

Verðbólga við markmið í lok árs

Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt frá útgáfu síðustu Peningamála, þrátt fyrir að Seðlabankinn hafi lækkað vexti í tvígang, um samtals 1,75 prósentur. Samkvæmt grunnsþánni mun gengi krónunnar styrkjast lítillega þegar líða tekur á spátímann. Þróun alþjóðlegra efnahagsmála hefur verið með svipuðum hætti og gert var ráð fyrir í fyrri spám bankans en þróttur innlends efnahagslífs á fyrri hluta ársins virðist hafa verið heldur minni en spáð var. Vísendingar eru þó um að samdrátturinn á öðrum fjórðungi ársins hafi verið minni en bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands gefa til kynna. Útlit er fyrir að landsframleiðslan dragist meira saman á þessu ári og vaxi minna á því næsta en spáð var í ágúst. Áfram er þó gert ráð fyrir að landsframleiðslan hafi náð botni á öðrum ársfjórðungi og að bati hafi hafist á hinum þriðja. Spáð er að hagvöxtur verði hátt í 3% á árunum 2012-2013. Þá er því spáð að atvinna taki að vaxa frá miðju næsta ári og atvinnuleysi minnki smám saman eftir því sem líður á spátímann. Verðbólga hefur hjaðnað hraðar en spáð var í ágúst og nú eru horfur á að hún verði við verðbólguþröng bankans í árslok, sem er nokkru fyrir en áður hafði verið spáð. Verðbólga eykst jafnframt minna í byrjun næsta árs en áður var talið vegna breyttra forsendna um hækkun neysluskatta en samkvæmt frumvarpi til fjárlaga hækka þessir skattar minna en áður var gert ráð fyrir. Stöðugt gengi krónunnar, hóflegar launhækkningar á spátímanum, hjöðnun verðbólguvæntinga og slaki í efnahagslífinu munu leiða til þess að verðbólga hjaðnar fram á mitt næsta ár, en þá tekur hún að aukast á ný í átt að verðbólguþröng. Töluverð óvissa er um efnahagshorfur næstu missera. Efnahagsbatinn gæti orðið veikari ef bakslag kemur í hinn alþjóðlega efnahagsbata, ef mikil skuldsetning heimila heldur meira aftur af vexti einkaneyslu en gert er ráð fyrir í spánni og ef fjárfesting í orkufrekum iðnaði tefst enn frekar. Sama er uppi á teningnum ef launhækkningar verða meiri en samræmist verðstöðugleika og ef aðhaldsaðgerðir fjárlagafrumvarpsins ganga ekki eftir þótt einnig gætu fylgt skammvin örvunaráhrif. Efnahagsbatinn gæti aftur á móti orðið kröftugri ef raungengið hækkar hraðar í átt að langtímajafnvægi og ef batinn í atvinnuvegafjárfestingu reynist meiri en í grunnsþánni.

I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

Gengi krónunnar gagnvart gengisvísitölu svipað og í ágúst

Gengi krónunnar hefur haldið áfram að styrkjast eftir því sem líðið hefur á árið og hefur styrkst um 13% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá áramótum. Frá útgáfu Peningamála 18. ágúst sl. hefur gengi krónunnar haldist nokkuð stöðugt gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Hagstæð þróun utanríkisviðskipta og minnkandi verðbólga innanlands hafa ásamt gjaldeyrishöftunum stutt við krónuna, sem hefur haldist stöðug þrátt fyrir kaup Seðlabankans á gjaldeyri er miða að því að byggja upp óskuldsettan gjaldeyrisforða. Frá því að þessi kaup hófust í lok ágúst, hefur bankinn keypt gjaldeyri að andvirði rúmlega 3 ma.kr.

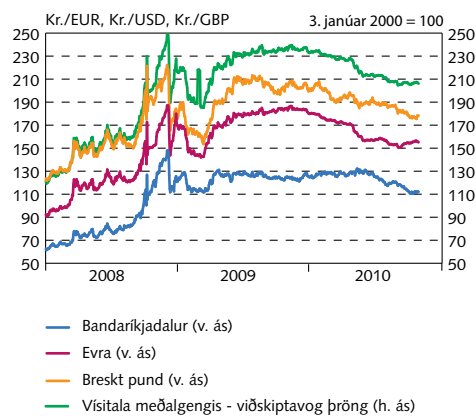
Nokkrar breytingar hafa orðið á gengi krónu gagnvart einstökum gjaldmiðlum frá því í ágústmánuði. Þannig hefur gengi krónunnar hækkað um rúmlega 6% gagnvart Bandaríkjadal og 4½% gagnvart bresku pundi. Krónan hefur hins vegar veikst um 1% gagnvart evru. Gengi hennar gagnvart evru var rúmlega 154 krónur á þriðja fjórðungi ársins, en í síðustu spá hafði verið gert ráð fyrir að það yrði 156 krónur.

Vextir Seðlabankans lækka ...

Frá útgáfu Peningamála í ágúst sl. hefur peningastefnunefnd Seðlabankans lækkað vexti bankans í tvígang; fyrst á ágústfundinum

Mynd I-1

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 29. október 2010



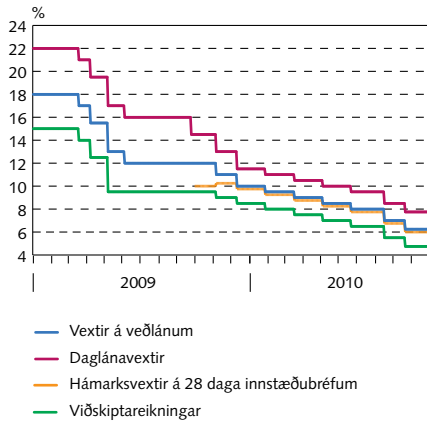
Heimild: Seðlabanki Íslands.

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

Mynd I-2

Vextir Seðlabanka Íslands

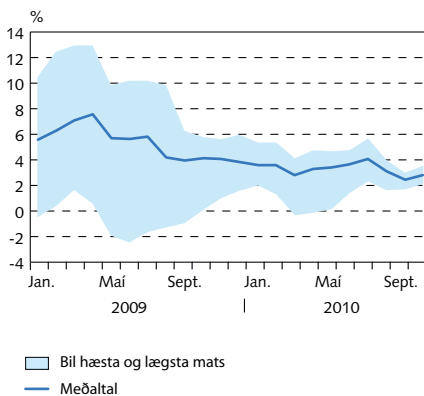
Daglegar tölur 1. janúar 2009 - 29. október 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3

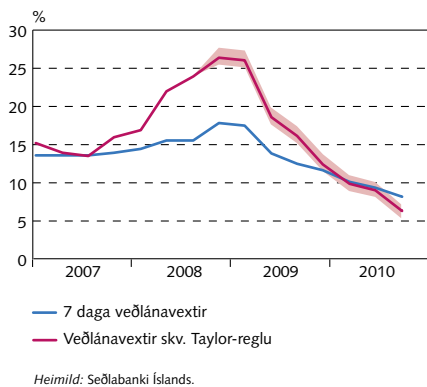
Raunvextir Seðlabankans m.v. mismunandi verðbólguþækkun¹



1. Miðað við verðbólguvæntingar fyrirtækja og af skuldabréfamarkaði til eins árs, núverandi ársverðbólgu og verðbólguþækkun Seðlabankans eitt ár fram í tímann.
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

Veðlánavextir Seðlabankans og samanburður við Taylor-reglu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

um 1 prósentu og svo aftur á fundi í september um 0,75 prósentur. Vextir á innlánsreikningum voru fyrir útgáfu *Peningamála* 4,75%, hámarksvextir 28 daga innstæðubréfa 6%, vextir á veðlánunum 6,25% og daglánavextir 7,75%. Miðað við lausafjárstöðu fjármálakerfisins má því gera ráð fyrir að virkir vextir bankans séu á milli vaxta bankans á innstæðureikningum og vaxta á innstæðubréfum en meðaltal þessara vaxta er nú 5,4%.

... og aðhaldsstig peningastefnunnar minnkar

Frá því síðla sumars hafa raunvextir Seðlabankans lækkað á ný á flesta mælikvarða eftir tímabundna hækkun vegna hraðrar lækkunar verðbólgu um mitt ár. Miðað við núverandi verðbólguþækkun er raunvaxtastigið u.þ.b. 1½% en tæplega 3% sé horft til verðbólguvæntinga fyrirtækja og verðbólguvæntinga á skuldabréfamarkaði. Sé hins vegar litið til verðbólguþækkun Seðlabankans til eins árs eru þeir rúmlega 3½%. Eins og sjá má á mynd I-3 hefur raunvaxtastigið að meðaltali lækkað um rúmlega 1 prósentu frá byrjun ársins. Myndin sýnir einnig að bilið milli mismunandi mælikvarða á raunvaxtastiginu hefur þröngst, sem endurspeglar minna bil milli helstu mælikvarða á verðbólguvæntingar. Á sama tíma hefur áhættuleiðréttur vaxtamunur við útlönd haldist tiltölulega óbreyttur. Nánar er fjallað um vaxtaþróun og aðhaldsstig peningastefnunnar í kafla III.

Innlend efnahagsþróun bendir til áframhaldandi lækkunar vaxta

Ákvarðanir um aðhaldsstig peningastefnu byggjast alla jafna á viðtæku mati á ástandi og horfum í efnahagsmálum sem erfitt er að lýsa með einföldum þumalfingursreglum. Slíkar reglur er hins vegar algengt að nota þegar þróun aðhaldsstigs peningastefnu er metið eða það borð saman á milli landa. Ein algeng peningastefnuregla er hin svokallaða Taylor-regla sem reiknar frávik vaxta frá jafnvægisgildi út frá frávikum verðbólgu frá markmiði og framleiðsluspennu.² Jafnvægisraunvextirnir eiga þá að endurspeglar innra og ytra jafnvægi þjóðarþúsins og ráðast af efnahagsþáttum eins og framleiðni fjármagns, sparnaðarstigi og langtímavexti framleiðslugetu. Vegna tiltölulega hárrar framleiðni fjármagns og lágs sparnaðarstigs má ætla að þessir vextir hafi verið nokkru hærra hér á landi en í stærri og þróaðri efnahagskerfum í aðdraganda fjármálakreppunnar.³ Hins vegar er líklegt að þeir hafi lækkað í fjármálakreppunni en mikil óvissa er um hversu mikið og hvort og hvenær þeir hækki aftur í átt að fyrra gildi. Mynd I-4 sýnir þróun veðlánvaxta Seðlabankans í samanburði við vexti út frá einfaldri Taylor-reglu miðað við mismunandi mat á jafnvægisraunvöxtum. Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að þeir hafi lækkað um 1,5 prósentur í kjölfar fjármálakreppunnar en taki síðan smám saman að hækka aftur í fyrra jafnvægisgildi þegar liður á spá-

2. Þessi regla hefur þótt gefa góða lýsingu á hegðun seðlabanka víða um heim. Sjá t.d. rammagrein 5 í *Peningamálum* 2002/2 og rammagrein I-2 í *Peningamálum* 2007/3.

3. Miðað er við að þessir jafnvægisraunvextir hafi verið 4,5% í aðdraganda fjármálakreppunnar. Sjá Ásgeir Danielsson (2009), „QMM: A steady state version“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 44.

tímann. Bilið sýnir hugsanleg efri og neðri mörk vaxtanna miðað við að þeir hafi lækkað um 1 prósentu til viðbótar og að þeir hafi haldist óbreyttir. Hin raunverulega óvissa gæti þó hæglega verið mun meiri. Þannig er ekki hægt að útiloka að jafnvægisvextirnir séu í eftirleik fjármálakreppunnar enn lægri en bilið rúmar. Á móti kemur að virkir vextir Seðlabankans eru um þessar mundir fyrir neðan veðlánavexti bankans, eins og rakið er að ofan.

Eins og myndin sýnir voru veðlánavextir bankans í samræmi við Taylor-regluna á seinni hluta ársins 2007 en hafa síðan hækkað of lítið í aðdraganda fjármálakreppunnar þegar þenslan náði hámarki. Munurinn eykst enn frekar í kjölfar fjármálakreppunnar sem endurspeglar að gjaldeyrishöftin gerðu bankanum kleift að halda vöxtum mun lægri en ella hefði verið hægt. Einnig verður að hafa í huga þá miklu óvissu sem er um jafnvægisvextina á þessu tímabili. Vextirnir voru aftur í samræmi við Taylor-regluna seint á síðasta ári og hafa lækkað nokkurn veginn í takt við regluna frá þeim tíma. Miðað við regluna ættu vextir þó að hafa verið komnir í 4-6% á þriðja ársfjórðungi þessa árs en þeir voru um 7%. Reiknireglan gefur einnig til kynna að vextirnir ættu að halda áfram að lækka á komandi mánuðum.

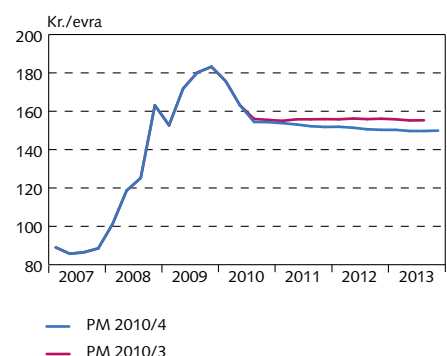
Verðbólguhorfur og slakinn í efnahagslífinu benda því til áframhaldandi svigrúms til lækunar vaxta Seðlabankans. Á móti vegur þörfin á að halda gengi krónunnar stöðugu á meðan á endurskipulagningu innlendra efnahagsreikninga stendur og þörfin fyrir nægan áhættuleiðréttan vaxtamun við útlönd þegar byrjað verður að losa um gjaldeyrishöftin.

Lítill vöxtur útflutnings

Hagvöxtur á evrusvæðinu var nokkru meiri á fyrri hluta ársins en búist hafði verið við á meðan hann var minni í Bandaríkjunum og nokkrum öðrum iðnríkjum. Spár gera þó ráð fyrir heldur meiri alþjóðlegum hagvexti á þessu ári en gert var ráð fyrir í *Penningamálum* í ágúst en horfur fyrir næstu ár eru svipaðar og í ágúst. Spár um þróun alþjóðaviðskipta hafa sömuleiðis lítið breyst.

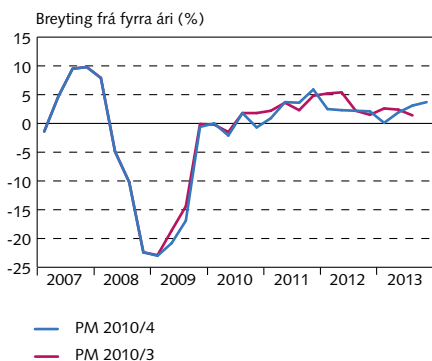
Útlit er fyrir tiltölulega lítinn vöxt útflutnings vöru og þjónustu frá Íslandi á þessu og næsta ári eða á bilinu ½-1% vöxt, en um 2% vöxt á árunum 2012 og 2013. Lítill vöxtur á þessu ári helgast að mestu af miklum flugvélaútflutningi á síðasta ári. Sé horft framhjá þessum flugvélaútskiptum er útflutningsvöxturinn rúmlega 3% í ár. Lítill vöxtur útflutnings á næsta ári stafar einkum af samdrætti í útflutningi sjávarafurða og lítilli breytingu í stóriðjuútflutningi. Annar útflutningur eykst hins vegar töluvert, í meginatriðum í samræmi við þróun alþjóðaviðskipta. Horfur um útflutning þegar líða tekur á spátímamann eru heldur óhagstæðari en í ágústspánni, ekki síst þar sem nú er gert ráð fyrir frekari töfum í uppbyggingu í orkufrekum iðnaði. Veikari útflutningur og sterkari innflutningur valda því að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum á seinni hluta spátímans verður heldur minni en spáð var í ágúst. Nánari umfjöllun um alþjóðleg efnahagsmál, útflutning, ytri jöfnuð og ytri skilyrði íslensks þjóðarbúskapar er að finna í köflum II og VII.

Mynd 1-5
Gengi krónu gagnvart evru - samanburður við PM 2010/3



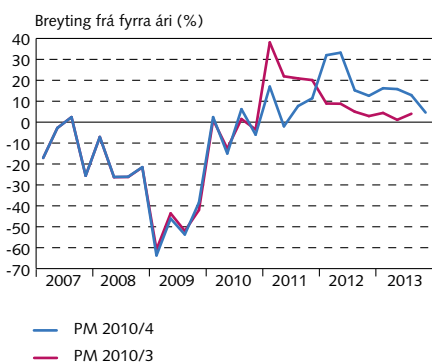
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6
Einkaneysla - samanburður við PM 2010/3



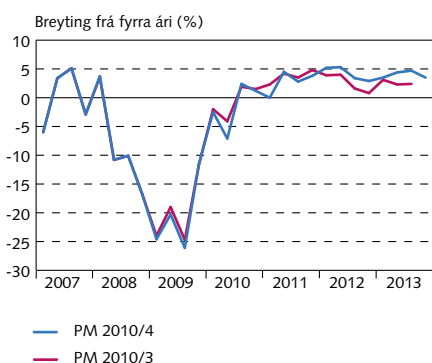
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7
Fjárfesting - samanburður við PM 2010/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Þjóðarútgjöld - samanburður við PM 2010/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Gengi krónunnar styrkist lítillega á spátímanum

Gengi krónunnar gagnvart gengisvísitölu er svipað og í síðustu spá. Útlit er fyrir áframhaldandi afgang á viðskiptum við útlönd og batnandi viðskiptakjör, þótt batinn sé heldur minni en spáð var í ágúst vegna mikillar hækkunar alþjóðlegs hrávöruverðs og minni hækkunar sjávarafurðaverðs. Gengi krónunnar gagnvart gengisvísitölu verður því um 2% hærra í árslok en spáð var í ágúst og um 3½% sterkara í lok spátímans. Gengi krónunnar verður því um 150 kr. gagnvart evru og um 200 gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Frekari umfjöllun um þróun á gjaldeyrismarkaði er að finna í kafla III.

Horfur á hægfare bata innlestrar eftirspurnar

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands fyrir annan ársfjórðung nam árssamdráttur einkaneyslu á öðrum fjórðungi 2,1%, sem er svipaður samdráttur og spáð var í *Peningamála* í ágúst en þá var spáð 1,5% samdrætti. Leiðandi vísbendingar, m.a. úr veltutölum, gefa til kynna að vöxturinn á þriðja ársfjórðungi hafi verið nokkuð kröftugur. Vöxturinn á árinu í heild verður þó heldur minni en spáð var í ágúst. Líkt og í ágúst er spáð ágætum vexti einkaneyslu þegar líða tekur á næsta ár. Fyrir árið í heild er spáð 3½% vexti á næsta ári en 2½% á árunum 2012 og 2013.

Gert er ráð fyrir að samneyslan þróist í samræmi við áætlanir fjárlagafrumvarps fyrir árið 2011. Á verðlagi hvers árs er þróunin svipuð og í ágústspánni og í samræmi við efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, en vegna breytinga á forsendum um þróun verðlags samneyslunnar er gert ráð fyrir heldur minni magnsamdrætti samneyslu en spáð var í ágúst.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar fyrir annan ársfjórðung var árssamdráttur fjármunamyndunar rúmlega 26%, sem er töluvert meiri samdráttur en spáð hafði verið í ágúst en þá var gert ráð fyrir 12,6% samdrætti. Nýjar tölur um innflutning fjárfestingarvöru, vísbendingar um fjárfestingaráform úr viðhorfskönnun Capacent Gallup um fjárfestingaráætlanir 400 stærstu fyrirtækja landsins og upplýsingar um fjárfestingu í orkufrekum iðnaði á fyrri hluta ársins gefa hins vegar til kynna að tölur Hagstofunnar um fjárfestingu á öðrum ársfjórðungi verði endurskoðaðar upp á við í næstu endurskoðun þjóðhagsreikninga í desember. Áætlað er að samdrátturinn á öðrum ársfjórðungi hafi verið 15%, sem er mun nær ágústspá Seðlabankans en áætlun þjóðhagsreikninga. Spáð er að fjárfesting dragist saman um 3,7% í ár, sem er óbreytt spá frá ágúst. Bati fjárfestingar á næsta ári verður hins vegar töluvert veikari en gert var ráð fyrir í ágúst vegna minni fjárfestingar í orkufrekum iðnaði, eins og rakið er í rammagrein IV-1. Á móti verður árið 2012 sterkara.

Á heildina lítið er því útlit fyrir að þjóðarútgjöld dragist saman um 1½% á þessu ári í stað tæplega 1% í ágústspánni. Þau munu hins vegar aukast um tæp 3% á næsta ári og um u.þ.b. 4% á árunum 2012 og 2013. Innlend eftirspurn mun því aukast minna á næsta ári en spáð var í ágúst en á móti verður vöxturinn meiri á seinni hluta spátímans. 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.

Útlit fyrir að efnahagsbati hafi hafist á þriðja ársfjórðungi

Bráðabirgðatölur Hagstofunnar fyrir annan ársfjórðung benda til þess að landsframleiðslan hafi dregist saman um 8,4% frá sama ársfjórðungi árið áður. Það var nokkru meiri samdráttur en gert var ráð fyrir í ágústspá Seðlabankans en þá var spáð 4,3% samdrætti. Ofangreindur mismunur milli spár bankans og áætlunar Hagstofunnar um samdrátt fjárfestingar skýrir stóran hluta þessa mismunar.

Samkvæmt núverandi mati bankans á þróun fjárfestingar á öðrum ársfjórðungi er líklegt að samdráttur landsframleiðslu hafi verið 6,9% á öðrum fjórðungi sem er nær spá bankans frá því í ágúst. Jafnframt er útlit fyrir að landsframleiðslan dragist saman um 2,6% á þessu ári, í stað 1,9% í ágústspánni, og kemur sá samdráttur í kjölfarið á 6,8% samdrætti á síðasta ári. Efnahagssamdrátturinn hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar er því meiri en í flestum öðrum löndum, eins og nánar er fjallað um í rammagrein IV-2.

Í tveimur síðustu spám Seðlabankans hefur verið gert ráð fyrir að efnahagsbatinn hefjist á þriðja fjórðungi þessa árs, þrátt fyrir að árstíðarleiðréttar landsframleiðslutölur Hagstofunnar, sem birtar voru í mars og júní, hafi bent til þess að batinn hafi hafist á fjórða fjórðungi síðasta árs. Eins og áður hefur komið fram í *Peningamálum* er mikil óregla í ársfjórðungslegum þjóðhagsgögnum á Íslandi og miklar breytingar eiga sér stað frá einni endurskoðun talna til annarrar. Jafnframt er erfitt að meta árstíðarsveiflu landsframleiðslunnar um þessar mundir vegna þess óstöðugleika sem ríkt hefur. Það kom því ekki á óvart að endurskoðaðar tölur Hagstofunnar frá því í september sýndu að landsframleiðslan var enn að dragast saman á fyrri hluta þessa árs, eins og gert hafði verið ráð fyrir í spám Seðlabankans.

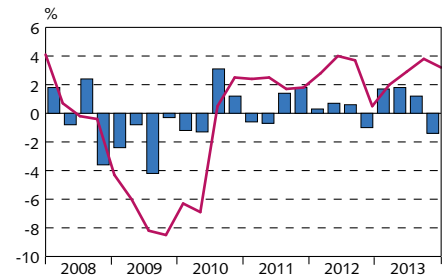
Sem fyrr er áætlað að efnahagsbatinn hafi hafist á þriðja fjórðungi ársins og að hann haldi áfram á þeim fjórða. Vöxturinn er heldur meiri en spáð var í ágúst, en á móti kemur að horfur fyrir fyrri hluta næsta árs eru lakari. Útlit er því fyrir að hagvöxtur á næsta ári verði heldur minni en spáð var í ágúst eða 2,1%, en 2,7% árið 2012 og 3% árið 2013. Samkvæmt spánni verður vöxtur einkaneyslu megin-drifkraftur hagvaxtar framan af spátímanum, en þegar líður á hann mun vöxtur fjárfestingar einnig styðja við hagvöxt. Framlag utanríkisviðskipta er hins vegar lítið. Í kafla IV er að finna nánari umfjöllun um hagvaxtarþróun og -horfur.

Atvinna tekur að aukast um mitt næsta ár

Samkvæmt vinnuþrengingunni Hagstofunnar fyrir annan ársfjórðung ársins jókst vinnuafslnotkun á fjórðungnum eftir verulegan samdrátt frá seinni hluta ársins 2008. Sambærileg könnun fyrir þriðja ársfjórðung bendir til þess að einungis hafi verið um tímabundinn bata að ræða og að vinnuafseftirspurn hafi dregist saman á ný, eins og áætlað var í ágústspá Seðlabankans. Áfram er gert ráð fyrir að samfelldur bati í atvinnu hefjist ekki fyrr en um mitt næsta ár, ári eftir að hagvöxtur hefst á ný. Er það í samræmi við reynslu annarra landa í kjölfar fjármálakreppa. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að atvinna aukist um u.þ.b. 2% á ári frá árinu 2012 eða heldur hægar en landsframleiðslan.

Mynd I-9

Breyting landsframleiðslu

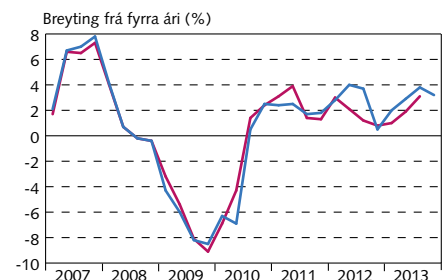


■ Breyting milli ársfjórðunga (árstíðarleiðrétt)
— Breyting frá sama fjórðungi ári áður

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10

Hagvöxtur - samanburður við PM 2010/3

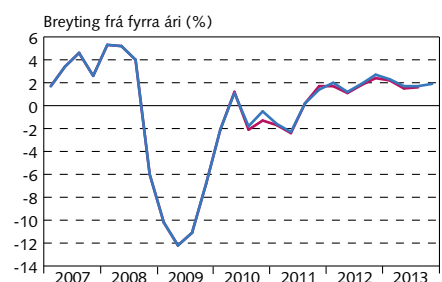


— PM 2010/4
— PM 2010/3

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-11

Atvinna - samanburður við PM 2010/3

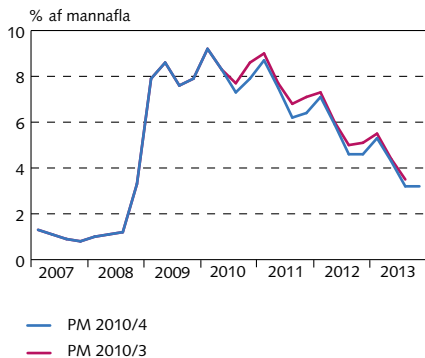


— PM 2010/4
— PM 2010/3

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

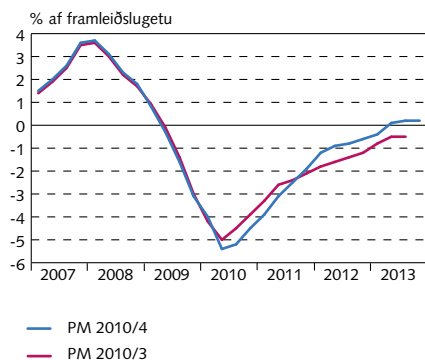
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2010/3



Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

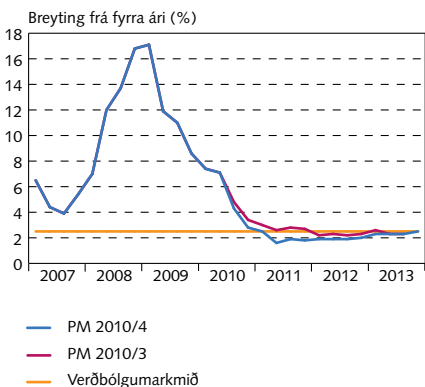
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2010/3



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14

Verðbólga - samanburður við PM 2010/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Framleiðni vinnuafis mun því vaxa um 1-2% þegar efnahagslífið hefur náð sér á strik. Framleiðnivöxtur á þessu ári er hins vegar slakur vegna tímabundinnar aukningar í atvinnu og er hluti ástæðu þess að launakostnaður á framleidda einingu hækkar um 6½% á árinu. Á næstu árum dregur hins vegar hratt úr hækkingu launakostnaðar og fara þar saman hóflegar launahækkanir og ágætur framleiðnivöxtur.

Atvinnuleysi reyndist minna á þriðja ársfjórðungi en spáð hafði verið í ágúst og útlit er fyrir að það verði einnig minna á þeim fjórða. Horfur um atvinnuleysi á næstu árum eru hins vegar svipaðar og þær voru í ágúst og er því spáð að það nái hámarki á fyrsta fjórðungi næsta árs en minnki síðan á ný í takt við aukin umsvif í þjóðarbúskapnum og verði um 3% í lok árs 2013. Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla VI.

Framleiðsluslakinn náði hámarki um mitt ár

Framleiðsluslakinn er talinn hafa náð hámarki á öðrum fjórðungi þessa árs í um 5½%. Það er heldur meiri slaki en gert var ráð fyrir í ágúst-spánni, enda er nú útlit fyrir að efnahagssamdrátturinn í ár verði meiri en þá var talið. Á móti vegur að samdráttur framleiðslugetu á þessu ári og því næsta er talinn verða heldur meiri en spáð var í ágúst. Ástæðan er fyrst og fremst útlit fyrir hægari vöxt fjárfestingar en búist var við í ágúst. Það breytir því þó ekki að gert er ráð fyrir bata frá miðju þessu ári og smám saman minnkandi slaka. Samkvæmt spánni verður slakinn horfinn um mitt ár 2013. Nánari umfjöllun um framleiðslugetu og -slaka er að finna í kafla IV.

Verðbólga nálgast verðbólguþáttbankans

Verðbólga hjaðnaði hraðar á þriðja ársfjórðungi en spáð hafði verið í ágúst og útlit er fyrir að hún verði við verðbólguþáttbankmið í lok árs, sem er um hálfu ári fyrr en gert var ráð fyrir í ágúst. Hluti skýringarinnar er minni undirliggjandi verðbólguþrýstingur á seinni hluta ársins. Þessu til viðbótar bendir fyrirliggjandi fjárlagafrumvarp til mun minni hækkingar neysluskatta en gert var ráð fyrir í fyrri spám bankans. Það dregur enn frekar úr mældri verðbólgu frá byrjun næsta árs. Mikill slaki í efnahagslífinu, styrking á gengi krónunnar, hófleg hækking launakostnaðar og hjaðnandi verðbólguvæntingar stuðla að frekari hjaðnun verðbólgu fram á mitt næsta ár, þegar hún nær lágmarki í 1½%. Frá þeim tíma tekur hún aftur að hækka og er við verðbólguþáttbankmiðið á seinni hluta spátímans. Ef horft er fram hjá áhrifum hækkinga á neyslusköttum sem þegar eru komnar fram, eru verðbólguhorfur lítið breyttar frá spánni í ágúst. Nánar er fjallað um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og um þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VIII.

Helstu óvissuþættir

Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún er byggð 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 for-

dæmi. Efnahagshorfur, hvort sem er innanlands eða alþjóðlega, gætu því hæglega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hér á eftir eru taldir upp 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.

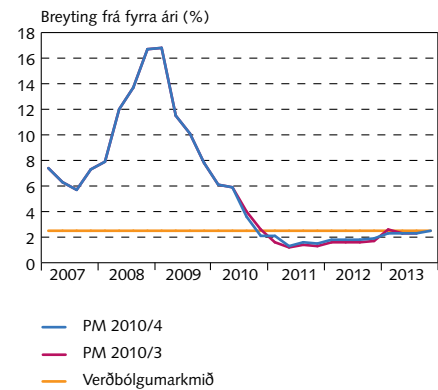
Í grunnspánni er gengið út frá spám um nokkuð öflugan alþjóðlegan efnahagsbata. Spáð er 2% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands á spátímanum og mun hraðari aukningu alþjóðaviðskipta. Nokkur hætta er enn á hægari bata og jafnvel bakslagi. Batinn fram til þessa hefur að stórum hluta verið drifinn áfram af umfangsmiklum stuðningsaðgerðum stjórnvalda á sviði peninga- og ríkisfjármála. Sá tími nálgast hins vegar að hverfa verður frá þessum aðgerðum, því að til lengdar gætu þær skapað hættu á eignabólum, verðbólgu og ósjálfbærri skuldsetningu hins opinbera. Ef það leiðir til þess að skuldsett heimili og fyrirtæki í helstu iðnríkjum draga verulega úr útgjöldum gæti það teft batanum í tvísýnu. Þróun viðskiptakjara og útflutnings Íslendinga gæti í því tilfalli orðið óhagstæðari en í grunnspánni, gengi krónunnar lægra, vilji til áhættutöku minni og aðgangur að alþjóðlegu fjármagni torveldari. Efnahagsbatinn hér á landi yrði þá hægari en felst í grunnspánni.

Í grunnspánni hækka nafnlaun á spátímanum nokkurn veginn í takt við þróun neysluverðlags og undirliggjandi framleiðni. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar því í meginatriðum í takt við verðbólguþróun á næstu þremur árum. Þótt útlit sé fyrir töluverðan slaka á vinnumarkaði á næstu misserum gæti launaþrýstingur hins vegar orðið meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Þannig gæti myndast þrýstingur til að leiðrétta þá skerðingu kaupmáttar sem orðið hefur frá því að kjarasamningar voru síðast gerðir. Þar sem raungengið er sögulega mjög lágt hefur samkeppnisstaða útflutnings- og samkeppnisgreina batnað verulega. Í þessum geirum hefur því skapast þrýstingur um aukna hlutdeild launþega í samkeppnisbatanum. Verðbólguþrýstingur yrði því meiri þar sem meiri kauphækkunar smitast út í aðrar atvinnugreinar sem ekki hafa sambærilegt svigrúm og útflutnings- og samkeppnisgreinar til að taka á sig hækkan launakostnaðar. Til skamms tíma gætu slíkar launahækkunar örvað einkaneyslu en á móti kemur að fyrirtækin gætu þurft að mæta auknum launakostnaði með uppsögnum og atvinna yrði veikari og atvinnuleysi meira en í grunnspánni. Þessu til viðbótar kallar aukinn verðbólguþrýstingur á hærra vaxtastig en ella sem dregur enn frekar úr eftirspurn og atvinnu. Einnig þyrfti að draga meira saman í opinberum útgjöldum til að mæta meiri launahækkunum, eigi viðmið stjórnvalda um nafnvöxt samneyslu að halda. Stafi hækkan launa fyrst og fremst af því að langtímaverðbólguvæntingar eru meiri en verðbólguþróun verður efnahagslegur kostnaður þess að raunlaun hækki meira en samsvarar framleiðnivexti meiri en ella.

