

Efnahagshorfur hafa heldur batnað

Gengi krónunnar hefur haldist nálægt 180 kr. gagnvart evru undanfarna mánuði og dregið hefur úr gengissveiflum þrátt fyrir minni inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði. Gengisstöðugleiki er lykilþáttur í endurreisn efnahagslífsins, því að hann veitir innlendum fyrirtækjum, heimilum og fjármálafyrirtækjum skjól á meðan efnahagur þeirra er endurskipulagður eftir fjármálaáfallið og fall krónunnar. Undanfarna mánuði hafa alþjóðlegir fjármálamarkaðir smám saman verið að færast í eðlilegt horf og vilji alþjóðlegra fjárfesta til áhættutöku aukist á ný. Það endurspeglast m.a. í lækkun skuldatryggingarálags íslenska ríkisins. Það, ásamt innlendra efnahagsþróun, sem einkennist af afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd og hjöðnun verðbólgu, hefur gert Seðlabankanum kleift að lækka virka stýrivexti úr 18% niður í tæplega 10% á sjö mánuðum. Horfur í efnahagsmálum til næstu þriggja ára hafa aðeins batnað frá því að Seðlabankinn birti síðast spá í ágúst sl. Útlit er fyrir að samdrátturinn í ár verði minni en þá var spáð og efnahagsbatinn verði aðeins hraðari. Horfur eru á að landsframleiðslan taki að vaxa aftur á fyrsta fjórðungi næsta árs en lengra er í viðsnúning á vinnumarkaði. Gert er ráð fyrir að gengi krónunnar verði heldur lægra en áður var spáð. Lægra gengi og minni slaki í þjóðarbúskapnum leiða til þess að verðbólga hjaðnar hægar en áður var spáð. Talið er að verðbólga án áhrifa óbeinna skatta verði við verðbólgu markmiðið á seinni hluta næsta árs en verðbólga samkvæmt vísitölu neysluverðs tæplega ári síðar.

I Verðbólguhorfur og stefnan í peningamálum

Gengi krónunnar áfram veikt ...

Frá því á fyrri hluta síðasta árs hefur gengi krónunnar lækkað verulega.² Það má rekja bæði til innlendra þátta en einnig til alþjóðlegru fjármálakreppunnar sem leiddi til þrýstings á gjaldmiðla fjölda smárra ríkja þegar alþjóðlegir fjárfestar flúðu í skjól stærri og tryggari gjaldmiðlasvæða. Viðskiptakjör hafa einnig versnað í kjölfar alþjóðlegru efnahagskreppunnar, sem hefur grafið undan genginu. Þá er líklegt að væntingar um að þrýstingur verði á gengi krónunnar þegar höft á fjármagnshreyfingar hverfa í áföngum hafi veikt krónuna.

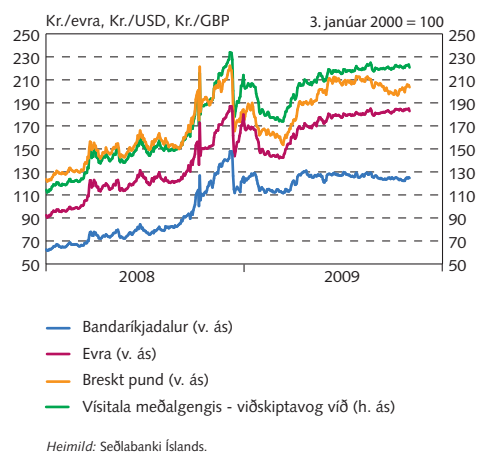
... en gengissveiflur hafa minnkað

Frá útgáfu *Peningamála* 2009/3 um miðjan ágúst hefur gengi krónunnar veikt um 2½% gagnvart evru en um 1½% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Það var því 2½% lægra á þriðja ársfjórðungi en spáð var í ágúst. Útlit er fyrir að krónan verði einnig nokkru veikari á síðasta fjórðungi ársins en spáð var í ágúst.

Þótt gengi krónunnar hafi haldist veikt hefur dregið úr gengissveiflum eftir því sem liðið hefur á árið. Sveiflurnar undanfarna þrjú mánuði hafa verið svipaðar að stærð og á árunum 2002-2004. Hefur gengið haldist tiltölulega stöðugt í kringum 180 kr. gagnvart evru frá miðjum júnímánuði, þótt verulega hafi dregið úr inngrípum Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði frá því í sumar. Inngríp bankans

Mynd I-1

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 3. nóvember 2009



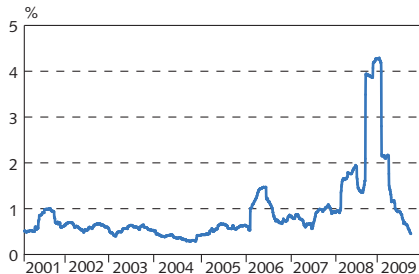
1. Í þessari grein er byggt á gögnum sem lágu fyrir 4. nóvember, en spáin er byggð á gögnum fram til 3. nóvember.

2. Um tveir þriðju lækkunar gengis krónunnar gagnvart evru frá því að það var sem sterkast í upphafi árs 2008 til dagsins í dag eiga sér hins vegar stað fyrir bankahrunið í september, eða um 34 prósentu af 51% lækkun.

Mynd I-2

Gengissveiflur krónunnar

90 daga staðalfrávik daglegra breytinga kr./evru
Daglegar tölur 3. janúar 2001 - 26. október 2009

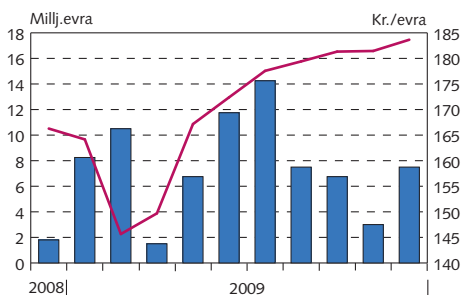


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3

Gengi krónu gagnvart evru og inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði

Desember 2008 - október 2009



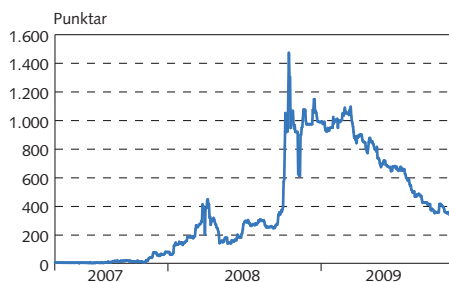
■ Inngrip á gjaldeyrismarkaði (v. ás)
— Gengi krónu gagnvart evru (h. ás)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

Skuldatryggingarálag ríkisins

Daglegar tölur 28. mars 2007 - 3. nóvember 2009



Heimild: Bloomberg.

námu einungis 3 milljónum evra í septembermánuði, eða rúmlega 6% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði, og í október átti bankinn ekki nein viðskipti á gjaldeyrismarkaði fyrr en í þriðju viku mánaðarins þegar inngrip bankans námu alls 7,5 milljónum evra. Hlutdeild Seðlabankans í gjaldeyrisviðskiptum á þriðja ársfjórðungi nam tæplega 19% af heildarveltu samanborið við 36% á öðrum fjórðungi.

Þrýstingur á gengi krónunnar hefur því minnkað og dregið hefur úr mun á gengi krónu á innlendum markaði og á aflandsmarkaði. Ýmsar ástæður kunna að vera fyrir þessari þróun. Aukinn afgangur á viðskiptum við útlönd ætti að styðja við krónuna og viðskiptakjör hafa tekið að batna á ný. Dregið hefur úr vaxtagreiðslum til erlendra aðila og vísbendingar eru um að útflutningstekjur séu að skila sér betur inn á gjaldeyrismarkaðinn. Að lokum virðist sem aukinnar bjartsýni gæti á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og að vilji til áhættutöku hafi aukist. Áhættuálag á innlendar fjáreignir virðist einnig fara minnkandi, samnber áframhaldandi lækkun skuldatryggingarálags á skuldir ríkisins.

Innlendir efnahagsreikningar viðkvæmir fyrir gengissveiflum

Innlend heimili og fyrirtæki eru gríðarlega skuldsett. Skuldir íslenskra fyrirtækja í árslok 2007 námu rúmlega 300% af landsframleiðslu. Til samanburðar námu skuldir evrópskra og bandarískra fyrirtækja 70-80% af landsframleiðslu.³ Á sama tíma námu skuldir íslenskra heimila um 220% af ráðstöfunartekjum þeirra en þær námu tæplega 180% í Bandaríkjunum og rétt yfir 100% á evrusvæðinu.⁴

Bæði skuldir og eignir innlendra fyrirtækja og heimila jukust mikið árin fyrir bankahrunið. Efnahagsreikningar þeirra stækkuðu því gríðarlega og var hlutfall heildareigna heimila af hreinum auði t.d. orðið um 1,4 árið 2007. Það er töluvert meira en að jafnaði í öðrum OECD-ríkjum. Íslenskum heimilum var því hætta búin af skyndilegri lækkun eignaverðs, sem höggva myndi verulegt skarð í hreinan auð þeirra og kalla fram snarpa aðlögun útgjalda að lægra tekjustigi.⁵

Hátt hlutfall skulda í erlendum gjaldmiðlum gerði þessa stöðu erfiðari en ella. Hlutfall gengisbundinna lána hækkaði hratt á síðustu árum og nam um 20% af skuldum heimilanna í árslok 2008. Samsvarandi hlutfall innlendra fyrirtækja var um 70% í júní sl. Sveitarfélög tóku einnig lán í erlendum gjaldmiðlum í töluverðum mæli og var hlutfall skulda þeirra í erlendum gjaldmiðlum orðið um 42% í árslok 2008.

Vegna mikillar skuldsetningar, gjaldmiðlaáhættu og útbreiddrar verðtryggingar skaðaði gengislækkun krónunnar efnahag innlendra aðila mun meira en ella. Haldi gengi krónunnar áfram að lækka mun skuldsettum heimilum og fyrirtækjum sem ekki geta staðið við skuldbindingar sínar fjölgga og samdráttur einkaneyslu og fjárfestingar dýpka.

3. Sjá skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2008), *Iceland: Request for Stand-By-Arrangement*, nóvember 2008, bls. 9.
4. Sjá skýrslu OECD (2009), *OECD Economic Surveys: Iceland*, september 2009, bls. 31.
5. Hættan er jafnvel enn meiri en felst í þessum tölum þar sem óvenjustór hluti eigna íslenskra heimila er bundinn í lífeyrissjóðum sem þau geta ekki gengið að með skömmum fyrirvara. Sjá skýrslu OECD (2009), *OECD Economic Surveys: Iceland*, September 2009.

Gengisstöðugleiki mikilvæg forsenda efnahagsbata

Í þessu ljósi hefur meginviðfangsefni efnahagsstefnunnar í kjölfar hrunsins verið að stuðla að gengisstöðugleika og hamlu frekari gengislækkun krónunnar. Stefnan miðar þó ekki að því að verja ákveðið gengisstig, heldur hefur verið leitast við að draga úr óhóflegum gengissveiflum og vinna á móti gjalddeyrísútreymi sem leitt gæti til óhóflegrar gengislækkunar. Stefnan ver þannig viðkvæma efnahagsreikninga innlendra aðila meðan á endurskipulagningu þeirra stendur. Við núverandi aðstæður er ekki síður mikilvægt að hamlu frekari gengislækkun til að tryggja áframhaldandi hjöðnun verðbólgu.

Til þess að styðja við gjaldmiðilinn og koma í veg fyrir fjármagnsflotta hefur peningastefnan þurft að vera aðhaldssamari en ella. Tímabundin höft á fjármagnshreyfingar hafa þó gert peningastefnunefnd Seðlabankans kleift að lækka vexti bankans umtalsvert. Eigi að síður er ljóst að æskilegt væri að peningastefnan gæti stutt enn betur við efnahagsbatann. Svigrúmið til þess eykst takist að byggja upp nægilegt traust á peningastefnunni, ríkissjóði, greiðslugetu þjóðarþúsins og þar með gjaldmiðli þjóðarinnar. Einnig eykst svigrúmið ef vægi gengisbundinna lána minnkar eins og gæti orðið raunin samfara yfirstandandi endurskipulagningu skulda heimila og fyrirtækja.

Rúm lausafjárstaða bankakerfisins breytir því hvernig peningastefnan hefur áhrif á vaxtamyndun

Í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar og viðbragða seðlabanka við henni varð lausafjárstaða fjármálakerfisins mjög ríflig víða um heim. Innlán bankakerfisins jukust vegna óvissu og flotta úr áhættumeiri fjárfestingarkostum, sérstaklega vegna þess að innlán voru að miklu leyti tryggð af stjórnvöldum. Útlán banka drógust hins vegar saman þegar þeir tóku að endurbyggja efnahagsreikninga sína. Lausafé safnaðist því fyrir í bankakerfinu sem minnkaði þörf þess fyrir lausafjárþyrirgeriðslu í seðlabönkum. Sama þróun átti sér stað hér á landi. Hún var jafnvel enn ýktari hér vegna þess hve umfangsmikið bankahrúnið var. Millibankamarkaðurinn stöðvaðist t.d. nánast algerlega og verð hlutabréfa féll meira en víða annars staðar.

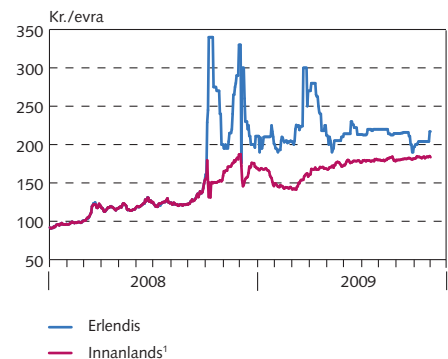
Við aðstæður sem þessar ákvarða hefðbundnir stýrivextir seðlabanka, sem eru venjulega skammtímavextir á veðlámum eða endurhverfum lánnum frá seðlabönkum til fjármálaþyrirtækja, ekki lengur jaðarkostnað skammtímaþjármögnunar á markaði, heldur vextir á skammtímainslánum seðlabanka. Þannig hefur það verið hér á landi frá því sl. vor. Vextir 7 daga veðlána bankans, sem nú eru 12%, eru því við núverandi aðstæður ekki góður mælikvarði á aðhaldsstig peningastefnunnar. Aðhald peningastefnunnar ræðst fremur af innlánsvöxtum bankans, einkum vöxtum á viðskiptareikningum innlánsstofnana. Þeir eru nú 9,5%.

Frá maímánuði hefur myndast það mikið lausafé í kerfinu að innlánsvextir í bankakerfinu eru orðnir lægri en vextir á innlánsreikningum Seðlabankans. Það sama gerðist tímabundið fyrir skammtímamarkaðsvexti. Meðalávöxtun tekinnna tilboða í ríkisvixla fylgdi innlánsvöxtum Seðlabankans nokkuð náið þar til í maí en fór síðan langt undir þá vexti. Svipuð þróun varð á millibankavöxtum. Síðsumars voru þeir orðnir nokkru lægri en innlánsvextir Seðlabankans. Þótt lítil sem

Mynd I-5

Gengi krónu gagnvart evru¹

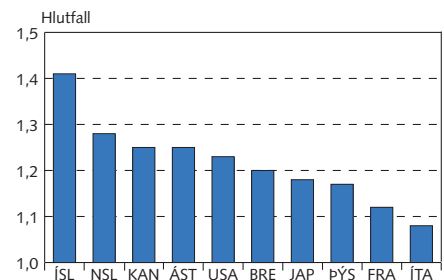
Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 3. nóvember 2009



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

Mynd I-6

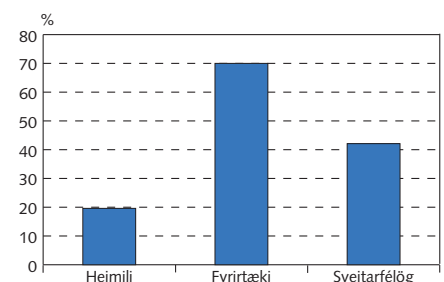
Hlutfall heildareigna heimila af hreinum auði í árslok 2007¹



1. ÍSL: Ísland, NSL: Nýja-Sjáland, KAN: Kanada, ÁST: Ástralía, USA: Bandaríkin, BRE: Bretland, JAP: Japan, ÞÝS: Þýskaland, FRA: Frakkland, ÍTA: Ítalía.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Ástralíu, Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

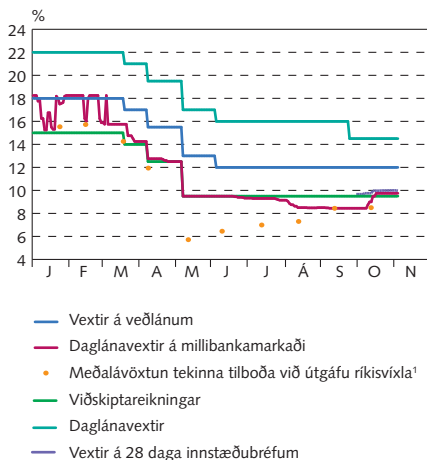
Hlutfall heildarskulda í erlendum gjaldmiðlum¹



1. Tölur fyrir heimili og sveitarfélög eru í árslok 2008 en tölur fyrir fyrirtæki í júní 2009.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8

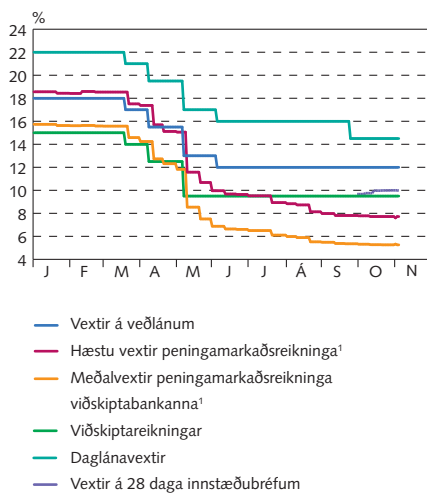
Vextir Seðlabanka og skammtíma markaðsvextir
Daglegar tölur 1. janúar - 4. nóvember 2009



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

Mynd I-9

Vextir Seðlabanka og viðskiptabanka
Daglegar tölur 1. janúar - 4. nóvember 2009



1. Einfalt meðaltal. Vextir SPRON og nb.is eru teknir út eftir 21. mars 2009.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla I-1 Mismunandi mat á aðhaldsstigi peningastefnunnar

Innlánsvextir Seðlabankans	9,5
Aðhaldsstig peningastefnunnar m.v.	
12 mán. verðbólgu núna	-0,2
3 mán. árshraða árstíðarleiðréttrar verðbólgu	0,2
Verðbólguþá Seðlabankans ¹	2,5
Verðbólguvæntingar fyrirtækja yfir næsta ár	5,5
Verðbólguvæntingar heimila yfir næsta ár	-0,5
Verðbólguvæntingar á fjármálamarkaði til eins árs ²	4,5

1. Miðað við árstíðarleiðréttá ársfjórðungslega verðbólgu á ársgrundvelli (miðsett meðaltal eins fjórðungs aftur og eins fjórðungs fram í tímann).
2. Verðbólguvæntingar til eins árs út frá mismun verðtryggða og óverðtryggða vaxtarófsins (5 daga hreyfinglegt meðaltal).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

engin viðskipti færu fram á millibankamarkaði notfærðu bankarnir sér mjög rúma lausafjárstöðu til þess að lækka skammtímafjármögnunarkostnað sinn. Það gátu þeir gert með því að skrá sífellt lægri tilboð í millibankaviðskipti án þess að þurfa að eiga raunveruleg viðskipti á þeim vöxtum, enda var engin þörf á lausafé hjá hverjum og einum og samkeppni milli bankanna um laust fé nær engin.

Vegna ofangreindra aðstæðna var aðhald peningastefnunnar um tíma nokkru minna en peningastefnunefnd Seðlabankans hafði stefnt að. Því ákvað nefndin á fundi sínum í september að gefa út innstæðubréf sem ætlað er að draga umframlausafé af markaðnum. Í kjölfarið hafa skammtíma vextir á markaði hækkað á ný í átt að innlánsvöxtum Seðlabankans. Innlánsvextir bankanna hafa hins vegar enn sem komið er ekki hækkað samsvarandi.

Aðhaldsstig peningastefnunnar hamlar efnahagsbata minna en ætla mætti

Þótt við núverandi aðstæður hafi innlánsvextir Seðlabankans mest áhrif á skammtíma vexti á markaði og hjá innlánsstofnunum og þeir vextir séu mun lægri en veðlánvextir bankans eru nafnvextir eftir sem áður nokkuð háir. Aðhald peningastefnunnar þarf hins vegar fyrst og fremst að meta með hliðsjón af raunvöxtum, þ.e. nafnvöxtum að frádregnum verðbólguvæntingum. Tafla I-1 sýnir mat á raunvöxtum miðað við mismunandi mat á verðbólguhorfum til næsta árs. Eins og sjá má er matið mismunandi eftir því við hvaða mælikvarða á verðbólguvæntingar er notað. Það endurspeglar óvissu sem jafnan ríkir um verðbólguhorfur. Af þeim sökum er einnig algengt að meta raunvexti miðað við núverandi verðbólguþstig, eins og einnig er gert í töflunni.

Á þessa ólíku mælikvarða eru raunvextir allt frá því að vera um 0% upp í það að vera rúmlega 5%. Sé tekið meðaltal allra þessara mælikvarða, fást raunvextir sem nema 2%. Það eru svipaðir raunvextir og t.d. í Austur-Evrópu og Suður-Ameríku og lægri en þeir eru að meðaltali í Asíu. Þannig eru raunstýrivextir t.d. rúmlega 4% í Brasilíu, um 2% í Tyrklandi og Ungverjalandi og u.þ.b. 1% í Nýja-Sjálandi og Suður-Afríku, en þessi lönd hafa oft verið borin saman við Ísland.

Þetta eru jafnframt nokkru lægri raunvextir en rannsóknir hafa bent til að feli í sér hlutlausu peningastefnu, þ.e. peningastefnu sem hvorki letur né örvar efnahagslífið. Rannsóknir innan Seðlabankans benda til þess að hlutlausir raunvextir á Íslandi geti verið á bilinu 4-5%.⁶ Þó ber að hafa í huga að líklega hafa þessir vextir lækkað tímabundið í kjölfar fjármálakreppunnar vegna þess að sparnaðarhneigð hefur aukist og framleiðni fjármagns minnkað. Ekki er því útilokað að núverandi raunvextir séu nær hlutleysi en ofangreindar niðurstöður rannsókna gefa til kynna, þótt ólíklegt sé að þar skeiki miklu. Raunvaxtastigið verður hins vegar enn lægra hér á landi sé miðað við verðbólgu mælda með samræmdri verðvísitölu Evrópusambandsins, sem algengt er að

6. Sjá t.d. Ásgeir Danielsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Ásgerður Ó. Pétursdóttir, Þorvarður T. Ólafsson, Rósa Sveinsdóttir og Þórarinn G. Pétursson (2009), „A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy. Version 2.0“, Seðlabanki Íslands Working Papers, nr. 41, og Ásgeir Danielsson (2009), „QMM: A steady state version“, Seðlabanki Íslands Working Papers, væntanleg.

nota við samanburð á raunvaxtastigi í Evrópulöndum, en verðbólga samkvæmt þeirri vísitölu mælist nú rúmlega 15%.

Enn annar mælikvarði á aðhald peningastefnunnar sem stundum er horft til er mismunur nafnvaxta og nafnvaxtar landsframleiðslunnar. Á öðrum fjórðungi ársins mældist árstíðarleiddréttur ársvöxtur landsframleiðslunnar frá fjórðungnum á undan rúmlega 12%. Á þriðja fjórðungi ársins eru horfur á um 9% vexti, þ.e. svipuðum vexti og innlánsvextir bankans eru núna.

Af ofangreindu má draga þá ályktun að skammtímaraunvextir séu þrátt fyrir allt tiltölulega lágir og líklega lægri en sem nemur hlutlausum raunvöxtum. Það er auðvitað eðlilegt miðað við núverandi efnahagsaðstæður að skammtímaraunvextir séu töluvert lægri en slíkir hlutlausir vextir vegna þess mikla slaka sem er í þjóðarbúskapnum, en hann dregur verulega úr hættu á þrálátri verðbólgu. Ef ekki kæmi til það tillit sem peningastefnan hefur þurft að taka til lágs gengis krónunnar þá væru þessir vextir lægri.

Til þess að leggja mat á hættu á neikvæðum áhrifum lágra vaxta á gengi krónunnar er einnig gagnlegt að horfa til skammtímaxtámunar við útlönd. Hann hefur minnkað verulega það sem af er þessu ári og er nú u.þ.b. 8 prósentur. Að teknu tilliti til áhættuálags sem enn er krafist á fjáreignir í íslenskum krónum telst þetta ekki sérlega mikill vaxtámunur. Ef notast er t.d. við skuldtryggingarálag ríkisins sem mælikvarða á áhættuþóknun, er áhættuleiddréttur vaxtámunur rétt um 4 prósentur. Fjármagnshöftin auka hins vegar líkurnar á því að þessi vaxtámunur dugi. Væru þau ekki til staðar er líklegt að vaxtámunurinn þyrfti að vera enn meiri.

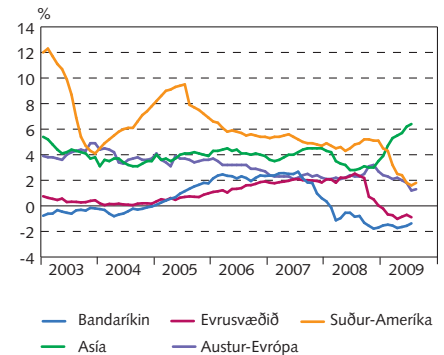
Minni samdráttur það sem af er ári ...

Vísbindingar eru um að samdráttur í alþjóðlegum efnahagsmálum sé í rénum og að styttra sé í efnahagsbata en áður var talið. Þannig mældist t.d. hagvöxtur í sumum af helstu viðskiptalöndum Íslands þegar á öðrum fjórðungi ársins. Fjöldi leiðandi vísbindinga um einkaneyslu, fjárfestingarútgjöld, væntingar einkaaðila og þróun eigna- og hrávöruverðs styðja við þetta mat.

Innanlands eru batamerkin veikari og óvissan meiri. Samdrátturinn á fyrri hluta ársins var minni en áður hafði verið spáð og útlit er fyrir að samdrátturinn á árinu í heild verði minni en spáð var í ágúst. Einkaneysla hefur dregist minna saman en áður var talið. Það má líklega rekja til þess að vöxtur ráðstöfunartekna var töluvert meiri á síðasta ári en áður hafði verið gert ráð fyrir. Einnig hafa áhrif úttekta viðbótarlífeyrissparnaðar á neysluhegðun verið meiri og atvinnuleysi minna en í fyrri spám. Verðbólga reyndist heldur meiri á þriðja ársfjórðungi en spáð var í ágúst og útlit er fyrir að undirliggjandi verðbólga verði það einnig á síðasta fjórðungi ársins. Meiri verðbólgu má líklega rekja til minni slaka í þjóðarbúskapnum á þessu og síðasta ári en áður var spáð, en gengi krónunnar hefur einnig verið lægra. Vísbindingar eru einnig um að gengislækkunin hafi að einhverju leyti smitast út í verðlag heimavöru sem ætti ekki að verða fyrir beinum gengisáhrifum.

Mynd I-10

Skammtímaraunvextir víða um heim
Skammtímaxvextir að fráðreginni kjarnaverðbólgu

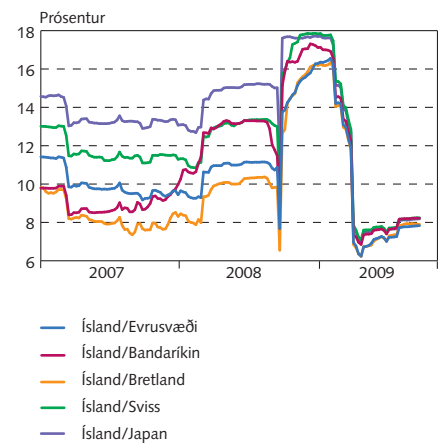


Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd I-11

Skammtímaxtámunur¹

Vikulegar tölur 4. janúar 2007 - 3. nóvember 2009

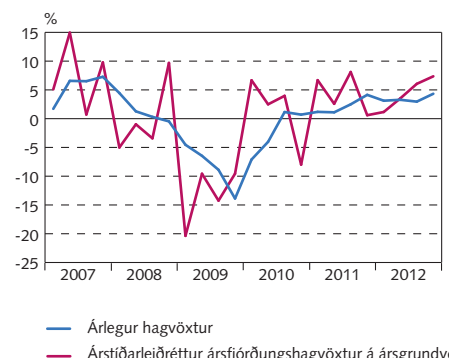


1. 3 mánaða millibankavextir.

Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd I-12

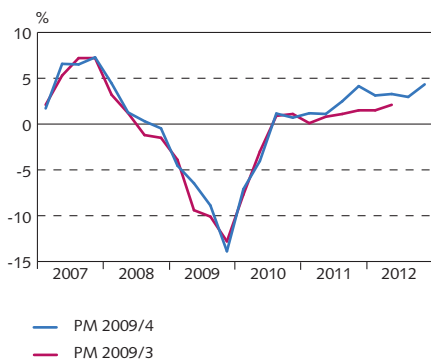
Hagvöxtur¹



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2009 - 4. ársfj. 2012.

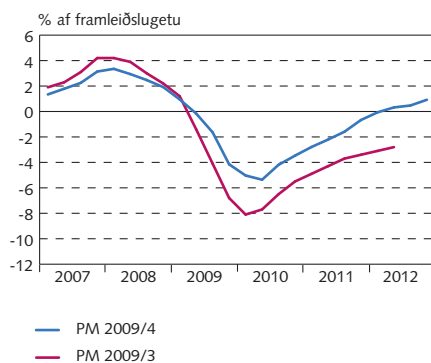
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13
Hagvöxtur - samanburður við PM 2009/3



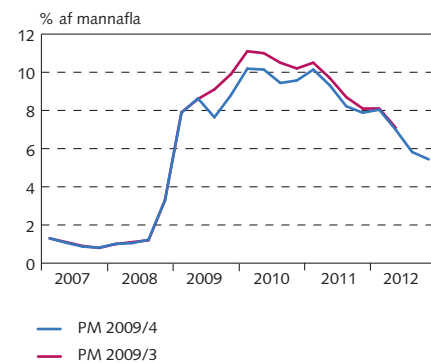
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2009/3



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-15
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2009/3



Heimildir: Vinnuálfastofnun, Seðlabanki Íslands.

... og horfur til næstu ára eru aðeins betri en áður var spáð

Aðeins betri horfur í efnahagsmálum og lægra atvinnuleysi en í fyrri spám leiða til þess að bati einkaneyslu verður nokkru hraðari en spáð var í ágúst. Hann verður þó hægur, enda þurfa skuldsett heimili að byggja upp eigið fé á ný með auknum sparnaði og niðurgreiðslu skulda. Ráðstöfunartekjur dragast meira saman á næsta ári en áður hafði verið talið vegna meiri hækkana beinna skatta. Þær lækka hins vegar frá herra stigi. Tekjustigið verður því svipað og áður hafði verið gert ráð fyrir.

