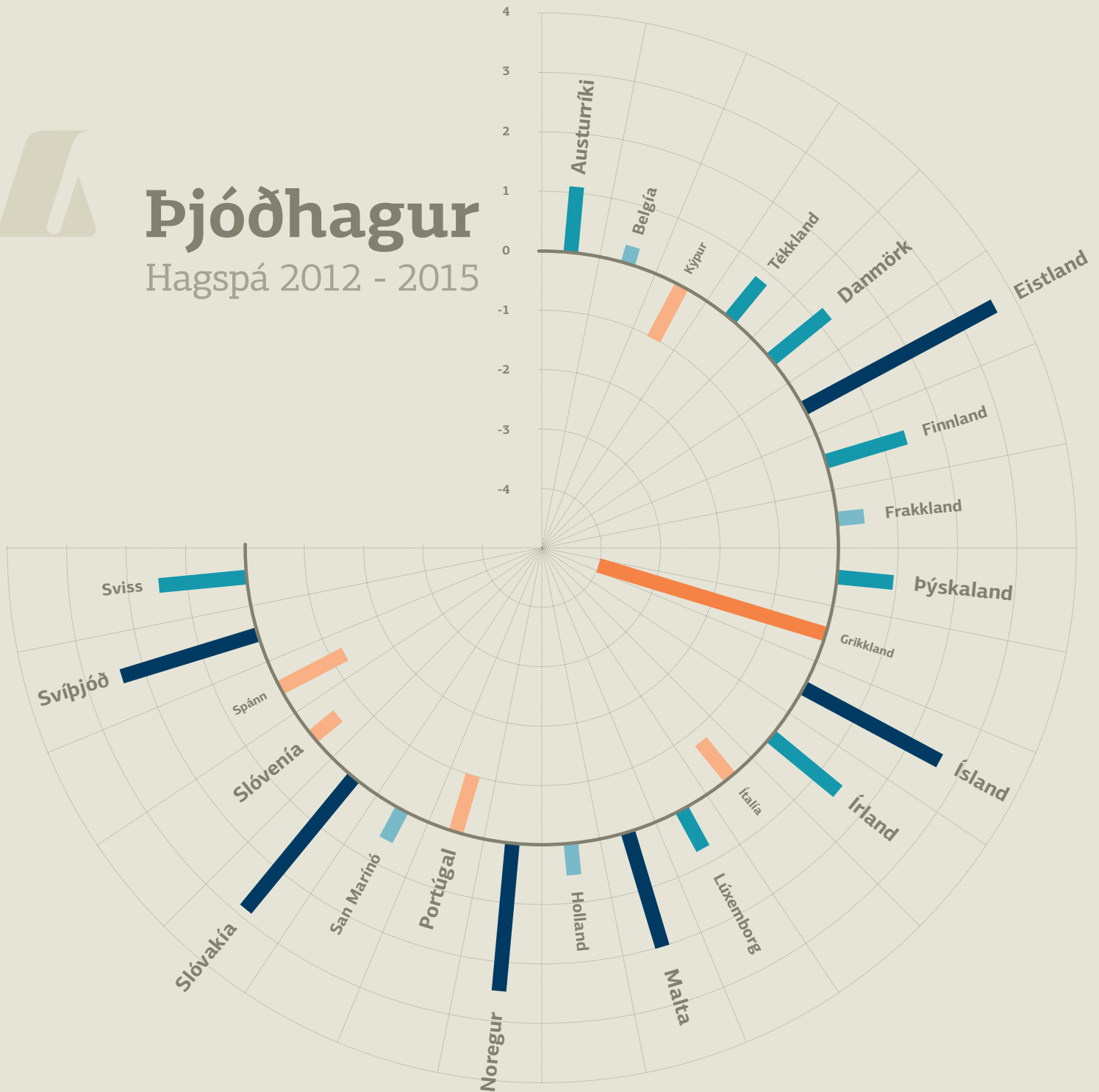




# Þjóðhagur

Hagspá 2012 - 2015





# Þjóðhagur

Hagspá 2012 - 2015

---

## Efnisyfirlit

---

Formáli .....	2
1. Yfirlit yfir verðbólgu og þjóðhagsspá .....	3
2. Verðbólgan þrálát á næstu árum .....	8
3. Stigvaxandi fjárfesting út spátímabilið .....	11
<i>Hægur bati á fasteignamarkaði</i> .....	17
4. Hægir á vexti einkaneyslu .....	21
<i>Áfram dregur úr atvinnuleysi</i> .....	26
5. Utanríkisviðskipti og erlend staða .....	31
<i>Er erlend skuldastaða þjóðarbúsins sjálfbær?</i> .....	34
6. Leiðin að jöfnuði í fjármálum	
hins opinbera þyrnum stráð .....	35
<i>Rammagrein: Dulin skuldabyrði ríkissjóðs</i>	
<i>vegna lífeyrisskuldbindinga</i> .....	44
7. Innlendir fjármálamarkaðir .....	46
8. Aukinn veikleiki í alþjóðahagkerfinu .....	51

---

# Formáli

---

Þjóðhagur, ársrit Hagfræðideildar Landsbankans, kemur nú út í annað sinn. Í ritinu er fjallað um þróun og horfur í efnahagsmálum innanlands og í helstu viðskiptalöndum. Kynnt er þjóðhags- og verðbólguþá til næstu þriggja ára ásamt samanburði við síðustu spá og spár opinberra aðila. Þróun landsframleiðslunnar

á fyrri helmingi ársins og vísbendingar um helstu undirliði hennar á síðustu mánuðum benda til þess að efnahagsbati verði æ greinilegri á Íslandi þrátt fyrir erfitt efnahagsástand í mörgum helstu viðskiptalöndunum.

Hagfræðideild Landsbankans gerir ráð fyrir

áframhaldandi hagvexti á spátímabilinu og að hann verði að meðaltali rétt tæplega 3%. Hagvöxturinn verður að mestu drifinn áfram af vexti fjármunamyndunar og einkaneyslu. Verðbólgan verður áfram talsvert yfir markmiði Seðlabankans þar sem reiknað er með lítilsháttar veikingu krónunnar og viðvarandi

háum verðbólguvæntingum á tímabilinu.

Spáin er háð mikilli óvissu sem helgast einna helst af ótryggu efnahagsástandi í Evrópu og Bandaríkjunum, ásamt óljósum og ómarkvissum áætlunum stjórnvalda um lausn aflandskrónuvandans.

# 1. Yfirlit yfir verðbólgu og þjóðhagsspá

**Flest bendir til þess** að hagvöxturinn á þessu ári verði minni en þróunin á fyrri hluta ársins gaf til kynna. Gert er ráð fyrir 2,2% hagvexti á þessu ári sem er minni vöxtur en árið á undan. Á næsta ári er gert ráð fyrir 2,4% vexti og að hann muni aukast áfram út spátímabilið og enda í 3,2% árið 2015.

Öll fjögur árin á spátímabilinu eiga það sammerkt að hagvöxtur byggist nær einvörðungu á vexti einkaneyslu og fjárfestingar. Framlag utanríkisviðskipta verður jákvætt á næsta ári en neikvætt næstu tvö ár þar á eftir. Samneyslan mun vaxa á spátímabilinu en áhrif þess á hagvöxt verða minniháttar.

## Hægja mun á vexti einkaneyslu

Gert er ráð fyrir 3% vexti einkaneyslu á þessu ári en nokkuð hægari vexti út spátímabilið. Vöxturinn mun að mestu ráðast af vexti kaupmáttar, herra atvinnustigi og aukinni fjárfestingu á spátímabilinu. Einkaneysla verður nokkuð minni en verið hefur á síðustu misserum enda ljóst að neyslu hefur að nokkrum hluta

verið haldið uppi með því að heimili hafa gengið á sparnað sinn, en slíkt getur ekki haldið uppi einkaneyslu

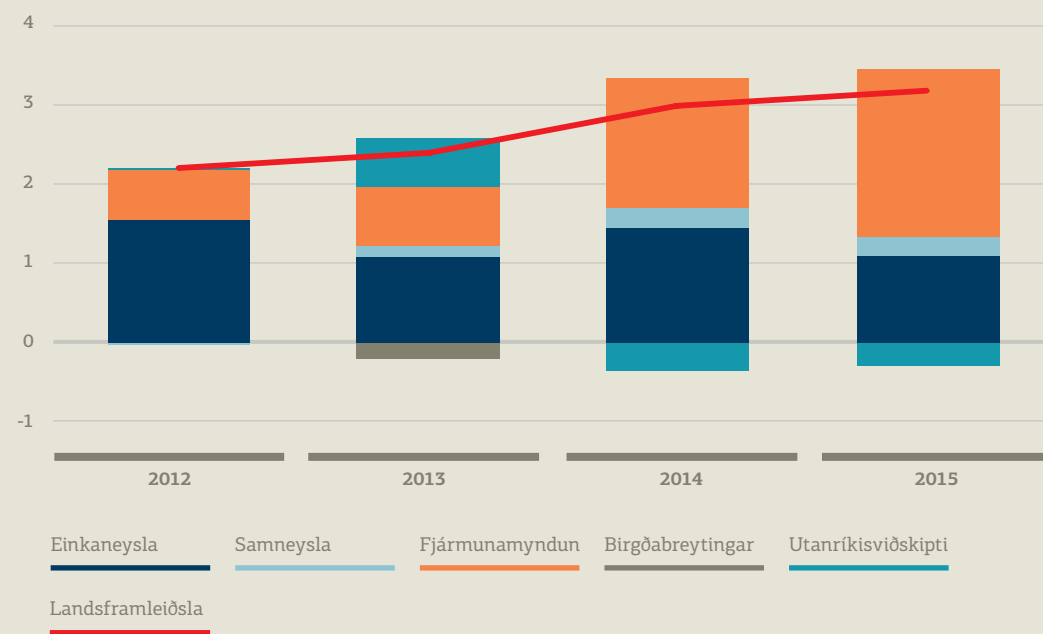
til lengri tíma lítið. Dregið hefur úr atvinnuleysi síðustu misseri og mun þróast með sama hætti út spátímabilið.

Gert er ráð fyrir að náttúrulegt atvinnuleysisstig hér á landi hafi ekki breyst til langframa við upphaf

## Hagvöxtur og framlag undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans

Breyting frá fyrra ári (%)



fjármálakreppunnar 2008. Samkvæmt spánni verður atvinnuleysið komið niður í 3,5% árið 2015.

### Töluverður vöxtur fjárfestingar á síðari hluta spátímabilsins

Vöxtur fjárfestingar mun aukast á hverju ári út spátímabilið. Á þessu ári er gert ráð fyrir 5,1% vexti fjárfestingar og er hann jöfnum höndum borinn uppi af almennri atvinnuvegafjárfestingu, fjárfestingu í íbúðarhúsnæði og fjárfestingu í skipum og flugvélum. Vextinum næstu ár verður hins vegar að mestu leyti haldið uppi af almennri atvinnuvegafjárfestingu ásamt fjárfestingu í íbúðarhúsnæði. Áhrif af stóriðju-fjárfestingu munu dragast saman þegar líður á spátímabilið.

Töluverður vöxtur verður bæði í út- og innflutningi en framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður neikvætt á seinni hluta spátímabilsins. Vöxtur útflutnings verður borinn uppi af vexti þjónustuútflutnings og almennum útflutningi án áls, sjávarafurða, skipa og flugvéla. Vexti inn-

flutnings verður haldið uppi af sambærilegum liðum, þ.e. þjónustu og almennum innflutningi án aðfanga til stóriðju eða skipa og flugvéla.

### Verðbólguþáttur Seðlabankans næst ekki

Þrátt fyrir að verðbólga hafi hjaðnað á árinu er ekki gert ráð fyrir að verðbólguþáttur Seðlabankans náist á spátímabilinu. Fyrir því eru tvær meginástæður.

Í fyrsta lagi er gert ráð fyrir að krónan eigi eftir að veikjast og verði að meðaltali 171 króna á móti evru árið 2015 sem felur í sér 6% veikingu miðað við meðalgengi ársins 2012. Veiking krónunnar skilar sér jafnan á endanum inn í verðlag. Því má reikna með að meginhluta til innlend mun hún í auknum mæli verða innflutt.

Í öðru lagi er gert ráð fyrir að verðbólguþáttur verði hærri en verðbólguþáttur Seðlabankans. Þetta byggir meðal annars á niðurstöðu úr væntingakönnun markaðsaðila og verðbólguálagi á

skuldabréfamarkaði sem er búíð að vera langt yfir verðbólguþáttinum. Háar verðbólguþáttur skila sér yfirleitt í hærri verðbólgu.

Gert er ráð fyrir að Seðlabankinn lækki vexti lítilla á næsta ári en samhliða auknum fjárfestingum árið 2014 og viðvarandi verðbólgu sem verður yfir markmiði Seðlabankans, má reikna með að peningastefnunefndin bregðist við í kjölfarið með hækkun stýrivaxta.

### Lítið þokast í lausn aflandskrónuvandans

Lítið hefur þokast í lausn á aflandskrónuvandanum og hafa útboð Seðlabankans, sem eru liður í því að draga úr þeim vanda, reynst gagnlítill og lítið gert annað en að halda í horfinu. Miðað við slakan árangur hingað til blasir við hversu mikilvægt það er að vandinn vaxi ekki til muna við uppgjör þrotabúa gömlu bankanna.

Fram hjá þessum vanda má þó komast með tiltölulega einföldum hætti með því að krefjast þess að uppgjör á almennum kröfum í þrotabú-

unum fari fram í íslenskum krónum og að allar erlendar endurheimtur þrotabúanna verði gerðar skilaskildar til Seðlabankans til að forðast óþarfa sveiflur á gjaldeyrismarkaðnum. Við það mun krónustaðan (snjóhengjan svokallaða) vissulega þrefaldast að stærð og því kann að vera nauðsynlegt að takmarka enn frekar skilyrði um það í hvaða eignum heimilt yrði að ávaxta aflandskrónur. Jákvaðu tíðindin eru hinsvegar þau að við aðgerðina myndast óskuldsettur sérmerktur gjaldeyrisvarasjóður uppá allt að 10,5 milljarða evra. Hann verður hægt að nýta til að hleypa óþolinmóðum erlendum krónueigendum úr landi með skipulögðum hætti þannig að ekki skapist hætta á stórkostlegu efnahagsáfalli.

Þessi aðferð er vitanlega ekki eina mögulega lausn á aflandskrónuvandanum. Aðrar mildari aðferðir sem tryggja viðunandi niðurstöðu með tilliti til fjármála- og efnahagsleg stöðugleika kunna að vera færar. Grundvallaratriði er hinsvegar að trúverðug áætlun verði útfærð og kynnt áður en gengið verður frá nauðasamningum vegna þrotabúanna.

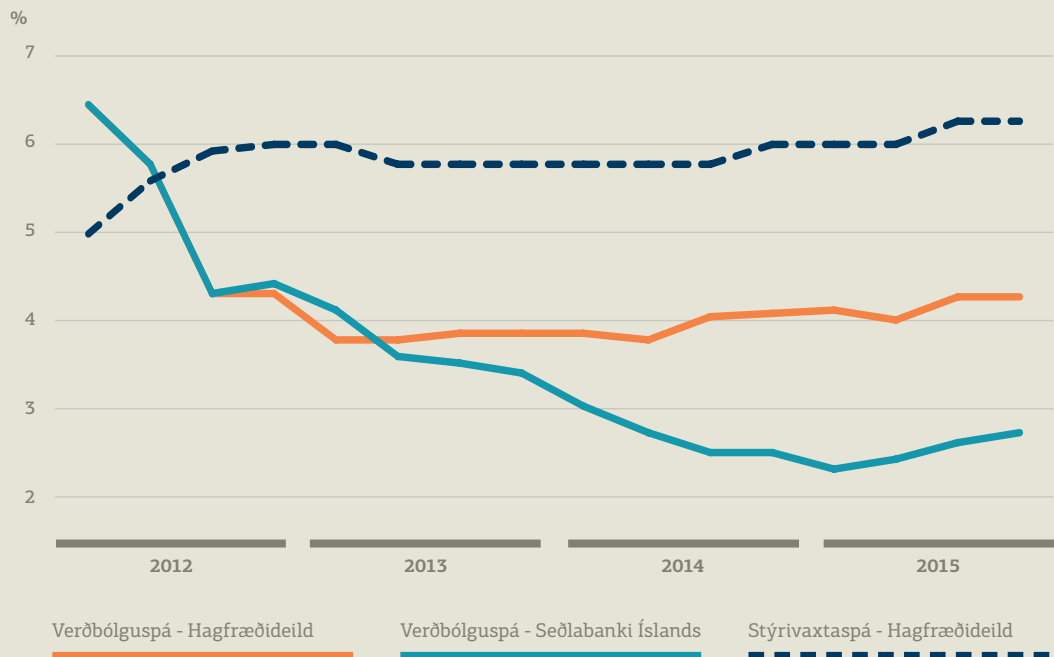
## Afkoma hins opinbera á réttri leið

Áætlun um að ná jafnvægi í rekstri ríkisins hefur tafist nokkuð, en verkið er engu að síður á réttri leið. Stefnt er að því að jákvæður frumjöfnuður náist í rekstri ríkisins á yfirstandandi fjárlagaári og að heildarjöfnuður verði orðinn jákvæður árið 2014. Rekstrarafkoma sveitarfélagna hefur einnig batnað töluvert og halli þeirra minnkað verulega. Það þarf þó að halda vel á spilunum svo markmið um bættu afkomu náist. Ýmis teikn eru á lofti um þætti sem kunna að raska góðum áformum og því til viðbótar hefur kosningavetur sjaldnast orðið til þess að bæta rekstrarafkomu.

Tekjuöflun ríkissjóðs hefur gengið vel. Skattstofnar hafa reynst sterkir og við hafa bæst nýir stórir en umdeildir tekjuliðir eins og veiðigjald. Áform um tekjuöflun vegna sölu á hlut ríkisins í fjármálafyrirtækjum hafa hins vegar tafist og ekki liggja fyrir frekari áætlanir í þeim efnum. Óreglulegir liðir hafa haft mikil áhrif á útgjöld ríkisins á síðustu árum og er ekki ólíklegt að svo verði áfram. Vaxtagjöld hafa aukist mikið og verða um

## Verðbólgu- og stýrivaxtasþá

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans, Seðlabanki Íslands



15% af áætluðum tekjum á árinu 2013.

Enn er þess því langt að bíða að verulegur afgangur náist af rekstri til þess að hægt sé að minnka skuldabyrðina, sem er veruleg. Opinberar skuldir hafa væntanlega náð hámarki á árinu 2011 og urðu þá tæplega 100% af landsframleiðslu. Skuldir ríkisins lækka hins vegar nokkuð í ár, m.a. vegna fyrirframgreiðslna á lánum. Markmið stjórnvalda er að ná skuldum niður í 66% af landsframleiðslu á árinu 2016, og eins og áður segir þarf að halda mjög vel á málum til þess að það náist.

## Erfiðleikar í bland við jákvæð teikn á innlendum mörkuðum

Enn er nokkuð í land með að fjármálamarkaðir komist í eðlilegt horf. Hægt gengur að afnema fjármagnshöftin, sem hafa mjög mikil áhrif á innlenda fjármálamarkaði, og ekki er hægt að segja fyrir um hvenær það tekst. Seðlabankinn telur til að mynda nauðsynlegt að settar verði sérstakar varúðarreglur sem stuðli að stöðugleika og auki traust á fjármálakerfinu áður en hafist verður handa við að losa um höftin.

Sífelld verður erfiðara fyrir fjárfesta að finna ný tækifæri. Lítið framboð er af skulda- og hlutabréfum

á skráðum markaði og þá eru ótalin þau áhrif sem fjármagnshöftin og lokun gagnvart útlöndum hafa á möguleika fjárfesta.

Skuldabréfamarkaðurinn hefur haldið vel í horfinu á árunum eftir hrun. Veltan á þessu ári hefur verið álíka og í fyrra og ekki mjög frábrugðin því sem var á árunum fyrir hrun. Hlutabréfamarkaðurinn er að eflast, veltan að aukast og skráðum fyrirtækjum að fjölga. Tvö ný félög voru tekin til skráningar á árinu og eitt er við það að fara í skráningu. Markaðurinn er enn lítill miðað við nálæg lönd og þann markað sem hér var áður, en er á réttri leið.

## Yfirlit yfir þjóðhagsspá Hagfræðideildar Landsbankans

Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar	Ma. kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%)			
	2011	2012	2013	2014	2015
Verg landsframleiðsla	1,626	2,2 (3,0)	2,4 (2,1)	3,0 (3,1)	3,2
Einkaneysla	845	3,0 (3,3)	2,1 (1,9)	2,8 (1,5)	2,1
Samneysla	411	0,0 (1,3)	0,5 (1,5)	1,0 (1,0)	1,0
Fjármunamyndun	227	5,1 (15,3)	5,9 (5,7)	12,4 (13,5)	14,8
Atvinnuvegafjárfesting	153	5,1 (16,7)	4,3 (2,5)	13,8 (14,7)	15,3
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	40	18,0 (19,2)	11,0 (20,0)	12,0 (16,2)	16,0
Fjárfesting hins opinbera	34	-11,0 (2,0)	5,0 (4,0)	6,0 (3,0)	10,0
Útflutningur vöru og þjónustu	965	5,8 (3,8)	3,1 (1,6)	4,7 (1,9)	5,7
Innflutningur vöru og þjónustu	856	7,3 (3,6)	2,2 (2,3)	6,9 (2,1)	7,8

Stýrivextir og verðbólga	2012	2013	2014	2015
Stýrivextir (gildi í lok árs, %)	6,00	5,75	6,00	6,25
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	5,2 (6,0)	3,8 (5,5)	3,9 (5,5)	4,2
Gengi evru (ársmeðaltal)	161 (166)	164 (171)	166 (176)	171

Vinnumarkaður	Ársmeðaltal			
	2012	2013	2014	2015
Kaupmáttur launa (breyting frá fyrra ári, %)	1,3 (2,0)	1,1 (0,0)	1,5 (0,3)	1,5
Atvinnuleysi (hlutfall af vinnuafli, %)	6,2 (6,0)	5,2 (5,0)	4,3 (4,7)	3,5

Viðskiptajöfnuður	Hlutfall af landsframleiðslu			
	2012	2013	2014	2015
Vöru og þjónustujöfnuður	9,0 (11,3)	9,4 (11,0)	8,8 (10,8)	8,2
Viðskiptajöfnuðuður	-5,6	-1,6	-1,9	-2,3
Viðskiptajöfnuðuður án innlánastofnana í slitameðferð	1,5	2,4	1,7	1,0
Viðskiptajöfnuðuður án innlánastofnana í slitameðferð og Actavis	4,9	5,6	4,8	3,9

Tölur innan sviga eru spá Hagfræðideildar frá maí 2012



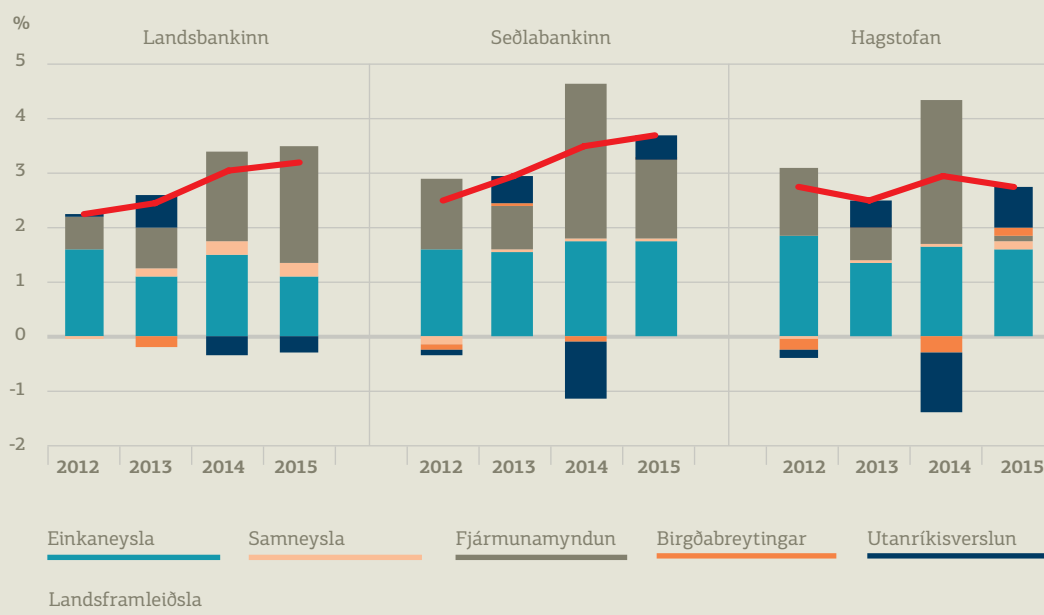
Mikil óvissa er enn í Evrópu vegna skuldakreppunnar og mun sú staða óhjákvæmilega hafa áhrif á efnahagsþróun hér innanlands. Væntingar um efnahagsþróun á evrusvæðinu hafa versnað síðustu mánuði en þó er gert ráð fyrir hagvexti á árinu. Áhrif óvissunnar í Evrópu snerta ekki einungis innlendan hagvöxt heldur geta líka haft áhrif á aðgengi Íslendinga að erlendum lánsfjármörkuðum.

### Hagfræðideild Landsbankans er svartsýnni á efnahagsþróunina en Seðlabankinn, en bjartsýnni en Hagstofan

Spá Hagfræðideildar um 2,9% hagvöxt næstu 3 ár er nokkuð svartsýnni spá en hjá Seðlabankanum sem gerir ráð fyrir 3,4% vexti, en bjartsýnni en spá Hagstofu Íslands sem gerir ráð fyrir 2,7% vexti. Spár Hagfræðideildar og Seðlabankans gera ráð fyrir stighækkandi hagvexti, þ.e. að hann verði meiri í lok spátímabilsins en í upphafi. Hagstofan gerir ráð fyrir jöfnum hagvexti á tímabilinu.

### Hagvaxtarspár ásamt framlagi undirliða

Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Í spá Hagfræðideildar er gert ráð fyrir minni vexti einkaneyslu en fram kom í spám Seðlabankans og Hagstofunnar. Þetta gildir um öll þrjú árin. Hagfræðideild spáir því að einkaneysla aukist að meðaltali um 2,3% á ári en Seðlabankinn og Hagstofan reikna með um 3% vexti á ári út tímabilið.