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að stjórnvöldum takist að framfylgja þeim aðhaldsaðgerðum í opinberum fjármálum sem lýst er í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2011 og áður hafa komið fram í efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Í aðhaldsaðgerðunum felast sparnaðaraðgerðir á öllum sviðum opinbers rekstrar. Þær eru þó

Mynd I-15

Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2010/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ekki umfangsmeiri en í fjölda annarra ríkja sem gengið hafa í gegnum svipaðar aðstæður, eins og rakið er í kafla V. Markmiðið er að tryggja sjálfbærni í fjármálum hins opinbera, en skuldir þess hafa vaxið gríðarlega í kjölfar fjármálahrunsins og efnahagskreppunnar. Meiri útgjöld ríkissjóðs eða lægri skattar gætu hugsanlega haft þau áhrif til skamms tíma að örva eftirspurn. Það yrði hins vegar skammgóður vermir því að takist ekki að framfylgja fyrirliggjandi áætlun og halli ríkissjóðs og skuldasoöfnun verður meiri en að er stefnt, er hætta á að traust á ríkissjóði dvíni enn frekar sem kæmi fram í erfiðari aðgangi að lánsfé og óhagstæðari kjörum vegna herra áhættuálags á ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa. Aðhaldsminni fjármálastefna gæti einnig haft í för með sér að hið opinbera þyrfti að sækja í meira mæli á innlendan lánamarkað en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Að öðru óbreyttu hefði það í för með sér aukinn þrýsting á innlent vaxtastig, því að samkeppni hins opinbera við einkageirann um innlendan sparnað ykist. Skorti á erlendu lánsfé yrði því að mæta með auknum innlendum sparnaði, sem verður einungis framkallaður með meiri samdrætti innlendar eftirspurnar. Heimilin gætu einnig kosið að leggja enn meira til hliðar til að mæta mögulegum skattahækkunum í framtíðinni. Langvarandi hallarekstur og vaxandi skuldir ríkissjóðs skapa einnig hætta á viðvarandi verðbólguvanda, lækkun á gengi krónunnar og hækkun vaxta. Efnahagsbatinn gæti því orðið veikari en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

Í grunnspánni er gert ráð fyrir hægfara bata einkaneyslu eftir gríðarlegan samdrátt á árunum 2008-2009. Grunnspáin er talin varfærin, en miklar skuldir íslenskra heimila valda töluverðri óvissu um framvindu einkaneyslu á næstu misserum. Mögulegt er að heimilin þurfi meiri tíma til að lagfæra efnahag sinn með auknum sparnaði og uppgreiðslu og endurskipulagningu skulda. Einkaneyslu hefur einnig að hluta verið haldið uppi með aðgerðum í ríkisfjármálum sem margar hverjar eru tímabundnar í eðli sínu, t.d. í formi mikillar hækkunar vaxtabóta, ýmissa úrræða til að létta undir greiðslubyrði lána en einnig með útgreiðslu séreignarsparnaðar. Hætta er á bakslagi í efnahagsbatann þegar þessum aðgerðum lýkur, og hugsanlegt er að mikil skuldsetning haldi aftur af einkaneyslu umfram það sem grunnspáin gerir ráð fyrir. Innlend eftirspurn yrði þá veikari en í grunnspánni, slakinn meiri og samdráttarskeiðið lengra. Nánar er fjallað um þennan óvissuþátt í frávíkisdæmi í *Peningamálum 2010/2*, bls. 13-14.

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að raungengið hafi lækkað nokkuð niður fyrir langtímafjavnægisgildi í kjölfar fjármálakreppunnar og verði undir því um nokkurn tíma vegna mikillar erlendar skuldsetningar þjóðarbúsins og hárrar áhættuþóknunar á íslenskar fjáreignir, sem m.a. endurspeglar takmarkaða trú á gengi krónunnar og lélegt lánshæfismat íslenskra aðila. Talið er að raungengið verði enn nokkuð undir langtímafjavnægisgildi sínu í lok spátímans. Um þessa forsendu ríkir hins vegar mikil óvissa og ekki er útilokað að snarpur viðsnúningur í utanríkisviðskiptum, meiri trúverðugleiki efnahagsstefnu stjórnvalda, hagstæðari þróun erlendra skulda (t.d. vegna betri heimtna á erlendum eignum) og bætt lánshæfismat íslenskra aðila geti leitt til þess að raungengið hækki hraðar og meira en gert

er ráð fyrir í grunnspánni. Hraðari hækkun raungengis í átt að langtímajafnvægi gæti dregið úr vexti útflutnings en jákvæð áhrif herra gengis á efnahag íslenskra útflutningsfyrirtækja með miklar skuldir í erlendri mynt ættu að veða þar á móti. Hærra raungengi ætti einnig að létta á greiðslubyrði margra skuldsettra heimila og ætti að öðru óbreyttu að fara saman við kröftugri einkaneyslu og meiri innflutning, þótt þessi jákvæðu áhrif á efnahagsreikninga skuldsettra heimila fari minnkandi eftir því sem skuldbreytingum erlendra lána í lán í innlendra mynt fjölgar. Að sama skapi ætti herra gengi að draga úr hættu á launaþrýstingi og draga úr verðbólguþrýstingi. Efnahagsbatinn gæti því orðið kröftugri en grunnspáin gerir ráð fyrir. Nánar er fjallað um þennan óvissuþátt í frávíkisdæmi í *Peningamálum 2010/2*, bls. 14-15.

Frávíkisdæmi

Frávíkisdæmi geta gefið gagnlega mynd af áhrifum mikilvægra forsendna í grunnspánni á efnahagshorfur og samspili frávíka og peningastefnunnar. Sýnd eru tvö frávíkisdæmi. Í fyrra dæminu verður ekki af framkvæmdum í tengslum við álverið í Helgúvík en í því seinna er gert ráð fyrir að fjármögnunarskilyrði íslenskra aðila batni hraðar en í grunnspánni, erlend fjárfesting í innlendu atvinnulífi verði meiri og bati fjárfestingar því meiri en felst í grunnspánni.

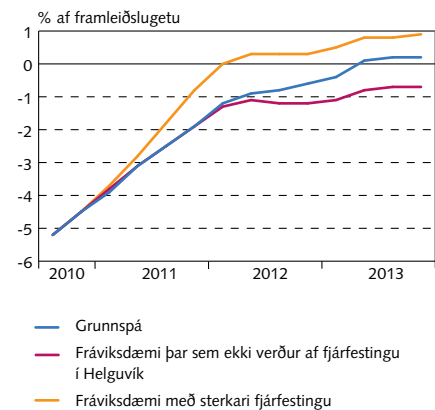
Ekki verður af framkvæmdum í tengslum við álver í Helgúvík

Grunnspáin gerir ráð fyrir því að framkvæmdir í tengslum við álver í Helgúvík og tengdar orkuframkvæmdir fari á fulla ferð árið 2012 og nái hámarki á árinu 2013. Um er að ræða fyrsta áfanga af fjórum fyrirhuguðum, en hver þeirra skilar um 90 þús. tonna framleiðslu á ári. Áætluð fjárfesting í fyrsta áfanga er u.þ.b. 75 ma.kr., sem er nálægt helmingi meiri en fjárfesting í þeim áföngum sem hugsanlega fylgdu í kjölfarið. Í grunnspánni er ekki gert ráð fyrir að ráðist verði í fleiri en einn áfanga enda hafa aðrir áfangar lítil áhrif innan spátímans. Gert er ráð fyrir að HS Orka ásamt Orkuveitu Reykjavíkur muni afhenda orku til fyrsta áfanga ásamt töluverðri fjárfestingu af hálfu Landsnets til að styrkja raflínu á suðvesturhorni landsins. Tæplega níttján hundruð ársverk eru áætluð við framkvæmdina og um 250 ársverk við rekstur álversins.

Eins og fjallað er um í kafla IV og rammagrein IV-1 hefur þessum framkvæmdum ítrekað seinkað vegna vandamála við fjármögnun, óvissu um aðgengi að nægilegri orku og vandamála í tengslum við skipulags- og leyfismál. Er nú svo komið að líkur á að þær verði slegnar af um óákveðinn tíma hafa aukist. Í þessu frávíkisdæmi er því gert ráð fyrir að ekki verði af þessum framkvæmdum á spátímanum.

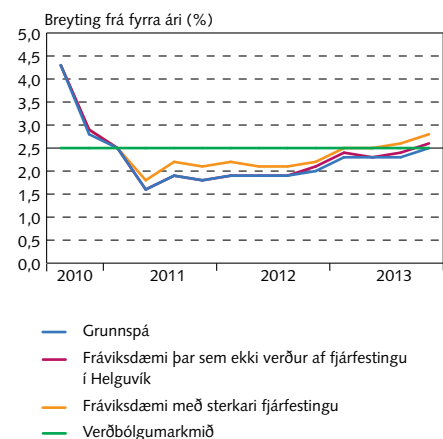
Í samanburði við grunnspána hefði það fyrst og fremst áhrif á efnahagsþróunina á árunum 2012-2013. Vöxtur heildarfjármunamyndunar yrði þá líklega um 10 prósentum minni árið 2012 og um 5 prósentum minni árið 2013 en í grunnspánni. Vöxtur innlendra eftirspurnar yrði því um 2 prósentum minni hvort árið og hagvöxtur hátt í prósentu minni árið 2012 og um ½ prósentu minni árið 2013. Eftirspurn eftir vinnuafli verður jafnframt minni og atvinnuleysi um ½ prósentu meira árið 2012 og rúmlega 1 prósentu meira árið 2013. Minni fjárfesting hefði einnig í för með sér heldur minni framleiðslu-

Mynd I-16
Framleiðsluspenna - frávíkisdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17
Verðbólga - frávíkisdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

getu þjóðarbúsins. Framleiðslulakinn hverfur ekki fyrr en um mitt ár 2014 og er tæplega prósentu meiri en í grunnspánni árið 2013 (sjá mynd I-16). Meiri slaki í þjóðarbúskapnum gerir það einnig að verkum að vextir verða lægri sem verður til þess að gengi krónunnar er lægra en í grunnspánni. Það vegur á móti áhrifum meiri slaka á verðbólgu. Verðbólguþróunin er því mjög svipuð og í grunnspánni (mynd I-17).

Kröftugri bati fjárfestingar

Atvinnuvegafjárfesting tók að dragast saman á árinu 2007. Hlutfall hennar af landsframleiðslu náði sögulegu lágmarki á fyrsta fjórðungi síðasta árs. Síðan þá hefur það hækkað lítillega á ný og var hlutfall atvinnuvegafjárfestingar án stóriðjutengdrar fjárfestingar á öðrum fjórðungi þessa árs tæplega 4% af landsframleiðslu en um 8½% ef stóriðjufjárfesting er meðtalin. Er fjárfestingarstigið því enn nokkuð undir sögulegu meðaltali en það er um 9% án stóriðjufjárfestingar en um 12½% alls. Reyndar er heildarhlutfallið heldur lægra að meðaltali eða um 11,8%, ef horft er fram hjá mikilli stóriðjufjárfestingu frá árinu 2004. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að fjárfestingarhlutfallið haldi áfram að hækka út spátímans og að það verði um 8% í lok spátímans sé litið fram hjá stóriðjutengdri fjárfestingu en um 12% sé hún meðtalin. Atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju verður því enn undir langtímameðaltali sínu í lok spátímans samkvæmt grunnspánni.

Grunnspáin gerir jafnframt ráð fyrir hægfara lækkingu áhættu-álags á íslenskar fjárskuldbindingar. Áhættuálagið gæti hins vegar lækkað meira og hraðar á næstu mánuðum, t.d. í tengslum við að alþjóðamarkaðir átti sig betur á hversu stór gjaldeyrisforðinn verður orðinn samanborið við afborganir ríkissjóðs af erlendum lánnum. Aukin ró á alþjóðlegum fjármálamarkaði gæti einnig aukið áhuga alþjóðlegra fjárfesta á því að fjárfesta í íslensku atvinnulífi og auðveldað aðgengi íslenskra fyrirtækja að alþjóðlegu fjármagni. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að bein erlend fjárfesting taki ekki við sér að ráði fyrr en á seinni hluta næsta árs. Tíminn sem líður frá áfalli þar til að innflæði erlendar fjárfestingar glæðist á ný er álíka langur og hjá ýmsum Asíuríkjum í kjölfar kreppunnar þar á seinni hluta tíunda áratugar síðustu aldar en um ári lengri en á hinum Norðurlöndunum eftir fjármálakreppur þar í upphafi tíunda áratugar síðustu aldar.

Í þessu fráviksdæmi er því gert ráð fyrir heldur kröftugri fjárfestingarbata sem rekja má til þess að aðgengi íslensks atvinnulífs að alþjóðlegum fjármálamörkuðum batni fyrr. Þróun beinnar erlendar fjárfestingar yrði þá líkari því sem gerðist á hinum Norðurlöndunum í kjölfar fjármálakreppunnar þar. Einnig er gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting taki hraðar við sér þannig að vöxtur fjárfestingar verði nær reynslu þeirra landa þar sem batinn í kjölfar fjármálakreppa var hvað hraðastur (sjá mynd IV-16). Jafnframt er gert ráð fyrir að áhættuálag á íslenskar fjáreignir lækki hraðar en miðað er við í grunnspánni í lok spátímans. Samsvarandi breyting verður einnig á áhættuálagi ofan á fjármagnskostnað innlendra aðila.

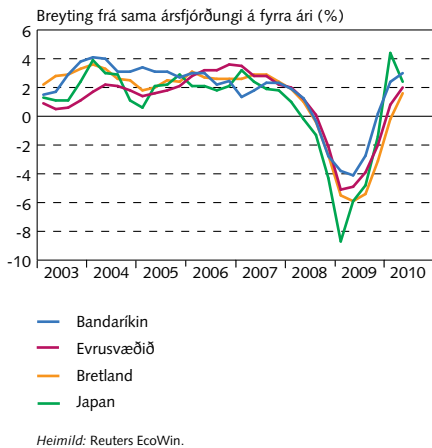
Hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu hækkar hraðar en í grunnspánni og er komið í rúmlega 10½% í lok spátímans sé litið fram hjá stóriðjuframkvæmdum en í um 14½% séu

þær teknar með. Efnahagsbatinn verður því kröftugri og drifinn af fjárfestingu í ríkari mæli en í grunnspánni. Framleiðslugeta þjóðarbúsins verður einnig meiri með stækkun fjármagnsstofnsins. Hagvöxtur í ár er reyndar svipaður og í grunnspánni, en hann er um prósentu meiri á árunum 2011 og 2012. Framleiðsluslakinn verður þ.a.l. minni en í grunnspánni, þótt kröftugri bati framleiðslugetu vegi þar á móti (mynd I-16). Framleiðsluspenna sem myndast frá árinu 2012 hverfur síðan þegar líða tekur á árið 2014. Atvinnuleysi lækkar einnig hraðar og er um prósentu minna en í grunnspánni á árinu 2012 og rúmlega ½ prósentu minna árið 2013. Minni slaki í þjóðarbúskapnum gerir það einnig að verkum að vextir verða hærri sem, ásamt meira innflæði erlendra fjárfestinga og hraðari lækkun áhættuálags, stuðlar að herra gengi krónunnar en í grunnspánni. Það vegur á móti auknum verðbólguþrýstingi vegna minni slaka. Þrátt fyrir það verður verðbólga lítillega meiri en í grunnspá (mynd I-17).

Mynd II-1

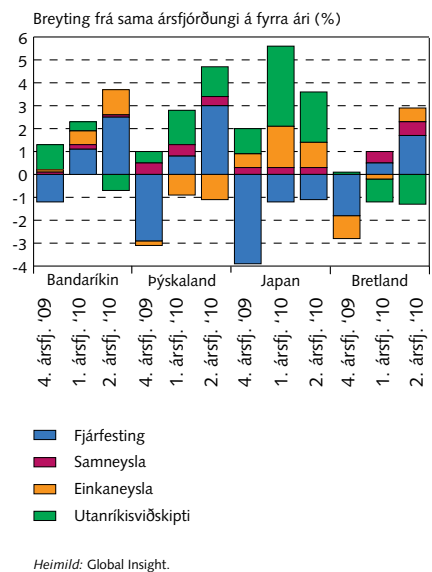
Alþjóðlegur hagvöxtur

Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2010



Mynd II-2

Framlag til hagvaxtar



II Ytri skilyrði og útflutningur

Efnahagsbatinn í heiminum náði nokkrum krafti á fyrri hluta þessa árs en útlit er fyrir að seinni helmingur ársins verði lakari. Verðbólguaukningin í byrjun ársins hefur verið á undanhaldi og undirliggjandi verðbólguþrýstingur er hverfandi. Engu að síður hefur hrávöruverð hækkað mikið að undanförmu. Alþjóðlegir fjármálamarkaðir eru ekki komnir í eðlilegt ástand, lítil breyting hefur orðið á eignaverði en alþjóðaviðskipti hafa haldið áfram að vaxa. Verðlag helstu útflutningsafurða Íslands er mun hærra á þessu ári en í fyrra og viðskiptakjör hafa því batnað. Raungengi hefur haldist lágt, en engu að síður er ekki útlit fyrir verulegan vöxt útflutnings á spátímanum.

Efnahagshorfur veikari á seinni hluta ársins en áfram mikil óvissa

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands, einkum Evrópusambandslöndunum, var nokkru sterkari á fyrri hluta ársins en búist hafði verið við, þar sem meðal annars fjárfesting virðist hafa tekið lítilliga við sér. Samkvæmt nýjustu spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) er gert ráð fyrir að fjárfesting innan OECD-ríkjanna sé búin að ná botninum. Þó var hagvöxtur í Bandaríkjunum, Kanada og Noregi minni á fyrri helmingi ársins en búist var við. Óvissa er enn mikil um þróunina á seinni hluta ársins en helstu spár gera ráð fyrir minni hagvexti, einkum í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu. Einkaneysla er enn einn helsti dragbitur efnahagsbatans víðast hvar. Ekki er útlit fyrir að hún taki við sér á seinni hluta ársins þar sem atvinnuleysi er enn hátt, húsnæðismarkaðir í lægð, aðgengi að lánsfé erfitt og mörg ríki, einkum á evrusvæðinu, glíma við skuldavanda. Þar að auki hafa mörg ríki ekki sömu tækifæri og áður til þess að örva efnahagslífið þar sem vextir eru víða í lágmarki og lítið svigrúm til frekari örvandi aðgerða af hálfu stjórnvalda.

Endurskoðaðar spár fyrir þetta ár benda til þess að efnahagsbati ársins verði heldur meiri en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*, þar sem byrjun ársins varð betri en vænst hafði verið. Nýjustu spár bæði Consensus Forecasts og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands benda til ívið meiri vaxtar nú en við gerð síðustu *Peningamála*, að Bandaríkjunum, Kanada og Noregi undanskildum.

Lítill breyting á eignaverði ...

Verð hlutabréfa á heimsvísu hefur nokkurn veginn staðið í stað það sem af er ári. Það sveiflaðist hins vegar töluvert á fyrri hluta ársins í tengslum við þann óróleika á fjármálamörkuðum sem rekja má til áhyggna vegna hárrar skuldastöðu ýmissa evruríkja. Á Norðurlöndum hafa hlutabréfamarkaðir þó tekið við sér og hlutabréfaverð hækkað töluvert bæði í Danmörku og Svíþjóð.

Fjármálamarkaðir virðast hins vegar vera að róast á ný. Engu að síður eru bankar og ríkissjóðir enn mjög viðkvæmir fyrir nýjum áföllum og óvissan um þróun hagvaxtar á næstunni ýtir undir óvissu um þróun á fjármálamörkuðum. Bankar eru viðkvæmir fyrir breytingu í tiltrú manna á þeim og eru margir þeirra enn mjög háðir aðstoð frá seðlabönkum og hinu opinbera. Á sama tíma er víða enn lægð

á húsnæðismarkaði og hefur í sumum löndum komið bakslag, t.d. í Bandaríkjunum þar sem stuðningsaðgerðum í formi skattaívilnana er lokið. Því er útlit fyrir að þrátt fyrir að hægst hafi um að undanförunu sé enn töluvert í land að fjármálamarkaðir komist í eðlilegt horf.

... en hrávöruverð hækkar

Í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir um 30% hækkun olíuverðs á þessu ári en nú er gert ráð fyrir 25% hækkun. Í spám Seðlabankans er tekið mið af bæði framvirku verði og verðspám helstu greiningaraðila. Spá Seðlabankans gerir ráð fyrir að verð á olíu muni hækka um u.þ.b. 5% á ári á næstu tveimur árum í kjölfar aukinnar olíueftirspurnar í heiminum.

Hrávöruverð hefur farið stighækkandi á þessu ári og hækkað mikið í haust. Hefur hækkingin verið drifin áfram af aukinni eftirspurn í nýmarkaðsrikkjum og litlum vörubirgðum á sumum hrávörutegundum. Einnig hefur slæmt veðurfar og uppskerubrestir haft áhrif á verð á matvælum, einkum á hveiti. Því er spáð meiri hækking hrávöruverðs á þessu ári en í síðustu *Peningamálu*. Gert er ráð fyrir áframhaldandi verðhækkunum á næsta ári, en þó ekki jafn miklum.

Verðbólguþrýstingur enn mjög lítill

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands jókst töluvert í byrjun ársins en hefur hjaðnað aftur víðast hvar og virðist hafa náð hámarki að sinni á evrusvæðinu. Afar lítill verðbólguþrýstingur virðist vera til staðar og ekki útlit fyrir að hann aukist á næstu mánuðum, enda mikill slaki á vöru- og vinnumarkaði.

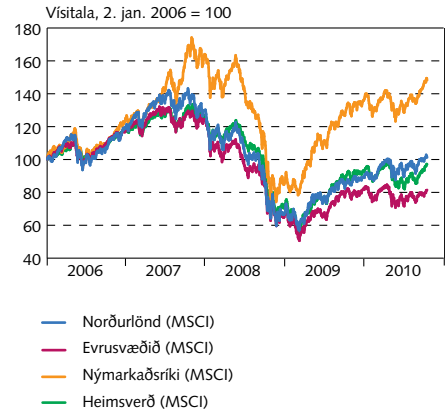
Í Bandaríkjunum er verðbólguþrýstingurinn sem var til staðar í byrjun ársins að mestu horfinn. Bakslag hefur orðið á húsnæðismarkaði, atvinnuleysi er mikið og því fátt sem getur ýtt undir verðhækkanir á næstunni. Því er gert ráð fyrir að verðbólga þar verði 1,6% á þessu ári í heild. Verðbólga á evrusvæðinu náði hámarki í september í 1,8% og hafði ekki verið jafn mikil í næstum tvö ár. Consensus Forecasts gerir ráð fyrir að verðbólga haldist svipuð út árið og verði 1,5% á árinu í heild. Í Bretlandi varð verðbólgan mest í apríl, 3,7%, en hefur hjaðnað nokkuð síðan þá, en er engu að síður enn yfir vikmörkum Englandsbanka. Ekki er gert ráð fyrir að verðbólga aukist frekar á þessu ári og er spáin fyrir árið 3,1%, en hækking neysluskatta mun halda henni uppi um hríð. Í Japan er enn verðhjöðnun, þótt nokkuð hafi hægt á henni í kjölfar aukins hagvaxtar í byrjun árs. Engu að síður er spáð áframhaldandi verðhjöðnun út árið þar sem atvinnuleysi er mikið og mikill slaki í hagkerfinu. Í Danmörku og Noregi jókst verðbólga í byrjun árs, en dregið hefur úr þrýstingnum eftir því sem liðið hefur á árið. Verðbólguþrýstingur er nú töluvert minni og er gert ráð fyrir að verðbólga þar verði rúmlega 2% á þessu ári. Í Svíþjóð og Finnlandi er aftur á móti mjög lítill verðbólguþrýstingur og er gert ráð fyrir að verðbólga verði þar rétt rúmlega 1% á þessu ári.

Í ljósi lítills verðbólguþrýstings hafa Englandsbanki, Evrópski seðlabankinn og Seðlabanki Bandaríkjanna haldið vöxtum sínum óbreyttum, en breyting hefur orðið á peningalegu aðhaldi nokkurra annarra viðskiptalanda Íslands frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Japanski Seðlabankinn beitti inngrípum á gjaldeyrismarkaði í fyrsta

Mynd II-3

Þróun á hlutabréfamörkuðum

Daglegar tölur 2. janúar 2006 - 18. október 2010

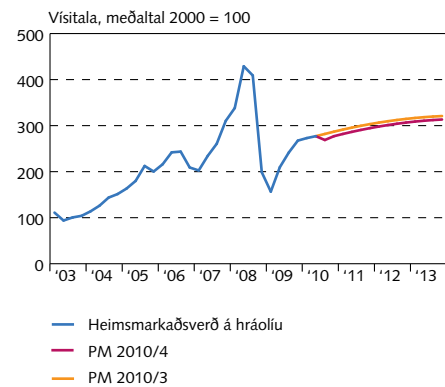


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-4

Heimsmarkaðsverð olíu

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2013

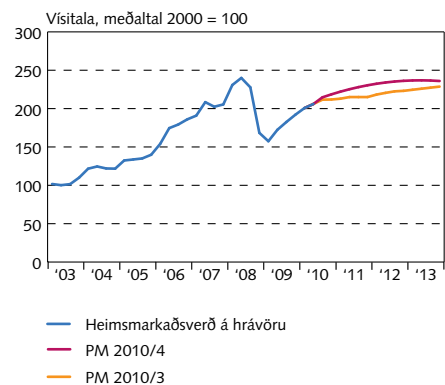


Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-5

Heimsmarkaðsverð á hrávöru¹

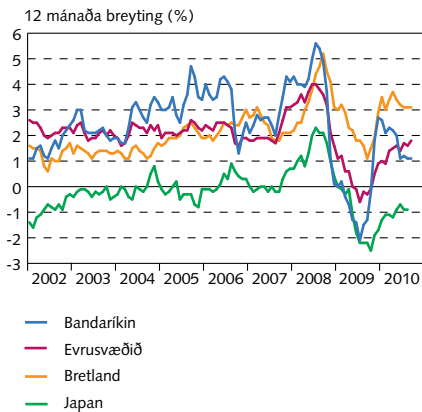
1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2013



1. Verð á hrávörum án olíu í USD.

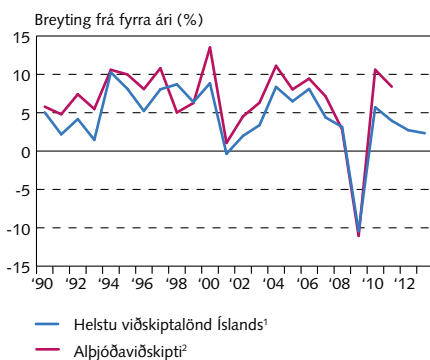
Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-6
Alþjóðleg verðbólga
Janúar 2002 - september 2010



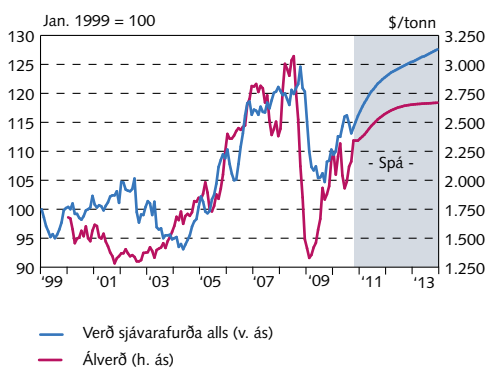
Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-7
Alþjóðaviðskipti



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

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



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

sinn í sex ár til þess að veikja jenið og lækkaði síðan stýrivexti sína niður í núll í byrjun október. Á sama tíma hafa ýmsir aðrir seðlabankar hafið vaxtahækkunarferli. Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hafa Seðlabankar Kanada og Kína hækkað stýrivexti sína um 0,25 prósentur hvor um sig og Seðlabanki Svíþjóðar hefur hækkað vexti sína í tvígang, samtals um 0,5 prósentur.

Alþjóðaviðskipti áfram öflug

Alþjóðaviðskipti voru áfram helsti drifkraftur hagvaxtar í heiminum á fyrri hluta þessa árs, einkum drifin áfram af nýmarkaðsríkjum í Asíu. Bæði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og OECD hafa enn hækkað spár sínar um alþjóðaviðskipti. Í nýjstu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í byrjun október, er gert ráð fyrir að alþjóðaviðskipti aukist um rúm 11% á þessu ári og um 7% á því næsta. Gert er ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda Íslands aukist aftur á móti um tæp 6% á þessu ári, sem er aðeins minni aukning en spáð var í ágúst.

Verð sjávarafurða hækkar áfram en álverð helst stöðugt

Á árinu 2009 var hlutfall áls, kísilmálm og sjávarafurða tæplega 80% af heildarvöruútflutningi og hefur hækkað enn frekar á fyrstu átta mánuðum ársins. Verðþróun þessara tveggja meginútflutningsgreina hefur því afgerandi áhrif á verðlagsþróun útflutnings í heild sinni og á þróun viðskiptakjara. Þá hefur útflutningsmagn þeirra jafnframt afgerandi áhrif á þróun heildarútflutningsmagns.

Verð á flestum tegundum sjávarfangs hefur farið hækkanandi á undanförunum mánuðum, mismikið þó eftir tegundum. Í *Peningamála* í ágúst var gert ráð fyrir að verð sjávarafurða hækkaði um allt að 10% á þessu ári og allt að 4% á því næsta. Dreigið hefur úr væntingum um verulegar verðhækkunarir á síðari helmingi ársins, en reiknað er með að þær flytjist að einhverju leyti yfir á árið 2011. Því er nú gert ráð fyrir um 6% verðhækkun sjávarafurða á þessu ári en rúmlega 4% hækkun á árinu 2011. Verð á hrávörum til matvælaframleiðslu hefur hækkað verulega síðustu mánuði og einnig verð á laxi, en veruleg staðkvæmd er á milli lax og dýrari fiskafurða s.s. þorsks. Bæði þessi atriði styðja við hækkanandi útflutningsverð á helstu botnfiskafurðum.

Verð á áli er svipað og það var um áramótin en hefur þó sveiflast nokkuð. Nú er reiknað með að álverð verði um 28% hærra á þessu ári en í fyrra og er það svipuð hækkun og gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamála*. Á næstu árum er búist við aðeins meiri hækkun en gengið var út frá í síðustu spá og er reiknað með ríflega 14% hækkun á árunum 2011-2013 í stað um 12% í síðustu spá.

Áframhaldandi bati viðskiptakjara

Mun hærra útflutningsverð á fyrri hluta ársins hefur bætt viðskiptakjörin. Þar ræður mestu hærra álverð en verðhækkun sjávarafurða hefur einnig áhrif. Á móti hækkunum á útflutningsverði kemur hækkun innflutningsverðs. Þar vegur þýngst innflutningur hrávöru til áliðnaðar, aðföng til ýmissar atvinnuvegastarfsemi og eldsneytisinnflutningur. Verð á aðföngum til álframleiðslu hefur tilhneigingu til að breytast í takt við álverðið sjálft og vegur því eitthvað upp á móti viðskiptakjarabata af hærra álverði. Verðbreytingar á olíuvörum hafa

einnig veruleg áhrif. Eins og minnst hefur verið á í fyrri útgáfum *Peningamála* er erfiðara að áætla viðskiptakjör á þjónustuliðum.

Áætlað er að viðskiptakjör hafi batnað nokkuð á fyrri hluta ársins og gert er ráð fyrir rúmlega 3% bata fyrir árið í heild. Þetta er nokkru minni bati en gert var ráð fyrir í síðustu spá, þar sem herra hrávöruverð á seinni hluta ársins dregur úr viðskiptakarabatanum. Gert er ráð fyrir að viðskiptakjör batni enn frekar á næsta ári eða um tæplega 2% þar sem gert er ráð fyrir áframhaldandi hækkun ál- og sjávarafurðaverðs, en herra olíu- og hrávöruverð mun vega þar upp á móti. Þá er gert ráð fyrir áframhaldandi bata á árinu 2012 en að viðskiptakjörin verði nánast óbreytt á árinu 2013.

Raugengi áfram lágt

Raugengið hefur hækkað frá síðustu útgáfu *Peningamála*, en er enn um 20% lægra en meðalraugengi undanfarinna þrjátíu ára. Gert er ráð fyrir að það verði rúmlega 6% herra í ár en í fyrri og haldi áfram að hækka á allra næstu árum, en verði engu að síður undir langtíma meðaltali sínu. Alla jafna ætti það að styðja við útflutningsdrifinn hagvöxt og tryggja nægan afgang á viðskiptum við útlönd til að þjóðarþúið geti staðið undir mikilli erlendri skuldsetningu. Eins og rakið er hér að neðan virðist lægra raugengi hins vegar ekki hafa leitt til aukins vöruútflutnings í neinum mæli, en útflutningur þjónustu hefur aftur á móti aukist verulega.

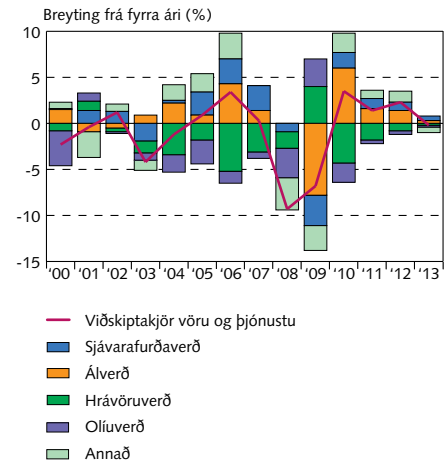
Útflutningur eykst þrátt fyrir samdrátt í útflutningi sjávarafurða

Í ágústspánni var reiknað með að útflutningur sjávarafurða myndi dragast saman um 3% að magni til á þessu ári og um 4% á því næsta. Mikill makrífli er ein helsta ástæða þess að magnsamdrátturinn er talinn verða minni í ár en áður var áætlað eða aðeins um 1%. Hins vegar mun afli uppsjávartegunda dragast verulega saman umfram það sem áður var talið og bætast við áður ákveðinn samdrátt í afla helstu botnfisktegunda. Það veldur því að nú er reiknað með að útflutningur sjávarafurða muni dragast saman um 5% á næsta ári.

Útflutningur á áli og kísiljárni á þessu ári verður með svipuðu móti og gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* en þó er nú gert ráð fyrir að framleiðslan aukist um 2% á þessu ári í stað 3% eins og reiknað var með þá. Hins vegar er nú gert ráð fyrir mun minni magnaukningu árið 2013 en í síðustu spá. Ástæðan er sú að gert er ráð fyrir að álframleiðsla í nýju álveri í Helguvík muni tefjast um eitt ár til viðbótar frá forsendu síðustu spár Seðlabankans (sjá nánar í ramma grein IV-1). Aukin framleiðslugeta í álverinu í Straumsvík ásamt virðis-meiri framleiðslu mun vega þar á móti. Framleiðslugetan mun aukast um nærri 40 þús. tonn, en auk þess er áætlað að virðisaukinn vegna breyttra framleiðsluhátta jafngildi um 5-6% framleiðsluaukningu metið í staðaláli.