Bati fjárfestingar verður hins vegar seinna á ferðinni en talið var í ágúst. Að mestu leyti skýrist það af töf stóriðjufjárfestingar. Önnur atvinnuvegafjárfesting verður mjög takmörkuð um alllangt skeið. Mikil umframframleiðslugeta er í innlendra atvinnustarfsemi, eftir mörg ár mikillar fjárfestingar, t.d. í byggingariðnaði og þjónustustarfsemi af ýmsu tagi, sem mun halda aftur af fjárfestingu á næstu árum. Það sama á við um fjárfestingu í sjávarútvegi. Takmarkað framboð lánsfjár og mikil skuldsetning innlendra fyrirtækja dregur einnig úr vilja til fjárfestingar á meðan þau draga úr skuldsetningu. Útflutningsvöxtur verður meiri vegna lægra gengis og hraðari endurbata alþjóðlegra viðskipta. Á móti kemur hins vegar minni samdráttur innflutnings.

Horfur er á að samdráttur landsframleiðslu verði nokkru minni á þessu ári en spáð var í ágúst en svipaður á næsta ári. Hagvöxtur árið 2011 verður hins vegar meiri og eru horfur á allnokkrum hagvexti árið 2012. Batinn er talinn hefjast á fyrsta fjórðungi næsta árs, þegar árstíðarleiðréttur ársfjórðungslegur hagvöxtur verður jákvæður á ný. Að sama skapi er útlit fyrir að atvinnuleysi verði minna en spáð var í ágúst. Það mun þó halda áfram að aukast fram á næsta ár. Nú er talið að atvinnuleysi nái hámarki í rúmlega 10% snemma á næsta ári, sem er u.þ.b. einni prósentu minna en í síðustu spá.

Áfram útlit fyrir hraða hjöðnun verðbólgu

Vaxandi slaki í þjóðarbúskapnum dregur úr undirliggjandi launa- og verðbólguþrýstingi. Áhrif samdráttar eftirspurnar verða þó minni en ætla má við fyrstu sýn, því framleiðslugeta tapast við það að fjármagnsstofninn dregst saman og jafnvægisatvinnuleysi rís tímabundið í kjölfar fjármálakreppunnar. Útlit er hins vegar fyrir að framleiðslulakinn verði minni og hverfi fyrir en spáð var í ágúst, í samræmi við betri hagvaxtarhorfur. Hins vegar er útlit fyrir að gengi krónunnar verði heldur lægra en þá var spáð, eða nálægt 180 kr. gagnvart evru fram eftir næsta ári, en um 168 kr. gagnvart evru í lok spátímans, u.þ.b. 8% herra en um þessar mundir.

Horfur eru á að verðbólga leiðrétt fyrir áhrifum óbeinna skatta hjaðni hægur og verði að jafnaði nokkru meiri á næsta ári en spáð var í ágúst. Gætir þar áhrifa lægra gengis og minni samdráttar eftirspurnar, eins og áður var nefnt. Verðbólga án skattaáhrifa verður eigi að síður við markmið á seinni hluta næsta árs og tímabundið undir verðbólgu-markmiðinu. Ekki er útilokað að skammvinn verðhjöðnun geti orðið á fyrri hluta árs 2011 haldist gengi krónunnar tiltölulega stöðugt. Undirliggjandi verðbólga verður hins vegar aftur við markmið í lok spátímans.

Í nýútgefnu fjárlagafrumvarpi er lögð meiri áhersla á tekjuöflun með beinum fremur en óbeinum sköttum miðað við þær áætlanir sem lágu til grundvallar ágústspánni. Áhrif hækkana óbeinna skatta á verðbólgu, mælda með vísitölu neysluverðs, verða því minni en í síðustu spá á þessu og næsta ári en meiri árið 2011. Eftir sem áður verður verðbólga mæld með vísitölu neysluverðs hærrí en spáð var í ágúst út árið 2011.

Efnahagshorfur óvissar

Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Um horfurnar ríkir hins vegar mikil óvissa, m.a. vegna þess að umfang fjármálakreppunnar á sér vart fordæmi. Frávíkisdæmi geta gefið gagnlega mynd af áhrifum mikilvægra forsendna í grunnspánni á efnahagshorfur og samspili frávika og peningastefnunnar. Sýnd eru tvö frávíkisdæmi, þótt vitaskuld séu áhættuþættirnir fleiri.

Frekari tafir á stóriðjuframkvæmdum hægja á bata

Eins og rætt er um í kafla IV, ríkir töluverð óvissa um fjármögnun álvers í Helgúvík og tengdra orkuframkvæmda. Þessar framkvæmdir hafa ítrekað tafist og áætlanir breyst. Miðað við fjárhagslega stöðu framkvæmdaraðila og aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum er ekki útilokað að framkvæmdir tefjist enn frekar. Fyrri frávíkisdæmið sýnir því áhrif tafa frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Nánar tiltekið er gert ráð fyrir því að mun minni fjárfesting verði í tengslum við þessa framkvæmd á þessu og næsta ári og að meginþungi fjárfestingarinnar verði ekki fyrir en árið 2012, eða ári síðar en í grunnspánni. Samkvæmt frávíkisdæminu hefst framleiðsla í Helgúvík því ekki að marki fyrir en árið 2013 í stað 2012 í grunnspánni.

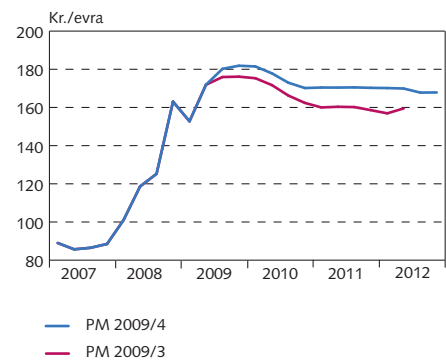
Tafir leiða til þess að bati atvinnuvegafjárfestingar hefst mun síðar en í grunnspánni. Hagvöxtur verður minni framan af spátímanum og atvinnuleysi meira. Á næsta ári dregst landsframleiðslan saman um rúmlega 4% í stað rúmlega 2% í grunnspánni og atvinnuleysi fer yfir 11% í stað tæplega 10% í grunnspánni. Framleiðslulakinn verður því mun meiri á nánast öllum spátímanum. Efnahagsbati er því seinna á ferðinni en í grunnspánni. Gengi krónunnar yrði af þeim sökum lægra. Það hefur jákvæð áhrif á framlag utanríkisviðskipta, sem vegur á móti neikvæðum áhrifum á hagvöxt þegar líður á spátímann. Lægri vextir og veikara gengi draga einnig úr áhrifum meiri slaka í þjóðarbúskapnum á verðbólgu sem er svipuð og í grunnspánni.

Kröftugri alþjóðlegur efnahagsbati

Eins og rætt er um í kafla II er staða alþjóðlegra efnahagsmála erfið og útlit fyrir hægjan bata. Horfurnar eru hins vegar háðar mikilli óvissu. Batahorfur hafa heldur vænkast að undanfögnu, eins og áður hefur verið rakið. Mögulegt er að stöðvun samdráttar og frekari merki um viðsnúning og bata auki bjartsýni og vilja heimila og fyrirtækja til að leggja út fyrir nýjum gjöldum. Efnahagsbatinn gæti því orðið hraðari en grunnspáin gerir ráð fyrir. Í seinna frávíkisdæminu er því gert ráð fyrir því að heimsbúskapurinn nái sér hraðar á strik sem eykur eftirspurn eftir innlendum útflutningi miðað við grunnspána. Hraðari bati alþjóðlegra fjármálamarkaða veldur því einnig að alþjóðlegt fjármagn

Mynd I-16

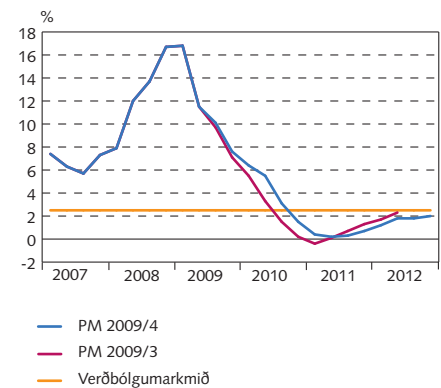
Gengi krónu gagnvart evru - samanburður við PM 2009/3



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17

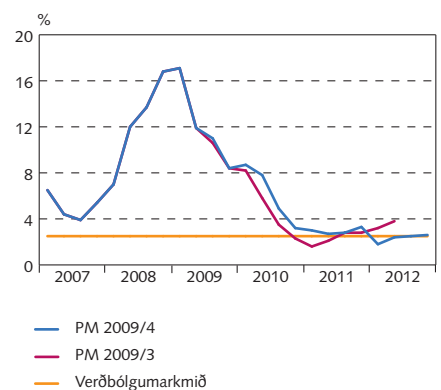
Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2009/3



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

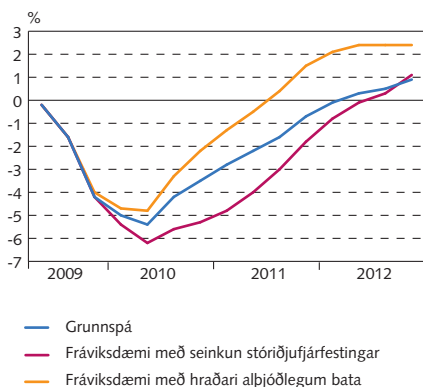
Mynd I-18

Verðbólga - samanburður við PM 2009/3



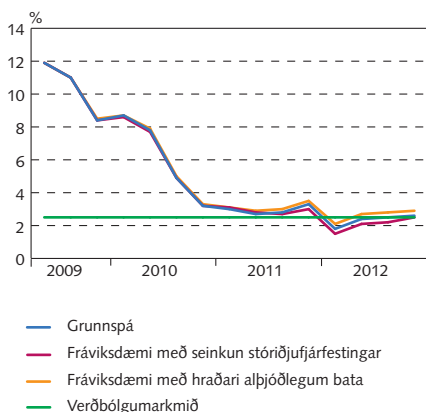
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-19
Framleiðsluspenna - fráviksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-20
Verðbólga - fráviksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

verður aðgengilegra, sem gæti hraðað uppbyggingu stórra fjárfestingarverkefna hérlandis. Hagvaxtarhorfur næstu tveggja ára verða því betri, þótt á móti vegi sterkara gengi krónunnar. Gert er ráð fyrir að samdrátturinn á næsta ári verði um 1% í stað 2% í grunnspánni og að tæplega 4% hagvöxtur verði árið 2011 í stað 2%. Hagvöxtur árið 2012 er hins vegar svipaður. Verðbólga verður heldur meiri á spátím- anum, enda framleiðslulakinn minni, en sterkara gengi krónunnar og hærri vextir vega á þar móti.

Framkvæmd peningastefnunnar þarfnast sífelldrar endurskoðunar

Peningastefnunefnd Seðlabankans stendur frammi fyrir vandamálum sem eiga sér fá fordæmi. Hún þarf að standa vörð um stöðugleika krónunnar með tiltölulega háum vöxtum og gjaldeyrishöftum á meðan heimili og fyrirtæki endurreisa efnahag sinn. Á hinn bóginn er þörf á að styðja við bata í efnahagslífinu í kjölfar fjármálakreppunnar með því að slaka verulega á peningalegu aðhaldi.

Við mótun peningastefnu við þessar aðstæður þarf hins vegar að hafa í huga að fjármálakreppan hefur líklega leitt til þess að jafnvægis- gengi krónunnar hefur breyst.⁷ Eins og fjallað er um í kafla II kann tímabundið jafnvægi að hafa myndast í kjölfar fjármálakreppunnar við lægra gengi en efnahagslegar langtímaforsendur gefa tilefni til. Peningastefnan hvorki á né getur unnið gegn þessari aðlögun gengis- ins að jafnvægi. Hins vegar bendir líka margt til þess að gengi krón- unnar um þessar mundir sé lægra en hið tímabundna jafnvægisgildi. Því kann að vera rétt að beita peningastefnunni til að hraða aðlögun þess í átt að nýju jafnvægi. Um það jafnvægi ríkir reyndar mikil óvissa. Ný gögn um skuldir fyrirtækja í erlendri mynt gætu gefið vísbendingu um að færri fyrirtæki séu skuldsett í erlendri mynt án náttúrulegra gengisvarna en áður var talið (sjá kafla IV). Berskjöldun efnahags- reikninga fyrirtækja fyrir lækkun gengis krónunnar gæti því hafa verið ofmetin. Þá má ætla að hlutdeild gengisbundinna lána muni minnka á næstunni í tengslum við skuldbreytingar og nýjar lánveitingar í inn- lendum gjaldmiðli. Varðandi nýfrjárfestingar, einkum í smærri fyrir- tækjum, gæti því aðhaldsstig peningastefnunnar skipt meira máli en núverandi skuldasetning fyrirtækja gefur til kynna.

Það flækir framkvæmd peningastefnunnar að miðlun vaxta- ákvarðana um fjármálakerfið allt til vaxta á lánum til heimila og fyrir- tækja hefur þjagast í kjölfar fjármálahrunsins þar sem lánsfjármýndun og verðlagning lánsfjár hefur að stórum hluta farið úr skorðum. Í þessu umhverfi hefur peningastefnunefndin talið nauðsynlegt að stíga varlega til jarðar við lækkun vaxta, til þess að geta metið áhrif eigin aðgerða á gengi krónunnar og efnahagslífið í heild. Í spám bankans er gert ráð fyrir að miðlunarferlið færast smám saman í eðlilegt horf frá og með miðju næsta ári. Sú forsenda ræðst hins vegar mjög af því hvort aðgengi að erlendum fjármálamörkuðum komist fljótlega í tiltölulega eðlilegt horf. Tefjist það ferli er hætta á að viðhalda þurfi höftum lengur og uppbygging eðlilegs fjármálakerfis sem miðlar áhrifum pen- ingastefnunnar með skilvirkum hætti út í efnahagslífið tefjist.

7. Reynsla annarra landa sem lent hafa í fjármálakreppu bendir til þess að raungengi sé mjög langan tíma að komast á það stig sem það var fyrir kreppuna. Sjá t.d. nýútgefna skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleiki* 2009, bls. 65.

Ljóst er að núverandi tilhögun peningamála hentar ekki til lengri tíma litið

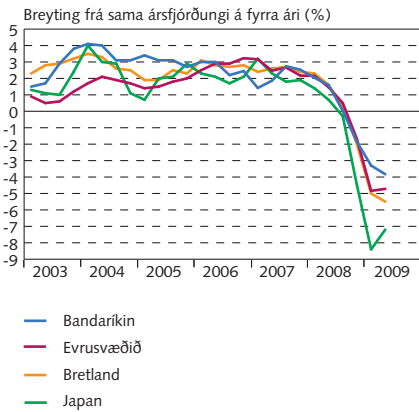
Verðbólga hefur verið viðvarandi vandi íslenskrar efnahagsstjórnunar um áratuga skeið. Mikilvæg forsenda endurreisnar íslensks efnahagslífs er að það takist að skapa verðbólguvæntingum nægilega trausta kjölfestu enda er langtímaverðstöðugleiki mikilvægasta framlag peningastefnunnar til efnahagslegrar velsældar. Til þess að peningastefnan veiti þessa kjölfestu þarf langtímamarkmið hennar að vera skýrt, afmarkað og trúverðugt.

Núverandi fyrirkomulag lauslega skilgreinds gengismarkmiðs og fjármagnshaftra getur því ekki orðið varanleg tilhögun peningamála. Hæpið er að núverandi tilhögun veiti verðbólguvæntingum næga kjölfestu til lengri tíma litið, þótt hún henti ágætlega til bráðabirgða. Fjármagnshöftin standast þar að auki illa til lengdar og valda efnahagslegum skaða verði þeim viðhaldið til langframa. Þegar aðstæður verða eðlilegar á ný virðist nærtækast að hverfa til fljótandi gengis, með formlegt verðbólguþakmið sem kjölfestu. Litið lengra fram á veginn gæti aðild að myntbandalagi Evrópu einnig orðið valkostur.

Mynd II-1

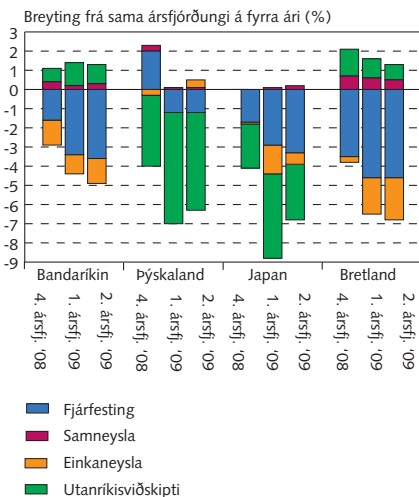
Hagvöxtur

Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2009



Mynd II-2

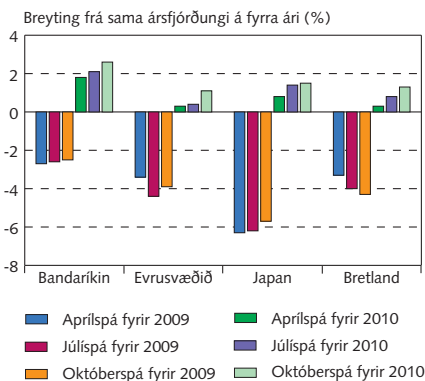
Framlag til hagvaxtar



Mynd II-3

Hagvaxtarspár fyrir 2009 og 2010

Súllurnar sýna hvenær spáin er gerð



II Ytri skilyrði og útflutningur

Hagvaxtarhorfur í heiminum hafa batnað undanfarna mánuði þó enn ríki töluverð óvissa um framhaldið. Hrávöruverð hefur tekið við sér og verð hlutabréfa hækkað. Hins vegar gætir verðhjöðnunar víða og undirliggjandi verðbólguþrýstingur virðist hverfandi. Milliríkjavíðskipti hafa haldið áfram að dragast saman á milli ára, en svo virðist sem botninum sé u.þ.b. náð. Forsendur fyrir útflutningsdrifnum efnahagsbata hafa því batnað. Lágta raungengi hefur aukið hagnað innlendra samkeppnis- og útflutningsfyrirtækja. Verðlag helstu útflutningsvöru lækkaði hins vegar umtalsvert á fyrri hluta ársins. Því verða viðskiptakjör mun lakari í ár að meðaltali en undanfarin ár. Þau tóku þó að batna á öðrum ársfjórðungi og er útlit fyrir nokkurn viðskiptakjarabata á næsta ári.

Efnahagshorfur batna en mikil óvissa ríkir

Samdráttur í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur líklega náð botni og efnahagshorfur í heiminum hafa batnað nokkuð frá útgáfu *Peningamála* í ágúst sl. Nýmarkaðs- og þróunarríki, sem fóru ekki varhluta af efnahagslæðinni, leiða nú batann. Í öllum helstu viðskiptalöndum Íslands var framleiðsla á öðrum fjórðungi ársins minni en fyrir ári. Í sumum þeirra, t.d. Frakklandi, Svíþjóð, Þýskalandi og Japan, jókst framleiðsla þó á milli ársfjórðunga, sem gefur til kynna að efnahagsbati sé hafinn þar, en hún dróst saman í t.d. Danmörku og Bretlandi. Í Bandaríkjunum virðist samdrætti hafa lokið sl. sumar, eftir lengsta samdráttarskeið þar í landi frá lokum seinni heimsstyrjaldarinnar. Fyrstu tölur benda til að framleiðsla hafi aukist á þriðja ársfjórðungi. Ekki er þess að vænta að einkaneysla leiði efnahagsbatann, eins og stundum áður, enda munu áhrif aðgerða í ríkisfjármálum smám saman fjara út. Óvissa um atvinnuhorfur, aukinn einkasparnaður í kjölfar fjármálakreppunnar og væntingar um skattahækkanir á næstu árum, til þess að fjármagna vaxandi halla á ríkissjóði, munu einnig halda aftur af vexti einkaneyslu um sinn.

Endurskoðaðar spár fyrir þetta ár benda flestar til þess að samdráttur heimsframleiðslunnar verði minni en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamála*, en að efnahagsbatinn verði hægur fyrst í stað. Samkvæmt nýjustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins mun samdráttur meðal helstu viðskiptalanda Íslands verða 3,8% á þessu ári, en búist er við 0,8% hagvexti á næsta ári. Sjóðurinn spáir því að samdráttur verði mestur í Japan, landsframleiðsla þar dragist saman um 5,4% í ár en aukist um 1,7% á næsta ári. Í Svíþjóð, Bretlandi og evrusvæðinu er spáð samdrætti á bilinu 4,2%-4,8% á þessu ári og vexti á bilinu 0,2%-1,2% á næsta ári.

Hægur efnahagsbati skýrist m.a. af því að ástand fjármálamarkaða er enn ekki fyllilega komið í eðlilegt horf. Þá munu áhrif örvandi efnahagsaðgerða stjórnvalda smám saman fjara út á sama tíma og heimilin eru líkleg til þess að auka sparnað og draga úr skuldsetningu, eins og jafnan gerist í kjölfar fjármálakreppu.

Eignaverð hækkar á ný ...

Verð hlutabréfa á heimsvísu virðist hafa náð lágmarki á fyrsta fjórðungi þessa árs. Síðan þá hefur það hækkað um rúmlega 30%. Þrátt

fyrir að enn vanti töluvert á að hlutabréfamarkaðir komist í fyrra horf benda þessar miklu hækkanir til aukinnar bjartsýni um hag fyrirtækja. Húsnæðismarkaðir virðast einnig hafa náð botni víðast hvar. Húsnæðisverð er tekið að hækka í nokkrum löndum eftir mikla lækkun í kjölfar erfiðleika á bandarískum húsnæðismarkaði upp úr miðju ári 2007, sem dýpkaði efnahagslæðina. Könnun sem *The Economist* gerði á húsnæðisverði í sextán löndum sýnir að verð hækkaði á milli fyrsta og annars ársfjórðungs í helmingi landanna, t.d. í Bandaríkjunum, Bretlandi og Svíþjóð. Að auki hefur hægt á verðlækkun í flestum löndum þar sem verð er enn að lækka.

... og olíu- og hrávöruverð tekur við sér

Í síðustu *Peningamála* var gert ráð fyrir því að olíuverð myndi lækka um 38% á þessu ári og stendur sú spá nær óbreytt. Þótt olíuverð hafi verið umtalsvert lægra það sem af er ári en á sama tíma í fyrra, hefur það hækkað jafnt og þétt á árinu. Stóran hluta hækkunarinnar má rekja til lækkunar á gengi Bandaríkjadals gagnvart helstu viðskipta-gjaldmiðlum.

Í spám Seðlabankans er tekið mið af framvirku verði annars vegar og verðspám helstu greiningaraðila hins vegar. Samkvæmt þessum spám mun verð hráolíu hækka um 22% á milli 2009 og 2010. Á árunum 2010-2012 eru horfur á áframhaldandi hækkunum í kjölfar aukinnar olíueftirspurnar í heiminum.

Þrátt fyrir að efnahagsbati sé ekki hafinn af fullum krafti hefur hrávöruverð hækkað um fjórðung á þessu ári, eftir snarpa lækkun á síðasta ári. Verð matvæla hefur hækkað töluvert minna. Efnahagsbati í nýmarkaðsrikjum Asíu og þróunarríkjum hefur leitt til aukinnar eftirspurnar eftir hrávörum. Hvort þessi verðþróun heldur áfram mun ráðast af því hversu hratt og vel heimshagvöxtur tekur við sér.

Hratt hefur dregið úr verðbólgu

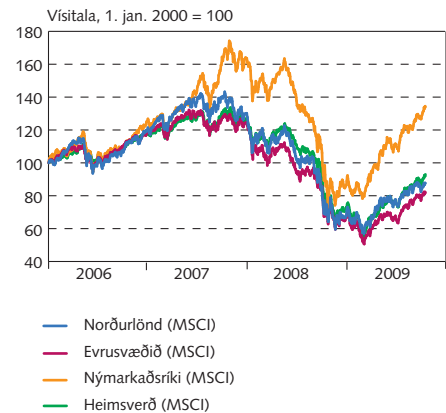
Hækkun á verði á olíu og hrávöru hefur verið mikilvægur drifkraftur alþjóðlegrar verðbólgu undanfarin ár, en verðlækkun í kjölfar fjármálakreppunnar hefur leitt til þess að verðbólga hefur hjaðnað víðast hvar. Þótt verðlag hafi hækkað á ný gætir enn grunnáhrifa fyrri verðhækkunar á olíu og hrávöru, sérstaklega undir lok árs 2008. Verðhjöðnun hefur því mælst í mörgum löndum, þótt kjarnaverðbólga hafi lítið breyst. Efnahagssamdrátturinn hefur einnig dregið úr verðbólguþrýstingi. Því er útlit fyrir að verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands verði lítil sem engin á næstu misserum. Í Noregi, þar sem efnahagssamdráttur hefur verið minni en víðast hvar, gætir þó vaxandi eftirspurnarþrýstings.

Verðhjöðnun hefur mælst í Bandaríkjunum síðan í mars sl. og nam hún 1,3% í september. Spáð er að verðlag lækki um 0,5% að meðaltali á árinu í heild. Yrði það fyrsta ársverðhjöðnun í meira en hálföld þar í landi. Á evrusvæðinu hófst verðhjöðnunarskeið í júní og mældist ársverðbólgan -0,3% í september, en gert er ráð fyrir að verðbólga verði rétt yfir núlli fyrir árið í heild. Í Japan hefur verið verðhjöðnun allt þetta ár og hefur hún ágerst eftir því sem liðið hefur á árið. Horfur eru á að hún muni vara um nokkurt skeið. Bretland er eitt fárra iðnríkja þar sem ekki hefur verið verðhjöðnun, enda hefur gengi

Mynd II-4

Þróun á hlutabréfamörkuðum

Daglegar tölur 2. janúar 2006 - 20. október 2009

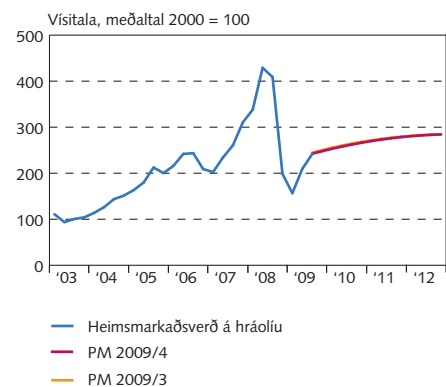


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-5

Heimsmarkaðsverð olíu

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2012

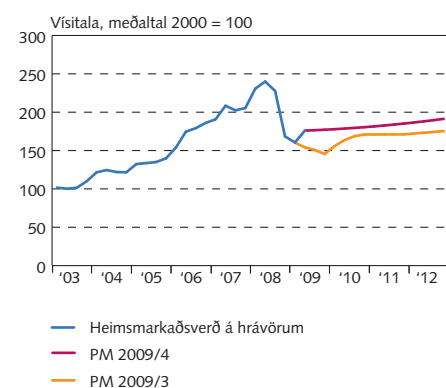


Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-6

Heimsmarkaðsverð á hrávörum¹

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2012

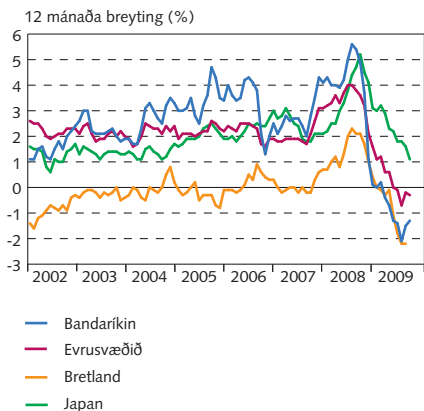


1. Verð á hrávörum án olíu í USD.
Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-7

Alþjóðleg verðbólga

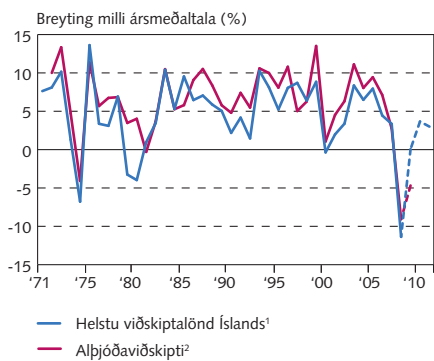
Janúar 2002 - september 2009



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-8

Alþjóðaviðskipti



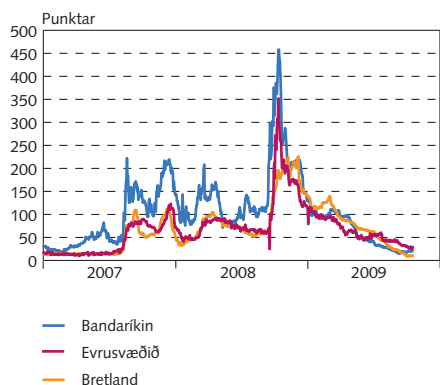
1. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.
2. Einfalt meðaltal vöruinnflutnings og -útfutnings í OECD-riki og stærstu ríkjum utan OECD.

Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-9

Munur á millibankavöxtum og vöxtum á ríkisbréfum¹

Daglegar tölur 2. janúar 2007 - 19. október 2009



1. Mismunurinn er reiknaður sem munurinn á 3 mánaða millibankavöxtum og 3 mánaða vöxtum á ríkisbréfum.

Heimild: Reuters EcoWin.

breska pundins lækkað verulega sl. ár. Eigi að síður hefur dregið úr verðbólgu þar eftir því sem liðið hefur á árið og var hún 1,1% í september. Á Norðurlöndunum hefur einnig dregið verulega úr verðhækkunum á þessu ári, eftir töluverða verðbólgu á síðasta ári.

Hjððnun verðbólgu hefur auðveldað seðlabönkum að draga ört úr peningalegu aðhaldi. Stýrivextir víðast hvar voru lækkaðir mikið í fyrra og á fyrri hluta þessa árs og hafa haldist lágir undanfarna mánuði. Helstu seðlabankar heimsins hafa jafnframt gripið til ýmissa óhefðbundinna leiða til að örva eftirspurn. Litlar breytingar hafa orðið á peningalegu aðhaldi helstu ríkja frá útgáfu síðustu *Peningamála* nema hvað seðlabankar Noregs og Ástralíu hækkuðu stýrivexti sína um 0,25 prósentur í 1,5% annars vegar og 3,25% hins vegar í október.

Alþjóðaviðskipti drógust verulega saman í kjölfar alþjóðakreppunnar

Alþjóðaviðskipti hafa haldið áfram að dragast saman í samræmi við minnkandi neyslu, fjárfestingu og birgðastöðu. Lönd sem háð eru útflutningi hafa því fundið einna mest fyrir heimssamdrættinum, en jafnframt er líklegt að batinn í þessum löndum geti orðið hraður þegar heimsverslunin sækir í sig veðrið á ný. Mörg nýmarkaðsríki, sérstaklega í Asíu, eru á góðri leið með að verða helstu neytendur hrávara í heiminum. Efnahagsbatinn þar er því mikilvægur fyrir bata í löndum sem flytja út hrávöru í miklum mæli. Þrátt fyrir ákveðin batamerki er spáð um 9% samdrætti í alþjóðaviðskiptum á þessu ári og að samdrátturinn muni vara fram á næsta ár. Í ágúst var hins vegar spáð 13% samdrætti.