Hagfræðideild Landsbankans reiknar með meiri aukningu ríkisútgjalda en

Seðlabankinn og Hagstofan. Gert er ráð fyrir að meðalaukning á ári verði um það bil 0,8%, Seðlabankinn spáir 0,3% og Hagstofan 0,4%.

Á spátímabilinu er gert ráð fyrir svipaðri heildaraukningu fjármunamyndunar og í spá Seðlabankans, en Hagstofan reiknar með nokkuð minni vexti. Seðlabankinn og Hagstofan spá mestri aukningu árið 2014 meðan að spá Hagfræðideildar gerir

ráð fyrir tiltölulega jöfnum vexti á tímabilinu. Seðlabankinn gerir ráð fyrir samdrætti í fjárfestingu í stóriðju 2015. Á móti aukningu í fjárfestingu 2014 gera bæði Hagstofan og Seðlabankinn ráð fyrir neikvæðu framlagi utanríkisverslunar á því ári, væntanlega vegna innflutnings á fjárfestingarvörum. Athygli vekur að Hagstofan spáir nær engri aukningu á fjármunamyndun árið 2015.

## 2. Verðbólgan þrálát á næstu árum

**Þrátt fyrir að verðbólga** hafi hjaðnað á árinu er ekki gert ráð fyrir að verðbólguþrálát Seðlabankans náist á spátímabilinu. Sú spá byggir einkum á tvennu; í fyrsta lagi er gert ráð fyrir að krónan veikist á tímabilinu og í öðru lagi að verðbólguvæntingar verði hærrí en verðbólguþrálátmiðið.

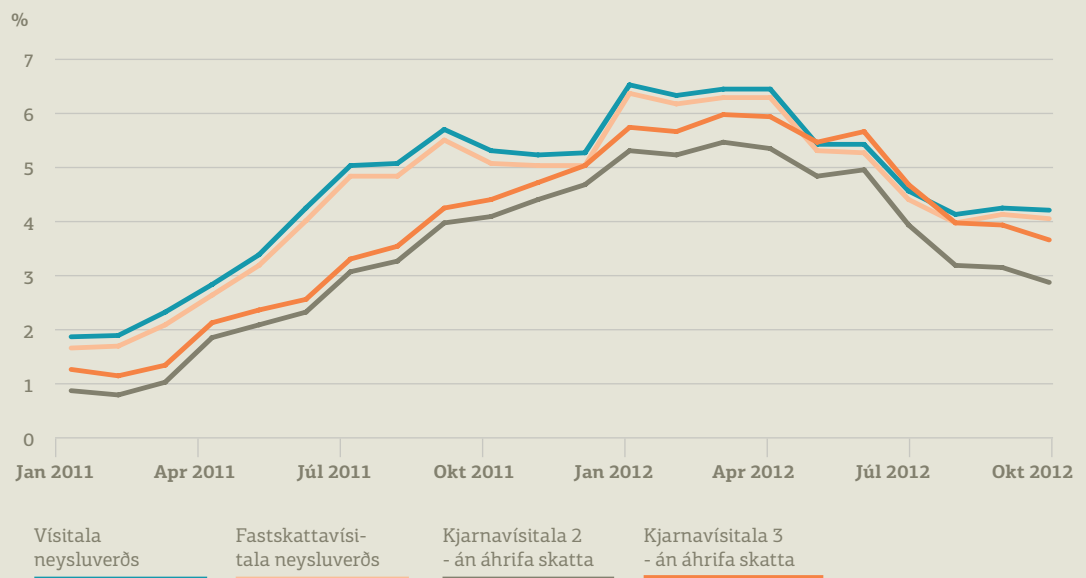
Verðbólgan fór í byrjun árs 2011 undir 2,5% verðbólguþrálátmiði Seðlabanka Íslands í fyrsta sinn frá því í apríl 2004. Þegar á leið hækkaði hún aftur og náði tímabundnu hámarki í apríl 2012 þegar hún mældist 6,3%. Síðan þá hefur hún hjaðnað og var nú í október 4,2%.

### Kjarnavísitölur benda til minni verðbólguþrálátungs

Auk vísitölu neysluverðs (VNV) birtir Hagstofan kjarnavísitölur með og án áhrifa skatta. Í kjarnavísitölunum er búið að taka út sveiflukennda liði og henta þær því alla jafna betur en VNV við mat á undirliggjandi verðbólguþrálátungi. Tólf mánaða hækking kjarnavísitalanna er minni en

12 mánaða breyting nokkurra verðbólguþrálátmiðna

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



VNV sem bendir til þess að undirliggjandi þrálátungur sé í raun talsvert minni en tólf mánaða breyting VNV gefur til kynna.

Tólf mánaða hækking almennrar þjónustu í

október var 6,1% og má skýra um 4/10 hluta hækkingunar VNV með hækkingun á verði þjónustu. Innfluttar vörur (án áfengis, tóbaks og bensíns) hækkuðu um 2% á meðan innlendar vörur (án búvöru og grænmetis)

hækkuðu um 4,3% þessa tólf mánuði. Þetta bendir til þess að verðbólgan sé nú aðallega af innlendum toga, enda var gengi krónunnar miðað við evru svipað um miðjan október 2012 og á sama tíma 2011. Talsverðar

sveiflur voru þó á genginu á tímabilinu.

### Markaðsaðilar búast við 4,5% verðbólgu næstu árin

Einn besti mælikvarði á trúverðugleika Seðlabankans er verðbólguálag á skuldabréfamarkaði. Þetta álag er mælt sem mismunur á ávöxtunarkröfu á óverðtryggðum og verðtryggðum ríkisskuldabréfum til álíka langs tíma. Í byrjun árs var álagið um 5,5% en lækkaði í 4,5%. Með haustinu varð meiri munur á álaginu á 5 ára bréfum og 10 ára bréfum og er álagið nú á milli 4 og 4,5% eftir því hvort miðað er við lengri eða styttri bréfin.

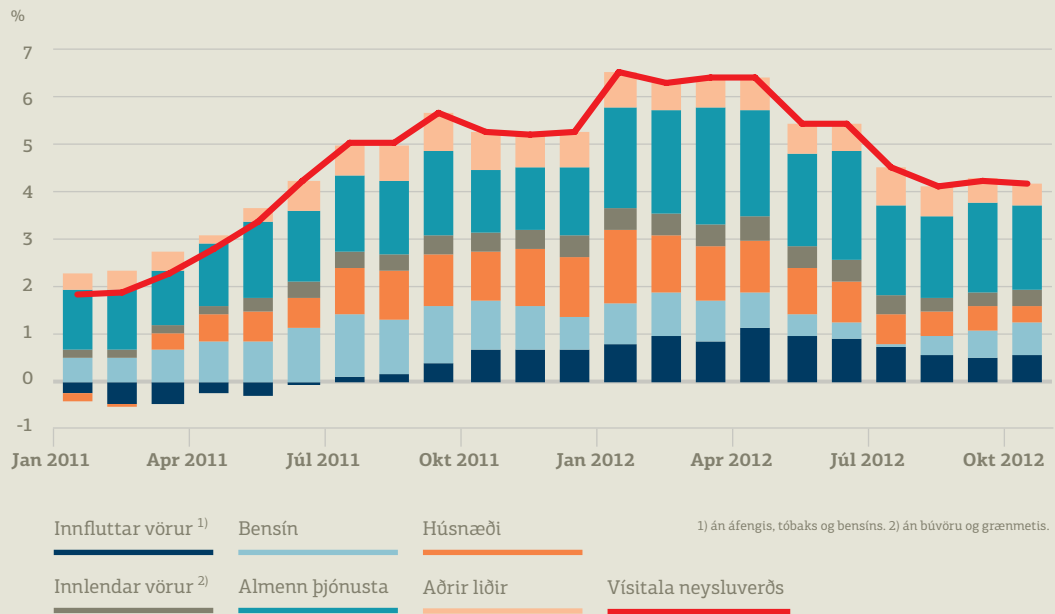
Álagið á skuldabréfamarkaði er í fullu samræmi við niðurstöður úr síðustu væntingakönnun Seðlabanka Íslands meðal markaðsaðila, en næstu fimm árin búast þeir við 4,5% verðbólgu að jafnaði.

### Seðlabankinn telur núverandi vaxtastig hæfilegt

Í fundargerðum peningastefnunar á árinu hefur ítrekað komið fram að sveigjanleiki peningastefnunnar á undanförunum misserum hafi stutt við efnahagsbatann. Í yfirlýsingu samhliða hækkun stýrivaxta í 6% þann 14. nóvember 2012 kom fram sú skoðun nefndarinnar að miðað við grunnspá Seðlabankans ætti það nafnvaxtastig að nægja til þess að

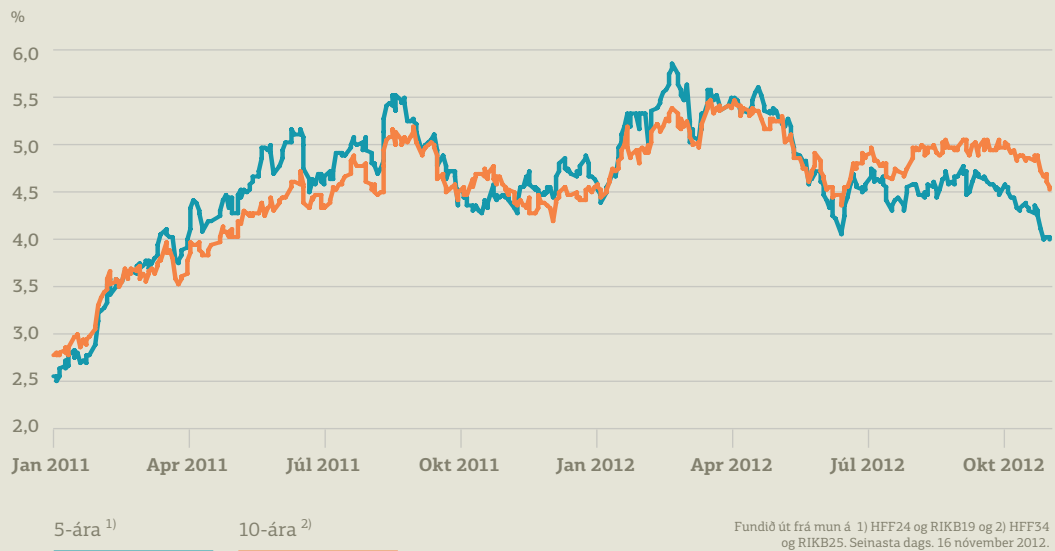
### Verðbólga og undirliðir hennar

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



### Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði

Heimild: Kauphöllin OMX, Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



verðbólguálagmið bankans náist á spátímabilinu. Þá var peningastefnunarnefndin búin að hækka vexti um 1,75 prósentustig á rúmu ári.

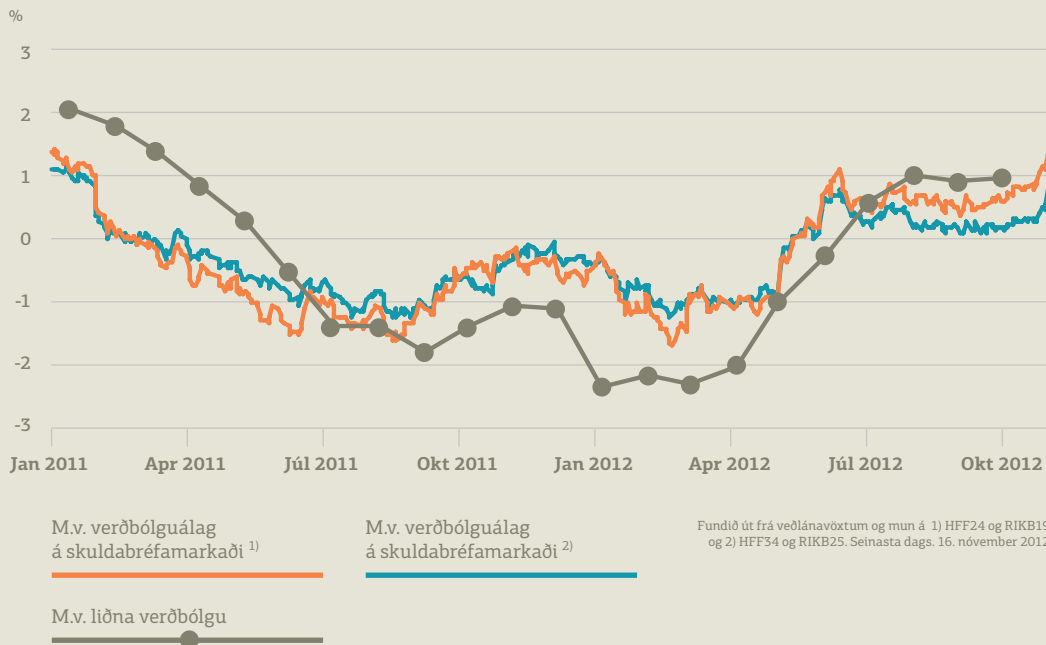
### Raunstýrivextir jákvæðir

Seðlabankinn hélt stýrivöxtum óbreyttum milli vaxtaákvæðana 13. júní og 14. nóvember. Hjóðnun verðbólgunnar á þessu

tímabili olli því hins vegar að raunstýrivextir hækkuðu án þess að Seðlabankinn hækkaði vexti. Raunstýrivextir, hvort sem þeir eru metnir út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði eða liðinni verðbólgu, hafa verið

## Raunstýrivextir

Heimild: Kauphöllin OMX, Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



## Gert er ráð fyrir að verðbólga verði hærrí en verðbólguþmarkmið út spátímabilið

Ólíkt spá Seðlabanka Íslands er ekki gert ráð fyrir að verðbólguþmarkmið Seðlabankans náist á spátímabilinu. Fyrir þessu er aðallega tvær ástæður.

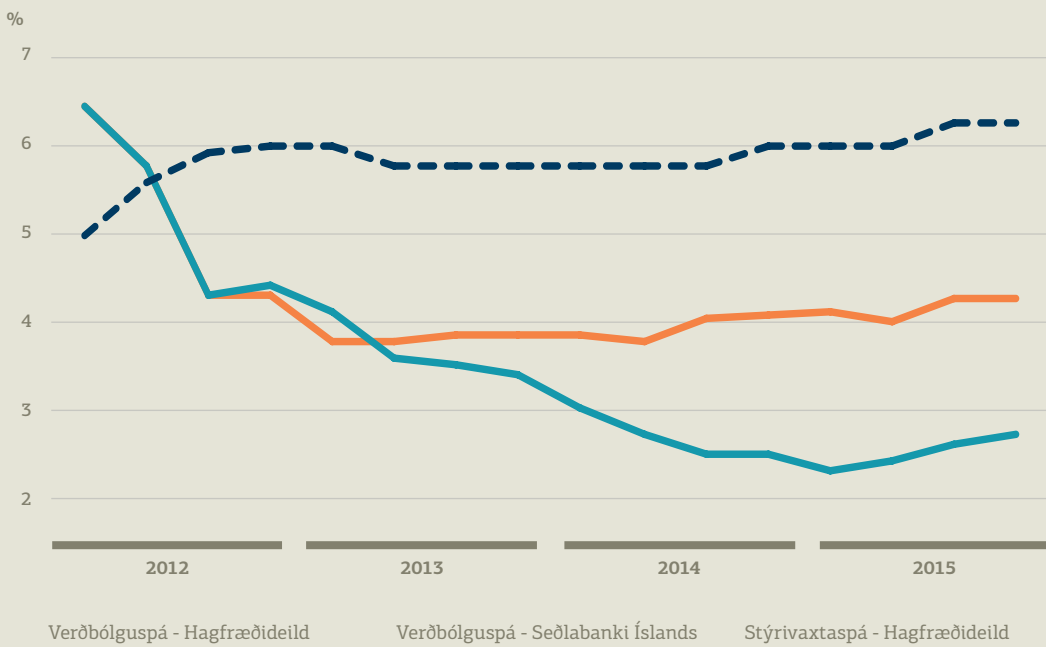
Í fyrsta lagi er gert ráð fyrir að krónan eigi eftir að veikjast og verði að meðaltali 171 króna á móti evru árið 2015 sem þýðir veikingu upp á 6% miðað við meðalgengi ársins 2012. Veiking krónunnar skilar sér jafnan inn í verðlag á endanum og má búast við að verðbólgan breytist þá aftur úr því að vera aðallega innlend í að vera í auknum mæli innflutt.

Í öðru lagi er gert ráð fyrir að verðbólguvæntingar séu nú að jafnaði hærrí en verðbólguþmarkmið. Þetta byggir meðal annars á niðurstöðu úr væntingakönnun Seðlabankans og því að verðbólguálag á skuldabréfamarkaði er búið að vera yfir markmiði í meira en ár. Háar verðbólguvæntingar skila sér yfirleitt í hærrí verðbólgu.

Seðlabankinn er að eigin sögn kominn á endastöð núverandi vaxtahækkunarferils. Gert er ráð fyrir að bankinn muni lækka vexti lítillega á næsta ári. Samhliða auknum fjárfestingum 2014 og 2015 er gert ráð fyrir að hann muni þá bregðast við með því að hækka vexti aftur. Þetta samvarar því að raunstýrivextir á spátímabilinu verði nálægt tveimur prósentum, gangi spáin eftir.

## Verðbólgu- og stýrivaxtasþá

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans, Seðlabanki Íslands



jákvæðir síðan í júlí, eftir að hafa verið neikvæðir í rúmum árum á undan. Þeir eru nú um eitt prósent. Ekki er einfalt að segja fyrir um hverjir eðlilegir raun-

stýrivextir ættu að vera. Í þjóðhagslíkani Seðlabankans var gert ráð fyrir að „hlutlausir“ raunstýrivextir væru 4,5 prósent fyrir 2008, en 3 prósent eftir það.

Lækkunin skýrist m.a. af þeim aðstæðum sem nú eru uppi, t.d. eru áhrif gjaldeyrishaftanna þau að stýrivextir Seðlabankans geta verið lægri en ella.

### 3. Stigvaxandi fjárfesting út spátímabilið

**Þó fjárfestingarstigið hafi hækkað** frá því það var lægst eftir hrun er það enn mjög lágt í sögulegu ljósi. Lítil fjárfesting á undanförunum árum hefur ekki haldið í við afskriftir og því hefur fjármagnsstofninn á landinu rýrnað töluvert.

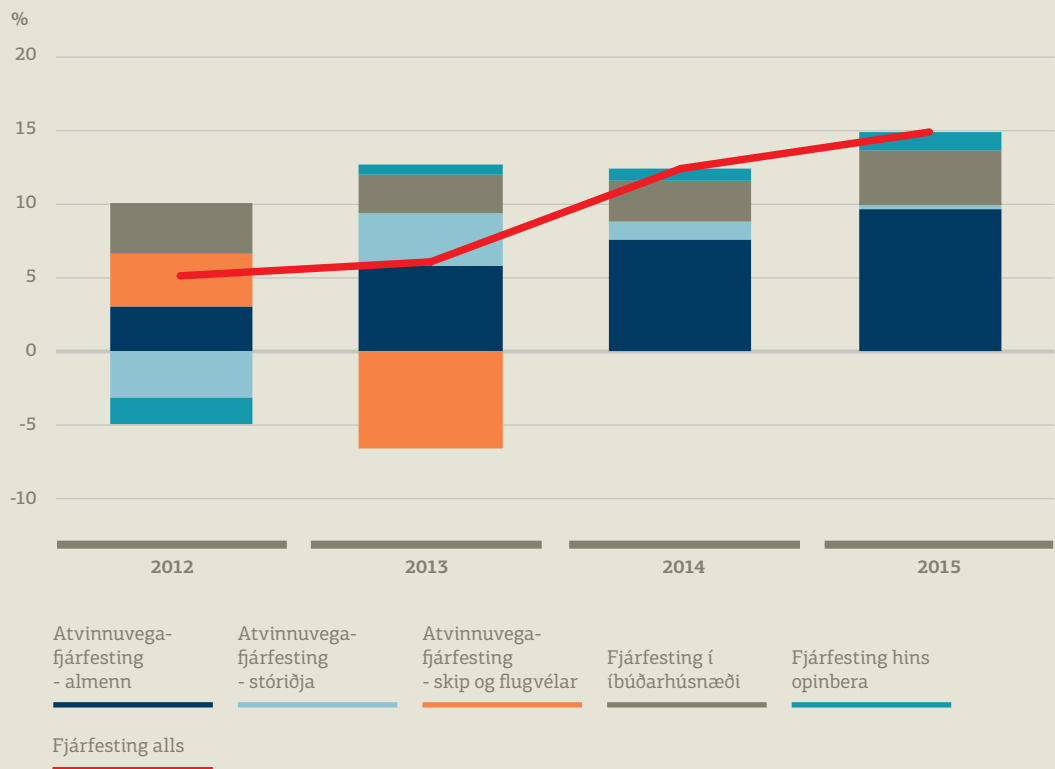
Samdráttur fjármagnsstofnsins í kjölfar kreppunnar er sá mesti frá seinna stríði og er töluvert meiri en í kreppunni í upphafi tíunda áratugar síðustu aldar. Framleiðslugeta hagkerfisins, og þar með lífsskjör í landinu, ráðast að miklu leyti af fjármagnsstofninum. Það er því verulega aðkallandi fyrir stjórnvöld ásamt forsvarsmönnum atvinnulífsins að taka höndum saman og skapa fjárfestingu vænlegra umhverfi.

#### Almenn atvinnuvega-fjárfesting verður helsti drifkraftur fjárfestingar

Gert er ráð fyrir að vöxtur fjárfestingar verði rúm 5% á þessu ári og að hann komi jöfnum höndum til vegna innflutnings flugvéla og skipa, fjárfestingar í íbúðar-

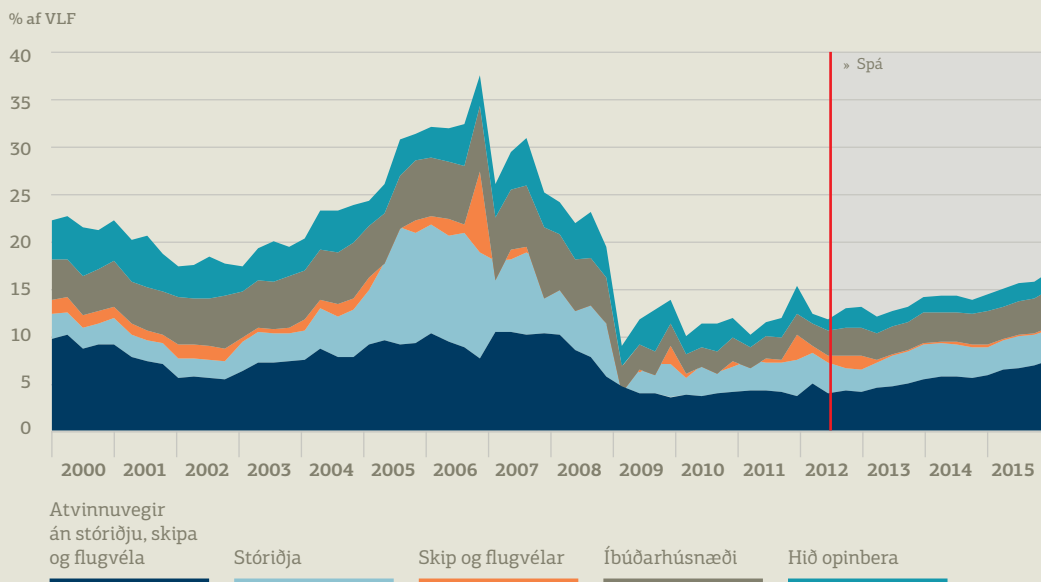
Fjárfesting - framlag undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans



## Samsetning fjármunamyndunar

Heimild: Hagstofa Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans



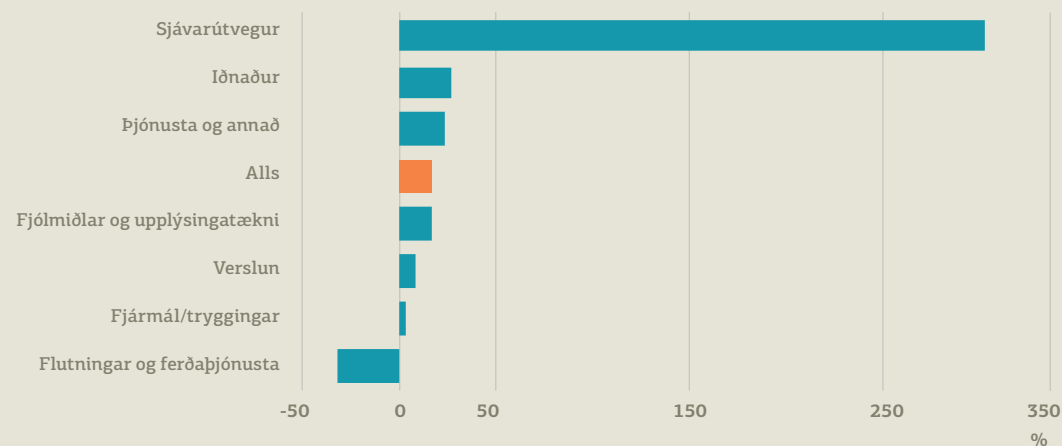
húsnæði og almennrar atvinnuvegafjárfestingar. Gert er ráð fyrir meiri vexti í fjárfestingu á næsta ári og að hann fari vaxandi þegar líður á spátímabilið samfara meiri bjartsýni hér heima og erlendis. Helsti drifkraftur fjárfestingar á spátímabilinu verður almenn atvinnuvegafjárfesting en einnig koma til áhrif af íbúðafjárfestingu og fjárfestingu í stóriðju.

### Fjárfestingaáform fyrirtækja gera ráð fyrir töluverðri aukningu

Samkvæmt könnun Seðlabankans meðal 52 fyrirtækja í hinum ýmsu geirum atvinnulífsins mun fjárfesting fyrirtækja aukast nokkuð að raunvirði milli árunna 2011 og 2012 og gera þau ráð fyrir að fjárfesta fyrir 17% meira að nafnvirði í ár en í fyrra. Af einstökum geirum er langmesta aukningin í sjávarút-

## Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar

Aukning fjárfestingar milli árunna 2011 og 2012 samkvæmt fjárfestingarkönnun Seðlabanka Íslands  
Heimild: Seðlabanki Íslands



vegi en þar er gert ráð fyrir fjórfalt meiri fjárfestingu árið 2012 en árið 2011. Af öðrum geirum er einungis vænst samdráttar í flokknum „flutninga og ferðaþjónusta“. Fjórðungsaukning verður í greinunum „iðnaður“ og „þjónusta og annað“, samkvæmt könnuninni.