Um fimmtungur af vöruútflutningi er útflutningur annarrar iðnaðarvöru (þ.e. annarrar en áls og kísiljárns) og annarra almennra vara. Horfur um útflutning annarrar iðnaðarvöru eru óbreyttar frá síðustu spá. Þessi útflutningsstarfsemi er borin að verulegu leyti uppi af framleiðslu fjögurra stórra iðnfyrirtækja á sviði lyfjaframleiðslu, lækningartækja, matvinnslutækja og aflþynnuframleiðslu. Áætlað er

Mynd II-9
Viðskiptakjör og framlag undirliða
2000-2013¹

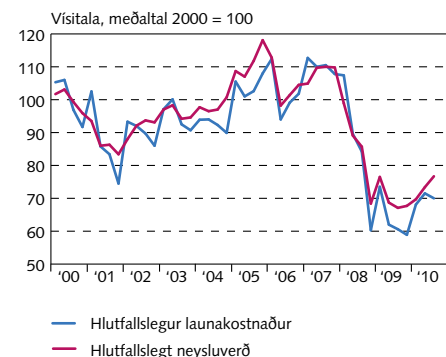


1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013. Framlag helstu undirliða til ársbreytinga viðskiptakjara er fengið með því að vega saman árlega breytingu viðkomandi undirliða með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Liðurinn „annað“ er afgangslíður.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10

Raugengi

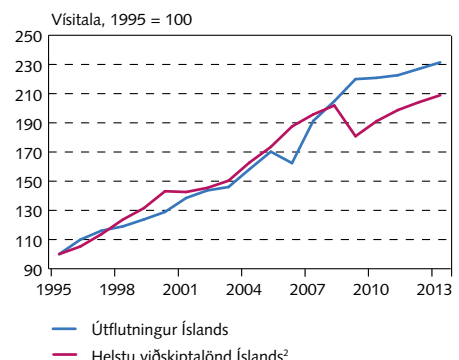
1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

Alþjóðaviðskipti og íslenskur útflutningur 1995-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013. 2. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

að virði framleiðsluaukningar þeirra muni nema 45-50% á þessu ári metið á föstu gengi og um 25-30% á því næsta. Því er gert ráð fyrir að útflutningur á annarri vöru en sjávarafurðum, afurðum stóriðju og flugvélum aukist um 5% á þessu ári og 6-7% á árinu 2011.

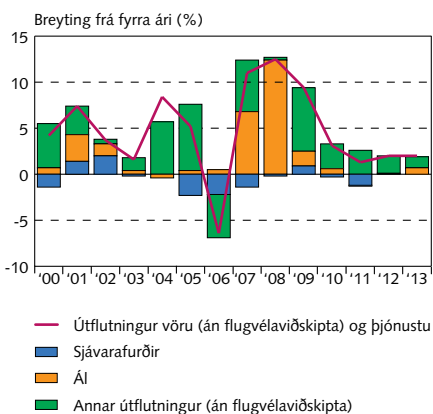
Ekki útlit fyrir að útflutningur verði drifkraftur hagvaxtar á næstu árum þrátt fyrir lágt raungengi

Þrátt fyrir hagstæða þróun á verði helstu útflutningsafurða þjóðarinnar er útlit fyrir að magnaukning í útflutningi vöru og þjónustu á þessu ári verði mjög lítil eða 0,4%. Að einhverju leyti má finna skýringu á því að lítil sem enginn vöxtur verður í útflutningi í ár að á síðasta ári nam verðmæti útflutnings flugvéla, skipa og notaðra bifreiða ríflega 32 ma.kr. eða um 6,5% af vöruútflutningi, þar af var útflutningur flugvéla langstærsti hlutinn. Á þessu ári verður slíkur útflutningur aðeins brot af þessum 32 ma.kr. eða á bilinu 6-8 ma.kr. Ef útflutningur á flugvélum er undanskilinn verður vöxtur útflutnings vöru og þjónustu því rúmlega 3% á þessu ári.

Ekki er heldur að vænta verulegs vaxtar í vöruútflutningi á komandi árum. Þar ræður mestu um að ríflega 80% af vöruútflutningi koma frá útflutningi álverksmiðjanna þriggja og sjávarafurðaútflutningi, eins og áður hefur komið fram. Framleiðslugeta álverksmiðjanna er fullnýtt og útflutningsgeta sjávarútvegs takmarkast af ástandi fiskstofna og leyfilegum hámarksafla. Jákvæð samkeppnisáhrif lágs raungengis skila sér því takmarkað til skemmri tíma án fjárfestingar sem eykur framleiðslugetu útflutningsatvinnugreina. Lágt raungengi bætir hins vegar stöðu annars útflutnings en vegna hlutfallslegrar smæðar þessara greina verða heildaráhrifin á útflutning tiltölulega lítil. Þessu til viðbótar dregur hægur vöxtur eftirspurnar í helstu viðskiptalöndum úr möguleikanum til kröftugrar aukningar á útflutningi, sérstaklega þar sem þau eru mörg hver að reyna að ná tókum á opinberum skuldum með hörðum aðhaldsaðgerðum og sjálf að reyna að framkalla útflutningsdrifinn hagvöxt með aðgerðum til veikingar á gjaldmiðli sínum.

Efitt er að henda reiður á áhrifum lágs raungengis og betri samkeppnisstöðu á útflutning annarrar iðnaðar- og útflutningsvöru. Eins og minnst hefur verið á má búast við allt að helmingsaukningu í útflutningi lyfja, lækningartækja, tækja til matvælavinnslu og aflþynna á þessu ári og töluverðs vaxtar á næsta ári. Að verulegu leyti skýrist þessi aukning af því að aflþynnuverksmiðjan er að hefja starfsemi sína auk þess sem framleiðslugeta hefur verið aukin t.d. í lyfjaframleiðslu á undanförunum misserum. Þótt lágt raungengi virðist enn sem komið er hafa haft takmörkuð áhrif á útflutning annarrar iðnaðarvöru gæti það skapað grundvöll fyrir nýjar útflutningsafurðir eða aukinn útflutning afurða sem eru framleiddar í dag. En til þess að unnt verði að nýta það samkeppnisforskot sem liggur í lágu raungengi verður að fjárfesta í nýjum eða bættum búnaði, annað hvort til framleiðsluaukningar eða til meiri virðisauka núverandi framleiðslu. Ólíklegt er að svo verði í nánustu framtíð. Fjárfesting seinustu misserin hefur verið í algeru lágmarki þótt örli á auknum vilja til fjárfestingar í atvinnulífinu á þessu ári (sjá umfjöllun í kafla IV). Undantekning er áður nefnd nýfjárfesting í álverinu í Straumsvík, en forsenda hennar er fremur stærðarhagkvæmni en lágt raungengi hér á landi. Fjárfesting í skipum, tækjum og

Mynd II-12
Þróun útflutnings (án flugvélaviðskipta) og framlag undirliða hans 2000 - 2013¹



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

búnaði á undanförunum árum hefur verulega aukið verðmæti útflutningsframléiðslu sjávarafurða og gert það að verkum að samdráttur í útflutningsmagni í sjávarútvegi hefur verið mun minni en samdráttur í heildarafla. Án frekari fjárfestingar er áframhaldandi vexti hins vegar settar verulegar skorður. Sú útflutningsstarfsemi sem líklega hefur mest notið lægra raungengis er þjónustuútflutningur eins og í ferðaíðnaði og flutningsstarfsemi og er þar líklega enn töluvert svigrúm til aukningar.

Að öllu samanteknu virðast því nokkrar skorður settar frekari vexti útflutnings án frekari fjárfestingar í útflutningsatvinnugreinum, a.m.k. til skemmri tíma. Það er því vandséð að útflutningsdrifinn hagvöxtur á næstu árum sé raunhæfur þrátt fyrir sögulega lágt raungengi án slíkrar fjárfestingar. Það þarf því að eiga sér stað veruleg fjárfesting í þeim útflutningsgreinum þar sem framléiðsluaukningar eða hærra virðisauka er von. Þá er einnig nauðsynlegt að hyggja að breytingum á innviðum og uppbyggingu núverandi útflutningsstarfsemi.¹

Spá Seðlabankans gerir því ráð fyrir að útflutningur á árinu 2011 aukist einungis um 0,8% frá fyrra ári en um 2% að jafnaði á árunum 2012-2013. Sé horft fram hjá áhrifum flugvélaíðskipta er vöxturinn á næsta ári hins vegar meiri, eða um 1,3%. Útflutningur annarra afurða en stóriðju- og sjávarafurða eykst einnig meira á spátímanum. Þannig er því spáð að útflutningur án flugvéla, stóriðju og sjávarútvegs aukist um 6½% á næsta ári og um tæplega 4% árið 2012.

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

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram ¹			
	2010	2011	2012	2013
Útflutningur vöru og þjónustu	0,4 (-1,2)	0,8 (1,2)	2,0 (1,8)	2,0
Útflutningur vöru og þjónustu án flugvélaíðskipta	3,1 (1,9)	1,3 (1,3)	2,0 (1,8)	2,0
Útflutningsframléiðsla sjávarafurða	-1,0 (-3,0)	-5,0 (-4,0)	0,0 (0,0)	0,0
Útflutningsframléiðsla stóriðju	2,2 (3,4)	-0,5 (0,3)	0,2 (0,7)	2,7
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	6,3 (9,7)	4,3 (4,4)	3,2 (1,8)	1,9
Verð áls í USD ²	27,7 (27,7)	7,2 (4,5)	6,3 (10,3)	1,4
Verð eldsneytis í USD ³	25,2 (27,8)	5,3 (6,4)	4,9 (4,5)	2,9
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	3,3 (5,9)	1,7 (2,0)	2,2 (2,8)	-0,2
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	1,7 (1,3)	1,6 (1,5)	1,7 (1,5)	1,9
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁴	1,9 (1,4)	1,8 (1,9)	1,9 (2,2)	2,1
Skammtíma vextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁵	0,7 (0,7)	2,0 (2,0)	3,4 (3,4)	4,0

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

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

1. Sjá frekari umfjöllun um útflutningsdrifinn hagvöxt á Íslandi og hindranir sem þarf að yfirstíga í „Overcoming constraints to growth“, í *IMF Country Report*, no. 10/304 (Iceland: Selected Issues Paper), október 2010 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10304.pdf>).

Rammagrein II-1

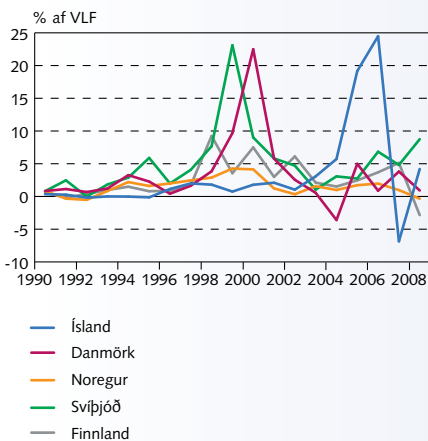
Samband beinnar erlendar fjárfestingar og hagvaxtar

22

PENINGAMÁL 2010 • 4

Mynd 1

Innflæði beinnar erlendar fjárfestingar
1990-2008



Heimild: Reuters EcoWin.

Hagfræðingar hafa um árabíl reynt að skýra af hverju sum ríki vaxa hraðar en önnur. Niðurstöður þeirra benda til þess að þættir eins og menntunarstig, útgjöld til rannsóknar- og þróunarstarfsemi, umfang utanríkisviðskipta, gæði stofnana, þróunarstig fjármálamarkaða og verðstöðugleiki skipti máli. Einnig virðist hagvöxtur vera meiri eftir því sem umfang beinnar erlendar fjárfestingar er meira (sjá t.d. Li og Liu, 2005). Helstu skýringar á þessari fylgni eru að bein erlend fjárfesting örvi hagvöxt annars vegar með því að auka fjárfestingu og skilvirkni hennar og hins vegar með því að miðla tækni, þekkingu, nýjum stjórnunaraðferðum og bættu skipulagi frá fjárfestingarlandinu til móttökulandsins (sjá t.d. Balasubramanyam o.fl., 1996, og De Mello, 1999). Hagvöxtur getur því aukist vegna nýrra aðfanga í þeim geira sem fjárfestingin á sér stað og vegna framleiðni aukninga vegna nýrrar tækni eða framleiðsluáðferða sem innlend fyrirtæki kynnast og taka upp.

Balasubramanyam o.fl. (1996) leiða líkur að því að erlend fjárfesting hafi meiri áhrif á hagvöxt í þeim löndum þar sem hún stuðlar að auknum útflutningi en í þeim löndum þar sem hún leiðir til aukins framboðs á innlendum mörkuðum og dregur þannig úr innflutningi. Borensztein o.fl. (1998) telja að mismunandi geta til að tileinka sér nýja tækni geti útskýrt breytileikann í áhrifum beinnar erlendar fjárfestingar á hagvöxt. Þeir álykta að því hærra sem menntunarstig vinnuafslins er og þar af leiðandi mannauðurinn meiri, því meira örvar bein erlend fjárfesting hagvöxt. Niðurstöður Xu (2000) virðast styðja þetta: hann kemst að því að bein erlend fjárfesting stuðli frekar að aukinni framleiðni í iðnríkjum en þróunarlöndum. Núverandi tæknistig virðist einnig hafa mikið að segja: áhrif fjárfestingarinnar eru meiri eftir því sem bilið á milli tæknistigs fjárfestingarlandsins og móttökulandsins er stærra. Að lokum benda niðurstöður Bengoa og Sanchez-Robles (2003) til þess að bein erlend fjárfesting auki hagvöxt í móttökulandinu sé til staðar nægur mannauður, efnahagslegur stöðugleiki og frjáls viðskipti.

Á Íslandi hefur erlend fjárfesting verið frekar takmörkuð í samanburði við hin Norðurlöndin og önnur iðnríki, eins og sjá má á mynd 1.¹ Bein erlend fjárfesting til landsins var að meðaltali um 1% af landsframleiðslu á árunum 1990 til 2003 samanborið við tæplega 2% í Noregi, tæplega 3% í Finnlandi, 4% í Danmörku og 5% í Svíþjóð. Lág hlutfall á Íslandi má að hluta skýra með því að bein erlend fjárfesting laðist að stórum mörkuðum sem eru opnir fyrir alþjóðaviðskiptum (sjá t.d. Li og Liu 2005). Íslenski markaðurinn er mjög lítill í alþjóðlegum samanburði og rannsóknir hafa sýnt að umfang alþjóðaviðskipta á Íslandi er undir því sem við mætti búast miðað við smæð landsins (sjá t.d. Már Guðmundsson o.fl., 2000).

Á Íslandi hefur bein erlend fjárfesting einkum verið í orkufrekum iðnaði. Stærstur hluti afurða þessa iðnaðar er fluttur út sem ætti að stuðla að auknum hagvexti, eins og áður hefur komið fram. Það er þó ekkert sem segir að bein erlend fjárfesting geti ekki aukið hagvöxt enn frekar. Menntunarstig á Íslandi þykir hátt og því má gera ráð fyrir að geta vinnuafslins til að tileinka sér nýja tækni og þekkingu sé tiltölulega mikil. Skortur á mannauði ætti því ekki að standa í vegi fyrir að erlend fjárfesting örvi hagvöxt enn frekar á Íslandi. Tæknistig íslensks atvinnulífs þykir einnig hátt, sem ætti reyndar að draga úr áhrifum erlendar fjárfestingar á hagvöxt, en munur á tæknistigi getur verið mismunandi milli atvinnugeira og gera má ráð fyrir að erlend fyrirtæki sækji frekar í þá atvinnugeira þar sem tæknistigið er lægra og því möguleiki á að framleiða á hagkvæmari hátt en innlend

1. Taka þarf íslensku tölunum eftir árið 2003 með fyrirvara, m.a. vegna þess að hluti þess sem skráð er sem bein erlend fjárfesting á Íslandi er líklega fjárfesting íslenskra aðila sem skráðir eru með heimilisfesti erlendis.

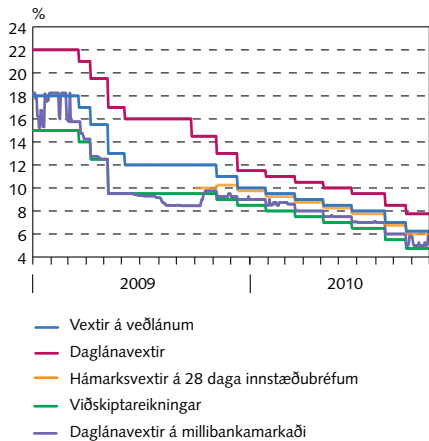
fyrirtæki og því þyrfti hátt tæknistig ekki að aftra hagvaxtaráhrifum erlendar fjárfestingar. Einnig má nefna að ef erlend fjárfesting fer í uppbyggingu nýrra atvinnugreina sem ekki voru til staðar skiptir hátt tæknistig í öðrum greinum minna máli en hátt menntunarstig vinnuafslsins myndi nýtast til að auka hagvöxt. Ísland virðist því vel í stakk búið til að nýta beina erlenda fjárfestingu til að auka hagvöxt, óháð því hvort henni sé beint að uppbyggingu nýrra atvinnugreina eða til aukningar á núverandi fjárfestingu.

Heimildir

- Balassubramanyam, V. N., M. Salisu, og D. Sapsford (1996), „Foreign direct investment and growth in EP and IS countries“, *Economic Journal*, 106, 92-105.
- Bengoa, M., og B. Sanchez-Robles (2003), „Foreign direct investment, economic freedom and growth: New evidence from Latin America“, *European Journal of Political Economy*, 19, 529-545.
- Borensztein, E., P. O. Demetriades og T. P. Mamuneas (2000), „Infrastructure, specialization and economic growth“, *Canadian Journal of Economics*, 33, 506-522.
- De Mello, L. R., (1999), „Foreign direct investment-led growth: Evidence from time series and panel data“, *Oxford Economic Papers*, 51, 133-151.
- Li, X., og X. Liu (2005), „Foreign direct investment and economic growth: An increasingly endogenous relationship“, *World Development*, 33, 393-407.
- Már Guðmundsson, Þórarinn G. Pétursson og Arnór Sighvatsson. (2000). Optimal exchange rate policy; The case of Iceland. Í bókinni *Macroeconomic Policy: Iceland in an Era of Global Integration*, ritstjórar Már Guðmundsson, Tryggvi Þ. Herbertsson og Gylfi Zoëga. Reykjavík: Háskólaútgáfan.
- Xu, B., (2000), „Multinational enterprises, technology diffusion, and host country productivity growth“, *Journal of Development Economics*, 62, 477-493.

Mynd III-1

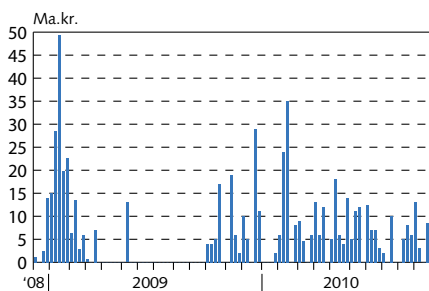
Vextir Seðlabanka og skammtíma markaðsvextir
Daglegar tölur 1. janúar 2009 - 29. október 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

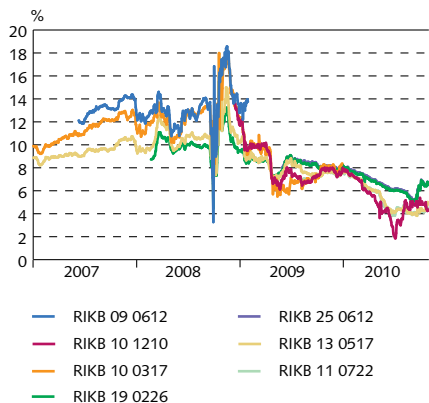
Velta á millibankamarkaði með krónur
Vikulegar tölur 5. desember 2008 - 29. október 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 29. október 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

III Fjármálaleg skilyrði

Í kjölfar fjármálakreppunnar hefur mikil óvissa einkennt fjármálaleg skilyrði heimila, fyrirtækja og hins opinbera. Lækkun eignaverðs samhliða hækkun skulda hefur valdið efnahagi heimila og fyrirtækja miklum búsigfum og skert aðgengi þeirra að lánsfé þar sem virði veða hefur rýrnað og áhættufærni lánveitenda hefur aukist. Lánastofnanir og lántakendur hafa einnig staðið frammi fyrir mikilli óvissu vegna óvissu um lögmæti gengistryggðra lána og meðferð vaxtaþáttar slíkra lánasamninga, þótt hluta óvissunnar hafi verið eytt með nýlegum dómi Hæstaréttar. Lækkun vaxta og stöðugt gengi krónunnar hefur hins vegar stuðlað að bættum fjármálalegum skilyrðum. Staðan á mörkuðum er þó enn viðkvæm, velta á millibankamarkaði með krónur og gjaldeyri lítil og sá ávinningur sem náðst hefur enn brothættur.

Vextir Seðlabankans lækkaðir áfram

Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hafa vextir almennt farið lækkandi samhliða lækkun vaxta Seðlabankans. Frá útgáfunni í ágúst hafa vextir bankans verið lækkaðir um 1,75 prósentur og eru vextir á innstæðureikningum í aðdraganda þessarar útgáfu *Peningamála* 4,75%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 6%, vextir á 7 daga veðlánum 6,25% og daglánavextir 7,75%. Vextir bankans hafa verið lækkaðir í stærri skrefum við síðustu tvær vaxtaákvörðanir en á þeim sem á undan voru, enda hafði verðbólga hjaðnað talsvert hraðar en spáð hafði verið, áhættuálag á íslenskar fjáreignir lækkað og gengi krónunnar styrkst.

Vextir á millibankamarkaði við neðri mörk vaxtagangs Seðlabankans

Í viðskiptum sínum við Seðlabankann í kjölfar fjármálakreppunnar hafa viðskiptabankarnir nánast einvörðungu lagt fé inn í Seðlabankann, annað hvort með því að leggja það inn á innlánsreikninga sína eða með kaupum á innstæðubréfum með 28 daga bindingu. Frá því að Seðlabankinn hóf útgáfu innstæðubréfa til að sporna við ofgnótt lausafjár í bankakerfinu í október 2009 hafa daglánavextir á millibankamarkaði haldist rétt ofan við vexti sem bankinn býður á lausar innstæður, en þeir vextir mynda neðri mörk vaxtagangs bankans. Þessi þróun endurspeglar að lítil sem engin ásókn hefur verið í daglán eða veðlán bankans og virkni þeirra vaxta á markaðsvexti því afar takmörkuð. Í fundargerð peningastefnufundar Seðlabankans frá því í september kom fram vilji nefndarinnar til að færa skammtíma markaðsvexti nær miðju vaxtagangsins og í kjölfarið færðust þeir nær miðju gangansins en lækkuðu síðan aftur niður að neðri mörkum hans stuttu síðar. Þessar breytingar í skammtíma markaðsvöxtum endurspegluðu í meginatriðum ófyrirséðar sveiflur í lausafjárstöðu fjármálakerfisins.

Dregið hefur verið úr peningalegu aðhaldi

Lækkun vaxta Seðlabankans frá síðustu *Peningamálum* í ágúst hefur verið meiri en hjöðnun helstu mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar á sama tíma, og hefur raunvaxtastigið því lækkað (sjá töflu III-1). Miðað við árhækkun vísitölu neysluverðs eru raunvextir

bankans 2% og hafa lækkað um 0,2 prósentur frá því fyrir útgáfu *Peningamála* í ágúst. Raunvextir mældir með verðbólguvæntingum hafa einnig lækkað nema ef miðað er við verðbólguvæntingar heimila.

Tafla III-1 Aðhaldsstig peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (27/10)	Breyting frá PM 2010/3 (16/8)	Breyting frá PM 2009/4 (4/11)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	2,0	-0,2	2,0
3 mánaða árstíðarleiðréttu verðbólgu	2,6	-6,8	1,8
Verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	2,8	-1,2	-2,7
Verðbólguvæntingar heimila til eins árs	-0,6	0,2	-0,4
Verðbólguálag á fjármálamarkaði til eins árs ²	2,6	-2,4	-3,1
Verðbólguþá Seðlabankans ³	3,4	-1,0	-1,2
Áhættuleiðréttur 3 mánaða vaxtamunur miðað við:			
Sögulegt gengisflókt ⁴	0,9	-0,2	-0,2
Skuldatryggingarálag ríkisins ⁵	1,9	-0,5	-3,1

1. Frá október 2009 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubrífum með 28 daga binditíma sem virka nafnvexti Seðlabankans. 2. Verðbólguálag til eins árs út frá mismun óverðtryggðra og verðtryggðra vaxtarófsins (5 daga hlaupandi meðaltal). 3. Þá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. 4. Hlutfall þriggja mánaða vaxtamunar og þriggja mánaða staðalfráviks gengis krónu gagnvart evru. 5. Vaxtamunur út frá mismun skammtímavaxta á Íslandi og viðskiptavegnum erlendum vöxtum, leiðrétt fyrir mismun skuldatryggingarálags (5 daga hlaupandi meðaltal).

Mikil viðbrögð á skuldabréfamarkaði við vaxtaákvörðunum Seðlabankans

Þegar vextir bankans voru lækkaðir um 1 prósentu í ágúst var það meiri lækkun en markaðsaðilar höfðu almennt reiknað með. Í kjölfarið lækkuðu vaxtaferlar á skuldabréfamarkaði umtalsvert. Þegar vextir voru lækkaðir um 0,75 prósentur til viðbótar í september gengu þessar lækkanir að miklu leyti til baka. Þessar hræringar má líklega rekja til túlkunar markaðarins á þeim rökstuðningi sem fylgdi ákvörðunum. Svo virðist sem markaðurinn hafi metið það svo við fyrri ákvörðunina að áhersla peningastefnufndar á efnahagsaðstæður innanlands hefði aukist og að tiltölulega langt væri í afnám gjaldeyrishafta. Við þetta jukust væntingar um brattari vaxtalækkunarferil, t.d. lækkaði ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa mikið og ávöxtunarkrafa HFF-44-bréfanna fór niður í 2,5% sem er töluvert lægra en áður hafði sést. Eftir vaxtaákvörðunina í september virðist sem skilaboð peningastefnufndarinnar hafi hins vegar verið túlkuð þannig að styttra væri í næstu skref í afnámi gjaldeyrishafta en áður var talið og að lækkun vaxta yrði hægari næstu misseri. Lækkun ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa frá því í ágúst gekk þó ekki að fullu til baka og er nú á bilinu 2,2-3,5%, samanborið við 2,7-3,4% við útgáfu síðustu *Peningamála*.

Þróun ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisskuldabréfa hefur einnig litast af síðustu tveimur vaxtaákvörðunum. Almennt hefur ávöxtunarkrafan farið lækkandi í takt við vexti Seðlabankans, en eftir tilkynninguna í september hækkaði hún á ný, þrátt fyrir lækkun skammtímavaxta, en það var einkum lengri endi ávöxtunarkerilsins sem hækkaði. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðu bréfanna er nú á bilinu 4,5-6,5% sem er um 0,3-0,6 prósentum hærra en við útgáfu *Peningamála* í ágúst.

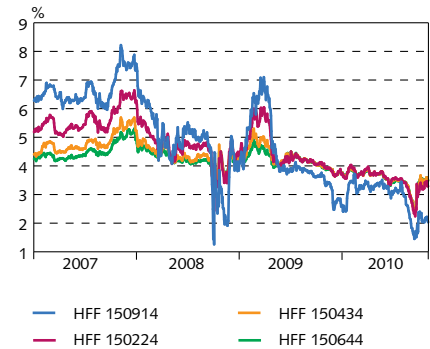
Áfram búist við lækkun vaxta en að þeir verði hærra þegar lengra líður

Út frá framvirkum vöxtum (sjá mynd III-5) má sjá að markaðsaðilar búast við frekari lækkun vaxta á næstu mánuðum. Það er í samræmi

Mynd III-4

Ávöxtun verðtryggðra íbúðabréfa

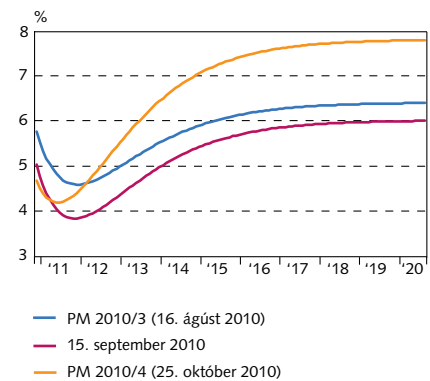
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 29. október 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Framvirkir óverðtryggðir vextir á fjármálamarkaði

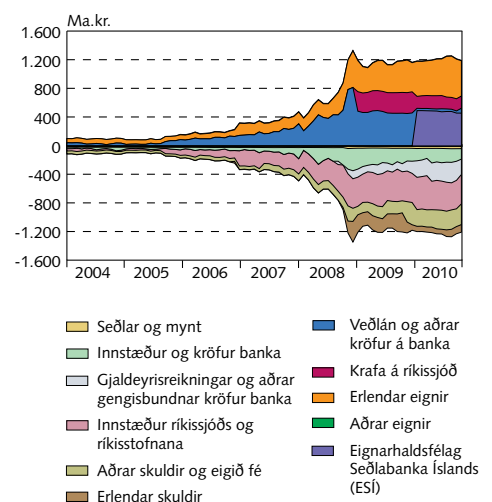


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6

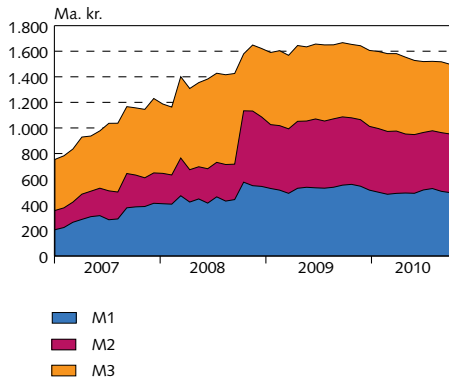
Efnahagsreikningur Seðlabanka Íslands

Staða í lok mánaðar janúar 2004 - september 2010



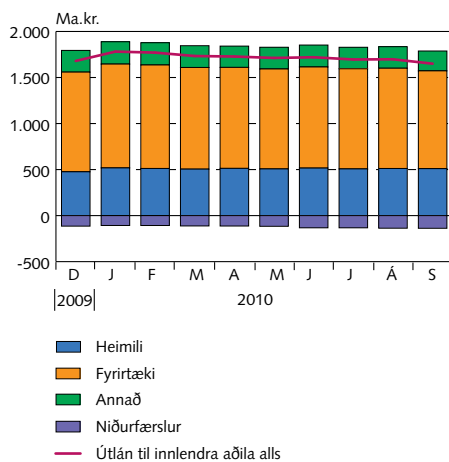
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7
Peningamagn í umferð
Janúar 2007 - september 2010¹



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

Mynd III-8
Útlán banka eftir lántakendum¹
Desember 2009 - september 2010



1. Útlánasafn nýju bankanna er metið á kaupvirði.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

við yfirlýsingar peningastefnunefndar þess efnis að með stöðugu gengi krónunnar og áframhaldandi hjöðnun verðbólgu sé enn svigrúm til að draga úr peningalegu aðhaldi. Lengri endi vaxtarófsins er nokkru hærra en hann var seinni hluta sumars og um miðjan september og bendir styttri endinn til þess að búist er við því að minna verði dregið úr peningalegu aðhaldi en áður.

Efnahagsreikningur Seðlabankans ber enn merki hrunsins

Í aðdraganda fjármálakreppunnar og í kjölfar hennar stækkaði efnahagsreikningur Seðlabankans verulega. Fyrst mátti rekja stækkunina til aukinna veðlana bankans en eftir hrunið var stækkunin einkum í erlendum eignum auk þess sem samsetning eignanna breyttist mikið. Gengið var að veðum sem lögð voru fram í veðlánaviðskiptum fjármálastofnana við Seðlabankann og ríkissjóður gaf út skuldaviðurkenningu til bankans til að mæta tapi af veðlánnum vegna hruns bankanna. Stofnað var sérstakt eignarhaldsfélag, ESÍ, og var mikið af eignum tengdum gömlu bönkunum fært inn í það félag.

Peningamagn dregst saman og lítið um ný útlán

Rétt eins og efnahagsreikningur Seðlabankans stækkaði, jókst peningamagn í umferð mikið í aðdraganda hruns bankanna og enn frekar í kjölfar þess. Fór hlutfall víðs peningamagns (M3) af landsframleiðslu úr 55% í lok ársins 2003 í 116% þegar það náði hámarki í nóvember 2008. Undanfarna mánuði hefur peningamagn minnkað nokkuð. Það sem af er þessu ári hafa milli 13-18% peningamagns verið á gjaldeyrisreikningum í bankakerfinu og má því rekja hluta samdráttar peningamagnsins til styrkingar krónunnar á árinu, en einnig er samdráttur í flestum öðrum liðum peningamagns. Af innstæðum í bankakerfinu má rekja stóran þátt samdráttarins til innstæðna heimila, en frá áramótum hafa innstæður innlendra aðila lækkað um 90,7 ma.kr. og innlán heimila hafa lækkað um 69,6 ma.kr. sem svarar til rúmlega 9% lækkunar. Innlán fyrirtækja hafa minnkað samtals um 4,4 ma.kr. eða sem samsvarar 1,3%. Lækkun innlana flestra atvinnugreina er reyndar nokkru meiri, en sú lækkun er að miklu leyti vegin upp af hækkun innlana þjónustu- og samgöngugeirans.

Staða útlána bankakerfisins bendir ekki til þess að útlán hafi aukist í neinum mæli. Tölur yfir útlán bankakerfisins eru hins vegar litaðar af endurskipulagningu þess auk þess sem stór hluti útlána bankanna er gengistryggður með einhverjum hætti. Það er því sérstaklega erfitt nú um stundir að sjá hver eiginleg þróun nýrra útlána hefur verið, en miðað við þær tölur sem liggja fyrir má ætla að útlánavöxturinn sé afar lítill. Sú þróun kemur ekki á óvart þrátt fyrir að vextir hafi lækkað þar sem mikil óvissa um efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja er til þess fallin að draga úr útlánastarfsemi, auk þess sem óvissa um efnahagshorfur rær í sömu átt. Þetta á ekki einungis við hér á landi. Útlánaþróun á evrusvæðinu hefur t.d. verið takmarkandi þáttur í efnahagsbatanum þar þrátt fyrir að almennt séu lánaskilyrði talin hafa farið batnandi undanfarið.¹ Þessi þróun er dæmigerð á samdráttarskeiðum, sérstaklega í kjölfar fjármálakreppu.