Alþjóðlega fjármálakreppan hefur haft mikil áhrif á alþjóðaviðskipti. Endurreisn alþjóðlega fjármálakerfisins er því lykilforsenda þess að alþjóðaviðskipti nái sér fljótlega á strik á ný. Ástand fjármálamarkaða hefur batnað undanfarið sem sést best á því að áhættuálag hefur farið lækandi víða og er í mörgum tilvikum orðið svipað og áður en bandaríska fjármála fyrirtækið Lehman Brothers féll fyrir ári. Skuldabréfaútgáfa fyrirtekja hefur einnig aukist og fyrrnefnd hækkun á hlutabréfamörkuðum bendir til aukinnar bjartsyni.

Ein af ástæðum þess að samdráttur alþjóðaviðskipta hefur verið jafn snarpur og raun ber vitni er skortur á lánaþyrngreiðslu vegna alþjóðaviðskipta í kjölfar fjármálakreppunnar. Heimsviðskipti hafa þó dregist meira saman en fjármögnun milliríkjavíðskipta. Nýleg könnun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins bendir þó til þess að meginástæða samdráttarins hafi verið samdráttur eftirspurnar. Hins vegar hefur fjármögnun milliríkjavíðskipta breyst töluvert.¹ Þegar fjármálakreppan skall á var í auknum mæli krafist bankaábyrgðar, staðgreiðslu eða fyrirframgreiðslu, en hefðbundin viðskiptafyrirgreiðsla (e. trade credit) dróst saman.

Hér á landi virðist aðgangur að hefðbundinni viðskiptafyrirgreiðslu einnig hafa dregist verulega saman og mun meira en utanríkisviðskipti. Lauslega áætlað virðist sem viðskiptaskuldir við erlenda aðila hafi dregist saman á fyrri helmingi ársins 2009 um 45% frá sama

1. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009). "Trade Finance and Global Trade: New Evidence from Bank Surveys", 1. kafli í *World Economic Outlook*, október 2009, bls. 8-9.

tíma árið áður, á meðan innflutningur dróst saman um 35%, mælt á föstu gengi. Því virðist sem innlend innflutningsfyrirtæki hafi þurft að staðgreiða vörur og þjónustu eða leita til banka með fjármögnun í meiri mæli en áður. Útflutningsfyrirtæki þurftu jafnframt að veita lengri greiðslufresti og afgreiðsla bankaábyrgða tók lengri tíma en áður.

Verð áls og sjávarafurða mun lægra í ár

Ál og sjávarafurðir eru mikilvægustu útflutningsgreinar Íslands. Þessi útflutningur nemur 80% vöruútflutnings á fyrstu átta mánuðum ársins. Álverð var undir miklum þrýstingi þegar bankakreppan stóð sem hæst á seinasta ári og féll um ríflega helming á seinni hluta ársins. Verðið tók að hækka á ný í apríl og um miðjan október var það 30% hærra en í ársbyrjun. Meðalverð ársins verður þó 36% lægra í ár en í fyrra. Er það aðeins minni lækkun en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Bæði framvirkt verð og spár greiningaraðila benda ótvírætt til þess að álverð muni hækka áfram á næstu árum. Í þessari útgáfu *Peningamála* er gert ráð fyrir að það muni hækka um nærri fimmtung á næsta ári og um rúm 10% til viðbótar til ársins 2012. Álverð mun þó ekki ná svipuðum hæðum og á árunum 2006-2008.

Álverin þrjú framleiða með fullum afköstum og hafa gert það frá því á miðju sl. ári. Framleiðsluaukningin í ár er um 5% og framleiðslan mun aukast aðeins lítillega á næstu tveimur árum eða um 2-3% á ári. Gert er ráð fyrir að framleiðsla hefjist í Helguvíkurverksmiðjunni árið 2012 og að framleiðsluaukningin það ár nemi um 12%. Þetta eru svipaðar forsendur og í seinustu *Peningamálum*. Þá var gert ráð fyrir 3,5% framleiðsluaukningu á þessu ári, en nú er gert ráð fyrir 5% aukningu.

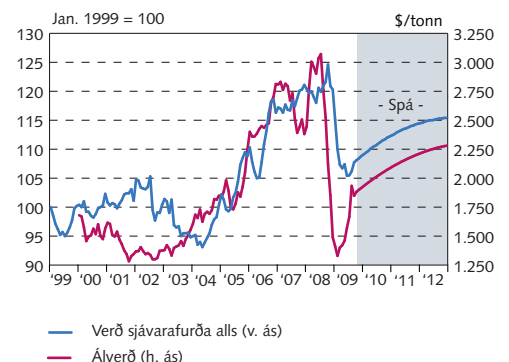
Verð sjávarafurða, sérstaklega botnfiskafurða, tók að lækka á síðasta fjórðungi í fyrra en hefur aftur farið hækkandi frá því í maí. Mesta lækkunin varð í verðmætustu afurðunum, t.d. ferskum og söltuðum þorskafurðum, en nær allar botnfiskafurðir lækkuðu í verði. Hafa verður í huga að verðlag á ýmsum helstu sjávarafurðum frá Íslandi hafði hækkað mikið árin á undan. Gert er ráð fyrir því að verðlag sjávarafurða lækki í ár um 10% frá fyrra ári, sem er 2 prósentum minni lækkun en í síðustu spá. Reiknað er með 2,5% árlegri hækkun árin á eftir. Í grófum dráttum hefur verðþróun áls og sjávarafurða fylgt þróun hrávöruverðs í heiminum (mynd II-11), þótt sveiflurnar hafi verið minni. Matvæla-verð á frumframleiðslustigi í heiminum tók að falla skarpt um mitt seinasta ár, þegar kaupmáttur neytenda dróst saman. Samband verðlags sjávarafurða og matvæla á frumframleiðslustigi (þ.e. hrávöru-vísitölu matvæla) er ekki eins skýrt, en hafa verður í huga að útfluttar sjávarafurðir eru unnar afurðir með tiltölulega hátt virðisaukastigi.²

Viðskiptakjör hafa versnað

Eins og sjá má á mynd II-13 eru helstu drifkraftar þróunar viðskiptakjara ál- og sjávarafurðaverð á útflutningshlið og olíuverð og verð á

Mynd II-10

Verð á sjávarafurðum (í erl. gjaldmiðli) og áli

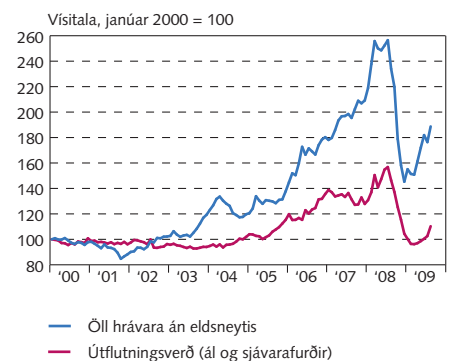


Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

Hrávöruverð á heimsmarkaði og útflutningsverð Íslands

Janúar 2000 - ágúst 2009

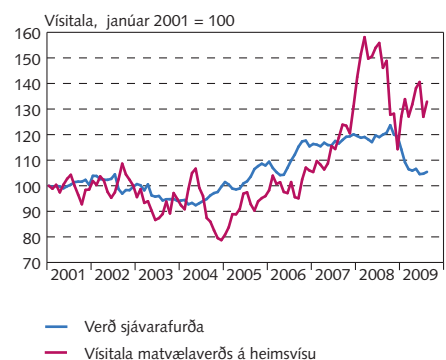


Heimildir: The Economist, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Matvæla-verð og verð sjávarafurða

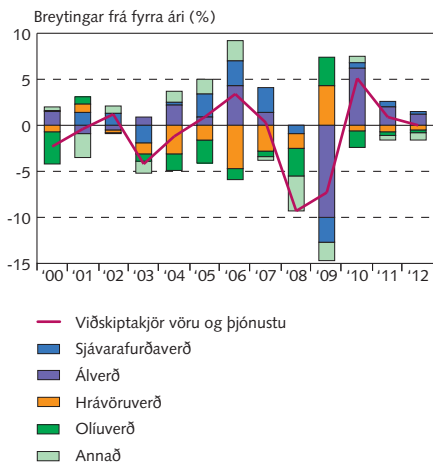
Janúar 2001 - ágúst 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD.

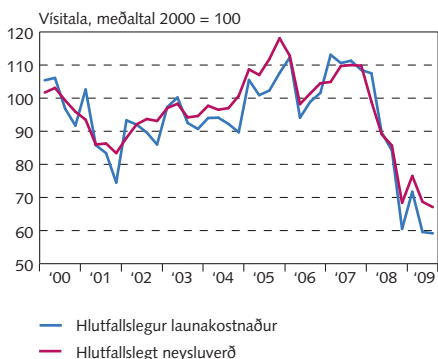
2. Flestar íslenskar botnfiskafurðir standa ofarlega í virðisæðjunni eða mjög nálægt endanlegum neytendum. Aðeins fiskmjöl og lýsi geta talist til hreinna hrávára. Jafnframt er vaxandi hluti íslenskra botnfiskafurða hreinar neysluvörur. Verð á slíkum vörum er því ekki nærri eins sveiflukennt og verð á matvælum á frumframleiðslustigi.

Mynd II-13
Viðskiptakjör og framlag undirliða
2000-2012¹



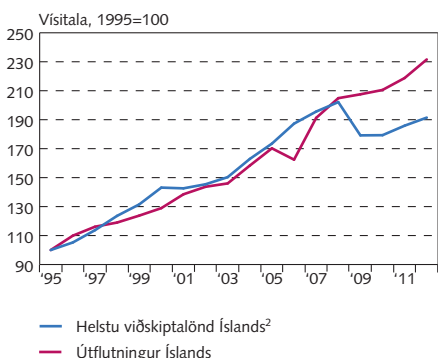
1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012. Framlag helstu undirliða til árs-breytingar viðskiptakjara er fengið með því að veða saman árlega breytingu viðkomandi undirliðar með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Liðurinn „annað“ er afgangslíður.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-14
Raungengi
1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-15
Alþjóðaviðskipti og íslenskur útflutningur
Árlegar tölur 1995-2012¹



1. Grunnspá Seðlabanka Íslands 2009-2012.
2. Innflutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

aðföngum til stóriðju á innflutningshlið. Þannig var verðhækkun olíu og hrávöru helsta orsök viðskiptakjararýrnunar árið 2008 en mikil lækkun álverðs vegur þyngst í rúmlega 7% viðskiptakjararýrnun á þessu ári. Á næsta ári er því hins vegar spáð að viðskiptakjör batni um 5%, að mestu vegna ríflega fimmtungs hækkunar álverðs. Lítillháttar bati viðskiptakjara árið 2011 skýrist að mestu leyti af væntri hækkun álverðs á því ári.

Lágt raungengi bætir samkeppnisstöðu útflutnings- og samkeppnisgreina ...

Raungengi hefur haldið áfram að lækka á þessu ári og er nú um 30% lægra en meðaltal síðustu tíu og tuttugu ára. Á þriðja ársfjórðungi þessa árs var raungengi 2% lægra en spáð var í ágúst og horfur eru á að það verði 1,5% lægra á árinu í heild.

Afkoma hefðbundinna útflutningsgeira hefur batnað sökum hagstæðs raungengis. Það kann að skapa forsendur fyrir nýjan atvinnurekstur sem ekki voru samkeppnisforsendur fyrir þegar gengi krónunnar var hærra. Að óbreyttu stuðlar þetta að auknum útflutningi og tilfærslu eftirspurnar frá innfluttum vörum í innlendar vörur.

Framleiðslugeta margra iðnfyrirtækja sem stunda útflutningsstarfsemi, annarra en álfyrirtækja, er ekki fullnýtt. Því er í sumum tilvikum auðhlaupið að því að auka útflutningsframleiðslu án verulegs viðbótarkostnaðar. Í tilvikum þar sem framleiðslugetan er fullnýtt er erfiðara fyrir fyrirtæki að færa sér lágt raungengi í nyt og auka framleiðslu. Það kann að krefjast verulegrar fjárfestingar sem er torsótt á meðan aðgengi að alþjóðlegum fjármálamörkuðum er enn takmarkað. Útflutt lyf, lækningatæki og búnaður til matvælaframleiðslu nema um 5% af vöruútflutningi. Allmikill vöxtur hefur verið í þessum greinum undanfarin ár, en hátt raungengi hafði veikt samkeppnishæfni þeirra að því marki að dregið hafði úr framleiðslu hér á landi. Hlutfallsleg lækkun innlands kostnaðar mun líklega leiða til þess að framleiðsla í þessum greinum verði aukin á næstu misserum. Erfiðara er hins vegar að meta hvernig og í hve ríkum mæli lágt raungengi og betri samkeppnisstaða hefur áhrif á útflutning ymisskonar annarrar iðnaðarvöru en hér hefur verið rætt um. Þó er líklegt að útflutningur aukist á næsta ári vegna þeirra hagstæðu skilyrða sem framleiðslan býr nú við, ekki aðeins lágt raungengi heldur einnig aukið framboð vinnuafis og annarra framleiðsluþátta. Í þessum atvinnugreinum eru því ákveðnir vaxtarmöguleikar.

... en of mikil lækkun raungengis leiðir til óhagkvæmrar notkunar framleiðsluþátta

Raungengi er nú orðið lægra en líklegt langtíma jafnvægisraungengi, jafnvel þótt jafnvægisraungengi hafi að öllum líkindum lækkað tímabundið niður fyrir langtímagildi sitt. Lágt raungengi um alllangt skeið hefur einkennt önnur lönd sem hafa gengið í gegnum fjármálakreppu.³ Líklega er raungengi nú lægra en þörf er á til að styrkja stöðu samkeppnis- og útflutningsgreina. Lágt gengi krónu gerir inn-

3. Sjá t.d. greinar Ásgeirs Danielssonar (2009), „QMM: A steady state version“, Seðlabanki Íslands Working Papers, væntanleg, og Roberts Tchaidze (2007), „Estimating Iceland's real equilibrium exchange rate“, IMF Working Papers nr. 07/276.

lendum fyrirtækjum, sem mörg eru skuldsett í erlendum gjaldmiðlum eða nota innflutt aðföng í ríkum mæli, erfitt fyrir. Hætta er einnig á að svo lágt raungengi leiði til óhagkvæmari uppbyggingar atvinnulífs, þ.e.a.s. framleiðsluþættir færast í of miklum mæli í atvinnugreinar sem vart eru samkeppnisfærar við það raungengi sem líklegt er að ríki til lengri tíma litið.

Áhrif alþjóðlegrar hagsveiflu á útflutning

Stóru útflutningsgreinarnar tvær, sjávarútvegur og áliðnaður, hafa litla eða enga möguleika á að nýta lágt raungengi til að auka framleiðslu sína og útflutningsmagn. Álverin eru jafnan rekin með fullum afköstum og heildarframleiðslumagn sjávarútvegs markast af þeim hámarksafli sem leyfður er á hverju ári. Því hefur efnahagskreppan í heiminum og samdráttur í heimsverslun haft lítil áhrif á umfang útflutningsstarfseminnar. Áhrifin koma hins vegar fram í verði útflutningsafurða þessara megingreina. Útflutningsverðlag í innlendri mynt hefur ekki hækkað jafn mikið og gengisvísital krónunnar gefur tilefni til. Ástæðan er verðlækkun í erlendum gjaldmiðli, en flestir útflytjendur eru verðþegar og hafa því mjög takmörkuð áhrif á verðlagningu.

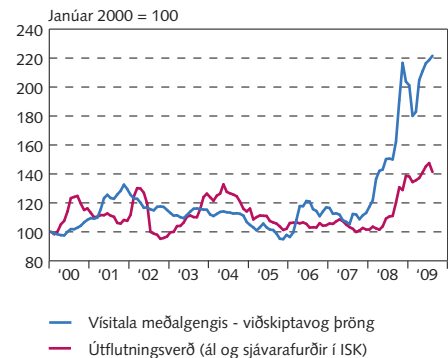
Áhrif hinnar alþjóðlegu hagsveiflu á aðrar mikilvægar útflutningsgreinar, t.d. framleiðslu lyfja, lækningatækja og búnaðar og tækja til matvælavinnslu, hefur einnig verið takmörkuð. Eftirspurn eftir þessum afurðum er óháðari hagsveiflunni en t.d. framleiðsla varanlegrar neysluvöru.

Jákvæðara útlit fyrir íslenskan útflutning

Efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa glæðst. Horfur um verðlag helstu útflutningsafurða landsins hafa því batnað frá því sem gert var ráð fyrir í ágúst. Spáð er að útflutningur vöru og þjónustu aukist um 1½% á þessu og næsta ári. Lágt raungengi og alþjóðlegur efnahagsbati ættu að ýta undir töluverðan vöxt útflutnings á árunum 2011 til 2012. Framan af má að mestu rekja þann vöxt sem spáð er til vaxtar annars útflutnings en álframleiðslu og sjávarafurða. T.d. er gert ráð fyrir að ferðamönnum fjölgi nokkuð. Á árinu 2012 bætist við aukinn álútflutningur. Spáð er 4% vexti útflutnings árið 2011 og 6% vexti árið 2012.

Mynd II-16

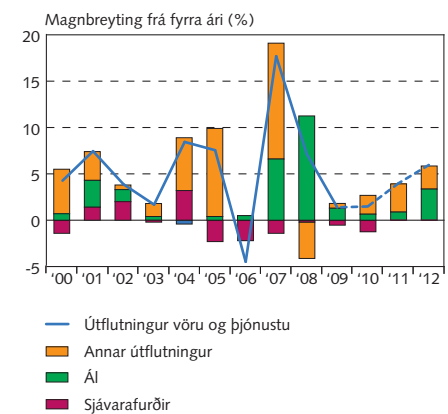
Útflutningsverð Íslands og gengisvísitala
Janúar 2000 - ágúst 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-17

Þróun útflutnings og framlag helstu undirliða hans 2000-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram ¹			
	2009	2010	2011	2012
Útflutningur vöru og þjónustu	1,3 (-1,8)	1,4 (0,4)	3,9 (2,7)	5,9
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-2,0 (-1,0)	-5,0 (-4,0)	0,0 (0,0)	0,0
Útflutningsframleiðsla stóriðju	4,7 (3,5)	2,3 (1,8)	3,0 (3,0)	11,7
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	-10,3 (-12,6)	2,5 (2,8)	2,5 (2,0)	1,4
Verð áls í USD ²	-36,2 (-38,7)	22,2 (11,5)	7,2 (4,5)	4,4
Verð eldsneytis í USD ³	-37,7 (-37,8)	21,6 (23,0)	5,1 (4,8)	3,6
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-7,3 (-10,2)	5,1 (3,2)	0,9 (0,2)	0,0
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	0,3 (-0,3)	1,3 (0,9)	1,7 (1,7)	1,9
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	-3,6 (-3,8)	1,3 (0,2)	2,2 (2,1)	2,6
Skammtíma vextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁶	1,2 (1,2)	0,5 (0,6)	1,0 (1,2)	2,5

1. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamálum* 2009/3. 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði. 4. Spá frá Consensus Forecasts. 5. Spá frá Consensus Forecasts. 6. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

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

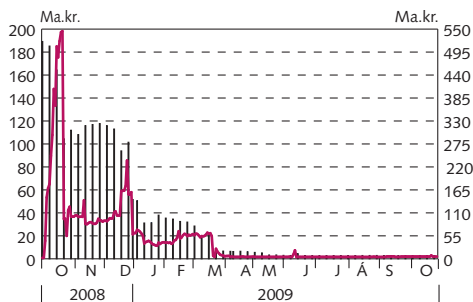
III Fjármálaleg skilyrði

Rúm lausafjárstaða bankakerfisins hefur valdið því að vextir á viðskiptareikningum fjármálastofnana í Seðlabankanum eru nú betri mælikvarði á aðhaldsstig peningastefnunnar en hinir hefðbundnu veðlánavextir bankans. Frá því í vor hefur verið umframlausafé í fjármálakerfinu miðað við það aðhaldsstig sem stefnt var að með vaxtaákvörðunum Peningastefnunefndar. Seðlabankinn hefur brugðist við því með útgáfu innstæðubréfa til þess að stuðla að því að skammtímavextir séu í betra samræmi við vexti bankans. Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt undanfarið þrátt fyrir að hlutdeild Seðlabankans í viðskiptum á gjaldeyrismarkaði hafi farið lækandi. Gengi krónunnar á aflandsmarkaði hefur einnig færst nær skráðu gengi krónunnar á innlendum markaði. Fjármálaleg skilyrði eru enn erfið og aðgengi að lánsfé af skornum skammti, eins og búast má við í framhaldi af fjármálaáfalli.

Veðlán lítill sem engin en innstæður í Seðlabankanum töluverðar
Í kjölfar bankarunsins hefur verulega dregið úr þörf innlendra fjármálafyrirtækja fyrir lánaþyrngreiðslu hjá Seðlabankanum. Fyrirgreiðsla Seðlabankans til fjármálafyrirtækja þ.e. veðlán og daglán náði t.d. sögulegu hámarki í október 2008. Þá nam hún tæplega 660 ma.kr. en eru nú einungis tæplega 10 ma.kr. Á sama tíma hafa innlán fjármálastofnana í Seðlabankanum aukist. Tregða fjármálafyrirtækja til að lána hvert öðru olli því að bankar lögðu laust fé inn í Seðlabankann frekar en að lána það til annarra banka. Viðtækar innlánstryggingar og fáir fjárfestingarkostir leiddu einnig til aukinna innlána almennings í bankakerfinu, sem að endingu leiddu til uppsöfnunar á viðskiptareikningum bankanna í Seðlabankanum. Notkun seðla og myntar jókst einnig töluvert við það að almenningur kaus að halda meira lausafé en áður. Þó hefur dregið úr seðlanotkun eftir því sem aðstæður á fjármálamarkaði hafa jafnað sig.

Mikil aukning innlána í Seðlabankanum og seðla og myntar í umferð gerðu það að verkum að grunnfé Seðlabankans jókst um helming í september á síðasta ári frá sama tíma árinu áður. Síðan hefur vöxturinn stöðvast og nemur grunnfé nú u.þ.b. 160 ma.kr.¹ Efnahagsreikningur Seðlabankans hefur að sama skapi stækkað. Hann er nú rúmlega tvöfalt stærri en hann var í árslok 2007. Svipaða þróun má sjá í öðrum löndum. Þannig hafa t.d. efnahagsreikningar bandaríska seðlabankans og Englandsbanka rúmlega tvöfaldast og efnahagsreikningur sænska seðlabankans rúmlega þrefaldast. Þessi mikla stækkun efnahagsreikninga seðlabanka endurspeglar umfangsmiklar aðgerðir þeirra til þess að veita lausu fé til fjármálafyrirtækja eftir að millibankamarkaðir fóru úr skorðum og stuðning við mikilvæga lánamarkaði til að stuðla að skilvirkri miðlun peningastefnunnar.²

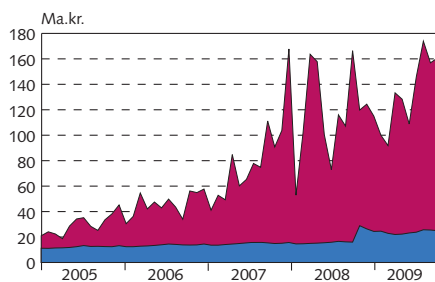
Mynd III-1
Daglán og veðlán Seðlabanka Íslands
Daglegar tölur 1. október 2008 - 30. október 2009



■ Veðlán (h. ás)
— Daglán (v. ás)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2
Grunnfé janúar 2005 - september 2009
Reikningar Seðlabankans



■ Seðlar og mynt
■ Almennar innstæður

Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Í kjölfar fjármálakreppunnar breyttist samsetning efnahagsreiknings Seðlabankans einnig verulega, t.d. við það að innlendar fjármálastofnanir fóru að leggja erlenda gjaldeyri inn í Seðlabankann. Við það sköpuðust vandamál við að skilgreina hvað taldist nákvæmlega til grunnfjár Seðlabankans og þurfti í kjölfarið að endurskoða gögn um grunnfé bankans. Nú teljast einungis til grunnfjár seðlar og mynt í umferð, almennar innstæður innlánsstofnana í Seðlabankanum og innstæður þeirra vegna bindiskyldu. Er þessi skilgreining í samræmi við hagrænan skilning á grunnfé og alþjóðlega staðla.

2. Sjá t.d. Seðlabanki Evrópu (2009). „Recent developments in the balance sheets of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of Japan“, *ECB Monetary Bulletin*, október 2009, bls. 81-94.

Aukið laust fé í fjármálakerfinu þarf ekki að vera vísbending um aukna verðbólgu í framtíðinni ef það endurspeglar fyrst og fremst aukna eftirspurn fjármálastofnana af varúðarástæðum. Til lengri tíma lítið er slík þróun hins vegar varhugaverð. Því þarf að vinna ofan af útpenslu efnahagsreikningsins þegar eðlilegt ástand kemst á að nýju á fjármálamörkuðum. Vöxtur innlends peningamagns í umferð (M3) að undanfögnu endurspeglar einnig að nokkru leyti aukna eftirspurn eftir tryggum innlánnum í kjölfar hrunsins. Heldur hefur þó hægt á ársvexti M3 á undanfögnu mánuðum og er hann nú tæplega 22%.³

Takmörkuð útlánastarfsemi og verulegur samdráttur millibankaviðskipta

Mikil óvissa og viðleitni innlendra banka til að endurskipuleggja og minnka eigin efnahagsreikninga í kjölfar bankahrunsins leiddi til þess að ný útlán þeirra drógust saman. Traust milli markaðsaðila brast og hnókrar mynduðust í miðlun lausafjár um hefðbundna farvegi millibankamarkaða, eins og aukinn vaxtamunur milli millibankavaxta og vaxta á ríkisvxlum er vísbending um.⁴ Svipaða hegðun má sjá víða um heim í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar. Hún var hins vegar enn meira áberandi hér á landi vegna umfangs bankahrunsins. Velta á innlendum millibankamarkaði hafði verið fremur takmörkuð fyrir hrun en eftir það varð hún sáralítill og nánast engin frá vormánuðum þar til nýlega að lítilsháttar lánviðskipti til einnar nætur hófust á ný.

Innlánsvextir Seðlabankans besti mælikvarði á aðhaldsstig peningastefnunnar

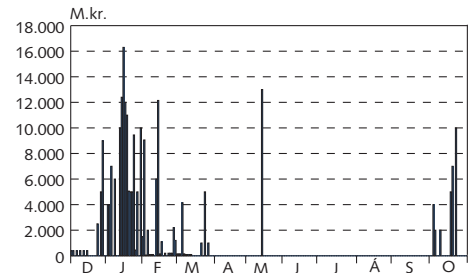
Takmörkuð notkun veðlana frá seðlabönkum dregur úr mikilvægi svokallaðra stýrivaxta í miðlun peningastefnunnar. Þeir hafa því orðið ófullkominn mælikvarði á aðhaldsstig peningastefnunnar. Innlánsvextir seðlabanka, sem jafnan eiga að mynda vaxtagólf fyrir mismunandi viðskiptaform seðlabanka, hafa að undanfögnu gefið betri vísbendingu um aðahaldstigið.⁵ Hér á landi hafa 7 daga veðlánvextir jafnan verið nefndir stýrivextir, en undanfarna mánuði hafa vextir á viðskiptareikningum fjármálastofnana í Seðlabankanum tekið við því hlutverki, en þeir eru nú 9,5%. Eftir að útgáfa innstæðubréfa Seðlabankans hófst á ný undir lok september á vöxtum á bilinu 9,5% til 10% má segja að virkir stýrivextir hafi legið á því bili.

Skammtímavextir lækka niður fyrir innlánsvexti

Á vormánuðum lækkuðu daglánvextir á millibankamarkaði niður fyrir veðlánvexti Seðlabankans og að lokum niður fyrir innlánsvexti bankans í sumar. Bankarnir virðast hafa nýtt sér rúma lausafjárstöðu á markaði til að skrá sífellt lægri tilboð í millibankaviðskipti án þess að eiga raunveruleg viðskipti á þeim vöxtum, enda var lausafjárstaða þeirra svo rúm að þeir höfðu enga þörf fyrir að sækja lausafé

Mynd III-3

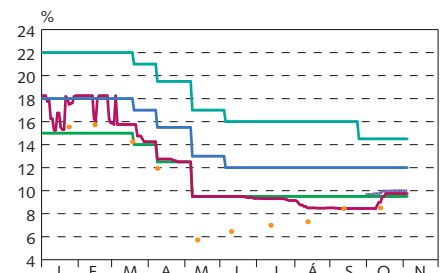
Velta á millibankamarkaði með krónur
Daglegar tölur 1. desember 2008 - 30. október 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Vextir Seðlabanka og skammtíma markaðsvextir
Daglegar tölur 1. janúar - 4. nóvember 2009

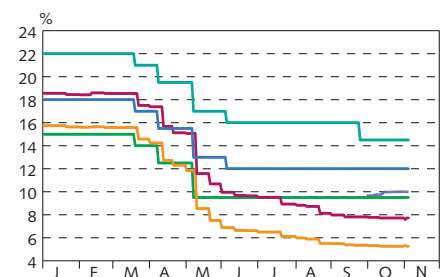


— Vextir á veðlánnum
— Daglánvextir á millibankamarkaði
• Meðalvöxtun tekinna tilboða við útgáfu ríkisvixla¹
— Viðskiptareikningar
— Daglánvextir
— Vextir á 28 daga innstæðubréfum

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

Mynd III-5

Vextir Seðlabanka og viðskiptabanka
Daglegar tölur 1. janúar - 4. nóvember 2009



— Vextir á veðlánnum
— Hæstu vextir peningamarkaðsreikninga¹
— Meðalvextir peningamarkaðsreikninga viðskiptabankanna¹
— Viðskiptareikningar
— Daglánvextir
— Vextir á 28 daga innstæðubréfum

1. Einfalt meðaltal. Vextir SPRON og nb.is eru teknir út eftir 21. mars 2009.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Miðað er við nýjustu upplýsingar sem eru frá september 2009.
4. Ólíkt því sem viðgengst í viðskiptum við seðlabanka eru ekki veð að baki slíkum millibankalánnum.
5. Þetta hefur t.d. verið viðvarandi ástand í Noregi um árabíl en á nú við um önnur lönd eins og Bandaríkin og Bretland.

hver til annars.⁶ Slíkur vaxtamunur á milli sambærilegra innlánsforma í Seðlabankanum og á millibankamarkaði ætti ekki að myndast ef markaðurinn er sæmilega virkur. Á mynd III-5 sést hvernig innlánsvextir á peningamarkaðsreikningum bankanna lækkað niður fyrir innlánsvexti Seðlabankans.⁷

Gripið hefur verið til aðgerða til að draga úr ofgnótt lausafjár

Mikið laust fé í umferð hefur dregið úr aðhaldstigi peningastefnunnar sem m.a. getur veikt gengi krónunnar. Á fundi sínum í september taldi peningastefnunefndin því nauðsynlegt að draga laust fé af markaði. Hinn 30. september hóf Seðlabankinn vikulega útgáfu 28 daga innstæðubréfa í þeim tilgangi. Til stuðnings útgáfunni voru daglánavextir á sama tíma lækkaðir úr 16% í 14,50%. Þá tilkynnti ríkissjóður um allt að 60 ma.kr. viðbótarútgáfu á ríkisbréfum fram að áramótum og að andvirði hennar yrði lagt inn á reikning ríkissjóðs hjá Seðlabankanum. Þegar hafa verið sex útgáfur af innstæðubréfum og eru nú útstandandi um 45,4 ma.kr. og eitt útboð ríkisvíxla þar sem tekið var tilboðum í tæplega 33 ma.kr.

