig verið hækkaðar, en ekki er gert ráð fyrir að þær smitist áfram yfir í aðrar greinar. Ekki er heldur gert ráð fyrir miklum þrýstingi við gerð næstu kjarasamninga á að leiðrétta kaupmátt launa sem hefur dregist saman um 13% frá því að hann hóf að dragast saman í upphafi árs 2008, þar sem talið er líklegt að slakinn á vinnumarkaði muni veða á móti þeim kröfum.

### Framleiðni eykst allt spátímabilið

Eins og fram kemur í rammagrein VI-1 er nú miðað við tölur úr Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar við áætlun ársverka á vinnumarkaði. Einnig hafa áætlanir um launakostnað breyst og taka nú mið af tölum sem Hagstofan hefur birt um þjóðhagsreikninga fyrir síðasta ár. Áhrif þessara breytinga á framleiðni, laun og launakostnað eru töluverð á árinu 2009. Samdráttur heildarvinnustunda er nú metinn rúmlega 10% í stað 7% áður sem, ásamt minni samdrætti landsframleiðslu, hefur í för með sér að undirliggjandi framleiðni eykst um 2½% í stað þess að dragast saman um rúmlega 1%. Nýjar áætlanir um launakostnað sýna að hann jókst aðeins um tæplega 1% að nafnvirði milli árána 2008 og 2009 í stað tæplega 5% í síðustu spá. Launakostnaður á framleidda einingu er því talinn hafa minnkað um ½% á síðasta ári í stað þess að aukast um rúmlega 7%.

Framleiðni er einnig talin aukast meira á næstu tveimur árum en í síðustu spá. Eins og áður sagði er gert ráð fyrir meiri nafnlaunahækkunum á þessu ári og nokkru meiri launahækkunum á næstu árum í nýjum kjarasamningi. Annar launakostnaður eykst einnig vegna hækkunar tryggingagjalds í ár.

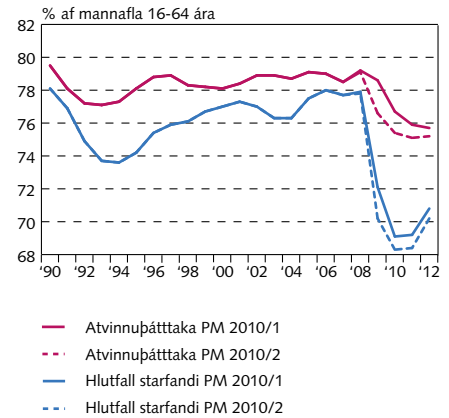
Meiri framleiðnivöxtur í ár hefur í för með sér að launakostnaður á framleidda einingu eykst um prósentu minna á þessu ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Meiri nafnlaunahækkunir á seinni hluta spátímans og heldur minni framleiðniaukning í lok hans hefur hins vegar í för með sér að launakostnaður á framleidda einingu verður heldur meiri árið 2012 en áður var talið og eykst um 4½%.

### Atvinna og atvinnuþátttaka dragast saman á spátímanum

Gert er ráð fyrir að bæði atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi fólks 16-64 ára lækki töluvert meira en á samdráttarskeiðinu í byrjun síðasta áratugar. Eins og fram kom hér að framan hefur meiri brottflutningur fólks frá landinu á síðasta ári en áður hafði verið gert ráð fyrir haft í för með sér að nú er talið að atvinnuþátttaka aldurshópsins 16-64 ára verði minni allt spátímabilið. Atvinnuþátttaka er nú talin hafa verið rúmlega 2 prósentum minni á síðasta ári en í síðustu spá eða tæplega 77%, og verði um prósentu minni í ár og á næsta ári. Gert er ráð fyrir að atvinnuþátttaka verði tæplega 4 prósentum minni á árinu 2012 en hún var árið 2008.

Breyting á áætlun ársverka hefur einnig í för með sér að hlutfall starfandi fólks af mannfjölda á aldrinum 16-64 ára lækkar töluvert meira en áður var talið allt spátímabilið. Í ár og á næsta ári er áætlað

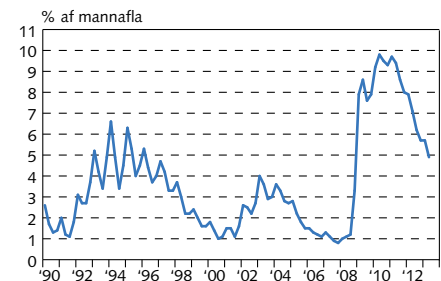
Mynd VI-13  
Atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi  
1990-2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-14  
Atvinnuleysi

1. ársfj. 1990 - 2. ársfj. 2013<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2013.  
Heimildir: Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

að þetta hlutfall verði tæplega 2 prósentum lægra en í fyrra og 9½ prósentu lægra en þegar það varð hæst í uppsveiflunni á árunum 2006-2008. Hlutfallið hækkar síðan aftur í takt við aukna atvinnu og minnkandi atvinnuleysi á árinu 2012.

### **Atvinnuleysi svipað og í síðustu spá**

Vinnumarkaðir taka oftast seinna við sér en hagvöxtur eftir efnahagsáfall. Algengt er að vinnuaflsnotkun dragist jafnvel saman í upphafi efnahagsbata. Eins og í öðrum löndum jókst atvinna t.d. hægt eftir niðursveifluna í byrjun aldarinnar.<sup>6</sup> Um langt skeið eftir að hagvöxtur hafði tekið kröftuglega við sér dró verulega úr vinnuaflsnotkun. Atvinnuleysi jókst jafnvel fram á mitt árið 2004. Svipaða sögu er að segja um lönd þar sem sveigjanleiki vinnumarkaðar er einnig mikill eins og Bandaríkin.

Rannsóknir benda til þess að eðli áfalla skipti jafnan máli fyrir þróun á vinnumarkaði eftir að samdráttarskeiðinu lýkur.<sup>7</sup> Að jafnaði eykst atvinna ekki aftur fyrr en þremur ársfjórðungum eftir að hagvöxtur hefur tekið við sér í venjulegum samdrætti og atvinnuleysi nær ekki toppi fyrr en tveimur ársfjórðungum síðar. Áhrifin eru jafnvel meiri ef um fjármálakreppu og/eða húsnæðisbólgu er að ræða. Vegna sveigjanleika vinnumarkaðar gerir sú spá sem hér er birt ráð fyrir svipuðum hraða bata í atvinnu og á venjulegu samdráttarskeiði, en samkvæmt spánni tekur atvinna að aukast á ný milli ársfjórðunga á þriðja fjórðungi næsta árs eða um ári seinna en hagvöxtur verður jákvæður. Atvinnuleysi tekur einnig að minnka á svipuðum tíma en það verður þó enn mjög mikið miðað við íslenskar aðstæður eða um 9% árið 2011 og tæplega 6% á árinu 2012.

6. Sjá „Ráðgátur á vinnumarkaði“ eftir Rannveigu Sigurðardóttur í *Peningamálum* 2005/1.

7. Sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2010). *World Economic Outlook*, apríl 2010.



## VII Ytri jöfnuður

Viðskiptahallinn á árinu 2009 mældist mun minni en á árinu áður, var neikvæður um 50 ma.kr. eða 3,3% af vergri landsframleiðslu. Afgangur var á vöru- og þjónustuviðskiptum en 161 ma.kr. halli var á jöfnuði þáttatekna. Í þeim tölum eru meðtaldar reiknaðar vaxtatekjur og áfallin gjöld vegna innlánsstofnana í slitameðferð. Þar sem þessar tekjur og gjöld endurspeglar ekki eiginlegt gjaldeyrisflæði heldur eru að mestu reiknaðar stærðir sem þurrkast út þegar þrotabúin verða gerð upp, er eðlilegt að horfa fram hjá þeim við greiningu á ytri jöfnuði. Án þeirra var viðskiptajöfnuðurinn jákvæður um 3% á árinu 2009.

### Jákvæð þróun á vöru- og þjónustujöfnuði ...

Vöruskiptajöfnuðurinn var jákvæður allt síðasta ár, að janúarmánuði undanskildum, mælt á föstu gengi. Árssamdráttur innflutnings náði hámarki um mitt síðasta ár en heldur hafði dregið úr honum undir lok ársins. Í desember jókst innflutningur á milli ára á föstu gengi. Í heild dróst verðmæti innflutnings saman um 38% á árinu 2009, en um 24% að magni til. Útflutningsverðmæti dróst einnig töluvert saman á árinu 2009 eða um 20%, einkum vegna mikillar lækkunar á álverði og verði sjávarafurða. Útflutningur jókst hins vegar um rúmlega 6% að magni til. Á fyrsta fjórðungi þessa árs var afgangur á vöruskiptum við útlönd sem nam rúmlega 31 ma.kr.

Þjónustuviðskiptin voru jákvæð á árinu 2009 um 33 ma.kr., en þjónustujöfnuður hefur ekki mælst jákvæður frá árinu 1997. Lítils háttar halli var á fyrsta ársfjórðungi, en frá þeim tíma hafa þjónustuviðskiptin verið jákvæð. Auknar tekjur af samgöngum, ferðapjónustu og annarri þjónustu eru meginþing þessa viðsnúnings.

Horfur eru á áframhaldandi afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum á þessu ári. Gert er ráð fyrir töluverðri hækkun útflutningsverðs, áframhaldandi lágu raungengi og horfur um alþjóðaviðskipti eru jákvæðar. Greiðslukortatölur hafa sýnt fram á fremur dræma byrjun ársins í ferðapjónustu en útlit er fyrir gott vor og sumar, að því gefnu að eldgosíð í Eyjafjallajökli dragi ekki úr tekjum af ferðamönnum. Því er gert ráð fyrir að útflutningsverðmæti vöru og þjónustu verði meira en í síðustu spá og að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði muni samsvara allt að 10% af vergri landsframleiðslu á öllum spátímanum.

### ... en þáttatekjuhallinn er enn töluverður

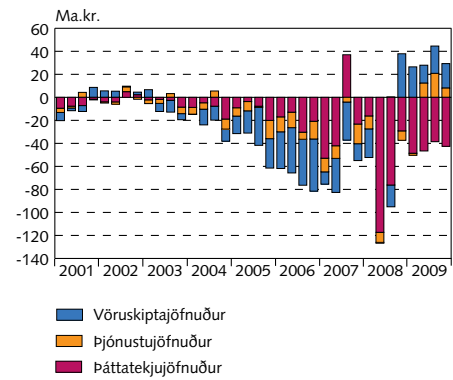
Þrátt fyrir töluverðan afgang á vöru- og þjónustuviðskiptum í fyrra var mikill halli á þáttatekjujöfnuði. Viðskiptajöfnuður var því neikvæður um 3,3% af vergri landsframleiðslu á árinu.

Þáttatekjuhallinn, sem nam 161 ma.kr. á árinu 2009, má einkum rekja til halla á vaxtatekjujöfnuði. Hann var neikvæður um 172 ma.kr., en á móti kom að ávöxtun hlutafjár var jákvæð á árinu í heild. Í heild minnkaði þáttatekjuhallinn verulega frá árinu áður, eða um 5 prósentur, og nam 11% af landsframleiðslu. Minnkun þáttatekjuhallans skýrist einkum af mun minni halla á vaxtatekjujöfnuði, hann fór úr 21% af landsframleiðslu á árinu 2008 í 11,5% af landsframleiðslu á árinu 2009, en vextir voru mun lægri á árinu 2009 en á árinu 2008.

Mynd VII-1

### Undirþættir viðskiptajafnaðar<sup>1</sup>

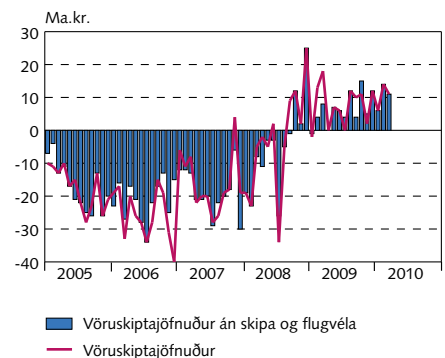
1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2009



Mynd VII-2

### Vöruskiptajöfnuður

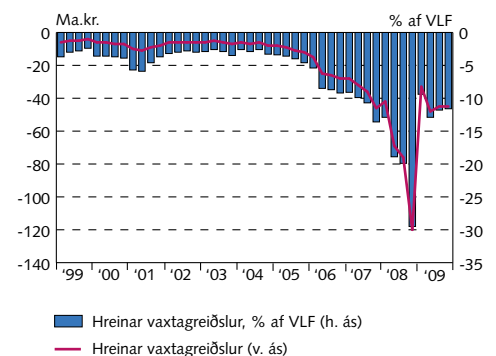
Á föstu gengi, janúar 2005 - mars 2010



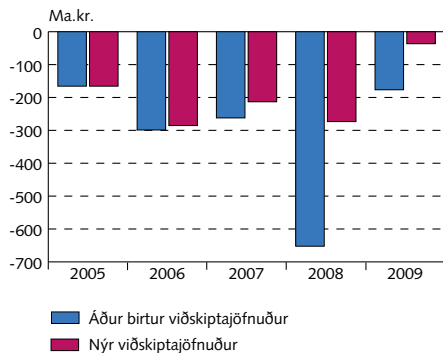
Mynd VII-3

### Hreinar erlendar vaxtatekjur

1. ársfj. 1999 - 4. ársfj. 2009



Mynd VII-4  
Viðskiptajöfnuður 2005-2009<sup>1</sup>



1. Fyrir árið 2009 eru eingöngu gögn fyrir 1. ársfj. - 3. ársfj.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Endurskoðun leiðir í ljós mun minni viðskiptahalla en áður var talið

Þrátt fyrir að halli á þáttatekjujöfnuði hafi verið töluverður á árunum 2006-2009, er hann nú mun minni en opinberar tölur bentu til við útgáfu síðustu *Peningamála*, sérstaklega á árinu 2008. Frá útgáfu *Peningamála* í janúar hefur verið gerð töluverð endurskoðun á þáttatekjujöfnuði á árunum 2006-2008 annars vegar og á áður birtum tölum fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins 2009 hins vegar. Byggist endurskoðunin fyrir árin 2006-2008 á nýrri aðferðafræði við útreikning á beinni fjárfestingu (sjá nánar í rammagrein VII-1). Breytingin hefur í för með sér að halli á þáttatekjujöfnuði á árunum 2006 og 2007 mælist nú minni en áður og töluvert minni á árinu 2008. Viðskiptahallinn á þessum árum er því mun minni en áður var talið (sjá mynd VII-4).

Frávik frá áður birtum tölum fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins 2009 má rekja til nýrra upplýsinga um þáttatekjur og -gjöld á árinu. Viðskiptahallinn er því um 140 ma.kr. minni fyrstu þrjá fjórðunga síðasta árs en áður var talið. Viðskiptahallinn var því um 6,8% af vergri landsframleiðslu á fyrsta ársfjórðungi (hafði áður verið talinn 21%), og 5% á öðrum ársfjórðungi (hafði áður verið talinn 18%). Á þriðja fjórðungi mældist hins vegar 1,6% afgangur í stað 9% halla, þar sem mikill afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum vó þyngra en halli á þáttatekjujöfnuði.

### Rammagrein VII-1

## Ný aðferðafræði við mat á beinni fjárfestingu

Nýlega breytti Seðlabankinn um aðferðafræði við mælingu tekna af beinni fjárfestingu í greiðslujafnaðaruppgjöri sínu. Þessi breyting hafði í för með sér endurskoðun á gögnum aftur til ársins 2006 sem hafði veruleg áhrif á niðurstöðu þáttatekjujafnaðarins á árunum 2006-2008 og þar með á viðskiptajöfnuðinn á þessu tímabili.

Samkvæmt alþjóðlega viðurkenndri aðferðafræði eru tvær leiðir til að mæla tekjur af beinni fjárfestingu, annars vegar með mælingu á rekstrarafkomu fyrirtækis og hins vegar mælingu á heildarafkomu þess. Fyrri aðferðin lítur eingöngu á hagnað eða tap sem tengist rekstri á venjulegri starfsemi fyrirtækisins en ekki er tekið tillit til tekna eða gjalda sem koma til vegna breytinga á verði eigna og skulda (e. capital gain/loss), svo sem virðisbreytinga eigna eða breytinga á gengi gjaldmiðla. Síðari aðferðin tekur tillit til allra þátta, þar með talið tekna og gjalda sem koma til vegna virðisbreytinga eða breytinga á gengi gjaldmiðla.

Þótt síðari aðferðin gefi réttari mynd af stöðu fyrirtækisins á tilteknum degi er verð margra eigna mjög hverfult og oft erfitt að mæla það. Af þessari ástæðu mæla staðlar fyrir gerð þjóðhagsreikninga í dag með fyrri aðferðinni. Alþjóðastofnanir, eins og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Efnahags- og framfarastofnunin (OECD), hafa í seinni tíð mælt með fyrri aðferðinni við mat á beinni fjárfestingu í þjóðhagsreikningum og er sú aðferð notuð í dag í flestum ríkjum innan OECD.<sup>1</sup>

Fram til ársins 2009 fylgdi Seðlabankinn seinni aðferðinni. Staðið hafði til nokkuð lengi að breyta um aðferð, en ýmislegt komið í veg fyrir það, t.d. að erfitt hefur verið að fá nauðsynleg gögn frá fyrirtækjum. Frá ársbyrjun 2009 hefur bankinn hins vegar fylgt hinni nýju aðferðafræði. Þessi breyting verður m.a. til þess að hagtölur beinnar fjárfestingar eru samanburðarhæfari en áður við helstu viðskiptalönd Íslands.

1. Sjá nánar í handbókum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og OECD, t.d. *Balance of Payments and International Investment Position Manual, málsgreinar 11.43-11.46*, og *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Annex VI*.

## Áfallnir vextir innlánsstofnana í slitameðferð skekkja myndina af þróun vaxtafnaðar

Eins og fram kom hér að ofan má einkum rekja þáttatekjuhallann á síðasta ári til halla á vaxtajöfnuði. Vegna sérstakra aðstæðna endurspeglar vaxtajöfnuðurinn hins vegar ekki raunverulegt flæði fjármagns á tímabilinu. Stór hluti vaxtagjaldanna eru ógreiddir áfallnir vextir innlánsstofnana í slitameðferð. Mikill hluti þessara vaxtagreiðslna verður væntanlega aldrei greiddur og mun hverfa úr opinberum tölum um þáttatekjur þegar gjaldþrotaferli þessara stofnana lýkur. Til að fá betri mynd af raunverulegu greiðsluflæði til og frá landinu á tímabilinu og skuldbindingum um framtíðargreiðsluflæði er því gagnlegt að horfa á þáttatekjuhallann án þessara innlánsstofnana, sem kallaður er undirliggjandi viðskiptajöfnuður.