### Veik króna ýtir á fjárfestingu hjá útflutningsfyrirtækjum

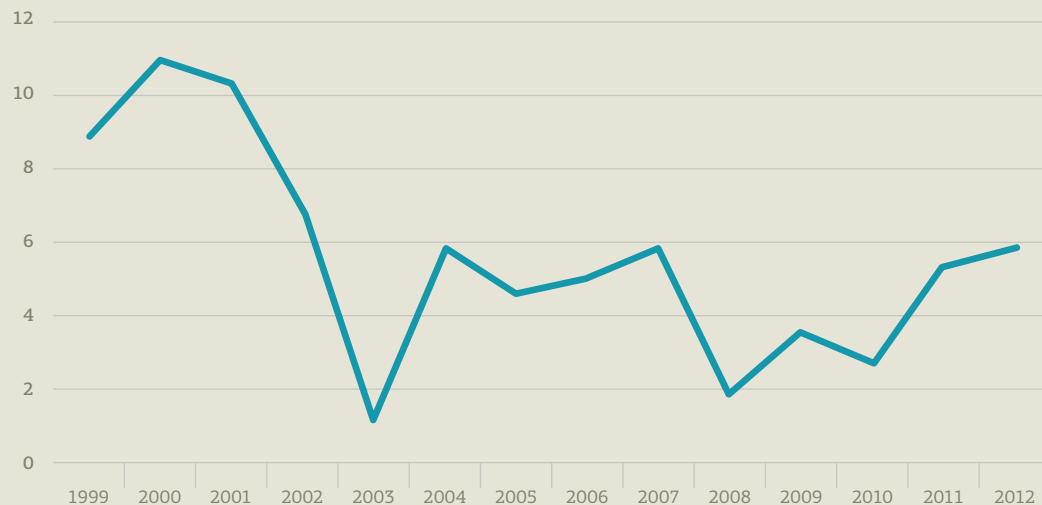
Veikt gengi krónunnar stuðlar að öðru óbreyttu að auknum útflutningi og minni innflutningi. Því liggur beinast við að ætla að almenn atvinnuvegafjárfesting sé um þessar

mundir hlutfallslega meiri í útflutningsfyrirtækjum en í innflutningsfyrirtækjum eða fyrirtækjum sem selja vöru og þjónustu innanlands. Fjárfestingakönnun Seðlabankans rimar ágætlega við þetta en langstærsti hluti íslenskra sjávarafurða er fluttur út og greinin því nánast hrein útflutningsgrein. Aðrar atvinnugreinar

## Fjárfesting í fiskiskipum

Um er að ræða innflutning á fiskiskipum yfir 12 mánuði hvers árs á föstu meðalgengi fyrstu 8 mánuði ársins. Tölur fyrir árið 2012 sýna fyrstu 8 mánuði ársins  
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

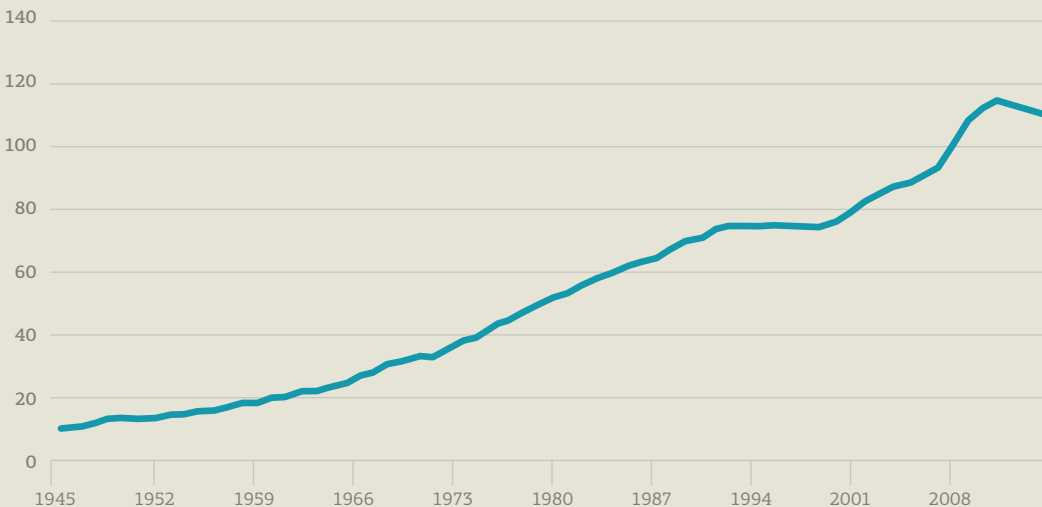
Ma.kr.



## Fjármunaeign á landinu

Sýnir magnvísitölu fjármunaeignar á landinu en þróunin á henni tekur tillit til afskrifta  
Heimild: Hagstofa Íslands

Vísitala 100 = 2005



Í könnuninni eru blandaðri en gera má ráð fyrir að greinin „fjármál/tryggingar“ innihaldi fyrst og fremst fyrirtæki sem sinna innanlandsmarkaði en þar er vöxturinn næstminnstur.

### Veruleg fjárfesting í fiskiskipum

Fyrstu 8 mánuði ársins er verðmæti innfluttra fiskiskipa 5,8 milljarðar króna. Það er mesti innflutningur á fiskiskipum fyrstu 8 mánuði ársins síðan árið 2000, en þá

nam verðmætið 6,7 milljarðum króna á gengi ársins 2012. Það sem af er árinu er fjárfestingin þegar orðin meiri en allt árið í fyrra. Fyrirhugaðar breytingar á fiskveiðistjórnunarkerfinu hafa dregið úr fjárfestingu í greininni á undanförunum árum samkvæmt forsvars-

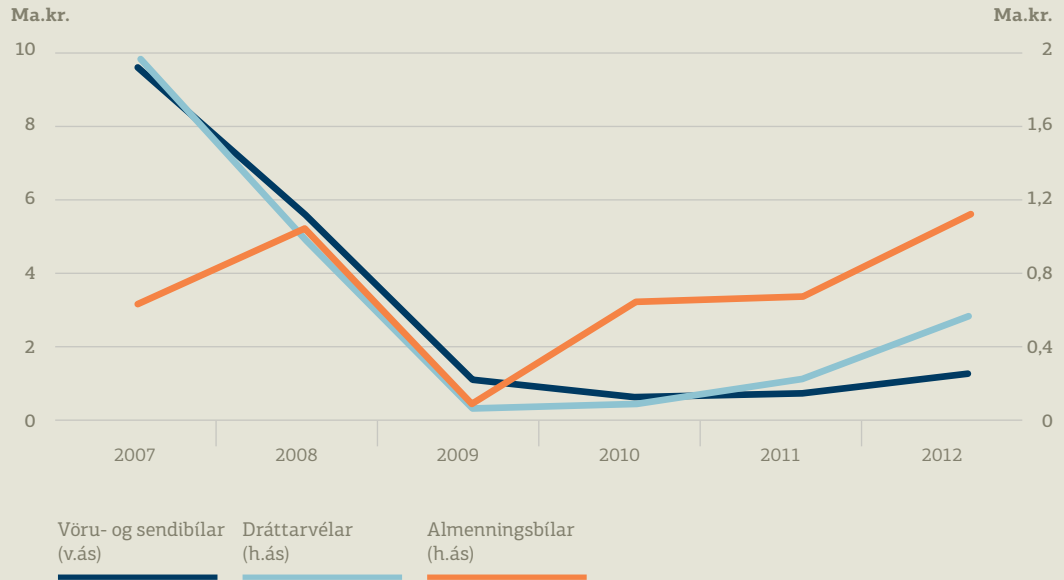
mönnum íslensks sjávarútvegs. Með því samkomulagi sem náðist á síðasta þingi um fyrirkomulag veiðigjalds dró úr óvissu um framtíðarskipan sjávarútvegsins og mun það væntanlega hafa jákvæð áhrif á fjárfestingarstigið í greininni til lengri tíma lítið að öðru óbreyttu.

### Innflutningur flutningatækja bendir til vaxtar

Verðmæti innfluttra flutningatækja á þessu ári bendir til þess að fjárfesting hafi tekið nokkuð við sér. Þannig jókst innflutningur á hjóladráttarvélum, almenningsbílum og vöru- og sendibílum um 90% milli ára á fyrstu 8 mánuðum ársins á föstu gengi. Aukinn innflutning almenningsbíla má vafalaust einkum rekja til aukinna umsvifa í ferðaþjónustu á síðustu árum. Umsvif í sendibílaakstri hafa

## Innflutningur á ýmsum flutningatækjum

Innflutningur á fóstu gengi  
Heimild: Hagstofa Íslands



reyndar ekki aukist ef marka má hvernig meðalakstur þeirra hefur þróast á síðustu árum. Meðalakstur díselknúinna sendibíla minnkað samfelld milli ára á tímabilinu 2006 til 2011. Þessar tölur ná einungis til ársins 2011 og umsvifin kunna að hafa aukist aftur á þessu ári.

### Mesta verðmætarýrningun fjármagnsstofns frá seinna stríði

Vegna lítillar fjárfestingar undanfarin ár og þeirra afskrifta sem óhjákvæmilega verða á fjármagnsstofni vegna slits og annarra þátta hefur verðmæti hans rýrnað verulega frá árinu 2008. Frá seinna stríði hefur aðeins verið eitt sambærilegt tímabil, í niðursveifunni á

fyrri hluta 10. áratugarins. Samdrátturinn þá dreifðist yfir fleiri ár og var ekki jafn mikill eins og núna.

Fjármagnsstofninn óx nokkuð hratt í kringum stóriðjuframkvæmdirnar upp úr miðjum síðasta áratug með byggingu álverksmiðju Fjarðaáls og Kárahnjúkavirkjunar. Áður hafa komið kröftug ár í uppbyggingu fjármagnsstofnsins t.d. á fyrri hluta 8. áratugarins þegar uppbygging álversins í Straumsvík og virkjanir því tengdar voru byggðar. Framleiðslugetan, og þar með lífskjör í landinu, ráðast að miklu leyti af fjármagnsstofninum. Því er mikilvægt að efla fjárfestingu hér á landi og koma henni á það stig að hún standi undir afskriftum og gott betur.

### Ýmsar stórar fjárfestingar í farvatninu

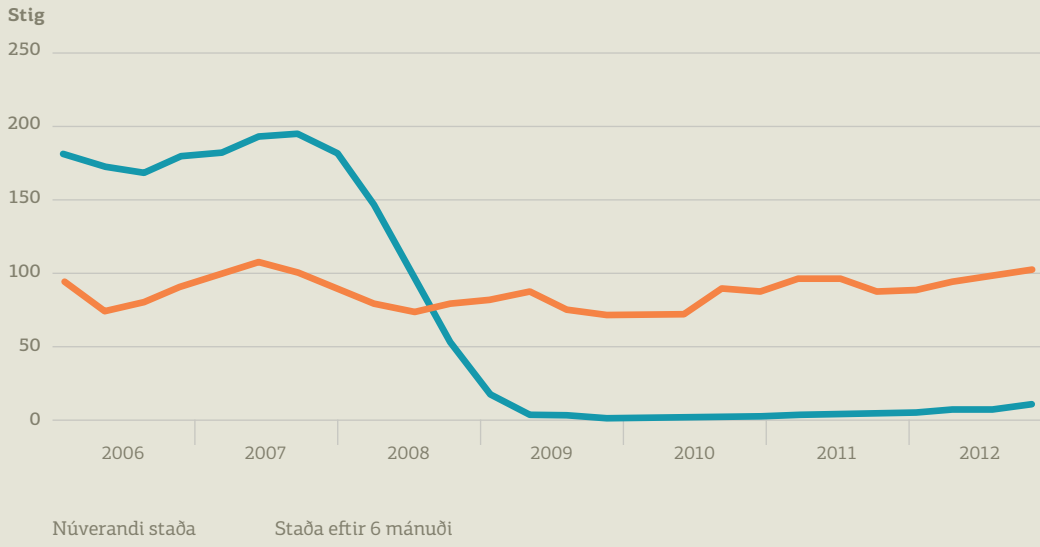
Ýmis stór fjárfestingaverkefni eru á teikniborðinu og hafa verið lengi. Enn ríkir þó mikil óvissa um hvort og þá hvenær af þeim verður. Gott dæmi er álver í Helguvík. Þar er um að ræða mjög stóra fjárfestingu sem myndi hafa töluverð efnahagsleg áhrif bæði á framkvæmdatímanum sem og þegar álverid væri farið að starfa með fullum afköstum, en framleiðslugetan miðast við 300 þúsund tonna framleiðslu, þar af 90.000 tonn í fyrsta áfanga. Nokkur óvissa ríkir um sölu raforku til álversins en gerðardómur komst í lok síðasta árs að þeirri niðurstöðu að orkusölusamningur milli Norðurláls og HS Orku standi

og að HS Orka sé skuldbundin til að afhenda Norðurláli þá raforku sem tilgreind er í samningnum milli aðilanna. Norðurlál er tilbúið að auka framleiðslugetu sína á Grundartanga um allt að 50 þúsund tonn á ársgrundvelli. Sú fjárfesting hljóðar upp á 10 milljarða króna og myndi dreifast yfir 5 ára tímabil. Einnig var áformað að reisa 40.000 tonna kísilmálmverksmiðju í Helguvík en óvissa ríkir um hvort af því verði. Sú fjárfesting gæti numið um 110 milljónum evra eða rúmum 18 milljörðum króna. Þá er Landsvirkjun að undirbúa jarðhitavirkjanir á Norðausturlandi. Áformaðar eru framkvæmdir við allt að 90 MW virkjun í Bjarnarflagi og 90 MW virkjun á Þeistareykjum. Fjárfestingar vegna þeirra virkjana eru



## Væntingar stjórnenda fyrirtækja

Mat stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja til núverandi stöðu efnahagslífsins og væntingar um stöðu þess eftir 6 mánuði.  
Heimild: Seðlabanki Íslands



áætlaðar í kringum 20 milljarðar fyrir hvora virkjun. Áætlaður framkvæmdatími er til ársins 2014 í báðum tilfellum.

### Uppbygging í ferðaþjónustu á döfnni

Mikill vöxtur í ferðaþjónustu og væntingar um verulegan vöxt í framtíðinni hafa ýtt undir fjárfestingu í hótélum og fleiri eru á teikniborðinu. Þar ber helst að nefna hótél á næstu lóð við tónlistarhúsið Hörpu en bygging þess hótels gæti kostað um 6 milljarða króna. Þegar hefur verið samið við svissneska félagið World Leisure Investment sem bauð 1,8 ma.kr. í byggingarréttinn. Aðrar hugsanlegar fjárfestingar í ferðaþjónustu eru

t.d. uppbygging kínverska fjárfestisins Huangs Nubo á Grímsstöðum en talað hefur verið um heildarfjárfestingu upp á 20 milljarða króna í því samhengi. Fátt virðist þó á hreinu um framvindu þess máls.

### Væntingar stjórnenda á leiðinni upp á við

Væntingar stjórnenda og skoðanir þeirra á efnahagslífinu, stöðu og horfum, hafa eðlilega mikil áhrif á fjárfestingar í hagkerfinu. Séu stjórnendur bjartsýnir hefur það í för með sér meiri fjárfestingu en ef svartsýni ræður för. Mat stjórnenda á stöðu efnahagslífsins eins og það mælist með vísitölu Gallup hefur smám saman orðið jákvæðara á síðustu

ársfjórðungum og hefur hlaupandi meðaltal fjögurra ársfjórðunga ekki mælst hærra síðan á 4. ársfjórðungi 2008. Það er þó ekki í neinni líkingu við þau gildi sem sáust á árunum 2003 til 2007 og bendir það til þess að ástandið sé enn töluvert viðkvæmt og að víða sé rekstrarumhverfið erfitt og eftirspurn lítil.

Ólíkt mati stjórnenda á núverandi stöðu, lækkaði væntingavísitalan um stöðu eftir 6 mánuði ekki verulega 2008. Væntingar til næstu 6 mánaða hafa leitað upp á við síðustu fjórðunga og mælast nú hærri en þær hafa mælst síðan á 2. ársfjórðungi 2007. Sé litid til hlaupandi meðaltals fjögurra ársfjórðunga er vísitalan komin yfir 100 sem þýðir að fleiri eru bjartsýnir

en svartsýnir á efnahagsástandið þegar horft er 6 mánuði fram í tímann.

### Atvinnuvegafjárfesting lág í sögulegu ljósi

Almenn atvinnuvegafjárfesting, þ.e. fjárfesting án stóriðju, skipa og flugvéla, sem hlutfall af landsframleiðslu hefur verið lág í sögulegu ljósi eftir bankahrun. Þó virðist sem hún hafi aukist nokkuð á 1. ársfjórðungi 2012. Að vísu ber ávallt að taka fyrstu tölum með ákveðnum fyrirvara þar sem þær gefa aðeins óbeint mat á fjárfestingarstiginu. Þær eru síðan iðulega endurskoðaðar þegar áreiðanlegri tölur berast.

## Knýjandi þörf fyrir meiri atvinnuvegafjárfestingu

Þörf á almennri fjárfestingu í atvinnuhúsnæði er að öllum líkindum lítil um þessar mundir. Víða stendur atvinnuhúsnæði tóm eða er illa nýtt og því almennt ekki mikil þörf á uppbyggingu þar. Annað má vera uppi á teningnum þegar kemur að sérhæfðri fjárfestingu í mannvirkjum eins og t.d. hótelum. Víða hefur skapast brýn þörf fyrir fjárfestingu í vélum og tækjum þar sem tölur um fjármunaeign hér á landi benda til þess að fjárfestingin hafi ekki haldið í við afskriftir.

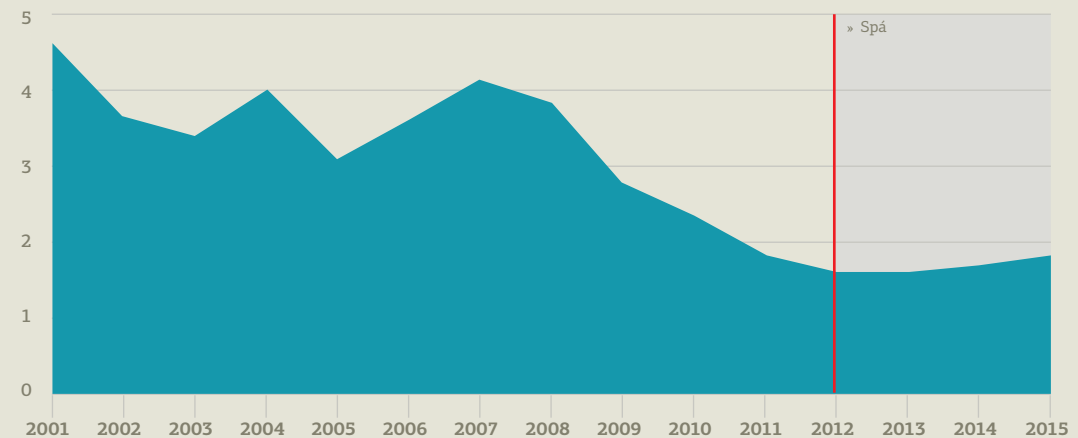
## Fjárfesting hins opinbera verður áfram lítil

Opinberar fjárfestingar munu líklega dragast saman um meira en 10% milli árána 2011 og 2012, en hluti samdráttarins milli ára er vegna þess að kostnaður við varðskipið Þór var bókfærður á árinu 2011. Þar með nemur samdrátturinn á seinustu fjórum árum tæpum 60%. Sem hlutfall af landsframleiðslu hefur opinber fjárfesting fallið úr 4,1% árið 2008 í 1,8% í ár og hefur aldrei mælst svo

## Fjárfesting hins opinbera

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans

% af VLF



lítill áður. Þetta hlutfall var að meðaltali 3,9% á árunum 1997-2008.

Í spánni er reiknað með að fjárfesting hins opinbera taki að vaxa lítillega aftur strax á næsta ári, m.a. vegna áforma ríkisstjórnarinnar í tengslum við fjárfestingaráætlun árána 2013-2015. Óvissa ríkir þó um stór verkefni, t.d. um byggingu nýs Landspítala og er ekki reiknað með þeirri framkvæmd hér. Gert er ráð fyrir að hafnar verði framkvæmdir við Vaðlaheiðargöng og að sú framkvæmd verði flokkuð sem opinber fjárfesting. Gert er ráð fyrir 5% aukningu opinberrar fjárfestingar á næsta ári, tæplega 7% vexti 2014 og

tæplega 11% vexti 2015. Nánar er fjallað um fjárfestingar hins opinbera og fjárfestingaráætlun í kafla 6 um fjármál hins opinbera.

## Fjárfestingarumhverfið mikið breytt

Fjárfestingarumhverfið hefur tekið miklum breytingum frá því sem var fyrir hrun þegar aðgangur að lánsfé var mjög greiður og auðvelt að uppfylla skilyrði fyrir lántöku. Í dag eru skilyrði viðskiptabankanna við veitingu útlána töluvert strangari. Mun meiri áhersla er lögð á að fyrirtæki geti lagt fram veð fyrir lántöku. Eðli rekstrar er mismunandi

og misjafnt hversu mikið af eignum fyrirtæki geta lagt fram í hlutfalli við lánsfjárförf jafnvel þó að reksturinn standi auðveldlega undir lántökunni. Þetta skýrir því að einhverju leyti hvers vegna fjárfesting hefur ekki tekið betur við sér en raun ber vitni. Gengisfallið árið 2008 jók skuldir mjög margra fyrirtækja en undið hefur verið ofan af þeirri aukningu að einhverju leyti beint og óbeint með afskriftum, gengislánadómum og uppgreiðslum svo dæmi séu tekin. Möguleikar fyrirtækja til að setja meiri kraft í fjárfestingu hafa því aukist smám saman.

# Hægur bati á fasteignamarkaði

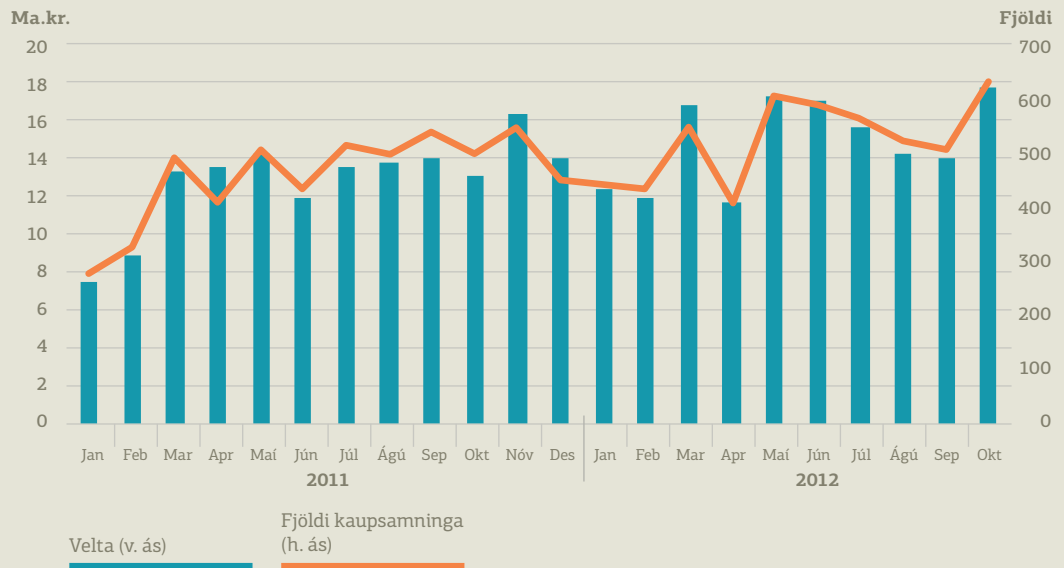
Velta á fasteignamarkaði á höfuðborgarsvæðinu náði lágmarki í upphafi ársins 2009, en hefur síðan farið hægt og rólega vaxandi á ný. Sala íbúðarhúsnæðis á síðustu tveimur árum hefur aukist hægt, en með nokkrum sveiflum, og er veltan enn töluvert fyrir neðan meðaltal síðustu 10 ára. Fjárhagsstaða fólks og ströng skilyrði fyrir lánsfjármögnun setja íbúðakaupum skorður. Byggingarstarfsemi hefur verið í algeru lágmarki. Þar kemur til lítil eftirspurn, hár byggingarkostnaður miðað við söluverð auk þess sem mikið var til af ófullgerðu húsnæði á ýmsum byggingarstigum þegar markaðurinn fraus árið 2008. Smám saman er að takast að selja þessar nýbyggingar þannig að einhver þörf fyrir nýbyggingar skapast á nýjan leik.