Eftir að gripið var til þessara aðgerða hafa viðskipti hafist á milli-bankamarkaði á ný, þótt veltan sé enn lítil. Vextir á millibankamarkaði hafa jafnframt hækkað og eru nú í samræmi við innlánsvexti Seðlabankans en innlánsvextir bankanna hafa lítið breyst enda hafa ýmsir aðrir þættir áhrif þar á.

Ríkisvíxlavextir hafa einnig hækkað í átt að innlánsvöxtum Seðlabankans. Er þá miðað við vexti á frummarkaði eins og þeir voru í síðasta ríkisvíxlaútboði um miðjan október. Hafa verður í huga að framboð ríkisvíxla hefur ávallt verið lítið hér á landi og því takmörkuð eftirmarkaðsviðskipti. Víxlarnir eru oftast keyptir í útboðum og haldið út líftíma þeirra. Ekki eru áform um að minnka útgáfu ríkisvíxla vegna útgáfu innstæðubréfanna enda eru margir á þeim markaði sem ekki hafa aðgang að útboðum innstæðubréfa. Vegna þess að mikið laust fé var á markaði þegar útgáfa innstæðubréfa hófst hafa áhrifin á ríkisvíxlamarkaðinn enn sem komið er orðið minni en ella.

Aðgerðir til að draga úr lausafé á markaði gætu leitt til hækkunar ávöxtunarkröfu ríkisbréfa

Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa hefur lækkað undanfarna mánuði enda hafa vextir Seðlabankans verið lækkaðir töluvert frá því í mars sl. Aðgerðir til þess að draga lausafé af markaði gætu hins vegar leitt til hækkunar ávöxtunarkröfu þessara bréfa, vegna aukins framboðs fjárfestingar-

6. Bankarnir eru einungis skuldbundnir til að eiga viðskipti á skráðum millibankavöxtum leiti aðrir markaðsaðilar eftir slíkum viðskiptum. Rúm lausafjárstaða þeirra allra, almennt vantraust á markaðnum og skortur á samkeppni milli þeirra gerði það hins vegar að verkom að aldrei reyndi á þessi verðtilboð.

7. Hefðbundin bankastarfsemi gengur að stórum hluta út á eignaubreytingu, þ.e. að breyta illseljanlegum skammtímáinnlánum í útlán til lengri tíma. Við eðlilegar kringumstæður ættu útlánsvextir bankastofnana því að endurspegla fjármögnunarkostnað þeirra sem að hluta til er fenginn með innlánum að viðbættu álagi vegna útlánaáhættu og þóknun vegna umsjú. Við núverandi aðstæður þar sem útlán eru í sögulegu lágmarki hafa hnökrar myndast í þessu hefðbundna miðunarhlutverki þar sem innlendir bankar taka við innlánum frá almenningi og umbreyta þeim í innlán hjá Seðlabankanum. Hagnaðarmöguleikar þeirra hafa því minnkað. Sú staðreynd að verulegur hluti útlána er gengisbundinn á meðan stærstur hluti innlána er í krónum er ennfremur til þess fallin að skapa ójafnvægi á milli tekjustreymis og fjármögnunarkostnaðar.

kosta með ríkisábyrgð og hærri millibankavaxta og innlánsvaxta banka. Ekki er þó víst að fjárfestar meti innlán í bönkum og fjárfestingu í ríkisbréfum jafngilda, þrátt fyrir að ríkisábyrgð sé á innstæðunum, eins og lesa má út úr mismun millibankavaxta og ríkisvixlavaxta. Þessi vaxtamunur jókst víða um heim í kjölfar efnahagskreppunnar, eins og greint er frá í kafla II. Þar sem eftirmarkaður með ríkisvixla er ekki til staðar er erfiðara að meta hvort þessi áhættuþóknun hafi þróast með svipuðum hætti hér á landi. Líklegt er hins vegar að fjárfestar meti þessa áhættu meiri en fyrir hrún. Hér á landi þarf einnig að taka mið af því að stór hluti eigenda ríkisbréfa eru erlendir aðilar sem ekki er heimilt að taka fé sitt úr landi sökum gjaldeyrishafta. Þessum aðilum er í mörgum tilvikum ekki heimilt að fjárfesta í innlánum bankanna.

Raunvextir Seðlabankans hafa lækkað ...

Segja má að virkir stýrivextir Seðlabankans, sem fram á vormánuði voru vextir bankans á lánum gegn veði, en eru um þessar mundir vextir á viðskiptareikningum Seðlabankans, hafi frá því tímabil vaxtalækkunar hófst lækkað úr 18% í 9,5%. Því hefur dregið verulega úr aðhaldi peningastefnunnar á árinu. Þótt verðbólga hafi minnkað á sama tíma, hafa raunvextir bankans lækkað, hvort sem litið er til mældrar verðbólgu eða mismunandi vísbendinga um verðbólguvæntingar.

... og einnig verðtryggðir langtímavextir

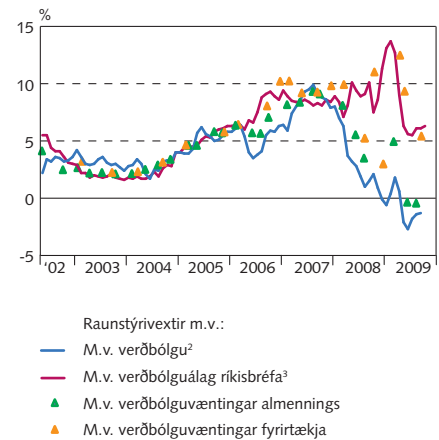
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra bréfa hefur einnig lækkað nokkuð að undanfögnu. Líklega má rekja það til takmarkaðs framboðs íbúðabréfa, en svo virðist sem útgáfa þeirra verði minni en upphafleg útgáfuáætlun Íbúðalánasjóðs gaf til kynna og væntingar stóðu til um, enda útlán sjóðsins lítil. Einnig er óvissa um hvaða áhrif nýsamþykkt lög um aðgerðir fyrir einstaklinga og heimili, sem fela í sér viðtæka greiðsluþöfnun á verðtryggðum fasteignaveðlánnum heimila, munu hafa á útgáfur sjóðsins. Líklega mun meðallíftími útlánasafnsins lengjast og þörf á frekari útgáfum aukast. Til viðbótar má ætla að þær líkur sem fjárfestar telja vera á hugsanlegu greiðsluþroti ríkissjóðs hafi minnkað, m.a. með lyktum Icesave-deilunnar og minni líkum á lækkun láns hæfismats ríkissjóðs. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs hefur því lækkað, eins og fjallað er um hér að neðan.⁸ Ekki er heldur útilokað að slæm tryggingarfræðileg staða margra lífeyrissjóða eftir fjármálahrunið hafi beint þeim í auknum mæli að íbúðabréfum til að leitast við að laga stöðu sína fyrir árslokauppgjör og draga þannig að einhverju leyti úr mögulegri skerðingu lífeyrisréttinda.

Óverðtryggðir skammtímavextir hækka en langtímavextir lækka

Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa hefur einnig lækkað í takti við lækkun vaxta Seðlabankans og lækkun verðtryggðu kröfunnar. Eins og á verðtryggða markaðnum, hefur mikil eftirspurn fjárfesta samhliða takmörkuðu framboði fjárfestingakosta orðið til þess að þrýsta niður ávöxtunarkröfunni.

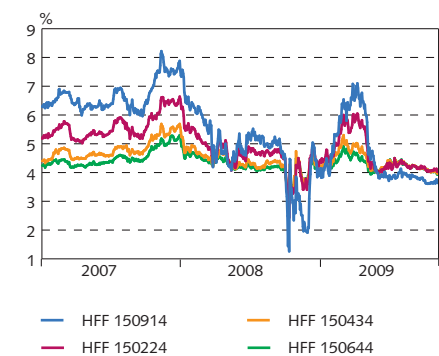
8. Rétt er í þessu sambandi að undirstrika að íslensk stjórnvöld telja hættuna á greiðsluþroti algjörlega hverfandi miðað við núverandi aðstæður.

Mynd III-6
Raunvextir Seðlabanka Íslands¹
Maí 2002 - október 2009 (í lok mánaðar)



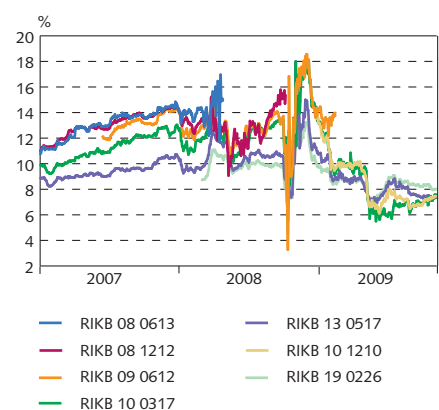
1. Frá og með apríl 2009 er miðað við innlánsvexti Seðlabankans sem virka stýrivexti. 2. Miðað við 12 mánaða verðbólgu. 3. Miðað við mismun á ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og RIKS 15 1001 fram til júní 2004 og mismun á ávöxtunarkröfu RIKB 13 0517 og HFF 15 0914 frá júlí 2004.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7
Ávöxtun verðtryggðra íbúðabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 30. október 2009



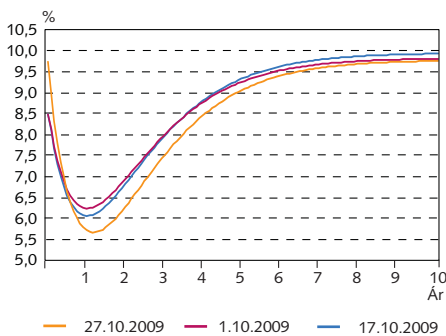
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 30. október 2009



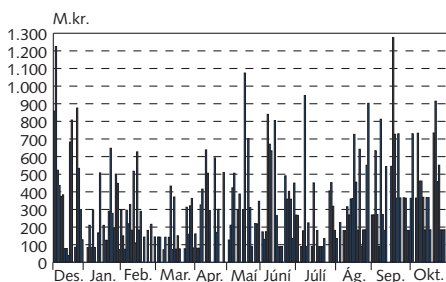
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9
Framvirkir vextir á fjármálamarkaði



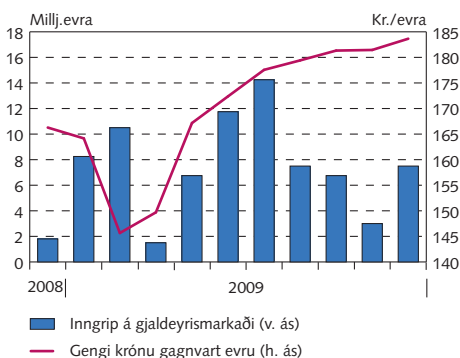
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10
Velta á gjaldeyrismarkaði
Daglegar tölur 4. desember 2008 - 30. október 2009



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11
Gengi krónu gagnvart evru og inngrip
Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði
Desember 2008 - október 2009



Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Ávöxtunarkrafan á stutta enda markaðsins hefur hins vegar heldur hækkað frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi í september í samræmi við aðgerðir Seðlabankans til að draga lausafé af markaðinum. Þessi þróun gekk þó aðeins til baka eftir birtingu fundargerðar peningastefnufndar Seðlabankans sem virtist skapa væntingar meðal fjárfesta um að vextir yrðu lækkaðir fyrir en áður hafði verið talið. Hefur ávöxtunarkrafan á stysta enda markaðsins hækkað um u.þ.b. 0,5 prósentur frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi. Óverðtryggðir vextir á lengri enda óverðtryggða markaðsins hafa hins vegar heldur lækkað frá síðustu vaxtaákvörðun til samræmis við lækkun verðtryggðra vaxta.

Stytttri endi vaxtarófsins hliðrast upp en lengri endinn hefur lækkað

Stytttri endi vaxtarófsins hefur því hliðrast upp á við en er áfram töluvert niðurrhallandi. Lengri hluti rófsins er áfram flatur en hefur hliðrast niður frá síðustu vaxtaákvörðun í september. Markaðsaðilar virðast nú hafa verðlagt tæplega 1 prósentu lækkun vaxta næsta mánuðinn inn í ávöxtunarkröfuna en að vextir komi síðan til með að hækka eitthvað til lengri tíma litið, sem gæti endurspeglað væntingar um efnahagsbata og/eða að töluverð lánsfjárbörf ríkisins á næstu misserum muni þrýsta upp langtíma vöxtum. Hafa verður þó í huga að umrót undanfarinna missera gerir túlkun vaxtarófsins ákaflega erfiða.

Þrýstingur á gengi krónunnar virðist hafa minnkað ...

Frá útgáfu *Peningamála 2009/3* um miðjan ágúst hefur gengi krónunnar veikt um 1½% miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu, um 2½% gagnvart evru, en styrkst um tæplega 2% gagnvart Bandaríkjadal og um 3% gagnvart sterlingspundi. Miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu var gengi krónu 1½% lægra á þriðja ársfjórðungi en spáð var í ágúst og 2½% lægra gagnvart evru. Útlit er fyrir að krónan verði einnig nokkru veikari á síðasta fjórðungi ársins en spáð var í ágúst.

Þrýstingur á gengið virðist hins vegar hafa minnkað. Þannig hefur krónan haldist tiltölulega stöðug í kringum 180 kr. gagnvart evru þrátt fyrir að hlutdeild Seðlabankans í viðskiptum á gjaldeyrismarkaði hafi minnkað verulega. Hlutur Seðlabankans í gjaldeyrisviðskiptum í september nam einungis rúmlega 6% af heildarveltu og tæplega 19% á þriðja ársfjórðungi í heild, en var 36% á öðrum fjórðungi og 26% á þeim fyrsta. Krónan virðist því standa heldur styrkari fótum nú en fyrir á þessu ári þegar flæði á markaðnum hafði tilhneigingu til að vera mjög einhliða á söluhlíð.

Ýmsar ástæður kunna að vera fyrir þessari þróun. Afgangur á viðskiptum við útlönd hefur verið umtalsverður og útflutningsverð hefur styrkst á ný. Vaxtagreiðslur til erlendra aðila hafa verið minni á seinni helmingi ársins en hinum fyrri. Útflutningstekjur hafa líklega einnig skilað sér betur inn á gjaldeyrismarkaðinn. Þannig hefur uppsöfnun á gjaldeyrissinnstæðureikningum fyrirtækja í innlendum bönkum t.d. stöðvast. Einnig gæti minni þrýstingur á gengið verið vísbending um að traust á krónuna sé að aukast þar sem dregið hafi úr óvissu tengdri innlendu fjármálakerfi, þótt enn sé nokkuð í land að fjármálakerfið taki að starfa með eðlilegum hætti á ný. Einnig gæti meiri bjartsýni og vilja til áhættutöku á alþjóðlegum fjármálamörk-

uðum. Áhættuálag á vexti af ýmsu tagi hefur minnkað. Áhættuálag á innlendar fjáreignir hefur einnig lækkað, en óvíst er hvort vegur þyngra innlendar eða erlendar aðstæður. Skuldatryggingarálag á skuldir íslenska ríkisins, sem endurspeglar kostnað fjárfesta við að tryggja sig gegn áhættu af vanskilum á skuldum þess, hefur lækkað töluvert að undanförmu. Það er nú komið niður fyrir 4 prósentur en var um 5 prósentur við útgáfu *Peningamála* í ágúst og allt að 10 prósentur í byrjun ársins. Skuldatryggingarálag annarra ríkja sem fóru illa út úr alþjóðlegu fjármálakreppunni hefur einnig lækkað að undanförmu, en lækkun skuldatryggingarálags íslenska ríkisins er nokkru meiri.

... og gengi krónunnar á aflandsmarkaði hefur færest nær skráðu gengi

Að undanförmu hefur gengi krónunnar á aflandsmarkaði einnig færest nær skráðu gengi krónunnar á innlendum markaði. Gengi krónunnar á aflandsmarkaði er komið í um 200 kr. gagnvart evru, eftir að hafa verið í kringum 220 kr. gagnvart evru lengi vel. Líklegt er að rekja megi gengisþróun krónunnar á aflandsmarkaði til sömu þátta og skýra þróunina á innanlandsmarkaði. Hins vegar verður að hafa í huga að til-
tölulega lítil velta er á aflandsmarkaði og því geta einstök viðskipti haft hlutfallslega mikil áhrif. Þannig er líklegt að stórir samningar á borð við þann þegar erlent eignastýringarfyrtæki keypti 5,2% hlut í Marel hafi styrkt gengi krónunnar á aflandsmarkaði. Þessu til viðbótar er ekki úti-
lokað að þættir eins og tilkynning um hert gjaldeyriseftirlit og aðgerðir Seðlabankans til að draga lausafé af markaði hafi haft einhverv áhrif.

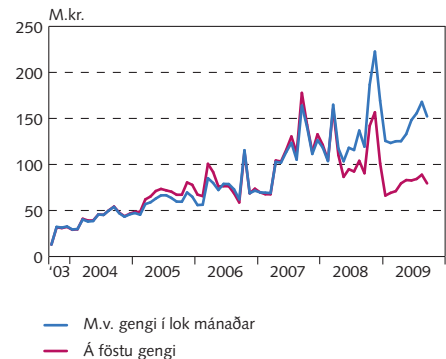
Líklegt er að minnkandi munur á milli gengis krónunnar á inn-
lendum markaði og aflandsmarkaði hafi jákvæð áhrif á veltu og verðmyndun á innlendum gjaldeyrismarkaði vegna þess að hvatinn til að fara framhjá innlenda markaðnum minnkar með minni gengis-
mun. Minni munur á milli markaða gæti einnig gefið til kynna að líkur á verulegri gengislækkun krónunnar við afnám fjármagnshafta hafi minnkað.

Fjármálaleg skilyrði enn erfið ...

Aðgengi að lánsfé er enn af skornum skammti og fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja eru erfið, eins og jafnan í kjölfar efnahagssam-
dráttar. Bankarnir eru enn tregir til nýrra útlána vegna óvissu um eigin stöðu, bæði hvað varðar eigin efnahagsreikning og eignarhald. Einhverjir lífeyrissjóðir hafa jafnvel hert lántökuskilyrði. Útlánareglur íbúðalánasjóðs eru hins vegar enn óbreyttar, en vextir sjóðsins voru nýlega lækkaðir úr 5,10% í 5,05%.

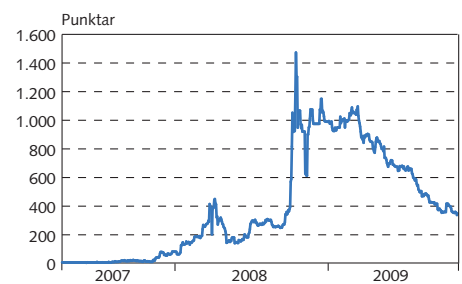
Framboð lánsfjár gæti þó aukist þegar endurreisn bankakerfisins lýkur. Skilyrði til lántöku eru þó erfið, því eignaverð hefur lækkað og veðhæfi eigna þar með minnkað. Um leið má gera ráð fyrir því að heimili og fyrirtæki verði varfærin í nýjum lántökum í ljósi nýafstað-
inna atburða. Vilji til áhættufjárfestingar hefur því minnkað. Líklegt er að fyrirtæki og heimili einbeiti sér að því að minnka efnahagsreikning sinn með niðurgreiðslu skulda fremur en að ráðast í ný verkefni og leitist við að auka sparnað. Þetta hefur verið reynslan víða um heim í kjölfar efnahagskreppa, t.d. eftir efnahagshrunið í Japan á tíunda áratugnum.

Mynd III-12
Innlendir gjaldeyrisreikningar¹
September 2003 - september 2009



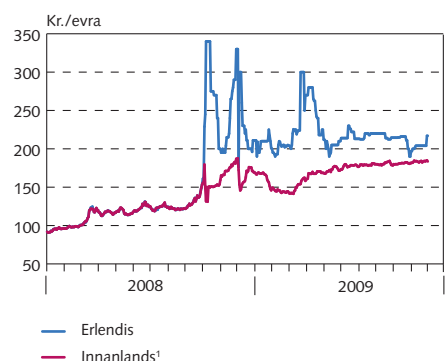
1. Notuð er gengisvísitala til að festa gengið en ekki er tekið tillit til vægi mismunandi gjaldmiðla á reikningunum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13
Skuldatryggingarálag ríkisins
Daglegar tölur 28. mars 2007 - 3. nóvember 2009



Heimild: Bloomberg.

Mynd III-14
Gengi krónu gagnvart evru
Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 3. nóvember 2009



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

... en greiðslubyrði heimila lækkar tímabundið ...

Á móti kemur að greiðslubyrði heimila mun lækka tímabundið eftir gildistöku laga um aðgerðir í þágu heimila. Greiðslubyrði verðtryggðra lána verður færð aftur til ársbyrjunar 2008 og gengisbundinna lána aftur til maímánaðar árið 2008. Í framhaldinu munu greiðslur vaxta og afborgana þróast í takt við svokallaða greiðslujöfnunarvísitölu sem tekur tillit til almennrar launaþróunar leiðréttu fyrir atvinnustigi. Markmiðið er að gera skuldsettum heimilum kleift að jafna greiðslubyrði yfir hagsveifluna, þ.e. að draga úr henni meðan á efnahagsferfið-leikarnir eru sem mestir en greiða lán upp hraðar þegar atvinna eykst á ný og laun hækka.

... og endurskipulagning á fjárhag fyrirtækja er fyrirsjáanleg

Greiðslubyrði fyrirtækja hefur þyngst á undanförunum mánuðum, einkum vegna lækkunar á gengi krónunnar. Um 70% lána til fyrirtækja eru gengisbundin. Miðað við útflutningstekjur er um töluverða óvarða gengisáhættu að ræða, en sú áhætta er þó eitthvað minni ef eignarhaldsfélögin eru talin frá.⁹ Greiðslubyrði slíkra lána þrengir að fjárhag margra fyrirtækja sem þurfa að mæta samdrætti eftirspurnar og hækkandi kostnaði. Þrátt fyrir þessar aðstæður telja forsvarsmenn 38% fyrirtækja að hagnaður sem hlutfall af veltu muni verða meiri á þessu ári en í fyrra.¹⁰

Lán til fyrirtækja eru að jafnaði veitt til mun skemmri tíma en lán til heimila. U.þ.b. 70% útlána eru á gjalddaga á næstu fjórum árum og rúmlega fjórðungur þeirra er með skemmri líftíma en eitt ár. Í ljósi breytinga á efnahagshorfum er því fyrirsjáanlegt að á næstu mánuðum verður endurfjármögnunarþörf fyrirtækja veruleg. Mörg þeirra munu því lenda í vanda, enda líklegt að virði veða hafi rýrnað verulega. Því er líklegt að efnahagur fyrirtækja verði endurskipulagður á næstu misserum. Nauðsynlegt er að bankarnir verði fyllilega starfhæfir sem fyrst til þess að geta tekið á vanda þessara fyrirtækja. Fjórðungur fyrirtækja er með lán í vanskilum.¹¹ Ekki er útilokað að í þeim tölum felist vanmat á umfangi vandans, því þriðjungur lána til fyrirtækja er í formi kúlulána, sem alla jafna birtast ekki í gögnum um vanskil fyrr en á gjalddaga.

9. Eins og fjallað er um í kafla IV eru einungis um 44% fyrirtækja með gengisbundin lán þótt stór hluti útlána til fyrirtækja sé gengisbundinn.

10. Byggt á könnun Capacent Gallup í september 2009.

11. Byggt á könnun Seðlabankans 30. júní 2009 þar sem fengnar voru upplýsingar um lán til fyrirtækja hjá viðskiptabönkum, sparisjóðum og lánaþyrktækjum. Nánar er gerð grein fyrir niðurstöðum rannsóknarinnar í kafla 2.2 í *Fjármálastöðugleika* 2009.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Samdráttur landsframleiðslu hefur reynst nokkru minni það sem af er ári en spá Seðlabankans frá því í ágúst gerði ráð fyrir. Viðnámsþróttur heimila hefur verið meiri og einkaneysla haldið velli vonum framár. Heimsbúskapurinn er sömuleiðis smám saman að sækja í sig veðrið og útflutningur hefur verið sterkari en áætlað var. Harkaleg aðlögun á sér engu að síður stað í þjóðarbúskapnum sem birtist í verulegum samdrætti eftirspurnar, minni framleiðslu og viðleitni innlendra aðila til að vinda ofan af stækkun efnahagsreikninga sem átti sér stað fyrir hrun. Gert er ráð fyrir að efnahagsbati hefjist á fyrsta fjórðungi næsta árs og allnokkrum hagvexti er spáð á árunum 2011 og 2012. Horfur í þjóðarbúskapnum eru þó háðar mikilli óvissu.¹

Aðlögun í þjóðarbúskapnum birtist í smækkun efnahagsreikninga ...

Vantraust á viðskiptabönkunum og íslensku efnahagslífi leiddi til snarprar lækkunar á gengi krónunnar í upphafi árs í fyrra. Gengislækkunin hrinti af stað aðlögun í þjóðarbúskapnum sem enn er ekki lokið. Hrun bankakerfisins og áframhaldandi gengislækkun krónunnar um haustið herti á aðlögun eftirspurnar og framleiðslu og hratt af stað mikilli uppstokkun efnahagsreikninga.

Efnahagur heimila, fyrirtækja og hins opinbera hefur orðið fyrir miklum búsigfum. Mikil uppstokkun efnahagsreikninga á sér því stað með endurskipulagningu skulda og sölu eigna. Aðlögun efnahagsreikninga af þessu tagi á sér nú stað víða um heim, einkum í löndum þar sem eigna- og lánsfjárbólur hafa sprungið. Hún er að líkindum róttækari hér á landi en víðast hvar annars staðar, enda skuldir heimila og fyrirtækja hlutfallslega meiri, skuldsetning í erlendum gjaldmiðlum útbreidd og gengislækkunin meiri.

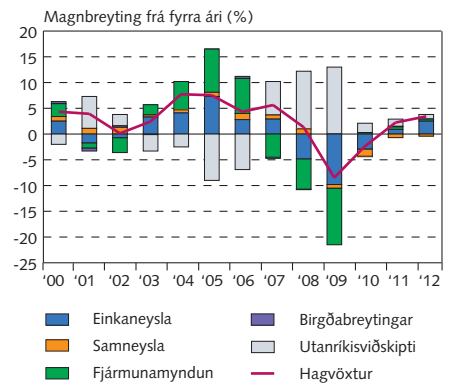
Framlag peningastefnunnar við þessar aðstæður er að skapa svigrúm fyrir endurskipulagningu efnahagsreikninga með því að verja heimili og fyrirtæki frekara áfalli af völdum óstöðugs gengis krónunnar. Reynsla annarra landa sem hafa gengið í gegnum kerfislægar fjármálakreppur sýnir að aðlögun af þessu tagi er oft tímafrek. Endurreisn bankakerfisins er þó vel á veg komin og forsendur að skapast fyrir því að endurskipulagning skulda komist á fullt skrið.

... verulegum samdrætti eftirspurnar ...

Innlend eftirspurn hefur að verulegu leyti aðlagast lægri tekjum. Lánsfjáskortur hefur dregið úr getu innlendra aðila til að fjármagna neyslu og fjárfestingu. Spáð er að innlend eftirspurn nái lágmarki í upphafi næsta árs og hafi þá minnkað um þriðjung frá því að hún náði hámarki á fjórða fjórðungi ársins 2006. Aukin eftirspurn í góðærinu byggðist á örum vexti ráðstöfunartekna og greiðu aðgengi að lánsfé. Mikið framboð lánsfjár átti að miklu leyti rætur að rekja til verulegs innstreymis erlends fjármagns, þar sem innlendir bankar gegndu lykilhlutverki. Hlutur innlendra eftirspurnar í landsframleiðslu var langt yfir sögulegu meðaltali (sjá mynd IV-3). Raungengi var einnig langt

Mynd IV-1

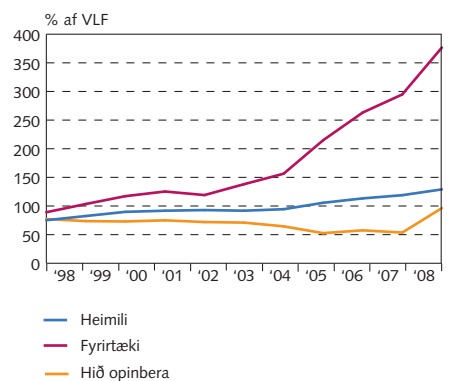
Hagvöxtur og framlag undirliða 2000-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

Skuldir heimila, fyrirtækja og hins opinbera 1998-2008¹

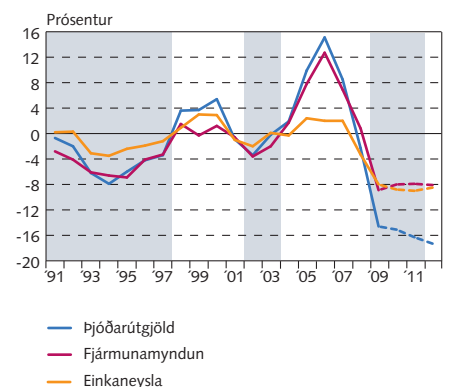


1. Skuldir heimila og fyrirtækja eru við lánakerfið en skuldir hins opinbera eru heildartölur. Gildi fyrir skuldir heimila og fyrirtækja árið 2008 miðast við september 2008.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

Hlutfall einkaneyslu, fjármunamyndunar og þjóðarútgjalda af VLF 1991-2012¹

Frávík frá meðaltali 1970-2007



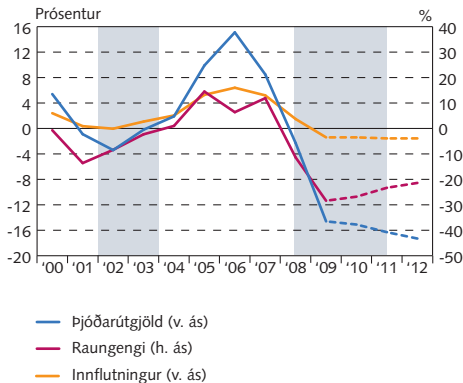
1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012. Skyggðu svæðin sýna tímabil þar sem framleiðsluslaki er fyrir hendi skv. mati Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Ítarlegra talnaefni um þjóðhagsspána er að finna í Viðauka 1 á bls. 51.