1. Sjá t.d. skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2010), *World Economic Outlook*, október 2010.

Áhættuálag á skuldir ríkisins hefur haldist stöðugt

Erfitt er að meta með nákvæmum hætti hvaða augum þeir erlendu fjárfestar sem eiga krónueignir líta áhættu tengda íslenskum fjáreignum, en helst hefur verið horft til skuldatryggingarálags á skuldbindingar íslenska ríkisins í því samhengi. Hafa ber þó í huga að viðskipti með þessa samninga eru takmörkuð og því ber að túlka þessa þróun varlega. Skuldatryggingarálagið á íslenska ríkið hefur verið nokkuð stöðugt frá útgáfu *Peningamála* í ágúst og haldist nærri 3 prósentum. Þróunin innan nokkurra skuldsettra Evrópuríkja undanfarna mánuði hefur valdið fjárfestum auknum áhyggjum og hefur skuldatryggingarálag á ríkissjóði Írlands, Grikklands og Portúgal farið hækkandi, en álagið á Ísland hefur ekki fylgt þessari þróun. Ágætur framgangur efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins leikur þar líklega hlutverk en einnig má ætla að aðrar aðgerðir sem miðað hafa að því að auka gjaldeyrisforða eða lækka erlendar skuldir ríkissjóðs, svo sem uppkaup skulda á markaði, samningurinn við seðlabankann í Lúxemborg um kaup á krónueignum og áframsala þeirra til lífeyrisjóða, og salan á FIH-bankanum í Danmörku, hafi hjálpað mikið til. Þar sem skuldatryggingarálagið hefur haldist tiltölulega stöðugt hefur áhættuleiðréttur skammtímavaxtamunur minnkað nokkurn veginn í takt við lækkun vaxta Seðlabankans. Sé hins vegar horft til langtímavaxtamunar við þýsk tíu ára ríkisskuldabréf, sem gjarnan eru höfð til viðmiðunar sem mjög örugg fjárfesting, hefur vaxtamunurinn aukist eftir vaxtaákvörðunina í september eftir að hafa minnkað allt frá miðju síðasta ári. Aukinn vaxtamunur skýrist af hækkun langtímavaxta í kjölfar umrótsins á innlendum skuldabréfamarkaði sem rakinn er að ofan.

Töluverðar breytingar hafa orðið á innbyrðis gengi gjaldmiðla

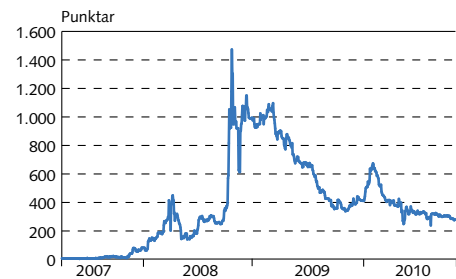
Frá útgáfu *Peningamála* í ágúst hefur gengi krónunnar miðað við þrönga viðskiptavog haldist nokkuð stöðugt þótt nokkrar breytingar hafa verið á gengi einstakra gjaldmiðla. Gengi krónunnar hefur hins vegar styrkst um 13% gagnvart gengisvísitölu frá áramótum og um 14% frá sama tíma á síðasta ári. Gengi krónunnar gagnvart evru er þó heldur veikara en í ágúst. Í september veiktist Bandaríkjadalur hins vegar mikið, fór úr rúmlega 120 kr. í ágústlok í tæplega 112 kr. rétt fyrir þessa útgáfu *Peningamála*. Lækkun Bandaríkjadals má líklega rekja til vaxandi ótta við bakslag í efnahagsbata Bandaríkjanna og væntinga um að vextir í Bandaríkjunum muni haldast lágir lengur en áður var talið.

Gengi krónunnar gagnvart evru á aflandsmarkaði var um 228 kr. fyrir þessa útgáfu, en það samsvarar tæplega 9% gengisstyrkingu frá því í ágúst. Rétt er að túlka verðmyndun á þessum markaði með fyrirvara þar sem viðskipti eru fátíð og oft líða nokkrir dagar á milli þeirra. Seðlabankinn hefur ekki selt gjaldeyri frá því í nóvember í fyrra. Í yfirlýsingu peningastefnunnar í júní sl. kom fram að bankinn myndi hefja regluleg kaup á gjaldeyri með því augnamiði að stækka þann hluta gjaldeyrisforðans sem ekki er fenginn að láni og hófust regluleg kaup á gjaldeyri í lok ágúst. Stefnt er að því að gjaldeyriskaup bankans hafi sem minnst áhrif á gengi krónunnar. Reglubundin kaup bankans nema 1,5 milljón evra í hverri viku og hefur bankinn keypt samtals 12 milljónir evra frá því að kaupin hófust eða sem samsvarar 1,8 ma.kr.

Mynd III-9

Skuldatryggingarálag ríkisins

Daglegar tölur 29. mars 2007 - 29. október 2010

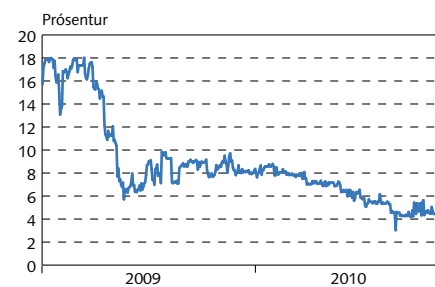


Heimild: Bloomberg.

Mynd III-10

Skammtímavaxtamunur¹

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 29. október 2010

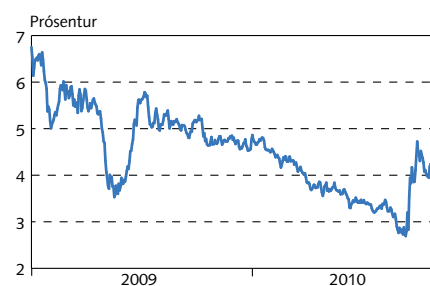


1. Munur milli ávöxtunar þriggja mánaða íslenskra og þýskra ríkissvía. Heimildir: Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Langtímavaxtamunur¹

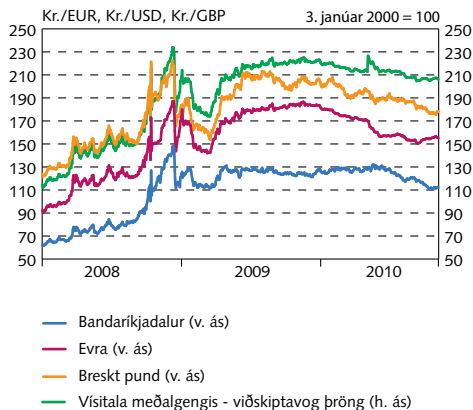
Daglegar tölur 5. janúar 2009 - 29. október 2010



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

Mynd III-12

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 29. október 2010

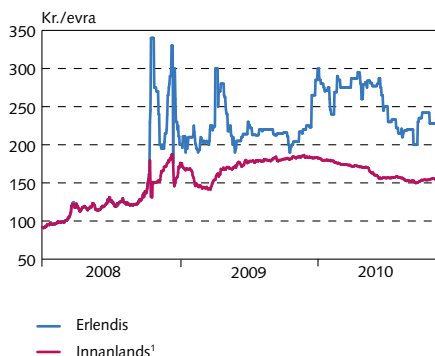


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13

Gengi krónu gagnvart evru

Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 29. október 2010

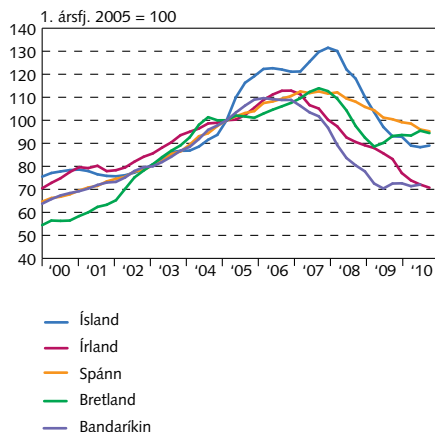


1. Gengi innanlands er lokagengi dagsins.
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-14

Raunverð húsnaðis í nokkrum löndum

1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Reuters Ecowin.

Til viðbótar hefur bankinn keypt 8 milljónir evra utan reglubundinna kaupa eða sem samsvarar 1,2 ma.kr.

Reiknað er með hóflegri styrkingu krónunnar

Ljóst er að gengi krónunnar er mjög lágt í sögulegu samhengi og raungengi er töluvert langt undir langtímameðaltali þrátt fyrir nokkra hækkun á árinu. Samkvæmt grunnspánni mun raungengið styrkjast lítillega á spátímabilinu, en sú styrking mun að verulegu leyti koma fram í gegnum hækkun nafngengis. Búist er við því að gengi krónu gagnvart evru verði að meðaltali um 162 kr. á þessu ári og um 154 kr. í lok ársins. Með stækkandi gjaldeyrisforða Seðlabankans og afgangi af vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd er reiknað með frekari hækkun á gengi krónunnar og að evran muni kosta um 150 kr. í lok spátímans.

Mikil leiðrétting á húsnæðisverði

Hluta þrenginga heimilanna eftir fjármálakreppuna má rekja til lækkunar á raunverði húsnæðis. Mikil lækkun raunverðs húsnæðis er aftur á móti ekki séríslensk og má sjá svipaða þróun í mörgum af þeim löndum þar sem hin alþjóðlega fjármálakreppa hafði hvað mest áhrif (sjá mynd III-14). Í þeim löndum sem myndin sýnir má sjá að raunverð húsnæðis hækkaði mikið á árunum fyrir fjármálakreppuna. Eftir að fjármálakreppan tók að grafa um sig lækkaði raunverð töluvert og var komið nálægt því sem það var snemma á áratugnum. Þróunin á Íslandi var því ekkert einsdæmi, þó að verðhækkunin í aðdragandanum hér hafi verið meiri en annars staðar m.a. vegna þeirra umfangsmiklu breytinga sem urðu á íbúðalánamarkaði árið 2004. Á Írlandi, Bretlandi og í Bandaríkjunum er raunverð húsnæðis nú á svipuðum slóðum og það var á fyrri hluta áratugarins. Vegna þess hve áhrif fjármálakreppunnar eru mikil hér á landi, má reikna með að raunverð húsnæðis muni lækka enn frekar áður en varanlegur viðsnúningur eigi sér stað. Þó er gert ráð fyrir minni lækkun húsnæðisverðs en spáð var í ágúst.

Fjármálaleg skilyrði einkageirans hafa batnað en óvissa enn mikil

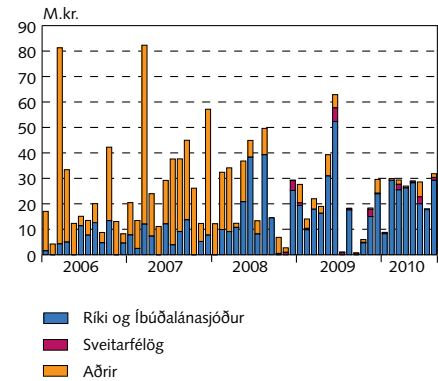
Samhliða lækkun vaxta Seðlabankans hafa útlánvextir lækkað. Gjalddeyrihöft hafa veitt krónunni mikilvægt skjól sem einnig kemur fram í hraðri hjöðnun verðbólgu. Þetta dregur úr þeirri óvissu sem heimili og fyrirtæki hafa staðið frammi fyrir varðandi efnahagsreikninga sína. Þrátt fyrir þetta er enn ekki að merkja sýnilegan viðsnúning í útlánaþróun líkt og rakið er hér að ofan.

Nokkurri óvissu um fjármálaleg skilyrði heimila hefur verið eytt með nýföllum dómum Hæstaréttar um lögmæti gengistryggðra lána og meðferð vaxtaliðar slíkra samninga. Að öðru óbreyttu ætti það að skýra skuldastöðu heimila sem aftur leggur ákveðinn grundvöll að aðgengi þeirra að lánamarkaði. Hins vegar virðist botninum á íbúðamarkaði ekki vera náð hvað verðþróun varðar, eins og áður hefur komið fram. Þrátt fyrir það var mikil aukning umsvifa á fasteignamarkaðnum í september og er það e.t.v. til marks um bætt skilyrði hluta heimilisgeirans, en skuldastaða heimila eftir fjármálakreppuna er mjög misjöfn. Reikna má með því að efnahagsreikningar hluta heimila beri merki misgengis almenns verðlags og húsnæðisverðs um nokkurt skeið.

Erfiðara er að meta á þessu stigi hvaða áhrif gengisdómarnir hafa á efnahagsreikninga fyrirtækja þar sem óvissa er um í hvaða mæli dómarnir munu að lokum taka til þeirra. Erlendar lántökur fyrirtækja með tekjur í erlendri mynt eru eðlilegur hluti starfsemi þeirra og búast má við því að þau fyrirtæki njóti lágra vaxta á erlendum fjármagnsmörkuðum að svo miklu leyti sem þau hafa aðgang að slíku lánsfé. Fyrirtæki með tekjur í krónum en erlendar skuldir njóta aukins stöðugleika gengis krónunnar undanfarið þótt aðgengi þeirra að endurfjármögnun erlendra lána sé líklega einnig takmarkað. Lækkun innlendra vaxta ætti að gera veltufjármagn ódýrara og lítil verðbólga kemur fyrirtækjum með verðtryggðar skuldir vel. Þrátt fyrir þetta virðist endurskipulagning skulda fyrirtækja í samvinnu við fjármálafyrirtæki enn eiga nokkuð í land, auk þess sem eftirspurn í þjóðarbúskapnum er enn lítil og óvissa um efnahagshorfur töluverð. Rýrari veð fyrirtækja draga einnig úr aðgengi þeirra að lánsfé auk þess sem ætla má að vilji fjármálastofnana til að lána fyrirtækjum litist af óvissu um efnahagshorfur. Rúm framleiðslugeta í sumum geirum í kjölfar mikillar fjárfestingar í aðdraganda fjármálakreppunnar dregur einnig úr vilja þessara fyrirtækja til að leita eftir fjármögnun til nýrra framkvæmda.

Það er til marks um erfið fjármálaleg skilyrði einkafyrirtækja og litla fjárfestingarþörf þeirra að frá bankahruninu í október 2008 eru opinberir aðilar nær einir um útgáfu markaðsskuldabréfa. Af 202,5 ma.kr. útgáfum á þessu ári námu útgáfur ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs samtals 184 ma.kr. og skuldabréf sveitarfélaga 7 ma.kr. Útgáfa skuldabréfa annarra aðila námu því aðeins um 11,2 ma.kr.

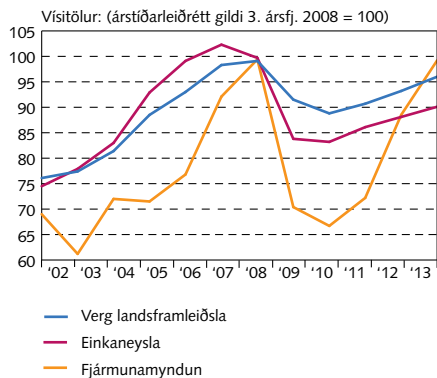
Mynd III-15
Útboð markaðsskuldabréfa
Janúar 2006 - ágúst 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-1

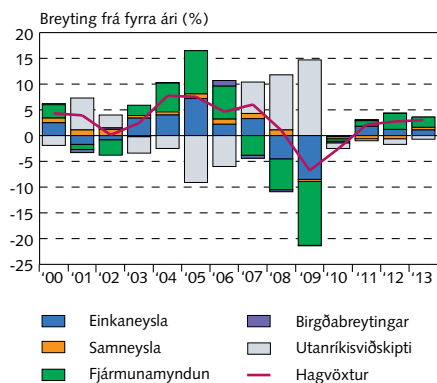
Vísitala landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar
Ársmeðaltöl 2002-2013¹



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

Mynd IV-2

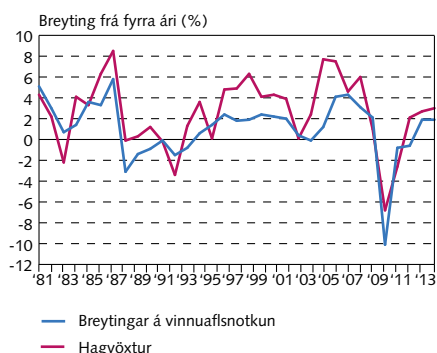
Hagvöxtur og framlag undirliða 2000-2013¹



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

Mynd IV-3

Þróun atvinnu og hagvöxtur 1981-2013¹



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

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Margt bendir til þess að þjóðarbúskapurinn hafi náð botni og stefni nú upp á við eftir mikið samdráttarskeið. Í þeirri spá sem hér er birt felst að viðsnúningurinn hafi átt sér stað um mitt þetta ár. Útlit er fyrir að efnahagsbatinn verði hægur. Spáð er 1,3% hagvexti á ári að meðaltali frá árinu 2009 til ársins 2013 sem er mun minni vöxtur en meðaltal undanfarinna áratuga. Spáð er að raungengi íslensku krónunnar verði mjög hagstætt fyrir íslenska framleiðslu á spátímanum. Þessi spá byggist á reynslu margra ríkja af þróun raungengis eftir gjalddeyriskreppur en einnig er tekið mið af því að sögulegt raungengi íslensku krónunnar var hærra en áætlað jafnvægisraungengi. Þrátt fyrir þetta gerir spáin ráð fyrir að vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar leiði hagvöxtinn en ekki utanríkisviðskiptin. Það voru utanríkisviðskiptin sem komu í veg fyrir samdrátt landsframleiðslu á árinu 2008 og það var aukinn útflutningur ásamt miklum samdrætti innflutnings sem spornaði við áhrifum frá gífurlegum samdrætti fjárfestingar og einkaneyslu á árinu 2009.¹ Þróunin hér á landi að undanförunu hefur verið nokkuð frábrugðin þróun annarra landa sem lýst er í kafla II að því leyti að framlag útflutnings til þess að draga úr samdrættinum var hátt en framlag hans til að auka hagvöxt á ný verður lítið.

Fjárfesting líklega vanmetin í bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands fyrir annan ársfjórðung ...

Í spá Seðlabankans sem gefin var út í ágúst var því spáð að fjárfesting myndi dragast saman um tæplega 13% á öðrum fjórðungi þessa árs miðað við sama fjórðung ársins á undan en samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands sem birtar voru í september var samdráttur fjárfestingar mun meiri eða 26%. Á sama tíma var vöxtur fjárfestingar á fyrsta ársfjórðungi endurskoðaður upp á við úr 1,1% í 2,4%.

Endurskoðanir á tölum um fjármunamyndun hjá Hagstofu Íslands, eins og reyndar endurskoðanir á tölum hagstofa annarra landa, leiða alla jafnan til hækkana frá fyrsta mati að lokamati.²

Frá útgáfu þjóðhagsreikninga fyrir annan ársfjórðung hafa komið fram upplýsingar, bæði leiðandi vísbendingar um fjárfestingu og upplýsingar um fjárfestingu í orkufrekum iðnaði á fyrri hluta ársins, sem gefa til kynna að fjárfesting á öðrum ársfjórðungi sé vanmetin í tölum Hagstofunnar og að þær verði endurskoðaðar upp á við þegar þjóðhagsreikningar verða næst birtir í desember. Talið er líklegt að samdrátturinn á öðrum ársfjórðungi hafi verið 15%, sem er mun nær spá bankans frá því í ágúst.

... og samdráttur landsframleiðslunnar á öðrum ársfjórðungi því líklega minni en áður var talið

Í ágústspánni var því spáð að landsframleiðsla myndi dragast saman um rúmlega 4,3% á öðrum fjórðungi ársins miðað við sama ársfjórð-

1. Ítarlegra talnaefni um þjóðhagsspána er að finna í Viðauka 1 á bls. 61.

2. Í rannsóknarritgerð Seðlabankans nr. 39 frá árinu 2008, „Accuracy in forecasting macroeconomic variables in Iceland“, sýnir Ásgeir Danielsson að fyrstu tölur Hagstofunnar um árlega fjárfestingu á árunum 2000-2006 hafi vanmetið vöxtinn um 3 prósentur. Samsvarandi endurskoðun fyrir vöxt landsframleiðslu nemur að jafnaði tæplega einni prósentu.

ung í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar gáfu hins vegar til kynna að landsframleiðslan hafi dregist nokkru meira saman eða um 8,4%. Á sama tíma endurskoðaði Hagstofan tölur fyrir fyrsta fjórðung ársins og var samdráttur landsframleiðslunnar talinn vera 6,3% í stað 6,9%. Hagstofan birti einnig nýjar tölur fyrir árið 2009, þar sem m.a. var talið að landsframleiðslan hafi dregist saman um 6,8% í stað 6,5% áður.

Samkvæmt ofangreindum vísbendingum um vanmat á fjárfestingu er talið líklegt að samdráttur landsframleiðslunnar á öðrum ársfjórðungi verði endurskoðaður í 6,9%, sem er nær ágústspá bankans.

Verðsveiflur birgðabreytinga valda einnig vandkvæðum við túlkun þjóðhagsreikninga

Þjóðhagsreikningar fyrir íslenska hagkerfið hafa þurft að glíma við vandamál sem tengjast verðmæti birgðabreytinga. Hagstofan fylgist í dag með útflutningsbirgðum sjávarútvegs og stóriðju, innfluttum birgðum rekstrarvara til stóriðju og olíu.³ Miklar breytingar hafa verið í þessum birgðum að undanfögnu. Einnig hafa verið nokkrar verðsveiflur en þær geta orsakað sérkennilega þróun birgða á föstu verðlagi. Þar sem birgðir eru stöðustærð sem getur bæði aukist og minnkað, getur það hæglega gerst að birgðaaukning á breytilegu verðlagi mælist sem minnkun birgða á föstu verði. Þetta er það sem þjóðhagsreikningar fyrir fyrstu tvo fjórðunga þessa árs sýna en birgðabreyting á fyrsta ársfjórðungi mældist 8 ma.kr. á breytilegu verði en -1,2 ma.kr. á föstu verðlagi. Meðalverð birgðabreytingarinnar var því neikvætt. Á öðrum ársfjórðungi drógust birgðir saman um 10,5 ma.kr. á breytilegu verðlagi en jukust um 1,7 ma.kr. á föstu verðlagi, en þótt birgðabreytingin á öðrum ársfjórðungi hafi verið jákvæð, þegar hún er mæld á föstu verðlagi, var framlag hennar til landsframleiðslu á ársfjórðungnum neikvætt þar sem meðalverðlag birgðabreytinga á árinu 2009 var neikvætt. Framlag birgðabreytingar sem nam 1,7 ma.kr. á föstu verðlagi til landsframleiðslu á öðrum ársfjórðungi var því -3 prósentur. Á fyrsta ársfjórðungi var framlag birgðaminnkunar sem nam 1,2 ma.kr. til landsframleiðslunnar jákvætt sem nam 2,1 prósentu.⁴

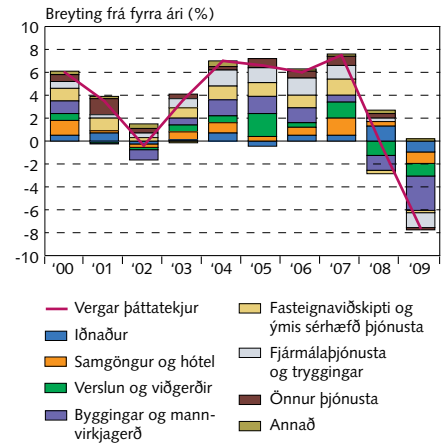
Nýjar tölur um ráðstöfunartekjur ársins 2009

Nýjar tölur Hagstofunnar um ráðstöfunartekjur heimila á árinu 2009 sýna að kaupmáttur ráðstöfunartekna dróst saman um 17,7% frá árinu á undan.⁵ Þetta er heldur minni samdráttur en gert var ráð fyrir í spánni sem birt var í *Peningamálum* í ágúst en þar var gert ráð fyrir 20,3% lækkun. Mikið atvinnuleysi segir til sín í tölum um ráðstöfunartekjur, enda má þar sjá verulegan samdrátt launatekna á sama tíma og tilfærslutekjur jukust um rúm 30%, einkum vegna aukinna atvinnu-

3. Þetta er ólíkt öðrum löndum þar sem birgðabreytingar endurspeglar fyrst og fremst breytingar á birgðastöðu í framleiðslu fyrir innlandan markað.
4. Rétt er að taka fram að Hagstofan fylgir hér þeim reglum sem bestar teljast við útreikning á landsframleiðslu á föstu verðlagi, svokallaðri keðjutengingu. Í gögnum Hagstofunnar um ársfjórðungslega þjóðhagsreikninga sem ná aftur til fyrsta fjórðungs ársins 1997 er það einungis á fyrsta og öðrum ársfjórðungi þessa árs og fyrir árið 2009 í heild sem mismunandi formerki er á birgðabreytingum á föstu og breytilegu verðlagi.
5. Hagstofan notar vísitölu neysluverðs til að staðvirða ráðstöfunartekjur. Sú viðmiðun gefur að kaupmáttur ráðstöfunartekna minnkaði um 15,5% á milli árunna 2008 og 2009. Í útreikningum og spám Seðlabankans er miðað við verðvísitölu einkaneyslu.

Mynd IV-4

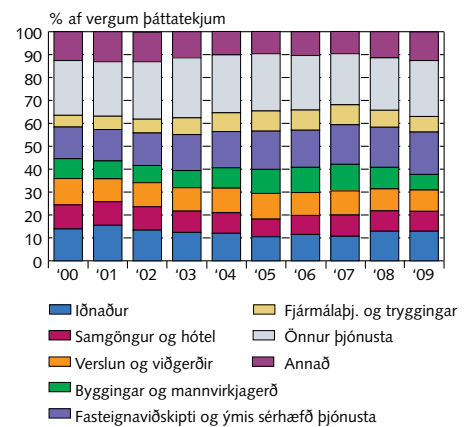
Þróun vergra þáttatekna og framlag einstakra atvinnugreina 2000-2009¹



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

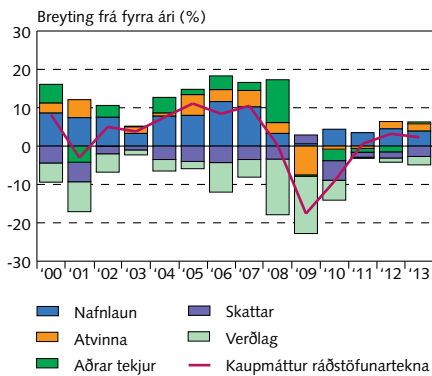
Mynd IV-5

Hlutdeild vergra þáttatekna atvinnugreina 2000-2009¹



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

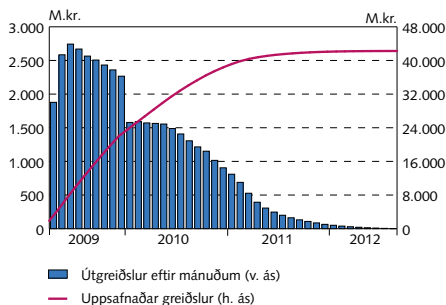
Mynd IV-6
Þróun kaupmáttar ráðstöfunartekna
og framlag undirliða 2000-2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að veita saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirliða gefur því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna afrúnnunar og þar sem fullkomið tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

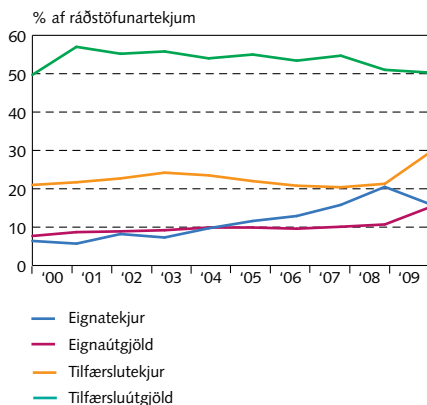
Mynd IV-7
Útgreiðslur úr frjálsum séreignarsparnaði¹
Apríl 2009 - ágúst 2012



1. Myndin sýnir útgreiðslur og uppsafnaðar greiðslur eftir mánuðum miðað við þær umsóknir sem höfðu verið samþykktar fram til loka ágústmánaðar 2010.

Heimildir: Ríkisskattstjóri, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8
Hlutföll tilfærslutekna og -gjalda og eignatekna og -gjalda af ráðstöfunartekjum
2000-2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

leysisbóta og sérstakra útgreiðslna séreignarsparnaðar. Útgreiðslur á séreignarsparnaði á árinu 2009 námu 21,7 ma.kr. eða sem samsvavar 2,8% af ráðstöfunartekjum ársins og 1,4% af landsframlæiðslu. Líklegt er að tilfærslutekjur heimila lækki á næstunni vegna minni útgreiðslna á séreignarsparnaði og minnkandi atvinnuleysis. Í nýframlögðu fjárlagafrumvarpi er gert ráð fyrir enn frekari heimild til útgreiðslu séreignarsparnaðar. Áætlað er að þessi viðbótarheimild leiði til 10-11 ma.kr. útgreiðslna á árinu 2011. Eftir skatta nemur þessi fjárhæð tæplega prósentu af einkaneyslu næsta árs. Mynd IV-7 sýnir útgreiðslur á séreignarsparnaði sem samþykktar hafa verið á grundvelli fyrri heimilda. Þær námu, eftir skatta, um 1½% af áætluðum ráðstöfunartekjum ársins í ár og tæplega ½% af ráðstöfunartekjum næsta árs. Iðgjöld vegna séreignarsparnaðar hafa einnig minnkað verulega, eða úr 33,3 ma.kr. árið 2008 í 26,2 ma.kr. árið 2009, sem er minnkun um 7,1 ma.kr. Áætluð eign í séreignarsparnaði við lok ársins 2009 nam 288,4 ma.kr.

Eignatekjur heimilanna, þ.e. vaxtatekjur og arður, minnkuðu um 26% á milli árána 2008 og 2009 en eignauútgjöld eða vaxtagjöld jukust um 34%. Bilið á milli þessara tveggja stærða minnkaði því mjög mikið á árinu 2009. Eignatekjur voru samt sem áður nokkru hærri en eignauútgjöld á árinu 2009 eins og verið hefur allt frá árinu 2005 en þar áður voru eignauútgjöldin ávallt hærri og oft miklu hærri eins og sést á mynd IV-8. Tilfærsluútgjöld, þ.e. skattar, tryggingargjald, iðgjöld í lífeyrissjóði og nokkur önnur gjöld af svipuðum toga hækkuðu mjög hratt sem hlutfall af ráðstöfunartekjum á síðustu árum síðustu aldar en hafa lækkað undanfarið tíu ár.

Búist er við hægum bata í einkaneyslu

Viðbrögð heimilanna við samdrætti ráðstöfunartekna, rýrnun eigna og hækun skulda, auknu atvinnuleysi og aukinni efnahagslegri óvissu voru að draga mjög mikið úr neyslu og auka sparnað. Nú er talið að einkaneysla á mann hafi verið um 24,5% minni á árinu 2009 en á árinu 2007. Á sama tíma lækkaði kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann um 19,5%. Minni samdráttur ráðstöfunartekna en einkaneyslu þýðir að sparnaður heimilanna hefur aukist. Sennilega er nokkur hluti þessa sparnaðar þvingaður vegna mikillar greiðslubyrði af lánnum og takmarkaðra möguleika á nýjum lánnum.

Þegar leið á árið 2009 fór að draga úr árssamdrætti einkaneyslu og á síðasta ársfjórðungnum minnkaði einkaneyslan um 0,6% miðað við sama tíma árið áður. Samkvæmt tölum Hagstofunnar var enn samdráttur á fyrsta og öðrum fjórðungi þessa árs. Árstíðarleidd einkaneysla óx hins vegar lítillega milli ársfjórðunga á seinni hluta síðasta árs en hefur minnkað á þessu ári. Milli fyrsta og annars fjórðungs þessa árs mældist 2,4% samdráttur. Nokkrar af helstu hátiðnisbendingum um þróun einkaneyslu eins og kortavelta og mælingar á fyrirhuguðum stórkaupum neytenda benda til þess að viðsnúningur verði á síðari hluta ársins og einkaneysla muni taka við sér þótt batinn verði hægur. Á mynd IV-10 má sjá hvernig kortavelta í heild hefur aukist lítillega á þriðja fjórðungi ársins, en aukningin nemur um 1,4% milli ára. Einnig hefur vísitala fyrirhugaðra stórkaupa hækkað en í september mældist

hún 27% hærrí en á sama tíma á síðasta ári.⁶ Á móti þessu vegur mikil lækkun væntingavísitölu Capacent Gallup í október þegar vísitalan náði sínu lægsta gildi frá því í ágúst 2009 eftir töluverða hækkun á undanförunum mánuðum. Sennilegt er að þessi lækkun vísitölnnar nú endurspegli að einhverju leyti þá atburði sem urðu í kringum setningu Alþingis og frumvarp fjármálaráðherra til fjárlaga.

Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að einkaneysla aukist hægt á næstu árum og hlutfall hennar verði um 50-52% af landsframleiðslu á spátímanum sem er nokkru lægra en sögulegt meðaltal (sjá mynd IV-12). Gert er ráð fyrir að hlutfall neyslu í heild, þ.e. einkaneyslu og samneyslu, verði um 74-77%, sem er einnig heldur lægra en sögulegt meðaltal. Þessi spá byggist á því að þegar til lengdar lætur verði að vera jafnvægi í viðskiptum við útlönd og því verði landsframleiðslan að vera svipuð og samtala fjárfestingar og neyslu, þ.e. einkaneyslu og samneyslu. Hlutfall fjárfestingar hefur sveiflast mikið og ræðst mikið af því hvers konar atvinnugreinar munu vaxa í framtíðinni. Ef þær verða álíka fjármagnsfrekar og þær sem fyrir eru má ætla að langtímahlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu sé yfir 20%. Þetta gerir það að verkum að langtímahlutfall einkaneyslu og samneyslu af landsframleiðslu verður að vera innan við 80%. Hægt er að breyta hlutföllunum á milli einkaneyslu og samneyslu, þ.e. á milli þess hluta neyslu sem greiddur er beint af heimilunum og þess hluta sem greiddur er með sköttum, en hlutfall neyslu alls verður ekki 80% af landsframleiðslu eða hærra nema í skamman tíma ef ekki á að koma til ójafnvægis í formi viðskiptahalla og erlendar skuldasöfnunar.

Óvissa um umfang og áhrif skuldbreytingar

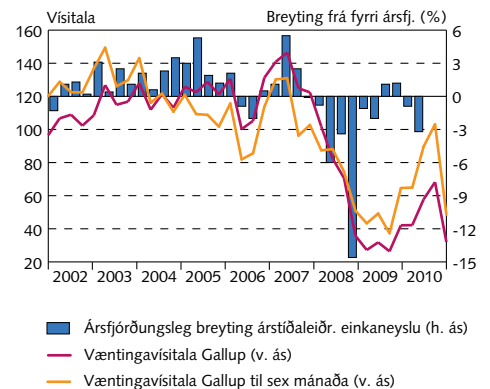
Eitt mikilvægasta verkefni stjórnvalda við endurreisn þjóðarbúskaparins er endurskipulagning skulda heimila og fyrirtækja, en án slíkrar endurskipulagningar er hætt á að efnahagsbatinn verði bæði seinna á ferðinni og hægari. Allt frá haustinu 2008 hafa stjórnvöld því gripið til margvíslegra aðgerða þar sem skuldurum er boðið að fresta hluta af gjaldföllum greiðslum af lánum og létta þannig greiðslubyrðina tímabundið. Nokkuð hefur verið um að fólk hafi nýtt sér þessi úrræði. Það sama á við um mismunandi form skuldaaflögunar sem boðið hefur verið upp á.