## Raunverð hefur lítið breyst

Stærsti hluti lækkunar húsnæðisverðs eftir hrun hefur orðið vegna verðbólgu sem hefur valdið breytingum á raunverði. Nafnverð og raunverð húsnæðis náði hámarki í janúar árið 2008 en nafnverð var í október 2012 orðið 3% lægra en það var

## Velta og fjöldi kaupsamninga

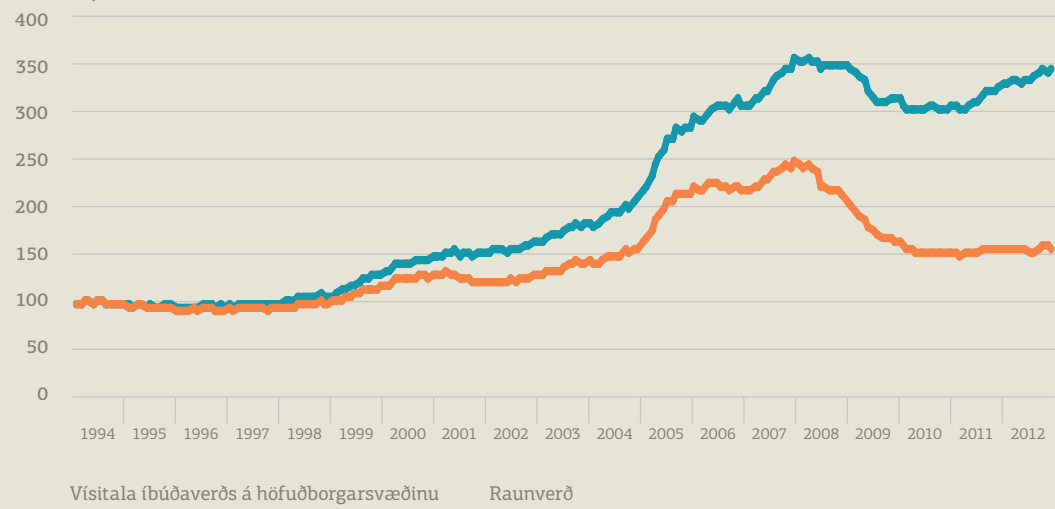
Höfuðborgarsvæðið, Akureyri, Akranes, Árborg og Reykjanes  
Heimild: Þjóðskrá Íslands



## Þróun íbúðaverðs

Heimild: Hagstofa Íslands,  
Þjóðskrá Íslands

Vísitala: jan.1994=100



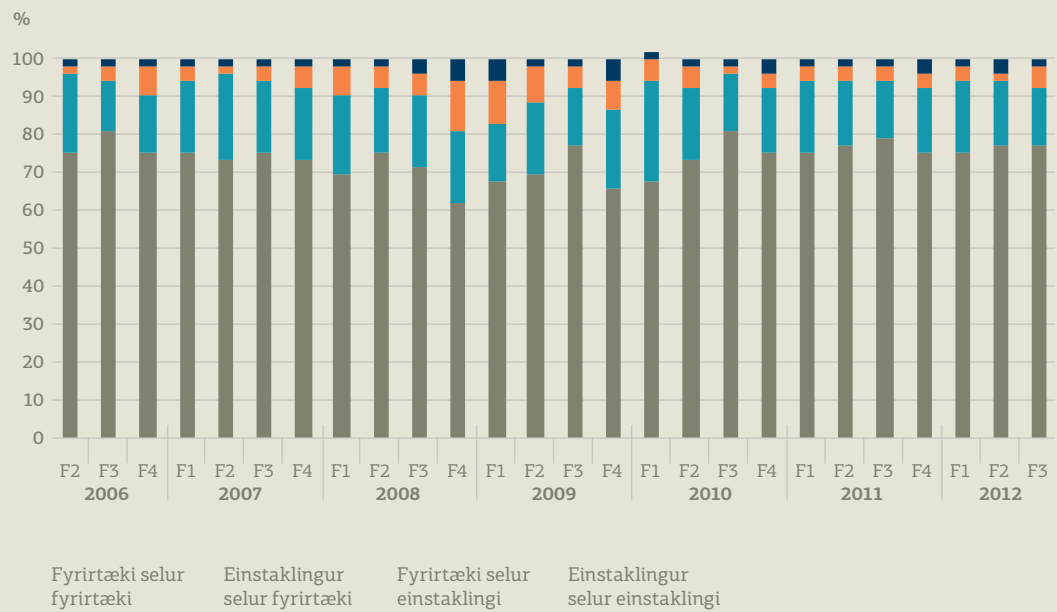
þegar það var hæst. Á sama tíma hefur almennt neysluverð hækkað um 42%. Þetta þýðir 36% lækkun raunverðs frá því þegar það var hæst. Hækkunar á fasteignaverði undanfarin misseri hafa því gert lítið meira en að halda í við verðbólguna. Raunverðsbreytingin frá janúar til september á höfuðborgarsvæðinu er til að mynda 0,1%. Gert er ráð fyrir að raunverð íbúða hækki hóflega á spátímanum eða um á 1,5-2% á ári.

### Engin merki um bóllumyndun

Eins og áður hefur verið bent á dugur hækkun nafnverðs ein og sér ekki til að sýna fram á verðbólgu, sérstaklega ekki í landi þar sem verðbólga er mikil og viðvarandi. Þegar lítið er á verðþróunina frá ársbyrjun 2010 sést að nafnverð fasteigna hefur hækkað um 14% en raunverð aðeins um 1,3%. Algengara er að horfa til nafnverðspróunar víða erlendis þar sem verðlag er tiltölulega stöðugt. Því er skiljanlegt að þessi nafnverðshækkun þyki tíðindaverð utan landsteinanna. Hér á landi þjónar það hinsvegar minni tilgangi að rýna í nafnverðsbreytingar í ljósi viðvarandi verðbólgu.

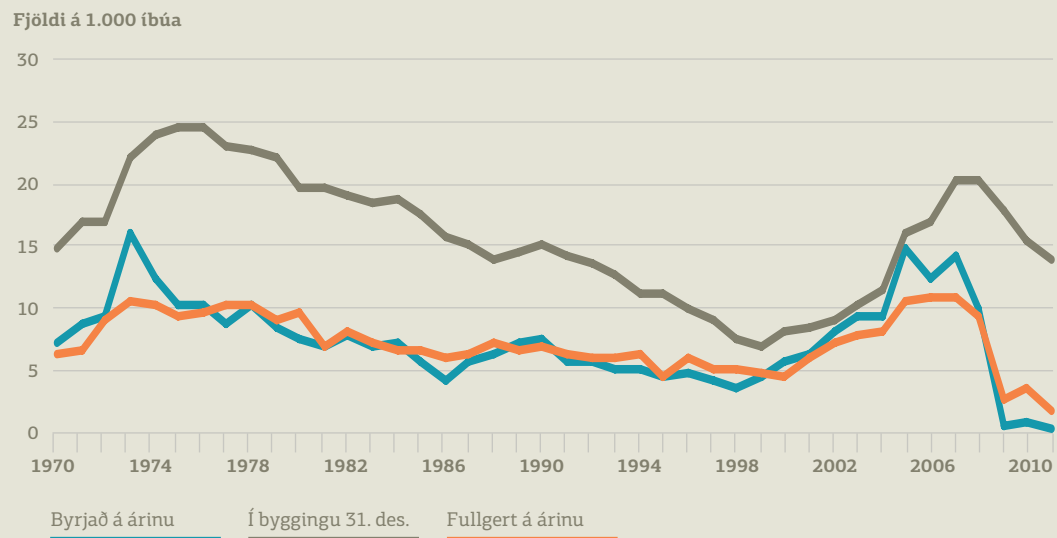
### Skipting viðskipta með íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæðinu

Heimild: Þjóðskrár Íslands



### Bygging íbúða

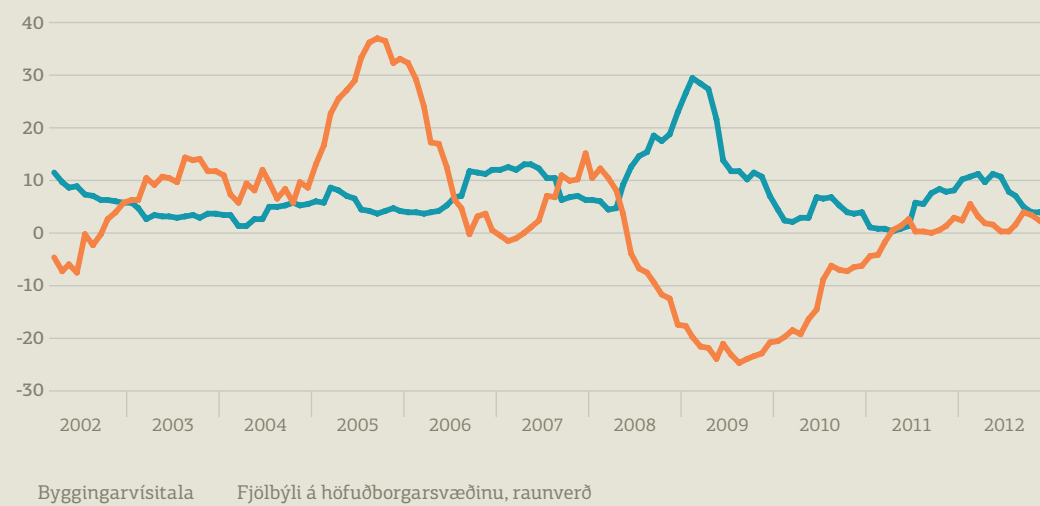
Heimild: Hagstofa Íslands



## Byggingarkostnaður og raunvirði fjölbýlis á höfuðborgarsvæðinu

Heimild: Hagstofa Íslands,  
Þjóðskrá Íslands

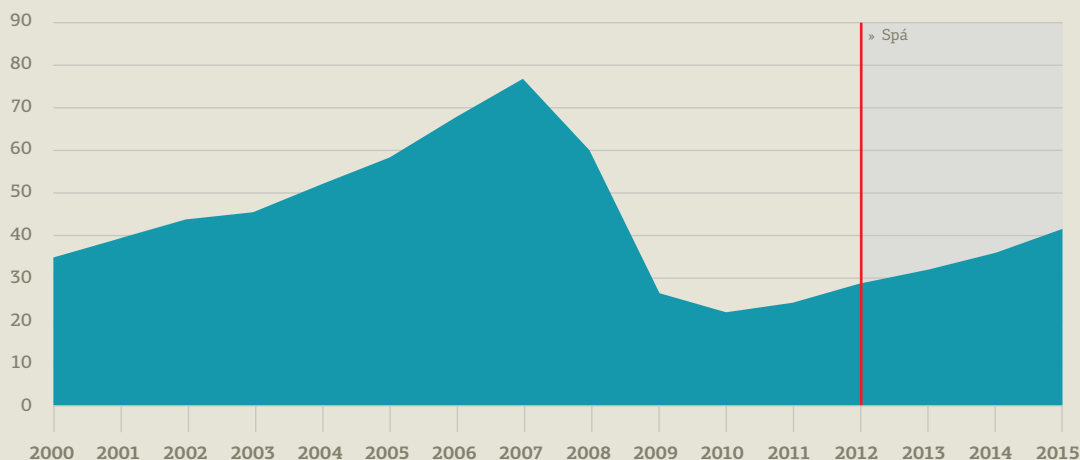
12 mánaða breyting (%)



## Íbúðafjárfesting

Heimild: Hagstofa Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans

Ma.kr. á verðlagi ársins 2000



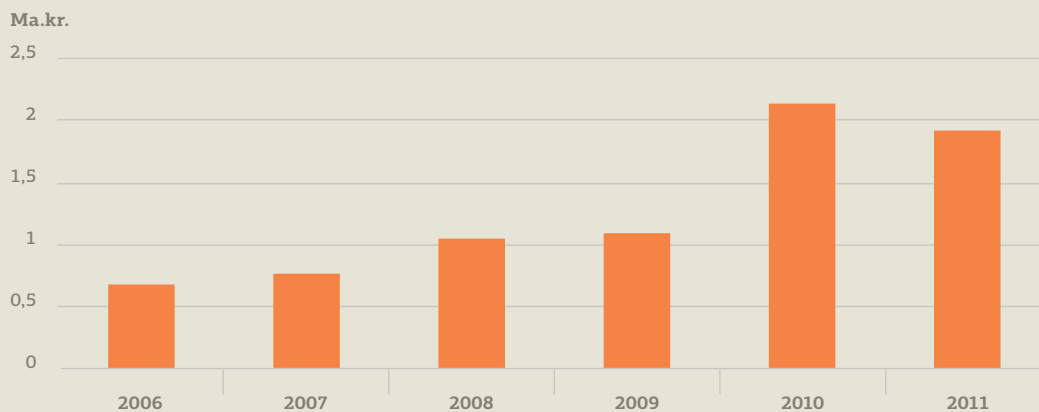
Ekki síður hefur mikið verið fjallað um þátttöku fagfjárfesta á húsnæðismarkaðnum og möguleg áhrif hennar á fasteignaverð. Gögn frá Þjóðskrá, sem sýna hverjir hafa átt viðskipti með íbúðarhúsnæði til loka 3. ársfjórðungs 2012, virðast ekki benda til þess að lögaðilar hafi verið óvenjulega fyrirferðamiklir á markaðnum að undanfögnu. Þó er ljóst að starfræktir eru fjárfestingarsjóðir sem kaupa íbúðir og reka leigustarfsemi. Enn sem komið er virðast umsvif þessara sjóða ekki hafa valdið óeðlilegri hækkun á íbúðaverði á höfuðborgarsvæðinu. Að því gefnu að slíkir sjóðir séu hugsaðir til lengri tíma, ætti það að renna stoðum undir leigumarkað þar sem þeir starfa.

## Samhengi söluverðs og byggingarkostnaðar

Á síðasta þensluskeiði á íbúðamarkaði hækkaði byggingarkostnaður mun minna en fasteignarverð. Við hrunið hækkaði byggingarkostnaður verulega, söluverð eigna fór lækkandi og hagnaðurinn af því að reisa íbúðarhúsnæði minnkaði verulega. Það er ein ástæða þess að hafist hefur verið

## Endurgreiðsla virðisaukaskatts vegna viðhalds á húsnæði

Heimild: Ríkisskattstjóri



handa við byggingu mjög fárra íbúðarhúsa undanfarin ár. Á síðasta ári hófust framkvæmdir við 0,45 íbúðir á hverja 1000 íbúa í landinu. Meðaltal árána 1970-2008 var 8 íbúðir á hverja 1000 íbúa.

Afleiðing þess er að nokkur fjöldi íbúða á hinum ýmsu byggingarstigum stendur eða hefur staðið auður. Við bætist að lánastofnanir áttu um 3.100 íbúðir í september 2012, þar af voru 40% þeirra í útleigu og um 67% í eigu Íbúðalánasjóðs.

Ekki er ólíklegt að ástandið breytist á þessum markaði á næstunni, enda hefur munurinn minnkað á þeim vísitölum sem mæla annars

vegar byggingakostnað og hins vegar söluverð.

### Þróun fjárfestingar í íbúðarhúsnæði

Eftir mikla ládeyðu í nýbyggingum íbúðarhúsnæðis undanfarin ár er gert ráð fyrir að fjárfesting í íbúðarhúsnæði aukist um 18% á árinu 2012. Samkvæmt tölum um endurgreiðslu virðisaukaskatts vegna vinnu við eigið íbúðarhúsnæði frá Ríkisskattstjóra má gera ráð fyrir að tæpur helmingur af heildarmagni íbúðafjárfestingar sé bundinn við viðhald og viðgerðir. Endurgreiðslur vegna viðhalds jukust mikið árið 2010 en verði „Allir vinna“ átakið ekki framlengt

mun endurgreiðsluhlutfallið aftur fara niður í 60% og má þá búast við einhverjum samdrætti í þeim lið íbúðarfjárfestingar. Nokkrar stórar framkvæmdir eru hafnar eða í burðarliðnum sem munu hafa áhrif til aukningar á þessu sviði, t.d. verkefni Búseta á Einholtsreitnum í Reykjavík, byggingu stúdentagarða í Vatnsmýri og ýmis smærri verkefni víðar á höfuðborgarsvæðinu.

Árið 2013 er búist við því að áframhald verði á aukningu íbúðafjárfestingar vegna vaxandi þarfar og að fjárfesting aukist um 12% það ár sem og árið 2014. Áframhaldandi aukning verður í íbúðarfjárfestingu árið 2015 upp á 16%. Þá verður íbúðar-

fjárfesting komin á svipaðar slóðir að raunvirði og árin 2001 og 2002. Vert er að hafa í huga að þó prósentutölurnar séu háar er hér um að ræða vöxt frá lágum gildum. Ef raunverð hækkar meira en gert er ráð fyrir má búast við meiri krafti í íbúðarfjárfestingu.

## 4. Hægir á vexti einkaneyslu

**Samkvæmt uppfærðum tölum** Hagstofunnar jókst einkaneysla nokkuð minna á árinu 2011 en áður hafði verið talið. Vöxturinn var 2,7% en Hagstofan hafði áður mælt 4% vöxt. Hluti af skýringunni er tæknilegs eðlis þar sem í ljós kom að hluti af ætlaðri einkaneyslu Íslendinga 2011 var í raun neysla erlendra ferðamanna.

Þróun einkaneyslu leit vel út á fyrri hluta ársins, en vöxturinn nam 4% samanborið við sama tímabil í fyrra. Vöxtur einkaneyslu á 12 mánaða grundvelli hefur minnkað nokkuð undanfarna ársfjórðunga og gerir Hagfræðideild Landsbankans ráð fyrir 3% vexti einkaneyslu á þessu ári.

### Hóflegur vöxtur einkaneyslu út spátímabilið

Gert er ráð fyrir hóflegum vexti einkaneyslu út spátímabilið og ræðst aukningin af vexti kaupmáttar, hærra atvinnustigi og aukinni fjárfestingu. Einkaneysla verður nokkuð minni en verið hefur á síðustu misserum enda ljóst að fjármögnun hennar hefur að nokkrum hluta

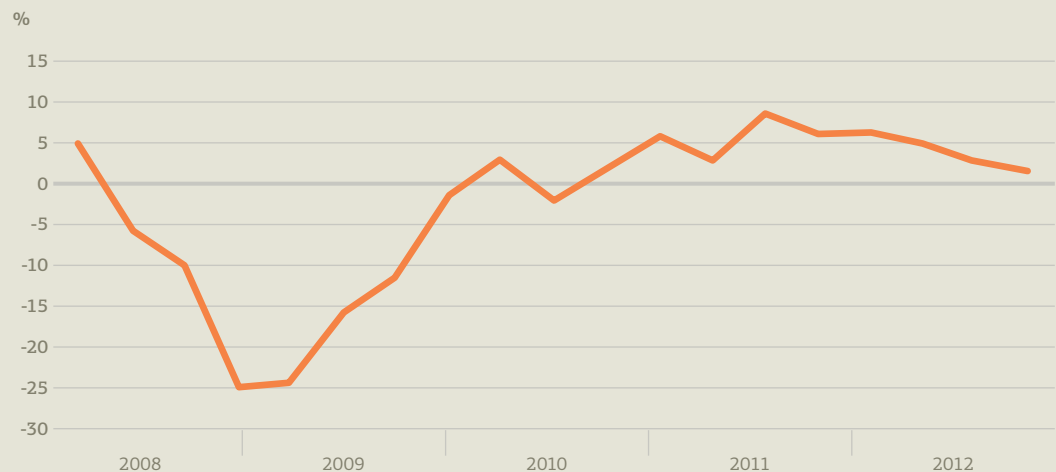
byggst á úttekt séreignarsparnaðar og innlána en slíkir þættir geta ekki halda uppi einkaneyslu til lengri tíma litið.

Kortavelta innlendra greiðslukorta í verslun innanlands og erlendis jókst um 1,8% á þriðja ársfjórðungi borið saman við sama fjórðung árið áður. Þetta er

sjötti ársfjórðungurinn í röð þar sem hægir á vexti kortaveltunnar á ársgrundvelli. Vöxtur hennar á 2. ársfjórðungi nam 3,1% og 4,8% á 1. ársfjórðungi. Nú í október

### Vöxtur kortaveltu

Sýnir 12 mánaða breytingu á kortaveltu innlendra greiðslukorta innanlands (á föstu verði) og erlendis (á föstu gengi) eftir ársfjórðungum  
Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands



jókst kortaveltan um 2,4% m.v. sama mánuð árið áður og gæti það bent til þess að 12 mánaða vöxturinn sé að leita upp á við á ný.

Athyglisvert er að vöxtur einkaneyslu innanlands, mældur út frá kortaveltu, var einungis 0,7% á 3. ársfjórðungi. Tæplega tveir þriðju hlutar heildarvaxtar einkaneyslu á 3. ársfjórðungi varð til erlendis.

### Innlán heimila fjármagna neyslu

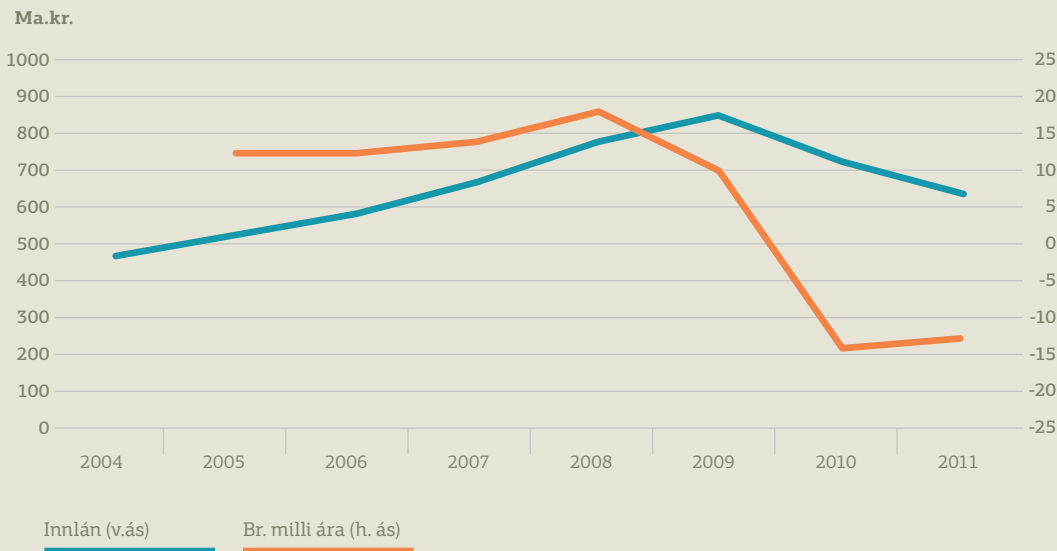
Árin fyrir hrun jukust innlán jafnt og þétt með hverju árinu, en eftir hrun gekk þróunin til baka. Frá árinu 2008 hafa innlán stöðugt lækkað ef horft er á meðalstöðu innlána innan hvers árs á föstu verðlagi.

Innlán heimilanna hafa haldið áfram að lækka fyrstu 9 mánuði ársins rétt eins og gerst hefur síðustu 3 árin þar á undan. Það sem af er ári hafa innlán dregist saman um 34 milljarða króna á föstu verðlagi eða um 5,6%.

Umtalsverður hluti innlána hefur eflaust farið í íbúða-fjárfestingu en undir hana fellur t.d. hvers kyns viðhald eða viðbætur á húsnæði. Einnig kann einhver hluti innlána að hafa farið í annars konar fjárfestingu, t.d. í verðbréf á innlendum markaði. Það er hins vegar líklegt að innlán hafi átt sinn þátt í að fjármagna vöxt einkaneyslu frá hruni.

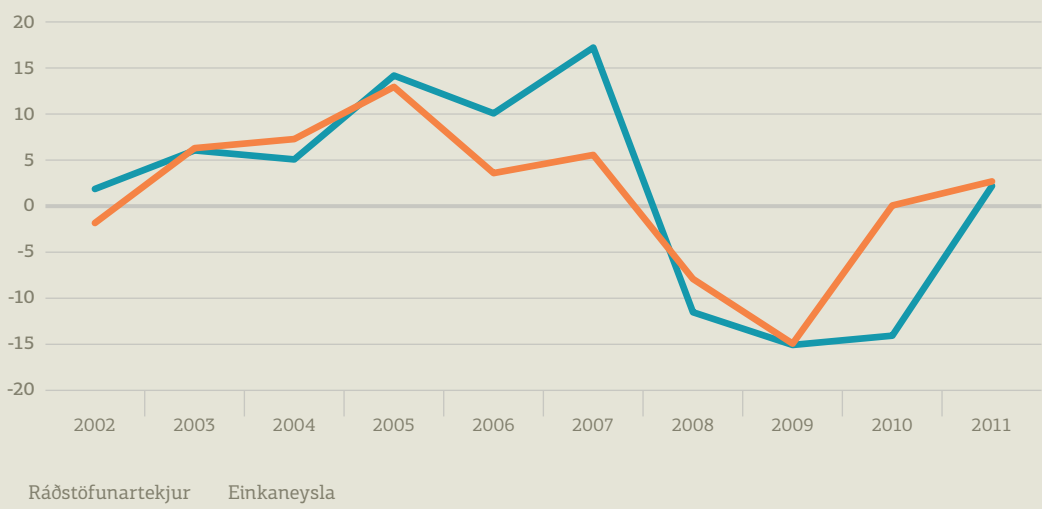
### Þróun innlána heimilanna

Þróun meðalstöðu innlána á hverju ári á föstu verðlagi ársins 2011 og breyting milli ára  
Heimild: Seðlabankinn, Hagstofa Íslands



### Breyting einkaneyslu og ráðstöfunartekna

Breyting milli samliggjandi ára á föstu verðlagi  
Heimild: Hagstofa Íslands, Ríkisskattstjóri



Úttekt innlána hefur verið nokkuð mikil í hlutfalli við aukningu einkaneyslu. Það sem af er ári hefur kortaveltan aukist um 15,4 milljarða króna en innlánin lækkað á sama tíma um 34 milljarða svo dæmi sé tekið. Ljóst er að úttekt innlána er ekki endalaus uppspretta einkaneyslu þar sem að því kemur að ekki er af frekari innlánnum

að taka. Líklegt verður að teljast að til skemmri tíma muni innlánastaða heimilanna halda eitthvað áfram að lækka og með því haldist neyslustigið hér á landi uppi. Fyrir eða síðar mun vöxtur einkaneyslu þó þurfa að byggja í auknum mæli á aukningu kaupmáttar.

### Ráðstöfunartekjur hækkuðu á síðasta ári

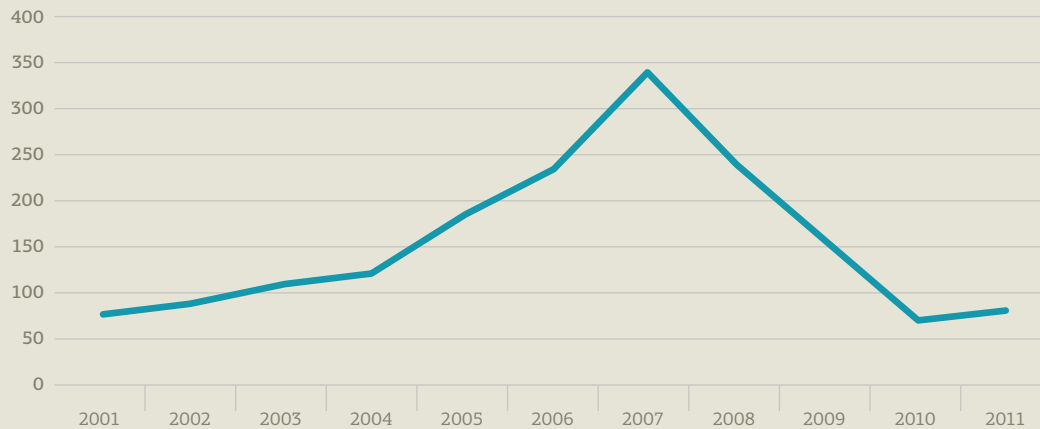
Ráðstöfunartekjur einstaklinga jukust um 2,1% milli árána 2010 og 2011 á föstu verðlagi og var þetta í fyrsta skipti frá hruni sem ráðstöfunartekjur vaxa milli ára. Þessa hækkun má að mestu leyti rekja til launahækkana



## Fjármagnstekjur einstaklinga

Á föstu verðlagi ársins 2011  
Heimild: Ríkisskattstjórt

Ma.kr.