Mynd IV-4

Hlutfall þjóðarútgjalda og innflutnings
af landsframleiðslu og raungengi 2000-2012¹

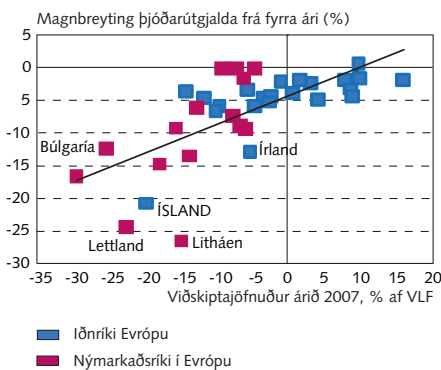
Frávik frá meðaltali 1970-2007



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012. Skyggðu svæðin sýna tímabil þar sem framleiðsluslaki er fyrir hendi skv. mati Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Samdráttur innlendrar eftirspurnar í ár
og viðskiptajöfnuður á árinu 2007

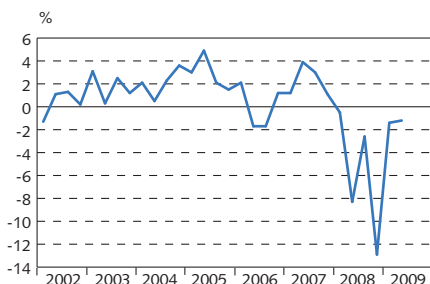


Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd IV-6

Ársfjórðungsleg breyting árstíðarleiðréttrar
einkaneyslu

1. ársfj. 2002 - 2. ársfj. 2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

yfir langtímameðaltali (sjá mynd IV-4). Segja má að samspil hagstjórnar og ytri skilyrða hafa magnað upp eigna-, lánsfjár- og kaupmáttarbólu.

Önnur Evrópulönd sem bjuggu við þjóðhagslegt ójafnvægi þegar alþjóðlega fjármálakreppan skall á glíma einnig við verulegan samdrátt innlendrar eftirspurnar (sjá mynd IV-5).² Samdráttur innlendrar eftirspurnar hefur verið með mesta móti hér á landi og svigrúm hins opinbera til eftirspurnarhvetjandi aðgerða hverfandi. Samdrátturinn hefur hins vegar sérstaklega beinst að innflutningi. Það sem af er ári hefur hann dregist saman um u.þ.b. helming frá sama tímabili í fyrra. Stöðug erlend eftirspurn eftir íslenskum afurðum og þjónustu hefur ennfremur varið innlend fyrirtæki. Samdráttur landsframleiðslu hefur af þessum sökum orðið mun minni en ætla mætti út frá samdrætti þjóðarútgjalda og ekki miklu meiri en víða erlendis þrátt fyrir að áfallið hafi verið töluvert meira hér. Sveigjanleiki íslensks efnahagslífs hefur því skipt sköpum við krefjandi aðstæður í þjóðarbúskapnum.

... og minni framleiðslugetu

Innlend framleiðsla hefur dregist saman í kjölfar fjármálaáfallsins og mun dragast enn frekar saman. Framleiðslugetan hefur minnkað á heildina lítið en framleiðsla færir til hluta yfir til útflutningsgeirans, þar sem rekstrarforsendur eru hagstæðari og fjárfestingarkostir fleiri. Viðbúið er að samdráttur framleiðslugetu vari lengur en aðlögun eftirspurnar og atvinnuleysi haldist því mikið um árabil. Umfang og eðli erlendrar fjárfestingar og lánsfjárveitinga munu hafa áhrif á hve mikið eftirspurn og framleiðsla dregst saman. Þurfi innlendur sparnaður að standa undir fjármögnun framkvæmda að miklu leyti verður efnahagsbatinn hægari.

Þrótturinn í efnahagslífinu hefur engu að síður komið á óvart ...

Endurskoðaðir þjóðhagsreikningar fyrir árið 2008 og fyrsta fjórðung í ár auk fyrstu bráðabirgðatalna fyrir annan fjórðung voru birtir 4. september sl. Samkvæmt endurskoðuðum tölum var hagvöxtur 1,3% í fyrra, sem er 1 prósentu meiri vöxtur en bráðabirgðatölur frá því í mars gáfu til kynna. Meiri vöxtur skýrist einkum af meiri samneyslu og fjárfestingu auk þess sem framlag utanríkisviðskipta var jákvæðara en marsáætlunin gerði ráð fyrir. Endurskoðaðar hagvaxtartölur eru hins vegar u.þ.b. í samræmi við spár Seðlabankans, sem birtust á árinu 2008 og í janúar 2009, um 1-2% hagvöxt á árinu 2008.

Landsframleiðsla dróst saman um 5,5% á fyrstu sex mánuðum þessa árs samanborið við sama tímabil í fyrra. Það er líðlega 1 prósentu minni samdráttur en gert var ráð fyrir í ágústspá Seðlabankans sem skýrist einkum af minni samdrætti einkaneyslu og útflutnings.

... einkaneysla hefur dregist minna saman og virðist ætla að sækja fyrir í sig veðrið en áætlað var ...

Samdráttur einkaneyslu hófst í ársbyrjun í fyrra þegar alþjóðlega fjármálakreppan dýpkaði, framboð lánsfjár skertist verulega, gengi krón-

2. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009). „Country and regional perspectives“, 2. kafli í *World Economic Outlook*, október 2009, bls. 67-91.

unnar lækkaði og kaupmáttur launa gaf eftir. Samdráttur einkaneyslu færðist í aukana eftir því sem leið á árið og var 13% þegar hann varð mestur á milli þriðja og fjórða ársfjórðungs í kjölfar bankahrunsins. Eftir það dró úr samdrætti á milli fjórðunga og mældist hann líðlega 1% á milli fyrsta og annars fjórðungs í ár (sjá mynd IV-6).³ Ýmsir hagvísar á borð við greiðslukorta- og dagvöruveltu, smásölu, innflutning neysluvarnings, væntingar neytenda og atvinnuleysi gefa til kynna að samdrátturinn hafi áfram minnkað á þriðja fjórðungi (sjá myndir IV-7 og IV-8).

... m.a. vegna tímabundinna eftirspurnarhvetjandi áhrifa af útgreiðslum séreignarlífeyrissparnaðar

Í spá Seðlabankans frá því í ágúst var gert ráð fyrir hægari bata í einkaneyslu en tölur Hagstofunnar fyrir annan fjórðung og leiðandi vísbendingar gefa nú til kynna. Ný ráðstöfunartekjugögn Hagstofunnar sýna að heimilin voru betur í stakk búin til að takast á við áfallið en áður var talið. Nú er talið að kaupmáttur ráðstöfunartekna hafi vaxið lítillega á síðasta ári en fyrra mat hafði bent til rúmlega 7% samdráttar. Vöxturinn í fyrra var borinn uppi af hækkun nafnlauna, atvinnu og annarra tekna eins og sjá má á mynd IV-9. Á móti kemur að samdráttur kaupmáttar ráðstöfunartekna er nokkru meiri á næsta ári en talið var í ágúst vegna meiri hækkunar beinna skatta en þá var gert ráð fyrir. Á því ári leggjast samdráttur atvinnu, annarra tekna en launa, áhrif skatta og verðbólga á eitt um að draga úr kaupmætti ráðstöfunartekna (sjá mynd IV-9). Einkaneyslan á næsta ári er hins vegar áþekkt og spáð var í ágúst þar sem tekjur lækka frá herra stigi og eru því svipaðar og þá var gengið út frá. Áætlað er að endurskoðun ráðstöfunartekna minnki samdrátt einkaneyslu um u.þ.b. 2 prósentur í ár og 1 prósentu á næsta ári frá því sem gert var ráð fyrir í síðustu spám.

Önnur skýring á minni samdrætti einkaneyslu fram til þessa gæti verið að áhrif útgreiðslu séreignarlífeyrissparnaðar hafi verið vanmetin í fyrri spám Seðlabankans. Tæplega 40 þúsund einstaklingar höfðu óskað eftir heimild til útgreiðslu lífeyrissparnaðar um miðjan október sl. Heildarupphæð samþykktra útgreiðslna fram til þessa nemur um 24 ma.kr. fyrir skatt, eða líðlega 1½% af landsframleiðslu. Umfang útgreiðslna er því áþekkt og tímabundnar eftirspurnarhvetjandi aðgerðir sem stjórnvöld ýmissa landa hafa gripið til að undanfögnu (sjá mynd IV-10). Aðgerðirnar hér eru hins vegar ekki fjármagnaðar með aukinni skuldsetningu hins opinbera. Lauslega áætlað hafa þessar aðgerðir bætt við því sem næst 1 prósentu við vöxt einkaneyslu á þessu ári og rúmlega 1 prósentu við vöxt næsta árs.⁴ Stjórnvöld hafa lýst yfir að þau íhugi að framlengja það tímabil sem útgreiðslur eru heimilaðar. Endurskoðun gagna um ráðstöfunartekjur og endurmetin

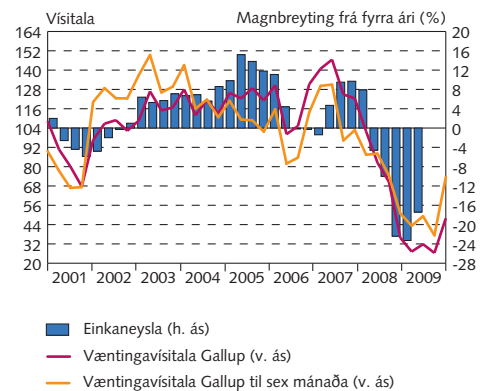
3. Miðað er við ársfjórðungslega breytingu á árstíðarleiddretri einkaneyslu skv. gögnum Hagstofunnar. Ef miðað er við ársbreytingu náði samdráttur einkaneyslu hámarki á fyrsta fjórðungi í ár þegar einkaneysla mældist 23,3% lægri en á sama fjórðungi í fyrra.

4. Hefðu heimilin fullkomlega óheftan aðgang að fjármálamörkuðum sem gerði þeim kleift að jafna einkaneyslu að vild yfir tíma, ætti aðgerð eins og útgreiðsla viðbótarlífeyrissparnaðar ekki að hafa nein áhrif á neysluhegðun þar sem heimilin væru að ganga á eigin sparnað. Við núverandi aðstæður má hins vegar ætla að heimilin líti á útgreiðsluna sem nýjar viðbótartekjur og muni því ráðstafa hluta hennar til einkaneyslu.

Mynd IV-7

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

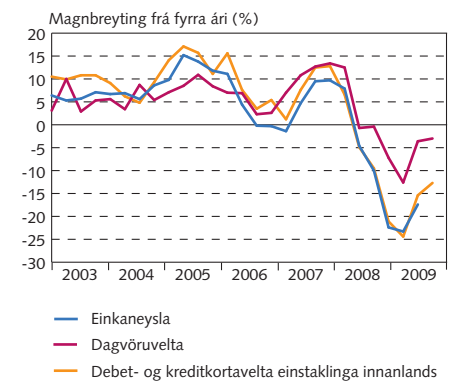
1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2009¹



1. Miðað er við þriggja mánaða meðaltal væntingavísitölu Gallup. Gildi fyrir 4. ársfj. 2009 er fyrir október. Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd IV-8

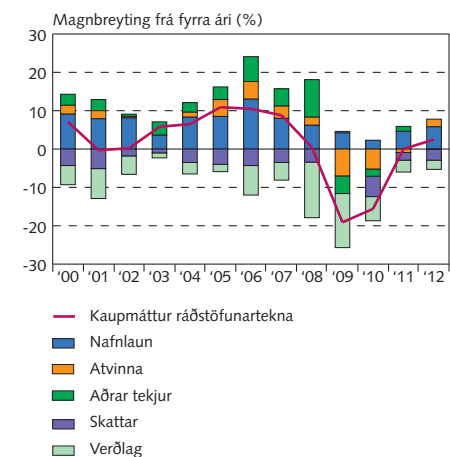
Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu 1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

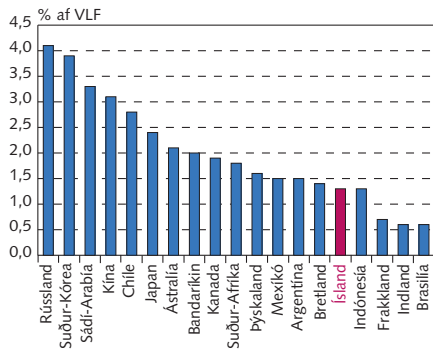
Þróun kaupmáttar ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2000-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að veita saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirliða gefur því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna afrúnnar og þar sem fullkomið tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

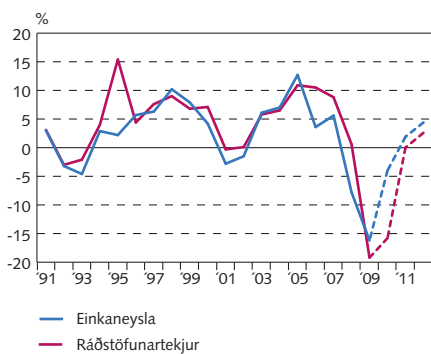
Umfang útgreiðslu séreignalífeyrissparnaðar fyrir skatt og sérstakra aðgerða ýmissa ríkja vegna kreppunnar



Heimildir: Seðlabanki Chile, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11

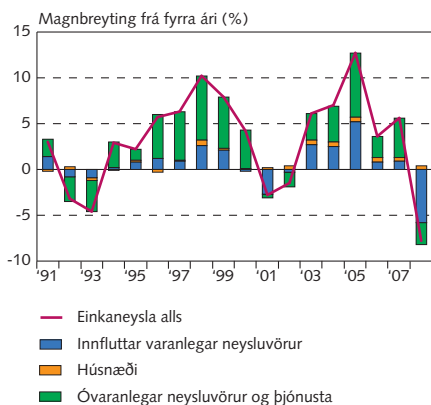
Þróun einkaneyslu og ráðstöfunartekna 1991-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

Þróun einkaneyslu og framlag helstu undirflokka hennar 1991-2008¹



1. Til varanlegra neysluvara þar sem innfluttar vörur og aðföng eru líklegar til að veita þungt eru húsgögn, heimilisbúnaður, ökutæki, sím-tæki, sjónvörp, myndbönd, tölvur o.fl.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

áhrif viðbótarlífeyrissparnaðar skýra því að miklu leyti minni samdrátt einkaneyslu á þessu ári og meiri einkaneyslu á spátímabilinu en spáð var í ágúst.

Hlutur einkaneyslu í landsframleiðslu mun engu að síður haldast undir sögulegu meðaltali út spátímabilið

Samkvæmt grunnspánni dregst einkaneysla saman um 4% á næsta ári, eykst um tæplega 2% árið 2011 og 4½% árið 2012. Eins og áður segir eru þetta nokkru bjartari horfur en í fyrri spám. Eigi að síður helst hlutdeild einkaneyslu í landsframleiðslu langt undir sögulegu meðaltali allt spátímabilið.

Líklegt er að sparnaður aukist þegar heimilin leitast við að styrkja efnahag sinn á nýjan leik. Óvíst er þó hversu sterk þessi tilhneiging verður. Hugsanlega mun það taka heimilin lengri tíma að rétta við fjárhag sinn en spáð er. Ljóst er að atvinnuþróun mun hafa mikil áhrif á einkaneyslu og batinn gæti reynst hægari minnki atvinnuleysi hægar eftir að það nær hámarki. Erlend fjárfesting getur haft veruleg áhrif á einkaneyslu eins og á fyrri samdráttarskeiðum, m.a. vegna áhrifa á atvinnuþróun og væntingar neytenda.

Minni samdráttur samneyslu og opinberrar fjárfestingar en í síðustu spá

Eins og nánar er fjallað um í kafla V hafa stjórnvöld gripið til viðtækra ráðstafana til að draga úr hallarekstri og tryggja sjálfbærni opinberra fjármála. Hvorki ríki né sveitarfélög eru í aðstöðu til að grípa til eftirspurnarhvetjandi aðgerða með aukinni samneyslu og opinberri fjárfestingu. Í grunnspánni er gert ráð fyrir nokkrum samdrætti samneyslu og fjárfestingar hins opinbera út spátímabilið, en minni en spáð var í ágúst. Samkvæmt spánni mun samdráttur samneyslu nema líðlega 1% á þessu ári og tæpum 4% á næsta ári, sem er 2 prósentum minni samdráttur en gert var ráð fyrir á næsta ári í síðustu spá. Samdráttur ársins 2011 er hins vegar minni.

Íbúðafjárfesting og íbúðaverð eru í langvarandi lægð ...

Heimilin vörðu verulegum hluta tekna sinna og lánsfjár til íbúðafjárfestingar í góðærinu. Svipuð þróun átti sér stað víða erlendis. Hér á landi jókst íbúðafjárfesting um tæp 75% og íbúðaverð tvöfaldaðist að nafnvirði á milli árána 2002 og 2007. Niðurstaðan varð sú sama og víða annars staðar: offramboð húsnæðis og óhjákvæmileg lækkun íbúðaverðs. Í júní sl. voru líðlega 3.600 íbúðir í byggingu á höfuðborgarsvæðinu á ýmsu byggingarstigi, allt frá því að jarðvinna var hafin og til nær fullbúinna íbúða. Auk þess höfðu rúmlega 4.300 lóðir verið útbúnar til viðbótar með meðfylgjandi fjárfestingu sveitarfélaga í grunnkerfum þeirra svæða.⁵ Því er ljóst að offramboð óseldra íbúða og ónýttar lóða mun halda aftur af íbúðafjárfestingu um þó nokkurt skeið. Framboð lánsfjár til íbúðafjárfestingar verður sömuleiðis af skornum skammti og eftirspurnin veikburða. Heimili eru líkleg til að

5. VSÓ Ráðgjöf (2009). „Byggingavaktin – Framboð í byggingu á höfuðborgarsvæðinu“, júní 2009.

halda að sér höndum að því er varðar stórtæka fjárfestingu þangað til að fjárhagslegt öryggi þeirra eflist á nýjan leik.⁶ Íbúðafjárfesting mun því haldast vel undir sögulegu meðaltali sínu þrátt fyrir nokkurn vöxt á árunum 2011 og 2012 (sjá mynd IV-13).

Velta á fasteignamarkaði hefur verið afar takmörkuð og hlutfall makaskipta hátt. Þetta hefur valdið vandkvæðum við mælingu íbúðaverðs (sjá rammagrein IV-1). Íbúðaverð hefur lækkað um 12-13% frá því að það náði hámarki að nafnvirði í janúar 2008. Að raunvirði nemur lækkunin um þriðjung frá hæstu stöðu í október 2007. Seðlabankinn gerir ráð fyrir að raunverð íbúðahúsnæðis muni halda áfram að lækka á næstu misserum.

... og staða fjölda fyrirtækja erfið

Rekstrarvandi fyrirtækja hefur aukist vegna gengislækkunar krónunnar, hruns bankakerfisins og minnkandi eftirspurnar. Minna framboð lánsfjár, hækkun skulda, þyngri greiðslubyrði og samdráttur tekna hefur komið illa niður á skuldsettum fyrirtækjum sem reiða sig á utan- aðkomandi fjármögnun. Fyrirtæki í þeim geirum sem helst nutu góðs af uppsveiflunni, t.d. í fasteignaviðskiptum, byggingariðnaði og innflutningi varanlegs neysluvarnings, hafa orðið einna verst úti. Vanskil hafa aukist, gjaldþrotum fjölgað (sjá mynd IV-14). Mörg fyrirtækja er kominn í hendur viðskiptabankanna. Verið er að endurskipuleggja skuldir og breyta rekstri fjölda fyrirtækja í samstarfi við lánardrottna.

Rúmlega helmingur fyrirtækja er eingöngu með skuldir í krónum og hlutfallið mun líklega hækka næstu misserin ...

Fyrir bankahrunið voru u.þ.b. 70% af heildarskuldum íslenskra fyrirtækja í erlendum gjaldmiðli. Þetta er töluvert hátt hlutfall en meira máli skiptir hvernig þær skuldir dreifast og hversu hátt hlutfall fyrirtækja með skuldir í erlendum gjaldmiðli hafa ekki gjaldeyristekjur til þess að standa undir greiðslubyrði af skuldunum. Þannig var hlutfall fyrirtækja með skuldir í erlendum gjaldmiðlum nokkru lægra, eða tæplega helmingur.⁷

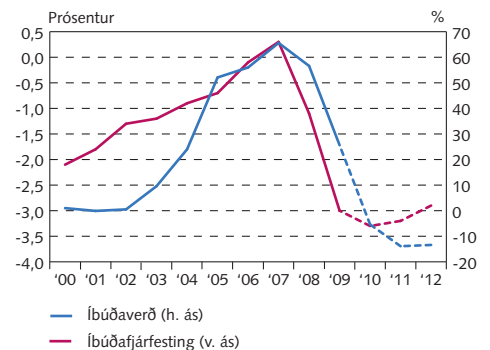
Flest stór og meðalstór fyrirtæki eru þó með gengisbundin lán og flest fyrirtæki sem eru eingöngu með lán í krónum eru lítil. Vegna þess að líftími lána í erlendum gjaldmiðli er almennt stuttur og aðgengi að erlendu lánsfé takmarkað er líklegt að hlutfall fyrirtækja með gengis- tryggð lán lækki næstu misserin. Fyrirtæki með gjaldeyristekjur munu þó áfram geta varið gjaldmiðlaáhættu hafi þau aðgang að gengis- tryggðum lánunum.

... sem þýðir að áhrif peningastefnunnar á stöðu fyrirtækja eru meiri en ætla mætti út frá heildartölum um hlutfall erlendra lána Mikil skuldsetning í erlendum gjaldmiðlum þýðir að áhrif peningastefnunnar á stöðu fyrirtækja verða minni en ella. Í uppsveiflunni komust mörg fyrirtæki hjá auknu peningalegu aðhaldi með lántöku

Mynd IV-13

Hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu og íbúðaverð að raunvirði 2000-2012¹

Frávik frá langtíma meðaltali

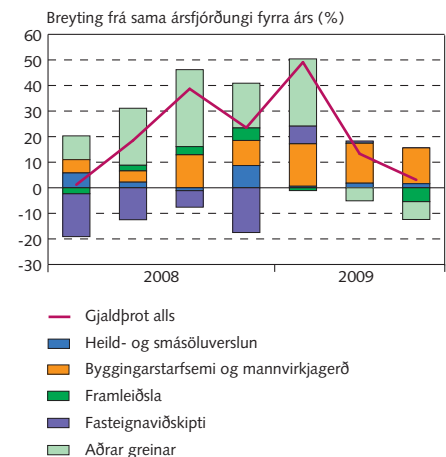


1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14

Gjaldþrot fyrirtækja og framlag atvinnugeira

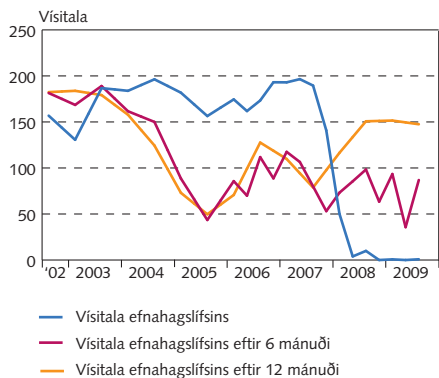
1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

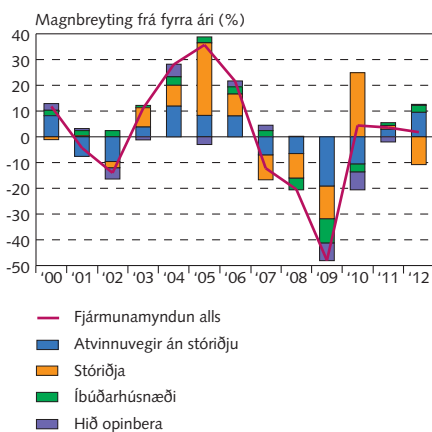
6. Í könnun Capacent Gallup frá því í lok september kemur fram að innan við 3% svarenda telja það líklegt eða frekar líklegt að þeir muni fjárfesta í íbúðarhúsnæði á næstu sex mánuðum.
7. Nánari umfjöllun um niðurstöður greiningar Seðlabanka Íslands á stöðu fyrirtækja má nálgast í kafla 2.2. í *Fjármálastöðugleika* 2009.

Mynd IV-15
Væntingar stjórnenda 400 stærstu
fyrirtækja landsins¹
3. ársfj. 2002 - 3. ársfj. 2009



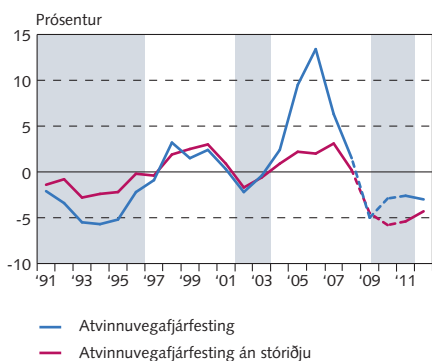
1. Vísitalan reiknast skv. eftirfarandi formúlu: $((\text{Mjög góðar} + \text{Frekar góðar}) / (\text{Mjög góðar} + \text{Frekar góðar} + \text{Frekar slæmar} + \text{Mjög slæmar})) * 200$
Heimild: Capacent Gallup.

Mynd IV-16
Þróun fjármunamyndunar og framlag
helstu undirflokka hennar 2000-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17
Hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af
VLF 1991-2012¹
Frávik frá meðaltali 1970-2007



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012. Skyggðu svæðin sýna tímabil þar sem framleiðslulaki er fyrir hendi skv. mati Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í erlendum gjaldmiðlum á lágum vöxtum. Framboð slíks lánsfjár var ríkulegt allt þar til að alþjóðlega fjármálakreppan skall á. Vegna þess að ríflega helmingur fyrirtækja er eingöngu með skuldir í krónum og verulegur hluti þeirra skulda eru óverðtryggð lán til skamms tíma eru áhrif breytinga á óverðtryggðum vöxtum á stöðu fyrirtækja, einkum smærri fyrirtækja, e.t.v. meiri en ætla mætti miðað við samsetningu heildarskulda. Búast má við að áhrifin aukist næstu misserin.

Margir þættir leggjast á eitt um að halda aftur af almennri atvinnuvegafjárfestingu ...

Fyrirtæki munu leitast við að styrkja stöðu sína með lækkun skulda og vera varfærin í fjárfestingu næstu misserin. Fleira kann að draga úr atvinnuvegafjárfestingu: framboð lánsfjár verður líklega takmarkað enn um sinn, fjöldi atvinnugreina býr við vannýttu framleiðslugetu og fjárfestum standa til boða ríkistryggðir fjárfestingarkostir í formi skuldabréfa og innstæðna. Almenn óvissa um framtíðarhorfur er ekki heldur til þess fallin að hvetja til fjárfestingar. Sóknarfæri ættu þó að vera fyrir hendi í útflutningsgeiranum, þótt misjafnt sé hvort útflutningsfyrirtæki geti nýtt sér hagstætt gengi til að auka framleiðslu, eins og fjallað var um í kafla II.

Seðlabankinn væntir þess að samdráttur almennrar atvinnuvegafjárfestingar, að undanskilinni fjárfestingu í áliðnaði og virkjunarframkvæmdum, vari til loka næsta árs og að hlutfall hennar af landsframleiðslu verði helmingi lægra en sögulegt meðaltali (sjá myndir IV-16 og IV-17).

Niðurstöður viðhorfskönnunar Capacent Gallup, sem gerð var í september sl. meðal stjórnenda í 400 stærstu fyrirtækjum landsins, bera vott um þá svartsýni sem hefur ríkt meðal þeirra frá bankahruninu (sjá mynd IV-15). Þær benda til þess að fjárfesting fyrirtækja gæti dregist saman um meira en 40% í ár og um þriðjung á næsta ári, eða álíka mikið og í grunnspánni.

... og óvissa er um hvort af stórframkvæmdum verði

Í spám Seðlabankans sem hafa birst á þessu ári hefur verið dregin upp sú mynd að fjárfesting sem tengist álversframkvæmdum myndi vega upp á móti verulegum samdrætti annarrar fjárfestingar. Svo er enn í þeirri spá sem hér er kynnt. Gert er ráð fyrir fjórðungsvexti atvinnuvegafjárfestingar á næsta ári, sem er drifinn áfram af tvöföldun stóriðjufjárfestingar milli ára. Nokkrum vexti er ennfremur spáð á árinu 2011 og lítills háttar samdrætti á árinu 2012. Hlutfur atvinnuvegafjárfestingar í landsframleiðslu verður engu að síður undir sögulegu lágmarki allt spátímabilið.

Í forsendum grunnspár Seðlabankans er að þessu sinni ekki gert ráð fyrir virkjunum í Neðri-Þjórsá og stóriðjufjárfesting á árunum 2011 og 2012 er nokkru minni, auk þess sem gert er ráð fyrir að fjárfestingu í netþjónabúum seinki. Aukin óvissa hefur skapast um áform um stóriðjuframkvæmdir í Helgúvík og ýmsar aðrar stórframkvæmdir, m.a. vegna erfiðra fjármögnunarskilyrða. Þess vegna er að þessu sinni birt fráviksspá þar sem gert er ráð fyrir frekari töf á stóriðjuframkvæmdum (sjá nánar í kafla I).

Efnahagsbatinn hefst fyrr og verður sterkari ...

Samkvæmt grunnsþá Seðlabankans verður samdráttur innlendra eftirspurnar tæplega 20% í ár en vegna jákvæðs framlags utanríkisviðskipta verður samdráttur landsframlaiðslu mun minni eða um 8½%. Þetta er minni samdráttur en í spám sem bankinn hefur birt á þessu ári, en í samræmi við fyrstu spá bankans eftir bankahrunið í *Peningamálum* í nóvember í fyrra. Efnahagsbatinn er talinn hefjast fyrr en áður var ráðgert, í takt við bjartari horfur um alþjóðleg efnahagsmál. Spáð er að ársfjórðungslegur árstíðarleiddur hagvöxtur verði jákvæður þegar á fyrsta fjórðungi næsta árs þótt landsframlaiðsla haldi áfram að dragast saman á milli þessa og næsta árs. Nokkrum hagvexti er spáð á árunum 2011 og 2012. Ýmsar vísbendingar eru um að alþjóðlegi efnahagsbatinn gæti orðið hraðari en grunnsþáin gerir ráð fyrir eins og fráviksdæmi 2 í kafla I lýsir.

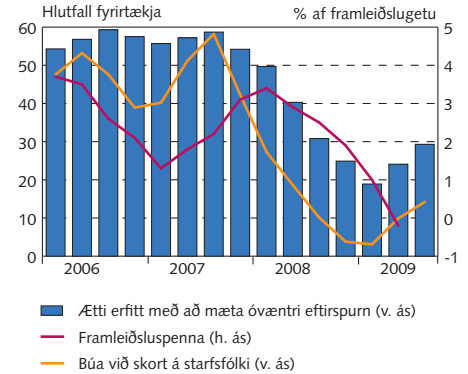
... og framleiðslulakinn hverfur fyrr en áætlað var

Eins og áður segir er innlend framlaiðsla að aðlagast breyttum aðstæðum. Hluti fjármagnsstofnsins hefur tapast og aðrir framleiðslufjármunir farið forgörðum, gjaldþrotum fjölgað, störf tapast, þróttur nýrrar fjárfestingar er af skorum skammti, framboð lánsfjár takmarkað og færa þarf vinnuafli yfir til útflutnings- og samkeppnisgreina. Framleiðslugeta hagkerfisins hefur því minnkað um leið og eftirspurn hefur dregist verulega saman. Mat á framleiðsluspennu er því háð verulegri óvissu við aðstæður sem þessar. Einsýnt virðist þó að umtalsverður framleiðslulaki sé fyrir hendi í þjóðarþúskapnum. Mat á stöðu á vinnumarkaði er einnig háð óvissu um jafnvægisatvinnuleysi, sem hefur líklega aukist. Niðurstöður viðhorfskannana gefa til kynna að verulegur framleiðslulaki sé fyrir hendi. Fá fyrirtæki finna fyrir skorti á starfsfólki eða eiga í erfiðleikum með að bregðast við óvæntri aukningu eftirspurnar. Athygli vekur hins vegar að svör fyrirtækja benda til þess að töluverð umskipti hafi orðið að undanförunu og aukning framleiðslulaka hafi stöðvast (sjá mynd IV-18). Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að framleiðslulakinn nái hámarki á öðrum fjórðungi næsta árs og minnki síðan smám saman. Áætlað er að slakinn hverfi nokkru fyrr en áætlað var í ágúst og að framleiðsluspennu gæti á ný á árinu 2012 (sjá mynd IV-19).