Í tveimur undanförunum útgáfum *Peningamála* hefur undirliggjandi viðskiptajöfnuður verið birtur samhliða opinberum viðskiptajöfnuði. Við mat á undirliggjandi jöfnuði í þeim útgáfum var þó ekki einungis litið fram hjá innlánsstofnunum í slitameðferð heldur einnig fram hjá áföllnum vaxtagjöldum og -tekjum af erlendum lánnum fyrirtækja þar sem ófullkomnar upplýsingar lágu fyrir. Þessi upplýsingagiöf hefur nú verið bætt og því er ekki lengur þörf á að taka sérstakt tillit til þessara lána. Þau eru því ekki lengur undanskilin þegar undirliggjandi viðskiptajöfnuður er metinn. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður undanskilur því einungis reiknaðar vaxtatekjur og áfallin gjöld vegna innlánsstofnana í slitameðferð. Þegar að uppgjöri þrotabúana kemur verður hins vegar væntanlega til hrein skuld við erlenda aðila sem mun hafa í för með sér hreinar vaxtagreiðslur til útlanda. Óvíst er hvenær að því kemur, en það gæti gerst undir lok spátímans.<sup>1</sup>

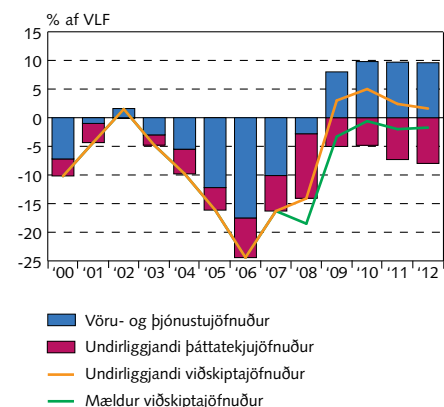
### Viðskiptahalli minnkar umtalsvert á árinu

Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta var jákvæður um 120 ma.kr. á árinu 2009 en þáttatekjuhallinn að viðbættum rekstrarframlögum nam 170 ma.kr. Viðskiptajöfnuðurinn var því neikvæður um 50 ma.kr., eða 3,3% af vergri landsframleiðslu, eins og áður hefur verið rakið. Ef leiðrétt er fyrir ofangreindum þáttum verður viðskiptajöfnuðurinn hins vegar jákvæður um 45 ma.kr. eða sem nemur 3% af vergri landsframleiðslu.

Horfur eru á verulegum afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði á þessu ári, því að gert er ráð fyrir að innlend eftirspurn haldist veik, innflutningur aukist hóflega og útflutningsverðmæti aukist töluvert sökum herra útflutningsverðs og aukinna tekna af ferðamennsku. Á móti vegur halli á þáttatekjum. Fyrir árið í heild er gert ráð fyrir að viðskiptajöfnuður samkvæmt opinberu uppgjöri verði neikvæður um sem nemur tæplega 12 ma.kr. eða 0,6% af vergri landsframleiðslu, en að undirliggjandi viðskiptajöfnuður verði jákvæður um rúman 81 ma.kr. eða 5% af vergri landsframleiðslu. Ógreiddir áfallnir vextir vegna innlánsstofnana í slitameðferð vega því þungt í opinberum tölum um viðskiptajöfnuð.

1. Þess ber einnig að geta að það er mikil óvissa varðandi áhrif eignarhaldsfélaga í slitameðferð á þróun viðskiptajafnaðarins, en ekki hefur verið tekið sérstakt tillit til þess í þessari spá.

Mynd VII-5  
Viðskiptajöfnuður 2000-2012<sup>1</sup>



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Áframhaldandi halli á viðskiptajöfnuði á næstu árum samkvæmt opinberum tölum en undirliggjandi jöfnuður áfram jákvæður

Vaxtatekjur og -gjöld eru langstærsti liður þáttatekjujafnaðarins og mun þróun þeirra ráða mestu um þróun jafnaðarins á næstu árum. Vextir á erlendum lánum hafa lækkað mikið undanfarið sem hefur endurspeglast í lakkandi vaxtagjöldum á síðasta ári. Þegar peningastefna viðskiptalanda Íslands færir í eðlilegt horf á ný munu vextir hækka og vaxtajöfnuðurinn versna á ný að öðru óbreyttu. Í spá Seðlabankans eru einnig áætluð áfallin vaxtagjöld vegna lcesave-skuldbindingarinnar. Því er útlit fyrir að halli á þáttatekjum muni aukast á ný á næstu árum.

Viðskiptahallinn, samkvæmt opinberum tölum, mun því aukast á ný og er áætlað að hann nemi um 2% af vergri landsframleiðslu næstu tvö árin, vegna þess að aukinn þáttatekjuhalli vegur þyngra en afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði, auk þess sem vægi vaxtakostnaðar vegna innlánsstofnana í slitameðferð fer minnkandi. Hins vegar er áætlað að afgangur á undirliggjandi viðskiptajöfnuði á árunum 2011-12 nemi u.þ.b. 2% af landsframleiðslu. Eins og fjallað er nánar um í rammagrein VII-2, stuðlar þessi viðskiptajöfnuður að sjálfbærum greiðslujöfnuði og tryggir að skuldir þjóðarþúsins fara smám saman minnkandi þegar liður á spátímann.

## Rammagrein VII-2

### Horfur um greiðslujöfnuð

Seðlabankinn hefur lagt mat á hugsanlega þróun greiðslujafnaðar á næstu misserum. Mikil óvissa er í matinu, því að forsendur er liggja til grundvallar spánni geta hæglega breyst og haft mikil áhrif á þróun greiðslujafnaðarins.

Tafla 1 sýnir spá bankans um greiðslujöfnuðinn fram til ársloka 2012. Liðirnir eru sýndir sem hlutfall af vergri landsframleiðslu. Spáð er jákvæðum undirliggjandi viðskiptajöfnuði út tímabilið, þótt þáttatekjuhallinn aukist nokkuð þegar liður á það.<sup>1</sup> Fjármagnsjöfnuðurinn er aftur á móti neikvæður árin 2011-2012 og nemur hreint fjármagnsútlæði seinna árið 13% af vergri landsframleiðslu.

Tafla 1 Greiðslujöfnuður (% af VLF)

	2009	2010	2011	2012
Viðskiptajöfnuður <sup>1</sup>	3,0	5,0	2,4	1,6
Vöru- og þjónustujöfnuður	8,0	9,8	9,7	9,6
Þáttatekjujöfnuður	-4,4	-4,8	-7,3	-8,0
Fjármagnsjöfnuður (án forða)	-8,5	41,4	-6,7	-13,2
Hrein skuldastaða <sup>2</sup>	28	75	68	56
Heildarskuldir <sup>2</sup>	234	301	269	235

1. Taflan sýnir undirliggjandi þáttatekju- og viðskiptajöfnuð, þ.e. þar sem reiknaðar vaxtatekjur og vaxtagjöld innlánsstofnana í slitameðferð eru tekin burt.
2. Heildarskuldir og hrein skuldastaða eru undirliggjandi skuldir og undirliggjandi hrein skuldastaða, þ.e. einungis er tekið tillit til skulda innlánsstofnana í slitameðferð sem eignir eru taldar innheimtast fyrir.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

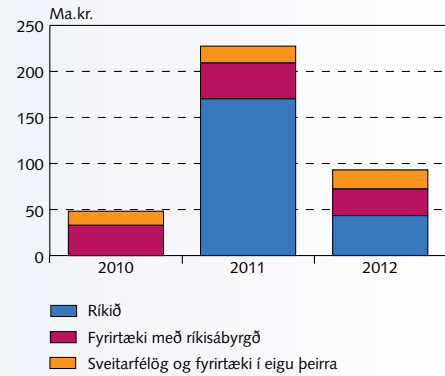
1. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður er viðskiptajöfnuður að frádrögnum reiknuðum vaxtatekjum og áföllnum gjöldum vegna innlánsstofnana í slitameðferð. Nánari umfjöllun um undirliggjandi viðskiptajöfnuð og viðskiptajöfnuð út frá opinberum tölum er að finna í kafla VII.

Fjármagnsjöfnuðurinn sveiflast töluvert á milli ára. Ein helsta skýring þess er áætlað inn- og útlæði á eignum innlánsstofnana í slitameðferð. Í forsendum spárinnar er gert ráð fyrir töluverðum endurheimtum á erlendum eignum á þessu ári og því næsta en að útstreymi verði helst á árunum 2011-2012. Áætlunin byggist á þeirri tæknilegu forsendu að dregið sé að fullu á öll lán sem tengjast fjármögnun áætlunarinnar með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, án þess að nokkuð sé fullyrt um að svo verði, og að endurgreiðslur á lánum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hefjist á árinu 2012. Gert er ráð fyrir að hluti erlendra skulda verði endurfjármagnaður á tímabilinu, þar á meðal um helmingur lána ríkissjóðs sem eru á gjalddaga árin 2011-2012. Einnig er gert ráð fyrir að stærstu fyrirtækin sem njóta ríkisábyrgðar muni að mestu leyti geta endurfjármagnað skuldir sínar þegar fram líða stundir. Þróun beinnar fjárfestingar í spánni ræðst í meginatriðum af horfum um fjárfestingu í tengslum við stóriðju. Einnig er gert ráð fyrir nokkurri sölu erlendra eigna, sem felur í sér innstreymi fjármagns. Forsendur varðandi greiðsluferil lcesave-lána byggjast á nýjstu áætlunum og því tilboði Breta og Hollendinga sem fjallað hefur verið um á opinberum vettvangi.

Eins og sjá má á mynd 1 eru á næsta ári töluvert þungar afborganir erlendra lána ríkissjóðs, fyrirtækja með ríkisábyrgð og sveitarfélaga. Myndin sýnir samanlagða greiðslubyrði af lánum þessara aðila á árunum 2010-2012. Meginþungi afborganna verður undir lok árs 2011 og í byrjun árs 2012.

Samkvæmt þessu mati verður hrein skuldastaða þjóðarbúsins mest um 75% af vergri landsframleiðslu á þessu ári, en lækkar jafnt og þétt á árunum þar á eftir. Lækkun hreinnar skuldastöðu verður meðal annars drifin áfram af endurheimtu eigna innlánsstofnana í slitameðferð og endurskipulagningu skulda einkageirans. Með því að draga á þau lán sem í boði eru, verður fjármögnun skulda á næstu misserum ekki áhyggjuefni. Ef hins vegar aðgangur hefði ekki fengist að því fjármagni sem fylgir annarri endurskoðun efnahagsáætlunarinnar væri lítið borð fyrir báru. Í þessu sambandi þarf að hafa í huga að þörfin fyrir hámarksforða mun einungis standa í stuttan tíma meðan verið er að byggja upp traust, leysa gjaldeyrishöftin og sjá fyrir endann á þessum þungu afborgunum. Til lengri tíma mun myndarlegur afgangur á viðskiptajöfnuði bæta skuldastöðu þjóðarbúsins.

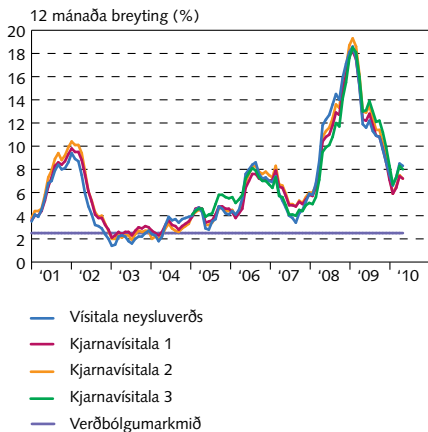
Mynd 1  
Afborganir lána 2010-2012<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2012.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-1

Verðbólga janúar 2001 - apríl 2010<sup>1</sup>

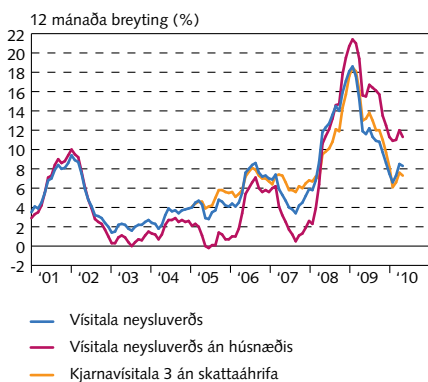


1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberra þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-2

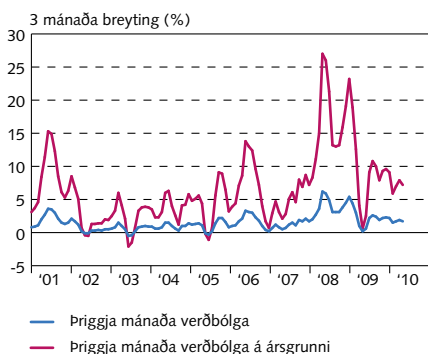
Verðbólga á ýmsa mælikvarða  
janúar 2001 - apríl 2010



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3

Þriggja mánaða árstíðarleiðrétt verðbólga  
janúar 2001 - apríl 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## VIII Verðlagsþróun og verðbólguhorfur

Tólf mánaða verðbólga jókst á ný í febrúar sl. eftir að hafa hjaðnað hratt yfir árið 2009 og nam 8,3% í apríl. Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi var því lítillega meiri en spáð var í *Peningamálum* í janúar. Má rekja það að mestu til meiri hækkunar alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs, minni lækkunar íbúðaverðs og minni framleiðslulaka en gengið var út frá í síðustu spá, auk þess sem óhagstæð grunnáhrif komu til. Horfur eru á að íbúðaverð haldi áfram að lækka en það vegur þungt í hjöðnun verðbólgu til skemmri tíma. Líklegt er að áhrif gengislækkunar krónunnar séu að mestu komin fram. Útlit er því fyrir að verðbólga haldi áfram að hjaðna á þessu ári þrátt fyrir tímabundið bakslag. Verðbólguvæntingar eru í samræmi við það og hafa lækkað síðan í janúar. Vænst er að mikill slaki á innlendum vöru- og vinnu-markaði, stöðugt gengi krónunnar og minnkandi verðbólguvæntingar leiði til þess að undirliggjandi verðbólga verði við verðbólgu markmið í byrjun næsta árs.

### Tímabundið bakslag í hjöðnun verðbólgu

Tólf mánaða verðbólga hjaðnaði hratt á árinu 2009 og nam 6,6% í janúar sl. Mæld verðbólga hafði þá ekki verið minni í tvö ár. Undanfarna mánuði hefur hún hins vegar aukist nokkuð á ný. Í apríl hækkaði vísitala neysluverðs um 0,25% og nam ársverðbólga 8,3%. Aukin verðbólga undanfarna mánuði skýrist einkum af hækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og verðhækkun á ýmsum almennum þjónustuliðum. Einnig eru töluverð grunnáhrif fyrir hendi þar sem 0,6% lækkun vísitölu neysluverðs í mars árið 2009 féll úr tólf mánaða mælingunni sem gerði það að verkum að ársverðbólga hækkaði mikið í mars.

Í tengslum við tekjuöflunaraðgerðir hins opinbera hafa óbeinir skattar verið hækkaðir í nokkrum þrepum frá því í júní 2009. Hækkun óbeinna skatta hækkar verðlag varanlega en verðbólgu einungis tímabundið þangað til að verðhækkunin hverfur úr mælingu hennar. Að því gefnu að hækkunin hafi ekki áhrif á verðbólguvæntingar, ætti hún ekki að breyta undirliggjandi verðbólguhorfum og peningastefnan því að geta horft fram hjá þessum fyrstu umferðar áhrifum.

Undirliggjandi ársverðbólga, þ.e. verðbólga án áhrifa breytinga óbeinna skatta, var 6,9% í apríl eða tæplega 1½ prósentu minni en mæld verðbólga. Ef einnig er horft fram hjá áhrifum ýmissa sveiflukenndra liða, opinberra þjónustu og vaxtakostnaðar fasteignalána (kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa) nam undirliggjandi verðbólga 7,3% í apríl eða prósentu minna en mæld verðbólga. Árstíðarleiðrétt þriggja mánaða verðbólga á ársgrunni mældist hins vegar 7,2% og hefur aukist nokkuð undanfarna mánuði en sá mælikvarði getur gefið vísbendingu um hvernig verðbólga er að þróast til skamms tíma.

### Lækkun húsnæðisverðs vegur þungt í hjöðnun verðbólgu

Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hefur lækkað um 2,5% sl. tólf mánuði en þar vegast á lækkun íbúðaverðs og verðhækkun viðhaldskostnaðar húsnæðis vegna gengislækkunar krónunnar. Íbúðaverð hefur lækkað um rúmlega 3% að nafnvirði sl. tólf mánuði en um

tæp 15% síðan það náði hámarki í mars 2008, samkvæmt vísitölu markaðsverðs sem Hagstofa Íslands birtir.<sup>1</sup> Eins og fjallað er um í rammagrein III-1 getur verið að lítil velta á húsnæðismarkaði og hátt hlutfall makaskiptasamninga leiði til vanmats á lækkun íbúðaverðs í vísitölunni.

Húsnæðisliðurinn vegur þungt í útreikningi vísitölu neysluverðs og á lækkun húsnæðisverðs því stóran þátt í hjöðnun verðbólgu undanfarið ár en tólf mánaða verðbólga án húsnæðis nam 11,3% í apríl og 11,6% í mars samkvæmt samræmdu neysluverðsvísitölunni, sem einnig undanskilur húsnæðisverð.

### Áhrif gengislækkunar krónunnar fjara út

Gengi krónunnar hefur styrkst um 3½% miðað við viðskiptavegið meðaltal frá útgáfu síðustu *Peningamála* í janúar. Verð innfluttrar vöru hækkaði hröðum skrefum á árunum 2008 og 2009 þegar gengi krónunnar lækkaði mikið. Dregið hefur hins vegar úr áhrifum gengislækkunar krónunnar á verðlag undanfarna mánuði. Tólf mánaða verðhækkun innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks nam 14,3% í apríl en fór hæst í um 30% í janúar 2009. Hins vegar verður að taka tillit til þess að bensínverð hefur hækkað töluvert frá byrjun ársins 2010 vegna hækkunar alþjóðlegs olíuverðs og hefur innlent bensínverð ekki áður mælst svo hátt. Verð innfluttrar vöru án áfengis, tóbaks og bensíns hefur hækkað um 11,7% sl. tólf mánuði. Alþjóðlegt hrávöruverð hefur einnig hækkað og verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands því aukist á undanförmum mánuðum (sjá nánar í kafla II).