## Fjöldi fjölskyldna með arð af innlendum hlutabréfum

Heimild: Ríkisskattstjórt

Þús.



en einnig aukningar á sérstökum útgreiðslum vegna séreignarsparnaðar. Milli árána 2009 og 2010 drógust ráðstöfunartekjur saman um 14,2% og má rekja það að langmestu leyti til lægri fjármagnstekna. Það skýrist aftur af minni sparnaði og lægri vöxtum. Eðlilega fylgir vöxtur einkaneyslu þróun ráðstöfunartekna nokkuð náð yfir tíma. Þróunin milli árána 2009 og 2010 er þó

frávik frá þessu. Þá drógust ráðstöfunartekjur saman um 14% á sama tíma og einkaneyslan stóð í stað milli ára.

Sérstakar útgreiðslur séreignarsparnaðar hafa haft töluverð áhrif á ráðstöfunartekjur síðustu ár. Þessar greiðslur námu 22,7 milljörðum króna á síðasta ári og jukust um 43% frá fyrra ári. Nú hefur heimild til sérstakrar úttektar á

séreignasparnaði runnið sitt skeið en greiðslur eru jafnan inntar af hendi á nokkurra mánaða tímabili og má gera ráð fyrir að þær síðustu verði á næsta ári. Það mun lækka neyslustig landsmanna að öðru óbreyttu.

Hluti ráðstöfunartekna eru fjármagnstekjur af hlutabréfum, innstæðum, verðbréfum o.s.frv. Fjármagnstekjur einstaklinga jukust um tæpa 12

milljarða króna milli árána 2010 og 2011 eða um 18,1%. Stærsti hluti aukningarinnar kemur til vegna vaxtatekna af innlendum og erlendum verðbréfum. Vaxtatekjur af innstæðum í bönkum drógust hins vegar saman um 9,7 milljarða eða 35%. Það skýrist bæði af lækkanði innlánastöðu en einnig af lægri vöxtum.

## Mikill samdráttur fjármagnstekna

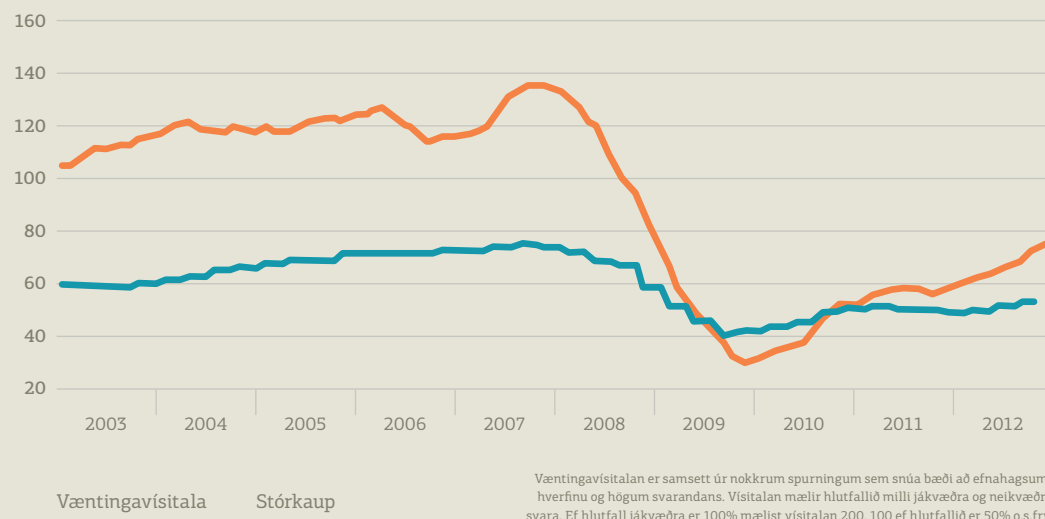
Fjármagnstekjur heimila hafa dregist mikið saman frá því sem var á árunum fyrir bankahrún. Fjármagnstekjur voru 338 milljarðar króna árið 2007 eða ríflega fjórfalt hærra en á síðasta ári. Samdráttur fjármagnstekna skýrist að mestu leyti af minni söluhagnaði vegna hlutabréfa en sá hagnaður skapaði um og yfir helming fjármagnstekna á árunum 2005 til 2008. Á þeim árum skiluðu fjármagnstekjur allt að þriðjungi tekna íslenskra heimila og fór hlutfallið aldrei niður fyrir 20%. Á síðasta ári námu fjármagnstekjur tæpum 9% af heildartekjum heimila.

Eini flokkur fjármagnstekna einstaklinga sem hefur vaxið frá bankahrúni eru leigutekjur. Það má að einhverju leyti rekja til sífellt meiri eftirspurnar eftir leiguhúsnæði sem hefur hækkað leiguverðið. Leigutekjur eru þrátt fyrir hækkan lýtill hluti fjármagnstekna heimila og námu 9,7% af heildarfjármagnstekjum árið 2011.

## Væntingavísitala Gallup og fyrirhuguð stórkaup

Heimild: Seðlabanki Íslands

### Vísitala



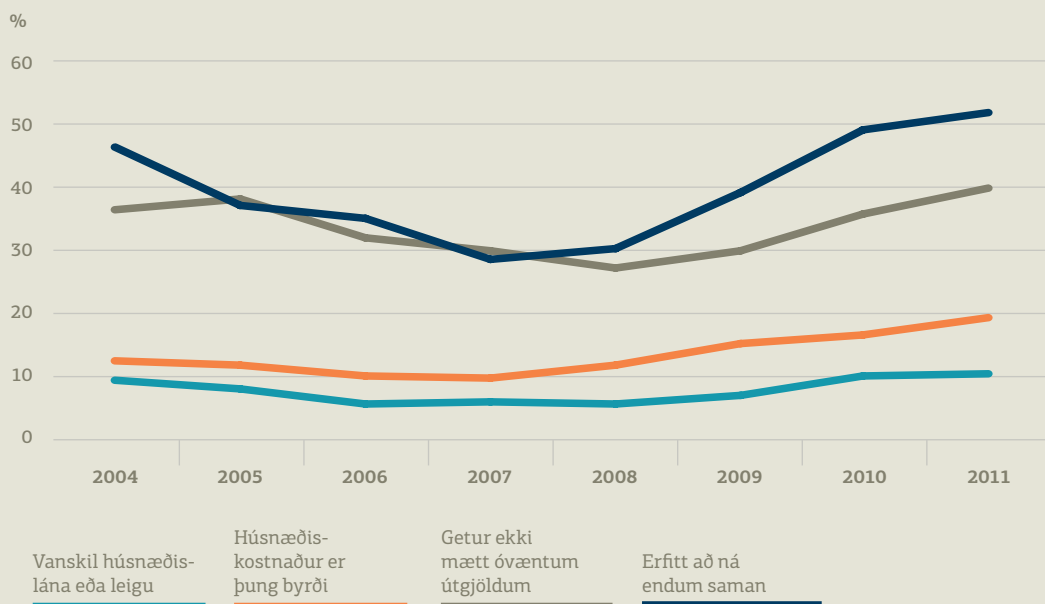
Væntingavísitalan er samsett úr nokkrum spurningum sem snúa bæði að efnahagsumhverfinu og hógum svarandans. Vísitalan mælir hlutfallið milli jákvæðra og neikvæðra svara. Ef hlutfall jákvæðra er 100% mælist vísitalan 200, 100 ef hlutfallið er 50% o.s.frv. Vísitala fyrirhugaðra stórkaupa sem eru skilgreind sem kaup á utanlandsferðum, bifreiðum og húsnæði.

## Fjármagnstekjur komnar á svipað stig og árið 2001

Margir brenndu sig illa á hlutabréfum í hruginu enda varð stærsti hluti fyrirtækja á íslenska hlutabréfamarkaðnum gjaldþrota. Þar vógu áhrif viðskiptabankanna þriggja langmest en vægi þeirra í íslenska hlutabréfamarkaðnum var 72% um mitt árið 2008. Hrun markaðarins hefur fælt marga frá hlutabréfakaupum. Fækkun þeirra sem hafa arð af hlutabréfum er ótvíræð vísending um það. Þannig nam fjöldi þeirra fjölskyldna sem hafði arð af innlendum hlutabréfum um 6.900 á síðasta ári samanborið við 42.600 fjölskyldur árið 2008. Þetta segir ákveðna sögu en taka þarf tillit til þess að einhver samdráttur skýrist einfaldlega af því að færri félög eru á markaðnum og

## Hlutfall heimila í fjárhagserfiðleikum

Heimild: Hagstofa Íslands



færri greiða því arð. Svo virðist þó sem að einhverjir séu farnir að fíkra sig aftur inn á þennan markað en fjöldinn sem fékk arð nam 5.400 í árslok 2010 og jókst því um 27% milli árunna 2010 og 2011.

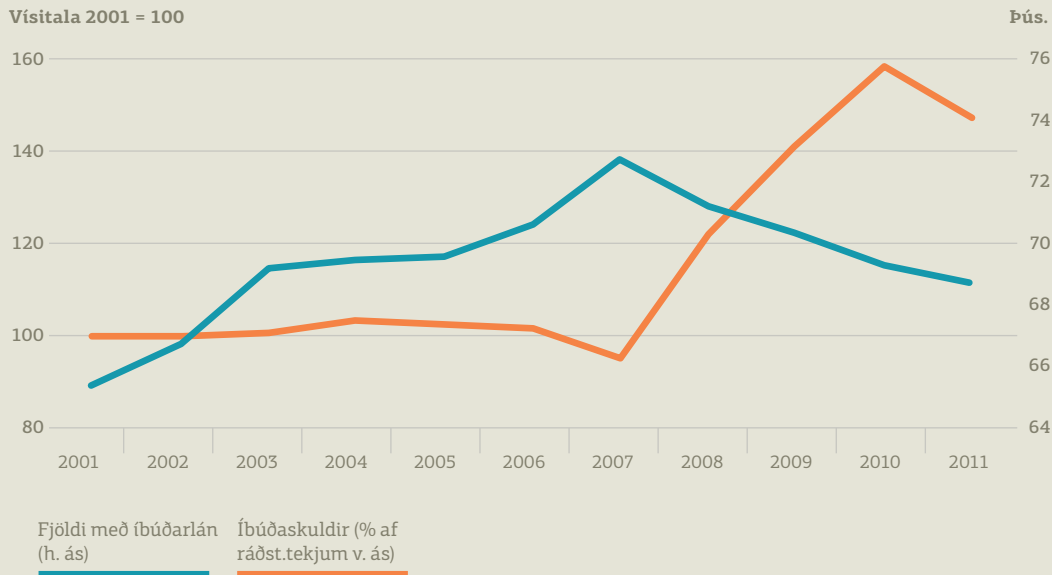
## Landsmenn ekki verið jafn bjartsýnir síðan á vormánuðum 2008

Mikil svartsýni greip eðlilega um sig haustið 2008 og breyttust væntingar

landsmanna eins og þær mældust í væntingavísitölu Gallup mjög til hins verra. Miklar sveiflur geta verið í væntingum milli mánaða og því gefur betri mynd að horfa á tólf mánaða hlaupandi meðaltal en það hefur

## Íbúðaskuldir landsmanna

Íbúðaskuldir á hvert heimili með íbúðaskuld sem hlutfall af heildarráðstöfunartekjum og fjöldi heimila með íbúðarlán  
Heimild: Ríkisskattstjóri, Hagstofa Íslands



hækkað jafnt og þétt frá því um áramótin 2009/2010. Á tímabilinu hafa þó komið til órlitlar lækkanir en frá því í nóvember 2010 hefur vísitalan hækkað stöðugt milli mánaða. Í dag hefur bjartsýni landans ekki verið jafn mikil síðan á vormánuðum 2008.

Gallup hefur haldið úti könnunum um fyrirhuguð stórkaup frá árinu 2002. Stórkaup eru skilgreind sem kaup á bifreiðum, húsnæði eða utanlandsferðum. Könnunin er framkvæmd fjórum sinnum á ári. Hlaupandi meðaltal vísitölunnar síðustu fjóra ársfjórðunga var á 3. ársfjórðungi 52,8 vísitölustig og hefur ekki verið jafn hátt síðan á 4. ársfjórðungi 2008. Gildið hefur hækkað um 7% frá því á sama fjórðungi í fyrra og skýrist sú hækking að mestu leyti af fleiri fyrirhuguðum

utanlandsferðum. Reyndar er það svo að síðan í september árið 2009, þegar vísitalan mældist lægst, hafa utanlandsferðir verið langstærsta skýringin á þeirri hækkingu sem orðið hefur á vísitölu stórkaupa. Utanlandsferðir Íslendinga hafa oft verið nýttar til kaupa á ýmsum varningi eins og fötum, sem eru í sumum löndum nokkuð ódýrari en hér á landi.

### Enn telja mörg heimili sig eiga á brattann að sækja

Þrátt fyrir að ýmsar vísendingar hnígi í þá átt að staða heimila hafi farið batnandi á síðustu misserum sýna kannanir Hagstofunnar um fjárhagsstöðu þeirra annað. Þeim heimilum sem að eigin sögn geta ekki mætt óvæntum útgjöldum, eiga erfitt með að ná endum saman, eru í vanskilum

með húsnæði eða leigu, eða lýsa húsnæðiskostnaði sem þungri byrði, hefur fjölgað í öllum tilfellum milli árana 2010 og 2011.

Fjölskyldum með íbúðaskuldir hefur fækkað á síðustu árum. Sé litið aftur til ársins 2001 náði fjöldinn hámarki í lok ársins 2007 en hefur dregist stöðugt saman síðan þá og hefur heildarfækkunin numið 5,4%. Þetta á sér ýmsar skýringar. Hluti af þessari fækkun liggur eflaust í því að einhver hluti hefur farið úr eigin húsnæði í leiguhúsnæði. Eins hefur hluti af ungu fólki eflaust flust heim til foreldra tímabundið eða einfaldlega flust búferlum til útlanda líkt og fólk á ýmsum aldri hefur gert í kjölfar hrunsins.

Bróðurpartur skulda heimila hér á landi liggur í skuldum vegna íbúðakaupa og hefur

hlutfallið sveiflast á bilinu 61 til 69% frá árinu 2001. Mikil hækking varð þó á íbúðaskuldum heimilanna strax í kjölfar hrunsins og hækkuðu þær hvort sem þær voru verðtryggðar eða í erlendum gjaldmiðlum. Þær hafa þó farið lækkandi á föstu verðlagi t.d. vegna sértækra niðurfærslna, gengislána-dóma og vegna þess að sum heimili hafa einfaldlega haft svigrúm til að greiða þær niður. Í lok síðasta árs voru skuldirnar svipaðar og þær voru í árslok 2007. Meðal-skuldir vegna íbúðalána á hverja fjölskyldu í hlutfalli við ráðstöfunartekjur hafa hins vegar ekki náð að komast niður á það stig sem gilti fyrir hrún. Þær lækkuðu þó milli árana 2010 og 2011 en voru í árslok 47% hærri en þær voru að meðaltali á árunum 2001-2007.

# Áfram dregur úr atvinnuleysi

Saga Íslands hefur löngum einkennst af mikilli atvinnuþátttöku og litlu atvinnuleysi. Á skömmum tíma haustið 2008 breyttist það og samkvæmt vinnumarkaðsrannsókn Hagstofunnar fór atvinnuleysi úr 2,3% í ágúst 2008 í 11,2% í maí árið 2009.

Atvinnuleysi hefur lækkað frá því það náði hámarki árin 2009 og 2010. Á 3. ársfjórðungi 2012 mældist atvinnuleysið 5% í samanburði við 9,1% á 2. ársfjórðungi 2009, en á þeim ársfjórðungi hefur atvinnuleysi mælst hæst síðan að Hagstofan hóf að gera vinnumarkaðsrannsóknir 2003. Atvinnuleysi á Íslandi mældist 4,5% í október 2012 samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Til samanburðar mældist atvinnuleysið 7% í sama mánuði 2011 og 6,5% 2010. Batinn á vinnumarkaði á árinu 2012 hefur verið nokkuð meiri en spáð var fyrir ári.

Atvinnuleysið er mjög breytilegt milli landshluta. Mest er atvinnuleysið á Suðurnesjum, 8,9% í október 2012, og hefur hæsta hlutfall atvinnuleysis á landinu verið þar allt frá miðju ári 2006. Minnst er atvinnuleysið á Norðurlandi vestra, 1,4% í október 2012, en

þar og á Vestfjörðum hefur verið minnst atvinnuleysi frá hausti 2008.

Atvinnuleysi er verulega háð bæði menntun og aldri. Helmingur atvinnulausra hefur aðeins lokið grunnskólanámi og tæpur helmingur er á aldrinum 20-35 ára. Svo virðist sem langtímaatvinnuleysi hafi ekki dregist saman í takt við heildarþróunina, en hafa um 40% þeirra sem eru atvinnulausir verið án vinnu í ár eða lengur. Aðgerðir Vinnuálastofnunar hafa miðast að því að ná til þessara hópa, með því að koma á fót átaki gegn langtíma-

atvinnuleysi, námsúrræðum, og átaksverkefnum fyrir unga atvinnuleitendur.

## Jákvæð teikn á lofti ...

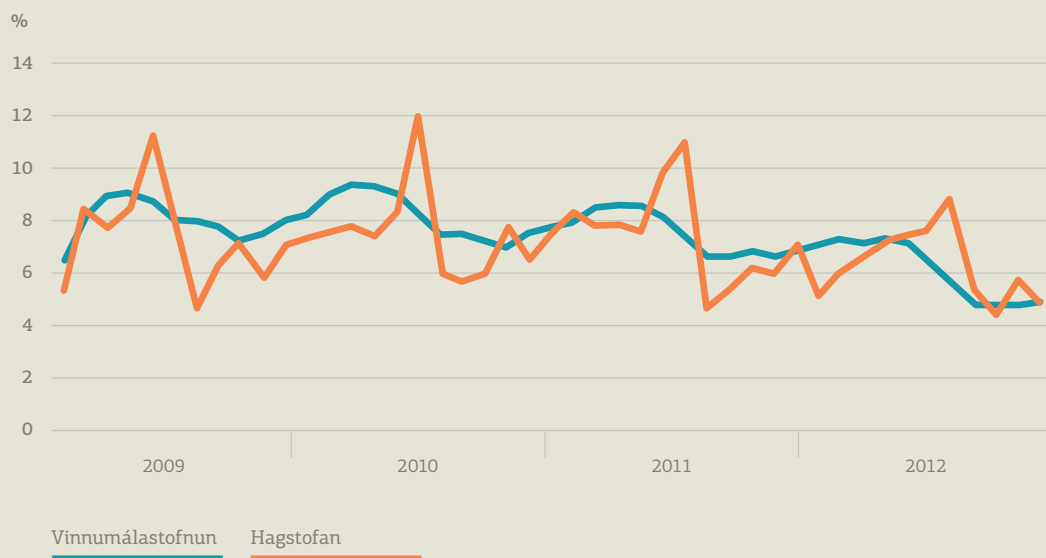
Ýmis jákvæð merki hafa komið fram varðandi vinnumarkaðinn á síðustu mánuðum. Nýleg rannsókn frá Háskólanum í Reykjavík bendir til þess að aukinn kraftur sé að færast í nýráðningar fyrirtækja, en samkvæmt rannsókninni réðu um 90% fyrirtækja til sín starfsfólk á árinu 2011. Það verður að teljast hátt hlutfall og gefur til kynna að þrátt fyrir að atvinnuleysi sé

enn hátt á íslenskan mælikvarða sé heilmikil hreyfing á markaðnum og fyrirtæki að ráða starfsfólk.

Samtök atvinnulífsins gerðu nýlega könnun meðal aðildarfyrirtækja sinna sem gefur til kynna að störfum á almennum vinnumarkaði gæti fjölgað árið 2013. Samkvæmt könnuninni, sem gerð var í október síðastliðnum, hyggjast 22% fyrirtækja fjölga starfsfólki á næstu 12 mánuðum en 19% fækka. Niðurstöðurnar eru mismunandi eftir starfsgreinum. Þannig ætla aðeins 7% fyrirtækja í sjávarútvegi að fjölga starfsfólki næstu 12

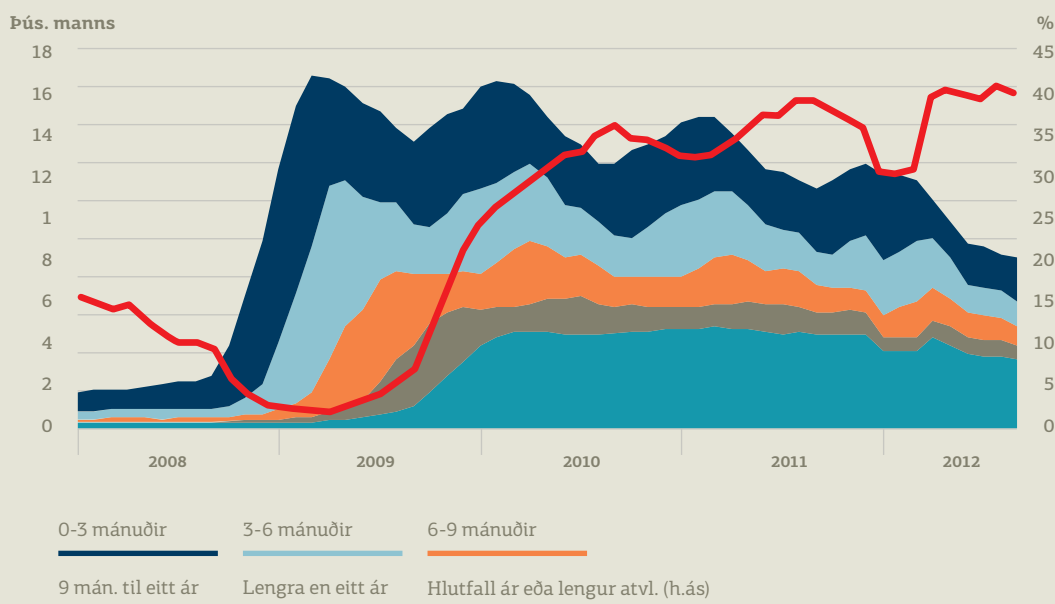
## Atvinnuleysi

Heimild: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun



## Lengd atvinnuleysis

Heimild: Vinnuálastofnun



mánuðina en 37% fyrirtækja í ferðaþjónustu. Sjávarútvegur og verslun voru einu atvinnugreinarnar í könnuninni sem þjuggust við að fækka starfsfólki næsta árið. Aðrar greinar þjuggust við fjölgun eða óbreyttum fjölda starfsmanna. Þetta gefur von um að atvinnuástandið fari batnandi á komandi miss-erum.

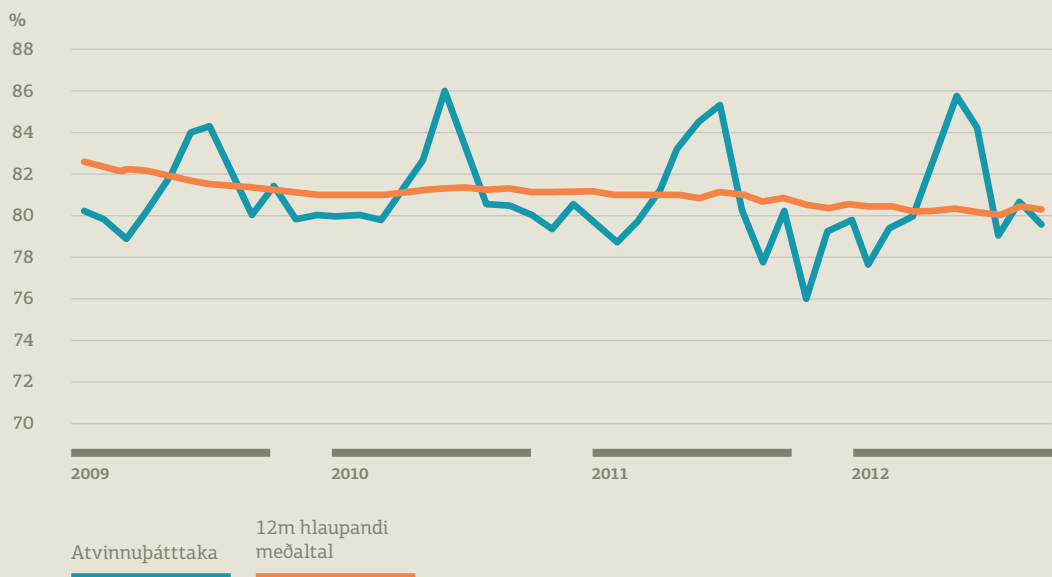
## ... en misvísandi skilaboð af vinnumarkaðinum

Mælingar Hagstofunnar á atvinnuleysi benda til að atvinnuleysi minnki hraðar en búist var við fyrir ári. Þegar litið er á meðaltal fyrstu 10 mánaða árána 2012 og 2011 sést að atvinnulausum hefur fækkað um 1.940 manns milli ára. Atvinnuleysishlutfallið hefur lækkað um 1,1 prósentustig á þessu tímabili og starfandi einstaklingum hefur fjölgað um 1.580.