Hinn 16. september sl. féll dómur í Hæstarétti um hvernig skuli breyta ákvæðum gengistengds láns sem dæmt var ólöglegt sl. sumar. Niðurstaða dómsins var að lánið skyldi bera lægstu bankavexti samkvæmt tölum Seðlabanka Íslands. Ekki er enn ljóst hversu víðtæk áhrif dómsins verða. Það er t.d. ekki ljóst hversu margar tegundir gengistengdra lána eru ólöglegar en dómur Hæstaréttar frá því í sumar kveður svo á að ólöglegt er að lána í íslenskum krónum og tengja endurgreiðslur á láninu við gengi erlendra gjaldmiðla. Það er hins vegar löglegt að lána fjárhæð sem tilgreind er í erlendum gjaldmiðli þar sem endurgreiðslur eru einnig tilgreindar í erlendum gjaldmiðli. Lögfræðileg óvissa er hins vegar um slík lán ef fjárhæðin er greidd út í krónum sem og endurgreiðslunnar. Lánasamningar sem innihalda

Mynd IV-9

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

1. ársfj. 2002 - 4. ársfj. 2010¹

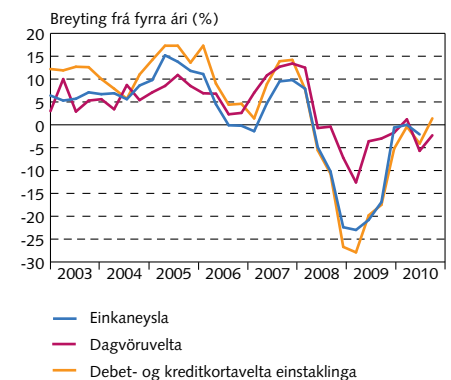


1. Miðað er við þriggja mánaða meðaltal væntingavísitölu Gallup. Gildi fyrir 4. ársfj. 2010 er fyrir október. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 2. ársfjórðungs 2010.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd IV-10

Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu¹

1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2010

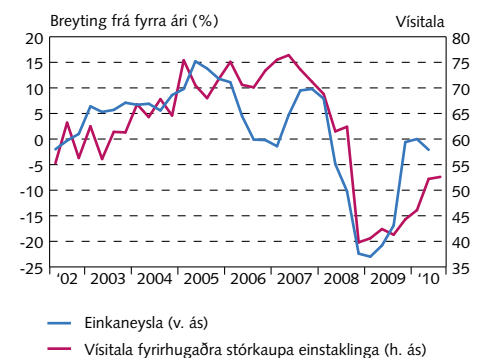


1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 2. ársfjórðungs 2010.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarnefnd verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11

Þróun einkaneyslu og vísitala fyrirhugaðra stórkaupa einstaklinga

2. ársfj. 2002 - 3. ársfj. 2010¹

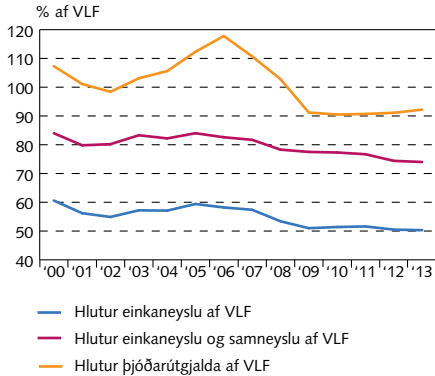


1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 2. ársfjórðungs 2010.
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

6. Vísitala fyrirhugaðra stórkaupa er birt ársfjórðungslega samhliða mælingu Capacent Gallup á væntingum neytenda en þar eru kannaðar áætlanir til næstu sex mánaða um húsnæðis- og bifreiðakaup ásamt utanlandsferðum.

Mynd IV-12

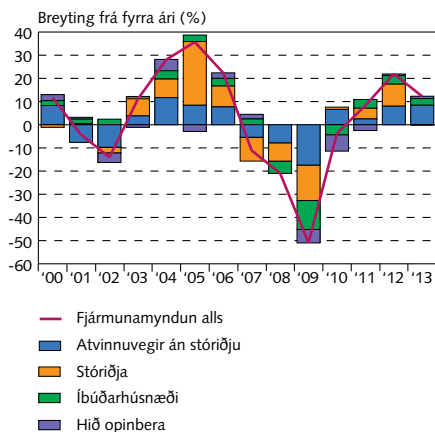
Hlutdeild neyslu af vergri landsframleiðslu
2000-2013¹



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

Mynd IV-13

Þróun fjármunamyndunar og framlag
helstu undirliða hennar 2000-2013¹

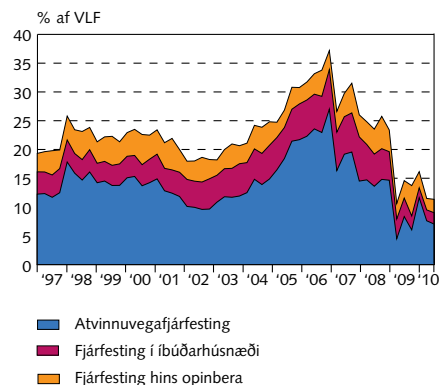


1. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14

Hlutfall fjármunamyndunar og helstu
undirliða af vergri landsframleiðslu

1. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2010



Heimild: Hagstofa Íslands.

tengingar við erlendan gjaldmiðil eru af margvíslegum toga og því ríkir veruleg óvissa um umfang ólöglegra lána.

Stjórnvöld hafa lýst þeim vilja að farið verði með öll gengistengd lán til heimila eins og lánið sem Hæstiréttur dæmdi um 16. september og hefur frumvarp þessa efnis verið boðað. Fleiri hugmyndir eru nú uppi um breytingu skulda. Það skiptir nokkru hver niðurstaðan verður en einnig skiptir máli að niðurstaða fáið sem fyrst þannig að sú óvissa sem nú er uppi varðandi skuldamáli heimila og fyrirtækja minnki. Hvort tveggja mun hafa áhrif á eftirspurn í landinu til skamms tíma og hugsanlega einnig til langs tíma.

Minni magnsamdráttur samneyslu en sama krónutala

Samneysla dróst saman um 1,7% í fyrra og gerir grunnspáin ráð fyrir áframhaldandi samdrætti í ár og á næstu tveimur árum. Í ár er spáð að samdrátturinn verði 1,7% en 2,4% á hvoru árinu 2011 og 2012. Í þessu felst að samneyslan á árinu 2012 verði 8% minni en árið 2008 þegar hún var mest. Þetta er nokkru minni samdráttur en gert var ráð fyrir í síðustu spá en þá var gert ráð fyrir að magn samneyslunnar árið 2012 yrði tæplega 12% lægra en það var árið 2008. Meginástæðan fyrir þessari breytingu er að nú er gert ráð fyrir að verð á aðföngum til samneyslu (mest vinnuafli) hækki minna en áður var gert ráð fyrir. Hins vegar er gert ráð fyrir að útgjaldaáform hins opinbera í krónum talið verði svipuð og í síðustu spá.⁷

Spáð er vexti atvinnuvegafjárfestingar þótt stórf framkvæmdum seinki enn

Fjármunamyndun dróst saman um 51% á árinu 2009 og var hlutfall hennar af landsframleiðslu 13,9%. Þetta er lægsta hlutfall fjármunamyndunar frá árinu 1945 og tæplega 60% af því sem virðist samrým-ast eðlilegri þróun á framleiðslugetu hagkerfisins til lengri tíma. Gert er ráð fyrir að hlutfallið lækki enn á þessu ári og verði rúmlega 13% en hækki svo smám saman eftir það.

Í spá bankans er nú gert ráð fyrir stækkun á verksmiðju ÍSAL í Straumsvík eins og áður. Einnig er gert ráð fyrir að ÍSAL breyti framleiðslu sinni á áli úr afurð sem nefnist barrar í svokallaða bolta á næstu árum en þessi breyting jafngildir um 5-6% aukningu framleiðslu þar sem boltar eru verðmætari afurð en barrar. Gert er ráð fyrir að framkvæmdum við álver í Helguvík og tilheyrandi orkuframkvæmdum seinki um ár miðað við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá (sjá nánar í rammagrein IV-1). Þrátt fyrir þetta er gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting aukist um tæp 14% á þessu ári og um tæp 11% á næsta ári. Gert er ráð fyrir að framkvæmdir vegna álvers í Helguvík fari í fullan gang á árinu 2012 og haldi áfram árið 2013 en meginþungi fjárfestinganna verði á þessum tveimur árum. Samkvæmt þessum forsendum hefst útflutningur áls frá álveri í Helguvík á síðari hluta ársins 2014.

7. Í þessu sambandi er rétt að hafa í huga að magn samneyslu er mælt með því að mæla magn aðfanga sem notað er við framleiðsluna en enginn haldþæf mælikvarði er til á umfang þeirrar þjónustu sem veitt er. Þetta veldur því að hagræðing og tækniframfarir í framleiðslu opinberra þjónustu sem leiða til þess að hægt er að veita meiri þjónustu en áður með sama tilkostnaði mælast ekki sem meiri framleiðni og meiri framleiðsla. Á umliðnum árum hafa verið gerðar tilraunir til að mæla framleiðslu opinberra þjónustu í stað aðfanganna sem notuð eru eins og nú er gert en nokkuð virðist í land að samkomulag náist um nýjar og betri aðferðir við að mæla samneysluna.

Undanfarið hefur ríkt mikil óvissa í tengslum við áætlanir um framkvæmdir við nýtt álver í Helguvík og nauðsynlegar orkuvirkjanir í tengslum við það. Margt fer hér saman: óvissa um fjármögnun þessara verkefna, tæknileg óvissa um nýtanlegt gufuafli, óvissa um eignaraðild og óvissa um opinberar leyfisveitingar. Öll þessi atriði hafa haft í för með sér að framkvæmdum hefur ítrekað verið seinkað. Sú ákvörðun hefur verið tekin við spágerðina nú að gera ráð fyrir enn frekari seinkun framkvæmda við fyrsta áfangu álversins í Helguvík og orkuöflun og línulagnir því tengdu. Áætlað er að framkvæmdir frestist um ár en haldi áfram í samræmi við áætlanir byggingaraðila á árinu 2012. Eins og sjá má á mynd 1 hefur fjárfestingunni ítrekað verið seinkað en einnig hefur umfang hennar minnkað á spátímnum.

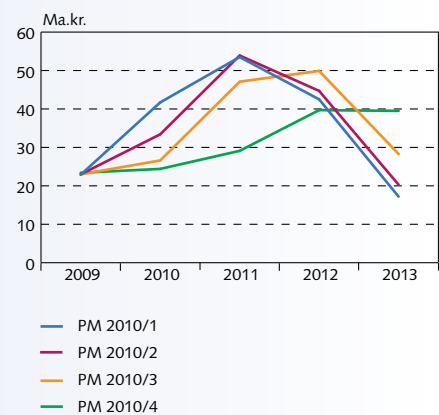
Af þessu leiðir að stóriðjufjárfesting mun einungis aukast um ríflega 4% á þessu ári í stað tæplega 14% aukningar miðað við forsendur ágústspáráttarinnar. Á næsta ári verður munurinn enn meiri en þá eykst stóriðjufjárfesting um 19% í stað 77% aukningar áður. Í heild sinni breytist fjárfestingarmyndin þannig að framkvæmdir jafnast meira á næstu þrjú ár. Fjárfesting mun áfram ná hámarki árið 2012 en við lægra stig en í ágústspánni. Fjárfesting árið 2013 verður meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Séu forsendur ágústspáráttarinnar um stóriðjufjárfestingu settar í núverandi grunnsþá, gefur það um 0,2 prósentum meiri hagvöxt á þessu ári en í núverandi grunnsþá og um prósentu meiri hagvöxt á næsta ári. Hagvöxtur verður hins vegar meiri á árunum 2012-13. Atvinnuleysi yrði jafnframt um 0,7 prósentum minna en í grunnsþánni á næsta ári og árið 2012 en svipað árið 2013. Seinkun þessarar fjárfestingar frá því sem áætlað var í ágústspánni hefur því ekki langtímaáhrif á hagvöxt og atvinnuleysi heldur seinkar efnahagsbatanum.

Í grunnsþánni sem hér er birt er áfram gert ráð fyrir að af þessum framkvæmdum verði, en að þeim seinki um ár og að einungis verði lokið við fyrsta áfanga af fjórum. Um þessa forsendu ríkir hins vegar veruleg óvissa. Eins og rakið er í frávíksdæmi í kafla I hefði það nokkur áhrif á efnahagsþróun næstu þriggja ára ef ekki verður af þessum framkvæmdum. Þessar fjárfestingar hafa einnig hlutfallslega meiri áhrif á heildarfjármunamyndun og efnahagsframvinduna nú þegar innlent fjárfestingarstig er mjög lágt en þegar umsvif eru meiri í efnahagslífinu.

Rammagrein IV-1

Forsendur fyrir stóriðju- fjárfestingu í grunnsþám Seðlabankans

Mynd 1
Stóriðjufjárfesting 2009-2013
Á föstu verðlagi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Fjárfesting í íbúðarhúsnæði í sögulegu lágmarki

Gert er ráð fyrir að fjárfesting í íbúðarhúsnæði nemi 2,1% af landsframleiðslu á þessu ári. Í spánni felst að magn íbúðarfjárfestingar í ár minnki um 73% frá því sem það var á árinu 2007. Í spánni er gert ráð fyrir að skattalegar aðgerðir ríkisstjórnarinnar til að auka viðhald á íbúðarhúsnæði valdi nokkurri aukningu miðað við það sem venjulegt er.

Íbúðarfjárfesting nam 6,9% af landsframleiðslu árið 2007 og hefur hlutfallið ekki verið hærra frá árinu 1980. Spáð hlutfall íbúðarfjárfestingar af landsframleiðslu á þessu ári er lægra en það sem áður hefur mælst en hlutfallið hefur oftast verið á bilinu 4-5%.

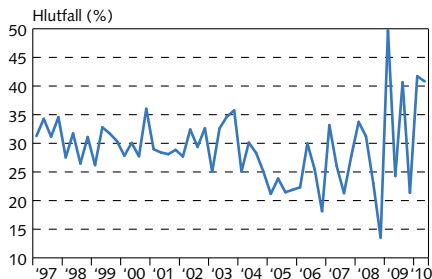
Fjárfesting hins opinbera minnkar mikið

Fjárfesting hins opinbera dróst saman um 32% á árinu 2009. Gert er ráð fyrir að hún dragist saman um 28% á þessu ári og um 14% á næsta ári en aukist á árunum 2012 og 2013. Gangi þessi spá eftir

Mynd IV-15

Hlutfall innflutnings fjárfestingarvara af atvinnuvegafjárfestingu¹

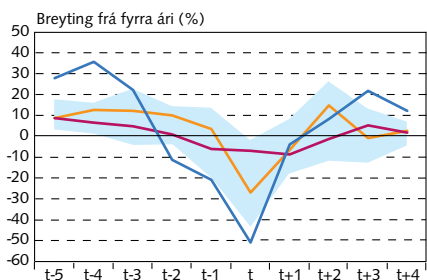
1. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2010



1. Hlutfall innfluttra fjárfestingavara (án hluta til þeirra) á CIF-verði samkvæmt BEC-flokkun Hagstofu Íslands á móti atvinnuvegafjárfestingu á verðlagi hvers árs.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Fjárfesting - samanburður við fyrri kreppur¹



— Ísland²
— „Stóru fimm“ kreppurnar³
— Asiúkreppan⁴

1. Árleg magnbreyting fjárfestingar einstakra landa (utan Íslands) rúmast innan skyggða svæðisins. 2. Ísland (2009). 3. Spánn (1978), Noregur (1988), Finnland (1992), Svíþjóð (1992) og Japan (1993). 4. Hong Kong (1998), Indónesía (1998), S-Kórea (1998), Malasía (1998), Filippseyjar (1998), Tæland (1998).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Reuters EcoWin, Seðlabanki Íslands.

verður hlutfall fjárfestingar hins opinbera af landsframleiðslu lægst á árunum 2011 og 2012 eða um 2,1%. Til samanburðar var hlutfall fjárfestingar hins opinbera af landsframleiðslu um 4% á tímabilinu 1990-2008.

Hægfara viðsnúningur fjárfestingar

Þrátt fyrir aukningu atvinnuvegafjárfestingar í ár er gert ráð fyrir tæplega 4% samdrætti fjárfestingar í heild en rúmlega 8% aukningu á næsta ári. Eins og ávallt er nokkur óvissa um spána. Samkvæmt tölum Hagstofunnar fyrir fyrri hluta ársins dróst fjárfestingin saman um 14,5% miðað við sama tíma árið 2009. Fjárfesting á síðari hluta ársins þarf því að aukast um 6% miðað við árið í fyrra til að spá um 4% samdrátt gangi eftir. Eins og áður hefur komið fram er talið að fjárfesting á öðrum ársfjórðungi verði endurskoðuð upp á við. Ef miðað er við áætlun Seðlabankans um fjárfestingu á öðrum fjórðungi ársins nægir að fjármunamyndun á síðari hluta ársins verði sú sama og í fyrra.

Það styrkir þá skoðun að fjárfesting sé aftur farin að aukast að töliverð aukning hefur verið í innflutningi fjárfestingarvara. Mynd IV-15 sýnir að hlutfall innflutnings fjárfestingarvara af atvinnuvegafjárfestingu í heild hefur verið tiltölulega hátt að undanfögnu. Önnur vísbending um að atvinnuvegafjárfesting sé að vaxa er að í könnun Capacent Gallup um stöðu og framtíðarhorfur 400 stærstu fyrirtækjanna frá því í september kemur fram að heildarútgjöld til fjárfestingar muni aukast um 1,6% á þessu ári. Án ál- og orkufyrirtækja er áætluð aukning fjárfestingar 3,5% á þessu ári.⁸

Lágt fjárfestingarstig í samræmi við reynslu annarra þjóða með hátt fjárfestingarhlutfall í aðdraganda fjármálakreppu

Í októberskýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá árinu 2009 um horfur í heimsbúskapnum er fjallað um sambandið milli fjárfestingarhlutfallsins fyrir kreppu og umfangs samdráttarskeiðsins í kjölfar kreppunnar. Þar kemur fram að hátt fjárfestingarhlutfall þremur árum fyrir kreppu hefur tilhneigingu til að fara saman við mikinn og viðvarandi framleiðslusamdrátt eftir að kreppan skellur á. Í þessu sambandi er rétt að benda á að fjárfestingarhlutfallið var mjög hátt hér á landi á alla mælikvarða á árunum 2005-2007 eða um 30% af landsframleiðslu. Í skýrslunni eru nefndar tvær sennilegar skýringar á sambandi hárs fjárfestingarhlutfalls og framleiðslusamdráttarins og lítillar fjárfestingar í kjölfar fjármálakreppa. Í fyrsta lagi kann það að kalla á framleiðslusamdrátt þegar vinda þarf ofan af umframfjárfestingu fyrir kreppuna. Af þessu leiðir mun lægra fjárfestingarhlutfall meðan á slíkri aðlögun stendur. Í öðru lagi er bent á að hátt fjárfestingarhlutfall fyrir kreppu kann að hafa verið fjármagnað með lántökum sem síðan verður að standa skil á og tefur því fyrir að fjárfesting fari aftur af stað. Þessar skýringar eiga vel við hér á landi. Á mynd IV-16 má sjá magnbreytingar í fjárfestingu fyrir og eftir fjármálakreppuna á Íslandi borið saman við önnur lönd sem hafa þurft að glíma við fjármálakreppur. Hér á landi var vöxtur fjárfestingar fyrir kreppuna og samdráttur fjárfestingar í kjölfar kreppunnar mun meiri en í samanburðarlöndunum.

8. Staða og framtíðarhorfur stærstu fyrirtækja á Íslandi, september 2010, Capacent Gallup.

Visbendingar um að efnahagsbatinn hafi hafist á þriðja ársfjórðungi

Samkvæmt tölum Hagstofunnar dróst árstíðarleiðrétt landsframleiðsla saman um 0,3% milli ársfjórðunga á fjórða fjórðungi síðasta árs og um 1,2% til viðbótar á fyrsta fjórðungi þessa árs. Mat Seðlabankans fyrir annan ársfjórðung er að landsframleiðslan hafi dregist saman um 1,3% til viðbótar.

Samkvæmt spá bankans tók árstíðarleiðrétt landsframleiðsla að vaxa á ný á þriðja ársfjórðungi eða um 3,1% milli ársfjórðunga og áætlað er að hún vaxi um 1,2% á síðasta fjórðungi ársins. Samkvæmt spánni lauk því tveggja og hálfis árs samdráttarskeiði um mitt þetta ár. Nánar er fjallað um dýpt og lengd kreppunnar hér í alþjóðlegu samhengi í rammagrein IV-2.

Horfur á hóflegum hagvexti á næstu árum ...

Í spá bankans er gert ráð fyrir að þjóðarútgjöld minnki um 1½% á þessu ári. Til þess að það gangi eftir þurfa þjóðarútgjöld að aukast um tæp 2% á síðari hluta ársins miðað við sama tíma í fyrra en áætlanir Seðlabankans benda til þess að þjóðarútgjöld hafi dregist saman um tæp 5% á fyrri hluta ársins. Gert er ráð fyrir tæplega 3% vexti þjóðarútgjalda á næsta ári og um 4% vexti á ári árin 2012 og 2013.

Svipaða sögu er að segja um landsframleiðsluna en nú er gert ráð fyrir 2½% samdrætti í ár í stað tæplega 2% samdráttar í síðustu spá. Til þess að sú spá gangi eftir þarf hagvöxtur á síðari hluta ársins að vera rúmlega 2% en á fyrri hluta ársins gerir áætlun Seðlabankans ráð fyrir tæplega 7% samdrætti. Spáð er að hagvöxtur næsta árs verði um 2% í stað 2½% í ágústspánni. Fyrir árin 2012 og 2013 er gert ráð fyrir u.þ.b. 3% hagvexti á ári, sem er heldur meira en spáð var í ágúst.

Efnahagsbati er víðast hvar hafinn og jafnvel kominn vel áleiðis. Í Bandaríkjunum hófst hann á þriðja fjórðungi síðasta árs og er landsframleiðsla nú ríflega 1% lægri en hún var við upphaf fjármálakreppunnar á síðari hluta ársins 2008 (sjá mynd 1). Á evrusvæðinu tók landsframleiðsla að vaxa á þriðja fjórðungi síðasta árs og hefur hagvöxtur verið kröftugur það sem af er þessu ári. Þó eru horfur á að hagvöxtur á síðari hluta ársins verði lítið eitt lakari en á þeim fyrri. Landsframleiðsla í Bretlandi tók að vaxa á ný undir lok síðasta árs en hagvöxtur þar mælist þó enn veikur. Á Norðurlöndunum hefur viðsnúningurinn verið einna mestur í Svíþjóð, en þar nam hagvöxtur 4,7% á öðrum ársfjórðungi borið saman við fjórðunginn á undan. Svipaða sögu er að segja af Danmörku þar sem hagvöxtur er ört að taka við sér. Í Noregi og í Finnlandi hófst efnahagsbatinn á þriðja fjórðungi síðasta árs.

Á meðal þeirra ríkja sem urðu einna verst úti í kreppunni eru Eystrasaltsríkin þrjú. Landsframleiðslan tók hins vegar að vaxa á fyrsta og öðrum fjórðungi þessa árs í Eistlandi og Litháen þrátt fyrir að eilítil afturkippur hafi fylgt í kjölfarið. Mestur samdráttur hefur orðið í Lettlandi en þar er gert ráð fyrir viðsnúningi á þriðja fjórðungi, eins og hér á landi. Samdrátturinn var einnig töluverður í mörgum öðrum ríkjum í Austur-Evrópu og á Írlandi (sjá mynd 2). Í flestum þessara ríkja hófst batinn þó á fyrsta eða öðrum fjórðungi þessa árs.

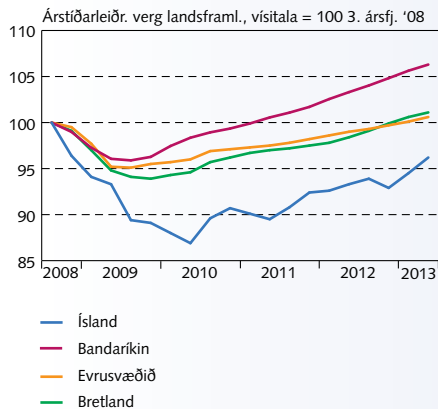
Efnahagsbati seinna á ferð hér á landi

Banka- og gjaldeyriskreppan á Íslandi á sér fá fordæmi. Þótt stærsti hlutinn af gjaldproti gömlu bankanna lendi á erlendum lánardrottn-

Rammagrein IV-2

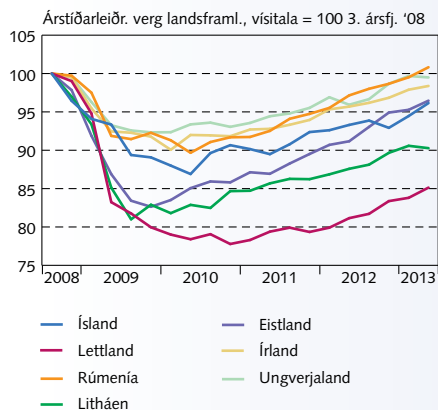
Efnahagssamdrátturinn á Íslandi og tímasetning efnahagsbatans í alþjóðlegu samhengi

Mynd 1
Efnahagsbati í alþjóðlegum samanburði
3. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2013



Heimildir: Global Insight, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Efnahagsbati í stóráfallalöndum
3. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2013



Heimildir: Global Insight, Seðlabanki Íslands.

um þeirra hafði gjaldþrotið einnig mikil áhrif á efnahag heimila og fyrirtækja hér á landi og hefur valdið því að aðlögun efnahagslífsins hefur verið umfangsmeiri og tafsamari en að jafnaði í öðrum ríkjum. Til viðbótar bætist óhjákvæmileg aðlögun eftirspurnar eftir mikla ofpenslu í aðdraganda fjármálakreppunnar.

Samkvæmt grunnspá *Peningamála* er útlit fyrir að landsframleiðslan á Íslandi hafi náð botni á öðrum fjórðungi þessa árs og sé nú um 9% minni en hún var rétt fyrir upphaf fjármálakreppunnar. Samdráttarskeiðið hefur því varað í rúmlega tvö ár. Samkvæmt spánni er útlit fyrir að þjóðarþúskaðurinn verði búinn að ná fyrri stærð í lok ársins 2014. Ljóst er þó að framleiðslugeta þjóðarþúskaðsins bíður varanlegan hnekki. Áætla má að fjármálakreppan hafi valdið því að u.þ.b. 5% framleiðslugetunnar hafi tapast.¹ Þegar á heildina er litið er samdrátturinn hér á landi því nokkru meiri en í helstu iðnríkjum. Hann er þó ekki meiri en í þeim ríkjum þar sem skellurinn hefur orðið hvað mestur. Efnahagsbatinn er hins vegar nokkru seinna á ferð hér á landi en í öðrum löndum.

Samdráttur að jafnaði meiri í kjölfar tvíburakreppu

Reynslan frá fyrri fjármálakreppum sýnir að þegar saman fer bæði banka- og gjaldeyriskreppa (þ.e. svo kölluð tvíburakreppa), líkt og íslenskur þjóðarþúskaður gengur í gegnum, verður efnahagssamdrátturinn óhjákvæmilega meiri en ella. Fjármálakreppum fylgir jafnan veruleg tilfærsla framleiðsluþátta sem getur verið sársaukafull og tímafrek. Þessi aðlögun verður sérstaklega erfið í tvíburakreppum. Þar fer saman bankakreppa, sem jafnan fylgir mikið áfall fyrir innlenda efnahagsreikninga og mikil áraun fyrir innlent greiðslukerfi, og gjaldeyriskreppa, þar sem saman fer snarpur viðsnúningur fjármagnsinnflæðis og sársaukafull tilfærsla framleiðsluþátta til útflutnings- og samkeppnisgeira.² Þar sem bankakreppa kann að magna upp skammtíma erfiðleika af völdum gengisfalls og seinka tilfærslu framleiðsluþátta til hagkvæmari atvinnugreina getur aðlögun atvinnulífsins að nýju raungengi dregist frekar á langinn en ella.

Fjöldi erlendra rannsókna hefur leitast við að mæla framleiðslutap í kjölfar gjaldeyris- og bankakreppa og þann samdrátt sem verður þegar slíkar kreppur fara saman. Hutchison og Noy (2005) komast t.d. að þeirri niðurstöðu að yfir það tveggja til fjögurra ára tímabil sem kreppur vara að jafnaði er samdráttur í landsframleiðslu af völdum gjaldeyriskreppu á bilinu 5-8% og um 8-10% þegar um bankakreppu er að ræða. Þegar slíkar kreppur fara saman er samdrátturinn hins vegar töluvert meiri eða um 13-18% af landsframleiðslu. Niðurstöður Bordo o.fl. (2001) benda jafnframt til þess að samdráttur í landsframleiðslu í kjölfar tvíburakreppu sé meiri en samantlagt tap framleiðslu af völdum bankakreppu og gjaldeyriskreppu þegar þær eru stakar.

Efnahagsaðlögunin í sögulegu samhengi

Efnahagsbati í kjölfar fjármálakreppu er að jafnaði tiltölulega snöggur og fylgir þróun helstu efnahagsstærða jafnan bröttum V-laga ferli í kjölfar kreppunnar, þ.e. tiltölulega hraður bati fylgir gjarnan skörpum samdrætti. Sé litið til þeirra stóru fjármálakreppa sem orðið hafa frá lokum seinni heimsstyrjaldar sést að samdráttur landsframleiðslu frá

1. Við mat á tapi í framleiðslugetu er miðað við um 3% leitnivóxt framleiðslugetunnar frá árinu 2005 sem borin er saman við spáða framleiðslugetu sjö árum eftir upphaf kreppunnar. Þessi aðferðafræði er í samræmi við hefðbundna aðferð við mat á tapi í framleiðslugetu. Tap á framleiðslugetu hérlendis er umtalsvert meira en í öðrum löndum. Samkvæmt OECD er tap á framleiðslugetu í OECD-ríkjunum í heild um 3-3½% (sjá OECD, *Economic Outlook*, nóvember 2009).

2. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2008/3, bls. 24-26.

hátoppi til botns varir að meðaltali í um 1,7 ár.³ Samdrátturinn er hins vegar langvinnari ef litið er til kreppunnar miklu á þriðja áratug síðustu aldar, eða að jafnaði í um 4 ár (sjá Reinhart og Rogoff, 2009). Einnig má búast við því að samdráttarskeiðið sé því lengra sem efnahagssamdrátturinn er viðfeðmari, eins og í núverandi kreppu.

Þessi mælikvarði gefur þó ekki fullkomna mynd af því hversu djúp efnahagslægingin er og hversu hraður batinn verður. Þar sem samdráttur er oft mikill og snarpur gefur það skýrari mynd að líta á hversu fljótt þjóðarbúskapurinn nær aftur fyrri stærð. Í fjórtán stórum fjármálakreppum eftir síðari heimsstyrjöld hefur það tekið landsframleiðsluna um 4½ ár að meðaltali að ná fyrri stigi (sjá Reinhart og Rogoff, 2009). Niðurstöður Reinharts og Reinharts (2010) gefa til kynna að aðlögunin geti jafnvel tekið enn lengri tíma. Á áratugnum eftir að fjármálakreppan skellur á er hagvöxtur minni og atvinnuleysi meira en á áratugnum sem þar kemur á undan. Reynsla landa er hins vegar mjög misjöfn. Þannig tók það Japan og Suður-Kóreu einungis um tvö ár að ná fyrri stærð en bæði Kólumbía og Argentína þurftu að bíða þess í átta ár (Reinhart og Rogoff, 2009). Niðurstöður Kannan (2010) sýna einnig að aðstæður á lánsfjármörkuðum og aðgengi að lánsfé hafa umtalsverð áhrif á lengd efnahagssamdráttarins. Í kjölfar fjármálakreppu er aðgengi að lánsfjármagni gjarnan mjög takmarkað sem veldur því að vöxtur í atvinnugreinum sem þurfa að reiða sig á lánsfjármagn er hægur og efnahagsbatinn því hægari en við önnur efnahagsáföll.

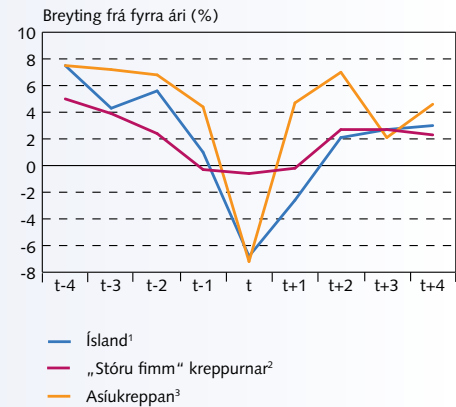
Ofangreind umfjöllun bendir til þess að samdráttarskeiðið á Íslandi sé tiltölulega hefðbundið, sé litið til annarra tvíburakreppa. Það varir í rúmlega tvö ár og það tekur landsframleiðsluna um sex ár að ná fyrri stigi samkvæmt grunnspá þessara *Penningamála*. Efnahagsbatinn verður því ekki ólíkur þeim sem Indónesía og Tæland upplifðu í kjölfar tvíburakreppunnar sem reið yfir Asíu á síðari hluta tíunda áratugarins. Þá tók það Indónesíu sex ár en Tæland sjö ár að ná aftur fyrri stigum landsframleiðslu. Líkt og mynd 3 sýnir er stærð samdráttarins strax í kjölfar kreppunnar svipuð og samdrátturinn að meðaltali í Asíukreppuni en landsframleiðslan hér á landi heldur þó áfram að dragast saman á öðru ári eftir kreppuna.

3. Þessar stóru kreppur eftir seinni heimsstyrjöldina eru: Finnland (1991), Japan (1992), Noregur (1987), Svíþjóð (1991), Spánn (1977), Argentína (2001), Kólumbía (1998), Indónesía (1997), Kórea (1997), Filippseyjar (1997), Malasía (1997), Tæland (1997) og Mexíkó (1994).

Heimildir

- Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel og M. S. Martinez-Peria (2001), „Is the crisis problem growing more severe?“, *Economic Policy*, 16, 53-82.
- Hutchison, M. M., og I. Noy (2005), „How bad are twins? Output costs of currency and banking crises“, *Journal of Money, Credit and Banking*, 37, 725-752.
- Kannan, P., (2010), „Credit conditions and recoveries from recessions associated with financial crises“, *IMF Working Paper* nr. WP/10/83.
- Reinhart, C. M., og V. R. Reinhart (2010), „After the fall“, *NBER Working Paper* nr. 16334.
- Reinhart, C. M., og K. S. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.