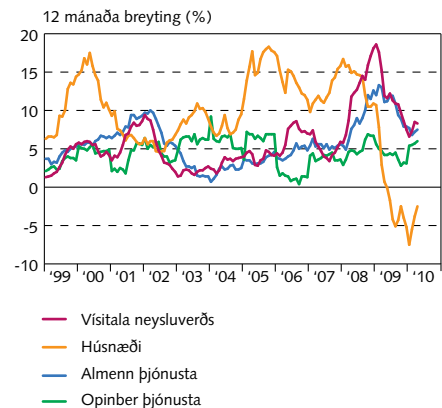
Líklegt er að áhrif gengislækkunar krónunnar séu að mestu komin fram, en aukin alþjóðleg verðbólga gæti leitt til nokkurrar verðhækkunar innfluttrar vöru. Einnig er hugsanlegt að einhver tafin áhrif gengislækkunar komi fram þegar eldri birgðir ganga til þurrðar og nýjar vörur eru fluttar inn í þeirra stað. Við útsölulok í febrúar og mars hækkaði verð t.d. nokkru meira en nam hreinum útsöluáhrifum sem gæti bent til einhvers síðbúins gengisleka.

### Verðbólguvæntingar hafa hjaðnað

Dregið hefur úr verðbólguvæntingum til eins árs á alla mælikvarða frá síðustu útgáfu *Peningamála* eftir að þær jukust mánuðina á undan. Í könnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, sem framkvæmd var í febrúar og mars sl., væntu stjórnendur þeirra að verðbólga yrði um 4% að ári liðnu, miðað við miðgildi svara. Í sambærilegri könnun í desember árið 2009 námu tólf mánaða verðbólguvæntingar 6%. Þegar spurt er nánar um verðákvæðanir fyrirtækja töldu stjórnendur tæplega 30% þeirra að verð á vöru og þjónustu fyrirtækisins á innlendum markaði myndi hækka á næstu sex mánuðum, samanborið við 38% í síðustu könnun í september 2009.<sup>2</sup> Tæp 60% stjórnenda fyrirtækja bjuggust við því að verð myndi standa í stað. Væntingar um ársverðbólgu eftir tvö ár voru óbreyttar frá síð-

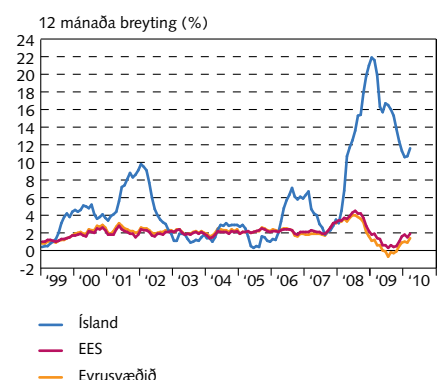
1. Sjá umfjöllun um ólíka mælikvarða á þróun íbúðaverðs í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2009/4, bls. 33-34.  
2. Capacent Gallup framkvæmir könnun á stöðu og framtíðarhorfum 400 stærstu fyrirtækja landsins fjórum sinnum á ári. Tvær kannanir eru nokkuð viðamiklar og framkvæmdar í mars/apríl og september á hverju ári á meðan hinar tvær eru minni í sniðum og framkvæmdar í maí/júní og desember.

Mynd VIII-4  
Verðlagsþróun  
Húsnæði og þjónusta



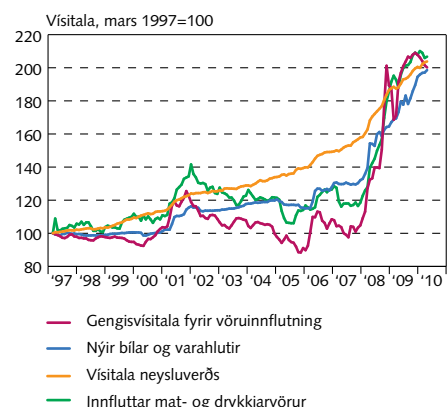
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5  
Verðbólga á Íslandi og í Evrópu  
Samræmd vísitala neysluverðs<sup>1</sup>



1. Um neysluverðsvísitölu er að ræða fyrir Sviss.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

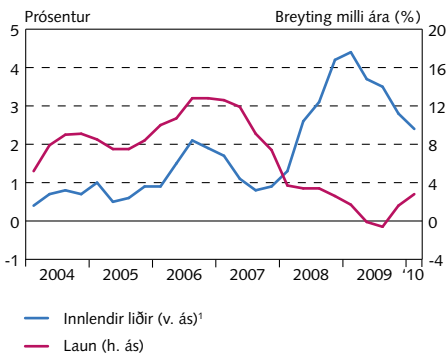
Mynd VIII-6  
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - apríl 2010



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-7

Launapróun og framlag innlendrar vöru og almennrar þjónustu til árshækkunar vísitölu neysluverðs

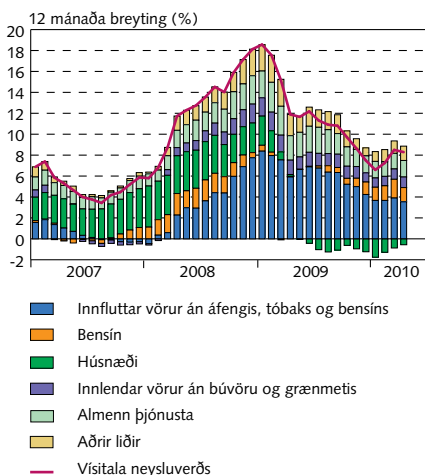


1. Miðað er við innlendir vörur án búvöru og grænmetis auk almennrar þjónustu.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-8

Undirlíðir verðbólgu janúar 2007 - apríl 2010

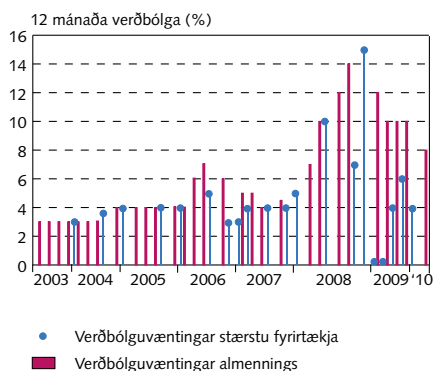
Framlag einstakra undirlíða til verðbólgu



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-9

Verðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila til eins árs



Heimild: Capacent Gallup.

ustu könnun í september og námu 5%, miðað við miðgildi svara. Einungis 27% fyrirtækja sem tóku afstöðu væntu þess að verðbólga yrði lægri en 4% að tveimur árum liðnum. Í ljósi þess að verðbólguþáttur Seðlabankans og annarra greiningaraðila gera ráð fyrir að verðbólga muni halda áfram að hjaðna eftir því sem áhrif efnahagsslakans ágerast er athyglisvert að verðbólguvæntingar fyrirtækja til tveggja ára eru hærri en væntingar þeirra til eins árs. Ein möguleg túlkun er að þessar væntingar endurspeglir væntingar um lækkun gengis krónunnar við afléttingu gjalddeyrishafta. Sú túlkun samrýmist hins vegar illa því sem einnig kemur fram í könnuninni að fyrirtæki vænti almennt að gengi krónunnar haldist stöðugt eða styrkist á þessu tímabili.

Í annari könnun Capacent Gallup frá því í mars og apríl sl. voru verðbólguvæntingar heimila til eins og tveggja ára kannaðar. Heimilin væntu þess að verðbólga yrði 8% eftir eitt ár, samkvæmt miðgildi svara, sem er tveggja prósentu lækkun frá því í desember. Verðbólguvæntingar til tveggja ára hafa hins vegar hækkað um hálfu prósentu frá síðustu könnun og námu nú 6,5%. Verðbólguvæntingar heimila hafa verið afar háar undanfarin misseri og ekki lægri en 10% síðan í mars 2008 en töluverð fylgni virðist á milli væntinganna og verðbólguþáttis á hverjum tíma. Einnig er mögulegt að þessar væntingar endurspeglir frekar væntingar um verðlagsþróun á vörum með mikla veltu eins og t.d. dagvöru sem hefur hækkað mikið í verði undanfarin misseri.

Verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði hafa einnig farið minnkandi það sem af er þessu ári. Verðbólguálagið út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa gefur vísibendingu um að verðbólguvæntingar til næstu fimm ára séu tæplega 3½% og rúm 2½% þegar horft er lengra fram á veginn (væntingar til fimm ára eftir fimm ár, þ.e. um meðalverðbólgu árána 2015-2020). Þennan mælikvarða á verðbólguvæntingar ber þó að túlka með nokkrum fyrirvara því að vaxtamunurinn endurspeglar ekki eingöngu vænta framtíðarverðbólgu heldur einnig áhættuþóknun vegna óvissu um verðbólguhorfur, sem ætla má að hafi einnig aukist. Verðbólguálagið gefur þó vísibendingu um að langtíma verðbólguvæntingar á markaði séu að komast í betra samræmi við verðbólguþáttmiðað eftir að hafa aftengst því með afgerandi hætti í aðdraganda hrunsins og í kjölfar þess. Svipaða niðurstöðu má einnig lesa út úr langtíma nafnvaxtamun gagnvart útlöndum, eins og rakið er í kafla III, en hann virðist í ágætu samræmi við markmiðið þegar tekið hefur verið tillit til áhættuþóknunar á íslensk ríkisskuldabréf. Eins og fyrr segir, eru verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja þó eftir sem áður nokkru meiri en samrýmist verðbólguþáttmiðinu sem er áhyggjuefni.

### Verðbólga hefur verið nokkru meiri en spáð var

Verðbólga var 7,4% á fyrsta fjórðungi þessa árs en í síðustu *Peningamála* var búist við 7,1% verðbólgu. Horfur eru á að hún verði einnig heldur meiri á öðrum ársfjórðungi en spáð var eða 7,4% í stað 6,8%. Má rekja það að mestu til meiri hækkunar alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs, minni lækkunar íbúðaverðs og minni framleiðslulaka í þjóðarþúskapnum en gengið var út frá í þeirri spá. Undirliggjandi verðbólga nam 6,1% á fyrsta ársfjórðungi en spáð



var 5,8%. Eins og fjallað er um í kafla IV var samdráttur einkaneyslu á síðasta ári nokkru minni en búist var við í janúarspánni. Einnig er spáð nokkru sterkari einkaneyslu á þessu ári. Á móti kemur að gengi krónunnar hefur verið hærra en búist var við í janúar og sveigjanleiki vinnumarkaðarins hefur leitt til þess að launakostnaður hefur hækkað minna en áður var talið. Þessir þættir hafa dregið úr verðbólguþrýstingi.

### Mikill slaki í þjóðarbúinu tryggir hjöðnun verðbólgu

Þegar skammtimahorfur um undirliggjandi verðbólgu eru metnar er m.a. stuðst við ýmis skammtímaspálíkön. Einfalt kostnaðarlíkan sem metur fyrst og fremst áhrif gengis og launakostnaðar á verðlag á mánaðargrunni spáir 6,3% undirliggjandi ársverðbólgu á öðrum fjórðungi þessa árs. ARIMA-líkan, sem horfir eingöngu til nýliðinnar verðbólguþróunar spáir hins vegar meiri verðbólgu eða 6,5%. Undirliggjandi verðbólga verður 5,5% á þriðja ársfjórðungi samkvæmt kostnaðarlíkaninu en töluvert meiri eða 6,8% samkvæmt ARIMA-líkaninu.

Verðbólga hjaðnar hins vegar nokkru hraðar í grunnspánni en í þessum tímaraðalíkönum þótt ekki sé mikill munur á henni og spá kostnaðarlíkansins. Í grunnspánni er gert ráð fyrir minni undirliggjandi verðbólguþrýstingi vegna mikils framleiðslulaka í þjóðarbúinu, minnkandi verðbólguvæntingum og takmörkuðum verðbólguþrýstingi af vinnumarkaði ásamt því að áhrif gengislækkunar krónunnar séu að mestu komin fram. Forsendur eru því fyrir að verðbólga verði ekki eins þrálát á næstu misserum og verið hefur. Á móti kemur þó að spáð er meiri hækkunum launakostnaðar á framleiðda einingu á næsta ári en í janúar. Eins og rakið er í kafla VI er ástæða þessa endurmats góð afkoma útflutningsfyrirtækja. Grunnspáin gerir hins vegar ráð fyrir að þessar launahækkunar muni að mestu afmarkast við útflutningsatvinnugreinar og að því verði þrýstingur á verðbólgu vegna aukins launakostnaðar takmarkaður. Þessu til viðbótar er gengi krónunnar sterkara á spátímabilinu, sem vegur upp á móti áhrifum meiri launakostnaðar.

### Hægt hefur verulega á verðhækkunum framleiðsluverðs

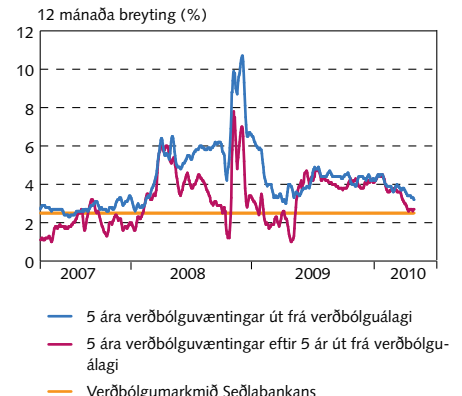
Þróun framleiðsluverðs getur gefið vísendingu um horfur á undirliggjandi kostnaðarþrýstingi. Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hafði í mars hækkað um 4,3% sl. tólf mánuði og hefur verðbólga á þennan mælikvarða hjaðnað hratt undanfarið ár. Það er því vísending um að framleiðslulaki sé fyrir hendi á vörumarkaði.

### Undirliggjandi verðbólga við verðbólguþrýstinginn í byrjun næsta árs

Í grunnspánni er gert ráð fyrir nokkuð hraðri hjöðnun undirliggjandi verðbólgu á þessu ári og að hún verði við verðbólguþrýstinginn á fyrsta fjórðungi næsta árs, eða einum ársfjórðungi síðar en í janúarspánni. Að þessu sinni er búist við minni hækkunum óbeinna skatta á spátímabilinu þar sem afkoma hins opinbera er betri en talið var í janúar. Spáð er að mæld verðbólga verði um 6,2% á þessu ári, um 3% á því næsta og muni nálgast verðbólguþrýstinginn í lok næsta árs. Verðlagsáhrif skattabreytinga námu 0,6 prósentum árið 2009 og áætlað er að þau

Mynd VIII-10

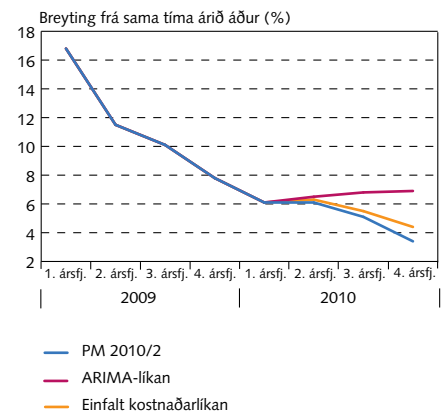
Verðbólguvæntingar m.v. mun á framvirkum óverðtryggðum og verðtryggðum vöxtum<sup>1</sup>  
Daglegar tölur 2. apríl 2007 - 30. apríl 2010



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

Mynd VIII-11

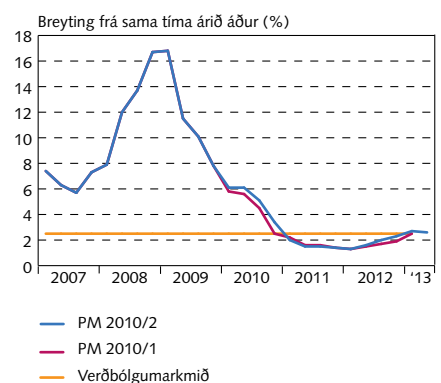
Verðbólguþrýstingur úr ólíkum líkönum  
Verðbólga án skattaáhrifa



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-12

Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2010/1

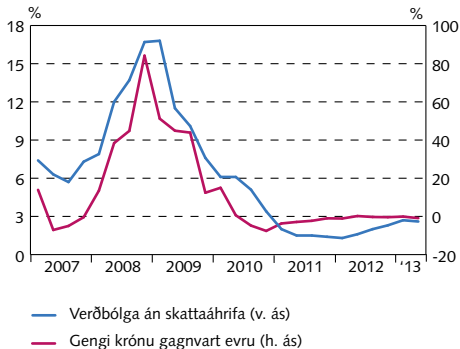


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-13

Verðbólga og verðhækkanir evru

Breyting frá sama tíma árið áður

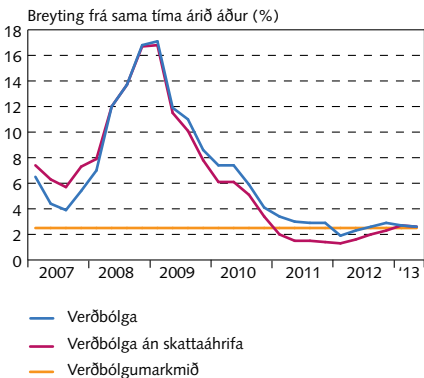


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-14

Verðbólga með og án skattaáhrifa

Breyting frá sama tíma árið áður (%)



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

nemi um 1,1 prósentu á þessu ári sem er sama og gert var ráð fyrir í síðustu spá. Hins vegar er búist við því að þau verði um 1,4 prósentur á árinu 2011 eða töluvert minni en spáð var í janúar þegar gert var ráð fyrir 2,4 prósentu verðlagsáhrifum. Verðlagsáhrif skattabreytinga á árinu 2012 eru hins vegar óbreytt frá fyrri spá eða 0,6 prósentur.

### Verðbólguhorfur óvissar

Ýmsir óvissuþættir eru til staðar varðandi verðbólguhorfur (sjá nánar í kafla I). Í grunnspánni er gert ráð fyrir töluverðri lækkun íbúðaverðs. Ef aðstæður á fasteignamarkaði batna hins vegar að einhverju leyti gæti íbúðaverð lækkað minna eða staðið í stað, auk þess sem óvíst er um áframhaldandi áhrif mælingarvandans sem nefndur var hér að framan ef velta eykst á markaðnum. Spáin gerir einnig ráð fyrir að annarrar umferðar áhrif vegna hækkunar beinna skatta og olíuverðs á verðbólguvæntingar séu takmörkuð. Þar sem illa hefur tekist að halda verðbólgu í skefjum undanfarin ár, má hins vegar vera að áhrifin séu meiri og að verðbólga verði því þrálátari en grunnspáin gerir ráð fyrir. Að lokum er einnig gert ráð fyrir takmörkuðum verðbólguþrýstingi af vinnumarkaði þar sem launahækkanir á næstu misserum verði hóflegar enda atvinnuleysi mikið og því talsverður slaki á vinnumarkaði. Hins vegar eru ýmsar vísbendingar um að launaþrýstingur aukist meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni, einkum í útflutnings- og samkeppnisgreinum, sem gæti þýtt aukinn kostnaðarþrýsting og þ.a.l. meiri verðbólgu sérstaklega ef smitáhrif á aðrar atvinnugreinar yrðu umtalsverð.