Mynd IV-18

Vísbendingar um notkun framleiðsluþátta og þróun framleiðsluspennu¹

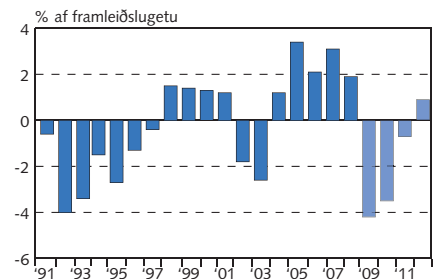
1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2009



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

Mynd IV-19

Framleiðsluspenna 1991-2012¹



1. Grunnsþá Seðlabankans 2009-2012. Heimild: Seðlabanki Íslands.

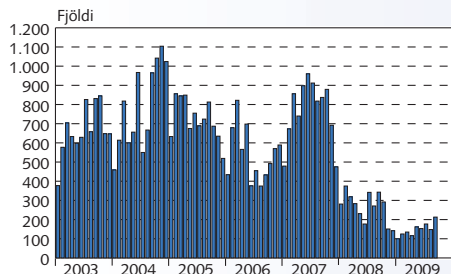
Á undanförunum mánuðum hefur nokkrum sinnum mælst hækkun íbúðaverðs milli mánaða og eru skiptar skoðanir á því hvort lækkun mánuðina á undan hafi stöðvast. Bæði Fasteignaskrá Íslands og Hagstofa Íslands reikna vísitölu sem sýnir þróun íbúðaverðs hér á landi. Útreikningur beggja vísitalnanna byggist á sömu upplýsingunum, þ.e. upplýsingum um þinglýsta kaupsamninga, en aðferðafræðin er hins vegar ekki nákvæmlega sú sama. Á tímum sem nú, þegar velta á húsnæðismarkaði er í sögulegu lágmarki, getur aðferðafræði sem notuð er við útreikning þessara tveggja vísitalna skipt máli fyrir niðurstöðuna, a.m.k. þegar horft er á skammtímasveiflur í húsnæðisverði.

Rammagrein IV-1

Þróun húsnæðisverðs: Ólíkir mælikvarðar sýna sömu þróun

Mynd 1
Fjöldi þinglýstra samninga á höfuðborgarsvæðinu

Janúar 2003 - september 2009



Heimild: Fasteignaskrá Íslands.

Mynd 2
Hlutfall makaskiptasamninga af heildarveltu

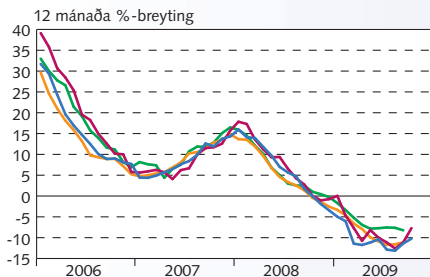
Júní 2006 - september 2009



Heimild: Fasteignaskrá Íslands.

Mynd 3
Markaðsverð húsnaðis á höfuðborgarsvæðinu

3 mánaða hreyfanleg meðaltöl



— Fjölbýli skv. Hagstofu
— Sérbyli skv. Hagstofu
— Fjölbýli skv. Fasteignaskrá
— Sérbyli skv. Fasteignaskrá

Heimildir: Fasteignaskrá Íslands, Hagstofa Íslands.

Helsti munur á aðferðafræði þessara tveggja stofnana er að þau tímabil sem miðað er við eru mismunandi og meðferð þeirra á makaskiptasamningum er ólík. Hagstofan notar kaupsamninga þriggja mánaða við útreikninga sína en Fasteignaskrá notar samninga hvers mánaðar. Bæði Fasteignaskrá og Hagstofan skipta húsnaði niður í fleiri stærðarflokka en birtir eru og gilda ákveðnar reglur um lágmarksfjölda samninga í hverjum flokki. Að undanfögnu hefur þurft að lengja viðmiðunartímabilið við útreikning beggja vísitalnanna til að ná lágmarksfjölda samninga á viðmiðunartímabilinu vegna lítillar veltu á húsnaðismarkaði.

Við útreikning á vísitölu Fasteignaskrár er litið fram hjá makaskiptasamningum, en hlutfall þeirra hefur verið á bilinu 30%-50% af heildarveltu á húsnaðismarkaði undanfarna mánuði líkt og sjá má á mynd 2. Vísitala Hagstofunnar notar hins vegar þessa samninga í útreikningum sínum, en lækkar verð fasteignanna um ákveðið hlutfall sem miðast við verðbólgu að viðbættum vöxtum á viðbótarlánnum bankanna, þegar núvirði samningsins er reiknað.¹ Þetta hlutfall hefur lækkað á undanfögnu mánuðum vegna minni verðbólgu og lækkunar vaxta.

Ljóst er að hvorug aðferðin er gallalaus. Færa má rök fyrir því að verðbreytingar komi fram með minni töf í vísitölu Hagstofunnar á tímum sem þessum, þar sem sjaldnar þarf að byggja á eldri samningum við útreikningana vegna lengra viðmiðunartímabils. Að því er varðar meðferð makaskiptasamninga má færa rök fyrir því að með því að undanskilja þá, eins og Fasteignaskrá gerir, sé litið fram hjá stórum hluta þeirrar veltu sem hefur verið á markaði að undanfögnu. Á móti kemur að hátt hlutfall makaskiptasamninga í viðskiptum á húsnaðismarkaði gæti hafa leitt til van- eða ofmats á lækkun húsnaðisverðs í vísitölu Hagstofunnar ef það hlutfall sem virði þeirra samninga er leiðrétt með hefur verið ranglega metið. Hægt er að færa rök fyrir því að verðleiðrétting Hagstofunnar hafi þróast í öfuga átt við markaðinn undanfarið. Ef til vill hefði átt að leiðrétta makaskiptasamninga minna í upphafi lækkunarferlisins en meira eftir því sem húsnaðisverð hefur lækkað.

Samanburður á vísitölum Fasteignaskrár og Hagstofunnar sem sýna verðþróun fasteigna á höfuðborgarsvæðinu sést á mynd 3.² Þar má sjá að þróunin getur verið mismunandi milli einstakra mánaða vegna mismunandi aðferðafræði við útreikninga en þróunin er mikið til hin sama til lengri tíma litið. Sem dæmi má nefna að vísitala Fasteignaskrár sýnir 12% lækkun nafnverðs húsnaðis á höfuðborgarsvæðinu frá því að það náði hámarki samkvæmt henni í janúar 2008. Vísitala Hagstofunnar sýnir 13% lækkun nafnverðs húsnaðis á landinu síðan það náði hámarki samkvæmt þeirra útreikningum í mars 2008. Einnig má benda á að samanburður á vísitölu Hagstofunnar fyrir landið allt og vísitölu Fasteignaskrár fyrir höfuðborgarsvæðið sýnir nánast sömu lækkun raunverðs frá því að það náði sögulegu hámarki í október 2007 eða um þriðjung. Til skamms tíma getur því þróun þessara vísitalna verið mismunandi en þegar langtímaþróun þeirra er skoðuð má sjá að þær segja sömu söguna.

1. Aðeins er lækkað um þetta hlutfall þegar fasteignir eru notaðar sem greiðsla.
2. Fasteignaskrá reiknar einungis verðvísitölu húsnaðis á höfuðborgarsvæðinu, en Hagstofan reiknar verðvísitölu fyrir allt landið. Til að hægt sé að bera saman sambærilega hluti er aðeins birt verð á íbúðum í fjölbýli og sérbyli á höfuðborgarsvæðinu.

V Fjármál hins opinbera

Vöxtur samneyslu á fyrri helmingi árs var töluvert meiri en Seðlabankinn spáði í ágúst. Fjárlagafrumvarp fyrir næsta ár gerir ráð fyrir aðlögun opinberra fjármála að miklum samdrætti skattstofna og stóruaknum skuldum ríkissjóðs. Aðgerðirnar miða að því að ná hratt fram afgangi á frumjöfnuði til að stöðva skuldafnununina og tryggja þannig sjálfbærni opinberra fjármála til lengri tíma. Aðhaldsaðgerðirnar eru heldur meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá *Peningamála* og munar þar mestu um hækkun beinna skatta. Gangi áætlanir stjórnvalda eftir mun afkoma hins opinbera batna mikið á spátímabilinu og skuldir ná hámarki á næsta ári en taka síðan að lækka aftur.

Útgjöld hafa ítrekað farið fram úr áætlunum

Stjórnvöldum hefur reynt erfitt að halda aftur af útgjöldum undanfarin ár og á það einnig við í ár. Samkvæmt fjárlögum þessa árs áttu útgjöld ríkissjóðs að vera 556 ma.kr. en nú er áætlað að þau verði um 6% meiri eða 589 ma.kr. Sú ríkisstjórn sem sat við völd árið 2004 setti sér fjármálaræglu um að vöxtur samneyslunnar mætti ekki vera meiri en 2% að magni til á ári. Framkvæmd þessarar reglu gekk illa og hefur vöxtur samneyslunnar jafnan verið vel yfir því sem reglan kvað á um.

Samneyslan meiri en búist var við

Samneysla hefur vaxið um 0,4% að magni til samkvæmt fyrstu tölum Hagstofu Íslands fyrir fyrri helming þessa árs. Þetta er töluvert meiri vöxtur en Seðlabankinn spáði í ágúst, þegar gert var ráð fyrir 2,3% samdrætti á árinu. Í spánni sem hér er birt er gert ráð fyrir 1,2% samdrætti samneyslu milli ára. Í henni hefur verið tekið tillit til þess að fjármálaráðuneytið hefur brugðist við verri afkomu en áætlanir gerðu ráð fyrir. Aðhald var aukið með sértækum aðgerðum upp á 22 ma.kr. þar sem um 40% eiga að fást með niðurskurði útgjalda en afgangurinn með auknum tekjum.

Aðhaldsaðgerðir meiri en gert var ráð fyrir

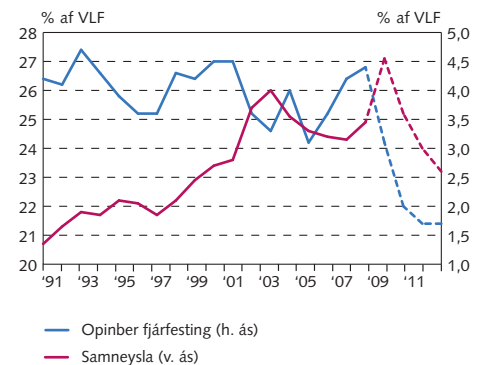
Fjárlagafrumvarp ársins 2010 ber það með sér að vaxtakostnaður af miklum skuldum ríkissjóðs ryður burt útgjöldum til annarra málaflokka. Niðurskurður hefðbundinna útgjalda er mikill. Einnig eru skattahækkunarir boðaðar í frumvarpinu. Umfang aðhaldsaðgerðanna er 30 ma.kr. meiri en gert var ráð fyrir í þeirri spá sem birtist í síðustu *Peningamálum*. Samkvæmt efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sl. vor var talið nauðsynlegt að grípa til 56 ma.kr. aðhaldsaðgerða. Seðlabankinn taldi það ekki nægjanlegt til að ná tilætluðum bata á frumjöfnuði. Því var gert ráð fyrir 90 ma.kr. aðhaldsaðgerðum í síðustu spá. Samkvæmt fjárlagafrumvarpi fyrir næsta ár nema aðhaldsaðgerðir 120 ma.kr. og tekur spáin nú mið af því.

Afgangi á frum- og heildarjöfnuði náð ári fyrr

Á tekjuhlíð er hækkun beinna skatta í fyrirliggjandi spá meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá en áætluð hækkun óbeinna skatta breytist minna. Markmið efnahagsáætlunarinnar er að ná fram afgangi á frumjöfnuði árið 2011 og á heildarjöfnuði 2013. Erfitt er að leggja mat

Mynd V-1

Hlutfall samneyslu og opinberrar fjárfestingar af landsframleiðslu¹

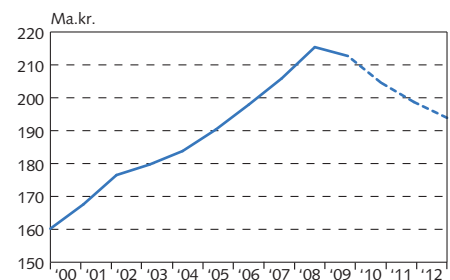


1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

Samneysla hins opinbera

Á föstu verðlagi, 2000-2012¹

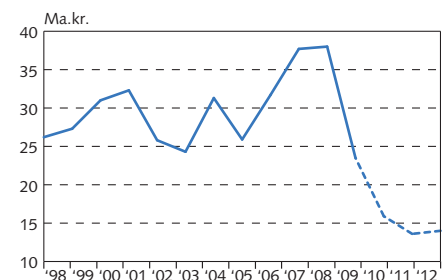


1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Fjárfesting hins opinbera

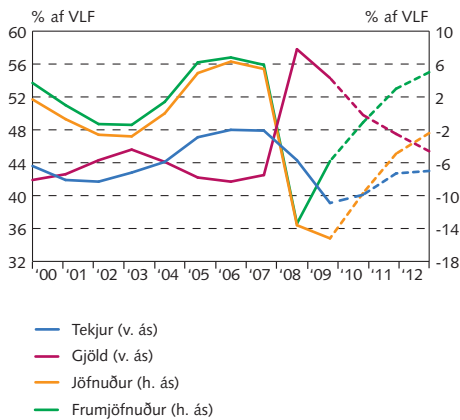
Á föstu verðlagi 1998-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

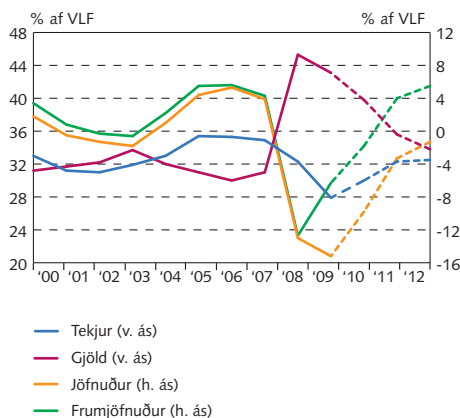
Fjármál hins opinbera 2000-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

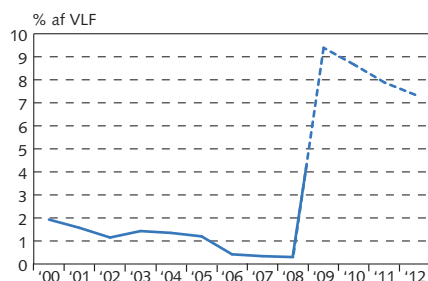
Fjármál ríkissjóðs 2000-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6

Hrein vaxtagjöld hins opinbera 2000-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

á áætlanir á tekjuhlið fjárlagafrumvarpsins þar sem ekki hefur komið fram hvernig afla skuli aukinna skatttekna, aðeins hve mikilla tekna eigi að afla. Þegar Seðlabankinn vann fyrirbyggjandi spá lá því ekki fyrir nákvæm útfærsla á þeim sköttum sem boðaðir voru í fjárlagafrumvarpinu. Gert er ráð fyrir að tekjuspá ráðuneytisins gangi eftir enda verði skattareglum breytt eins og þörf krefur. Í fyrri spám sem birst hafa eftir bankahrunið á árinu hefur verið spáð lægri skatttekjum en í spám fjármálaráðuneytisins og hefur munurinn helst legið í óbeinum sköttum. Lakari tekjuspár Seðlabankans í fyrri spám höfðu í för með sér að ekki var gert ráð fyrir að markmiðinu um afgang á frum- og heildarjöfnuði yrði náð fyrr en ári síðar en áætlanir fjármálaráðuneytisins gerðu ráð fyrir. Á grundvelli fjárlagafrumvarpsins er tekjuspá *Peningamála* nú hærri en áður og er gert ráð fyrir að afgangur verði á frum- og heildarjöfnuði ári fyrr í samræmi við áætlanir fjármálaráðuneytisins.

Beinir skattar hækka meira en óbeinir

Tekjuáætlun fjárlagafrumvarpsins gerir ráð fyrir því að skatttekjur vaxi um 61 ma.kr. frá áætluðum skatttekjum ársins 2009 þar sem tæpir 38 ma.kr. komi frá beinum sköttum, 8 ma.kr. frá óbeinum sköttum og 16 ma.kr. frá nýjum orku-, umhverfis- og auðlindasköttum. Þetta er aukning nafntekna, en beinar aðgerðir á tekjuhlið nema 40 ma.kr. Skatttekjur sem hlutfall af landsframleiðslu hækka við þessar aðgerðir um 3,3 prósentur og verða 27,1%. Á sama tíma lækka útgjöld ríkissjóðs sem hlutfall af landsframleiðslu um 3,3 prósentur og verða 39,8%. Afkomubattinn milli ára yrði því 5,3% af landsframleiðslu.

Beinar aðgerðir til að draga úr útgjöldum nema tæpum 43 ma.kr. samkvæmt frumvarpinu og skiptast jafnt niður á þrjá helstu útgjaldaflokkana, eins og gert var ráð fyrir í síðustu spá. Núverandi spá gerir hins vegar ekki ráð fyrir að þetta gangi að öllu leyti eftir og byggist sú forsenda á reynslu undanfarinna ára. Jafnframt er spáin lækkuð um sem nemur minni samdrætti í samneyslu sveitarfélaga. Fjöldmörg sveitarfélög hafa brugðist hratt við breyttum aðstæðum og skorðið niður útgjöld. Staða þeirra er þó mjög misjöfn og erfitt að fá nægilega góða heildarmynd af henni.

Afkoma hins opinbera batnar hratt á næstu árum

Gangi áætlanir stjórnvalda eftir ætti afkoma hins opinbera að batna mikið á spátímabilinu. Hallinn sem nam 14% af landsframleiðslu árið 2008 ætti að ná hámarki í ár, enda aðhaldsaðgerðum verið haldið í lágmarki, og nema 15,2% af landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir að hann lækki frá og með næsta ári, úr 9,7% af landsframleiðslu í 2,4% árið 2012.

Skuldir ná hámarki á næsta ári en taka síðan að lækka aftur

Áætlað er að samanlagðar skuldir ríkissjóðs, sveitarfélaga og almannatrygginga nái hámarki á næsta ári og að vergar skuldir muni þá nema um 136% af landsframleiðslu. Verga skuldahlutfallið helst áfram hátt næstu tvö árin þar á eftir en tekur að lækka frá og með árinu 2013. Gert er ráð fyrir að skuldahlutfallið muni lækka niður í 115% árið 2014.

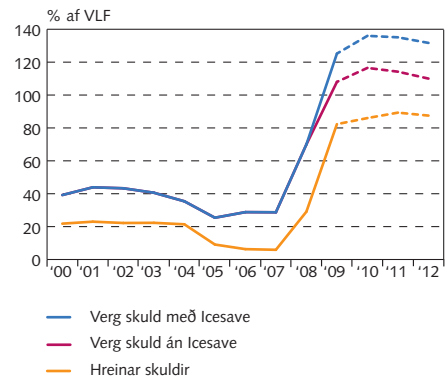
Hreinar skuldir hafa hins vegar meiri áhrif á sjálfbærni ríkisfjármála til lengri tíma litið og greiðslubyrði skattgreiðenda. Hrein skuldastaða ríkissjóðs liggur á bilinu 55-65% af landsframleiðslu á spátímabilinu á meðan hrein skuldastaða hins opinbera nemur 80-90%. Skuldahlutfallið er vissulega hátt en alls ekki fordæmalaust í alþjóðlegum samanburði eins og sést á mynd V-8. Skuldahlutfallið er nú lægra en í síðustu *Peningamálum* þar sem hreinar Icesave-skuldbindingar eru taldar til skulda í stað vergra skulda áður. Það er í samræmi við alþjóðlega staðla um að færa skuli það til skuldar sem líklegt er að falli á hið opinbera af útgefinni ríkisábyrgð. Áætlað er að hreinar Icesave-skuldbindingar nemi u.þ.b. 20% af landsframleiðslu.

Lánsfjárbörf hins opinbera setur þrýsting á vexti

Aðhaldsaðgerðir sem settar eru fram í fjárlögum fyrir árið 2010 eru óhjákvæmilegar í ljósi hallareksturs og mikilla skulda hins opinbera á þessu ári. Valkosturinn að draga aðlögunina á langinn er vart fær. Vissulega munu aðhaldsaðgerðirnar auka á efnahagssamdráttinn til skamms tíma, því samdráttur útgjalda dregur beint úr innlendri eftirspurn og hækkun skatta skerðir ráðstöfunartekjur. Nauðsynlegt er hins vegar að ná tókum á skuldastöðunni og tryggja sem fyrst sjálfbær opinber fjármál með afgangi á frumjöfnuði. Ella er hættu á því að mikil lánsfjárbörf hins opinbera þrýsti upp innlendum raunvöxtum og hægi á efnahagsbatanum. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs myndi einnig hækka, en það hefði ekki einungis áhrif á aðgengi og kjör ríkissjóðs á alþjóðlegum mörkuðum heldur einnig á fjölda innlendra fyrirtækja sem hyggjast sækja fjármagn á alþjóðlega markaði. Ósjálfbær vöxtur opinberra skulda myndi einnig grafa undan stöðugleika krónunnar. Því er áriðandi að áætlun ríkisstjórnarinnar verði fylgt eftir af festu.

Mynd V-7

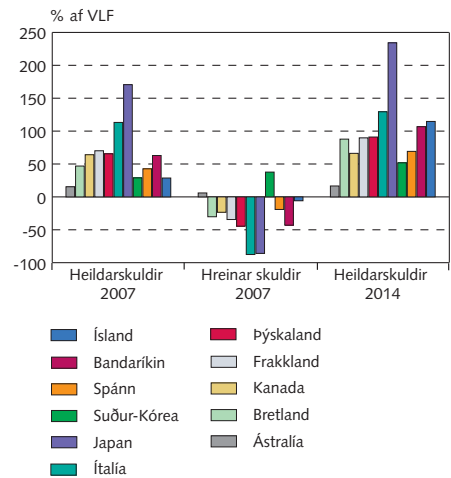
Skuldir hins opinbera sem hlutfall af VLF¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

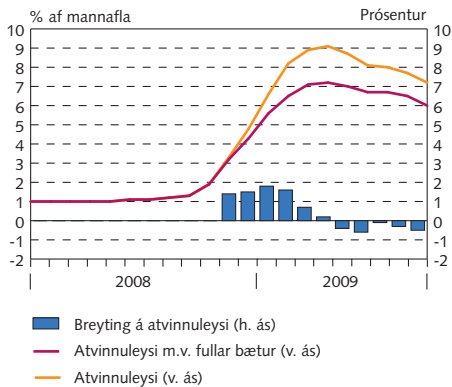
Skuldir hins opinbera og annarra landa



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD, Seðlabanki Íslands.

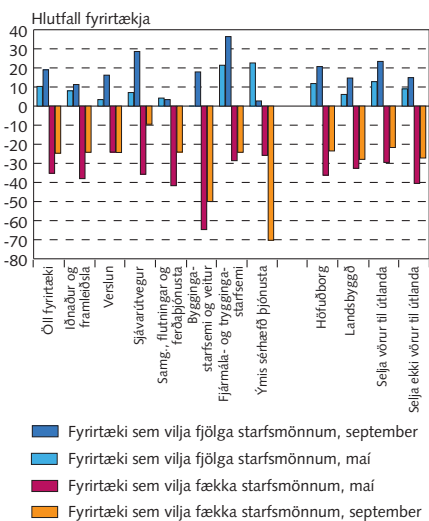
VI Vinnumarkaður og launaþróun

Mynd VI-1
Atvinnuleysi janúar 2008 - september 2009



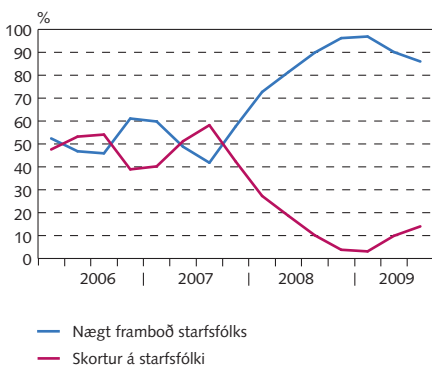
Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2
Fyrirtæki sem hyggja á starfsmannabreytingar á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VI-3
Hlutfall fyrirtækja sem telja starfsfólk skorta eða nægt framboð vera á starfsfólki



Heimild: Capacent Gallup.

Efnahagssamdrátturinn hefur sett mark sitt á vinnumarkaðinn. Atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðar eykst enn, þótt mælt atvinnuleysi hafi lækkað, dregið hafi úr atvinnuþátttöku, vinnutími styst og brottflutningur aukist. Samkvæmt spá Seðlabankans hefur atvinnuleysi ekki enn náð hámarki, enda bendir flest til þess að enn muni draga úr eftirspurn eftir vinnuafli á næstu misserum. Sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar er hins vegar töluverður. Atvinnuleysi eykst því minna en ella. Umsamdar launahækkningar hafa og munu áfram vega salt við launalækkningar sem gripið er til í fyrirtækjum til að lækka kostnað þar til að nýir kjarasamningar verða gerðir. Launakostnaður á framleidda einingu eykst nokkuð á þessu ári vegna minnkandi framleiðni og hækkunar tryggingagjalds þó nafnlaun hækki minna en undanfarin ár. Spáð er hæfum vexti launakostnaðar á framleidda einingu á árunum 2010-2012, þar sem aukin framleiðni vegur á móti nafnlaunahækkunum í kjölfar nýrra kjarasamninga.

Atvinnuleysi minna en spáð var

Skráð atvinnuleysi mældist 7,2% í september og hefur lækkað stöðugt frá því að það náði hámarki í apríl þegar það var 9,1%. Að teknu tilliti til árstíðar hefur atvinnuleysi hins vegar aukist jafnt og þétt undangengið ár og var 9,4% í september.

Próun atvinnuleysis frá því að Vinnuálastofnun jók eftirlit með atvinnuleysissskráningu í apríl bendir til þess að atvinnuleysi hafi í raun aldrei orðið jafn hátt og það var skráð í byrjun árs. Einnig má gera ráð fyrir að atvinnuleysi sé um ½-1 prósentu meira í þessari niðursveiflu en á fyrri samdráttarskeiðum, vegna möguleika starfsfólks og sjálfstætt starfandi til að sækja um atvinnuleysisbætur á móti hlutastarfi. Spá Seðlabankans frá því í ágúst var byggð á þeim tölum sem þá lágu fyrir og var þar gert ráð fyrir töluvert meira atvinnuleysi á þriðja fjórðungi ársins en varð raunin, eða 9% í stað 7,6%.

Fleiri fyrirtæki hyggjast fækka starfsfólki en fjölga ...

Væntingar almennings um atvinnuástandið hafa heldur glæðst í lok sumars samkvæmt væntingavísitölu Gallup þótt enn gæti mikillar svartsýni. Samkvæmt viðhorfskönnun sem Capacent Gallup gerði í september meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins hafa væntingar þeirra einnig glæðst, einkum þeirra sem selja vörur sínar og þjónustu til útlanda. Færri fyrirtæki vilja fækka starfsmönnum nú en í sambærilegri könnun í maí og fleiri hyggjast fjölga starfsmönnum.

Niðurstöður könnunarinnar benda þó til að vinnumarkaðurinn eigi enn eftir að veikjast nokkuð, því fleiri fyrirtæki vilja fækka starfsfólki næstu sex mánuði en fjölga þeim. Tæpur fjórðungur fyrirtækjanna hyggst fækka starfsfólki á næstu sex mánuðum en um fimmtungur vill fjölga starfsmönnum.

... en þriðjungur sjávarútvegsfyrirtækja vill fjölga starfsmönnum

Í nánast öllum atvinnugreinum vilja fleiri fyrirtæki fjölga starfsmönnum nú en í maí og færri fyrirtæki fækka starfsmönnum. Í ljósi lágs raungengis kemur ekki á óvart að mest breyting á ráðningaráformum

er meðal fyrirtækja sem selja vörur og þjónustu til útlanda. Í sjávarútvegi vildu um 30% fyrirtækja bæta við sig starfsfólki í september en 7% í maí. Aðeins 10% þeirra vildu fækka starfsfólki en ríflega þriðjungur í maí. Um fimmtungur útflutningsfyrirtækja telur nú vera skort á starfsfólki en aðeins 10% í maí. Afstaða fyrirtækja sem selja á innlandan markað hefur þó ekki breyst. Eina atvinnugreinin þar sem fleiri fyrirtæki vilja fækka starfsmönnum í september en í maí er sérhæfð þjónusta. Þar vildu rúmlega 70% fyrirtækja fækka starfsmönnum, en um fjórðungur í maí. Líklega á fyrirhugaður niðurskurður hjá hinu opinbera stóran þátt í þessari breytingu.

Niðurstöður könnunar Samtaka atvinnulífsins (SA) sem gerð var meðal félagsmanna þeirra fyrri hluta október sýnir sömu niðurstöðu og könnun Capacent Gallup. Könnun SA sýnir að fjórðungur fyrirtækja á almennum vinnumarkaði hyggst fækka starfsmönnum á næstu sex mánuðum en 14% hyggjast fjölga þeim. SA áætla að þessar niðurstöður svari til þess að um 2 þúsund manns á almennum vinnumarkaði gætu misst vinnuna á næstu sex mánuðum umfram nýr-áðningar, en það hefði í för með sér að atvinnuleysi ykist um rúmlega eina prósentu. Niðurstöður viðhorfskönnunar Capacent Gallup og niðurskurðaráform ríkis og sveitarfélaga benda til þess að starfsmönnum hins opinbera muni einnig fækka nokkuð á næstu misserum.

Sveigjanleiki innlends vinnumarkaðar flýttir fyrir aðlögun þjóðarbúskaparins

Á samdráttarskeiðum hefur sveigjanleiki innlends vinnumarkaðar auðveldað aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi. Atvinnuleysi hefur því aukist minna en ella. Sveigjanleikinn kemur að mestu leyti fram í breytingu á atvinnuþátttöku og vinnutíma. Það sama gerist í núverandi niðursveiflu.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fækkaði heildarvinnustundum um rúmlega 14% á þriðja fjórðungi þessa árs miðað við sama tíma árið áður. Fækkun vinnustunda stafaði bæði af fækkun vikulegra vinnustunda um tæplega þrjár stundir og fækkun fólks við vinnu í viðmiðunarvikunni um næstum 9%. Undanfarið ár hefur heildarvinnustundum fækkað um 10%.