Mynd 3
Hagvöxtur fyrir og í kjölfar kreppa



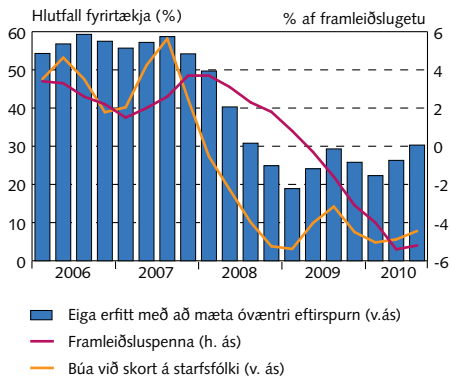
1. Ísland (2009). 2. Spánn (1978), Noregur (1988), Finnland (1992), Svíþjóð (1992) og Japan (1993). 3. Hong Kong (1998), Indónesía (1998), S-Kórea (1998), Malasía (1998), Filippseyjar (1998), Tæland (1998).

Heimildir: Hagstofa Malasíu, OECD, Reuters EcoWin.

Mynd IV-17

Vísendingar um notkun framleiðsluþátta og þróun framleiðsluspennu¹

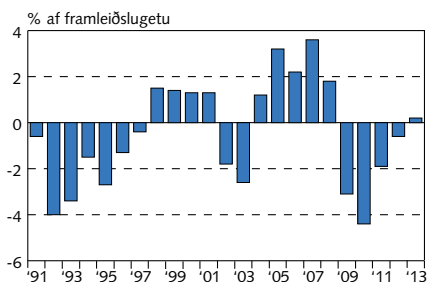
1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2010



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

Mynd IV-18

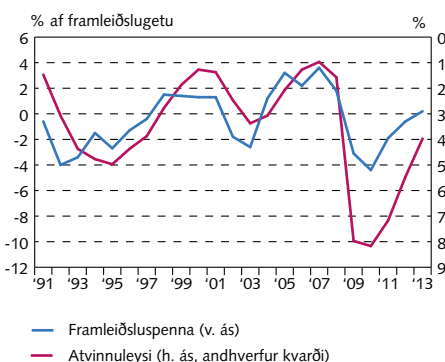
Framleiðsluspenna 1991-2013¹



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

Mynd IV-19

Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 1991-2013¹



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

... sem drifinn er áfram af bata í innlendri eftirspurn

Þegar framlag einstakra þátta ráðstöfunaruppgjörsins til hagvaxtarins samkvæmt spánni er skoðað sést að það er fyrst og fremst vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar sem ber uppi hagvöxtinn á spátímanum (sbr. mynd IV-2) en framlag utanríkisviðskiptanna er neikvætt vegna meiri vaxtar innflutnings en útflutnings. Þetta eru mikil umskipti frá því sem var á árunum 2008-2009 þegar vöxtur útflutnings en umfram allt gífurleg minnkun innflutnings kom í veg fyrir að mikil minnkun þjóðar-útgjalda leiddi til samsvarandi samdráttar landsframleiðslu.

Í spánni er nú gert ráð fyrir að raungengi verði áfram mjög lágt í sögulegu samhengi. Þetta lága raungengi á þátt í því að hamla vexti innflutnings. Spáð er að hlutfall innflutnings í heild af landsframleiðslu verði í ágætu samræmi við sögulegt meðaltal. Í því sambandi ber þó að hafa í huga að mikil aukning álframleiðslu undanfarin ár hefur kallað á mikla aukningu innflutnings rekstrarvara til álframleiðslu, en slíkur innflutningur minnkar ekki þegar raungengið lækkar.

Þótt gert sé ráð fyrir nokkrum vexti útflutnings á öðrum vörum en afurðum sjávarútvegs og stóriðju og einnig nokkrum vexti í þjónustuútflutningi vegur hefðbundinn útflutningur sjávarafurða og áls svo þungt að samdráttur í útflutningi sjávarafurða og stöðnun í útflutningi áls leiðir til þess að útflutningur í heild vex mjög lítið á spátímanum (sjá nánar í kafla II).

Framleiðslugetan vex hægt og hægar en eftirspurnin

Seðlabankinn spáir að framleiðslulakinn í hagkerfinu verði um 4,5% á þessu ári. Þetta er mikill viðsnúningur frá árinu 2008 þegar framleiðsluspennan mældist um 3%. Á þessu tímabili hefur landsframleiðslan minnkað um 9% en framleiðslugetan er talin hafa minnkað um 4%. Um ástæður þess að hluti framleiðslugetunnar hefur tapast hefur verið fjallað í fyrri heftum *Peningamála*, en þar má t.d. nefna að hluti fjármagnsstofnsins hefur tapast og aðrir framleiðslufjármunir farið forgörðum, gjaldþrotum hefur fjölgað og störf og þekking tapast.

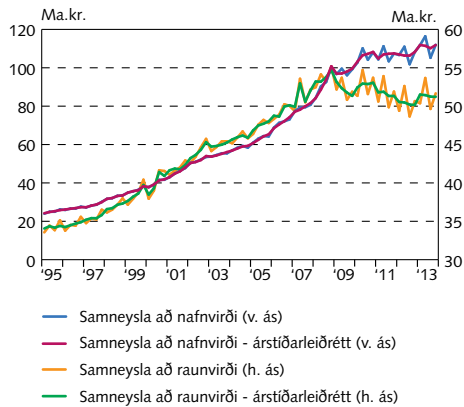
Niðurstöður viðhorfskannana gefa einnig til kynna að verulegur framleiðslulaki sé fyrir hendi. Nýjasta könnun Capacent Gallup bendir til þess að tiltölulega fá fyrirtæki finni fyrir skorti á starfsfólki eða eigi í erfiðleikum með að bregðast við óvæntri aukningu eftirspurnar. Þó virðast þessar niðurstöður benda til þess að framleiðslulakinn aukist ekki lengur, heldur sé tekinn að minnka á ný. Þannig fjölgar t.d. þeim fyrirtækjum smám saman sem telja sig eiga í erfiðleikum með að mæta óvæntri aukningu eftirspurnar.

Þrátt fyrir að spáð sé hægum hagvexti á næstu árum er gert ráð fyrir að framleiðslulakinn minnki tiltölulega hratt og verði horfinn um mitt ár 2013. Ástæðan er m.a. sú að framleiðslugetan er talin vaxa enn hægar en eftirspurnin. Lágt stig fjárfestingar sem veldur því að fjármagnsstofninn mælist nú minni en hann var í lok ársins 2008 og samdráttur í framboði á vinnuafli, ásamt áhrifum af samdrætti framleiðslunnar, eru talin valda því að framleiðslugetan er 3% minni í ár en árið 2008 og reiknað er með að hún minnki enn frekar á næsta ári en taki síðan smám saman að vaxa á ný.

Mikið umframframboð á vinnumarkaði ber framleiðslulakanum einnig vitni. Mikill fjöldi erlendra starfsmanna fluttist til Íslands þegar

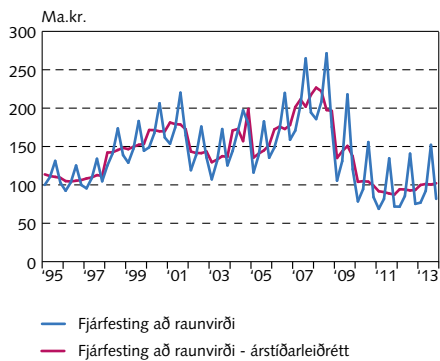
gnótt var góðra atvinnutækifæra. Hluti þessa fólks hefur farið aftur til síns heima eða leitað sér atvinnu á öðrum vinnumörkuðum. Það sama má segja um íslenskt vinnuafli en fækkað hefur töluvert í röðum þeirra sem eru á vinnumarkaði (sjá nánar í kafla VI). Margir hafa farið í nám og nokkur fjöldi hefur farið utan í leit að atvinnu. Tölur Hagstofunnar sýna að um 2.500 fleiri Íslendingar fluttust frá landinu en til þess á árinu 2009. Samkvæmt spá bankans verður atvinnuleysi komið niður í rúm 3% á síðasta ársfjórðungi 2013 og verður svipað og það atvinnuleysi sem talið er samrýmast jafnvægi í þjóðarbúskapnum og eðlilegum tilflutningi fólks á milli starfa vegna breytinga í atvinnulífinu og aðstæðum fólks.

Mynd V-1
Þróun samneyslu að raun- og nafnvirði
1. ársfj. 1995 - 4. ársfj. 2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2
Þróun opinberrar fjárfestingar að raunvirði
1. ársfj. 1995 - 4. ársfj. 2013¹



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

V Fjármál hins opinbera

Fjárlagafrumvarp fyrir næsta ár gerir ráð fyrir áframhaldandi aðlögun opinberra fjármála að miklum samdrætti skattstofna og auknum skuldum ríkissjóðs. Í þessum áfanga áætlunar um jöfnuð í ríkisfjármálum miða aðgerðirnar að því að ná fram afgangi á frumjöfnuði til að stöðva skuldaflokkun og tryggja sjálfbærni opinberra fjármála til lengri tíma. Aðhaldsaðgerðirnar eru í samræmi við efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Gangi áætlun fjárlagafrumvarpsins um afgang á frumjöfnuði eftir þá næst fyrri áfanga af tveimur um jöfnuð í ríkisfjármálum. Langtímaspá frumvarpsins gerir ráð fyrir að hinn áfanginn náist strax á árinu 2013 þegar verulegur afgangur verður á heildarjöfnuði.

Útgjöld innan ramma fjárlaga í ár

Ólíkt því sem verið hefur undanfarin ár hefur stjórnvöldum tekist að halda aftur af útgjöldum í ár. Samkvæmt fjárlögum þessa árs áttu útgjöld ríkissjóðs að vera 560,7 ma.kr. en nú er áætlað að þau verði 545,3 ma.kr.

Samneysla dregst minna saman en búist var við

Samneysla dróst saman um 3% að magni til á fyrri helmingi ársins samkvæmt fyrstu tölum Hagstofu Íslands. Það er örlitlu minni samdráttur en spáð var í ágúst. Frá þriðja fjórðungi ársins 2009 hafði ársvöxtur samneyslu verið nær enginn að nafnvirði og endurspeglaði mæld magnbreyting því breytingu í verði samneyslu. Í ágústspá Seðlabankans var gert ráð fyrir að áframhald yrði á þessari þróun en svo varð ekki því að samneysla að nafnvirði reyndist 3% hærri á öðrum ársfjórðungi en á sama tíma fyrir ári. Helstu ástæður aukinnar samneyslu voru hærri launakostnaður hjá sveitarfélögum og aukin aðkeypt vara og þjónusta hjá ríkissjóði. Hvort tveggja gæti lækkað aftur, þótt reynsla fyrri ára bendi til að erfitt sé að lækka launakostnað. Því er gert ráð fyrir að tæplega 3% hliðrun hafi orðið í samneyslu fram til annars ársfjórðungs ársins 2011 en að nafnvöxtur samneyslu verði nær enginn eftir það á spátímanum. Í þessu hefti *Peningamála* er því spáð heldur minni magnsamdrætti samneyslunnar en í ágúst eða um 1,7% á þessu ári í stað 3,2% og um 2,4% á næsta ári í stað 3,8%. Þessi breyting felur þó ekki í sér breytt mat á stefnu stjórnvalda í ríkisfjármálum eða ólíka túlkun frá fyrri spá á fjárlagafrumvarpinu, heldur endurspeglar hún í meginatriðum breytingu á horfum um verð samneyslunnar, sem nú er talið hækka heldur minna á spátímanum vegna minni verðbólgu og minni hækkunar nafnlauna en spáð var í ágúst. Þróun samneyslunnar að nafnvirði yfir spátímamann hefur hins vegar lítið breyst.

Aðhaldsaðgerðir í takt við það sem búist var við

Samkvæmt efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er stefnt að því að ná afgangi á frumjöfnuði upp á 1% af landsframleiðslu árið 2011. Til að ná því markmiði er gripið til afkomuáðgerða að upphæð 44 ma.kr. Öfugt við afkomuáðgerðir þessa árs er meginþungi áðgerðanna á næsta ári á gjaldahlíð eða 33 ma.kr. Beinir skattahækkunarir nema 8 ma.kr. en þær koma ekki beint inn á stærstu skattstofnana eins og í fyrri fjárlögum. Samkvæmt upphaflegri áætlun stjórnvalda

og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins voru afkomuáðgerðir áætlaðar 16% af landsframleiðslu, en í endurskoðaðri áætlun er aðeins talin þörf á aðgerðum upp á 12% af landsframleiðslu vegna hagfeldari efnahagsþróunar en gert hafði verið ráð fyrir, einkum á árinu 2009. Nánar er fjallað um fjárlagafrumvarp ársins 2011 í rammagrein V-1.

Mikil óvissa um vaxtakostnað

Enn er mikil óvissa um vaxtakostnað ríkissjóðs í tengslum við Icesave-skuldbindingarnar. Lögum um ríkisábyrgð á samning þar sem kveðið var á um fasta 5,5% vexti var hafnað í þjóðaratkvæðagreiðslu fyrr á þessu ári og nýr samningur liggur ekki fyrir. Í spánni er gert ráð fyrir að niðurstaða nýrra samninga um Icesave-skuldbindinguna gæti í megindráttum orðið í samræmi við það sem til umræðu var áður en samningaviðræðum var slitið í febrúar sl.

Afkomuhorfur stöðugar

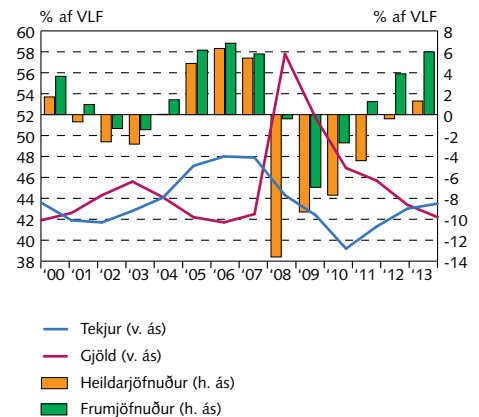
Afkomuspár hafa verið nokkuð stöðugar undanfarið eða allt frá því að það kom í ljós að afkoman árið 2009 reyndist betri en spár höfðu gert ráð fyrir. Hvað frumjöfnuð varðar eru horfur áþekkar en lítið eitt lakari á spátímabilinu en í síðustu spá *Peningamála*. Nú er gert ráð fyrir frumhalla upp á 2,7% af landsframleiðslu í ár en afgangi á frumjöfnuði sem nemur 6% af landsframleiðslu árið 2013. Varðandi þróun heildarjafnaðar ríkir enn óvissa um hversu mikinn vaxtakostnað þurfi að greiða í tengslum við Icesave-skuldbindinguna en hér er miðað við þær forsendur sem rætt var um að ofan. Halli á heildarjöfnuði hins opinbera er samkvæmt þessu áætlaður 7,8% af landsframleiðslu í ár. Afkomuhorfur árin 2011 og 2012 eru svipaðar og í fyrri spám, en nú er gert ráð fyrir að lítils háttar afgangur náist strax árið 2012.

Afkomutölur í myndum V-3 og V-4 eru með afskriftum en þær námu 248 ma.kr. árið 2008. Án þeirra hefði hallinn árið 2008 numið 0,5% af landsframleiðslu. Ekki er gert ráð fyrir afskriftum vegna Icesave. Árið 2008 afskrifaði ríkissjóður vegna veðlánatapa Seðlabanka Íslands 192 ma.kr. og var bankinn endurfjármagnaður með útgáfu 270 ma.kr. skuldabréfs jafnframt því sem tryggingarbréf voru yfirtekin. Skuldabréfið var lækkað í ársbyrjun um 134 ma.kr. með endurkaupum Seðlabanka Íslands á þeim tryggingarbréfum sem ríkissjóður yfirtók í árslok 2008. Þau kaup fóru fram á bókfærðu virði og höfðu ekki áhrif á afskrifaðar kröfur ríkissjóðs.

Minni hækkun óbeinna skatta

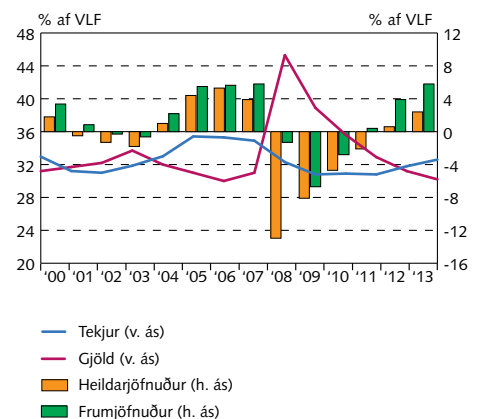
Í fjárlagafrumvarpi ársins 2011 er að finna minni hækkun óbeinna skatta en gert hafði verið ráð fyrir í fyrri spám bankans en þær voru byggðar á eldri áætlunum stjórnvalda. Í fjárlögum ársins 2010 voru skattar á stærstu skattstofna hækkaðir. Á næsta ári er ætlunin að hlífa þeim og er t.d. horfið frá frekari hækkingum á virðisaukaskatti. Óbeinir skattar eins og kolefnis-, áfengis- og tóbaksgjöld hækka eins og í ár. Áhrif þessara skattahækkana á vísitölu neysluverðs á fyrsta fjórðungi ársins 2011 hafa hins vegar verið áætluð 0,25 prósentur sem er töluvert minna en fyrri áætlun gerði ráð fyrir. Í ágústspánni var reiknað með að vísitala neysluverðs myndi hækka um 1,4 prósentur vegna hækkunar neysluskatta. Samkvæmt áætlun stjórnvalda er búist við afkomuáðgerðum á tekjuhlíð á árinu 2012. Ekki liggur enn fyrir hverjar

Mynd V-3
Fjármál hins opinbera 2000-2013¹



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

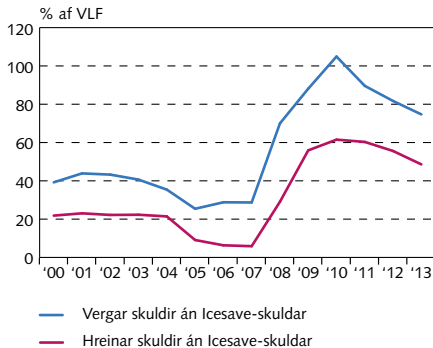
Mynd V-4
Fjármál ríkissjóðs 2000-2013¹



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

Mynd V-5

Skuldir hins opinbera sem hlutfall af VLF 2000-2013¹



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

þær verða, en í spánni er áætlað að áhrif þeirra á vísitölu neysluverðs gætu numið 0,1 prósentu í byrjun ársins.

Skuldastaðan enn óviss

Á meðan ekki er samið um Icesave-skuldbindinguna verður áfram óvissa um skuldastöðuna. Áætlað er að skuldahlutfall hreinna skulda hins opinbera nái hámarki á þessu og næsta ári þegar það verður tæplega 60% af landsframleiðslu en taki að lækka frá og með árinu 2012 og verði orðið 49% árið 2013. Við það mat á hreinum skuldum eru aðeins taldar til eigna handbærar peningalegar eignir hins opinbera í sjóðum. Hreinar skuldir þannig taldar eru ekki sambærilegar hreinum skuldum annarra landa þar sem hefðbundið er að telja einnig til eigna aðrar peningalegar eignir. Ef hreinar skuldir hins opinbera væru þannig reiknaðar væru þær 40% af landsframleiðslu. Vegar skuldir ná hins vegar hámarki í ár þegar þær nema rúmlega 105% af landsframleiðslu.

Gjaldeyrishöft hafa auðveldað fjármögnun hins opinbera

Þrátt fyrir mikla aukningu erlendra skulda í kjölfar fjármálakreppunnar hefur rekstur hins opinbera verið fjármagnaður á innlendum skuldabréfamarkaði án þess að lánsfjárbörfin hafi þrýst upp innlendum raunvöxtum og hægt þannig á efnahagsbatanum. Tvennt hefur komið til. Annars vegar hefur tekist að fylgja efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hvað afkomu varðar sem hefur takmarkað lánsfjárbörfin. Hins vegar hafa gjaldeyrishöftin takmarkað möguleika fjárfesta og því hafa þeir leitað mikið í skuldabréf útgefin af ríkissjóði og sveitarfélögum. Jafnframt hefur áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs lækkað jafnt og þétt eftir því sem efnahagsáætluninni miðar áfram, en það hefur ekki einungis áhrif á aðgengi og kjör ríkissjóðs á alþjóðlegum mörkuðum heldur einnig á fjölda innlendra fyrirtækja sem hyggjast sækja fjármagn á alþjóðlega markaði.

Skattahækkunar eða niðurskurður útgjalda?

Þótt fræðimenn séu almennt sammála um að aðhaldsaðgerðir sem leiða til lækkunar skulda hins opinbera hafi jákvæð langtímaáhrif er ágreiningur um það hver skammtímaáhrif aðhaldsaðgerða séu. Niðurstaða nýlegrar rannsóknar hagfræðinga hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum er að til skamms tíma hafa aðhaldsaðgerðir neikvæð áhrif á efnahagsstarfsemi.¹ Oftast dregst innlend eftirspurn saman og atvinnuleysi eykst á fyrsta ári aðhaldsaðgerða en því til mótvægis eru jákvæð áhrif lægri vaxta og veikari gjaldmiðils. Almennt fylgja trúverðugum aðhaldsaðgerðum stjórnvalda einnig tilslakanir seðlabanka. Lægri vextir styðja við innlenda eftirspurn og draga þannig úr neikvæðum áhrifum aðhaldsaðgerðanna auk þess sem þeir veikja gjaldmiðilinn en það styður við vöxt útflutnings.

Samkvæmt niðurstöðum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins reyndust neikvæð áhrif aðhaldsaðgerðanna meiri ef þær fólust aðallega í hækkun skatta. Um það eru flestar rannsóknir sammála. Skýringin á því hvers vegna aðhaldsaðgerðir sem felast í skattahækkunum eru taldar neikvæðari en þær sem felast í samdrætti útgjalda er að útgjaldaaðgerð-

1. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2010), „Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation“, kaflí 3 í *World Economic Outlook*, október 2010.

irnar eru pólitískt erfiðari og veita því trúverðugra aðhald. Því lækka vextir meira en þegar aðhaldið er eingöngu á tekjuhlíð, sérstaklega ef skattahækkningar beinast að óbeinum sköttum.

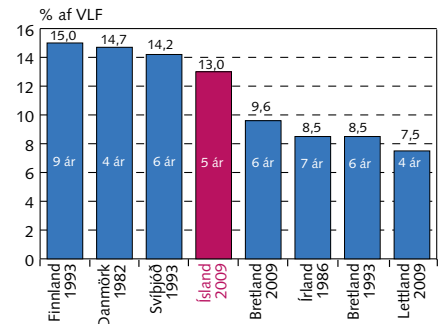
Umfang afkomuáðgerða árin 2009-2013 í samanburði við önnur lönd

Þegar horft er til þeirra landa sem gripið hafa til umfangsmestu aðhaldsaðgerðanna samkvæmt skilgreiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins skera Norðurlöndin sig þar úr hvað umfang varðar. Þær aðhaldsaðgerðir sem nú standa yfir hér á landi eru svipaðar að umfangi og hjá nágroñnum okkar á hinum Norðurlöndunum á níunda og tíunda áratug síðustu aldar. Áætlaður viðsnúningur á frumjöfnuði hins opinbera hér á landi á árabílinu 2009 til 2013 nemur 13% af landsframleiðslu samkvæmt endurskoðaðri áætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (þ.e. 12% hjá ríkissjóði og 1% hjá sveitarfélögum). Mestur var viðsnúningur á frumjöfnuði í Finnlandi á níu ára tímabili frá 1992 til ársins 2000. Hann var svipaður í Danmörku á níunda áratug síðustu aldar og í Svíþjóð á þeim tíunda, en þó yfir styttra tímabil (sjá mynd V-6).

Írar og Bretar réðust í afkomuáðgerðir á níunda og tíunda áratug síðustu aldar sem skiluðu viðsnúningi upp á 8,5% af landsframleiðslu á rúmlega sex ára tímabili. Nú standa Bretar aftur frammi fyrir því að þurfa að grípa til aðgerða og ætla þeir að ná fram bata upp á tæp 10% af landsframleiðslu á sex ára tímabili. Svipaða sögu er að segja af Lettum en fjármálakreppan kom illa við þá og ætla þeir sér að bæta afkomuna um 7,5% af landsframleiðslu á næstu fjórum árum. Fullmótuð áform Íra liggja ekki enn fyrir í kjölfar nýjustu atburða í tengslum við endurfjármögnun bankakerfisins þar í landi en rætt er um að væntanlegur bati á frumjöfnuði þurfi að liggja á bilinu 13-15% af landsframleiðslu.

Mynd V-6

Viðsnúningur á frumjöfnuði í nokkrum löndum



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Evrópusambandið, Fjármálaráðuneytið.

Áætlunin um jöfnuð í ríkisfjármálum er einn af hornsteinum efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Verði fjárlagafrumvarp ársins 2011 að lögum er það mikilvægur áfangi að því markmiði. Þannig næðist fyrsta meginmarkmiði áætlunar ríkisstjórnarinnar um afgang á frumjöfnuði árið 2011.¹ Næsti áfangi er verulegur afgangur á heildarjöfnuði árið 2013.

Mikill bati á frumjöfnuði meginniðurstaða frumvarpsins

Á grundvelli áætlunarinnar var gripið til sérstakra afkomuáðgerða til að mæta versnandi horfum í rekstri ríkisins á seinni helmingi ársins 2009 og í framhaldi af því ákveðnar róttækar ráðstafanir í fjárlögum fyrir árið 2010, bæði á tekju- og gjaldahlíð. Umskipti í frumjöfnuði ríkissjóðs frá árinu 2009 gætu orðið um 117 ma.kr. á næsta ári gangi fjárlagafrumvarpið eftir. Í því er gert ráð fyrir að frumjöfnuður verði um 17 ma.kr. á árinu 2011 á rekstrargrunni, sem jafngildir um 1% af landsframleiðslu. Í upphaflegu áætluninni sem lögð var fyrir Alþingi sumarið 2009 var gert ráð fyrir að bati frumjafnaðar yrði rúmlega 16% af landsframleiðslu á tímabilinu sem áætlunin nær yfir, þ.e. frá árinu 2009 til ársins 2013. Núverandi áætlunir miðast hins vegar við að bati frumjafnaðar verði sem svarar til 12 prósentu af landsframleiðslu á tímabilinu, þ.e. frumjöfnuður fari úr um 6,7% halla árið 2009 í 5,4% afgang árið 2013. Helsta ástæða þess að þörf er á minni aðlögun er

1. Frumjöfnuður er mismunur tekna og gjalda annarra en fjármagnstekna og -gjalda. Heildarjöfnuður er mismunur allra tekna og gjalda.

Rammagrein V-1

Fjárlagafrumvarp ársins 2011

Tafla 1 Langtímaáætlun 2011-2014¹

Í milljörðum króna á verðlagi hvers árs	Reikningur	Fjárlög	Áætlun				
	2009	2010	2010	2011	2012	2013	2014
Tekjur	439,5	461,9	470,8	477,4	533,2	599,4	629,3
Gjöld	578,8	560,7	545,3	513,8	526,8	550,5	579,9
Heildarjöfnuður	-139,3	-98,8	-74,5	-36,4	6,4	48,9	49,4
Heildarjöfnuður, hlutfall af VLF (%)	-9,3	-6,1	-4,6	-2,1	0,4	2,6	2,5
Frumjöfnuður	-99,1	-40,0	-27,4	16,9	62,7	102,9	103,4
Frumjöfnuður, hlutfall af VLF (%)	-6,6	-2,5	-1,7	1,0	3,4	5,4	5,2
Fjármagnsjöfnuður	-40,1	-58,9	-47,1	-53,3	-56,4	-54,1	-54,0
Fjármagnsjöfnuður, hlutfall af VLF (%)	-2,7	-3,6	-2,9	-3,1	-3,1	-2,8	-2,7

1. Án mögulegra áhrifa af ábyrgð á Icesave-reikningum.
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Fjársýsla ríkisins, Hagstofa Íslands.

að þróun efnahagsmála hefur orðið hagfelldari og skuldsetning hins opinbera er minni en upphaflegar spár gáfu til kynna.

Heildarjöfnuður á áætlun

Samkvæmt frumvarpinu er einnig áætlað að heildarjöfnuður á næsta ári batni um 56 ma.kr. og verði neikvæður um 36 ma.kr. sem jafngildir 2,1% af landsframleiðslu. Til að ná því verður farin blönduð leið aukinnar tekjuöflunar og samdráttar í útgjöldum en í þessum áfanga áætlunarinnar verður þungi aðgerðanna að mestu á útgjaldahliðinni. Í frumvarpinu er gert ráð fyrir beinum aðgerðum til að bæta afkomu ríkissjóðs frá því sem ella hefði orðið sem nema um 44 ma.kr. Gert er ráð fyrir ráðstöfunum til aukinnar tekjuöflunar sem nema 11 ma.kr. og til samdráttar í útgjöldum sem nema 33 ma.kr.

Tekjuhliðin 2011

Eftir talsverðar skattahækkningar á yfirstandandi ári er gert ráð fyrir að helstu skattstofnum verði haldið óbreyttum á því næsta og því verða skattar á borð við tekjuskatt einstaklinga, virðisaukaskatt og tryggingargjald ekki hækkaðir. Samkvæmt fjárlagafrumvarpinu er áætlað að skattahækkningar skili 8 ma.kr. af þeim 11 ma.kr. sem á að afla með sérstökum aðgerðum. Áætlað er að afla þeirra 3 ma.kr. sem eftir standa með því að auka enn frekar þær heimildir sem eru til úttektar á séreignarsparnaði. Skattahækkningar eru tíundaðar í töflu 2 en helstu breytingar eru að fjármagnstekju- og fyrirtækjaskattar eru hækkaðir úr 18% í 20%, erfðafjárskattur fer úr 5% í 10% auk þess sem kolefnis-, áfengis- og tóbaksgjöld eru hækkuð.

Tafla 2 Sértækar tekjuaðgerðir árið 2011

	Ma.kr.
Fjármagnstekjuskattur	1,5
Tekjuskattur lögaðila	0,5
Erfðafjárskattur	1,0
Auðlegðarskattur	1,5
Áfengis- og tóbaksgjald	1,3
Kolefnisgjald	1,0
Bifreiðagjald	0,2
Gjald á fjármálastofnanir	1,0
Alls án séreignarsparnaðarheimildar	8,0
Ný heimild til úttektar séreignarsparnaðar	3,0
Alls með séreignarsparnaðarheimild	11,0

Heimild: Fjármálaráðuneytið.

Gjaldahliðin 2011

Af 33 ma.kr. samdrætti í útgjöldum kemur stærstur hluti til með beinum 28 ma.kr. niðurskurði fjárheimilda ráðuneyta. Þeim 5 ma.kr. sem út af standa á að ná með því að koma í veg fyrir frekari hækk-anir launa ríkisstarfsmanna og grunnfjárhæða bótakerfis umfram það sem var samþykkt í kjarasamningum árið 2009.

Til að ná þeim 28 ma.kr. sem spara á með beinum niðurskurði er borið jafnt niður í rekstri, tilfærslum og fjárfestingu. Nánar tiltekið á að skera niður um 13 ma.kr. í rekstri, 11 ma.kr. í tilfærslum og loks 4 ma.kr. í fjárfestingu (sjá töflu 3). Samtals nemur niðurskurðurinn, gangi hann eftir, 6,3% af útgjaldaramma að nafnvirði.

Í rekstri er miðað við að skorið sé niður í almennri stjórnslu um 9%, en um 5% í velferðarþjónustu, framhaldsskólum og löggæslu og 3% í sjúkratryggingum. Í tilfærslum er t.d. gert ráð fyrir 10% lægri framlögum í Atvinnuleysistryggingasjóð og 10% skerðingu til Fæðingarorlofssjóðs en þetta tvennt til samans nemur tæpum 2 ma.kr.

Tafla 3 Aðhaldsaðgerðir eftir hagrænni skiptingu

Í milljörðum króna	Lækkun ma.kr.	Heildar- velta	Lækkun %
Rekstur	-12,7	204,8	-6,2
Tilfærslur	-11,4	211,5	-5,4
Viðhald og stofnkostnaður	-3,9	30,1	-13,0
Samtals	-28,0	446,3	-6,3

Heimild: Fjármálaráðuneytið.

Verðlagsáhrif í frumvarpinu eru nær engin. Jákvæð áhrif gengisbreytinga eru talin jafnast nær alveg út á móti neikvæðum áhrifum verðlagsbreytinga annarra rekstrargjalda. Þá stendur eftir einungis 500 m.kr. hækkun vegna kjarasamninga frá árinu 2009. Frekari verðbætur er ekki að finna í frumvarpinu.

Ný fjármálaregla mun stuðla að efnahagslegum stöðugleika þegar til lengri tíma er litið

Frá árinu 1992 hafa stjórnvöld notast við svonefnda rammafjárlagagerð þar sem byggt er á útgjaldaramma og við það miðað að ríkisstjórnin marki meginstefnuna en ráðuneytin forgangsraði verkefnum innan rammans. Meginmarkmiðið með gerð rammafjárlaga er að efla stefnumótandi hlutverk ríkisstjórnar og tryggja að mörkuð stefna nái betur fram að ganga. Árið 2003 var fjárlagagerðin styrkt enn frekar með því að taka upp fjármálareglu sem kvað svo á að útgjöld til samneyslu mættu ekki vaxa um meira en 2% að magni til á ári og að tilfærslur ykjust ekki um meira en 2,5% að magni til. Einnig var gerð áætlun um tekjur og gjöld til fjögurra ára sem voru ekki bindandi enda ekki teknar til atkvæðagreiðslu á Alþingi. Þær lýstu því einungis áformum.

Þessi umgjörð fjárlaga hefur ekki reynst nægjanlega vel þar sem raunvöxtur samneyslu og tilfærslna var nær alltaf umfram það sem fjármálareglan kvað á um árin fyrir fjármálakreppuna, enda virtust umframkeyrslur liðnar án íþyngjandi afleiðinga. Grunnur fyrir fjárveitingar næsta árs var því oft hærri en langtímaspá hafði gert ráð fyrir og því gætti grunnáhrifa í þróun útgjaldarammans. Árið 2006 komst Ríkisendurskoðun að þeirri niðurstöðu að ⅓ af 300 fjárlagaliðum hefðu farið fram úr 4% vikmörkum.² Mikill afgangur á ríkissjóði árin fyrir fjármálakreppuna kom því ekki til vegna

2. Vikmörk á niðurstöðu fjárlaga eru 4%. Takist stofnun að halda sig innan þeirra telst hún innan fjárheimilda.

kostnaðaraðhalds samkvæmt fjármálareglunni frá árinu 2003 heldur vegna óvenjumikilla og ófyrirséðra skatttekna.