## Viðauki 1

# Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2010/2

 Tafla 1 Þjóðhagsspá<sup>1</sup>

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram			
		Spá			
	2009	2009	2010	2011	2012
<b>Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar</b>					
Einkaneysla	774,6	-14,6 (-16,0)	1,1 (-1,2)	3,1 (2,7)	4,1 (4,2)
Samneysla	391,6	-3,0 (-0,4)	-3,0 (-3,2)	-3,5 (-3,8)	-2,4 (-3,2)
Fjármunamyndun	211,8	-49,9 (-48,3)	-10,2 (-5,7)	24,8 (12,6)	3,5 (4,9)
Atvinnuvegafjárfesting	117,7	-54,2 (-53,6)	8,4 (12,6)	37,0 (20,7)	-0,3 (2,3)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	40,1	-55,7 (-50,6)	-35,1 (-18,7)	21,0 (9,5)	24,4 (16,3)
Fjárfesting hins opinbera	54,0	-28,9 (-28,6)	-32,4 (-34,3)	-15,5 (-14,9)	4,4 (4,4)
Þjóðarútgjöld	1.379,8	-20,1 (-19,4)	-1,9 (-2,8)	4,5 (2,3)	2,4 (2,5)
Útflutningur vöru og þjónustu	784,1	6,2 (1,6)	0,4 (1,5)	1,0 (1,7)	2,6 (5,2)
Innflutningur vöru og þjónustu	663,7	-24,0 (-25,4)	2,5 (0,0)	2,7 (0,6)	3,8 (5,3)
Verg landsframleiðsla	1.500,2	-6,5 (-7,7)	-2,6 (-3,4)	3,4 (2,6)	1,9 (2,8)
<b>Aðrar lykilstærðir</b>					
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)		8,0 (6,7)	9,8 (9,6)	9,7 (9,9)	9,6 (10,2)
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-3,3 (-17,3)	-0,6 (-9,0)	-2,0 (-9,7)	-2,0 (-8,9)
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu) <sup>2</sup>		3,0 (-3,0)	5,0 (3,2)	2,4 (1,3)	1,6 (1,1)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		-3,4 (-3,9)	-4,4 (-4,3)	-1,3 (-1,0)	-0,5 (-0,2)
Launakostnaður á framleidda einingu (br. ársmeðaltala)		-0,6 (7,3)	5,2 (6,0)	3,7 (3,5)	4,6 (2,8)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)		-18,0 (-17,6)	-9,8 (-9,7)	0,3 (-1,6)	3,0 (2,6)
Atvinnuleysi (% af mannafla)		8,0 (8,0)	9,5 (9,5)	8,9 (9,0)	6,7 (6,8)
Gengi krónu gagnvart evru		172,0 (172,0)	172,3 (179,1)	168,1 (174,4)	167,3 (173,2)

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2010/1.

2. Viðskiptajöfnuður án ógreiddra áfallinna vaxta vegna innlánsstofnana í slitameðferð.

 Tafla 2 Verðbólguþáttar (%)<sup>3</sup>

Ársfjórðungur	Verðbólga	Verðbólga án skattaáhrifa	Verðbólga (br. frá fyrra
	(br. frá sama tíma árið áður)	(br. frá sama tíma árið áður)	ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi		
2008:4	16,8 (16,8)	16,7 (16,7)	20,5 (20,5)
2009:1	17,1 (17,1)	16,8 (16,8)	9,6 (9,6)
2009:2	11,9 (11,9)	11,5 (11,5)	5,9 (5,9)
2009:3	11,0 (11,0)	10,1 (10,1)	8,6 (8,6)
2009:4	8,6 (8,6)	7,8 (7,8)	10,4 (10,4)
2010:1	7,4 (7,1)	6,1 (5,8)	4,9 (3,7)
	Spáð gildi		
2010:2	7,4 (6,8)	6,1 (5,6)	5,7 (4,7)
2010:3	5,9 (5,2)	5,1 (4,5)	2,8 (2,3)
2010:4	4,1 (3,3)	3,4 (2,5)	3,2 (2,4)
2011:1	3,4 (4,7)	2,0 (2,2)	2,1 (9,7)
2011:2	3,0 (4,2)	1,5 (1,6)	3,7 (2,5)
2011:3	2,9 (4,1)	1,5 (1,6)	2,6 (2,2)
2011:4	2,9 (4,0)	1,4 (1,4)	3,1 (1,7)
2012:1	1,9 (1,9)	1,3 (1,3)	-1,7 (1,3)
2012:2	2,3 (2,2)	1,6 (1,5)	5,3 (3,4)
2012:3	2,6 (2,3)	2,0 (1,7)	4,1 (3,0)
2012:4	2,9 (2,5)	2,3 (1,9)	4,2 (2,4)
2013:1	2,7 (2,8)	2,7 (2,5)	-2,6 (2,3)
2013:2	2,6	2,6	4,6
<b>Ársmeðaltal</b>	<b>Verðbólga</b>	<b>Verðbólga án skattaáhrifa</b>	
2009	12,0 (12,0)	11,4 (11,4)	
2010	6,2 (5,6)	5,1 (4,5)	
2011	3,0 (4,3)	1,6 (1,7)	
2012	2,4 (2,2)	1,8 (1,6)	

3. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2010/1.

## Viðauki 2

### Skekkjur í spám Seðlabanka Íslands

Skekkjur í hagspám stafa yfirleitt af ófullkomnum upplýsingum um efnahagsstærðir sem byggt er á, mistúlkun á stöðu þjóðarbúskapsins, ófyrirséðum atburðum og ófullkomnum líkönum. Einhverjar skekkjur eru óhjákvæmilegar, aðrar ekki. Athugun á skekkjum í spám Seðlabankans getur gefið visbendingar um mistök í spágerðinni eða mögulegar kerfisbreytingar í þjóðarbúskapnum. Hvort tveggja má nýta við frekari þróun á haglíkönum bankans og notkun þeirra við spágerðina.

#### Verðbólguþáttur Seðlabankans

Verðbólguþáttur Seðlabankans eru gerðar fjórum sinnum á ári til þriggja ára í senn. Spárnar eru þannig að peningastefnunni í spágerðinni er leyft að bregðast við framtíðarfrávikum verðbólgu frá verðbólgu-markmiði Seðlabankans og framleiðsluspennu. Þessi tæknilega forsenda spágerðarinnar gerir það að verkum að vextir Seðlabankans fá að hreyfast þannig að verðbólga leiti aftur í markmið bankans eins fljótt og miðlunarferli peningastefnunnar segir til um en þó þannig að aðlögunin kosti sem minnst í auknum framleiðsluslaka. Þessi eiginleiki spárinnar gerir það að verkum að verðbólga er ávallt í eða nálægt verðbólgu-markmiðinu í lok spátímans.

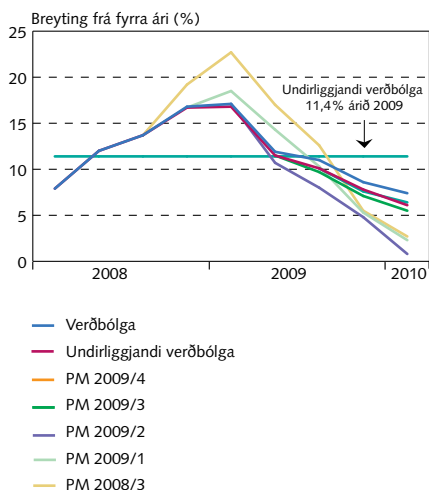
#### Verðbólga árið 2009

Tólf mánaða verðbólga náði hámarki í janúar 2009 í 18,6%. Mikill viðsnúningur í verðbólguþróun átti sér stað á árinu og dróst hún nokkuð hratt saman og var orðin 7,5% undir lok ársins og hafði verðbólga ekki mælst minni frá því í febrúar 2008. Tólf mánaða verðbólga var að meðaltali 12% árið 2009 en undirliggjandi verðbólga (þ.e. verðbólga án beinna áhrifa breytinga óbeinna skatta) mældist 11,4%.

Á mynd 1 má sjá spár um þróun verðbólgu frá nóvember 2008 til loka ársins 2009. Í ágúst 2009 fór Seðlabankinn að spá sérstaklega fyrir um bein verðlagsáhrif af hækkun neysluskatta. Spárnar sem birtust í *Peningamálu* 2009/3 og 2009/4 sýna því undirliggjandi verðbólgu. Þegar spá *Peningamála* í nóvember 2008 var gefin út, skömmu eftir hrun íslenska bankakerfisins, virtust engin takmörk fyrir mögulegri gengislækkun og útlit var fyrir að verðbólga færi upp fyrir 20%. Fullkomin óvissa var á þessum tíma um fyrirkomulag peningastefnunnar. Í lok nóvember voru hins vegar sett á gjalddeyrihöft sem komu í veg fyrir að krónan lækkaði enn frekar. Í janúar 2009 hafði gengi krónunnar styrkst nokkuð eftir mikla veikingu á haustmánuðum og var um 14% sterkara en það hafði verið við útgáfu *Peningamála* í nóvember. Bankinn spáði þá í janúar 11,9% verðbólgu árið 2009. Spáin sem birt var í byrjun maí 2009 gerði hins vegar ráð fyrir mun veikari efnahagssumsvifum en fyrri spá og töluvert hraðari hjöðnun verðbólgunnar eða 9,9% árið 2009.

Í þeirri spá sem birtist í *Peningamálu* 2009/3 var því spáð að verðbólga yrði 11,8% á árinu 2009 og að undirliggjandi verðbólga yrði 11,1%. Í nóvemberhefti *Peningamála* var spáð 12% verðbólgu og undirliggjandi verðbólgu 11,3%.

Mynd 1  
Verðbólguþáttur PM 2008/3 - PM 2009/4  
og undirliggjandi verðbólga



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Mat á spáskekkjum yfir lengra tímabil

Við mat á verðbólguþáttum er horft á meðalskekkju (bjögun) og staðalfrávik spáskekkju. Meðalskekkja sýnir hvert meðalfrávik spánna frá eiginlegri verðbólgu er og þar með hvort verðbólgu hefur kerfisbundið verið of- eða vanspáð. Neikvætt formerki gefur til kynna að verðbólgu hafi kerfisbundið verið vanspáð. Staðalfrávik er aftur á móti mælikvarði á hversu langt spágildið er frá réttu gildi að meðaltali.

Tafla 1 Skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabankans frá 1. ársfj. 1994

(%)	Einn ársfj.	Tvo ársfj.	Þrjú ársfj.	Fjóra ársfj.
Meðalskekkja	0,0	-0,3	-0,8	-1,2
Staðalfrávik	0,6	1,7	2,5	2,9

Til að hægt sé að draga ályktanir af slíkum mælikvörðum þurfa skekkjur spánna að vera óháðar og fjöldi þeirra að vera nægur. Eftir því sem spáð er lengra fram í tímann má einnig búast við því að spáskekkjan aukist. Tafla 1 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólguþáttum Seðlabankans allt að fjóra ársfjórðunga fram í tímann frá árinu 1994 til og með janúarspánni í ár. Samkvæmt töflunni hefur verðbólgu verið vanspáð tvo til fjóra ársfjórðunga fram í tímann og því meira sem lengra er horft fram á veginn. Allar meðalskekkjurnar reyndust vera tölfræðilega marktækar miðað við 5% öryggismörk að undanskildum skekkjunum einn og tvo ársfjórðunga fram í tímann.

Tafla 2 Skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabankans frá 2. ársfj. 2001

	Fjöldi mælinga	Meðalskekkja (%)	Staðalfrávik (%)
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	30	-1,7	3,3
Átta ársfjórðungar fram í tímann	26	-3,1	5,0

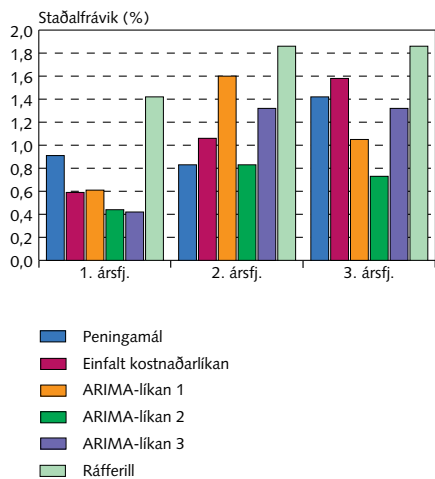
Frá því að verðbólguþáttur var tekið upp í mars 2001 hefur Seðlabankinn einnig birt verðbólguþáttum tvö ár fram í tímann. Tafla 2 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik spáskekkja frá því að bankinn tók upp verðbólguþáttum. Samanburður á töflum 1 og 2 sýnir að staðalfrávik eins árs spáskekkja er meira eftir að bankinn tók upp verðbólguþáttum (3,3%) í samanburði við allt tímabilið (2,9%). Þó ber að athuga að ekki voru gerðar eigin spár um þróun gengis krónunnar og stýrivaxta fyrr en á seinni hluta ársins 2006. Spár fram að þeim tíma nýttu því ekki að fullu mat sérfræðinga bankans um líklega þróun þessara stærða, enda kemur í ljós að skekkjur í verðbólguþáttum virðast nátengdar sveiflum í gengi krónunnar á meginhluta tímabilsins.

### Frammistaða við að spá verðbólgu til skamms tíma

Seðlabankinn hefur undanfarið eitt og hálf ár einnig stuðst við kostnaðarlíkan, þar sem verðbólga ræðst af sögulegri þróun launakostnaðar og gengis, og einföld tímaráðalíkön af ARIMA-gerð, sem notast eingöngu við liðna verðbólgu, til að spá fyrir um verðbólgu til skamms tíma. Þessi líkön notast því ekki við aðra hagvísa eða mælikvarða á

Mynd 2

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* og ýmsum einföldum líkönum árið 2009<sup>1</sup>



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

verðbólguvæntingar líkt og þjóðhagslíkan bankans gerir. Gagnlegt getur verið að bera saman spágetu þessara líkana við spár með þjóðhagslíkani sem birtar voru í *Peningamálum* fyrir árið 2009.

Á mynd 2 eru bornar saman spár Seðlabankans um verðbólgu einn til þrjá ársfjórðunga fram í tímann fyrir árið 2009. Staðalfrávik spáa sem birtar hafa verið í *Peningamálum* á því ári er borið saman við kostnaðarlíkanið og þrjú mismunandi ARIMA-líkön.<sup>1</sup> Til samanburðar eru einnig sýndar spáskekkjur út frá einföldum ráfferli (e. random walk) sem spáir einfaldlega sömu verðbólgu og í síðasta ársfjórðungi út spátímabilið.

Einföldu tímaraðalíkönin skila öll betri niðurstöðu (minni spáskekkju) en spár *Peningamála* þegar spáð er einn ársfjórðung fram í tímann. Spár ARIMA-líkans 2 og *Peningamála* eru hins vegar áþekkar þegar spáð er tvo ársfjórðunga fram í tímann. ARIMA-líkan 2 stendur sig best þegar spáð er þrjá ársfjórðunga fram í tímann. Spár *Peningamála* þrjá ársfjórðunga fram í tímann eru hins vegar heldur síðri en spár ARIMA-líkananna. Í öllum tilfellum reyndust spár ráfferilsins hins vegar lakastar. Hafa verður í huga að skammtímaverðbólguþspár birtar í *Peningamálum* í fyrra voru að einhverju leyti byggðar á niðurstöðum ARIMA-líkana. Þegar staðalfrávik spáa sem birtar voru í *Peningamálum* 2009 er borið saman við staðalfrávik þeirra sem birtar voru 2008 (sjá umfjöllun í *Peningamálum* 2009/2) má sjá að spáskekkja fyrir árið 2009 hefur lækkað verulega óháð því hvort spáð er einn, tvo eða þrjá ársfjórðunga fram í tímann. Líkt og í *Peningamálum* 2009/2 benda þessar niðurstöður til þess að bæta megi skammtíma verðbólguþspár Seðlabankans enn frekar með því að nýta þessi einföldu tímaraðalíkön.

### Spár um þróun þjóðarþúskaþarins árið 2009

Til að fá betri mynd af gæðum verðbólguþspána er einnig nauðsynlegt að bera saman þá meginþætti sem spárnar eru byggðar á svo sem hagvöxt, aðstæður á vinnumarkaði og eignaverð. Í töflu 3 má sjá sam- anburð á spám úr *Peningamálum* um þróun helstu þjóðhagsstærða fyrir árið 2009.

Hafa verður í huga við mat á hagspám fyrir árið 2009 að þetta ár er einstakt í íslensku hagsögu. Þannig var samdráttur innlendrar eftir- spurnar og landsframleiðslu sá mesti frá upphafi þjóðhagsreikninga, atvinnuleysi meira en áður hafði mælst og verðbreytingar framleiðslu- þátta og fjölda útgjaldaþátta slíkar að önnur eins breyting hlutfallslegs verðs hafði ekki áður sést.

Allar spárnar eiga það sammerkt að hafa gert ráð fyrir að stærri hluti aðlögunarinnar að kreppunni færi fram í gegnum raunstærðir fremur en breytingu hlutfallslegs verðs. Þær gerðu því ráð fyrir of mikl- um samdrætti í landsframleiðslu og þar með meiri framleiðslulaka og

1. Fyrsta ARIMA-líkanið er byggt á spám fyrir helstu undirliði vísitölu neysluverðs og þeir eru síðan vagnir saman í eina heildarvísitölu. Næsta ARIMA-líkan (ARIMA-líkan 2) spáir heildar- vísitölu neysluverðs beint. Bæði þessi líkön voru til umfjöllunar í viðauka 2 í *Peningamálum* 2009/2. Bankinn hefur nú einnig metið ARIMA-líkan sem spáir heildarvísitölu neysluverðs án óbeinna skattaáhrifa (ARIMA-líkan 3). Tölf undirliðir vísitölu neysluverðs skiptast í búvörur án grænmetis, grænmeti, aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur, aðrar innlendar vörur, innfluttar mat- og drykkjarvörur, nýir bílar ásamt varahlutum, bensín, aðrar innfluttar vörur, áfengi og tóbak, húsnæði, opinber þjónusta og að lokum önnur þjónusta.

atvinnuleysi. Þjóðarútgjaldaspárnar eru hins vegar ekki langt frá lagi. Hagstofa Íslands endurskoðar tölur úr þjóðhagsreikningum allt að fjór- um sinnum yfir tveggja ára tímabil ef ástæða þykir til. Ef miklu munar á fyrstu birtingu og endurskoðuðum tölum getur það haft mikil áhrif á spár. Á mynd 3 má sjá meðaltal spáa fyrir þjóðarútgjöld árið áður en fyrstu bráðabirgðatölur Hagstofunnar eru birtar borið saman við fyrstu bráðabirgðatölur Hagstofunnar og síðustu uppfærslu talnanna. Sjá má að ársfjórðungsspárnar fyrir annan til fjórða ársfjórðung ársins 2009 hafa allar gert ráð fyrir meiri samdrætti þjóðarútgjalda. Nýjustu þjóð- hagstölurnar frá því í mars benda til þess að samdráttur þjóðarútgjalda hafi verið meiri á fyrsta og þriðja ársfjórðungi en fyrstu tölur bentu til.