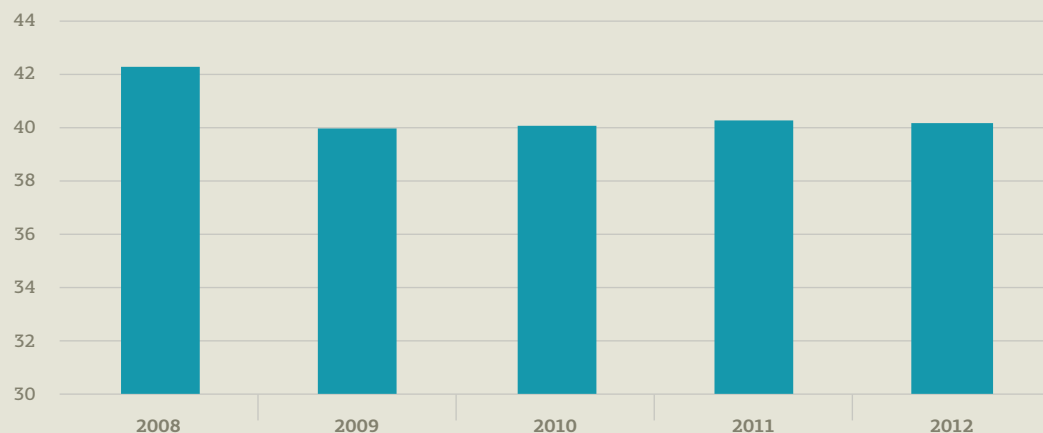
Þó hefur þeim sem eru utan vinnumarkaðar ekki fækkað. Fjöldi þeirra jókst um 310 milli ára að meðaltali fyrstu 10 mánuði ársins. Einnig hefur atvinnuþátttaka dregist saman milli ára, að meðaltali voru um 400 færri taldir til vinnuafns á mánuði á fyrstu 10 mánuðum ársins

## Atvinnuþátttaka

Heimild: Hagstofa Íslands



Vinnustundir



2012 en árið 2011. Tólf mánaða hlaupandi meðaltal atvinnuþátttöku sýnir einnig að ekki hefur orðið bati líkt og hefur gerst með atvinnuleysið.

Svo til engin breyting hefur orðið á meðalfjölda vinnustunda milli fyrstu 10 mánaða ársins 2011 og 2012. Í raun hefur lítil sem engin breyting orðið á meðalfjölda vinnustunda á fyrstu 10 mánuðum ársins frá árinu 2009, en fækkun mældist milli árána 2008 og 2009.

Ef skoðaðar eru heildarvinnustundir, þ.e. samanlögð breyting á vinnutíma og fjölda vinnandi, sést óveruleg breyting milli árána 2011 og 2012. Fjölgun varð hins vegar á heildarvinnustundum á fyrstu 10 mánuðum ársins 2011 miðað við sama tímabil árið á undan.

Meðalfjöldi vinnustunda gefur því til kynna að ekki hafi orðið teljandi breyting á vinnustundum frá árinu 2009 en lítilsháttar aukning var á heildarvinnustundafjölda á árinu 2011. Hvort sú aukning sé næg til þess að segja að batinn á vinnumarkaði hefjist með aukinni vinnu þeirra sem ekki misstu vinnuna, er óljóst.

### Atvinnuleysi lágt í alþjóðlegum samanburði

Atvinnuleysið á Íslandi er lágt í samanburði við önnur ríki. Meðalatvinnuleysi í Evrópusambandsríkjunum var til að mynda 10,6% á 3. ársfjórðungi samkvæmt samræmdum atvinnuleysistöllum frá Eurostat. Þó verður að hafa í huga að atvinnuleysi hefur löngum verið lágt á Íslandi. Á íslenskan mælikvarða er atvinnuleysi

því enn hátt þó svo að það sé vel undir meðaltali Evrópusambandsríkja. Því verður, þó svo að alþjóðlegur samanburður gefi tilefni til að kætast, að skoða þessar tölur í því ljósi.

### Stjórnvaldsaðgerðir hafa áhrif á spá

Að þessu sinni spáir Hagfræðideildin þróun atvinnuleysis eins og það er mælt hjá Hagstofu Íslands. Í spám deildarinnar frá því í nóvember 2011 og maí á þessu ári byggði spáin á skráðu atvinnuleysi Vinnu-málastofnunar. Þetta er gert vegna þeirrar breytingar sem verður að öllum líkindum á atvinnuleysismælingu Vinnu-málastofnunar á næsta ári. Þannig mun atvinnuleysið á mælikvarða Vinnu-málastofnunar lækka vegna stjórnvaldsaðgerða en ekki

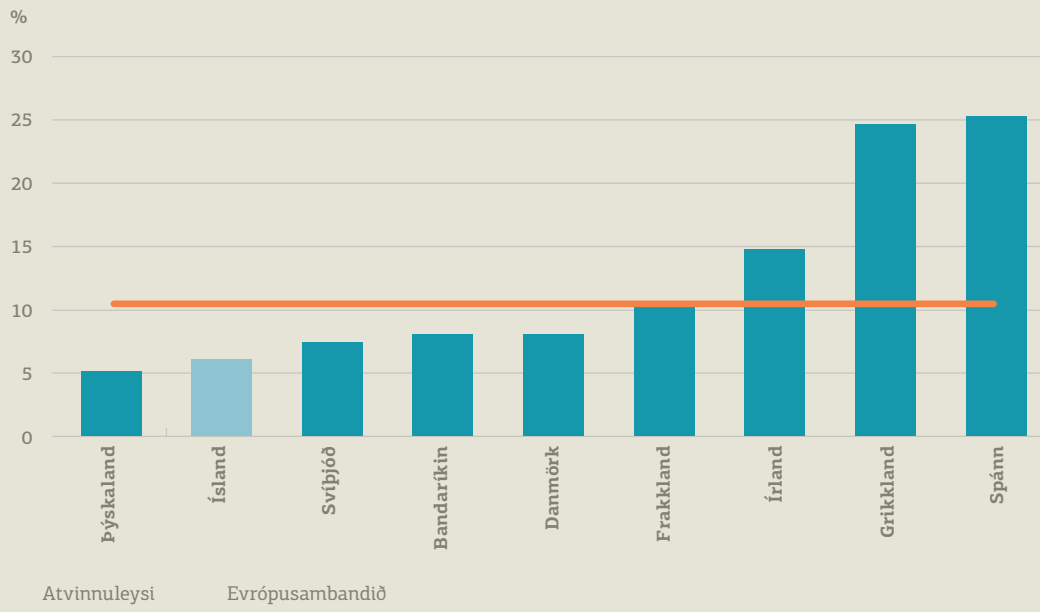
vegna neinna raunverulegra breytinga á vinnumarkaði.

Atvinnuleysistöllum þessara tveggja stofnana eru fengnar með mismunandi hætti. Hagstofan framkvæmir mánaðarlega könnun samkvæmt stöðlum Eurostat. Vinnu-málastofnun telur atvinnuleysisdaga og deilir þeim á áætlaðan mannfjölda til þess að finna atvinnuleysið. Báðar aðferðirnar hafa sína kosti og galla. Aðferðin sem Vinnu-málastofnun beitir er viðkvæm fyrir stjórnvaldsaðgerðum, þar sem einungis eru taldir þeir sem sækja atvinnuleysisbætur.

Stjórnvöld geta með lögum og reglum haft áhrif á hverjir teljast atvinnulausir samkvæmt Vinnu-málastofnun. Nú um áramótin mun bráðabirgðaákvæði, sem sett var á í kjölfar efnahags-hrunsins 2008, renna út

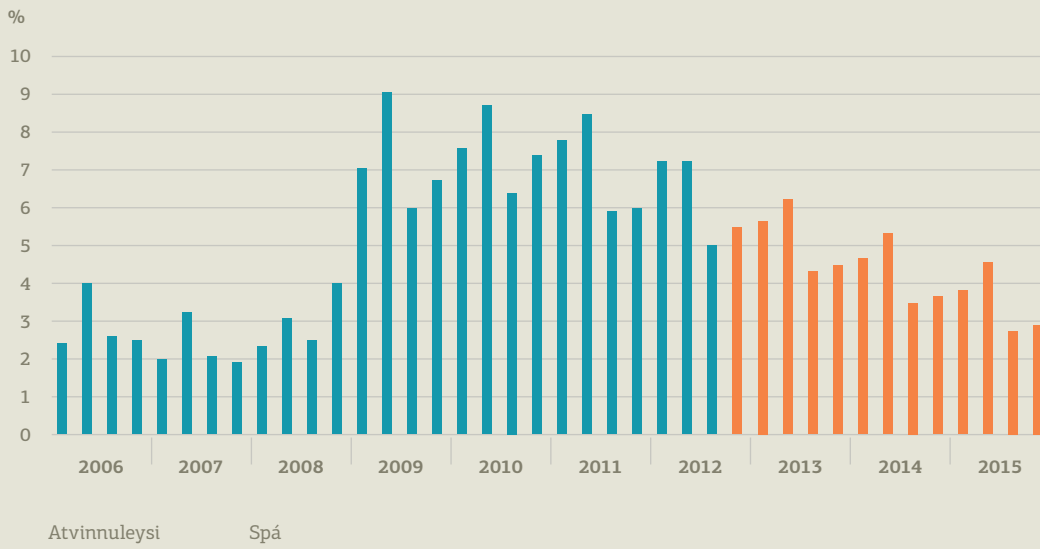
## Atvinnuleysi í alþjóðlegum samanburði

Atvinnuleysi á 3. ársfjórðungi  
Heimild: Eurostat



## Þróun atvinnuleysis

Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



og nokkur fjöldi detta út úr tölum Vinnumálastofnunar og atvinnuleysið sem Vinnumálastofnun mælir lækka án þess að ástandið á vinnu- markaði breytist nokkuð.

Samkvæmt tölum Vinnu- málastofnunar voru 8.592

einstaklingar atvinnulausir í september sem jafngildir 5,2% atvinnuleysi. Verði umrætt bráðabirgðaákvæði ekki framlengt munu 1.600 manns missa bótarétt sinn strax í janúar 2013 og alls munu 3.000 manns full- nýta bótarétt sinn það ár.

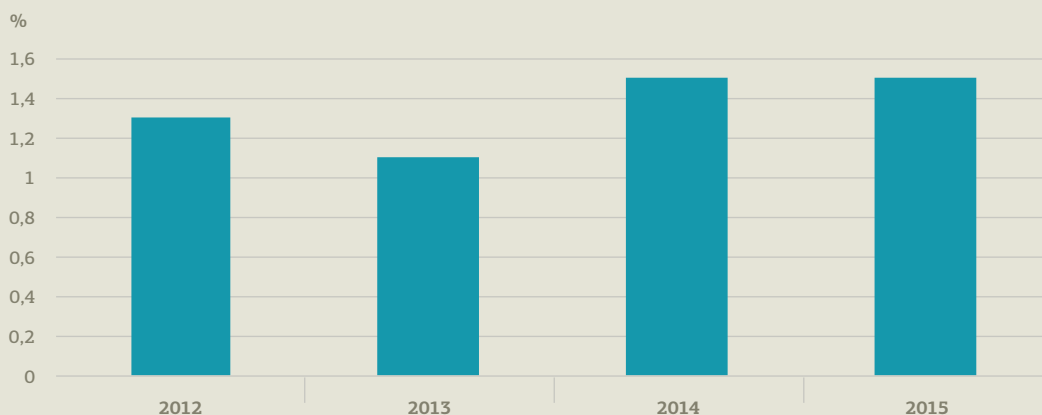
Þessir einstaklingar munu því að öðru óbreyttu missa rétt sinn til atvinnuleysis- bóta og þurfa að leita til sveitarfélags síns um fram- færslu. Afleiðingar þessa fyrir atvinnuleysið eins og Vinnumálastofnun mælir það verða „góðar“ þar sem

Vinnumálastofnun telur atvinnuleysisdaga þeirra sem eru skráðir og sækja bætur.

Þessar breytingar á bóta- rétti hafa þó engin áhrif á mælingu Hagstofunnar vegna þess að hún beitir ekki sömu aðferð. Þá innihalda tölur Vinnumálastofnunar ekki þá einstaklinga sem eru í ýmsum vinnu- markaðs- úrræðum á vegum stofn- unarinnar. Raunverulegt atvinnuleysi er því hærra en tölur Vinnumálastofnunar segja til um. Af þessum sökum er spá Hagfræði- deildar um atvinnuleysi breytt á þann veg að ekki er lengur spáð fyrir um skráð atvinnuleysi eins og það er metið af hálfu Vinnu- málastofnunar. Þess í stað mun spáin meta atvinnuleysi eins og Hagstofan mælir það.

## Breyting raunlauna milli ára

Heimild: Seðlabanki Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans



### Atvinnuleysi minnkar út spátímabilið

Í spá Hagfræðideildar frá því í nóvember 2011 var gert ráð fyrir að atvinnuleysi yrði 6,2% á árinu 2012 og 5,0% árið 2013. Í maí uppfærslunni var spáin lækkuð og gert ráð fyrir því að atvinnuleysið yrði 6,0% 2012 og 5,0% árið 2013, en þessi gildi miðast við tölur frá Vinnu-málastofnun. Nú er gert ráð fyrir að atvinnuleysið verði 6,2% árið 2012 og miðast gildin við tölur Hagstofunnar að þessu sinni.

Á næsta ári er gert ráð fyrir 5,2% atvinnuleysi. Lækkun milli ára er tilkomin vegna áframhaldandi hagvaxtar og aukinnar fjárfestingar. Aukinn þróttur í hagkerfinu á árinu 2014 mun leiða til enn frekari lækkunar á

atvinnuleysi og árið 2015 mun það verða komið niður í 3,5%. Helsti áhrifaþátturinn verður aukin fjárfesting, jafnt í stóriðju, almennri fjárfestingu og íbúðafjárfestingu. Aukin umsvif í hagkerfinu verða til þess að atvinnuleysið fer hraðar niður í átt að jafnvægi og mun á árinu 2015 nálgast náttúrulegt stig atvinnuleysis sem er gert ráð fyrir að sé 3%.

### Laun hækka umfram verðbólgu

Gert er ráð fyrir að laun muni hækka um 1,3% umfram verðlag árið 2012. Á næsta ári er gert ráð fyrir að núgildandi kjarasamningar verði framlengdir um eitt ár og komi þá til almennrar

launahækkunar upp á 3,25% í febrúar 2013. Ákvæði í kjarasamningunum kveða á um að kaupmáttur launa hafi hækkað á tímabilinu, verðbólga haldist stöðug og verði innan við 2,5% í árslok 2012, gengi krónu verði innan við gildið 190 í desember 2012 og að stjórnvöld standi við gefin fyrirheit í atvinnu-, efnahags- og félagsmálum. Litlar sem engar líkur eru á því að verðbólga verði innan við 2,5% í desember, hvað þá að gengisvístalan verði innan við 190 stig. Engu að síður hefur kaupmáttur aukist á tímabilinu, verðbólgan hefur ekki farið úr böndunum og ýmislegt áunnist í efnahags- og atvinnu-málum. Gert er ráð fyrir að kjarasamningarnir verði framlengdir í janúar 2013, en fari svo að þeim verði

sagt upp er líklegt að bæði verðbólgu- og launaspáin verði töluvert frábrugðin því sem hér er gert er ráð fyrir. Búið er við því að raunlaun hækki minna árið 2013 en aukinn kraftur færist í raunlaunaþróunina á seinni hluta spátímabilsins.



## 5. Utanríkisviðskipti og erlend staða

**Gengisfall krónunnar** jók mjög á samkeppnishæfni íslensks útflutnings en við slíkar aðstæður skapast mikil tækifæri til vaxtar á þeim vettvangi.

Útflutningsvöxturinn hér á landi hefur ekki verið jafnmikill og fyrirfram hefði mátt ætla og skýrist það að mestu leyti af miklu vægi sjávarútvegs og áls í útflutningi landsins en vöxtur í þessum greinum er tregbreytanlegur sökum þeirra ströngu vaxtarskilyrða sem greinunum eru búin.

### Vöxtur inn- og útflutnings mun aukast

Gert er ráð fyrir nokkrum vexti útflutnings á spátímabilinu og að vöxturinn aukist með hverju ári enda munu fjárfestingar árána á undan þá vera farnar að hafa áhrif auk þess sem gera má ráð fyrir að ástandið í Evrópu muni batna. Vöxtur útflutnings skýrist að miklu leyti af umtalsverðu framlagi þjónustu en þar inni eru m.a. ferðaþjónusta og samgöngur sem aftur eru töluvert háðar vexti útflutnings. Einnig er gert ráð fyrir nokkuð

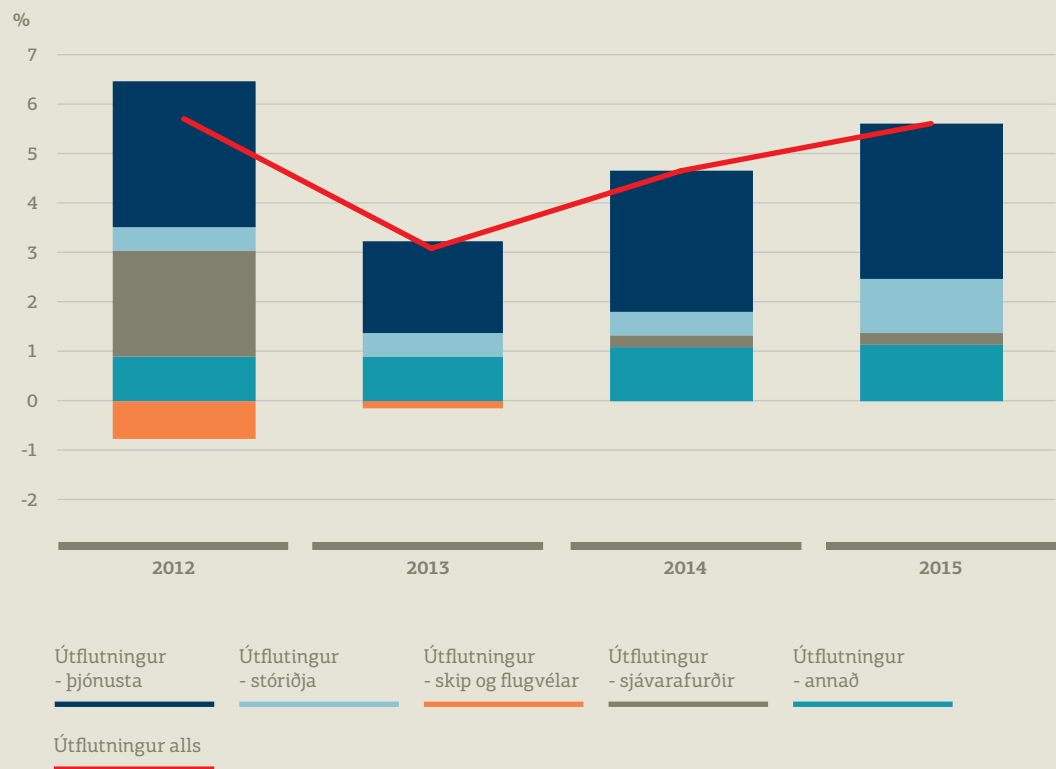
miklum vexti í útflutningi vara að undanskildu áli, sjávarafurðum, skipum og flugvélum. Á þessu ári er

reiknað með að útflutningur vaxi um 5,8% frá fyrra ári en að vöxturinn á því næsta verði nokkuð minni sem

rekja má að mestu leyti til óvissunnar og efnahagsástandsins í Evrópu.

### Spá um útflutning - framlag undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans



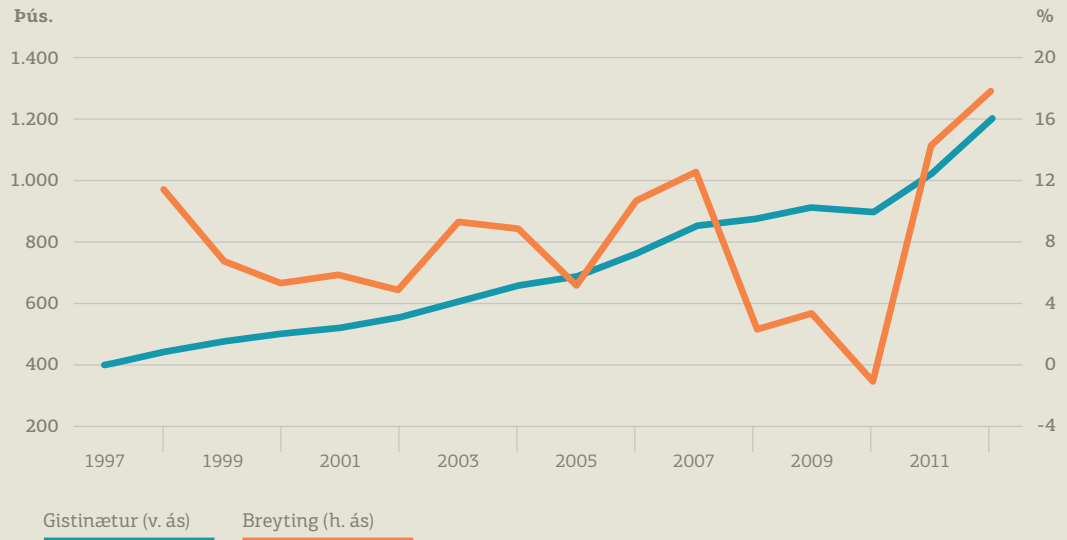
Gert er ráð fyrir að vöxtur innflutnings þróist með svipuðum hætti og vöxtur útflutnings, þ.e. aukist þegar líður á spátímabilið eftir því sem hagkerfið eflist og fjárfesting eykst. Vöxtur innflutnings mun annars vegar skýrast að mestu leyti af vexti almenns innflutnings, þ.e. innflutnings utan skipa, flugvéla og aðfanga stóriðju, og hins vegar af vexti innfluttrar þjónustu.

### Vöxtur áls og sjávarútvegs fremur lítill

Sá geiri atvinnulífsins sem vex einna hraðast um þessar mundir er ferðaþjónustan. Greinin hefur vaxið hratt síðustu misserin og er viðbúið að hún muni vaxa töluvert hraðar á næstu árum en hinar útflutningsstoðirnar tvær, ál og sjávarútvegur. Vissulega gæti orðið nokkur vöxtur í útflutningi áls verði bygging álvers í Helguvík að veruleika, en án samsvarandi stækkunar framleiðslugetu innlendra álvera, verður vöxturinn fremur lítill á næstu árum. Vöxtur sjávarútvegsins er bundinn ströngum skilyrðum, sem hefta mögulegan vöxt, eins og t.d. skilyrði um náttúrulegan vöxt fiskistofna. Vöxtur íslensks sjávarútvegs verður því fremur lítill á næstu árum.

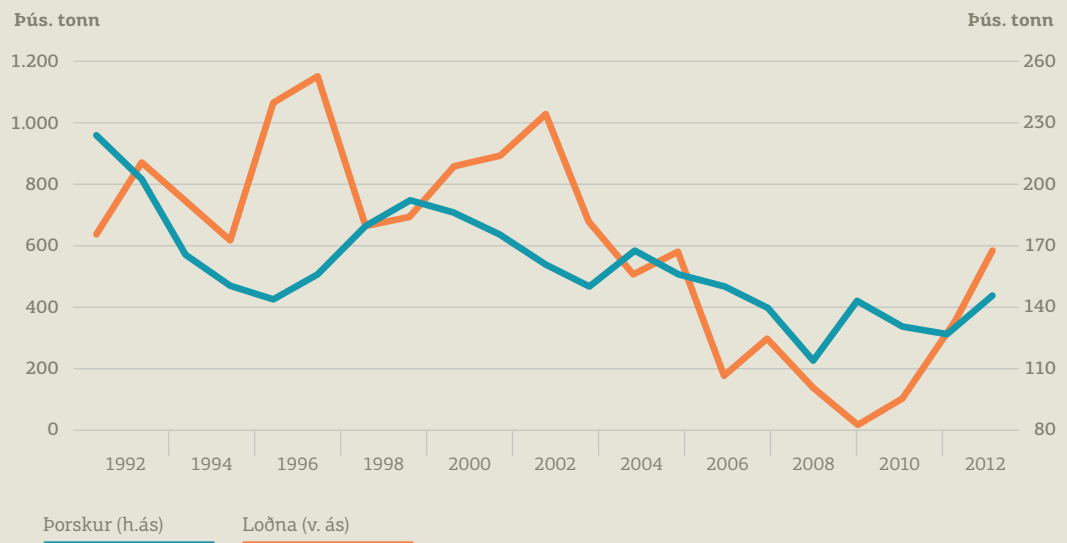
### Gistinætur útlendinga innanlands

Gistinætur útlendinga hér á landi fyrstu 9 mánuði hvers árs og hlutfallsleg breyting milli ára  
Heimild: Hagstofa Íslands



### Þorsk- og loðnuafli

Afli fyrstu níu mánuði hvers árs  
Heimild: Hagstofa Íslands



### Reiknað með að vöxtur ferðaþjónustu verði í kringum sögulegt meðaltal

Gert er ráð fyrir að vöxtur ferðaþjónustu hér á landi á næsta ári verði nokkuð minni en verið hefur síðustu

misseri. Þar skiptir helst máli mikil óvissa um efnahagsþróunina erlendis ásamt því sem yfirvofandi hækkun virðisaukaskatts á hótalgistingu hér á landi mun hafa sín áhrif. Til lengri tíma litið er gert ráð fyrir að vöxtur íslenskrar ferðaþjónustu verði eins og hann hefur verið að

jafnaði síðustu áratuginna, þ.e. vaxi í kringum 7% á ári út spátímabilið.

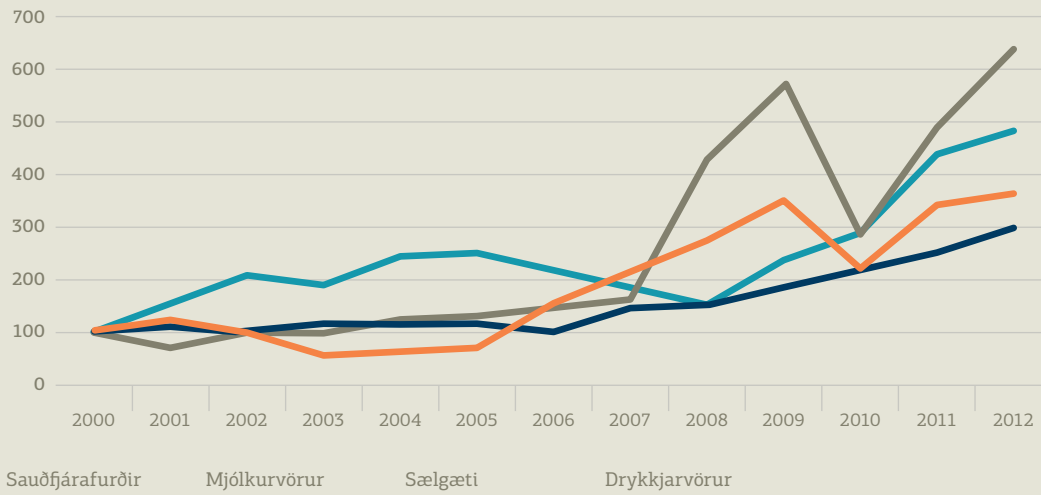
### Útflutningur sjávarafurða mun vaxa hægt

Fyrstu þrjú fjórðunga þessa árs jókst útflutningur sjávar-

## Útflutningur ýmissa vara

Vöxturinn milli ára 2011 og 2012 tekur mið af vextinum fyrstu 9 mánuði ársins 2012 m.v. sama tímabil árið áður. Vöxturinn tekur mið af útflutningi á föstu gengi Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Vísitala 2000 = 100



afurða um 10,7% miðað við sama tímabil í fyrra á gengi hvors árs. Það sem skýrir þessa aukningu er fyrst og fremst tvennt; annars vegar aukinn útflutningur á loðnu og hins vegar aukinn útflutningur á þorski. Saman skýra loðnan og þorskurinn 85% af aukningunni sem varð á milli ára. Meira útflutningsverðmæti loðnu skýrir þó tvöfalt meira en breyting í útflutningsverðmæti þorsks. Loðnuvertíðin í vor var með eindæmum góð og veiddust alls 576 þúsund tonn í ár samanborið við 322 þúsund tonn í fyrra. Aukningin nam því tæplega 80% milli ára. Alls veiddist 14,4% meiri þorskur fyrstu níu mánuði ársins samanborið við sama tímabil í fyrra.