Helsta ástæða þess að svo erfiðlega gekk að framfylgja fjármálareglunni frá árinu 2003 var skortur á gagnsæi og trúverðugri eftirfylgni. Á tímum vaxandi og sveiflukenndrar verðbólgu er erfitt að notast við viðmið um raunbreytingar þegar nafnvirði fjárheimilda er sibreytilegt. Alþjóðastofnanir á borð við OECD og Alþjóðagjald-eyrissjóðinn hafa á undangengnum árum mælt með því að fjármála-reglunni væri breytt þannig að hún segi til um leyfilegan nafnvöxt útgjaldarammans í stað raunvaxtar. Eftirlit með slíki reglu er mun auðveldara þar sem fjárheimildir eru skýrar, liggja fyrir og auðvelt er að koma þeim til skila. Slík regla er jafnframt strangari þar sem óvæntum verðhækkunum verður að mæta með hagræðingu þar sem verðbætur koma ekki til eftir á. Í því er fólgið hagstjórnarhlutverk, þar sem verðhækkunar leiða sjálfkrafa til samdráttar á raunútgjöldum hins opinbera. Á tímum mikillar verðbólgu getur slík regla hins vegar valdið niðurskurði sem ekki er pólitískur vilji fyrir. Stjórnvöld hafa nú boðað að tekin verði upp fjármála-regla sem kveður á um nafnvöxt útgjalda til þess m.a. að auka trúverðugleika ríkisfjármála. Með breytingunni eiga stjórnvöld mikið undir því að verðbólga haldist lítil og ættu því að eiga meiri samleið með peningastefnunni en var t.d. í aðdraganda fjármálakreppunnar.

Í fjárlagafrumvarpi ársins 2011 er í fyrsta sinn settur fram bindandi útgjaldarammi á nafnvirði til næstu tveggja ára. Í slíkum ramma felst fyrirheit ríkisstjórnarinnar gagnvart þinginu um að leita ekki eftir fjárveitingum sem myndu sprengja rammann. Útgjaldaramminn fyrir hvert ár felur í sér áætlaðar launa-, gengis- og verðlagsbreytingar. Áætlunin byggist á þeirri stefnumörkun að fyrstu tvö árin, árin 2011 og 2012, verði ramminn bindandi á nafnvirði ef frávik frá verðlagsforsendum verða innan við 1,5% en annars geti viðeigandi útgjaldaþættir komið til endurskoðunar. Í áætluninni er gert ráð fyrir að í hverjum fjárlögum verði 5 ma.kr. veitt óskiptum til að mæta ófyrirséðum verðfrávikum og skuldbindingum. Að öðru leyti verða allar ákvarðanir og frávik að rúmast innan heildarrammans. Honum verður því ekki breytt á síðari stigum þannig að mæta verður hækkunum sem kunna að verða ákveðnar á útgjöldum einstakra mála-flokka með jafnmiklum lækkunum útgjalda til annarra mála-flokka.

Í langtímaáætluninni eru einnig markaðir leiðbeinandi rammar fyrir árin tvö þar á eftir, þ.e. 2013 og 2014. Þeir geta þó komið til endurskoðunar vorið 2012 við undirbúning fjárlagafrumvarps ársins 2013 með tilliti til launa- og verðlagsforsendna og hugsanlegra breytinga á aðstæðum. Þó eru tilgreindir tilteknir óreglulegir liðir sem teljast ekki til eiginlegs rekstrar og geta sveiflast mikið milli ára, s.s. vegna hagþróunar eða við reikningshaldslegt uppgjör eins og t.d. lífeyrisskuldbindinga vegna ríkisstarfsmanna sem afar erfitt er að áætla fyrir fram og falla ekki undir beina ákvarðanatöku stjórnvalda við fjárlagagerðina. Þeir óreglulegu liðir sem hér um ræðir eru, auk gjaldfærðra lífeyrisskuldbindinga vegna ríkisstarfsmanna, fjármagns-tekjuskattur sem ríkissjóður greiðir og færir einnig á tekjuhlíðina, afskriftir skattkrafna, ríkisábyrgðir, tapaðar kröfur, atvinnuleysisbætur, lögboðið framlag í Jöfnunarsjóð sveitarfélaga miðað við skatttekjur ríkisins og loks vaxtagjöld. Þegar þessir óreglulegu liðir eru undanskildir frá heildarútgjöldunum í langtímaáætluninni fæst heildarútgjaldaramminn fyrir hvert ár sem gengið verður út frá við fjárlaga-gerð. Þessi heildarútgjaldarammi fyrir árið 2011 er 381,4 ma.kr.

Mikilvægt er að árangur fjármálareglunnar sé metinn og vakinn sé á honum athygli opinberlega. Það er nauðsynlegt að pólitískur kostnaður sé af því að mistakast að framfylgja reglunni og að sama skapi ábati af því ef það tekst að framfylgja henni. Aukin pólitísk ábyrgð á reglunni frá því sem áður var er þannig nauðsynleg ef árangur á að nást.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar heldur áfram að auðvelda aðlögun þjóðarþúskaþarins að efnahagsáfallinu í kjölfar fjármálakreppunnar. Það sem af er ári hefur enn dregið úr atvinnuþátttöku, vinnutími styst og brottflutningur fólks haldið áfram. Atvinnuleysi hefur því aukist minna en ella. Vísbendingar eru þó um að það eigi enn eftir að aukast. Í þeirri spá sem hér er birt er gert ráð fyrir að það nái hámarki í upphafi næsta árs en minnki smám saman eftir því sem efnahagssumsvif aukast á ný. Á sama tíma tekur atvinna að aukast á ný. Gert er ráð fyrir heldur minni launahækkunum en í síðustu spá og að launakostnaður á framleidda einingu verði nokkurn veginn í takt við verðbólguþáttmiðið á spátímanum.

Aftur samdráttur í vinnuafseftirspurn á þriðja ársfjórðungi

Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fyrir annan ársfjórðung 2010 benti til að viðsnúningur á vinnumarkaði væri þegar hafinn. Vegna þess hversu stór hluti vinnuafslaukningarinnar þá skýrðist af framlagi elsta aldurshópsins og niðurstöður úrtakskannana eru ætíð háðar nokkurri óvissu var í þeirri spá sem birt var í ágúst ekki gert ráð fyrir að aukin vinnuafseftirspurn á öðrum ársfjórðungi væri vísbending um þróun næstu ársfjórðunga, og því spáð að hún ykist ekki á milli ára fyrr en um mitt næsta ár. Miðað við niðurstöður fyrir þriðja fjórðung ársins virðist þetta hafa verið rétt mat, þar sem vinnuafseftirspurn dróst saman á alla mælikvarða milli ára. Heildarvinnustundum þeirra sem voru við vinnu í viðmiðunarvikunni hafði fækkað um 2,1% og er það talið samsvara samdrætti í vinnuafseftirspurn sem nemur tæplega 2% frá sama ársfjórðungi í fyrra. Framlag elsta aldurshópsins hefur enn töluverð áhrif á niðurstöður ársfjórðungsins, en nær ekki að vega upp þann samdrátt sem er í kjarnaaldurshópnum (25-54 ára).

Breyting á atvinnuleysisbótarétti hefur dregið úr skráðu atvinnuleysi

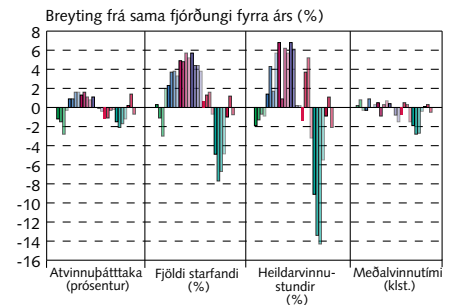
Atvinnuleysi, eins og það er skráð hjá Vinnuástandstofnun, var svipað á þriðja ársfjórðungi í ár og það var á sama ársfjórðungi í fyrra og nam 7,3%. Sé tekið tillit til breytinga sem orðið hafa á aðferðum við útreikning atvinnuleysis og breytingum á atvinnuleysisbótarétti, sem áætlað er að hafi í för með sér að atvinnuleysi mælist um ½-1 prósentu minna en ella í ár, var atvinnuleysi á fjórðungnum heldur meira en það var í fyrra.¹

Fleiri fyrirtæki hyggjast fækka starfsfólki en fjölga

Væntingar almennings um atvinnuástandið, sem höfðu heldur glæðst frá því á vormánuðum, lækkuðu nokkuð í október samkvæmt væntingavísitölu Capacent Gallup og voru svipaðar og þær voru í ágúst í fyrra. Væntingar fyrirtækja eru hins vegar svipaðar samkvæmt viðhorfskönnun sem Capacent Gallup gerði í september meðal

Mynd VI-1

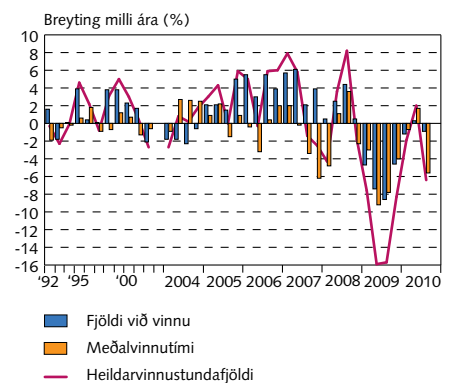
Breytingar á vinnuafli
1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2010



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-2

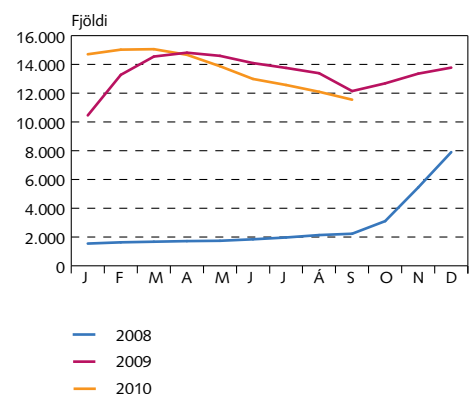
Breytingar á fjölda við vinnu, meðalvinnutíma og heildarvinnustundafjölda 1992-2010¹



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

Mynd VI-3

Meðalfjöldi atvinnulausra
janúar 2008 - september 2010

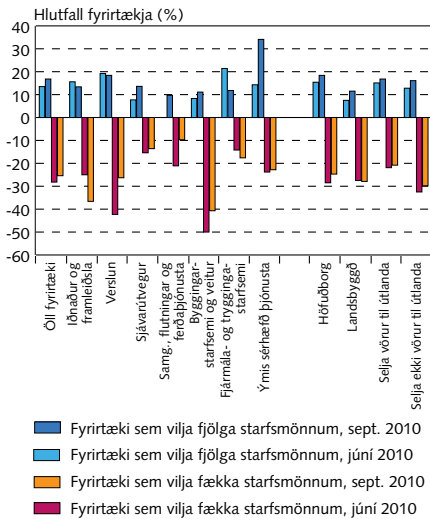


Heimild: Vinnuástandstofnun.

1. Réttur sjálfstætt starfandi til að sækja um atvinnuleysisbætur á móti hlutastarfi var skertur og námsmenn í námsleyfum, t.d. í sumarleyfi, eiga ekki lengur rétt á bótum. Um breytingar á áætlun ársverka er fjallað í rammagrein VI-1 í *Peningamálum* 2010/2.

Mynd VI-4

Fyrirtæki sem hyggja á starfsmannabreytingar á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

400 stærstu fyrirtækja landsins.² Heldur færri fyrirtæki vildu fækka starfsmönnum í september en í sambærilegri könnun í júní eða um fjórðungur og fleiri hyggjast fjölga starfsmönnum. Vilji fyrirtækja til að fjölga og fækka starfsfólki er hins vegar svipaður og á sama tíma í fyrra. Niðurstöður könnunarinnar benda til að vinnumarkaðurinn eigi enn eftir að veikjast nokkuð þar sem um 10% fleiri fyrirtæki vilja fækka starfsfólki en fjölga þeim næstu sex mánuði.

Hvort heldur er borið saman við síðustu könnun í júní eða könnunina fyrir ári var mest breyting á vilja til fækkunar starfsmanna meðal fyrirtækja í iðnaði. Þar vildi rúmlega þriðjungur fyrirtækja fækka starfsmönnum í september en um fjórðungur áður. Enn vilja rúmlega 40% fyrirtækja í byggingariðnaði fækka starfsmönnum og fyrirtæki sem selja vörur og þjónustu til útlanda eru ólíklegri til að vilja fækka starfsmönnum en fyrirtæki sem gera það ekki. Enginn munur er á vilja útflutningsfyrirtækja og annarra fyrirtækja til að fjölga starfsmönnum. Helst eru það fyrirtæki í sérhæfðri þjónustustarfsemi sem vilja fjölga starfsmönnum.

Neikvæður flutningsjöfnuður til ársins 2013

Hreint útfærði fólks í kjölfar efnahagssamdráttar hefur verið nokkru 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. Má áætla að atvinnuleysi hefði að öðru óbreyttu verið um 1-2 prósentum meira en ella í fyrra án brottflutnings frá landinu. Mannfjöldaspá Hagstofu Íslands bendir til svipaðrar niðurstöðu í ár. Tölur um flutninga til og frá landinu sýna að rúmlega 1.500 fleiri hafa flutt frá landinu en til þess á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Samkvæmt mannfjöldaspá Hagstofunnar er talið að um 4.000 fleiri muni flytja frá landinu í ár en til þess og um 2.000 á næsta ári.³ Samkvæmt mannfjöldaspánni er ekki gert ráð fyrir að flutningur fólks til landsins verði meiri en brottflutningur fyrr en á árinu 2013.

Atvinnuleysi svipað og í síðustu spá

Atvinnuleysi á þriðja fjórðungi ársins var tæplega hálfri prósentu minna en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Niðurstöður viðhorfskönnunar Capacent Gallup meðal fyrirtækja benda til að atvinnuleysi eigi eftir að aukast. Einnig virðist enn vera nokkuð í land að því er varðar endurskipulagningu fyrirtækja. Í spánni er því gert ráð fyrir að atvinnuleysi aukist nokkuð á haust- og vetrarmánuðum og verði hæst 8,7% á fyrsta fjórðungi næsta árs, en minnki smám saman eftir því sem efnahagssumsvif aukast á ný og verði komið niður í um 3% í lok árs 2013.

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 en hinar tvær eru minni í sniðum og framkvæmdar í maí/júní og desember.

3. Hreinn brottflutningur á síðasta fjórðungi ársins 2009 var um helmingur þess sem varð á árinu öllu. Skýringin er sú að í lok árs er þjóðskráin leiðrétt miðað við ábendingar frá öðrum opinberum stofnunum þannig að þeir sem hafa yfirgefið landið en ekki tilkynnt það þjóðskrá eru teknir af skrá.

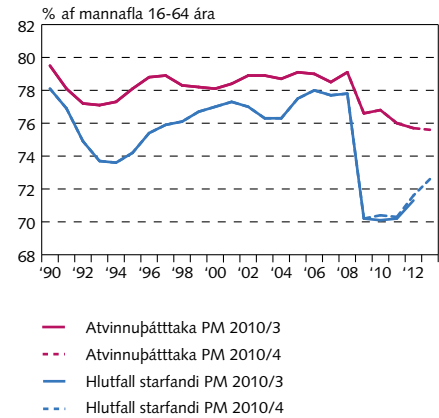
Atvinnuþátttaka dregst saman út spátímann

Spá um atvinnuþátttöku og hlutfall starfandi fólks er óbreytt frá því í síðustu spá. Hlutfall starfandi fólks af mannfjölda á aldrinum 16-64 ára verður svipað í ár og það var í fyrra, en það er um 6 prósentum lægra hlutfall en þegar það var mest í uppsveiflunni á árunum 2006-2008. Áfram er gert ráð fyrir að viðvarandi bati í atvinnu verði ekki fyrr en um mitt næsta ár, um ári á eftir viðsnúningi í hagvexti, sem er í samræmi við reynslu annarra landa í kjölfar fjármálakreppu. Grunnspáin gerir ráð fyrir að atvinna aukist um u.þ.b. 2% frá árinu 2012, sem er heldur minna en hagvöxtur. Atvinnuþátttaka mun því dragast saman út spátímann og verður um prósentu minni á árinu 2013 en hún var árið 2009.

Launakostnaður á framleidda einingu í takt við verðbólguþátttöku

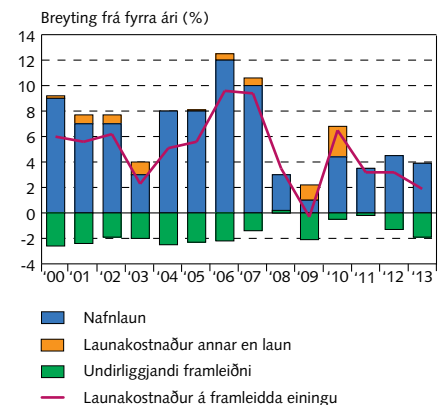
Launaþróun á þriðja fjórðungi ársins hefur verið í takt við síðustu spá. Launaþrýstingur virðist þó vera heldur minni en hann var á vormánuðum þegar góð afkoma útflutningsfyrirtækja skapaði nokkurn óróa á vinnumarkaði. Síðan þá hefur gengi krónunnar styrkst nokkuð og því eru taldar minni líkur á auknu launaskriði í útflutningsgeiranum. Ekki er heldur gert ráð fyrir miklum launaþrýstingi við gerð næstu kjarasamninga sem ætlað er að leiðrétta kaupmátt launa sem hefur dregist saman um 12% 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. Forsendur um launahækkunir í næstu kjarasamningum og launaskrið hafa því verið lækkaðar frá því sem var í maí- og ágúst-spánum og eru nú meira í takt við forsendur þeirrar spár sem birt var í janúar. Gert er ráð fyrir að hækkun nafnlauna verði heldur meiri en þróun neysluverðlags á spátímanum en að undirliggjandi framleiðni aukist eftir því sem líður á spátímann þannig að launakostnaður á framleidda einingu verði nokkurn veginn í takt við verðbólguþátttöku á spátímanum. Mikil óvissa ríkir hins vegar um framleiðniþróunina við núverandi árferði, eins og fjallað er um í rammagrein VI-1.

Mynd VI-5
Atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi
1990-2013¹



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

Mynd VI-6
Launakostnaður á framleidda einingu
og framlag undirliða 2000-2013¹



1. Jákvæður vöxtur framleiðni kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

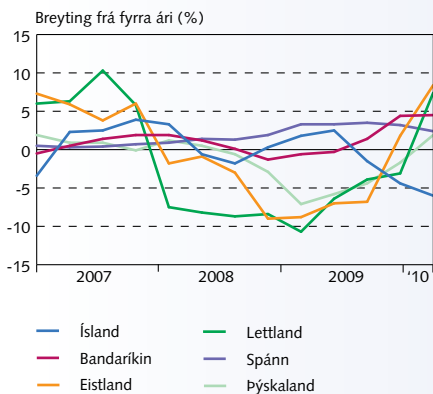
Framleiðniþróun í OECD-ríkjum

Framleiðni vinnu, hvort heldur skoðuð er framleiðsla á hverja unna klukkustund eða á hvern starfandi mann, hefur þróast talsvert mismunandi í OECD-ríkjunum í yfirstandandi fjármálakreppu og er munurinn töluvert meiri en á fyrri samdráttarskeiðum (sjá t.d. OECD, 2010). Bandaríkin og Þýskaland eru áhugaverð dæmi í þessu samhengi en í Þýskalandi hefur þróun framleiðni verið öndverð í samburði við Bandaríkin. Þrátt fyrir að framleiðsla hafi dregist meira saman í Þýskalandi en í Bandaríkjunum hefur atvinna þar aukist (en vinnutími styst) en minnkað töluvert í Bandaríkjunum. Munurinn er nægur til að framleiðsla á starfandi mann hafi vaxið í Bandaríkjunum en minnkað í Þýskalandi. Þróunin í Japan og flestum löndum meginlands Evrópu hefur verið svipuð og í Þýskalandi, en á Spáni svipar henni meira til þróunarinnar í Bandaríkjunum (sjá mynd 1).

Rammagrein VI-1

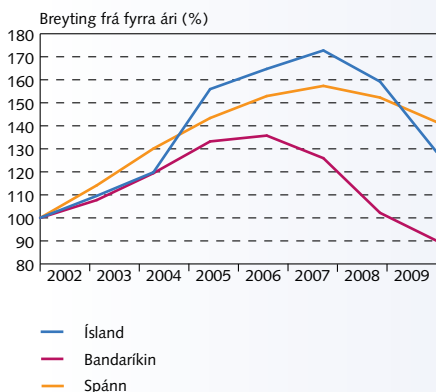
Framleiðniþróun og vöxtur atvinnu

Mynd 1
Framleiðniþróun í alþjóðlegum samanburði
1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2010



Heimild: International Financial Statistics (IFS).

Mynd 2
Fasteignaverð að raunvirði 2002-2009



Heimildir: International Financial Statistics (IFS), OECD, Seðlabanki Spánnar, Þjóðskrá Íslands.

Skýring á mismunandi þróun atvinnu er hugsanlega mismunandi skipulag og regluverk á vinnumarkaði, þar sem þættir eins og uppsagnarvernd og samtakamáttur á vinnumarkaði hafa áhrif, en einnig forgangsroðun stjórnvalda. Mörg Evrópulönd hafa lagt áherslu á að halda fólki í vinnu og hefur hið opinbera í þeim löndum boðið upp á ýmsar aðgerðir til að ná því markmiði, t.d. með því að styrkja fyrirtæki til að halda fólki í hlutastörfum (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2009b). Það skiptir máli að styrkir séu þannig útfærðir að starfsmenn festist ekki í atvinnugreinum og störfum sem eiga ekki framtíð fyrir sér. Annars gæti atvinnuleysi orðið meira en ella þegar hagvöxtur hefur tekið við sér, og meiri líkur væru á efnahagsbata án fjölgunar starfa (e. jobless recovery).

Ekki er hægt að skýra mikinn mun á aðlögun vinnumarkaða í OECD-ríkjunum eingöngu með mismunandi stofnanaumgjörð. Sennilegt er að aðlögun vinnumarkaðar sé ekki jafn hröð í öllum löndum. Þetta birtist helst í því að fækkun starfa hefur verið talsvert hraðari og meiri í löndum þar sem húsnæðisverð lækkaði mikið í kjölfar fjármálakreppunnar (t.d. Bandaríkin og Spánn) heldur en í löndum sem urðu fyrir áhrifum samdráttar í heimsviðskiptum (t.d. Þýskaland). Reynslan sýnir að byggingargeirinn hefur verið sveigjanlegri heldur en flestir aðrir atvinnugeirar (OECD, 2010). Í yfirstandandi kreppu fækkaði starfsfólki í byggingargeiranum hraðar en framleiðslan dróst saman en það orsakaði framleiðnivöxt í löndum þar sem byggingargeirinn hafði verið í miklum vexti í uppsveiflunni. Þetta á hins vegar ekki við um öll lönd. Til að mynda hefur dregið úr framleiðni í Eistlandi og Lettlandi, en skýringin er sennilega sú að samdráttur landsframleiðslu þar var svo mikill og skyndilegur að þrátt fyrir að atvinna drægist verulega saman dugði það ekki til að vega upp á móti samdrætti framleiðslunnar.

Framleiðniþróun á Íslandi

Nokkuð dró úr framleiðni hér á landi í aðdraganda fjármálakreppunnar. Töluverð umfræftirspurn eftir vinnuafli hafði verið viðvarandi um nokkurt skeið og er líklegt að það hafi haft í för með sér að ráðið var reynsluminna fólk. Einnig var mikil hreyfing á vinnuafli og hefur hvort tveggja án efa dregið úr framleiðni vinnuafls. Árið 2008 dróst framleiðni umtalsvert saman sem kann að skýrast af því að framkvæmdum við Kárahnjúka lauk að mestu árið 2007 (sjá mynd 1).¹

Hins vegar jókst framleiðni nokkuð í kjölfar hruns bankanna. Fjöldi starfandi dróst talsvert saman og heildarvinnuáhrif minnkaði enn meira. Hvort tveggja minnkaði meira en sem nam samdrætti framleiðslunnar. Eins og í Bandaríkjunum og á Spáni má telja líklegt að hrun fasteignamarkaðar og byggingargeirans í kjölfarið hafi haft talsverð áhrif á það hversu hratt starfandi fólk fækkaði. Árið eftir að fjármálakreppan skall á fækkaði starfandi í byggingariðnaði um ríflega 6.000 sem skýrir tæplega helming af fækkun starfandi fólks á árinu þrátt fyrir að starfsmenn í greininni hafi verið einungis tæplega 3,5% af starfandi árið áður (sjá mynd 3). Einnig var nokkuð um endurskipulagningu fyrirtækja í kjölfar hrunsins sem líklega hafði í för með sér fækkun starfsmanna. Vinnutími stýttist einnig töluvert og fólk í hlutastörfum fjölgaði.²

Frá miðju síðasta ári hefur mæld framleiðni hins vegar dregist saman á ný. Að hluta til kann það að vera vegna þess hversu hægt

1. Fjöldi erlendra ríkisborgara hafði komið til landsins til að vinna við virkjanaframkvæmdir á Kárahnjúkum. Brottflytningur erlendra ríkisborgara kemur seint fram í tölum Hagstofu Íslands en mikil fækkun erlendra starfsmanna kann að koma fram sem samdráttur í mældri framleiðni.

2. Tímabundnar breytingar voru gerðar á atvinnuleysistryggingalögjögfinni í nóvember 2008 sem áttu að gera það auðveldara fyrir launafólk og sjálfstætt starfandi að fá atvinnuleysisbætur á móti hlutastarfi. Þessar reglur giltu til 1. maí 2009.

endurskipulagning fyrirtækja hefur gengið. Enn búast t.d. 40% stjórnenda fyrirtækja í byggingariðnaði við að fækka fólki á næstu sex mánuðum þrátt fyrir verulegan samdrátt í fjölda starfandi í greininni síðastliðin ár.³ Einnig er hugsanlegt að sá samdráttur í framleiðni sem mælist miðað við núverandi gögn eigi eftir að breytast við endurskoðun þjóðhagsreikninga enda líklegt að meiri skekkja sé í gögnunum í núverandi árferði (sjá umfjöllun í kafla IV). Einnig virðist sem fjölgun starfandi fólks sem mældist á öðrum fjórðungi ársins megi skýra með úrtaksskekkju (sjá umfjöllun í kafla VI).

Efnahagsbati án fjölgunar starfa?

Samdráttarskeið sem fylgir hrúni á fasteignamarkaði og kerfislægri fjármálakreppu eins og hér hefur verið leiðir að öllu jöfnu til mikils samdráttar í landsframleiðslu. Í kjölfarið fylgir hægfara efnahagsbati og hæg fjölgun starfa (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2009a). Rannsóknir sýna einnig að þróun framleiðni í niðursveiflu getur gefið vísbendingu um fjölgun starfa eftir að efnahagsbatinn hefst. Þar sem viðhald starfa (e. labour hoarding) hefur verið nógu mikið til að leiða til verulegs samdráttar framleiðni eru taldar meiri líkur á hagvexti án sköpunar nýrra starfa. Aðrar rannsóknir benda til þess að störfum taki ekki að fjölga fyrr en fjárfesting hefur tekið við sér (Gylfi Zoega, 2010).

Ef reynsla annarra landa nú og í fyrri fjármálaáföllum er vísbending um það sem koma skal, er líklegt að störfum muni fjölga hægt hér á landi eftir að þjóðarþúskapurinn hefur tekið við sér. Hér á landi hefur samdráttur vinnutíma verið meiri en samdráttur í störfum. Það ætti því að vera töluvert svigrúm til að auka framleiðslu án þess að ráða nýtt fólk. Samkvæmt OECD (2010) gæti landsframleiðsla í Þýskalandi, þar sem aðlögunin fór að mestu fram í gegnum styttri vinnutíma, aukist um 8% án aukningar atvinnu en einungis um 1½% í Bandaríkjunum en þar fækkaði aðallega störfum. Á sama hátt má ætla að hérlandis geti landsframleiðsla aukist um rúmlega 3% án fjölgunar starfa.

Grunnspá Seðlabankans sem birt er í þessum *Peningamálum* gerir ráð fyrir að efnahagsbatinn hafi hafist á þriðja fjórðungi þessa árs. Hins vegar er gert ráð fyrir að aðlögun vinnumarkaðarins sé enn ekki lokið. Ætla má að atvinnuleysi eigi enn eftir að aukast og nái ekki hámarki fyrr en í upphafi næsta árs. Jafnframt er því spáð að atvinna taki ekki að aukast fyrr en um mitt næsta ár eða um ári á eftir viðsnúningi í hagvexti, sem er í takt við reynslu annarra landa í kjölfar fjármálakreppu. Fyrsta árið eftir að atvinna tekur að aukast er spáð tæplega 3% hagvexti, en ekki gert ráð fyrir að atvinna aukist nema um rúma prósentu á sama tíma. Gangi það eftir mun mæld framleiðni því aukast töluvert. Hlutfall starfandi fólks verður hins vegar enn um fimm prósentum lægra við lok spátímans en þegar það var hæst í uppsveiflunni á árunum 2006-2008.

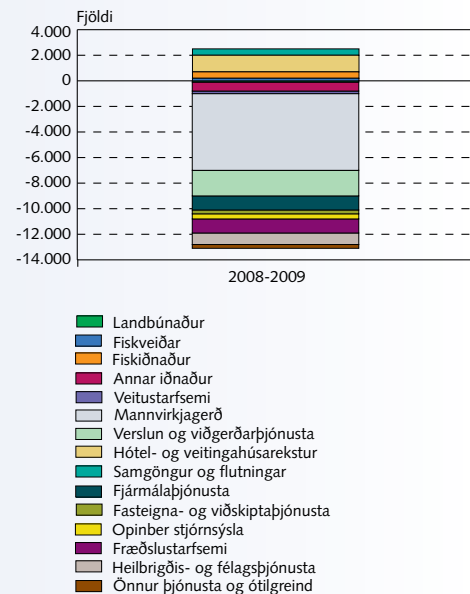
3. Könnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins í september.

Heimildir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009a), *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks* (Washington, apríl).
 Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009b), „Will the Recovery be Jobless?“. *World Economic Outlook* (Washington, október).
 Gylfi Zoega (2010), *The Financial Crisis: Joblessness and Investmentlessness, Capitalism and Society*, vol. 5: Iss. 2, Article 3.
 OECD (2010), „Return to Work After the Crisis“. *OECD Economic Outlook*, vol. 2010/1.

Mynd 3

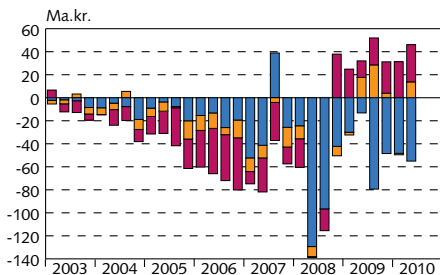
Breyting á fjölda starfandi eftir atvinnugreinum 2008-2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

VII Ytri jöfnuður

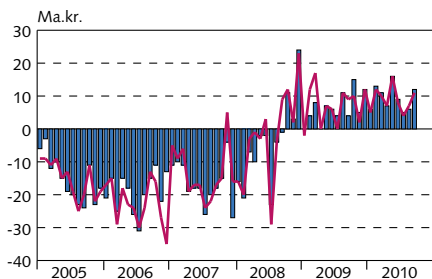
Mynd VII-1
Undirþættir viðskiptajafnaðar¹
1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2010



■ Páttatekjujöfnuður
■ Vöruskiptajöfnuður
■ Þjónustujöfnuður

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

Mynd VII-2
Vöruskiptajöfnuður
Á föstu gengi, janúar 2005 - september 2010



■ Vöruskiptajöfnuður án skipa og flugvéla
— Vöruskiptajöfnuður

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Viðskiptajöfnuður á fyrri helmingi ársins 2010 var neikvæður um 27 ma.kr. eða 3,6% af vergri landsframléiðslu. Á sama tíma í fyrra mældist afgangur upp á 1,6% þar sem óvenju lítill halli var þá á þáttatekjujöfnuði sökum þess að mikið tap var á íslenskum fyrirtækjum í eigu erlendra aðila. Á fyrri hluta ársins 2010 var afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum að verðmæti 74,5 ma.kr. en 101,7 ma.kr. halli á þáttatekjujöfnuði (að reiknuðum vaxtatekjum og áföllnum gjöldum vegna innlánsstofnana í slitameðferð meðtöldum). Þar sem þessar tekjur og gjöld endurspeglu ekki eiginlegt gjalddeyrslflæði 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 21,4 ma.kr. eða 2,9% af vergri landsframléiðslu á fyrri hluta ársins.

Vöru- og þjónustujöfnuður áfram jákvæður

Vöruskiptajöfnuðurinn hefur verið jákvæður í hverjum mánuði á fyrstu níu mánuðum ársins. Samdráttur í innflutningi náði hámarki um mitt ár 2009 og lauk í byrjun ársins 2010. Frá því í mars og fram í september sl. hefur innflutningur aukist um rúm 15% að meðaltali á mánuði milli ára, mælt á föstu gengi. Þrátt fyrir það var afgangur á vöruskiptajöfnuði töluvert meiri fyrstu níu mánuði ársins heldur en á sama tíma í fyrra. Mikill samdráttur innflutnings á árunum 2008 og 2009 var ekki einungis afleiðing hruns krónunnar, heldur var samdráttur t.a.m. fjárfestingarvöru mikill vegna óvenjumikillar aukningar í tengslum við stóriðjuframkvæmdir á árunum 2003-2007. Einnig var á sama tíma gifurleg aukning í innflutningi flutningstækja. Því má ætla að þegar innflutningur kemst í jafnvægi á ný verði hann minni en á uppgangstímanum, enda er innflutningur sem hlutfall af landsframléiðslu nálægt langtímaeðaltali sínu eftir að hafa farið langt yfir það í aðdraganda fjármálakreppunnar (sjá umfjöllun í kafla IV).

Verðmæti útflutnings hefur farið vaxandi frá því í byrjun árs, að febrúarmánuði undanskildum, og var rúmlega 14% hærra á fyrstu níu mánuðum ársins en á sama tíma fyrir ári. Töluverð hækkun á álverði og hærra verð sjávarafurða skýra stóran hluta aukningarinnar. Afgangur á vöruskiptajöfnuði hefur verið um 9,1 ma.kr. á mánuði að jafnaði á þessu ári og var rúmlega 82 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins, mælt á föstu gengi.

Þjónustuviðskipti voru jákvæð á öðrum fjórðungi ársins um 13,6 ma.kr. eftir lítills háttar halla á fyrsta ársfjórðungi. Auknar tekjur af samgöngum og annarri þjónustu eru megin skýring á afgangi þjónustuviðskiptanna á fyrri helmingi ársins, en aukin útgjöld vegna ferðalaga Íslendinga erlendis vega upp á móti auknum útflutningstekjum af ferðaþjónustu.