Tafla 3 Spár og forsendur um þróun helstu þjóðhagsstærða fyrir árið 2009 úr Peningamálum 2008/3 til Peningamála 2010/1

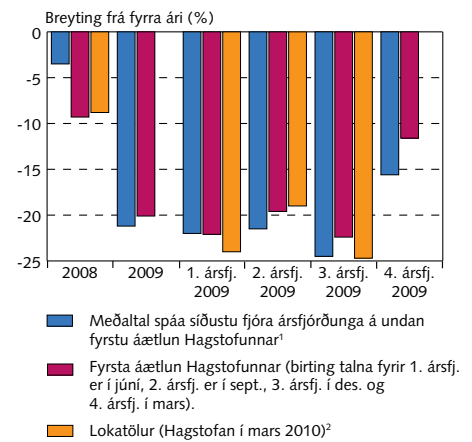
(%)	PM 2008/3	PM 2009/1	PM 2009/2	PM 2009/3	PM 2009/4	PM 2010/1	Bráða- birgðat. <sup>1</sup>
Einkaneysla	-24,8	-25,2	-23,5	-19,7	-16,2	-16,0	-14,6
Samneysla	2,9	1,5	-2,7	-2,3	-1,2	-0,4	-3,0
Fjárfesting	-20,2	-28,9	-44,8	-48,4	-48,0	-48,3	-49,9
Þjóðarútgjöld	-17,6	-20,3	-23,5	-21,5	-19,7	-19,4	-20,1
Útflutningur	-0,5	0,4	-3,0	-1,8	1,3	1,6	6,2
Innflutningur	-24,5	-26,9	-35,6	-33,0	-25,7	-25,4	-24,0
Hagvöxtur	-8,3	-9,9	-11,0	-9,1	-8,5	-7,7	-6,5
Verðbólga	14,1	11,9	9,9	11,8	12,0	12,0	12,0
Undirbyggjandi verðbólga	14,1	11,8	9,6	11,1	11,3	11,4	11,4
Gengi krónu gagnvart evru	141,1	146,6	158,2	169,2	171,7	172,0	172,0
Framleiðsluspenna	-4,7	-5,8	-8,3	-6,8	-4,2	-3,9	-3,4
Atvinnuleysi	6,3	9,4	9,3	8,9	8,2	8,0	8,0
Vöxtur launa <sup>2</sup>	6,4	4,2	4,2	4,4	4,4	4,7	0,6
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	-13,7	-17,1	-15,6	-19,9	-19,2	-17,6	-18,0 <sup>3</sup>
Útanríkisverslun	5,2	5,4	-14,1	-11,4	-11,4	-10,3	-8,2
Álverð í USD	-3,4	-39,2	-41,8	-38,7	-36,1	-35,4	-35,8
Sjávarútvegsverð í erl. mynt	-2,9	-9,0	-12,0	-12,6	-8,5	-10,4	-12,8
Útflutt ál	4,5	7,9	3,0	3,5	4,7	6,0	3,8
Útfluttar sjávarafurðir	-2,9	2,0	0,0	-1,0	-2,0	4,0	3,4

1. Bráðabirgðatölurnar eru notaðar sem grundvöllur fyrir spá Seðlabankans sem birt er í þessu hefti *Peningamála*.
2. Rauntala fyrir vöxt launa árið 2009 var fyrst birt í mars 2010. Reyndust þær aðrar en spárnar yfir árið gerðu ráð fyrir, en þær byggðust að miklu leyti á þróun launavísitölu Hagstofu Íslands.
3. Gögn um ráðstöfunartekjur fyrir árið 2009 liggja ekki fyrir fyrr en í september 2010. Talan -18,0% er spá Seðlabankans.

### Samdráttur einkaneyslu reyndist minni en spáð var

Að því er varðar einstaka undirliði þjóðarútgjalda hafa spár um þróun fjárfestingar verið með ágætum en erfiðara hefur reynt að spá fyrir um þróun einkaneyslu árið 2009. Upphaflega var gert ráð fyrir yfir 20% samdrætti einkaneyslu sem fór minnkandi er leið á árið, sérstaklega eftir að þjóðhagstölur fyrir fyrsta og annan ársfjórðung birtust í júní og september árið 2009. Einkaneysla veltur á þáttum eins og ráðstöfunartekjum heimila, atvinnuleysi og gengi. Gengisspáin fyrir árið 2009 hefur verið nær óbreytt frá sumarmánuðum 2009. Spár um ráðstöfunartekjur hafa hins vegar verið reikulli. Erfitt hefur reynt að spá fyrir um þróun ráðstöfunartekna og endanlegar tölur fyrir síðasta ár munu ekki liggja fyrir fyrr en í september. Í september í fyrra kom

Mynd 3  
Þjóðarútgjöld



1. Meðaltal ársfjórðungsspáa nær þó ekki lengra aftur en til PM 2008/3.
2. Fyrstu gögn fyrir 4. ársfj. 2009 komu í mars 2010. Því hefur fyrsta áætlun ekki verið uppfærð.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

t.a.m. í ljós að ráðstöfunartekjur ársins 2008 hefðu aukist um 0,5% en fyrri áætlanir höfðu gert ráð fyrir 7,5% samdrætti.

### Endurskoðun samneyslu árið 2008 breytti spám fyrir 2009

Forsendur um þróun samneyslu eru unnar upp úr áætlun stjórnvalda auk þess að vera byggðar á gögnum Hagstofunnar. Vöxtur samneyslu árið 2009 hefur breyst nokkuð í spám Seðlabankans vegna mikillar óvissu um samneyslu ársins 2008. Í *Peningamálum* 2009/3 var talið að samneysla árið 2008 hefði aukist um 2,8% en eftir birtingu þjóðhagstalna í september 2009 reyndist vöxturinn vera 4,6%. Þjóðhagstölur sem birtar voru í september 2009 bentu til þess að samneysla hefði vaxið um 0,4% á fyrri hluta ársins 2009 þannig að ákveðið var að reikna með mun minni samdrætti í spám fyrir árið 2009 og því einungis spáð 1,2% samdrætti í nóvember. Bráðabirgðatölur frá því í mars sýna hins vegar að samneysla dróst saman um 3% árið 2009 sem er svipaður samdráttur og bankinn hafði spáð fyrir birtingu þjóðhagstalna í september.

### Útflutningur jókst um rúm fjögur prósentustig 2009 vegna útflutnings skipa og flugvéla

Spár um þróun vöru- og þjónustuviðskipta hafa ekki gengið fyllilega eftir og stafar það m.a. af umfangsmiklum viðskiptum með ýmsa óreglulega og ófyrirsjáanlega liði eins og skip og flugvélar, en upplýsingar um umfang þeirra berast jafnan með mikilli tímatöf. Útflutningur skipa og flugvéla nam 32 ma.kr. á fob-verðmæti árið 2009 en innflutningur á skipum og flugvélum 16,6 ma.kr. Einungis þriðjungur af þessum innflutningi var kominn fram í þjóðhagstölum þegar spáin í janúar sl. var gerð og rétt rúmlega fimmtungur útflutnings. Skýrir það verulegan mun á útflutningi milli janúarspár og bráðabirgðatalna Hagstofunnar frá því í mars. Hefðu þessir óreglulegu liðir ekki komið fram hefði aukning útflutnings ársins 2009 verið 2,9% en innflutningur dregist saman um rúm 25%. Rétt er að taka fram að áhrifin á hagvöxt eru engin þar sem fjárfesting var minnkuð sem nemur þessum liðum.

Tafla 4 Spár Seðlabankans með og án keðjutengingu

Spár	Ár	Verg landsframleiðsla		Þjóðarútgjöld	
		Spá án keðjutengingar	Spá með keðjutengingu	Spá án keðjutengingar	Spá með keðjutengingu
PM 2009/4	2009	-8,5%	-7,8%	-19,7%	-20,0%
PM 2009/3	2009	-9,1%	-7,2%	-21,5%	-21,5%
PM 2009/2	2009	-11,0%	-9,0%	-23,5%	-23,9%
PM 2009/1	2009	-9,9%	-8,1%	-20,4%	-20,8%
PM 2008/3	2009	-8,3%	-6,4%	-17,6%	-17,5%

### Keðjutenging hefur áhrif á spár ársins 2009

Óvenjumikil áhrif keðjutengingar þjóðhagsreikninga á síðasta ári leiddu einnig til skekkja í hagvaxtarspám. Þar til í þeirri spá sem hér er birt, hafa spár Seðlabankans um magnþróun þjóðhagsstærða byggst á gögnum sem eru verðlagsleiðrétt á verðlagi ársins 2000 með



keðjutengingu. Við gerð hagvaxtarspáa hefur hins vegar verið gert ráð fyrir að landsframleiðsla á föstu verðlagi sé samtala einkaneyslu, samneyslu, fjárfestingar, birgðabreytinga og útflutnings að frádregnum innflutningi. Keðjutenging verkar hins vegar þannig að í stað þess að færa allar fjárhæðir til fasts verðlags miðað við tiltekið grunnár eru magnbreytingar reiknaðar út þannig að fjárhæðir á verðlagi tiltekins árs eru færðar til verðlags ársins á undan og magnbreytingin reiknuð út frá því. Árleg keðjutenging veldur því að samtölur stemma ekki við undirliði nema á viðmiðunarári verðvísitalnanna (nú ársins 2000) og næsta árs á eftir. Þetta hefur ekki verið vandamál fyrr en á síðasta ári þegar hlutfallslegt verð breyttist óvenjumikið, sérstaklega hlutfallslegt verð inn- og útflutnings. Sjá má í töflu 4 að nokkur munur var á hagvaxtarspám Seðlabankans með og án keðjutengingar en spár um þjóðarútgjöld eru nánast eins.



# Peningastefnan og stjórnþæki hennar

## Markmið og framkvæmd peningastefnunnar

Markmið stefnunnar í peningamálum er stöðugt verðlag. Hinn 27. mars 2001 var tekið upp formlegt verðbólgu­markmið sem hér segir:<sup>1</sup>

- Seðlabankinn stefnir að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.
- Víki verðbólga meira en 1½ prósentu frá settu marki ber bankanum að gera ríkisstjórninni grein fyrir ástæðu fráviksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hvenær hann telur að verðbólgu­markmiðinu verði náð að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega.
- Seðlabankinn gerir verðbólgu­spár þar sem spáð er þrjú ár fram í tímann. Spárnar eru birtar í riti bankans *Peningamálum*. Þar kemur einnig fram mat bankans á helstu óvissuþáttum tengdum spánni. Jafnframt gerir bankinn grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahagsmálum.

Peningastefnan miðar að því að halda verðlagi stöðugu og því verður henni ekki beitt til þess að ná öðrum efnahagslegum markmiðum, svo sem jöfnuði í viðskiptum við útlönd eða mikilli atvinnu, nema að því marki sem slíkt samrýmist verðbólgu­markmiði bankans.

## Helstu stjórnþæki peningastefnunnar

Seðlabankinn framfylgir peningastefnunni einkum með því að stýra vöxtum á peningamarkaði, fyrst og fremst með ákvörðun nafnvaxta veðlána til fjármála­fyrirtækja sem síðan hafa áhrif á aðra vexti. Vextir á peningamarkaði hafa einnig sterk áhrif á gjaldeyrisstrauma og þar með á gengi krónunnar og til lengdar innlenda eftirspurn. Viðskiptum við fjármála­fyrirtæki má í grófum dráttum skipta í regluleg viðskipti annars vegar og önnur viðskipti hins vegar. Um viðskipti fjármála­fyrirtækja við Seðlabankann gilda reglur nr. 553 frá 26. júní 2009.

## Föst viðskiptaform

- Viðskiptareikningar: Á viðskiptareikningum geyma fjármála­fyrirtæki ráðstöfunarfé sitt. Viðskiptareikningar eru uppgjörsreikningar í viðskiptum fjármála­fyrirtækja og bindiskyldureikningar. Vextir viðskiptareikninga mynda gólf fyrir daglánavexti á millibankamarkaði með krónur. Viðskiptareikningar verða alltaf að vera með jákvæða stöðu í lok hvers viðskiptadags..
- Daglán: Lán veitt til næsta viðskiptadags. Hlutverk daglána er fyrst og fremst að tryggja fjármála­fyrirtækjum aðgang að lausafé til að tryggja að staða viðskiptareiknings sé jákvæð í lok dags og til þess að uppfylla bindiskyldu. Daglán eru veitt gegn tryggingum í verðbréfum. Vextir daglána mynda þak einnar nætur vaxta á milli­bankamarkaði með krónur.

1. Sameiginleg yfirlýsing ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands. Birt m.a. á heimasíðu bankans.

### **Regluleg viðskipti**

Regluleg viðskipti geta verið til allt að 7 daga. Þau eru veitt í þeim tilgangi að auka eða draga úr framboði lausafjár. Seðlabankinn ákveður í hvert sinn hversu mikið lausafé hann lánar fjármálafyrirtækjum eða dregur af markaði. Miðvikudagar eru að öllu jöfnu viðskiptadagar Seðlabankans. Seðlabankinn getur átt viðskipti aðra daga sé þess talin þörf. Vilji Seðlabankinn eiga viðskipti með veðlán og innstæðubréf býður hann fjármálafyrirtækjum að senda inn tilboð.

- Lán gegn veði: Um er að ræða lán til 7 daga eða skemur. Fjármálafyrirtæki þurfa að leggja fram tryggingar sem Seðlabankinn telur hæfar í viðskiptum.
- Innstæðubréf: Um er að ræða bréf til 7 daga eða skemur sem Seðlabankinn selur fjármálafyrirtækjum.

Seðlabankinn getur í útboðum ákveðið að halda vöxtum og fjárhæðum föstum eða láta fjármálafyrirtæki bjóða í annað hvort eða hvort tveggja. Seðlabankinn getur hafnað öllum tilboðum eða hluta þeirra.

Aðrir fjármálagerningar sem Seðlabankinn getur notað til að auka eða draga úr framboði lausafjár eru endurhverf verðbréfavíðskipti, gjaldmiðlaskiptasamningar og bundin innlán.

### **Önnur viðskipti**

Seðlabankinn getur, með sérstakri ákvörðun, átt viðskipti við fjármálafyrirtæki til lengri tíma en viku með sömu fjármálagerninga og í reglulegum viðskiptum.

### **Bindiskylda**

Bindiskylda er lögð á fjármálafyrirtæki sem ekki eru háð framlögum á fjárlögum í rekstri sínum. Hún miðast við bindigrunn sem er innstæður, útgefin skuldabréf og peningamarkaðsbréf. Bindihlutfall er 2% fyrir þann hluta bindigrunns sem bundinn er til tveggja ára eða skemur. Binditímabil er frá 21. degi hvers mánaðar til 20. dags næsta mánaðar og skal innstæða á bindireikningi ná tilskildu hlutfalli að meðaltali á binditímabilinu. Bindiskylda nær ekki til útibúa íslenskra fjármálafyrirtækja sem starfa utan Íslands.

### **Inngrip á gjaldeyrismarkaði**

Inngripum á gjaldeyrismarkaði er einungis beitt, samkvæmt yfirlýsingunni um verðbólgu markmið frá 2001, telji Seðlabankinn það nauðsynlegt til þess að stuðla að verðbólgu markmiði sínu eða telji hann að gengissveiflur geti teft stöðugleika fjármálakerfisins í tvísýnu.

### **Tímabundnar aðgerðir**

Vegna sérstakra aðstæðna sem sköpuðust á fjármálamarkaði í október 2008 mun gengi krónunnar um sinn hafa meiri áhrif en áður á vaxta-ákvarðanir.

## Yfirlit vaxta Seðlabankans 30. apríl 2010

Viðskiptaform	Vextir nú (%)	Síðast breytt	Breyting (pró- sentur)	Vextir fyrir ári (%)
Viðskiptareikningar	7,50	17. mars 2010	-0,50	12,50
Daglán	10,50	17. mars 2010	-0,50	19,50
Bindiskylda	7,50	17. mars 2010	-0,50	12,50
Lán gegn veði	9,00	17. mars 2010	-0,50	15,50
Innstæðubréf til 7 daga	-	7. maí 2009	-3,00	12,75

## Vaxtaákvörðanir Seðlabanka Íslands

Dagsetning Vaxtaákvörðunarfundur það sem af er ári 2010	Helstu vextir Seðlabanka, % <sup>1</sup>	
	Veðlánavextir	Vextir á viðskiptareikningum fjármálastofnana
5. maí	8,50 (-0,50)	7,00 (-0,50)
17. mars	9,00 (-0,50)	7,50 (-0,50)
27. janúar	9,50 (-0,50)	8,00 (-0,50)
10. desember 2009	10,00 (-1,00)	8,50 (-0,50)
5. nóvember 2009	11,00 (-1,00)	9,00 (-0,50)
24. september 2009	12,00 (0,00)	9,50 (0,00)
13. ágúst 2009	12,00 (0,00)	9,50 (0,00)
2. júlí 2009	12,00 (0,00)	9,50 (0,00)
4. júní 2009	12,00 (-1,00)	9,50 (0,00)
7. maí 2009	13,00 (-2,50)	9,50 (-3,00)
8. apríl 2009	15,50 (-1,50)	12,50 (-1,50)
19. mars 2009	17,00 (-1,00)	14,00 (-1,00)
29. janúar 2009	18,00 (0,00)	15,00 (0,00)
17. desember 2008	18,00 (0,00)	15,00 (-2,50)
6. nóvember 2008	18,00 (0,00)	17,50 (0,00)
28. október 2008	18,00 (6,00)	17,50 (6,00)
15. október 2008	12,00 (-3,50)	11,50 (-3,50)
11. september 2008	15,50 (0,00)	15,00 (0,00)
3. júlí 2008	15,50 (0,00)	15,00 (0,00)
22. maí 2008	15,50 (0,00)	15,00 (0,00)
10. apríl 2008	15,50 (0,50)	15,00 (0,50)
25. mars 2008	15,00 (1,25)	14,50 (1,25)
20. desember 2007	13,75 (0,00)	13,25 (0,00)
1. nóvember 2007	13,75 (0,45)	13,25 (0,50)
6. september 2007	13,30 (0,00)	12,75 (0,00)
5. júlí 2007	13,30 (0,00)	12,75 (0,00)

1. Breyting frá síðustu ákvörðun í sviga.



# Annáll efnahags- og peningamála

## Janúar 2010

Hinn 5. janúar neitaði forseti Íslands að undirrita lög um breytingar á heimild fjármálaráðherra til að veita ríkisábyrgð á lántökum Tryggingarsjóðs innstæðueigenda og fjárfesta vegna innstæðna á Icesave-reikningum. Með því vísaði forseti málinu í þjóðaratkvæðagreiðslu. Þremur dögum seinna samþykkti Alþingi lög um að atkvæðagreiðslan skyldi fara fram hið fyrsta og ekki seinna en 6. mars.