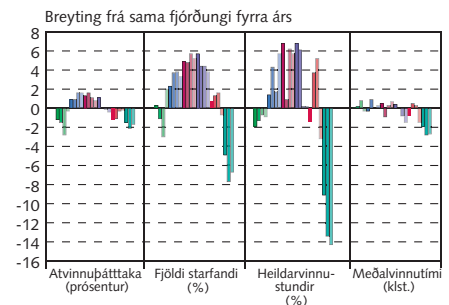
Fleiri yfirgefa vinnumarkaðinn

Eins og sjá má á mynd VI-5 kom minnkandi eftirspurn eftir vinnuafli fyrst fram í fjölgun atvinnulausra en frá og með öðrum ársfjórðungi fjölga einnig þeim sem yfirgefa vinnumarkaðinn. Þetta eru dæmigerð viðbrögð við alvarlegum kreppum og reynsla fyrri fjármálakreppa gefur til kynna að hluti þessa fólks muni jafnvel ekki snúa aftur á vinnumarkaðinn. Atvinnuþátttaka á þriðja fjórðungi ársins var um tveimur prósentum minni en hún hefur verið á sama ársfjórðungi síðastliðin þrjú ár. Að teknu tilliti til árstíðar var atvinnuþátttaka rúmlega 80% eða um tveimur prósentum minni en hún hefur verið að meðaltali frá árinu 1991.¹ Hefði atvinnuþátttaka haldist í grennd við meðaltal tímabilsins frá 1991 má ætla að atvinnuleysi á þriðja ársfjórðungi hefði orðið ríflega hálfprósentu meira en samkvæmt Vinnumarkaðskönnuninni.

1. Þ.e. það tímabil sem Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands nær yfir.

Mynd VI-4

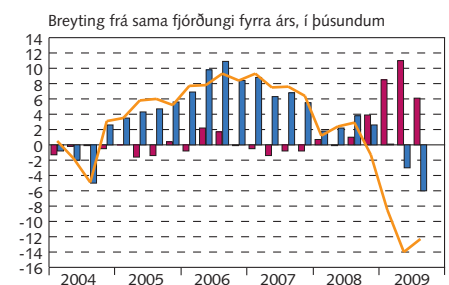
Breytingar á vinnuafli
1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

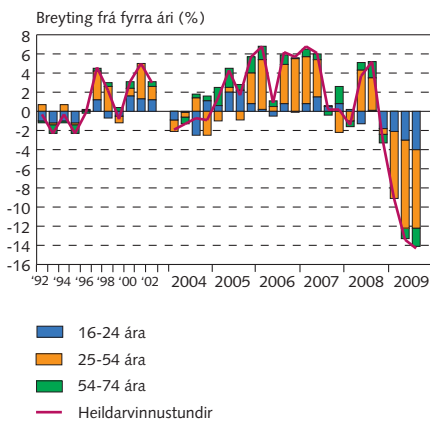
Mynd VI-5

Breytingar á vinnuafli
1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-6
Framlag til breytinga á heildarvinnustundafjölda



Heimild: Hagstofa Íslands.

Viðbrögðin við minnkandi eftirspurn hafa verið nokkuð mismunandi eftir hópum. Körlum á höfuðborgarsvæðinu sem eru um þriðjungur af vinnuaflinu, fækkaði milli ára um jafn mikið og vinnuaflinu í heild. Körlum á landsbyggðinni og konum á höfuðborgarsvæðinu fjölgar hins vegar. Yngsta launafólkið hverfur af vinnumarkaði, eins og venja er þegar eftirspurn eftir vinnuafl minnkar, og námsmönnum sem eru utan vinnuaflsins fjölgar jafn mikið og fækkar í yngsta aldurshópnum (16-24 ára). Sömu sögu er að segja hvort heldur er skoðað, fækkun starfandi fólks eða heildarvinnutími: Hlutur karla á höfuðborgarsvæðinu og yngsta launafólksins í fækkuninni er mun meiri en sem hlutfalli þeirra meðal starfandi eða framlagi þeirra til heildarvinnutíma.

Fyrirtæki lækka starfshlutfall til að draga úr launakostnaði

Atvinnurekendur sem vilja draga úr kostnaði geta gert það á annan hátt en með lækun nafnlauna. Töluvert hefur verið um að fyrirtæki breyti fullum störfum í hlutastörf í þessari niðursveiflu og eru vísbendingar um að notkun þessa úrræðis fari vaxandi.² Tölur úr Vinnumarkaðskönnuninni sýna að fólki í hlutastörfum fjölgaði um nær fimmtung eða 5 þúsund milli ára á þriðja fjórðungi ársins og fólki í fullu starfi fækkaði um 11% eða 17 þúsund. Samkvæmt könnun SA hefur rúmlega fjórðungur fyrirtækja brugðið á það ráð að minnka starfshlutfall það sem af er ári til þess að forðast uppsagnir, sem er aukning frá sambærilegri könnun í febrúar, en þá sögðust 18% fyrirtækjanna hafa gripið til þessa ráðs.

Samdráttur heildarvinnuástands milli ára undangengið ár samsvavar því að fækkað hafi á vinnumarkaði um u.þ.b. 2 þúsund ársverk eða sem nemur rúmlega einni prósentu í atvinnuleysi.

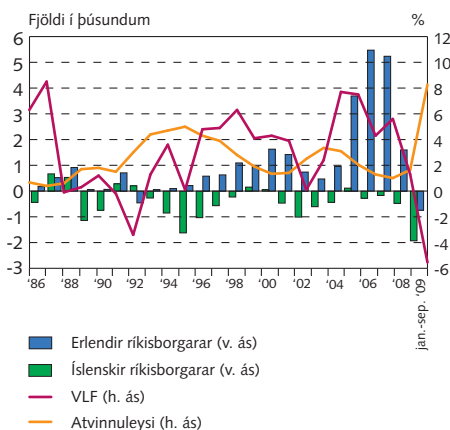
Fáir útlendingar flytja af landi brott ...

Mikið innstreymi erlends starfsfólks til Íslands á undanförunum árum hefur aukið sveigjanleika íslensks vinnumarkaðar. Nokkur óvissa hefur verið um viðbrögð erlendra starfsmanna í kjölfar efnahagserfiðleikanna. Á árunum 2005-2008 fluttust um 28 þúsund erlendir ríkisborgarar til landsins en um 12 þúsund frá landinu. Þrátt fyrir að erlendir ríkisborgarar hafi verið hlutfallslega fleiri í þeim atvinnugreinum sem hafa orðið verst úti af völdum kreppunnar, þ.e. byggingariðnaði og þjónustugreinum, og hlutfall þeirra því hærra meðal atvinnulausra, benda tölur um brottflutning erlendra ríkisborgara það sem af er ári til þess að aðeins lítill hluti þeirra starfsmanna sem hingað hafa komið að undanförunu snúi heim eftir atvinnumissi, enda hafa heimalönd þeirra einnig orðið fyrir barðinu á alþjóðlegu efnahagskreppunni. Þetta er í samræmi við reynslu frá löndum þar sem erlendum ríkisborgurum frá ESB-8-löndunum fjölgaði mikið í uppsveiflunni.

... en fleiri Íslendingar en ætla mætti

Fyrstu níu mánuði ársins fluttust 2.700 fleiri frá landinu en til þess. Þar af voru tæplega 1.950 íslenskir ríkisborgarar en um 750 erlendir

Mynd VI-7
Aðfluttir umfram brottflutta, atvinnuleysi og hagvöxtur 1986-2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

2. Þessi lausn var auðvelduð með breytingum á lögum um atvinnuleysisbætur sem áður er getið þar sem fólki í hlutastarfi er gert kleift að sækja um atvinnuleysisbætur.

ríkisborgarar. Það er töluvert meira hreint útlæði fólks í kjölfar efnahagssamdráttar hér á landi en í fyrri efnahagskreppum, enda samdráttur efnahagslífsins töluvert meiri.³ Brottlutningur það sem af er ári hefur því verið töluvert meiri en fyrri rannsóknir benda til, jafnvel þótt einungis sé horft til brottfluttra Íslendinga. Án hans má ætla að atvinnuleysi væri um 1½ prósentu meira en ella.

Fleiri fyrirtæki lækka laun

Þótt niðurstöður Vinnumarkaðskönnunarinnar og tölur um búferlaflutninga bendi til þess að fólk sem hefur misst vinnuna hafi horfið af vinnumarkaði í meira mæli eftir því sem samdrátturinn hefur ágerst, er atvinnuleysi það mikið að þrýstingur til lækkunar launa ætti að vera áfram til staðar. Samkvæmt könnun SA hefur um fjórðungur fyrirtækja gripið til launalækkana á árinu til þess að tryggja áframhaldandi rekstur, en um 18% höfðu gert það í könnuninni í febrúar.

Þó gæti góð afkoma útflutningsatvinnugreinanna þrýst launum þar upp, einkum í ljósi þess hversu mörg þessara fyrirtækja telja sig búa við skort á vinnuafli eins og áður hefur komið fram. Vísbendingu um þetta mátti sjá á vormánuðum þegar sjávarútvegsfyrirtæki flýttu samningsbundnum launahækkunum.

Samningsbundnar launahækkanir vega upp launalækkanir

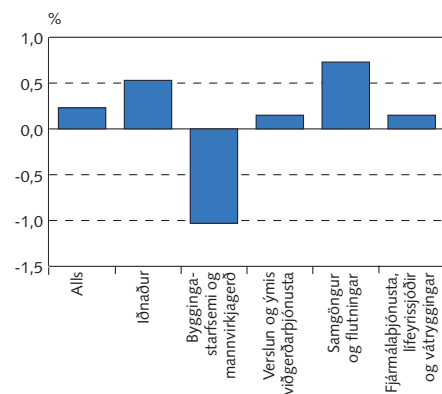
Nafnlaun, eins og þau eru mæld út frá launavísitölu Hagstofu Íslands, virðast þó ekki hafa breyst til samræmis við niðurstöður könnunar SA. Lækkun nafnlauna er þó líklega meiri en opinberar tölur gefa til kynna. Launavísitalan mælir aðeins breytingar á föstum launum hjá þeim sem gegna sömu stöðu innan sama fyrirtækis. Hún sýnir því ekki fyllilega áhrifin af því að skipta um starf, innan fyrirtækis eða milli fyrirtækja, sem í niðursveiflu felur oft í sér að starfsfólk sættir sig við lægri laun.

Einnig hefur áhersla á hækkun lægstu launa í kjarasamningunum árið 2008 haft í för með sér að laun í fjölmönnum atvinnugreinum þar sem vægi lágláunahópa er mikið, eins og í iðnaði og verslun, hafa hækkað umfram þær lækkunir sem fyrirtæki hafa gripið til. Frá þriðja ársfjórðungi 2008 til annars fjórðungs þessa árs hækkuðu nafnlaun í iðnaði um 2,5% og laun í verslun um 0,3%. Í greinum sem hafa orðið illa úti vegna kreppunnar, eins og í byggingariðnaði og fjármálaþjónustu, lækkuðu nafnlaun hins vegar á sama tíma um 2,6% og 2,2%. Við endurskoðun kjarasamninga í júní sl. var enn meiri áhersla lögð á hækkun lægstu launa. Hafði það í för með sér að launavísitala Hagstofu Íslands hækkaði um 0,7% á þriðja ársfjórðungi frá fjórðungnum á undan.

Þar sem samningar hafa nú verið framlengdir til nóvemberloka á næsta ári má gera ráð fyrir að umsamdar launahækkunir muni áfram vega salt við launalækkunir í einstaka fyrirtækjum. Kaupmáttur launavísitölu hefur dregist saman um 12% frá því að hann hóf að dragast saman í upphafi árs 2008. Í september nam

Mynd VI-8

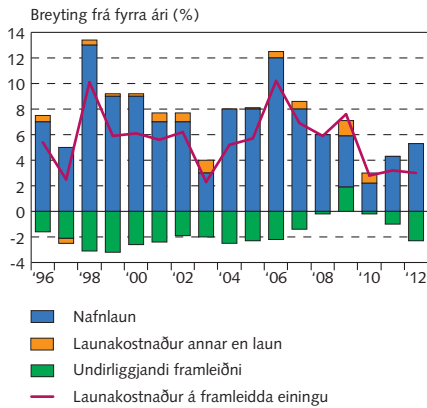
Launabreytingar eftir atvinnugreinum
3. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

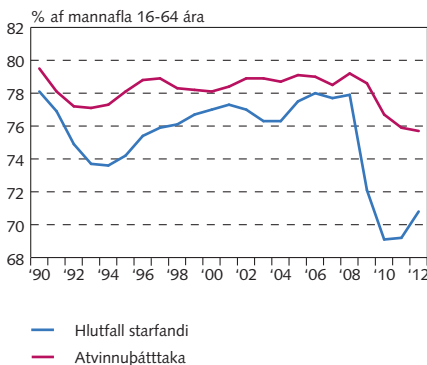
3. Sjá Arnór Sighvatsson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2001), „Val á hagkvæmestu gengisstefnu fyrir Ísland“, *Fjármálatíðindi*, og Axel Hall, Gylfi Magnússon, Gylfi Zoega, Sigurður Ingólfsson, Sveinn Agnarsson og Tryggvi Þ. Herbersson (1999), „EMU and the Icelandic labour market“, *Seðlabanki Íslands, Working Papers*, nr. 3.

Mynd VI-9
Launakostnaður á framleidda einingu
og framlag undirliða 1996-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

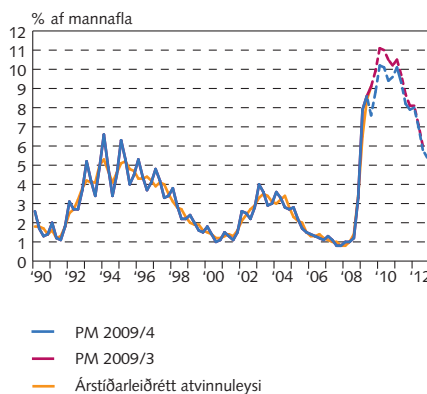
Mynd VI-10
Atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi
1990-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-11
Atvinnuleysi

1. ársfj. 1990 - 4. ársfj. 2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2009 - 4. ársfj. 2012.
Heimildir: Vinnuálagstafnun, Seðlabanki Íslands.

árslækkun kaupmáttar um 8%. Við framlengingu kjarasamninga fór verkalýðshreyfingin ekki fram á að kaupmáttartap yrði bætt. Því gæti orðið nokkur þrýstingur á launahækkunar við gerð næstu kjarasamninga þótt líklegt sé að slakinn á vinnumarkaði muni veða á móti þeim kröfum. Helsti áhættuþátturinn er að góð afkoma útflutningsfyrirtækja ýti undir launahækkunar þar og að þær smitist áfram yfir í aðrar greinar.

Launakostnaður mun hækka nokkuð meginhluta spátímans

Frá því að samdráttarskeiðið hófst hefur framleiðni minnkað hratt þrátt fyrir snarpan samdrátt heildarvinnustunda því framleiðslugeta hefur dregist meira saman. Þetta eru hefðbundin viðbrögð við efnahagssamdrætti. Fyrirtæki draga hægar úr vinnumagni en nemur samdrætti eftirspurnar. Samdráttur framleiðni að undanfögnu hefur hins vegar verið bæði hraðari og dýpri en á fyrri samdráttarskeiðum. Samkvæmt spánni mun framleiðni dragast saman í sex ársfjórðunga áður en hún fer að aukast á ný þegar líða tekur á árið og vinnumagn hefur betur aðlagast að framleiðsluþörf. Framleiðni mun síðan aukast eftir því sem líður á spátímann og er framleiðnivöxtur nálægt leitni við lok spátímans.

Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir að hluti vinnuafslins hverfi af vinnumarkaði er spáð það miklu atvinnuleysi að launaskriði verði að mestu haldið í skefjum. Nafnlaunahækkunar á næsta ári verða því óvenju litlar en aukast nokkuð á seinni hluta spátímabilsins í kjölfar nýrra kjarasamninga við lok næsta árs.

Eins og fram kemur á mynd VI-9 eykst launakostnaður á framleidda einingu nokkuð á þessu ári þótt dragi úr nafnlaunahækkunum þar sem framleiðni minnkar um tæplega 2% og annar launakostnaður eykst vegna hækkunar tryggingagjalds. Verulega dregur hins vegar úr vexti launakostnaðar á næsta ári þar sem nafnlaunahækkunar eru litlar og framleiðni er aftur farin að aukast. Nafnlaun aukast síðan á árinu 2011 í kjölfar nýrra kjarasamninga en aukin framleiðni mun veða þar nokkuð á móti þannig að vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu verður svipaður á árunum 2010-2012, um 3%.

Atvinna og atvinnuþátttaka dragast saman á spátímanum

Gert er ráð fyrir að atvinnuþátttaka aldurshópsins 16 til 64 ári haldi áfram að dragast saman allt spátímabilið og verði 3½ prósentu minni á árinu 2012 en í fyrra. Hlutfall starfandi fólks af mannfjölda á aldrinum 16-64 ára lækkar töluvert meira en atvinnuþátttakan enda atvinnuleysi töluvert. Í ár er áætlað að þetta hlutfall verði tæplega 6 prósentum lægra en í fyrra og 8½ prósentu lægra en á árinu 2011. Hlutfallið tekur síðan að hækka aftur í takt við aukna atvinnu og minnkandi atvinnuleysi á árinu 2012. Bæði atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi fólks lækkar því töluvert meira en á samdráttarskeiðinu í byrjun síðasta áratugar.

Atvinnuleysi hefur enn ekki náð hámarki

Endurskipulagning vinnumarkaðarins heldur áfram. Atvinnuleysi er mjög mikið í sögulegu samhengi og á enn eftir að aukast á næstu misserum í samræmi við nýlegar kannanir á áformum fyrirtækja og

stofnana. Spáð er að atvinnuleysi nái hámarki í rúmlega 10% á fyrsta ársfjórðungi 2010, en það er tæplega prósentu minna atvinnuleysi en í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi haldist mikið, milli 9% og 10% alveg fram á annan ársfjórðung árið 2011, en minnki síðan smám saman eftir því sem efnahagssumsvif aukast, en verði yfir jafnvægisstigi allt spátímabilið.

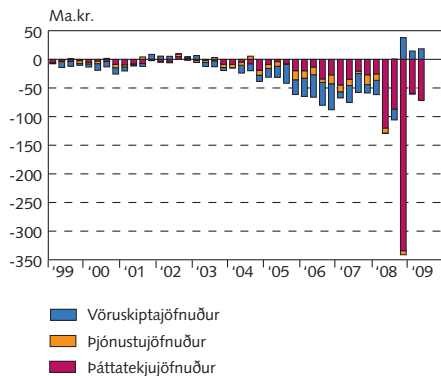
Hin hraða aukning atvinnuleysis í kjölfar fjármálakreppunnar á sér hvorki fordæmi á fyrri samdráttarskeiðum á Íslandi né í öðrum löndum sem hafa glímt við alvarlega fjármálakreppu.⁴ Þær atvinnugreinar sem nátengdastar voru eignaverðsbólunni, byggingariðnaður, fjármálastarfsemi og ýmsar þjónustugreinar, brugðust hratt við með verulegum uppsögnum. Flutningur vinnuafis milli atvinnugreina og hæg viðbrögð eftirspurnar eftir vinnuafli valda því hins vegar að jafnvægisatvinnuleysi er talið aukast tímabundið.

4. Sjá *Peningamál* 2009/2, bls. 40-41.

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar¹

1. ársfj. 1999 - 2. ársfj. 2009

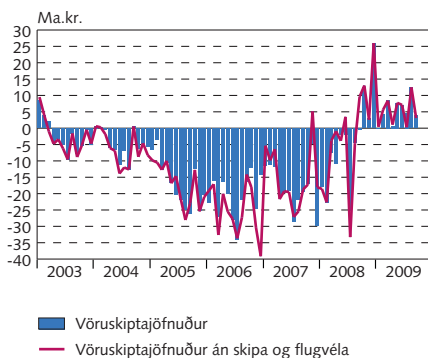


1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-2

Vöruskiptajöfnuður

Á föstu gengi, janúar 2003 - september 2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptahallinn á fyrri helmingi ársins 2009 var mun minni en á sama tíma fyrir ári. Viðskiptajöfnuðurinn var neikvæður um rúmlega 92 ma.kr. eða 12,6% af vergri landsframleiðslu. Hallinn stafar fyrst og fremst af 127 ma.kr. halla á jöfnuði þáttatekna. Í þeim tölum eru meðtaldar reiknaðar vaxtatekjur og áfallin vaxtagjöld vegna „gömlu“ bankanna. Þessar tekjur og gjöld endurspeglar ekki eiginlegt flæði gjaldeyris inn og út úr landinu og því er gagnlegt að horfa fram hjá þessum liðum við greiningu á stöðunni.

Umskipti í þjónustujöfnuði ...

Vöruskiptajöfnuðurinn hefur verið jákvæður á fyrstu níu mánuðum ársins. Samdráttur innflutnings náði hámarki á öðrum ársfjórðungi. Þótt nokkuð hafi dregið úr árssamdrættinum undanfarna mánuði hafði innflutningur á þriðja ársfjórðungi minnkað um rúm 40% á milli ára. Útflutningsverðmæti á þriðja fjórðungi ársins var hins vegar minna en á sama tíma á síðasta ári. Mikil verðlækkun á áli og sjávarafurðum er meginástæða samdráttarins. Afgangur á vöruskiptajöfnuði hefur aukist eftir því sem liðið hefur á árið. Á fyrri helmingi ársins nam afgangurinn 30 ma.kr. en á fyrstu níu mánuðum ársins var hann 46 ma.kr. á föstu gengi.

Þjónustuviðskipti voru jákvæð á öðrum fjórðungi ársins, í fyrsta sinni í fjögur ár, eftir lítilsháttar halla á hinum fyrsta. Afgangurinn nam rúmlega 7 ma.kr. Auknar tekjur af samgöngum og ferðamönnum er helsta skýringin.

Horfur eru á áframhaldandi afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði á seinni hluta ársins. Útflutningsverð hefur hækkað, horfur um efnahagsbata á heimsvísu hafa batnað og raungengi hefur lækkað. Greiðslukortatölur og nýjustu upplýsingar um ferðaþjónustu í sumar benda til þess að útgjöld erlendra ferðamanna hér á landi hafi aukist. Því er gert ráð fyrir meiri útflutningi vöru- og þjónustu en í síðustu spá (sjá kafla II) og að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði muni nema tæplega 7% af vergri landsframleiðslu á þessu ári og rúmlega 10% á næsta ári. Spáð er að afgangurinn aukist enn á árunum 2011-2012 og verði 12-13%.

... en halli þáttatekujafnaðar er enn töluverður

Þótt töluverður afgangur væri á vöru- og þjónustuviðskiptum á fyrri hluta ársins var mikill halli á þáttatekjum. Verulegur halli varð því á viðskiptajöfnuði, sem var neikvæður um 12,6% af vergri landsframleiðslu á fyrri helmingi ársins.

Þáttatekjuhallinn nam 57 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins 2009 og 69 ma.kr. á öðrum ársfjórðungi. Hallinn er að mestu leyti til kominn vegna neikvæðs vaxtafjafnaðar. Vaxtatekjur frá útlöndum voru 12% minni í krónum talið á fyrri hluta ársins en á sama tíma á síðasta ári. Verulega dró úr halla á liðnum arður og endurfjárfestur hagnaður erlendis. Gjaldamegin voru vaxtagjöld á fyrri hluta ársins til útlanda nær óbreytt frá sama tíma á síðasta ári, þrátt fyrir lægra gengi, þar sem vextir höfðu lækkað umtalsvert, en arður og endurfjárfestur hagnaður jókst á sama tíma úr 388 milljónum í 3,8 ma.kr.

Í heild minnkaði þáttatekjuhallinn verulega á fyrri hluta þessa árs. Bæði vegna þess að halli á vaxtjöfnuði minnkaði, en einnig vegna þess að verulega dró úr halla á ávöxtun hlutfjár. Halli á ávöxtun hlutfjár minnkaði einkum vegna þess að til samræmis við alþjóðlega staðla er nú beitt nýrri aðferð við útreikning á ávöxtun hlutfjár.¹ Eftir sem áður er halli á þáttatekjujöfnuði töluverður.

Áfallnar vaxtagreiðslur „gömlu“ bankanna endurspeglar ekki raunverulegt gjalddeyrisútlæði

Eins og fram kom hér að ofan má einkum rekja þáttatekjuhallann á fyrri hluta ársins til halla á vaxtjöfnuði. Vegna sérstakra aðstæðna endurspeglar vaxtjöfnuðurinn hins vegar ekki raunverulegt flæði fjármagns á tímabilinu. Stór hluti vaxtagjaldanna eru ógreiddir áfallnir vextir „gömlu“ bankanna, sem hafa enn ekki verið teknir til endanlegra gjaldþrotaskipta. Samkvæmt alþjóðlegum stöðlum verður að hafa þessar tölur inni í þáttatekjujöfnuðinum þangað til. Til að fá betri mynd af raunverulegu greiðsluflæði til og frá landinu á tímabilinu og skuldbindingum um framtíðar greiðsluflæði er gagnlegt að horfa á þáttatekjuhallann án „gömlu“ bankanna.

Meðferð ófullkominna upplýsinga

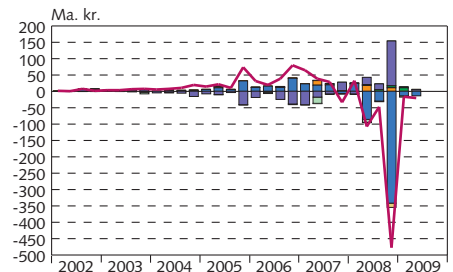
Því miður er algengt að upplýsingar sem liggja til grundvallar uppgjöri greiðslujafnaðar berist seint eða í ófullkomnu formi. Stundum liggja fyrir upplýsingar um lán fyrirtækis og vaxtagjöld þess en upplýsingar skortir um vaxtatekjur eða arð, eða hið gagnstæða. Við slíkar aðstæður kemur til álita að horfa framhjá ófullkomnum upplýsingum vegna þess að það gefi betri mynd af undirliggjandi tekjum og gjöldum.

Í nýbirtri skýrslu um efnahagsáætlun Íslands áætlar Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn áfallin vaxtagjöld af erlendum lánum fyrirtækja og erlendar vaxtatekjur þar sem hluta upplýsinga skortir. Á fyrri hluta þessa árs hafa þessi vaxtagjöld og -tekjur ekki verið færðar í birtar tölur Seðlabankans um jöfnuð þáttatekna. Ekki er ágreiningur um að færa eigi þessi vaxtagjöld með gjöldum í jöfnuði þáttatekna. Hins vegar kann að vera gagnlegt að horfa fram hjá vaxtagjöldum og -tekjum aðila sem veitt hafa ófullkomnar upplýsingar þegar lagt er mat á undirliggjandi gjalddeyrisstrauma.

Mikill viðskiptahalli á þessu ári samkvæmt opinberum tölum en undirliggjandi halli töluvert minni

Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta var jákvæður um 38,5 ma.kr. á fyrri hluta ársins en þáttatekjuhallinn nam 127 ma.kr. Viðskiptajöfnuðurinn á fyrri hluta árs var því neikvæður um 92,2 ma.kr. eða 12,6% af vergri landsframleiðslu, eins og áður hefur verið rakið. Ef leiðrétt er fyrir ofangreindum þáttum, minnkar viðskiptahallinn hins vegar úr 92 ma.kr. í 14 ma.kr. eða í tæp 2% af landsframleiðslu.

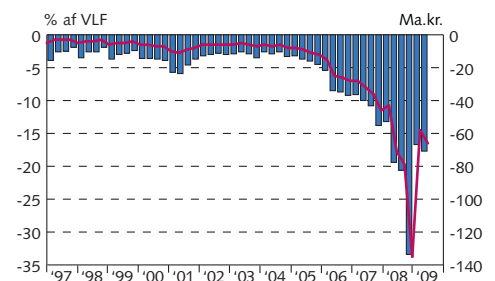
Mynd VII-3
Arður af fjárfestingu
1. ársfj. 2002 - 2. ársfj. 2009



- Endurfjárfestur hagnaður
- Arðgreiðslur
- Vextir hluthafalána
- Endurfjárfestur hagnaður erlendra aðila innanlands
- Arðgreiðslur erlendra aðila innanlands
- Vextir hluthafalána erlendra aðila innanlands
- Nettó endurfjárfestur hagnaður

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-4
Hreinar erlendar vaxtatekjur
1. ársfj. 1997 - 2. ársfj. 2009



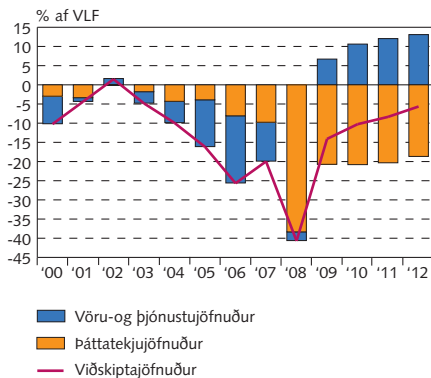
- Hreinar vaxtatekjur % af VLF (v. ás)
- Hreinar vaxtatekjur (h. ás)

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Fyrir árið 2008 og árin þar á undan voru söluhagnaður (e. capital gains) og sölutap (e. capital loss) tekin með inn í ávöxtun hlutfjár. Þar sem mikil lækun varð á öllum helstu hlutabréfamörkuðum á árinu 2008 má gera ráð fyrir að þetta hafi aukið töluvert halla þáttatekjujafnaðarinnar á því ári. Frá og með árinu í ár er ekki tekinn með söluhagnaður eða -tap og ætti því ávöxtun hlutfjár að endurspeglar betur beinan arð og endurfjárfestun hagnað. Það sem nú er reiknað út er greiddur arður og hagnaður af beinni fjárfestingu (ef hlutfallið er yfir 10%) hvort sem hann er greiddur út eða ekki.

Mynd VII-5

Undirþættir viðskiptajafnaðar¹
Árlegar tölur 2000-2012

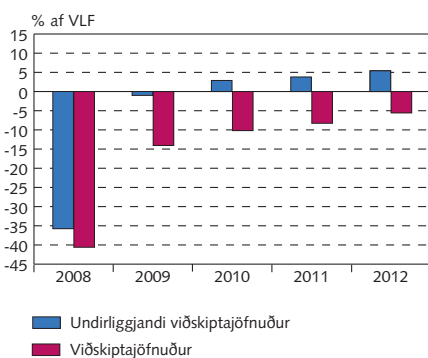


1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-6

Viðskiptajöfnuður
Árlegar tölur 2008-2012¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Horfur eru á verulegum afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði á seinni hluta ársins, því gert er ráð fyrir því að áfram dragi úr innlendri eftirspurn og innflutningi og að útflutningsverðmæti verði töluvert meira en á fyrri hluta ársins, sökum hærra útflutningsverðs og aukinna tekna af ferðamennsku. Á móti kemur verulegur halli á þáttatekujöfnuði. Fyrir árið í heild er gert ráð fyrir að viðskiptahallinn samkvæmt opinberu uppgjöri nemi 207 ma.kr. eða 14% af vergri landsframleiðslu en einungis 15 ma.kr. eða sem nemur um 1% af vergri landsframleiðslu sé leiðrétt fyrir áhrifum „gömlu“ bankanna og áföllum (en ógreiddum) vöxtum af skuldum innlendra dótturfélaga til erlendra móðurfélaga. Áhrif ógreiddra vaxta, sérstaklega vegna „gömlu“ bankanna, eru því mikil.