Hafrannsóknarstofnun hefur gefið út aflamark fyrir fiskveiðiárið 2012/2013 og eru helstu tíðindin þau að aflamark þorsks var hækkað um 10,7% milli ára. Upp-

hafskvóti loðnu verður 300 þúsund tonn en endanlegur kvóti verður gefinn út snemma á næsta ári. Aflamarkið í fyrra endaði í 765 þúsund tonnum. Spár Hafrannsóknarstofnunar um þróun viðmiðunarstofns þorsks gera ráð fyrir vexti stofnsins á næstu árum og m.v. núverandi aflareglu mun það hafa í för með sér auknar veiðar á þorski.

### Áframhaldandi verulegur vöxtur almenns útflutnings

Frá árinu 2001 til ársins 2011 hefur meðalvöxtur útflutnings án stóriðju, sjávarafurða, skipa og flugvéla á föstu gengi verið um 6,6% að meðaltali á ári. Vöxturinn jókst mikið árin 2008 og 2009 eða um 38% að meðaltali hvort ár en þegar verst hefur látið mældist hann neikvæður. Mesti samdrátturinn var árið 2005

eða 10% en þá var gengi krónunnar hvað sterkast. Gert er ráð að vöxturinn í þessum lið verði á bilinu 8% til 9,3% á ári út spátímabilið.

### Vaxtarbroddar íslensks útflutnings

Þó að ekki megi gera ráð fyrir miklum vexti veigamestu liða útflutnings landsins á næstu árum fyrir utan ferðaþjónustu eru þó nokkrir vaxtarbroddar í íslenskum útflutningi. Þannig hefur mælst töluverður vöxtur í útflutningi á ýmsum vörum, ekki bara frá hrúni heldur löngu fyrir það. Dæmi um slíkar vörur eru sælgæti, drykkjarvörur og ýmsar afurðir landbúnaðar eins og sauðfjárafurðir og mjólkurvörur. Einna reglulegastur stígandi hefur verið í útflutningi sælgætis frá landinu. Þannig hefur útflutningur á sælgæti vaxið frá 6% til 44% á ári frá árinu 2005.

Þó ýmsar útflutningsgreinar hér á landi hafi vaxið yfir tíma hefur vöxturinn oft verið æði skrykkjóttur og einkennst bæði af töluverðri aukningu milli sumra ára en einnig miklum samdrætti milli annarra ára. Eflaust má rekja það að einhverju leyti til þess að kaupendur að einstökum tegundum útflutnings frá Íslandi geta í sumum tilfellum verið fáir. Þannig getur mikill vöxtur eitt árið komið til vegna þess að stór sala næst til eins aðila sem ákveður síðan að kaupa minna á næsta ári eða jafnvel ekki neitt. Ísland er lítið útflutningsland, ef lítið er framhjá greinum eins og álframleiðslu og sjávarútvegi, og getur því ekki sinnt mörgum stórum kaupendum erlendis, sem þurfa bæði að kaupa mikið í einu og geta treyst á stöðugt framboð frá ári til árs.

## Er erlend skuldastaða þjóðarbúsins sjálfbær?

Erlend skuldastaða þjóðarbúsins er mikilvæg hagstærð sem gefur m.a. vísbendingar um framtíðar fjármagnsflæði til og frá landinu. Það er hinsvegar talsvert flókin æfing að henda reiður á þessari stærð með nokkurri vissu. Þar skiptir val á matsaðferðum m.a. máli, svo sem hvort miða skuli við bókhalds-stærðir eða áætlað markaðs-verðmæti eigna og skulda, sem og aðgangur að gögn-um og áreiðanleiki þeirra<sup>1</sup>. Verkefnið er vandasamt þegar hagkerfið er í eðlilegu árferði en flækjustigið eykst verulega þegar við bætist hrun heils fjármálakerfis og gjaldþrot stórra eignarhalds-félaga með fjárfestingar-starfsemi í útlöndum<sup>2</sup>.

Samkvæmt opinberum hagtolum, sem Seðlabanki

Íslands tekur saman, námu erlendar eignir Íslendinga um 4.215 milljörðum króna (252% af vergri landsframleiðslu (VLF)) um mitt ár 2012, en erlendar skuldir íslenska þjóðarbúsins voru á sama tíma 13.505 milljarðar (806% af VLF). Hrein erlend staða var því neikvæð um 9.290 milljarða króna eða sem nemur 555% af VLF. Væri það raunin þyrfti enga sérþekkingu á efnahagsmálum til að sjá að staðan væri engan veginn sjálfbær.

Stærsti hluti erlendra eigna og skulda tilheyrir föllnu bönkunum. Þegar fram í sækir má gera ráð fyrir að eignir þrotabúanna muni ganga upp í skuldirnar og það sem út af stendur verði afskrifað í samræmi við lög. Sé horft fram hjá áhrifum föllnu bankanna er erlenda

staðan mun viðráðanlegri. Þá eru erlendar eignir þjóðarbúsins um 2.583 milljarðar króna (154% af VLF) en skuldirnar 3.639 milljarðar (217% af VLF), og hrein erlend staða því neikvæð um 1.056 milljarða króna (63% af VLF). Það er í sjálfu sér ekki slæm staða og alls ekki ósvipuð skuldastöðu margra annarra þróaðra ríkja um þessar mundir. En því miður er ekki öll sagan sögð. Við þessar skuldir á eftir að bæta frekari skuldum sem tengjast kröfum þrotabúanna á innlenda aðila.

### Krónueignir föllnu bankanna og uppgjör þrotabúanna

Enn ríkir talsverð óvissa um endanlega skiptingu kröfuhafa í innlenda og

erlenda aðila. Þessi skipting skiptir talsverðu máli þegar kemur að erlendri stöðu þjóðarbúsins. Hvort sem uppgjör á kröfunum verður lokið með nauðasamningum eða gjaldþrotameðferð, er ljóst að stærsti hluti krafna þrotabúanna á innlenda aðila mun í framhaldinu verða bókfærður sem erlend skuld þjóðarbúsins í samræmi við búsetu eigenda krafanna. Í opinberum hagtolum er litið svo á að þrotabúin séu innlendir aðilar og því eigi kröfur þeirra á aðra innlenda aðila ekki að bókfærast sem erlendar skuldir.

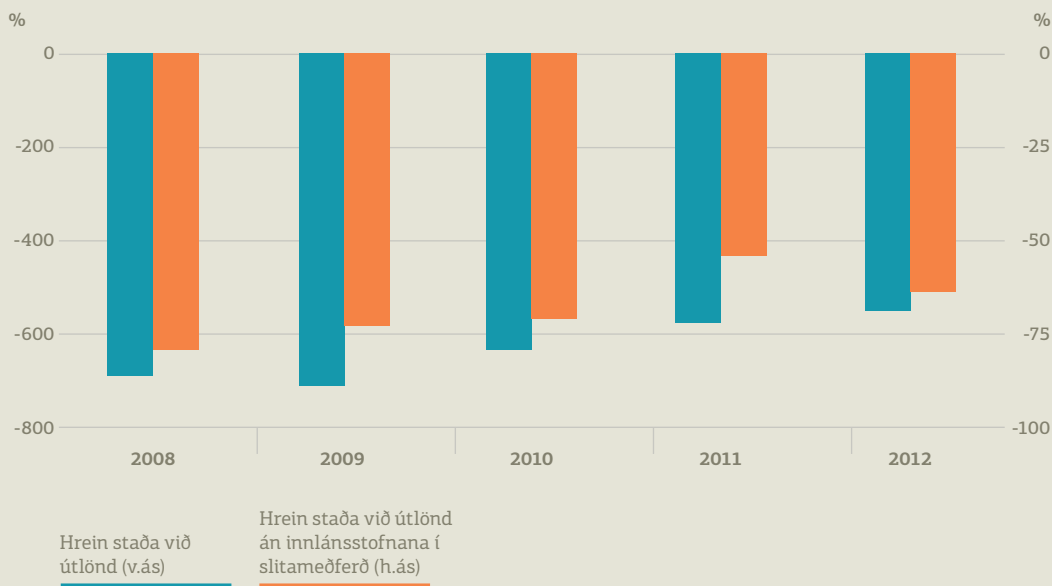
Seðlabankinn áætlar að í október 2012 hafi gömlu bankarnir átt krónueignir að verðmæti 460 milljarða króna. Verðmæti eignarhlutar í nýju bönkunum er um helmingur þeirrar upp-

<sup>1</sup> Sjá t.d. Daníel Svavarsson og Pétur Ö. Sigurðsson (2007), Erlend staða þjóðarbúsins og þáttatekjur, Peningamál 2007/2, Seðlabanki Íslands og Daníel Svavarsson (2008), Áætlað markaðsverðmæti erlendra eigna og skulda og áhrif breytinga á ytri skilyrðum á hreina erlenda stöðu, Peningamál 2008/1, Seðlabanki Íslands.

<sup>2</sup> Sjá t.d. Arnór Sighvatsson, Daníel Svavarsson og fleiri (2011), Hvað skuldar þjóðin?, Efnahagsmál 4. rit, Seðlabanki Íslands.

## Hrein staða þjóðarbúsins við útlönd í hlutfalli við verga landsframleiðslu

Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans



hæðar. Einnig áttu þrotabúin kröfur í erlendum gjaldeyri á innlenda aðila fyrir um 823 milljarða króna í lok árs 2011. Samkvæmt greiningu Seðlabankans frá því í sumar skiptust þessar eignir að meginstofni í tvennt, annarsvegar gjaldeyrisinnlán í Seðlabankanum og hinsvegar skuldabréf milli Landsbankans hf. og Landsbanka Íslands hf. (LBÍ). Af nýjustu tölum yfir gjaldeyrisforðann má ráða að stærsti hlutinn af innstæðunum í Seðlabanka Íslands hafi verið tekinn út í september síðastliðnum og fluttur út fyrir landsteinana og teljist því nú til erlendra eigna þrotabúanna. Eftir standa um 500 milljarða króna kröfur í erlendum gjaldeyri á innlenda aðila, þar af um ríflega helmingur vegna skulda Landsbankans hf. við LBÍ.

Alls má því gera ráð fyrir að skuldir innlendra aðila við gömlu bankana kunni að vera um 960 milljarðar króna, þar af rúmlega helmingur í erlendum gjaldmiðlum. Við útreikninga á erlendri skuldastöðu þjóðarbúsins skiptir þó ekki máli hvort krafa erlends aðila á innlenda aðila sé í krónum eða erlendum gjaldeyri. Þetta skiptir hinsvegar máli við mat á mögulegu greiðsluflæði út úr landinu þar sem fjármagnshöftin gera talsverðan greinarmun þar á.

### 134 milljarðar króna renna til innlendra aðila

Seðlabankinn byggir mat sitt á áhrifum uppgjör þrotabúanna á nettó erlenda stöðu þjóðarbúsins á þeirri forsendu að allir kröfuhafar

fái greitt í gjaldmiðlakörfu sem endurspeglar gjaldmiðlasamsetningu eigna þrotabúanna. Ekki liggja fyrir opinberar upplýsingar um skiptingu kröfuhafa í erlenda og innlenda aðila. Í nýlegri ræðu seðlabankastjóra<sup>3</sup> kom fram að nýjasta mat Seðlabankans gerir ráð fyrir að innlendir aðilar eigi tilkall í u.þ.b. 5% heildarendurheimtna þrotabúa gömlu bankanna þriggja. Sé það nærri lagi má gera ráð fyrir að miðað við áætlað verðmæti eignanna muni um 134 milljarðar króna af endurheimtum þrotabúanna koma í hlut innlendra aðila, þar af um 106 milljarðar í erlendum gjaldeyri. Að sama skapi er reiknað með að 2.410 milljarðar króna renni til erlendra aðila, þar af 1.978 milljarðar í erlendum gjaldeyri.

Gangi þessi aðferð Seðlabankans eftir munu erlendar skuldir þjóðarbúsins aukast um 932 milljarða króna en erlendar eignir aukast um 106 milljarða (þ.e.a.s. ef gjaldeyriseggnirnar verða á endanum geymdar erlendis eða nýttar til að greiða niður erlendar skuldir). Nettó áhrifin á erlendu skuldastöðuna verða því þau að hún versnar um 826 milljarða króna, eða sem nemur u.þ.b. hálfri landsframleiðslu. Ef þessari upphæð er bætt við hreinu erlendu stöðuna, án þrotabúanna sem rakin var hér að framan, verða erlendar skuldir þjóðarbúsins umfram eignir 112% af VLF<sup>4</sup>. Það er vitanlega há skuldastaða en ekki einsdæmi meðal þróaðra ríkja. Meginvandinn er hinsvegar fólgin í því að nokkuð stór hluti erlendu fjárfestanna eru

<sup>3</sup> Ræða seðlabankastjóra á peningamálafræðingafundi Viðskiptaráðs Íslands; <http://www.seðlabanki.is/utgafa-og-raedur/frettir-og-raedur/frettasafn/frett/2012/11/16/Raeda-seðlabankastjora-a-peningamalafræðingafundi-Viðskiptarads-Islands/>

<sup>4</sup> Samkvæmt áætlun Seðlabankans eru nettó áhrif Actavis á hreinu erlendu skuldastöðuna um 63% af landsframleiðslu.

læstir inni vegna fjármagnshaftanna. Ætla má að margir þeirra vilji losa stöður sínar við fyrsta tækifæri þar sem fjárfestingar þeirra voru ekki hugsaðar sem langtímafjárfestingar á Íslandi. Ef aðgangur að erlendra fjármögnun er takmarkaður, eins og nú er raunin, getur skuldastaða af þessari stærðargráðu auðveldlega þróast yfir í alvarlegan greiðsluvanda.

### Aflandskrónurnar svokölluðu

Ekki má rugla reikniæfingunum hér að framan saman við umræðuna um aflandskrónuvandann og snjóhengjuna svokölluðu. Með þeim hugtökum er venjulega átt við krónueignir erlendra aðila sem geymdar eru á innlánsreikningum hér á landi, í auðseljanlegum ríkisskuldabréfum og skuldabréfum Íbúðalánasjóds. Sú upphæð

er nú þegar innreiknuð í erlendu skuldastöðuna og nemur alls um 400 milljarðum króna.

Stærsti hluti erlendra skulda þjóðarbúsins (án föllnu bankanna) er tiltölulega þolinmótt fjármagn. Þar má m.a. nefna að bein fjárfesting, t.a.m. álverin og lán sem tekin eru af ríkissjóði til að efla gjaldeyrisvarasjóðinn, nema alls um 68% af skuldunum. Vandamálið sem við er að etja tengist óþolinmóðum fjárfestum sem eiga íslenskar krónur sem læstust inni við bankahrunið og vilja við fyrsta tækifæri fá þeim umbreytt í erlendan gjaldeyri og koma honum úr landi. Í þann hóp flokkast fyrrnefndir 400 milljarðar króna. Frá setningu fjármagnshaftanna hefur afnámsáætlun stjórnvalda miðað að því að lækka þessa upphæð. Á þeim fjórum árum sem liðin eru frá falli bankanna hefur Seðlabank-

anum tekist að draga úr aflandskrónuvandanum sem nemur 171 milljarði króna, úr 571 milljarði í rúmlega 400 milljarða.

Skuldarnar sem bætast við þegar þrotabúin verða gerð upp, 826 milljarðar króna, færast yfir í þennan óþolinmóða hóp og snjóhengjan vex í um 1.226 milljarða eða um 75% af VLF.

### Hvað er til ráða?

Það krefst mikillar bjartsýni á þróun efnahagsmála bæði hér innanlands og erlendis til að sjá fyrir sér farsæla lausn á aflandskrónuvandanum þannig að unnt verði að aflétta fjármagnshöftunum. Í ritum Seðlabankans hefur verið dregin upp atburðarás þar sem þetta bjargast fyrir horn. Atburðarásin felur m.a. í sér að Arion banki og Íslandsbanki verði seldir til erlendra fjárfesta, skuldabréf Landsbankans hf. við LBÍ verði endurfjármögnuð og erlendir gjaldeyris streymi inn í kjölfar umfangsmikilla beinna fjárfestinga erlendra aðila.

Flestir sem fylgjast með þróun alþjóðlegra efnahagsmála gera sér hins vegar grein fyrir því að bankar og fjármálastofnanir í Evrópu, sem og víðast annars staðar, eru ekki auðseljanlegar um

þessar mundir. Því verður að teljast ólíklegt að margir erlendir fjárfestar séu á höttunum eftir íslenskum bönkum. Í greinargerð sem fulltrúar kröfuhafa í þrotabú Kaupþings og Glitnis kynntu nýlega fyrir Efnahags- og skattanefnd kemur jafnframt skýrt fram að þeir hafi takmarkaðan áhuga á að eiga eignahluti í bönkum á Íslandi til langframa. Því er líklegt að langtímaeigendur að íslensku bönkunum á næstu árum sé einkum að finna meðal innlendra aðila. Ekkert liggur fyrir um það hvort nýir samningar náist milli Landsbankans og LBÍ. Það virðist því blasa við að stjórnvöld verði að huga að lausnum sem byggja ekki á bjartsýnum forsendum sem óvíst er að gangi eftir. Áætlanir stjórnvalda verða ávallt að leiða til farsællar niðurstöðu þrátt fyrir að svartlýnustu spár gangi eftir. Þróist hins vegar allt á besta veg verður útkoman þeim mun farsælli fyrir alla hagsmunaaðila.

### Óvenjulegar aðstæður kalla á óhefðbundnar aðgerðir

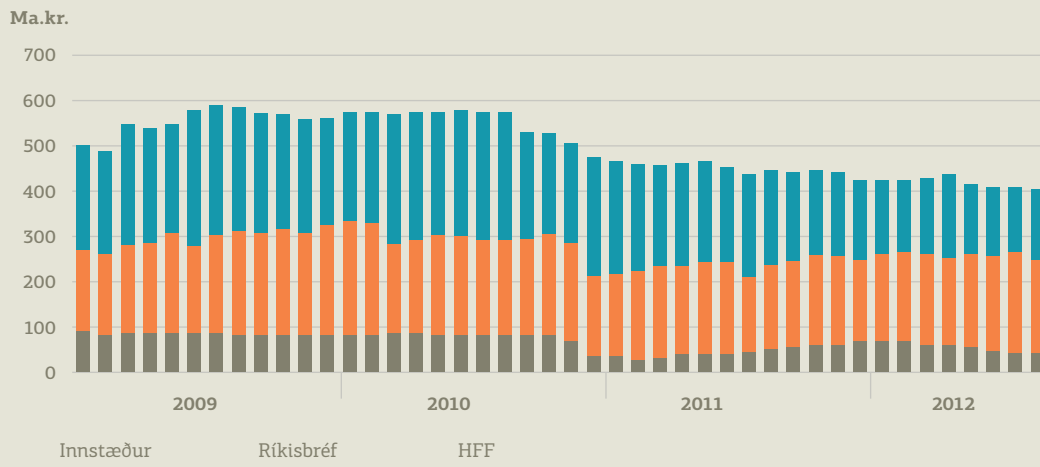
Slakur árangur við úrlausn aflandskrónuvandans fram að þessu undirstrikar mikilvægi þess að vandinn vaxi ekki til muna við uppgjör þrotabúa gömlu bankanna.

### Aflandskrónur og aðgerðir Seðlabankans

	Aðgerð	Ma.kr.	Staða í ma.kr.
30.9.2009			571
2010	Avens	120	
2011	Útboð	28	
2011	Bein viðskipti	20	
2012	Útboð	30	
30.9.2012			402

## Krónueign erlendra aðila

Heimild: Seðlabanki Íslands



Þetta má fyrirbyggja með tiltölulega einföldum hætti með því að krafa verði gerð um að uppgjör á almennum kröfum í þrotabúin fari fram í íslenskum krónum og allar erlendar endurheimtur þrotabúanna verði gerðar skilaskildar til Seðlabanka Íslands til að forðast óþarfa sveiflur á gjaldeyrismarkaðinum. Við það mun krónustaðan (snjóhengjan svokallaða) vissulega allt að þrefaldast að stærð. Það kann því að reynast nauðsynlegt að setja frekari takmarkanir um í hvers konar eignum verði heimilt að ávaxta aflandskrónur.

Jákvæðu tíðindin eru á hinn bóginn þau að við aðgerðina myndast óskuldsettur sérmerktur gjald-

eyrisvarasjóður uppá allt að 10,5 ma. evra sem hægt verður að nýta til að hleypa óþolinmóðum erlendum krónueigendum úr landi með skipulögðum hætti sem ekki felur í sér hættu á stórkostlegu efnahagsáfalli hér á landi.

Þrotabú gömlu bankanna hafa þegar greitt út stórar fjárhæðir í erlendra mynt upp í svokallaðar forgangskröfur. Þar er helst um að ræða kröfur vegna innlána í dótturfélögum og útibúum gömlu bankanna í útlöndum. Kaupþing og Glitnir hafa þegar greitt upp forgangskröfur að mestu en LBÍ hefur greitt u.þ.b. helming forgangskrafna. Sé gert ráð fyrir að slitastjórn LBÍ verði heimilað að greiða forgangs-

kröfur að fullu í erlendra mynt til jafns við hina bankanna, og eftir því sem gjaldeyriseignir þrotabúsins leyfa, má gera ráð fyrir að gjaldeyrissjóðurinn sem eftir stendur verði af stærðargráðunni 7 ma. evra. Við það myndast forsendur fyrir því að hægt verði að tryggja óþolinmóðum krónueigendum ákveðið lágmarksgengi án þess að það valdi röskun á gjaldeyrismarkaði innanlands. Hvert það gengi verður veltur á því hversu óþolinmóðir fjárfestarnir verða. Ef gert er ráð fyrir að öll staðan verði losuð í einu verður það e.t.v. einhverstaðar í námunda við 275 krónur gagnvart evru.

Lykilatriðið er að með aðgerðinni verður tryggt

að útflæði gjaldeyris vegna útgöngu skammtímafjárfesta ögni ekki sjálfbærri skuldastöðu þjóðarbúsins. Um leið opnast raunhæf leið út úr fjármagnshöftunum sem sárlega hefur skort í þeim afnámsáætlunum sem stjórnvöld hafa kynnt hingað til.

Ofangreind aðferð er vitanlega ekki eina mögulega lausnin á aflandskrónuvand- anum. Aðrar mildari aðferðir sem tryggja viðunandi niðurstöðu með tilliti til fjármála- og efnahagsleg stöðugleika kunna að vera færar. Grundvallaratriði er hinsvegar að trúverðug áætlun verði útfærð og kynnt áður en gengið verður frá nauðasamningum vegna þrotabúanna.

## 6. Leiðin að jöfnuði í fjármálum hins opinbera þyrnum stráð

**Stjórnvöld stefna að því** að jákvæður frumjöfnuður náist í ríkisrekstrinum á yfirstandandi fjárlagaári og að skuldir ríkissjóðs fari lækkandi á næstu árum eins og markmið voru sett um í síðustu fjárlögum.

Langtímaáætlun í ríkisfjármálum gerir ráð fyrir að heildarjöfnuður, þ.e. afkoma að meðtöldum vaxtajöfnuði, verði orðinn jákvæður um 1% af landsframleiðslu árið 2014. Í fjárlagafrumvarpi fyrir 2013 er gert ráð fyrir að frumjöfnuður nemi 3,2% af landsframleiðslu á næsta fjárlagaári. Nú lítur út fyrir að afkoma ríkissjóðs á árinu 2012 verði um 2 milljörðum króna lakari en fjárlög gerðu ráð fyrir. Heildarjöfnuður verður því neikvæður um 22,7 milljarða í stað 20,7 eins og stefnt var að.

Ekki er víst að áætlanir um tekjuaukningu náist að fullu þar sem enn eru ýmsir óvissuþættir fyrir hendi. Þar má nefna slæma rekstrarafkomu og eiginfjárstöðu Íbúðalánasjóðs sem mun eflaust kalla á mikil útgjöld á einhverjum tímavörðum í

fram tíðinni. Þá á enn eftir að útkljá deiluna um Icesave og enn ríkir nokkur óvissa um tekjuöflunina. T.d. er gert ráð fyrir 8 milljarða króna eignasölu í fjárlögum þessa árs sem hefur ekki enn orðið að veruleika. Þá má nefna áform um aukningu tekna um 2,6 milljarða á næsta ári með hækkun virðisauka-skatts á hótél- og gistiþjónustu úr 7% í 25,5%. Áformin hafa verið gagnrýnd og virðast í uppnámi.

Mikilvægt er að gripið verði til aðgerða vegna skuldbindinga ríkissjóðs sem tengjast lífeyrissjóðum ríkisstarfsmanna. Að óbreyttu stefnir B-deild Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins og Lífeyrissjóður hjúkrunarfræðinga í þrot árið 2026. Því er ljóst að langtímaáætlun í ríkisfjármálum þarf ekki einungis að lækka beinar skuldir og

vaxtakostnað ríkissjóðs heldur þarf einnig að mæta þeim vanda sem blasir við vegna lífeyrisskuldbindinga ríkissjóðs, t.d. með breytingum á lífeyris- og launakerfi ríkisstarfsmanna og e.t.v. með því að hefja aftur sérstakar fyrirframgreiðslur í sjóðina. Nánari umfjöllun um þessi mál má sjá í rammagrein um dulda skuldabyrði ríkissjóðs.