Hinn 5. janúar birti matsfyrirtækið Standard og Poor's tilkynningu um óbreytt láns hæfismat, en taldi hættu á einangrun á lánsfjármörkuðum og harkalegum þrýstingi erlendis frá vegna Icesave-málsins.

Hinn 5. janúar greindi matsfyrirtækið Fitch Ratings frá lækkun láns hæfismats Íslands í innlendum og erlendum gjaldmiðli. Langtímaeinkunnir Íslands í erlendum og innlendum gjaldmiðli eru nú BB+ og BBB+ og skammtímaeinkunn í erlendum gjaldmiðli er B. Landseinkunn lækkar úr BBB- í BB+.

Hinn 6. janúar birti matsfyrirtækið Moody's tilkynningu þar sem sagði að láns hæfiseinkunn ríkissjóðs yrði að svo stöddu óbreytt, þrátt fyrir synjun forseta Íslands á Icesave-ábyrgðarlögunum. Talin var hætta á óróleika í innlendum stjórnámálum og þrýstingi frá útlöndum vegna Icesave-málsins. Hvort sem væri gæti spillt láns hæfismati Íslands.

Hinn 7. janúar veitti fjármálaeftirlitið ISB Holding ehf. leyfi til að fara með virkan eignarhlut í Íslandsbanka fyrir hönd Glitnis banka hf. Leyfið var veitt í kjölfar samnings Glitnis og íslenska fjármálaráðuneytisins, hinn 13. september 2009, þess efnis að Glitnir gæti eignast 95% hlut í Íslandsbanka að uppfylltum ákveðnum skilyrðum.

Hinn 8. janúar tilkynnti japanska matsfyrirtækið R&I Rating að láns hæfiseinkunn ríkissjóðs yrði áfram undir eftirliti vegna hugsanlegrar lækkunar. Matsfyrirtækið staðfesti fyrri einkunn ríkissjóðs hjá fyrirtækinu, BBB-.

Hinn 11. janúar veitti fjármálaeftirlitið Kaupskilum ehf. leyfi til að fara með virkan eignarhlut í Arion banka hf. fyrir hönd Kaupþings banka hf. Leyfið var veitt í kjölfar samnings Kaupþings og íslenska fjármálaráðuneytisins, hinn 3. september 2009, þess efnis að Kaupþing gæti eignast 87% hlut í Arion banka að uppfylltum ákveðnum skilyrðum.

Hinn 22. janúar veitti fjármálaeftirlitið Landskilum ehf. leyfi til að fara með virkan eignarhlut í NBI hf. fyrir hönd Landsbanka Íslands hf. Leyfið var veitt í kjölfar samnings Landsbanka Íslands hf. og íslenska fjármálaráðuneytisins, 15. desember 2009, m.a. þess efnis að Landsbanki Íslands hf. gæti eignast 18,7% hlut í NBI hf. að uppfylltum ákveðnum skilyrðum.

Hinn 27. janúar ákvað peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana lækkuðu í 8,0%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum í 9,25%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga í 9,5% og lánavextir í 11,0%.

Hinn 29. janúar heimilaði sjávarútvegsráðherra veiðar á 130.000 tonn-um af loðnu á vetrarvertíð. Koma 97.100 tonn í hlut íslenskra skipa.

### Febrúar 2010

Hinn 1. febrúar tilkynnti matsfyrirtækið Standard and Poor's óbreytta lánshæfiseinkunn ríkissjóðs, en að matið yrði áfram á athugunarlista vegna óvissu um erlenda lánsfjármögnun, afnám gjaldeyrishafta og stöðuna í Icesave-málinu.

Hinn 8. febrúar skipaði ráðherra samgöngu- og sveitarstjórnarmála fjárhaldsstjórn fyrir Álftanes að tillögu eftirlitsnefndar með fjármálum sveitarfélaga.

Hinn 17. febrúar var tilkynnt að fjármálaeftirlitið hefði sett á stofn þriggja manna ráðgjafarnefnd um mat á hæfi stjórnarmanna í eftirlitskyldum fjármálafyrirtækjum.

Hinn 24. febrúar gaf framkvæmdastjórn Evrópusambandsins út álit um aðildarumsókn Íslands að ESB. Niðurstaða hennar var að Ísland fullnægði öllum skilyrðum sem umsóknarríki og var lagt til að hafnar yrðu aðildarviðræður við Ísland.

Hinn 25. febrúar samþykkti Alþingi breytingu (389. mál á 138. þingi) á lögum um nauðungarsölu þannig að fram til 1. ágúst 2010 geti skuldari samkvæmt umsókn fengið frestun á sölu eigin íbúðarhúsnæðis um allt að þrjú mánuði. Breytingin gekk í gildi samdægurs. Áður var í lögum ákvæði um frestun á nauðungarsölu íbúðarhúsnæðis fram yfir 28. febrúar.

Hinn 26. febrúar lýsti matsfyrirtækið Moody's áhyggjum af þeim þrýstingi sem þráteflið í Icesave-málinu setti til lækkunar á Baa3 lánshæfiseinkunn Íslands. Engar breytingar voru tilkynntar á lánshæfismati.

### Mars 2010

Hinn 4. mars samþykkti Alþingi breytingar á hlutafélagalögum (71. mál á 138. þingi). Með breytingunni er hlutverk stjórnarformanna takmarkað þannig að staða starfandi stjórnarformanna má heita úr sögunni. Þá eru fest í lög afdráttarlaus ákvæði um kynjajöfnuð í félagsstjórnnum.

Hinn 4. mars staðfesti Fjármálaeftirlitið sameiginlegar reglur fjármálafyrirtækja um fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækja, eins og því var falið með lögum nr. 107/2009, um aðgerðir í þágu einstaklinga, heimila og fyrirtækja vegna banka- og gjaldeyrishrunsins.



Hinn 5. mars tilkynnti fjármálaeftirlitið að gengið hefði verið frá upplýsingaskiptasamningum við Fjármálaeftirlitið á Bresku Jómfrúareyjum og Verðbréfaeftirlit Alberta-fylkis í Kanada.

Hinn 6. mars fór fram þjóðaratkvæðagreiðsla um heimild til ríkisábyrgðar vegna Icesave-reikninganna. Var ábyrgðarheimildinni hafnað með um 98% gildra atkvæða. Gengu því eldri lög um ábyrgðarheimild með fyrirvörum, nr. 136/2009, aftur í gildi.

Hinn 10. mars veitti Fjármálaeftirlitið Arev verðbréfafyrirtæki hf. auknar starfsheimildir sem verðbréfafyrirtæki og var starfsleyfi félagsins endurútgengið með tilliti til þess.

Hinn 17. mars ákvað peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana lækkuðu í 7,5%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum í 8,75%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga í 9,0% og daglánvextir í 10,5%.

Hinn 22. mars samþykkti Alþingi (483. mál á 138. þingi) lög sem banna verkfall flugvirkja, sem hófst á miðnætti kvöldið áður. Gildistími kjarasamnings sem rann út 31. október 2009 var framlengdur út nóvember 2010.

Hinn 23. mars úrskurðaði nefnd um erlenda fjárfestingu að ekki væri ástæða til að gera athugasemdir við fjárfestingu Magma Energy Sweden AB í HS Orku hf. Úrskurður nefndarinnar telst endanlegur.

Hinn 25. mars samþykkti Alþingi breytingu (386. mál á 138. þingi) á lögum um tekjuskatt, sem heimilar ríkisskattstjóra að krefjast kyrrsetningar eigna hjá aðilum sem grunaðir eru um stórfelld brot á framtalsreglum eða ef talin er veruleg hættu á að stórfelld vanhöld verði á skattskilum.

Hinn 29. mars veitti Fjármálaeftirlitið Arctica Finance hf. starfsleyfi sem verðbréfafyrirtæki, samkvæmt lögum um fjármálafyrirtæki. Samhliða fékk Arctica Eignarhaldsfélag ehf. heimild til að eiga og fara með yfir 50% eignarhlut í Arctica Finance.

Hinn 30. mars staðfesti matsfyrirtækið Standard & Poor's lánshæfiseinkunnir Ríkissjóðs Íslands fyrir erlendar langtíma- og skammtímaskuldbindingar BBB-/A-3. Lánshæfiseinkunnir fyrir innlendar langtíma- og skammtímaskuldbindingar voru lækkaðar í BBB/A-3 úr BBB+/A-2. Lánshæfiseinkunnirnar voru teknar af gátlista, þar sem þær hafa verið með neikvæðum horfum frá 5. janúar 2010. Horfur eru áfram neikvæðar.



# Tölur og myndir

Tölur og myndir miðast almennt við tölulegar upplýsingar sem fyrir lágu 21. apríl 2010. Skýringar á merkingu tákna eru á bls. 2.

<b>A</b>		<b>Tölur</b>
84	Tafla 1	Helstu mánaðarlegar vísbendingar
86	Tafla 2	Sögulegar hagtölur
<b>B</b>		<b>Myndir</b>
88	Mynd 1	Verðbólga 1940-2009
88	Mynd 2	Hagvöxtur 1945-2009
88	Mynd 3	Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2009
88	Mynd 4	Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun 1980-2009
88	Mynd 5	Ársfjórðungslegur hagvöxtur 1. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2009
88	Mynd 6	Undirþættir hagvaxtar 1. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2009
89	Mynd 7	Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2009
89	Mynd 8	Viðskiptajöfnuður 1945-2009
89	Mynd 9	Vöruútflutningur og vöruinnflutningur janúar 1996 - febrúar 2010
89	Mynd 10	Útflutt og innflutt þjónusta 1. ársfj. 1996 - 4. ársfj. 2009
89	Mynd 11	Skuldir og eignir þjóðarbúsins 1. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2009
89	Mynd 12	Erlend skuldastaða þjóðarbúsins 1980-2009
90	Mynd 13	Raungengi krónunnar 1960-2009
90	Mynd 14	Útgjöld og tekjur hins opinbera 1980-2009
90	Mynd 15	Lánsfjárafgangur og lántökur ríkissjóðs 1990-2009
90	Mynd 16	Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1980-2009
90	Mynd 17	Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2008
90	Mynd 18	Próun raunlauna janúar 1990 - febrúar 2010
91	Mynd 19	Atvinnuleysi og atvinnuþátttaka janúar 1996 - mars 2010
91	Mynd 20	Ávöxtun á peningamarkaði janúar 1997 - mars 2010
91	Mynd 21	Ávöxtun langtímaskuldabréfa janúar 1997 - mars 2010
91	Mynd 22	Raunávöxtun og peningamagn 1960-2009
91	Mynd 23	Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana og grunnfé janúar 1997 - desember 2009
91	Mynd 24	Útlánaflokkun innlánsstofnana janúar 1998 - september 2008
92	Mynd 25	Vöxtur útlána lánakerfisins 1. ársfj. 1994 - 3. ársfj. 2008
92	Mynd 26	Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990-2007
92	Mynd 27	Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2010

Tafla 1 Helstu mánaðarlegar vísbendingar

	Verðlag		Gengi		Peningamarkaður			Ávöxtun (í lok tímabils, %)			Peningastærðir (í lok tímabils) <sup>6</sup>		
	% -breyting vísitölu neysluverðs <sup>1</sup>		% -breyt. meðal-gengis krónu <sup>1,2</sup>		Lán SÍ gegn veðj <sup>3</sup>	3 mánn. REIBOR <sup>4</sup>	RIKB 10 0317	RIKB 13 0517	HFF 150644	Grunnfé	M3	Útlán innlánsstofnana	Erlent lánsté <sup>5</sup>
	sl. 1 m.	sl. 12 m.	sl. 1 m.	sl. 12 m.									
2008													
Janúar	0,2	5,8	-3,6	0,4	13,8	13,9	11,1	9,5	4,7	29,0	57,5	39,8	68,0
Febrúar	1,4	6,8	-3,5	-6,4	13,8	13,7	12,1	9,8	4,4	93,1	48,7	42,5	100,4
Mars	1,5	8,7	-10,5	-16,1	15,0	15,4	13,2	12,3	4,3	231,7	67,8	54,0	92,4
Apríl	3,4	11,8	-3,8	-20,2	15,5	15,8	12,5	11,7	4,4	86,1	40,9	45,1	93,6
Mái	1,4	12,3	-0,7	-23,4	15,5	16,0	10,5	9,6	4,2	66,8	44,6	48,4	93,3
Júní	0,9	12,7	-4,8	-27,8	15,5	16,0	12,0	10,2	4,3	11,6	41,5	52,4	95,5
Júlí	0,9	13,6	0,0	-29,0	15,5	16,1	12,8	10,7	4,1	49,1	37,8	49,9	64,7
Ágúst	0,9	14,5	0,0	-24,3	15,5	16,1	13,0	10,6	4,2	43,4	36,6	44,4	91,7
September	0,9	14,0	-7,8	-30,5	15,5	16,1	10,8	9,0	3,7	49,8	22,2	66,8	-92,7
Október	2,2	15,9	-15,4	-43,0	18,0	18,6	15,5	15,0	4,5	32,0	39,2	...	-92,1
Nóvember	1,7	17,1	-11,7	-48,6	18,0	18,6	18,0	13,4	4,0	19,9	49,2	...	-49,3
Desember	1,5	18,1	6,4	-44,5	18,0	18,5	13,2	10,8	4,1	-31,5	36,4	...	-93,6
2009													
Janúar	0,6	18,6	1,3	-41,7	18,0	18,4	9,7	9,1	4,1	88,9	37,0	...	-93,9
Febrúar	0,5	17,6	11,7	-32,5	18,0	18,3	10,0	9,2	4,8	-9,8	42,2	...	-99,3
Mars	-0,6	15,2	-1,5	-25,8	17,0	15,8	9,7	8,9	4,6	-18,5	13,1	...	-99,3
Apríl	0,4	11,9	-10,7	-31,1	15,5	13,5	9,7	7,9	4,4	-18,7	27,1	...	-99,3
Mái	1,1	11,6	-2,9	-32,6	13,0	7,5	5,5	7,2	4,1	8,2	22,6	...	-99,4
Júní	1,4	12,2	-2,2	-30,8	12,0	8,0	6,0	8,3	4,4	99,9	23,0	...	-99,6
Júlí	0,2	11,3	-1,3	-31,7	12,0	8,2	6,7	8,4	4,5	49,8	19,2	...	-99,6
Ágúst	0,5	10,9	-1,3	-32,6	12,0	8,1	6,5	7,6	4,2	46,3	20,1	...	-99,6
September	0,8	10,8	0,5	-26,6	12,0	8,5	7,0	7,5	4,1	-3,5	19,7	...	-86,3
Október	1,1	9,7	-0,7	-13,9	12,0	8,5	8,1	7,3	3,9	-20,2	6,7	...	-88,1
Nóvember	0,7	8,6	-0,7	-3,1	11,0	8,8	8,3	7,6	3,9	-32,1	-1,2	...	-98,3
Desember	0,5	7,5	0,6	-8,3	10,0	8,4	8,3	7,5	3,8	5,2	-4,9	...	...
2010													
Janúar	-0,3	6,6	0,7	-8,8	9,5	8,3	9,1	7,3	3,8	...	...	...	...
Febrúar	1,1	7,3	1,2	-17,3	9,5	8,3	...	7,1	3,7	...	...	...	...
Mars	0,6	8,5	1,2	-15,1	9,0	8,0	...	6,3	3,8	...	...	...	...

1. Árstölur eru breytingar milli ársmeðaltala. 2. M.v. opinbera gengisskráningarvísitölu krónunnar og meðalgengi hvers tímabils. Jákvaðtt formerki táknar styrkingu gengisins. 3. Frá og með júní 2007 var framsetningu stýrvaða breytt og eru þeir nú settir fram sem matfæxir í stað ávöxtunar áður. 4. Meðalávöxtun á milli bankamarkaði lánaðanna með krónur. 5. Fyrir sparskrifteini og íbúðabréf er sýnd ávöxtun umfram verðþyngingu. Vísikvæði með íbúðabréf hófust í júlí 2004, áður eru sýndar tölur um húsbírf. 6. Árstölur eru breytingar yfir ár. Útlán til innlendra aðila eingöngu frá janúar 2002. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 7. Erlendar skuldir innlánsstofnana. Frá júlí 2007 hafa afliesáttamarkaður verið taldir með erlendum skuldum og framsetning á skammtímastöðu Sedlabankans hefur verið breytt.