Áframhaldandi halli á viðskiptajöfnuði samkvæmt opinberum tölum en undirliggjandi halli snýst í afgang strax á næsta ári

Eins og áður hefur verið rakið er arður og endurfjárfestur hagnaður orðinn hlutfallslega mjög lítil bæði vegna bankahrunsins og einnig sökum breyttrar aðferðafræði. Þessar tekjur og gjöld munu því líklega ekki hafa veruleg áhrif á niðurstöðu jafnaðarins. Vaxtatekjur og -gjöld, sem nú eru stærstu liðir þáttatekujafnaðarins, munu því ráða mestu um þróun hans.

Gert er ráð fyrir að viðskiptahallinn minnki töluvert á næsta ári og nemi um 10% af landsframleiðslu og að hann haldi áfram að minnka út spátímabilið. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður, þ.e. án „gömlu“ bankanna og hreinna vaxtagjalda, þar sem upplýsingar skortir, snýst hins vegar í afgang strax á næsta ári sem nemur um 2% af vergri landsframleiðslu. Viðskiptaafgangur heldur áfram að aukast og verður kominn í 4½% af landsframleiðslu árið 2012. Þetta er svipuð spá og birt var í *Peningamálum* í ágúst en þá voru „gömlu“ bankarnir og hrein vaxtagjöld ekki talin með þar sem upplýsingar skortir um tekjur á móti.

Opinberar tölur um erlendar skuldir þjóðarbúsins gefa ekki rétta mynd af sjálfbærni þeirra

Eins og rætt var um í rammagrein VII-1 í *Peningamálum* 2009/2 hefur hrein erlend staða þjóðarbúsins sem hlutfall af vergri landsframleiðslu versnað mikið á undanförunum árum. Ljóst er að hrein staða hins opinbera hefur versnað mikið vegna hrunsins, en meiri óvissa er um hreina stöðu einkaaðila og þar með þjóðarbúsins í heild.

Af ofangreindu er hins vegar ljóst að varasamt er að draga miklar ályktanir um sjálfbærni skuldastöðu þess af opinberum gögnum um erlenda stöðu þjóðarbúsins. Þar er m.a. talin skuld milli innlendra dótturfélaga og erlendra móðurfélaga sem nemur um 70% af landsframleiðslu. Lendi dótturfélag í fjárhagsvandræðum vegna slíkrar skuldar fellur hún á móðurfélagið og e.t.v. þá erlendu banka sem veittu móðurfélaginu lán. Það er fyrst og fremst vandi viðkomandi banka og móðurfélagsins, ekki þjóðarbúsins, nema að því marki sem innlenda fyrirtækið á innlendar eignir sem það gæti selt og keypt gjaldeyri til uppgjors á skuldinni.

VIII Verðlagsþróun og verðbólguhorfur

Eftir hraða hjöðnun verðbólgu á vormánuðum hefur hægt á þeirri þróun síðustu mánuði. Í október mældist tólf mánaða verðbólga 9,7%. Minnkandi verðbólgu á síðustu mánuðum má að miklu leyti rekja til þriggja þátta: Áhrif mikillar gengislækkunar á vormánuðum 2008 hafa verið að fjara út úr tólf mánaða mælingunni, innlendur verðbólguþrýstingur er lítill og fasteignaverð hefur lækkað. Hjöðnun verðbólgunnar hefur þó gengið hægar fyrir sig en vonir stóðu til fram- an af ári og má rekja það til veikingar krónunnar yfir sumarmánuðina. Verðbólguvæntingar virðast einnig hafa aukist á ný í kjölfar geng- islækkunarinnar, auk þess sem breytingar á veltusköttum munu hafa nokkur áhrif á mælda verðbólgu.

Útlit er fyrir að verðbólga gangi nokkuð hratt niður á komandi misserum og verði lítil á seinni hluta spátímans. Mikill framleiðsluslaki í þjóðarþúskaðum dregur úr innlendum kostnaðarþrýstingi sem heldur aftur af hækkun verðlags. Reiknað er með að undirliggjandi verðbólga verði við verðbólguþrýsting Seðlabankans á seinni hluta næsta árs. Eins og áður er forsendan um að gengi krónunnar haldist nokkuð stöðugt út næsta ár en taki síðan að styrkjast þegar líður á spátímamann helsti óvissuþáttur spárinnar. Auk þess er umtalsverð óvissa fólgin í áhrifum tekjuöflunaraðgerða ríkissjóðs á mælda verðbólgu. Að síðustu ríkir nokkur óvissa um þróun framleiðni á næstunni og þar með um undirliggjandi verðbólguþrýsting frá launakostnaði.

Hjöðnun verðbólgu heldur áfram

Í kjölfar gengisfalls krónunnar jókst tólf mánaða verðbólga mikið og náði hámarki í janúar sl. þegar hún mældist 18,6%. Í október hækk- aði vísitalan um 1,14% frá fyrra mánuði og mældist tólf mánaða verðbólga 9,7%. Leiðrétt fyrir áhrifum hækkana óbeinna skatta mæld- ist verðbólgan hins vegar 8,8%. Skýrist minnkun verðbólgunnar að nokkru leyti af grunnáhrifum, en auk þess hafa áhrif húsnæðisverðs á verðbólgu verið umtalsverð. Það sést á því að í október mældist tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs án húsnæðis 13,5%. Dregið hefur minna úr hjöðnun verðbólgunnar á þann mælikvarða en sé horft til vísitölnunnar í heild, en ætla má að þróun gengis krónunnar ráði þar mestu.

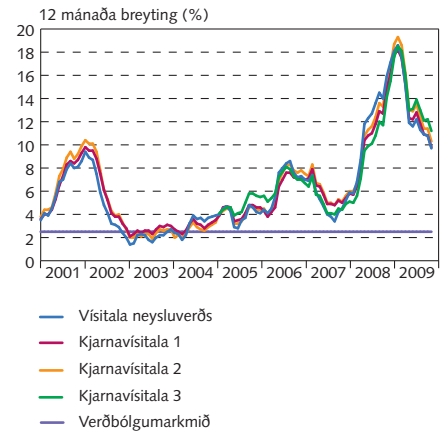
Undirliggjandi verðbólga, miðað við kjarnavísitölu 3, hjaðnaði hægar en mæld verðbólga framan af árinu, en árshækkun hennar nam 11,2% í október. Árstíðaleiðrétt þriggja mánaða verðbólga á ársgrunni hefur hækkad mikið á síðustu mánuðum. Þessi mælikvarði hefur verið mjög sveiflukenndur en getur gefið vísbendingu um hvornig verðbólguþrýstingur þróast. Í október mældist ársverðbólga á þennan mælikvarða 9,3% og hækkadi nokkuð frá fyrra mánuði. Til samanburðar fór verðbólga á þennan mælikvarða niður fyrir eitt prósent í vor og því ljóst að verðbólguþrýstingur jókst umtalsvert á seinni hluta ársins.

Áhrif gengislækkunar og efnahagssamdráttar vegast á

Þegar horft er til undirlíða vísitölu neysluverðs má sjá að þróun ein- stakra líða er nokkuð ólík innbyrðis. Ætla mætti að verðþróun heima-

Mynd VIII-1

Verðbólga janúar 2001 - október 2009¹

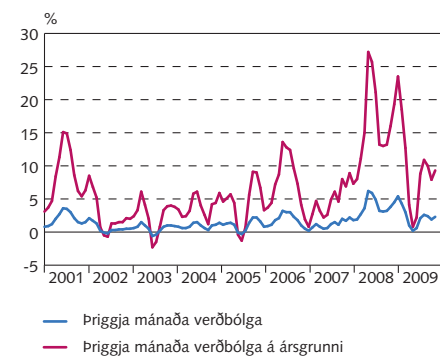


1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensins. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberra þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-2

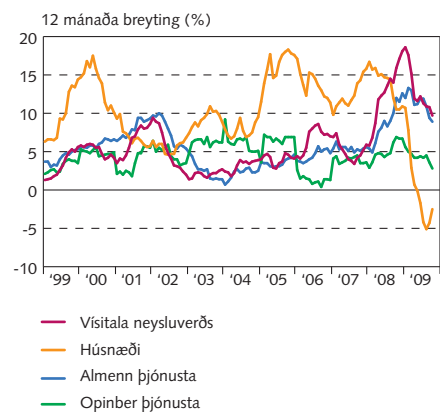
Þriggja mánaða árstíðaleiðrétt verðbólga janúar 2001 - október 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

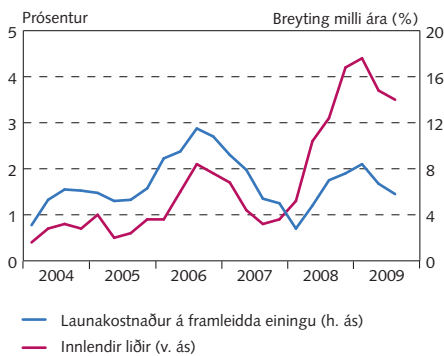
Mynd VIII-3

Verðlagsþróun
Húsnæði og þjónusta



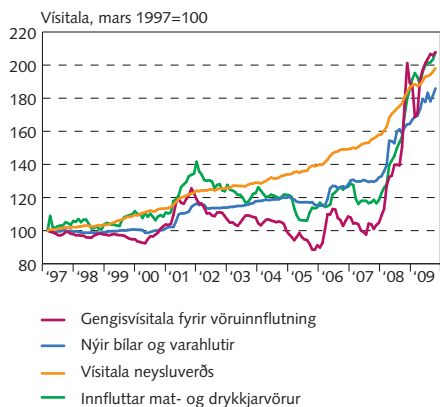
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4
Launakostnaður á framleidda einingu og
framlag innlendrar vöru og almennrar þjónustu
til árshækkunar vísitölu neysluverðs
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis



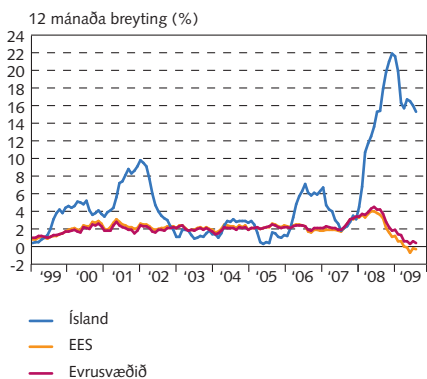
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-5
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar
vöru mars 1997 - október 2009



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6
Verðbólga á Íslandi og í Evrópu
Samræmd vísitala neysluverðs¹



1. Um neysluverðsvísitölu er að ræða fyrir Sviss.

Heimild: Hagstofa Íslands.

markaðsvöru (e. non-tradable goods), á borð við almenna þjónustu, innlendar vörur og húsnæði, endurspegli betur þann slaka sem er í þjóðarbúskapnum en flestir aðrir undirliðir. Verðþróun þessara undirliða hefur verið á þá leið að húsnæðisliður vísitölunnar hefur lækkað á milli ára en almenn þjónusta og innlendar vörur hafa hins vegar hækkað umtalsvert. Þannig mátti rekja tæplega þriðjung hækkunar vísitölunnar í október til þróunar verðs almennrar þjónustu og innlendar vöru án búvöru og grænmetis og er það svipað og verið hefur undanfarna mánuði. Í ljósi mikils slaka á bæði vöru- og vinnumarkaði hlýtur þessi þróun að vera áhyggjuefni. Samdráttur eftirspurnar virðist því ekki hafa dugað til að koma í veg fyrir að áhrif gengislækkunar hafi smitast út í verð heimavöru.

Á sama tíma hafa liðir sem mæla að mestu verð á innfluttum neysluvörum og vörum sem eiga í samkeppni þvert á markaðssvæði (e. tradable goods) hækkað mikið. Þetta endurspeglar mikil áhrif gengislækkunar og höfðu innfluttar vörur hækkað um 17,6% frá fyrra ári í október. Lækkun gengis krónunnar gerir það að verkum að áhrif alþjóðlegu efnahagskreppunnar og verðlækkana á hrávöru og olíu koma ekki með eins skýrum hætti fram í innlendri verðbólgu eins og sést hefur í alþjóðlegri verðbólguþróun. Eins og rakið er í kafla II hefur verðbólga minnkað mikið í flestum viðskiptalöndum Íslands og víða er verðhjöðnun sem spár alþjóðastofnana gera ráð fyrir að muni vara fram á næsta ár.

Verðbólguvæntingar hafa aukist

Væntingar um verðbólgu hafa sveiflast nokkuð frá hruni bankanna og falli gengis krónunnar. Þær hafa frekar aukist að undanförmu sem er auðvitað áhyggjuefni, sérstaklega ef ekki verður viðsnúningur í því efni á næstu mánuðum. Í könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, sem framkvæmd var í september sl., kemur fram að þau búast að jafnaði við um 4% verðbólgu á næstu tólf mánuðum, miðað við miðgildi svara, og að ársverðbólga verði á svipuðum slóðum að tveimur árum liðnum eða um 4%. Þetta er töluverð breyting frá síðustu tveimur könnunum á undan, en þá bjuggust fyrirtækin við umtalsvert minni verðbólgu á næstu 1-2 árum. Líklegt er að þessi breyting endurspegli að einhverju leyti væntingar um veikari krónu. Þetta kemur fram í því að í mars sl. bjuggust tæplega ¾ af stærstu fyrirtækjunum við því að krónan myndi styrkjast en um helmingur í september.¹ Í annarri könnun Capacent Gallup frá september sl. voru verðbólguvæntingar heimila til eins og tveggja ára mældar. Þar kemur fram að heimilin búast að jafnaði við 10% verðbólgu að ári liðnu, miðað við miðgildi svara, og 6% ársverðbólgu að tveimur árum liðnum. Væntingarnar til tólf mánaða eru óbreyttar frá síðustu könnun sem framkvæmd var í júní en til tveggja ára eru væntingarnar rúmri prósentu lægri en í könnuninni á undan. Því virðast heimilin búast við umtalsvert hægari hjöðnun verðbólgunnar en fyrirtækin. Hins vegar má hafa í huga að verðbólguvæntingar heimila, sérstaklega til eins árs, virðast litast mjög af verðbólguþingi þess tíma þegar könnunin er gerð.

1. Á tímabilinu þegar fyrri könnunin var framkvæmd var gengisvísitalan að jafnaði um 190 stig en um 234 stig á tímabilinu þegar seinni könnunin var framkvæmd.

Verðbólguvæntingar til næstu fimm ára út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði hafa hækkað töluvert frá vormánuðum og námu rúmum 4% frá september til fyrri hluta októbermánaðar. Höfðu þær hækkað úr rúmum 3% á seinni hluta maí. Hafa þarf í huga að álagið samanstendur ekki aðeins af verðbólguvæntingum heldur einnig af mismunandi áhættuþóknun tengdri verðbólgu, seljanleika skuldabréfa og fleiru ótengdu raunverulegum væntingum um framtíðarverðbólgu. Því getur reynt erfitt að aðgreina verðbólguvæntingar frá öðrum þáttum sem hafa áhrif á þessa þróun, sérstaklega þegar mikill órói er á fjármálamörkuðum.

Eftir að dró úr hjöðnun verðbólgunnar með veikingu gengis krónunnar hækkaði verðbólguálagið en lækkaði svo á ný sl. sumar. Verðbólguvæntingar til lengri tíma, metnar út frá verðbólguálaginu, hafa einnig hækkað, sem er sérstakt áhyggjuefni. Verðbólguálag til fimm ára eftir fimm ár gefur vísbendingu um vænta meðalverðbólgu næstu fimm ára eftir fimm ár. Í upphafi vaxtalækkunarferlis Seðlabankans í mars sl. hækkaði þetta verðbólguálag úr um 2% í um 4% fram að miðjum maí. Eftir það lækkaði það niður að 2,5% verðbólgu markmiði bankans og hélst á þeim slóðum fram að miðjum júní. Í kjölfar frekari lækkun vaxta og eftir að gengi krónunnar tók að gefa eftir, fór verðbólguálagið að hækka og hefur verið á bilinu 3%-3,5% frá miðju sumri.

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi meiri en spáð var

Verðbólgan á þriðja fjórðungi ársins var 11% sem er nokkru meira en gert hafði verið ráð fyrir í *Peningamálum* í ágúst, en þar var spáð 10,6% ársverðbólgu. Má rekja þetta að mestu til veikara gengis krónunnar en gengið var út frá í þeirri spá. Eins og fjallað er um í kafla IV, virðist einnig sem slakinn í þjóðarþúinu sé heldur minni en áður var talið. Því til viðbótar hefur hægt á lækkun húsnæðis og jafnvel mælst tímabundin hækkun húsnæðisliðar, sem líklega endurspeglar mælivanda fremur en raunverulegan viðsnúning á húsnæðismarkaði (sjá rammagrein IV-1). Þá er mögulegt að breyttar væntingar um þróun gengis krónunnar hafi umtalsverð áhrif. Undir þeim kringumstæðum er líklegt að innflytjendur hafi tekið á sig tímabundið skerta framlegð í kjölfar gengislækkunarinnar undir lok síðasta árs ásamt því að þeir kunna að hafa gengið á birgðir. Að því gefnu má búast við því að eftir því sem gengi krónunnar helst lengur lágt aukist líkurnar á því að áhrif gengislækkunarinnar komi í auknum mæli fram í hækkun innflutningsverðs.

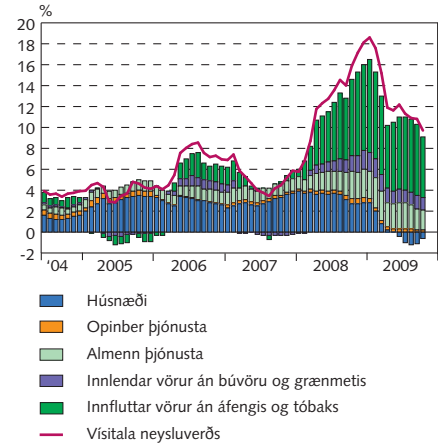
Töluverð óvissa um skammtímahorfur

Við mat á undirliggjandi verðbólguhorfum til skamms tíma styðst Seðlabankinn við ýmis skammtímaspálíkön. Helst er að nefna einfalt kostnaðarlíkan, sem metur fyrst og fremst áhrif gengis og launakostnaðar á verðlag á mánaðargrunni, og ARIMA-líkan, sem horfir einungis til nýliðinnar verðbólguþróunar, einnig á mánaðargrunni. Þessi einföldu spálíkön gefa til kynna nokkuð ólíka þróun næstu mánuði: kostnaðarlíkanið spáir 6,7% undirliggjandi ársverðbólgu á síðasta fjórðungi ársins en ARIMA-líkanið spáir 8,0% verðbólgu. Kostnaðarlíkanið spáir síðan 5,4% undirliggjandi ársverðbólgu á fyrsta fjórðungi 2010 en

Mynd VIII-7

Nokkrir undirlíðir vísitölu neysluverðs
júni 2004 - október 2009

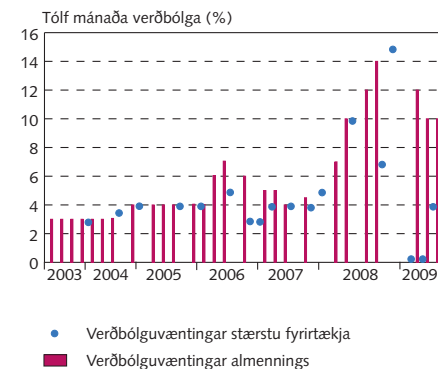
Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 12 mánuði



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-8

Verðbólguvæntingar fyrirtækja
og heimila til eins árs

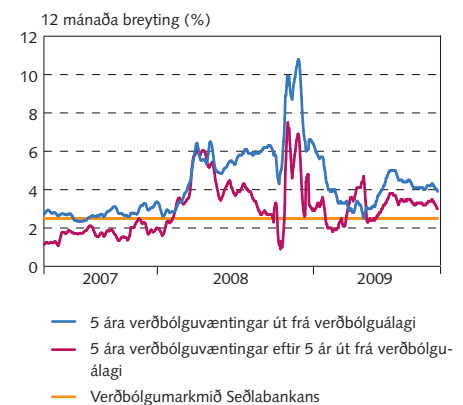


Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VIII-9

Verðbólguvæntingar m.v. mun á framvirkum
óverðtryggðum og verðtryggðum vöxtum¹

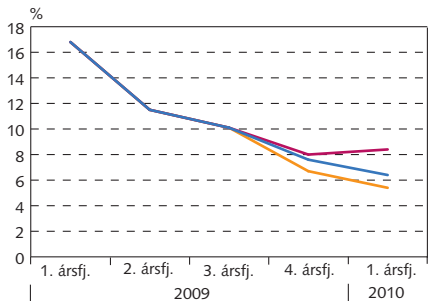
Daglegar tölur 2. apríl 2007 - 26. október 2009



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

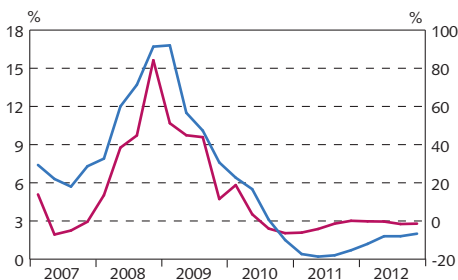
Mynd VIII-10
Verðbólguþáttur úr ólíkum líkönum
Verðbólga án skattaáhrifa



— PM 2009/4
— ARIMA-likan
— Einfalt kostnaðarlíkan

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

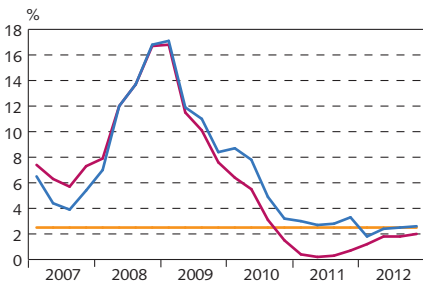
Mynd VIII-11
Verðbólga og verðhækkunir evru
Breyting frá sama tíma árið áður



— Verðbólga án skattaáhrifa (v. ás)
— Gengi krónu gagnvart evru (h. ás)

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-12
Verðbólga með og án skattaáhrifa



— Verðbólga
— Verðbólga án skattaáhrifa
— Verðbólguþáttur

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ARIMA-líkanið spáir að hún verði töluvert hærri, eða 8,4%. Spá kostnaðarlíkansins endurspeglar að lítill þrýstingur er frá vinnumarkaði nú um stundir og að gengi krónunnar hefur verið stöðugra á síðustu mánuðum en fyrr á árinu. Hins vegar lítur það fram hjá þeim þáttum sem snúa að væntingum um þróun gengis krónunnar, en breytingar í þeim geta tafið fyrir áhrifum veikara gengis krónunnar á verðbólgu. Spá ARIMA-líkansins endurspeglar hins vegar verðbólguþáttig mánaðanna á undan. Þessi líkön hjálpa til við að gefa vísbendingar um verðbólguhorfur til skemmri tíma þó að hvort um sig segi sína sögu. Í grunnspánni fyrir næstu tvo ársfjórðunga er í raun tekið mið af báðum sjónarmiðum sem koma fram í spám líkananna og er gengið út frá því að meiri undirliggjandi verðbólguþrýstingur sé til staðar en ætla mætti út frá kostnaðarþrýstingi.

Meiri undirliggjandi verðbólga fram á mitt ár 2011

Talið er að undirliggjandi verðbólga, þ.e. verðbólga án áhrifa óbeinna skatta, verði heldur meiri fram á mitt ár 2011 en talið var í *Peningamálum* í ágúst sl. Þótt undirliggjandi verðbólga muni minnka heldur hægar en spáð var í ágúst, er áfram gert ráð fyrir að verðbólga hjaðni tiltölulega hratt þegar kemur fram á næsta ár. Mikill slaki hefur myndast í þjóðarþúskapnum, gert er ráð fyrir að gengi krónunnar verði tiltölulega stöðugt framan af spátímanum og horfur eru á takmörkuðum kostnaðarþrýstingi vegna launahækkana. Reiknað er með því að undirliggjandi verðbólga verði nálægt markmiði Seðlabankans á seinni hluta næsta árs, u.þ.b. ársfjórðungi síðar en í ágústspánni. Áfram eru horfur á að undirliggjandi verðbólga fari tímabundið niður fyrir markmiðið haldist gengi krónunnar tiltölulega stöðugt. Í lok spátímans er áætlað að undirliggjandi verðbólga verði um 2%.

Breyttar áætlanir um álagningu óbeinna skatta breyta horfum um mældu verðbólgu

Í tengslum við áætlun um jöfnuð í ríkisfjármálum er að vænta verulegra tekjuöflunaraðgerða af hálfu hins opinbera og mun það hafa áhrif á mældu verðbólgu. Í þessari spá er þó reiknað með nokkru minni áhrifum af hækkingu óbeinna skatta á verðlag en í *Peningamálum* í ágúst og byggist það mat á upplýsingum úr fjárlagafrumvarpi næsta árs. Áætlað er að verðlagsáhrif nýrra skattabreytinga muni nema um 1,6 prósentum sem koma fram á fyrsta fjórðungi ársins. Munurinn á undirliggjandi og mældri ársverðbólgu verður þó nokkru meiri en sem því nemur framan af árinu á meðan áhrif skattabreytinga sem kynntar voru á þessu ári eru enn inni í ársrælingunni. Samanlögð áhrif meiri undirliggjandi verðbólgu framan af spátímanum og minni verðlagsáhrifa skattahækkana eru þau að reiknað er með nokkru meiri mældri verðbólgu fram á árið 2012 en í síðustu *Peningamálum*.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2009/4

 Tafla 1 Þjóðhagsþáttar¹

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
		Spá				
	2008	2008	2009	2010	2011	2012
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar						
Einkaneysla	789,5	-7,8 (-7,7)	-16,2 (-19,7)	-4,0 (-4,4)	1,9 (0,7)	4,4
Samneysla	367,3	4,6 (2,8)	-1,2 (-2,3)	-3,8 (-5,9)	-2,9 (-4,7)	-2,4
Fjármunamyndun	357,3	-20,4 (-21,8)	-48,0 (-48,4)	4,4 (5,7)	3,6 (5,5)	1,8
Atvinnuvegafjárfesting	211,0	-25,1 (-27,2)	-52,3 (-50,5)	26,1 (28,4)	6,6 (9,3)	-1,9
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	80,9	-21,8 (-23,1)	-44,3 (-47,3)	-13,4 (-14,2)	6,1 (7,6)	14,1
Fjárfesting hins opinbera	65,5	0,8 (1,6)	-38,2 (-42,5)	-32,3 (-35,6)	-14,6 (-18,5)	3,3
Þjóðarútgjöld	1.517,5	-8,6 (-9,3)	-19,7 (-21,5)	-3,0 (-4,0)	0,9 (0,1)	2,2
Útflutningur vöru og þjónustu	657,8	7,1 (7,1)	1,3 (-1,8)	1,4 (0,4)	3,9 (2,7)	5,9
Innflutningur vöru og þjónustu	698,8	-18,3 (-18,0)	-25,7 (-33,0)	-2,3 (-5,5)	0,9 (1,2)	3,6
Verg landsframleiðsla	1.476,5	1,3 (0,3)	-8,5 (-9,1)	-2,4 (-2,2)	2,2 (0,9)	3,4
Aðrar Lykilstærðir						
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)		-2,8 (-2,9)	6,7 (8,1)	10,6 (11,7)	12,0 (12,0)	13,1
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-42,2 (-43,1)	-14,0	-10,2	-8,3	-5,6
Undirleggjandi viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu) ²			-1,0 (-6,8)	2,1 (1,9)	3,0 (3,8)	4,6
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		1,9 (2,2)	-4,2 (-6,8)	-3,5 (-5,5)	-0,7 (-3,4)	0,9
Launakostnaður á framleidda einingu (br. ársmeðaltala)		5,9 (6,8)	7,6 (5,1)	2,8 (2,3)	3,2 (3,3)	3,0
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)		0,6 (-7,5)	-19,2 (-19,9)	-15,8 (-7,4)	0,0 (1,4)	2,6
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,6 (1,6)	8,2 (8,9)	9,8 (10,7)	8,9 (9,2)	6,6
Gengi krónu gagnvart evru		127,0 (127,0)	171,7 (169,2)	175,6 (168,9)	170,4 (159,8)	168,9

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2009/3.

2. Viðskiptajöfnuður án ógreiddra áfallinna vaxta vegna „gömlu“ bankanna og innlendra dótturfélaga.

 Tafla 2 Verðbólguþáttar (%)³

Ársfjórðungur	Verðbólga	Verðbólga án skattaáhrifa	Verðbólga (br. frá fyrra
	(br. frá sama tíma ári áður)	(br. frá sama tíma árið áður)	ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi		
2008:1	7,0 (7,0)	7,9 (7,9)	8,2 (8,2)
2008:2	12,0 (12,0)	12,0 (12,0)	27,0 (27,0)
2008:3	13,7 (13,7)	13,7 (13,7)	12,1 (12,1)
2008:4	16,8 (16,8)	16,7 (16,7)	20,5 (20,5)
2009:1	17,1 (17,1)	16,8 (16,8)	9,6 (9,6)
2009:2	11,9 (11,9)	11,5 (11,5)	5,9 (5,9)
2009:3	11,0 (10,6)	10,1 (9,7)	8,6 (7,0)
	Spáð gildi		
2009:4	8,4 (8,4)	7,6 (7,1)	9,8 (11,2)
2010:1	8,7 (8,2)	6,4 (5,5)	10,4 (8,6)
2010:2	7,8 (5,8)	5,5 (3,3)	2,4 (-3,0)
2010:3	4,9 (3,5)	3,1 (1,5)	-2,5 (-2,0)
2010:4	3,2 (2,3)	1,5 (0,2)	2,7 (5,8)
2011:1	3,0 (1,6)	0,4 (-0,4)	9,6 (5,8)
2011:2	2,7 (2,1)	0,2 (0,1)	1,3 (-0,9)
2011:3	2,8 (2,8)	0,3 (0,7)	-2,1 (0,5)
2011:4	3,3 (2,8)	0,7 (1,3)	4,7 (6,1)
2012:1	1,8 (3,2)	1,2 (1,7)	3,5 (7,4)
2012:2	2,4 (3,8)	1,8 (2,3)	3,6 (1,3)
2012:3	2,5	1,8	-1,7
2012:4	2,6	2,0	5,3
Ársmeðaltal	Verðbólga	Verðbólga án skattaáhrifa	
2008	12,4 (12,4)	12,6 (12,6)	
2009	12,0 (11,8)	11,3 (11,1)	
2010	6,1 (4,9)	4,1 (2,6)	
2011	2,9 (2,3)	0,4 (0,4)	
2012	2,3	1,7	

3. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2009/3.