Horfur eru á áframhaldandi afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum á seinni hluta ársins, þrátt fyrir að innflutningur sé farinn að aukast. Útflutningsverð hefur haldist hátt, raungengið er lágt í sögulegu samhengi, þrátt fyrir nokkra hækkun undanfarið, og greiðslukortatölur benda til aukinna tekna af erlendum ferðamönnum. Því er gert ráð fyrir að útflutningsverðmæti vöru og þjónustu verði aðeins

meira en í síðustu spá og að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði nái hámarki á þessu ári í um 9½% af vergri landsframleiðslu en minnki svo jafnt og þétt yfir spátímam þegar innflutningur eykst í kjölfar aukinnar innlendrar eftirspurnar.

Þáttatekjuhallinn eykst enn frekar

Þrátt fyrir töluverðan afgang á vöru- og þjónustuviðskiptum á fyrri hluta ársins varð halli á viðskiptajöfnuði 2,4% af vergri landsframleiðslu á öðrum ársfjórðungi og tæplega 5% á fjórðungnum á undan. Þetta skýrist af miklum halla á þáttatekjum á fyrri hluta ársins.

Þáttatekjuhallinn nam samtals rúmum 97 ma.kr. á fyrri hluta ársins og er að mestu tilkominn vegna neikvæðs vaxtajafnaðar, sem var neikvæður um rúmlega 80 ma.kr. Þar við bætist að ávöxtun hlutfjár var einnig neikvæð, um rúma 19 ma.kr. Þáttatekjuhallinn var því töluvert meiri en á sama tíma fyrir ári þrátt fyrir að vaxtajöfnuður hafi verið svipaður milli ára, þar sem mikið tap á erlendum fyrirtækjum olli því að innlendir aðilar töpuðu verulega á eignum sínum erlendis sem bættist ofan á vaxtakostnaðinn.

Endurskoðun leiðir í ljós meiri viðskiptahalla árið 2008 en minni árið 2009

Endurskoðaðar tölur fyrir árin 2008 og 2009 sýna að viðskiptahallinn var meiri árið 2008 en minni árið 2009 en opinberar tölur bentu til við útgáfu síðustu *Peningamála*. Endurskoðaðar tölur fyrir árið 2008 benda til þess að halli ársins hafi verið 46 ma.kr. meiri en áður var talið eða 22,1% af vergri landsframleiðslu í stað 18,5%. Endurskoðunin var einkum vegna betri upplýsinga um tekjur og gjöld einstakra fyrirtækja. Hins vegar benda endurskoðaðar tölur til þess að viðskiptahallinn á síðasta ári hafi verið 27 ma.kr. minni en áður birtar tölur sýndu eða 2,2% af vergri landsframleiðslu í stað 3,8%. Minni halli er tilkominn bæði vegna meiri afgangar af vöru- og þjónustuviðskiptum en einnig vegna minni halla á þáttatekjujöfnuði. Meiri vöru- og þjónustuafgangur stafar af meiri útflutningstekjum en áður var áætlað, einkum í þjónustu, en minni þáttatekjuhalli skýrist af minna neikvæðum vöxtum af hluthafalánnum.

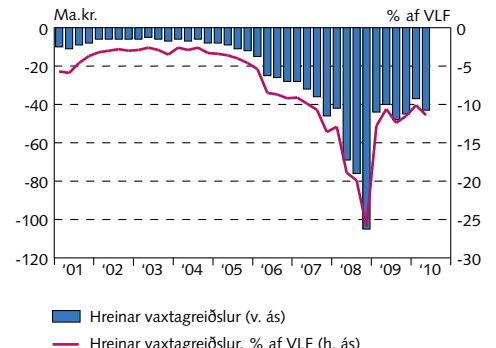
Áfallnir vextir innlánsstofnana í slitameðferð skekkja myndina

Eins og fram kom hér að ofan má einkum rekja þáttatekjuhallann á síðasta ári til halla á vaxtajöfnuði. Eins og minnst hefur verið á í fyrri heftum *Peningamála* endurspeglar vaxtajöfnuðurinn ekki raunverulega tekjustrauma 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.

Afgangur á viðskiptajöfnuði ef leiðrétt er fyrir áföllnum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð

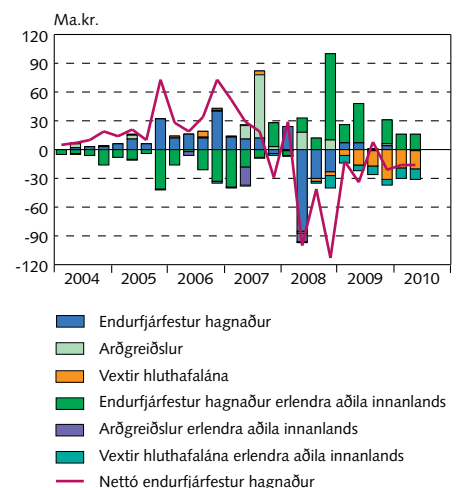
Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta var jákvæður um 74,5 ma.kr. á fyrri hluta ársins en þáttatekjuhallinn nam 101,7 ma.kr.

Mynd VII-3
Hreinar erlendar vaxtagreiðslur
1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2010



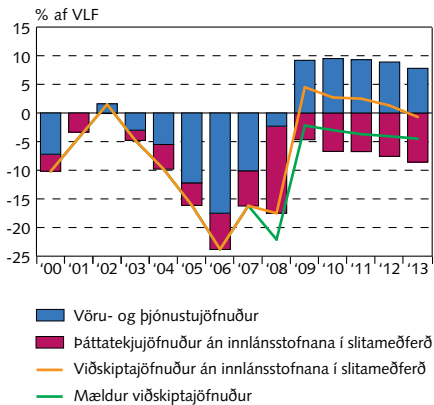
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-4
Arður af fjárfestingu
1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-5
Viðskiptajöfnuður 2000-2013¹



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2010-2013.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Viðskiptajöfnuðurinn á fyrri hluta ársins var því neikvæður um 27 ma.kr. eða 3,6% af vergri landsframleiðslu, eins og áður hefur verið rakið. Ef leiðrétt er fyrir áföllnum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð, verður hins vegar viðsnúningur á viðskiptajöfnuðinum og í stað halla fæst 21,4 ma.kr. afgangur eða sem nemur 2,9% af landsframleiðslu.

Horfur eru á verulegum afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði á seinni hluta ársins eins og áður sagði. Á móti kemur verulegur halli á þáttatekjufjöfnuði. Fyrir árið í heild er gert ráð fyrir að viðskiptahallinn samkvæmt opinberu uppgjöri nemi rúmum 46 ma.kr. eða 3% af vergri landsframleiðslu, sem er aðeins meiri halli en gert var ráð fyrir í síðustu spá, þar sem þáttatekjuhallinn er nokkru meiri. Sé leiðrétt fyrir áföllnum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð, verður hins vegar afgangur á viðskiptajöfnuði að upphæð 44 ma.kr. eða sem nemur 2,8% af vergri landsframleiðslu, sem er minni afgangur en gert var ráð fyrir í ágústspánni, þar sem þáttatekjuhallinn er meiri.

Aukinn halli á vaxtajöfnuði á næstu árum

Vaxtatekjur og -gjöld eru langstærsti liður þáttatekjujafnaðarins og mun þróun þeirra ráða mestu um þróun jafnaðarins á næstu árum. Lækkun erlendra vaxta endurspegladist í lækkandi vaxtagjöldum á síðasta ári og í byrjun þessa árs. Vaxtagreiðslur jukust nokkuð á öðrum ársfjórðungi og er gert ráð fyrir frekari hækkun vaxtagjalda í tengslum við þau lán sem tekin hafa verið til stækkunar gjalddeyrisforðans, þótt vissulega komi vaxtatekjur þar á móti í einhverjum mæli. Þar að auki er gert ráð fyrir að þegar peningastefna viðskiptalanda Íslands færir í eðlilegt horf á ný munu vextir hækka og vaxtajöfnuðurinn versna að öðru óbreyttu auk þess að reiknað er með vaxtagjöldum vegna Icesave-skuldbindingarinnar. Í spánni er gert ráð fyrir að halli á þáttatekjufjöfnuði muni aukast á ný á næstu árum.

Viðskiptahallinn samkvæmt opinberum tölum mun því aukast á ný og er áætlað að hann nemi 3,7% af vergri landsframleiðslu á næsta ári og hækki svo í 4-4½% á árunum 2012-2013 sem er heldur meiri halli en í síðustu spá. Hins vegar er áætlað að afgangur verði á viðskiptajöfnuðinum, ef leiðrétt er fyrir innlánsstofnunum í slitameðferð, og hann verði 2,8% á árinu 2011 en lækki í 1,3% á árinu 2012. Á árinu 2013 er gert ráð fyrir að viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð verði aftur neikvæður um 0,7% af landsframleiðslu þar sem afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum minnkar á sama tíma og þáttatekjuhallinn eykst.

VIII Verðlagsþróun og verðbólguhorfur

Verðbólga hefur hjaðnað hraðar en búist var við í síðustu *Peningamálum* og er útlit fyrir að hún verði við verðbólguþröngun Seðlabankans í lok ársins. Undirliggjandi ársverðbólga, þ.e. án áhrifa breytinga óbeinna skatta, nam 2,6% í október og er því við verðbólguþröngun. Hraðari hjaðnun verðbólgu en gert var ráð fyrir má að mestu rekja til þess að hluti af spáðum verðhækkunum á matvöru vegna hækkunar heimsmarkaðsverðs hefur enn ekki komið fram, gengi krónunnar hefur hækkað heldur meira en búist var við og gengishækkunin haft meiri áhrif til þess að draga úr verðbólguþröngun. Verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði hafa heldur aukist að undanförmu en hjaðnað á aðra mælikvarða þótt þær séu enn háar á meðal almennings. Horfur eru á að verðbólga verði undir markmiði á árinu 2011 og að verðlagsáhrif breytinga óbeinna skatta verði töluvert minni en áður var talið.

Verðbólga hefur hjaðnað hratt að undanförmu

Í byrjun ársins 2010 nam verðbólga 7,5% og hafði hjaðnað jafnt og þétt yfir árið 2009. Eftir tímabundið bakslag sl. vor hefur tólf mánaða verðbólga hjaðnað hratt og nam 3,3% í október. Mæld verðbólga hefur því ekki verið minni síðan sumarið 2005. Undirliggjandi ársverðbólga nam hins vegar 2,6% í október. Ef jafnframt er horft fram hjá áhrifum ýmissa sveiflukenndra liða, opinberrar þjónustu og vaxtakostnaðar fasteignalána var verðbólga einnig 2,6%. Verðbólguþröngun hefur því minnkað verulega. Gert er ráð fyrir að efnahagsbatinn verði hægur og töluverður slaki er til staðar á vöru- og vinnumarkaði (sjá kafla IV og VI).

Gengishækkun krónunnar hefur dregið úr verðbólguþröngun

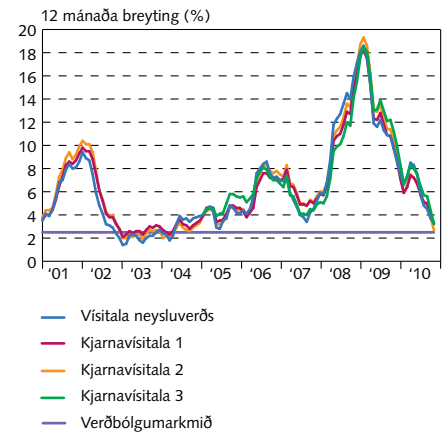
Gengi krónunnar hefur styrkst um 13% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá áramótum sem hefur einnig dregið verulega úr verðbólguþröngun. Gengishækkunin hefur átt stóran þátt í því að verðbólga hefur hjaðnað hratt. Áhrif styrkingar krónunnar til lækkunar á verði innfluttrar vöru hafa smám saman komið fram. Verð innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks var 3,4% hærra í október en ári áður þótt verð innfluttrar mat- og drykkjarvöru hafi lækkað um 1,4%.¹ Ekki hefur mælst verðlækkun á þennan mælikvarða síðan í febrúar 2008 eða áður en gengi krónunnar lækkaði verulega.

Sögulega hafa áhrif gengisstyrkingar krónunnar verið mun minni og lengur að koma fram en áhrif gengislækkunar krónunnar. Fyrirtæki hafa því virst tregari til að hleypa gengisstyrkingu út í verðlag. Þótt gengisstyrking krónunnar að undanförmu hafi vissulega dregið mjög úr verðbólguþröngun og verðbólguvæntingar lækkað virðist enn taka innflutningsverðlag nokkurn tíma að lækka að ráði. Gengishækkun krónunnar á sér stað á sama tíma og mikill slaki er í þjóðarbúskapnum. Leiða má líkur að því að áhrif gengisbreytinga verði meiri við þessar aðstæður en ella. Á hinn bóginn eiga mörg fyrirtæki í rekstrarerfiðleikum vegna mikillar skuldsetningar og eiga því erfiðara um vik að

Mynd VIII-1

Verðbólga

Janúar 2001 - október 2010¹



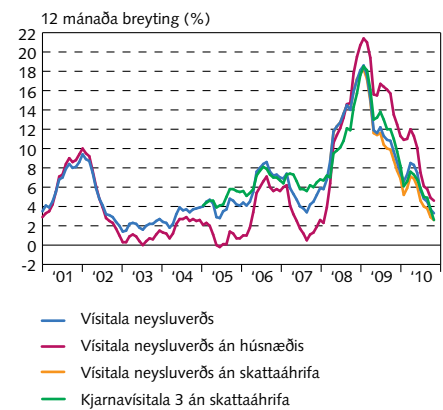
1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensins. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-2

Verðbólga á ýmsa mælikvarða

Janúar 2001 - október 2010

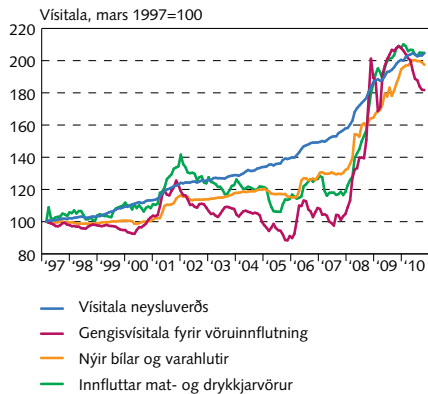


Heimildir: Hagstofa Íslands.

1. Tólf mánaða verðhækkun innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks náði hámarki í rúmlega 30% í janúar 2009 og þar af hafði verð innfluttrar mat- og drykkjarvöru lækkað um 56%.

Mynd VIII-3

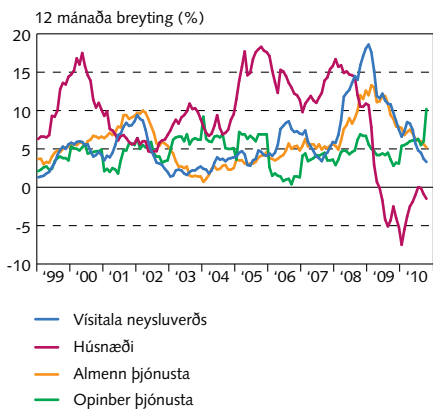
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru
Mars 1997 - október 2010



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4

Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta
Janúar 1999 - október 2010

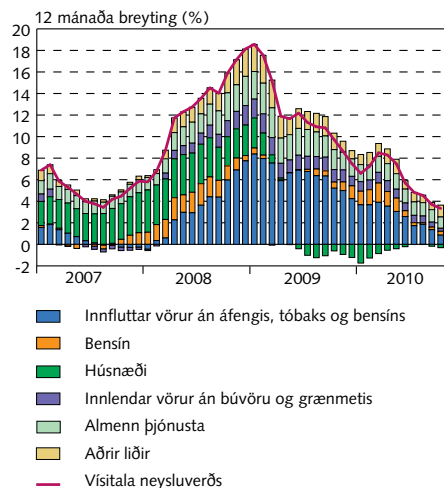


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

Undirlíðir verðbólgu

Framlag einstakra undirlíða til verðbólgu jan. 2007 - okt. 2010



Heimild: Hagstofa Íslands.

lækka verð. Samkeppnisþrýstingur ætti þó að takmarka svigrúm fyrirkæpta til að velta þessum kostnaðarþætti út í verðlag.

Ein vísbending um áhrif gengisbreytinga er munur á þjónustu- og vöruverðbólgu þar sem áhrif gengishækkunar krónunnar ættu að vera meiri á vöruverð. Verð almennrar þjónustu var í október rúmlega 5% hærra en ári áður og verð opinberrar þjónustu rúmlega 10% hærra.² Á sama tíma hafði verð dagvöru hækkað um rúm 1%. Það hefur því dregið hraðar úr vöruverðbólgu á undanfögnu ári á meðan þjónustuverðbólga hefur verið þrálátari.

Litlar breytingar á íbúðaverði

Tólf mánaða verðbólga án húsnæðis nam 4,6% í október. Íbúðaverð hefur hækkað lítillega frá síðustu útgáfu *Peningamála* og er samkvæmt vísitölu markaðsverðs sem Hagstofa Íslands birtir 1,7% lægra yfir allt landið en fyrir ári, þótt mæld lækking sé einungis bundin við höfuðborgarsvæðið.³ Reiknuð húsaleiga, sem ræðst af markaðsverði húsnæðis og raunvöxtum, hefur lækkað um 4½% sl. tólf mánuði. Í fyrri útgáfum *Peningamála* hefur birst umfjöllun um að lítil velta á húsnæðismarkaði hafi hugsanlega leitt til vanmats á lækkingu íbúðaverðs í vísitölumælingum. Velta hefur aukist á húsnæðismarkaði að undanfögnu og er sá möguleiki fyrir hendi að með aukinni veltu mælist meiri lækkingu íbúðaverðs. Framlag húsnæðisliðarins til lækkingar vísitölu neysluverðs sl. tólf mánuði nam 0,3 prósentum í október.

Verðbólguvæntingar á reiki

Álag út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa hefur heldur aukist frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Skýringuna má m.a. rekja til lækkingar ávöxtunarkröfu íbúðabréfa, væntinga um að styttra sé í afnám gjaldeyrishafta en áður var búist við og þar af leiðandi aukinnar áhættuþóknunar vegna óvissu um verðbólguhorfur. Erfitt er hins vegar að meta með vissu að hve miklu leyti þessi hækkun endurspeglar auknar verðbólguvæntingar og að hve miklu leyti hún endurspeglar aukið áhættuálag. Miðað við álagið virðast verðbólguvæntingar til næstu fimm ára vera 2,8% og 3% þegar horft er lengra fram í tímann (væntingar um meðalverðbólgu árána 2015-2020).

Aðrir mælikvarðar benda til þess að dregið hafi úr verðbólguvæntingum að undanfögnu. Í könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í september sl. væntu heimilin þess að verðbólga yrði 6% eftir eitt ár samkvæmt miðgildi svara, sem er tveggja prósentna lækking frá því í júní. Væntingar um verðbólgu eftir tvö ár höfðu einnig lækkað um tvær prósentur frá síðustu könnun og námu 5% í september. Verðbólguvæntingar heimila eru því enn háar þrátt fyrir hraða hjöðnun verðbólgu og bættar verðbólguhorfur. Í þessari könnun var staðalfrávik svara reyndar afar hátt. Ef þróun staðalfráviks svara um verðbólguvæntingar til eins árs er skoðuð aftur í tímann kemur í ljós að staðalfrávik jökst eftir því sem verðbólguvæntingar og verðbólga jukust á árunum 2008 og 2009

2. Sjá umfjöllun síðar um hækkun orkuverðs á fjórða ársfjórðungi.

3. Verð á fjölbyli á höfuðborgarsvæðinu hefur lækkað um 2,5% sl. tólf mánuði, verð á einbyli á höfuðborgarsvæðinu um 3,4% en verð á landsbyggðinni hefur hækkað um 1%.

en hefur ekki lækkað til jafns við hjöðnun verðbólgu að undanfögnu. Staðalfrávikin hefur að meðaltali verið 2,8% frá því að mælingar hófust árið 1998 en í kjölfar fjármálakreppunnar hefur það að meðaltali verið um 6,4% þrátt fyrir hraða hjöðnun verðbólgu frá þeim tíma. Það gefur vísendingu um að verðbólguvæntingar hafi um tíma farið úr böndunum og skort hafi á trúverðugleika verðbólgu markmiðs Seðlabankans. Það gefur einnig til kynna að þótt verðbólga stefni í markmið á næstu mánuðum, að spáð sé að hún verði í grennd við markmið á spátímanum og væntingar annarra aðila samrýmist því, virðist enn verk að vinna við að sannfæra almenning um getu bankans til að halda verðbólgunni við 2,5% markmið til lengri tíma, en einnig gæti þetta verið vísending um almennari vantrú á hagstjórn og stofnanir í framhaldi af gjaldeyris- og bankakreppunni.

Í könnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, sem framkvæmd var í september sl., væntu stjórnendur þeirra (miðað við miðgildi) að verðbólga yrði um 2,5% eftir eitt ár sem er lækking um 0,5 prósentur frá síðustu könnun í júní. Hins vegar væntu þeir að verðbólga yrði um 4% að tveimur árum liðnum, 1 prósentu minna en í könnun frá því í mars. Þegar spurt er nánar um verðákvarðanir fyrirtækja töldu stjórnendur 58% þeirra að verð á vöru og þjónustu fyrirtækisins myndi standa í stað á næstu sex mánuðum og þriðjungur þeirra bjóst við að hækka verð, en það eru svipaðar niðurstöður og í könnun í mars. Athygli vekur að þriðjungur stjórnenda í verslun hugðist lækka verð á næstu sex mánuðum samanborið við 6% síðast.

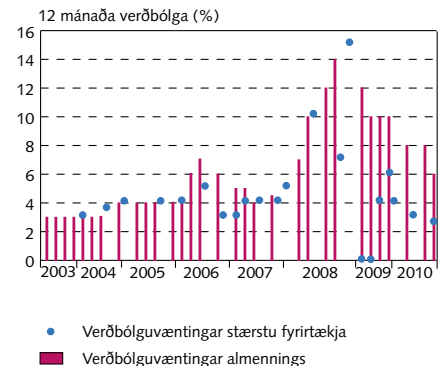
Verðbólga hefur hjaðnað hraðar en spáð var

Verðbólga var 4,3% á þriðja ársfjórðungi þessa árs en í síðustu *Peningamálum* var búist við 4,8% verðbólgu. Undirliggjandi verðbólga, þ.e. verðbólga að undanskildum áhrifum breytinga á neyslusköttum, nam 3,6% á þriðja ársfjórðungi en spáð var 4% verðbólgu. Má rekja það m.a. til þess að hluti af spáðum verðhækkunum á matvöru vegna hækkunar heimsmarkaðsverðs kemur fram síðar, gengishækkun krónunnar hefur haft meiri áhrif en gert var ráð fyrir og verðbólguþrýstingur hefur á heildina litið verið minni. Framleiðslulakinn virðist einnig hafa verið meiri á fyrri hluta ársins en áður hafði verið talið.

Tímabundin áhrif vegna hækkunar orku- og matvöruverðs

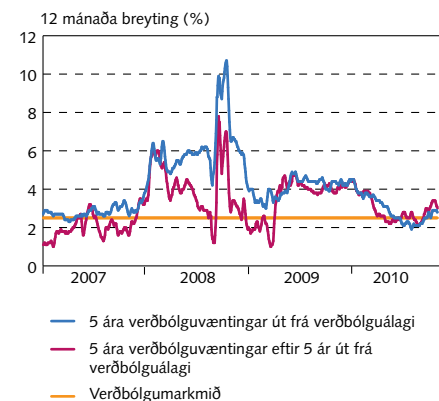
Skammtímaverðbólguhorfur hafa batnað og verður verðbólga á fjórða ársfjórðungi þessa árs minni en spáð var í síðustu *Peningamálum* í ljósi minni verðbólguþrýstings vegna heldur sterkara gengis krónunnar, meiri framleiðslulaka í þjóðarbúskapnum, meiri samdráttar í kaupmætti ráðstöfunartekna og einkaneyslu á árinu 2010 auk betri upphafsstöðu. Búist er við nokkurri lækkingu á verði innfluttrar vöru haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að undirliggjandi verðbólga verði 2,1% á fjórða ársfjórðungi en einföld tölfræðilíkon benda til aðeins hægari hjöðunar verðbólgu og að hún verði á bilinu 2-2,5%. Skýringuna á hraðri hjöðnun verðbólgu milli þriðja og fjórða ársfjórðungs má að hluta til rekja til tölverðra grunnáhrifa þegar 2,5% hækkun á fjórða ársfjórðungi 2009 frá fyrri ársfjórðungi fellur úr tólf mánaða samanburði.

Mynd VIII-6
Verðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila til eins árs



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VIII-7
Verðbólguvæntingar m.v. mun á framvirkum óverðtryggðum og verðtryggðum vöxtum¹
Daglegar tölur 2. apríl 2007 - 25. október 2010

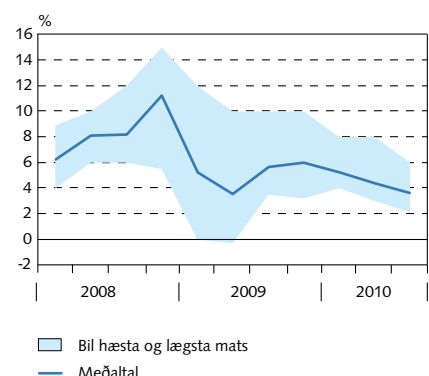


1. Verðbólguvæntingar eru reiknaðar út frá mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa (5 daga hreyfanleg meðaltal).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-8
Verðbólguvæntingar til eins árs miðað við mismunandi mælikvarða¹

1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2010

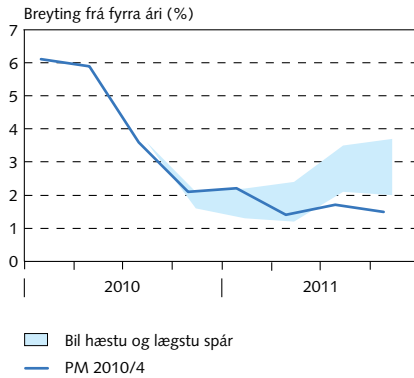


1. Miðað við verðbólguvæntingar fyrirtækja, heimila og af skuldabréfamarkaði til eins árs og verðbólguþspá Seðlabankans eitt ár fram í tímann. Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-9

Verðbólguþáttur úr ólíkum líkönum

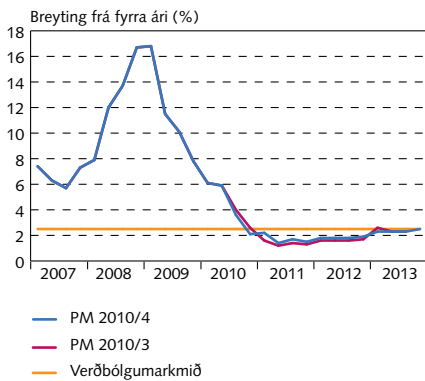
Verðbólga án skattaáhrifa 1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-10

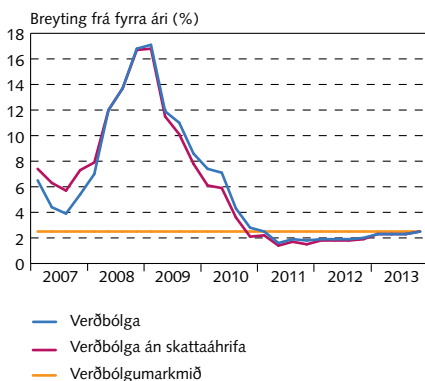
Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2010/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-11

Verðbólga með og án skattaáhrifa



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Á fjórða fjórðungi þessa árs eiga sér stað verðhækkunar á orku- og matvöruverði vegna gjaldskrárhækkunar og hækkunar á heimsmarkaðsverði matvöru undanfarna mánuði. Í október námu bein verðlagsáhrif vegna gjaldskrárhækkunar Orkuveitu Reykjavíkur tæpum 0,3 prósentum og búist er við um 0,1 prósentu áhrifum í nóvember. Nokkur óvissa er um hversu mikil afleiðd verðlagsáhrif verða af þessum gjaldskrárhækkunum í formi frekari hækkunar orkuverðs og aukins orkukostnaðar fyrirtækja. Til viðbótar er töluverð óvissa um hversu mikil heildaráhrif hækkunar heimsmarkaðsverðs matvöru verða, hversu hratt þau koma fram og í hve miklum mæli verðlækkun innfluttrar vöru vegna styrkingar krónunnar vegur þar upp á móti.

Mæld verðbólga nálgast verðbólguþáttur Seðlabankans

Spáð er að mæld verðbólga nái verðbólguþátturmið í lok þessa árs og verði undir þátturmið á næsta ári sem er fyrr en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Búist er við að meðalverðbólga á árinu 2010 verði 5,4%, 1,9% á næsta ári og 1,9% á árinu 2012. Minni mæld verðbólga á næsta ári en áður var spáð má að stórum hluta rekja til endurmats á verðlagsáhrifum breytinga óbeinna skatta. Verðlagsáhrif vegna skattabreytinga og/eða breytinga í ýmsum vörugjöldum vegna tekjuöflunaraðgerða hins opinbera á næsta ári eru nú talin verða töluvert minni en áður var áætlað eða 0,25 prósentur í staðinn fyrir 1,4 prósentur. Ennfremur er búist við að þau verði 0,1 prósentu á árinu 2012 í stað 0,6 prósentna. Þessi spá byggir á upplýsingum í fjárlagafrumvarpi fyrir næsta ár (sjá nánar umfjöllun í kafla V).

Hraðari hjöðnun verðbólgu eða hætta á viðsnúningi?

Meðal helstu óvissuþátta um verðbólguhorfur má nefna óvissu sem snýr að gengisþróun. Í grunnspánni er gert ráð fyrir hægfara styrkingu krónunnar. Ef gengi krónunnar styrkist hraðar og áhrif gengishækkunar á verðlag verða meiri er möguleiki á að verðbólga hjaðni enn hraðar. Á hinn bóginn gæti gengi krónunnar aftur á móti veikst og einnig er hætta á annarrar umferðar áhrifum vegna verðhækkunar orku- og matvöruverðs ef afleiddar verðhækkunar verða miklar og smitast út í verðbólguvæntingar. Í grunnspánni er gert ráð fyrir hóflegum launahækkunum í næstu kjarasamningum og að vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu verði í meginatriðum í samræmi við verðbólguþátturmið (sjá kafla VI). Ef þrýstingur til að leiðrétta kaupmátt launa verður meiri en búist er við er hætta á að verðbólga verði meiri en ella (sjá nánar umfjöllun í kafla I).

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþá 2010/4

 Tafla 1 Þjóðhagsþá¹

Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
		2009	2010	2011	2012	2013
Einkaneysla	765,4	-16,0 (-14,6)	-0,3 (0,5)	3,6 (3,3)	2,3 (3,5)	2,2
Samneysla	396,9	-1,7 (-3,0)	-1,7 (-3,2)	-2,4 (-3,8)	-2,4 (-2,4)	2,0
Fjármunamyndun	207,9	-50,9 (-49,9)	-3,7 (-3,8)	8,3 (24,6)	22,0 (6,3)	12,2
Atvinnuvegafjárfesting	115,8	-55,0 (-54,2)	13,6 (15,1)	10,8 (35,6)	26,3 (2,8)	12,0
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	40,1	-55,7 (-55,7)	-22,1 (-24,3)	24,2 (23,9)	20,4 (26,0)	15,9
Fjárfesting hins opinbera	52,1	-31,6 (-28,9)	-28,2 (-29,9)	-13,5 (-15,2)	4,5 (4,5)	8,0
Þjóðarútgjöld	1.369,1	-20,9 (-20,1)	-1,6 (-0,7)	2,8 (3,7)	4,2 (2,5)	4,0
Útflutningur vöru og þjónustu	794,8	7,4 (6,2)	0,4 (-1,2)	0,8 (1,2)	2,0 (1,8)	2,0
Innflutningur vöru og þjónustu	663,2	-24,1 (-24,0)	2,9 (1,3)	1,8 (3,7)	4,8 (3,5)	3,9
Verg landsframleiðsla	1.500,8	-6,8 (-6,5)	-2,6 (-1,9)	2,1 (2,4)	2,7 (1,7)	3,0
<i>Aðrar lykilstærðir</i>						
Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.501 (1.500)	1.561 (1.599)	1.617 (1.701)	1.706 (1.806)	1.791	
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)		8,8 (8,0)	9,5 (9,6)	9,3 (9,2)	8,9 (9,8)	7,8
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-2,2 (-3,8)	-3,0 (-2,2)	-3,7 (-3,7)	-4,1 (-2,6)	-4,5
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu) ²		4,3 (2,1)	2,8 (3,6)	2,5 (1,1)	1,3 (1,1)	-0,7
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		-3,1 (-3,0)	-4,5 (-3,9)	-1,9 (-2,1)	-0,6 (-1,2)	0,2
Launakostnaður á framleidda einingu (br. ársmeðaltala)		-0,3 (-0,4)	6,5 (6,1)	3,2 (3,5)	3,2 (5,0)	1,9
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)		-17,7 (-20,3)	-9,2 (-6,4)	0,6 (-0,2)	3,2 (3,0)	2,3
Atvinnuleysi (% af mannafla)		8,0 (8,0)	8,2 (8,5)	7,2 (7,7)	5,5 (5,9)	4,0
Gengi krónu gagnvart evru		172,0 (172,0)	161,9 (162,6)	152,8 (155,6)	151,1 (156,0)	149,9

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

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

 Tafla 2 Verðbólguþá (%)³

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma árið áður)	Verðbólga án skattaáhrifa (br. frá sama tíma árið áður)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
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 (7,4)	6,1 (6,1)	4,9 (4,9)
2010:2	7,1 (7,1)	5,9 (5,9)	4,7 (4,7)
2010:3	4,3 (4,8)	3,6 (4,0)	-2,3 (-0,6)
			Spáð gildi
2010:4	2,8 (3,4)	2,1 (2,6)	4,2 (4,8)
2011:1	2,5 (3,0)	2,2 (1,6)	3,4 (3,2)
2011:2	1,6 (2,6)	1,4 (1,2)	1,3 (3,1)
2011:3	1,9 (2,8)	1,7 (1,4)	-1,2 (0,1)
2011:4	1,8 (2,7)	1,5 (1,3)	3,8 (4,6)
2012:1	1,9 (2,2)	1,8 (1,6)	3,7 (1,2)
2012:2	1,9 (2,3)	1,8 (1,6)	1,3 (3,2)
2012:3	1,9 (2,2)	1,8 (1,6)	-1,2 (-0,3)
2012:4	2,0 (2,3)	1,9 (1,7)	4,5 (5,1)
2013:1	2,3 (2,6)	2,3 (2,6)	4,8 (2,3)
2013:2	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)	1,1 (2,2)
2013:3	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)	-1,1 (-0,3)
2013:4	2,5	2,5	5,4
<i>Ársmeðaltal</i>	<i>Verðbólga</i>	<i>Verðbólga án skattaáhrifa</i>	
2010	5,4 (5,7)	4,4 (4,6)	
2011	1,9 (2,8)	1,7 (1,4)	
2012	1,9 (2,2)	1,8 (1,6)	
2013	2,3	2,3	

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