Tafla 1 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísbendingar

	Gjaldveisismarkaður og gjaldveisistöð			Utanríkisviðskipti og ytri skilyrði			Vinnurmarkaður		Ríkisfjármál				
	Gjaldveisistöð Seðlabankans: Staða (ma.kr.)	sem hlutfall af erl. skt.sk. flutningi <sup>8</sup> (ma.kr.)	Hrein kaup SÍ á markaði lánastofn. <sup>9</sup> (ma.kr.)	Vöru- skipta- jöfn. (ma.kr.)	Vöru- útlúth. (fob) (ma.kr.)	Vöru- innflúth. (fob) (ma.kr.)	Útfl.verð sj. afurða, 12 mánn. % -br. <sup>10</sup>	At- vinnu- leysi	Launa- vísitala, 12 mánn. % -br. <sup>12</sup>	Reglulegur tekjujöfn. ríkissí, % af reglul. tekjum frá áttám. <sup>13</sup>	Eigna- verð 12. mánn. % -breyting Úrvals- tala hluta- ibúða- bréfa <sup>14</sup> húsn. <sup>15</sup>		
<b>2008</b>													
Janúar	174,8	4,9	0,08	1,5	24,6	34,5	5,6	103,9	1,0	6,2	44,2	-22,2	14,0
Febrúar	182,8	5,0	0,08	1,6	19,4	31,9	13,2	101,1	1,0	6,8	36,9	-33,2	12,7
Mars	220,0	5,1	0,06	1,3	34,3	36,6	27,7	91,0	1,0	7,8	25,9	-32,6	9,6
Apríl	206,8	5,0	0,06	0,0	40,1	40,7	30,1	89,8	1,0	8,2	20,8	-32,8	7,0
Mái	190,1	4,5	0,05	0,0	47,6	50,1	36,0	90,1	1,0	7,9	17,1	-41,9	3,8
Júní	203,0	4,5	0,0	0,0	41,5	39,1	48,7	85,9	1,1	8,5	11,4	-47,3	3,2
Júlí	227,0	5,0	0,1	0,0	34,2	57,0	47,6	86,6	1,1	9,1	9,4	-52,3	2,6
Ágúst	307,7	6,7	0,1	0,0	31,4	34,5	38,1	87,6	1,2	9,1	3,5	-49,3	1,6
September	374,8	6,8	0,1	0,0	49,5	42,4	44,6	81,6	1,3	9,0	3,3	-57,4	0,6
Október	409,9	7,0	2,4	-28,9	47,5	36,2	75,4	70,7	1,9	8,8	2,9	-92,0	-2,4
Nóvember	506,6	7,3	2,5	-21,1	43,2	40,6	88,7	63,6	3,3	7,8	-0,7	-90,8	-1,2
Desember	429,3	7,7	2,3	-3,4	53,8	29,8	72,1	69,5	4,8	8,3	-2,2	-94,4	-2,5
<b>2009</b>													
Janúar	364,2	7,4	2,1	-1,3	33,6	33,2	55,9	71,0	6,6	7,5	29,4	-94,3	-5,5
Febrúar	341,0	7,4	2,0	-1,5	32,4	26,4	28,3	79,7	8,2	6,7	11,2	-94,3	-5,3
Mars	382,5	8,0	18,9	-0,2	34,7	27,8	12,2	77,7	8,9	5,5	-1,1	-95,7	-8,5
Apríl	413,7	8,8	19,5	-1,1	31,7	30,7	21,5	69,5	9,1	4,4	-11,1	-95,8	-9,4
Mái	426,1	9,9	20,0	-2,0	38,7	31,3	26,6	68,1	8,7	4,1	-21,7	-94,4	-10,5
Júní	384,1	9,1	16,8	-2,5	40,7	33,5	18,3	67,2	8,1	3,0	-26,4	-94,0	-10,8
Júlí	385,1	10,0	14,0	-1,3	41,7	37,1	21,2	66,7	8,0	2,6	-36,3	-	-11,2
Ágúst	449,3	12,4	16,9	-1,2	44,1	31,4	24,8	66,1	7,7	2,2	-25,6	-	-10,3
September	434,7	12,6	16,0	-0,5	51,3	40,5	13,6	66,9	7,2	1,9	-25,3	-	-10,2
Október	451,0	13,0	9,8	-1,4	46,9	34,8	-1,3	67,1	7,6	1,9	-29,4	-	-10,0
Nóvember	402,8	11,7	8,9	-1,7	44,3	42,2	-10,2	67,0	8,0	4,0	-31,8	-	-11,1
Desember	484,9	14,1	10,9	...	7,0	35,0	-3,0	67,7	8,2	3,6	-33,3	-	-12,0
<b>2010</b>													
Janúar	475,0	13,7	...	...	10,0	32,1	1,4	68,1	9,0	3,1	-56,8	-	-10,2
Febrúar	480,1	14,0	...	...	13,9	30,4	18,4	69,4	9,3	3,6	-8,3	-	-10,0
Mars	...	...	...	...	...	...	...	70,2	9,3	3,6	...	-	...

8. Gjaldveisistöð í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvinnuinnflutnings sl. 12 mánuði. 9. Í nefnara eru erlendar skammtímaskuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka. Frá og með júlí 2007 eru atferðisáætlunir taldir með skuldum innlánsstofnana. 10. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. Frá janúar 2007 er teknið mið af 12 mánaða %-breytingu á verði sjávarfurða í íslenskum krónum. 11. Raungengi miðað við hlutfalllegt verðlag á Íslandi og í 17 helstu vísitalalöndum, 2000 = 100. Meðaltal tímabils. 12. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 13. Greiðslugrunnur. Án eignaslu. Leiðrétt fyrir óran bókun gjalda jan. - nóv. 2004. 14. Árstölur eru breyting yfir ár. 15. Íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjó sveitarfélög). Árstölur eru breyting yfir ár.

Hermildir: Fasteignaskrár Íslands, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Ríkisbókhald, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Sögulegar hagtölur

	Verðlag <sup>1</sup>		Gengi		Vextir		Peningastærðir			Hlutfall gjalddeysis- forða og vöruinnfl. <sup>5</sup>	Hrein erlend skuldastaða af VLF <sup>6</sup>	Hag- vöxtur	
	Vísitala neyslu- verðs <sup>1</sup>	Verð- bólga	Meðal- gengi/ vísitala <sup>2</sup>	Raungengi krónu <sup>3</sup> m.v. neyslurøð	m.v. laun	Meðal- ávöxtun sparskírteina <sup>4</sup>	Alm. skuldabréfa- lán banka (raunáv.) översðir.	M3	Útlán innlánsst.				Útlán lánaferfis
1980	8,1	61,8	25,9	101,8	110,4	3,5	-8,3	65,4	66,4	71,1	2,4	35,9	5,8
1981	12,2	50,8	34,7	106,2	115,0	3,2	-1,7	70,5	72,2	54,1	3,0	36,5	4,3
1982	18,4	51,0	54,5	97,7	112,6	3,5	-9,4	58,0	92,0	100,2	2,1	46,4	2,1
1983	33,9	84,2	100,0	91,8	94,1	3,8	-14,2	78,7	85,6	82,9	2,5	57,2	-2,2
1984	43,7	29,2	116,3	96,3	91,2	7,0	3,4	33,4	43,0	40,2	2,1	60,2	4,1
1985	57,9	32,4	148,7	94,8	91,1	6,9	-2,3	47,6	29,7	35,2	2,8	63,6	3,3
1986	70,2	21,3	171,0	97,1	92,0	8,5	4,3	35,0	19,1	20,1	3,6	56,5	6,3
1987	83,4	18,8	177,3	106,0	117,2	8,7	4,7	35,2	42,1	31,4	2,4	49,4	8,5
1988	104,6	25,4	202,6	111,4	126,7	8,7	11,8	24,0	37,2	34,0	2,4	51,3	-0,1
1989	126,7	21,1	254,7	102,4	110,4	7,4	6,5	27,2	25,2	33,8	3,0	56,8	0,3
1990	145,5	14,8	283,7	99,1	98,6	7,0	9,3	14,9	11,0	12,5	3,3	43,8	1,2
1991	155,4	6,8	283,6	101,7	100,5	8,1	10,0	14,4	11,6	15,4	3,2	44,9	-0,2
1992	161,2	3,7	285,0	101,7	101,8	7,4	11,8	3,8	5,3	11,8	4,0	53,0	-3,4
1993	167,8	4,1	308,8	96,2	93,8	6,7	11,5	6,5	5,0	11,1	4,3	58,9	1,3
1994	170,3	1,5	324,8	91,0	82,5	5,0	9,5	2,3	-1,3	4,5	2,6	53,3	3,6
1995	173,2	1,7	322,3	91,1	87,2	5,6	10,1	2,2	-8,5	5,9	2,4	52,0	0,1
1996	177,1	2,3	322,9	91,3	88,0	5,5	10,5	6,8	11,8	9,3	3,0	49,8	4,8
1997	180,3	1,8	318,7	92,2	89,4	5,3	11,1	11,5	12,7	11,8	2,6	51,3	4,9
1998	183,3	1,7	313,6	93,8	92,0	4,7	11,8	12,3	30,3	15,1	2,2	57,6	6,3
1999	189,6	3,4	313,1	96,3	96,4	4,4	8,0	19,0	26,3	17,3	2,6	67,1	4,1
2000	199,1	5,0	313,3	100,0	100,0	5,1	12,7	11,3	26,1	17,2	2,1	94,0	4,3
2001	212,4	6,7	376,3	87,3	86,7	5,1	9,4	16,7	12,6	19,2	2,1	102,0	3,9
2002	222,5	4,8	365,2	91,7	90,4	5,2	13,7	12,9	0,9	3,2	2,5	89,8	0,1
2003	227,3	2,2	343,3	96,0	95,8	4,4	9,4	21,3	14,8	11,4	3,5	93,3	2,4
2004	234,6	3,2	336,3	98,1	93,5	3,9	8,3	17,1	39,5	19,9	3,6	113,5	7,7
2005	244,1	4,0	301,8	111,4	104,1	3,7	10,7	23,2	51,5	31,1	2,9	152,0	7,5
2006	260,6	6,8	337,2	104,2	101,7	4,6	10,9	19,4	41,4	31,0	4,8	203,2	4,3
2007	273,7	5,0	328,9	108,6	111,6	6,0	14,3	56,6	30,6	22,7	4,9	228,8	5,6
2008	307,7	12,4	462,6	85,5	111,0	9,4	8,1	36,3	.	.	7,7	462,4	1,3
2009	344,6	12,0	622,3	70,0	63,5	4,4	7,2	-4,9	.	.	14,1	460,5	-6,5

1. Sínd eru ársmeðaltöl (máí 1988=100) og breyting milli ársmeðaltala. 2. 1983=100. Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu miðað við viðskiptavegna körfu helstu viðskiptalanda. Ársmeðaltal. 3. 2000=100. 4. Árleg meðaltöl ávöxtunar verðtryggra sparskírteina ríkissjóðs. Ávöxtun í Kauphöll Íslands frá 1987. Áður vextir í frumsólu. 5. Gjalddeysisforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruinnflutnings síl. 12 mánuði. 6. Skuldahlutföll eru reiknuð út frá skuldastöðu í lok tímabils á gengi hvers tíma sem hlutfall af landsframleiðslu á síns.

Tafla 2 (frh.) Sögulegar hagtölur

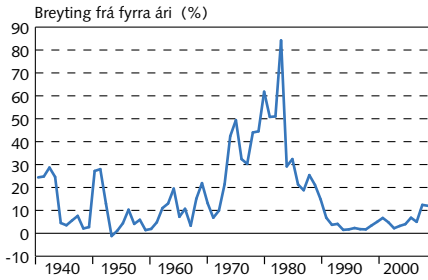
	Þjóðhagsstærðir (%-breyt. milli ára)			Utánríkisviðskipti (%-breyt. milli ára) <sup>7</sup>			Viðsk.-jöfn., % af VLF		Hið opinbera (% af VLF) <sup>8</sup>		Vinnumarkaður (% af mannafla)		Laun (%-breyt. milli ára)	
	Einka-neysla	Flár-muna-myndun	Þjóðar-útgjöld	Út-flutn.	Inn-flutn.	Við-skipta-kjör	Viðsk.-jöfn., % af VLF	Tekjur	Útgjöld	Atv.-leysi	Atv.-þátttaka <sup>9</sup>	Atv.-laun <sup>10</sup>	Raun-kaupm. ráð-stöf. tekna	
1980	3,4	13,9	5,9	2,7	3,0	-2,8	-1,9	35,4	34,1	0,3	74,1	.	1,1	
1981	6,2	1,2	5,6	3,2	7,1	-0,4	-4,1	36,8	35,5	0,4	76,8	0,7	5,4	
1982	5,0	0,1	5,0	-8,9	-0,6	-0,7	-8,0	37,9	36,2	0,8	77,6	1,7	2,2	
1983	-5,6	-12,7	-8,6	11,0	-9,7	-1,4	-1,8	35,8	37,8	1,0	77,4	-16,7	-12,5	
1984	3,7	9,4	6,4	2,4	9,1	0,7	-4,5	36,9	34,7	1,3	77,6	-3,1	-2,5	
1985	4,2	1,0	2,7	11,1	9,4	-0,9	-3,8	35,4	37,0	0,9	79,3	1,2	10,8	
1986	6,9	-1,6	4,5	5,9	0,9	5,4	0,7	35,4	39,4	0,7	80,9	5,7	9,5	
1987	16,2	18,8	15,7	3,3	23,3	4,3	-3,3	35,6	36,5	0,4	84,1	9,0	25,8	
1988	-3,8	-0,2	-0,6	-3,6	-4,6	-0,8	-3,4	39,5	41,5	0,6	80,1	2,2	-2,7	
1989	-4,2	-7,9	-4,4	2,9	-10,3	-3,9	-1,3	38,5	43,0	1,7	78,7	-9,1	-9,4	
1990	0,5	3,0	1,5	0,0	1,0	-3,2	-2,1	38,1	41,4	1,8	77,5	-4,9	-4,6	
1991	3,0	2,6	3,5	-5,9	5,3	3,5	-4,0	39,8	42,7	1,5	81,0	1,4	2,1	
1992	-3,2	-10,4	-4,6	-2,0	-6,0	-0,5	-2,4	40,8	43,6	3,1	81,8	-0,8	-2,7	
1993	-4,6	-9,8	-2,9	6,5	-7,5	-3,7	0,7	39,0	43,4	4,4	81,1	-2,6	-0,8	
1994	2,9	-0,2	1,8	9,3	3,8	0,2	1,9	38,6	43,2	4,8	81,3	-0,3	-0,1	
1995	2,2	-1,7	2,2	-2,3	3,6	1,1	0,7	39,6	42,5	5,0	82,9	2,8	3,8	
1996	5,7	25,0	6,8	9,9	16,5	-3,2	-1,8	40,5	42,0	4,4	81,6	4,0	4,1	
1997	6,3	9,3	5,8	5,6	8,0	2,1	-1,8	40,5	40,5	3,9	81,0	3,6	7,4	
1998	10,2	34,4	13,8	2,5	23,4	5,1	-6,8	40,8	41,2	2,8	82,3	7,6	9,0	
1999	7,9	-4,1	4,2	4,0	4,4	-0,6	-6,8	43,1	41,9	1,9	83,2	3,3	6,3	
2000	4,2	11,8	5,9	4,2	8,6	-2,4	-10,2	43,5	41,8	1,3	83,5	1,6	7,9	
2001	-2,8	-4,3	-2,1	7,4	-9,1	0,3	-4,3	41,8	42,5	1,4	83,6	2,0	-2,6	
2002	-1,5	-14,0	-2,3	3,8	-2,6	0,6	1,5	41,6	44,1	2,5	82,8	2,3	4,2	
2003	6,1	11,1	5,7	1,6	10,7	-4,1	-4,8	42,7	45,6	3,4	82,1	3,4	4,1	
2004	7,0	28,1	9,9	8,4	14,5	-1,3	-9,8	44,1	44,0	3,1	80,7	1,4	7,6	
2005	12,7	35,7	15,7	7,5	29,3	1,0	-16,0	47,0	42,1	2,1	81,9	2,6	10,6	
2006	3,6	22,4	9,5	-4,6	10,4	3,4	-24,4	47,9	41,6	1,2	83,1	2,6	8,4	
2007	5,6	-11,1	-0,1	17,7	-0,7	0,1	-16,4	47,7	42,2	1,0	83,3	3,8	10,5	
2008	-7,9	-21,0	-8,8	7,1	-18,2	-6,1	-18,5	44,2	57,8	1,6	82,6	-3,8	0,6	
2009	-14,6	-49,9	-20,1	6,2	-24,0	-10,1	-3,3	42,4	51,5	8,0	80,9	-7,2	-18,0	

7. Viðskipti með vöru og þjónustu. %-breytingar milli ára eru magnbreytingar. 8. Hið opinbera er ríki, sveitarfélög og almennatryggingar. 9. Til ársins 1990 er atvinnuþátttaka reiknuð frá skilgreiningu Þjóðhagsstofnunar en frá árinu 1991 er notast við vinnumarkaðskönnun Hagstofnu. 10. Launavísitala Hagstofnu frá 1989. Áður launavísitala til greiðsluþjónnunar. Raunvirt með neysluverðsvisifölu.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 1  
Verðbólga 1940-2009

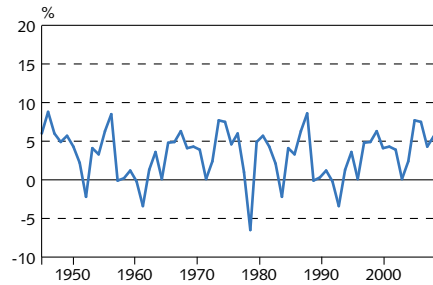
Árleg meðaltöl vísitölu neysluverðs



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

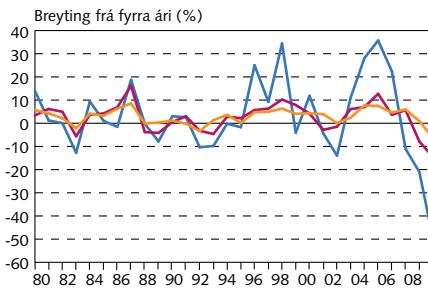
Mynd 2  
Hagvöxtur 1945-2009<sup>1</sup>

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu milli ára



1. Bráðabirgðatölur 2009.  
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

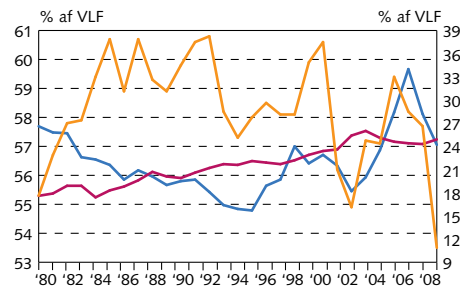
Mynd 3  
Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2009<sup>1</sup>



— Fjármunamyndun  
— Einkaneysla  
— Verg landsframleiðsla

1. Bráðabirgðatölur 2009.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 4  
Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun 1980-2009<sup>1</sup>

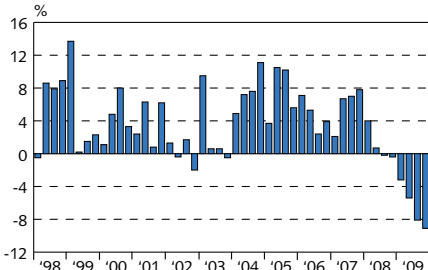


— Fjármunamyndun (h. ás)  
— Samneysla (h. ás)  
— Einkaneysla (v. ás)

1. Bráðabirgðatölur 2009.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 5  
Ársfjórðungslegur hagvöxtur  
2. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2009<sup>1</sup>

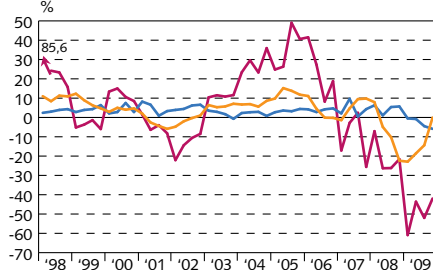
Magnbreyting VLF frá sama fjórðungi fyrra árs



1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 6  
Undirþættir hagvaxtar  
1. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2009<sup>1</sup>

Magnbreytingar frá sama ársfjórðungi fyrra árs

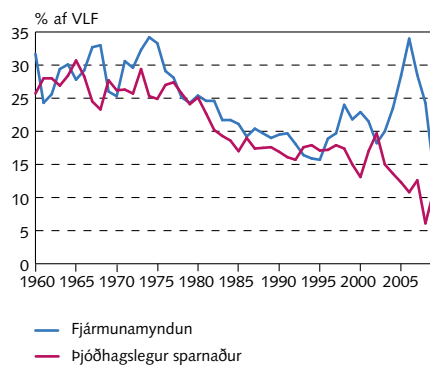


— Samneysla  
— Fjármunamyndun  
— Einkaneysla

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Hagstofa Íslands.



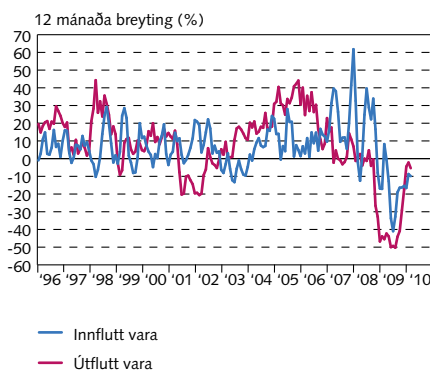
Mynd 7  
Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2009<sup>1</sup>



1. Bráðabirgðatölur 2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9  
Vöruútflutningur og vöruinnflutningur janúar 1996 - febrúar 2010<sup>1</sup>

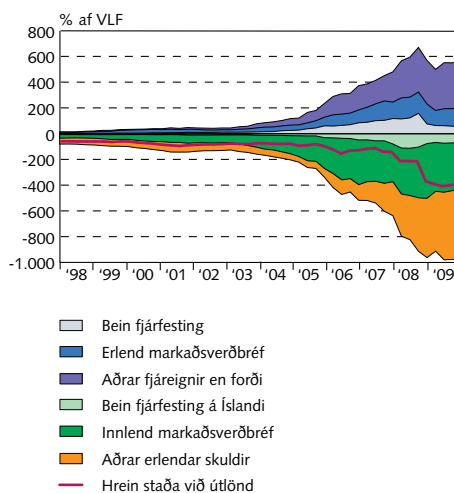
Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal á föstu gengi



1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

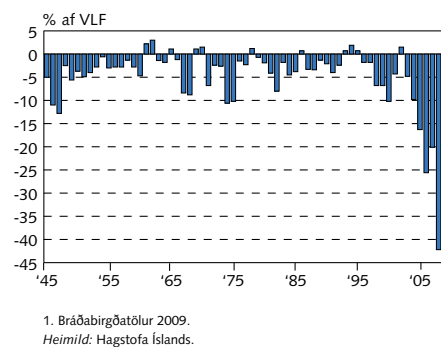
Mynd 11  
Skuldir og eignir þjóðarbúsins 1. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2009<sup>1</sup>

Á verðlagi hvers árs



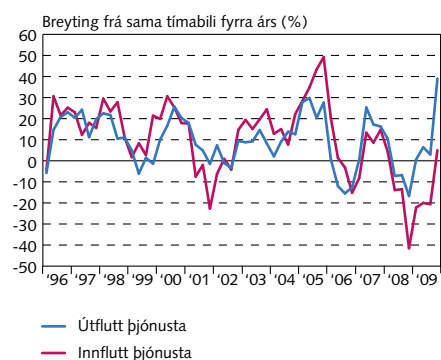
1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8  
Viðskiptajöfnuður 1945-2009<sup>1</sup>



Mynd 10  
Útflutt og innflutt þjónusta 1. ársfj. 1996 - 4. ársfj. 2009<sup>1</sup>

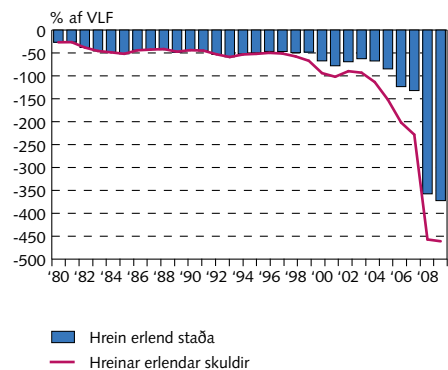
Á föstu gengi



1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

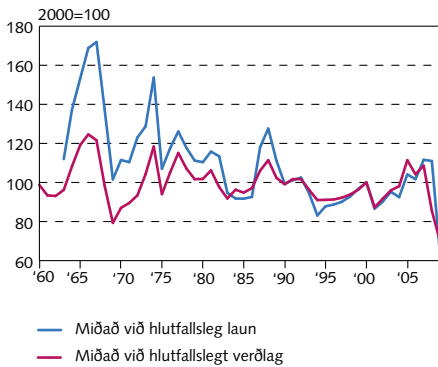
Mynd 12  
Erlend skuldastaða þjóðarbúsins 1980-2009<sup>1</sup>

Staða í árslok



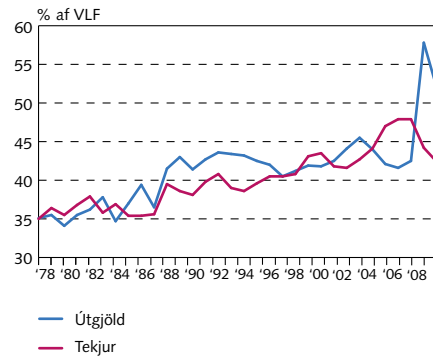
1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 13  
Raungengi krónunnar 1960-2009<sup>1</sup>



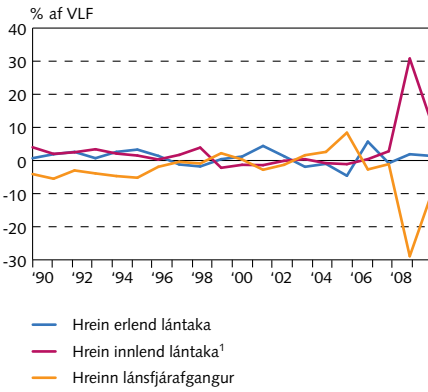
1. Bráðabirgðatölur 2009.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14  
Útgjöld og tekjur hins opinbera 1978-2009



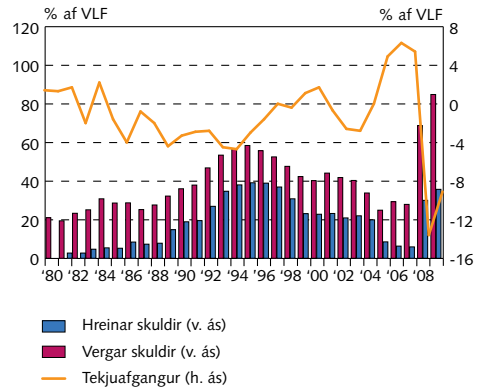
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 15  
Lánsfjárfgangur og lántökur ríkissjóðs 1990-2009



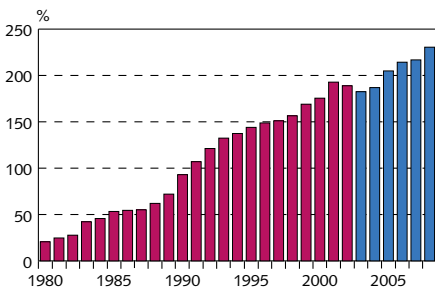
1. Þ.m.t. hækkun lífeyrisskuldbindinga og ógreiddra vaxta til langs tíma.  
Heimild: Ríkisreikningur.

Mynd 16  
Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1980-2009



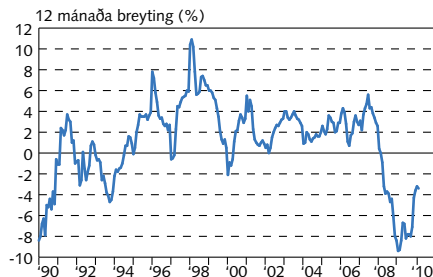
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabankans.

Mynd 17  
Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2008<sup>1</sup>



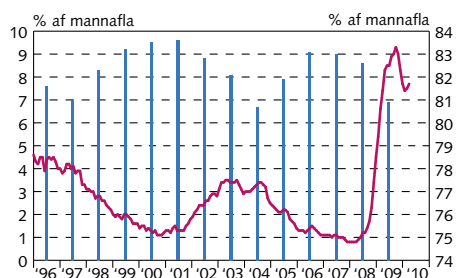
1. Breytt lánaflokkun frá árinu 2003 (súlur í bláum lit). Áætlun fyrir árið 2008.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 18  
Próun raunlauna janúar 1990 - febrúar 2010



Heimild: Hagstofa Íslands.

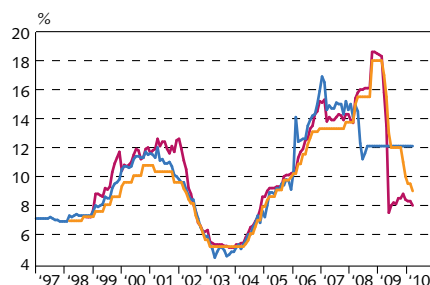
Mynd 19  
Atvinnuleysi og atvinnuþátttaka<sup>1</sup>  
janúar 1996 - mars 2010



■ Atvinnuþátttaka (h. ás)  
— Atvinnuleysi (árstíðarleidd) (v. ás)

1. Vinnuorkaðskönnun Hagstofunnar 1996-2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

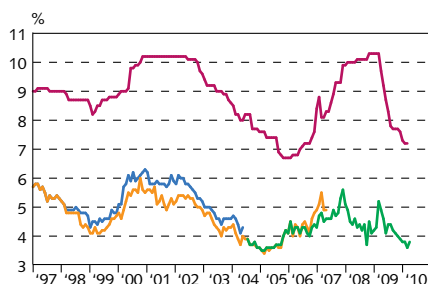
Mynd 20  
Ávöxtun á peningamarkaði  
janúar 1997 - mars 2010  
Í lok mánaðar



— 3 mánaða ríkisvixlar  
— 3 mánaða REIBOR á millibankamarkaði  
— 7 daga veðlánavextir (stýrivextir)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

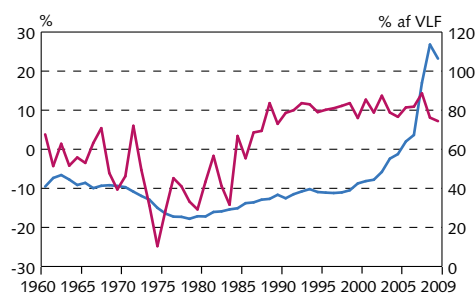
Mynd 21  
Ávöxtun langtímaskuldabréfa  
janúar 1997 - mars 2010  
Í lok mánaðar



— 25 ára húsbref  
— Verðtryggt skuldabréfalán banka  
— 15 ára spariskirteini  
— 30 ára íbúðabréf (HFF 150434)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

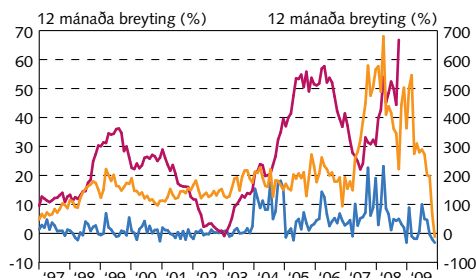
Mynd 22  
Raunávöxtun og peningamagn 1960-2009<sup>1</sup>  
Raunávöxtun óverðtryggðra útlána banka  
og M3 sem hlutfall af VLF



— Peningamagn (h. ás)  
— Raunávöxtun (v. ás)

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

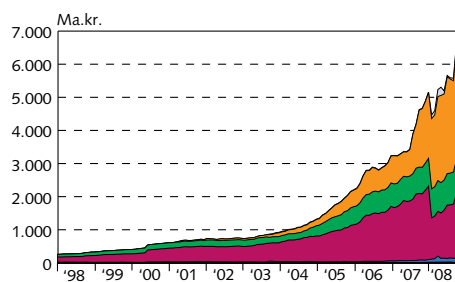
Mynd 23  
Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana  
og grunnfé janúar 1997 - desember 2009<sup>1</sup>



— Grunnfé (h. ás)  
— Útlán innlánsstofnana (v. ás)  
— M3 (v. ás)

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. Tölur fyrir M3 og útlán eru til september.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 24  
Útlánaflokkun innlánsstofnana  
janúar 1998 - september 2008<sup>1</sup>



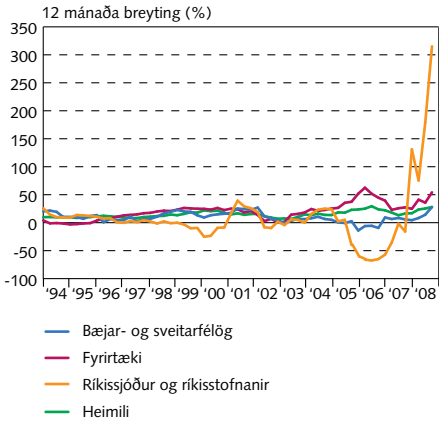
■ Opnberir aðilar  
■ Fyrirtæki  
■ Erlendir aðilar  
■ Lánastofnanir aðrar en bankar  
■ Einstaklingar  
■ Óflokkað

1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95-staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkuðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

Vöxtur útlána lánakerfisins  
1. ársfj. 1994 - 3. ársfj. 2008

Útlán flokkuð eftir lántakendum<sup>1</sup>

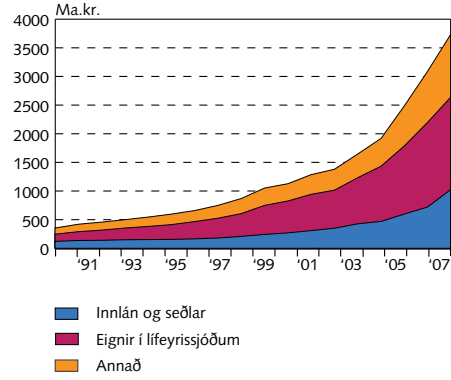


1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95-staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkuðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

Flokkun innlendra skulda lánakerfisins  
1990-2007<sup>1</sup>

Staða í árslok á verðlagi hvers tíma

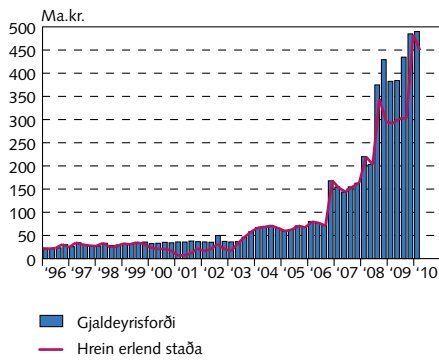


1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 27

Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða  
Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 1. ársfj. 2010<sup>1</sup>

Á gengi hvers tíma



1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

# Rammar og viðaukar

## **Peningastefnan og hlutverk Seðlabanka Íslands**

- 2007/3 Hnattvæðingin og framkvæmd peningastefnu á Íslandi
- 2007/3 Áhrif birtingar stýrivaxtaferils á framvirka vexti og virkni peningastefnunnar
- 2007/3 Áhrif peningastefnu á einkaneyslu

## **Verðbólga og verðlag**

- 2008/2 Verðbólguþróun í nýmarkaðsríkjum og aðhald peningastefnunnar
- 2008/2 Áhrif gengisbreytinga á verðbólgu
- 2008/1 Mikilvægi traustrar kjölfestu verðbólguvæntinga
- 2007/3 Verðbólga umfram þolmörk
- 2007/2 Ný verðból gumarkmiðslönd
- 2007/2 Mat á undirliggjandi verðbólgu

## **Þjóðarbúskapurinn og horfur í efnahagsmálum**

- 2009/4 Þróun húsnæðisverðs: Ólíkir mælikvarðar sýna sömu þróun
- 2009/2 Horfur um álverð
- 2008/3 Alþjóðlega fjármálakreppan dýpkar enn
- 2008/2 Húsnæðismarkaðurinn í alþjóðlegu samhengi
- 2008/2 Ísland og Lettland: Þjóðhagsleg aðlögun og peningastefna
- 2008/2 Horfur um fjölgun evruríkja á komandi árum
- 2007/3 Áhrif hækkandi hrávöruverðs á neysliverð og þjóðarbúskapurinn
- 2007/3 Frekari stóriðja?

## **Ytri jöfnuður og skuldir**

- 2009/2 Erlend skuldastaða og þáttatekjuhallinn

## **Fjármálamarkaðir og fjármálastöðugleiki**

- 2009/2 Aflandsmarkaður með krónur
- 2002/2 Glímt við vandann vegna „ópolinmóðra“ fjárfesta
- 2008/3 Kreppur vegna skyndilegra straumhvarfa fjármagnsflæðis
- 2008/3 Innlent eignaverð og lausafjárvisitala Englandsbanka
- 2008/2 Mikilvægi skilvirkra fjármálamarkaða
- 2008/1 Bandaríska undirmáslánakreppan og áhrif hennar á fjármálaskilyrði
- 2008/1 Nýlegar sviptingar á innlendum markaði með gjaldmiðla-skiptasamninga

## **Opinber fjármál**

- 2008/3 Sjálfbærni skulda hins opinbera
- 2008/1 Kostnaður ríkissjóðs vegna aðkomu ríkisstjórnarinnar að kjarasamningum
- 2008/1 Áhrif opinberra fjármála á þjóðarbúskapurinn

**Vinumarkaður og launaþróun**

- 2009/2 Atvinnuleysi í fjármálakreppum og heimsamdrætti
- 2008/1 Kjarasamningar árið 2008

**Rannsóknir og spár Seðlabanka Íslands**

- 2009/2 Uppfært þjóðhagslíkan
- 2009/2 Skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabanka Íslands
- 2008/1 Skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabanka Íslands
- 2007/3 Stýrivextir samkvæmt Taylor-reglu og áhrif endurskoðunar á mati og framleiðsluspennu
- 2007/3 Mat á jafnvægisraungengi íslensku krónunnar

**Reglubundnar rammagreinar og viðaukar**

- 2010/1 Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttum 2010/1
- 2009/4 Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttum 2009/4
- 2009/3 Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttum 2009/3
- 2009/2 Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttum 2009/2
- 2009/1 Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttum 2009/1
- 2008/3 Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttum 2008/3
- 2008/2 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum
- 2008/2 Breytingar á þjóðhagsþáttum frá *Peningamálum* 2008/1
- 2008/2 Breytingar á verðbólguþáttum frá *Peningamálum* 2008/1
- 2008/2 Fráviksdæmi
- 2008/2 Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttum 2008/2
- 2008/1 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum
- 2008/1 Breytingar á þjóðhagsþáttum frá *Peningamálum* 2007/3
- 2008/1 Breytingar á verðbólguþáttum frá *Peningamálum* 2007/3
- 2008/1 Fráviksdæmi
- 2008/1 Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttum 2008/1
- 2007/3 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum
- 2007/3 Breytingar á þjóðhagsþáttum frá *Peningamálum* 2007/2
- 2007/3 Breytingar á verðbólguþáttum frá *Peningamálum* 2007/2
- 2007/3 Fráviksdæmi
- 2007/3 Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttum 2007/3
- 2007/2 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum
- 2007/2 Fráviksdæmi
- 2007/2 Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttum 2007/2