### Nýir tekjuliðir koma til

Heildartekjur ríkisins á árinu 2013 eru nú áætlaðar 570 milljarðar króna sem er um 25 milljörðum hærri fjárhæð en reiknað var með í langtímaáætlun á síðasta ári. Gert er ráð fyrir að bæði frumtekjur og heildartekjur ríkissjóðs verði nær óbreytt hlutfall af landsframleiðslu á næstu árum.

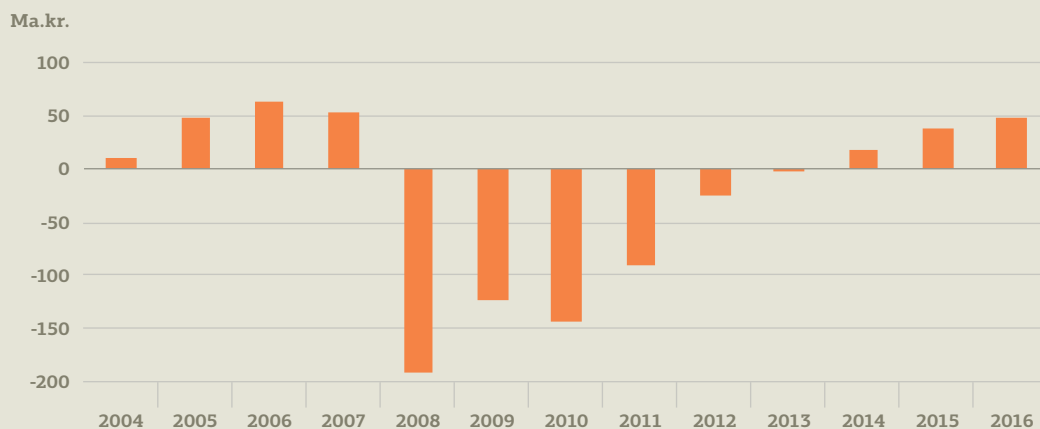
Í endurskoðaðri tekjuáætlun fjárlagafrumvarpsins fyrir árið 2013 er gert ráð fyrir að frumtekjur ríkissjóðs hækki um 23,2 milljarða króna. Hækkun tekna af veiðigjöldum á aflaheimildir í sjávarútvegi nemur um 5,8 milljörðum. Þeim tekjum hefur þegar verið ráðstafað að hluta til verkefna í fjárfestingaáætlun stjórnvalda í stað niðurgreiðslu skulda.

Stjórnvöld telja að breytingar á skattkerfinu hafi skilað tilætluðum árangri þegar á heildina er litið og að tekjuáætlanir fjárlaga hafi í stórum dráttum gengið eftir á árunum 2009–2011. Tekjuhorfur eru taldar góðar fyrir árið 2012 og áform um nýja tekjuöflun fyrir árið 2013 verða umfangsminni en síðustu ár.



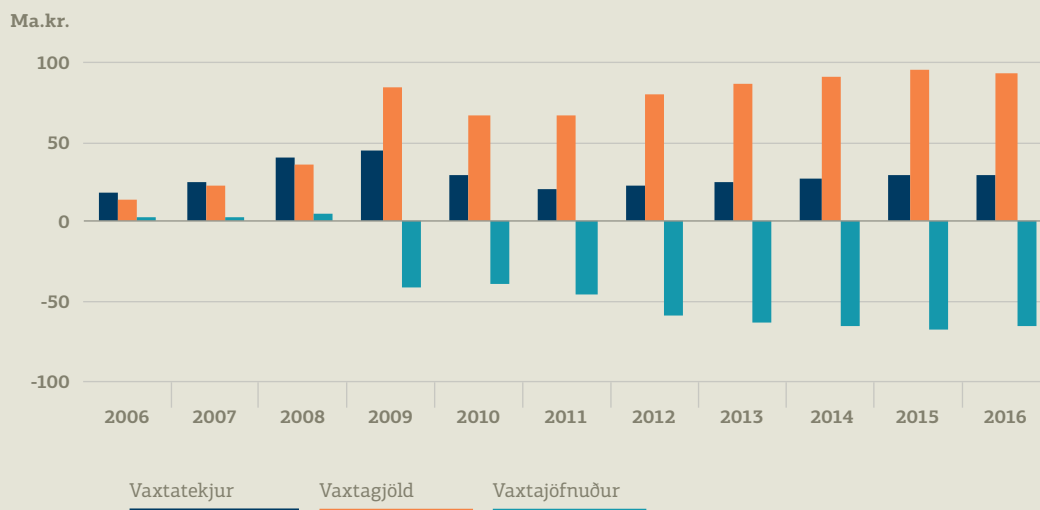
## Heildartekjujöfnuður ríkissjóðs

Tölur fyrir 2011–2016 eru áætlun Fjármálaráðuneytisins  
Heimild: Hagstofa Íslands, Fjármálaráðuneytið



## Vaxtajuöfnuður ríkissjóðs

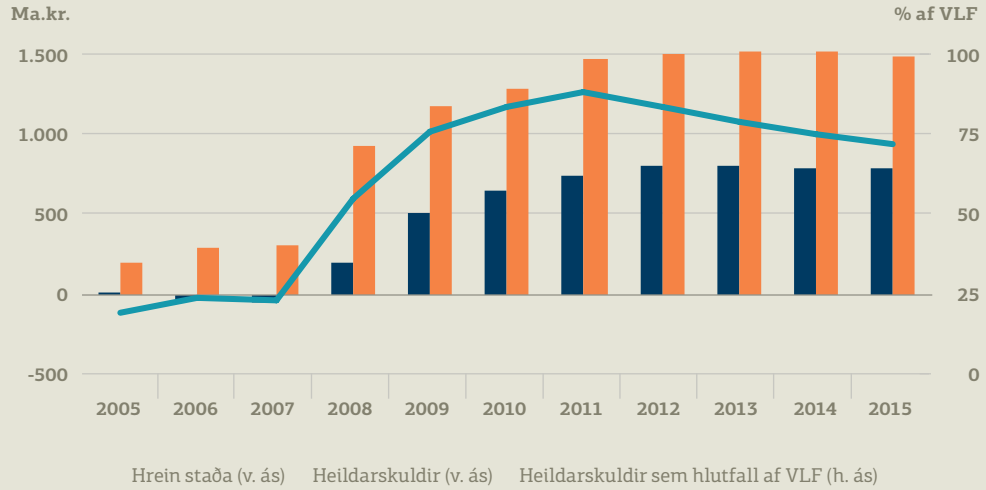
Tölur fyrir 2011–2016 eru áætlun Fjármálaráðuneytisins  
Heimild: Fjármálaráðuneytið



Skattstofnar hafa á heildina litið reynst sterkari á fyrri hluta ársins 2012 en reiknað var með. Laun hafa almennt hækkað meira á árinu en ráð var fyrir gert sem endurspeglast í auknum tekjum af bæði tekjuskatti einstaklinga og tryggingagjaldi. Óbeinir skattar eru á heildina litið í góðu samræmi við áætlun fjárlaga. Samkvæmt endurskoðaðri tekjuáætlun fyrir yfirstandandi ár verða skatttekjur ársins alls um 7 milljörðum króna meiri en lagt var upp með í fjárlögum.

## Aukin útgjöld

Í fjárlagafrumvarpinu er gert ráð fyrir heildarútgjöldum upp á 573,1 milljarða króna sem er hækkun um tæpa 30 milljarða frá síðasta fjárlagafrumvarpi. Forsendur útgjaldaaukningar eru að



mestu fyrirsjáanlegar. Gert er ráð fyrir veikara gengi krónunnar, að laun ríkisstarfsmanna hækki í takt við gildandi kjarasamninga og að launakostnaður hækki um 3,5% árið 2013. Svipaðar hækkningar verða næstu ár, eða um 0,7%-1,0% umfram verðbólguþá á árunum 2014–2016. Þá er gert ráð fyrir að bætur almannatrygginga hækki á árinu 2013 í samræmi við spá um hækkun neysluverðs en síðan um 3,5% á árunum 2014 til 2016. Útgjöld vegna atvinnuleysisbóta haldast í hendur við þróun atvinnuleysis og spá um vaxtagjöld byggir á forsendum um skuldasetningu og vaxtaflokk. Þá er gert ráð fyrir að rekstrargjöld, sértekjur og neyslu- og rekstrar-tilfærslur muni hækka í takt við verðbólgu.

### Óreglulegir liðir

Eftir efnahagsfallið haustið 2008 hafa orðið sérstaklega miklar sveiflur á óreglulegum liðum við reikningslegt uppgjör, s.s. vegna niðurfærslu eignarhluta, áfallinna ríkisábyrgða eða afskrifaðra eiginfjárframlaga til aðila á borð við Íbúðalánasjóð.

Að mati Ríkisendurskoðunar þurfa stjórnvöld að bregðast við miklum afskriftum lána hjá Íbúðalánasjóði og Lána-sjóði íslenskra námsmanna. Þessar stofnanir hafa aukið niðurfærslur útlána á afskriftareikning verulega sem hefur veikt eiginfjárstöðu þeirra mikið. Íbúðalánasjóður uppfyllir ekki lengur kröfur um lágmarks eigið fé. Ríkisendurskoðun telur ljóst að leggja þurfi aukið stofnfé til þessara sjóða, sem að verulegu leyti yrði talið

til útgjalda. Um tíma leit út fyrir að litið yrði á aukið fjárframlag til Íbúðalánasjóðs sem eiginfjárframlag sem ekki færi í gegnum rekstrarreikning en mikill taprekstur gengur ört á eigið fé sjóðsins og auknar líkur eru á því að fjárframlagið fari í gegnum rekstrarreikning.

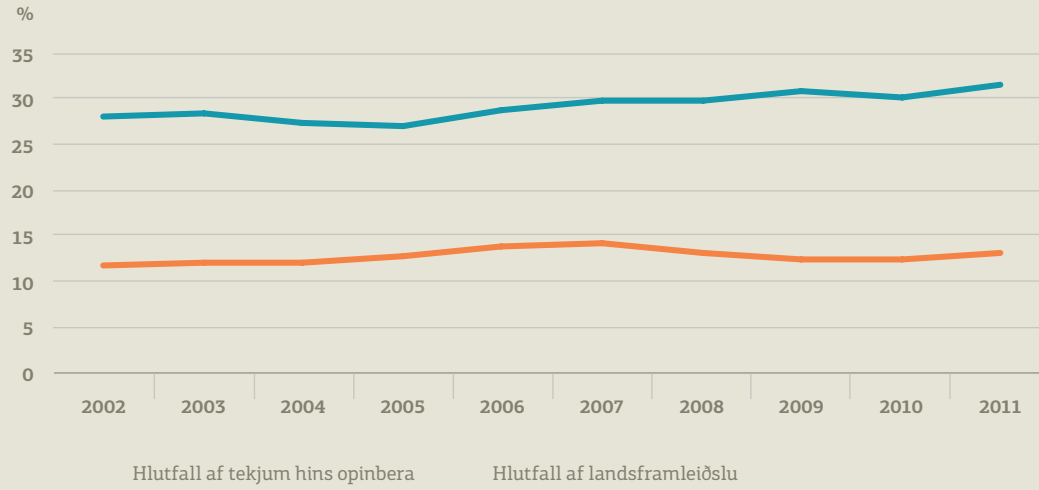
Þá er eftir að telja hættu á auknum útgjöldum vegna kosningaárs, sem nú nálgast óðum. Reynslan sýnir að kosningar geta haft töluverð áhrif á útgjöld ríkisins.

Niðurstaða ríkisreiknings varð um 40 milljörðum lakari en fjárukalög gerðu ráð fyrir árin 2010 og 2011, og 25-50 milljörðum lakari en samþykkt var í fjárlögum. Nú þegar eru komnar fram upplýsingar um lakari niðurstöðu fyrir 2012 en gert var ráð fyrir í fjárlögum.

### Vaxtakostnaður verulegur

Reiknað er með að vaxtakostnaður ríkissjóðs muni nema rúmum 15% af áætlunum heildartekjum ársins 2013. Vaxtakostnaður ríkisins var um 5% af fjárlögum hvers árs fyrir bankahrúnið og hefur því þrefaldast sé miðað við heildarútgjöld. Hlutfallið nú getur enn hækkað þó heildarskuldir lækki þar sem stór hluti lánskjara ríkisins ákvarðast af breytum á markaði sem verða að teljast óvenju hagstæðar um þessar mundir.

Áætlað er að vaxtajöfnuður á árinu 2013 verði neikvæður sem nemur 63,2 milljörðum króna og hefur hann versnað um 4,3 milljarða frá fyrri áætlun. Þá hafa vaxtagjöld hækkað vegna fyrirframgreiðslu í júní sl. af lánunum



sem tekin voru í tengslum við samstarfsáætlun með Norðurlöndunum og Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Sú fyrirframgreiðsla var að mestu fjármögnuð með skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs á alþjóðlegum mörkuðum í maí sl., en vaxtakostnaður af því skuldabréfi er nokkru hærri en af lánum AGS og Norðurlandanna.

Vaxtajöfnuður ríkissjóðs var jákvæður á árunum 2007 og 2008. Hins vegar varð umtalsverður viðsnúningur á árinu 2009 í kjölfar hruns bankakerfisins og hefur vaxtajöfnuðurinn haldist neikvæður síðan. Á árinu 2013 er gert ráð fyrir að vaxtajöfnuðurinn verði neikvæður um 63,2 milljarða króna sem svarar til 3,4% af VLF. Ríkissjóðsáætlunin gerir ráð fyrir að hallinn á vaxtajöfnuðinum

muni aukast á næstu árum í krónum talið en sem hlutfall af landsframleiðslu (VLF) muni hann ná hámarki sínu 2013 og lækki síðan jafnt og þétt ár frá ári og muni nema 2,9% af VLF í árslok 2016.

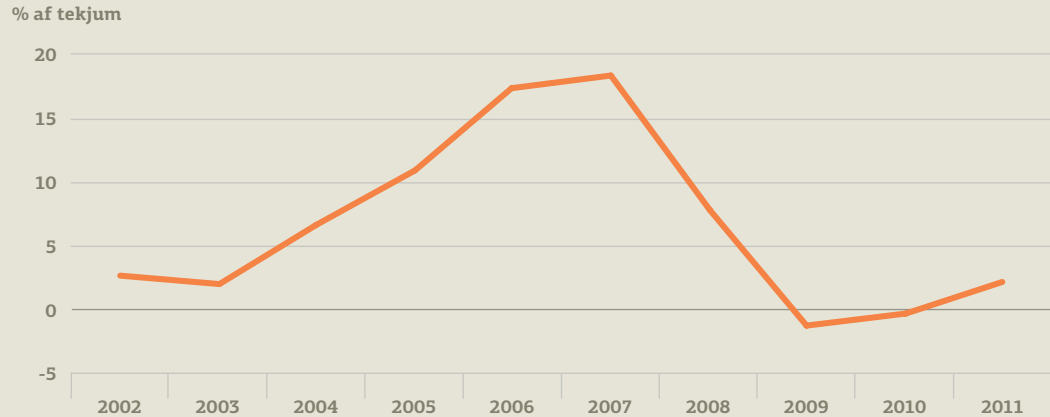
### Rými talið til fjárfestinga

Á árinu 2012 er gert ráð fyrir samdrætti í fjárfestingu hins opinbera á milli ára sem skýrist m.a. af því að varðskipið Þór var bókfært á árinu 2011. Gert er ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera taki að aukast lítillega á ný á árinu 2013 og muni vaxa hóflega út spátímabilið. Í spánni er reiknað með framkvæmdum við Vaðlaheiðargöng og að hún verði flokkuð sem opinber fjárfesting í þjóðhagsreikningum.

Ríkisstjórnin telur að nú hafi myndast svigrúm til aukinnar fjárfestingar hins opinbera á grunni árangurs sem náðst hefur með breytingum á skattkerfinu og aðhaldssamri ríkissjóðsáætlun. Í maí sl. kynntu stjórnvöld áform um stórtæka fjárfestingaráætlun þar sem boðað var rúmlega 10 milljarða framlag á næsta ári til sérstakra fjárfestinga á vegum ríkisins. Þetta framlag átti síðan að verða liður í fjárfestingaráætlun til lengri tíma sem ætlað var að skapa um fjögur þúsund störf og efla skapandi atvinnugreinar. Fyrirvari var þó gerður um fjármögnun og þá byggðist áætlunin einnig á því að ríkissjóðsáætlunin yrði áfram í forgangi og að markmiði um jöfnuð í ríkissjóðsmálum árið 2014 yrði ekki raskað. Samtals er gert ráð fyrir að 3,8 milljarða króna af tekjum af veiðigjaldi verði

ráðstafað til nýrra verkefna í fjárfestingaáætluninni í fjárlagafrumvarpinu 2013.

Í byrjun nóvember voru kynnt áform um útgjöld upp á 6 milljarða til verkefna sem fá viðbótarfjármagn á fjárlögum. Þessi útgjöld bætast við fjármagn til samgöngubóta, nýsköpunar- og rannsóknasjóða og sóknaráætlana landshluta sem þegar hafði verið veitt í fjárfestingaráætlun í fjárlagafrumvarpinu og var fjármagnað með tekjum af veiðigjöldum. Alls munu stjórnvöld því gera ráð fyrir að verja yfir 10 milljörðum til fjárfestingarverkefna á árinu 2013.



### Markmið um lækkun skulda

Í lok júlí sl. námu heildarskuldir ríkissjóðs 1.508 milljörðum króna sem jafngildir um 86% af VLF. Áætlað er að skuldir hins opinbera, að sveitarfélögum meðtöldum, hafi numið 1.616 milljörðum í lok árs 2011 eða sem nemur 99% af VLF. Áætlað er að skuldir lækki í ár niður í um 97% af landsframleiðslu, m.a. vegna fyrirframgreiðslna á lánum til Norðurlandanna og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Almennt er ekki talið skynsamlegt að skuldir hins opinbera fari mikið yfir 60% af vergri landsframleiðslu. Þar að auki er lántaka fyrir samtímaneyslu ætíð ávísun á hærri skattlagningu fyrir komandi kynslóðir. Mjög skuldsettur ríkissjóður er því

veikleikamerki sem hefur áhrif víða í hagkerfinu og í samskiptum við erlenda aðila.

Lækkun skulda er einungis hægt að ná með því að ríkissjóður skili að jafnaði myndarlegum afgangi úr rekstri til margra ára eða að andvirði af sölu eigna ríkissjóðs verði að verulegu leyti varið til uppgreiðslu á skuldum. Lækkun skulda er mjög brýnt verkefni sem leggja verður mikla áherslu á. Í fjárlagafrumvarpinu er nefnt sem dæmi að þótt rekstur ríkissjóðs myndi skila 50 milljörðum króna á ári til að greiða niður skuldir tæki það 10 ár að lækka þær um þriðjung. Því miður eru mörg merki um að megináherslur stjórnvalda um þessar mundir snúist ekki um þetta mikilvæga atriði.

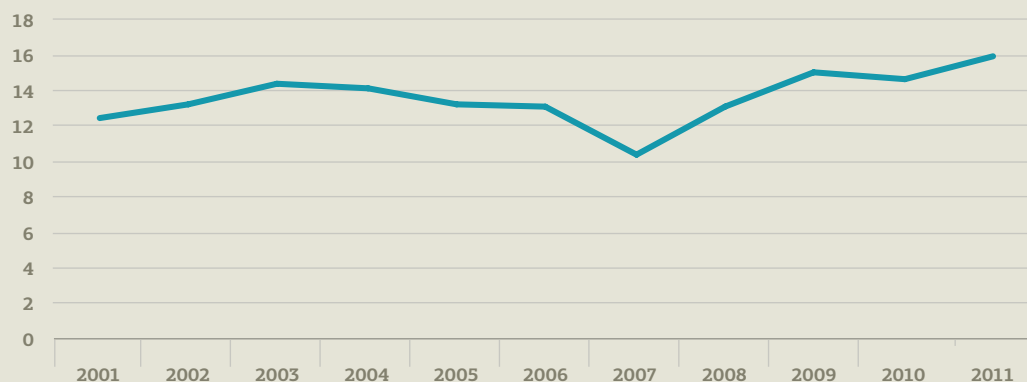
Stjórnvöld áætla að heildarskuldir ríkissjóðs sem hlutfall af VLF muni nema u.þ.b. 1.500 milljörðum króna eða um 85% af VLF í lok árs 2012 og muni lækka á komandi árum í 66% árið 2016. Af þessum skuldum eru um 170 milljarðar komnir til vegna endurfjármögnunar Seðlabankans, um 213 milljarðar vegna eiginfjárframlags til fjármálastofnana og um 396 milljarðar eru erlend lán vegna styrkingar gjaldeyrisforða Seðlabankans. Þessir þrjú liðir nema því rúmlega helmingi skulda ríkisins og að baki hluta þeirra standa töluverðar eignir.

### Lækkun skulda

Langtímaáætlun ríkisfjármála gerir ráð fyrir að undir lok tímabilsins, árið 2016,

verði afgangur á heildarjöfnuði farinn að nálægt 50 milljarða á ári, eða sem svarar til nálægt 2% af VLF. Gangi langtímaáætlun ríkisfjármála eftir ætti hlutfall heildarskulda að vera komið niður í 66%, m.a. vegna hagvaxtar á tímabilinu. Þessi afgangur á greiðsluafkomunni nægir þó ekki til þess að lækka nafnvirði heildarskulda þannig að vaxtabyrðin af þeim verður áfram mikil. Það er mikilvægt að langtímamarkmið í ríkisfjármálum um lækkun skulda niður í um 60% verði útfært nánar og trúverðugar greiningar birtar á því hvernig og hvenær þeim markmiðum verði náð.

% af VLF



### Staða sveitarfélaga mismunandi

Mikið dró úr umsvifum margra sveitarfélaga á fyrstu árunum eftir hrun og mörg þeirra glíma enn við vandamál tengd skuldsetningu sem oft má rekja til erlendra lántöku, ásamt því að rekstrarkostnaður hefur aukist og útsvarstekjur lækkað. Flest sveitarfélögin hafa hagrætt mikið í rekstri sínum og mörg hver nýtt sér heimild til hámarksálagningar útsvars. Samneysluútgjöld sveitarfélaganna hafa farið lækkandi, en nokkur breyting varð á árinu 2012 þegar málefni fatlaðra voru flutt frá ríkinu til sveitarfélaganna með tilheyrandi tekjum með hækkun útsvarsprósentu um 1,2 stig. Tekjur sveitarfélaganna hækkðu þannig úr 12,5% af landsframleiðslu upp í 13,2% á milli árunum 2010

og 2011. Kjarasamningar síðasta árs fólu í sér mikinn kostnað fyrir sveitarfélögin en launakostnaður hækkaði mikið frá miðju ári 2011 fram á fyrri hluta árs 2012. Afkoma sveitarfélaganna hefur farið batnandi og halli þeirra minnkað verulega. Rekstur sumra sveitarfélaga er viðunandi á meðan talsverður hallarekstur einkennir önnur.

Alþingi samþykkti í fyrra lög um málefni sveitarfélaga þar sem kveðið er á um aukinn aga og skýrari reglur um fjármálastjórn sveitarfélaga. Skuldir og skuldbindingar sveitarfélaga mega samkvæmt lögum ekki fara yfir 150% af reglulegum tekjum og sveitarfélögum, sem eru með skuldir umfram 250% af tekjum, er óheimilt að taka ný lán nema til endurfjármögnunar. Skuldir sveitarfélaganna námu um

260 milljörðum í lok ársins 2011, eða um 8% af landsframleiðslu. Hrein peningaleg eignastaða sveitarfélaganna hefur versnað verulega á síðustu árum, eða um rúma 100 milljarða frá 2007-2011.

Skuldsetning og erfiður rekstur margra sveitarfélaga setur fjárfestingu skorður á spátímabilinu. Mikill samdráttur varð í fjárfestingu þeirra á árunum 2009-2011, en hún var ríflega 62 milljarðar króna á verðlagi 2011 þessi þrjú ár samanborið við 140 milljarða fjárfestingu á árunum 2006-2008 á verðlagi ársins 2011. Flest sveitarfélaganna hafa lítið ráðrúm til fjárfestinga þar sem áhersla er lögð á að ná skuldum niður fyrir þau mörk sem lög kveða á um. Af þessum ástæðum er ekki gert ráð fyrir aukningu fjárfestinga á næstu árum.

### Áhrif fjármála hins opinbera á hagvöxt næstu ára

Samkvæmt niðurstöðum þjóðhagsreikninga fyrir fyrstu 6 mánuði ársins 2012 dróst samneyslan saman um 0,7% miðað við sama tímabil síðasta árs. Miðað við stöðu mála í kringum fjáráukalög má ætla að útgjöld aukist eitthvað við afgreiðslu þeirra. Í spánni er því gert ráð fyrir að samneyslan á árinu 2012 verði nokkurn veginn óbreytt að raunvirði frá fyrra ári. Áfram er gert ráð fyrir hagræðingu í rekstri ríkissjóðs í fjárlögum ársins 2013, en engu að síður er spáð hóflegri aukningu samneyslu á næstu árum, 0,5% á árinu 2013 og 1% 2014 og 2015.

# Rammagrein: Dulin skuldabyrði ríkissjóðs vegna lífeyrisskuldbindinga

---

**Á ríkissjóði hvílir** um 400 milljarða skuldbinding vegna lífeyrisskuldabindinga. Í dag virðast engar sérstakar aðgerðir í gangi til að bregðast við þeim vanda.

---

Skuldbindingum ríkissjóðs er skipt niður í beinar og óbeinar skuldbindingar. Beinar skuldbindingar eru gjöld sem munu örugglega falla á ríkissjóð á ákveðnum tíma. Óbeinar skuldbindingar eru hins vegar gjöld sem einungis falla á ríkissjóð við ákveðin skilyrði í framtíðinni en óvíst er hvort og hvenær þau gætu fallið til.

Beinu skuldbindingarnar felast fyrst og fremst í skuldastöðu ríkissjóðs og lífeyrisskuldbindingum en ríkisábyrgðir eru stærstu óbeinu skuldbindingarnar. Dæmi um aðrar óbeinar skuldbindingar eru t.d. áhættuskuldbindingar sem gætu leitt af úrskurði EFTA-dómstólsins vegna Icesave-deilunnar.

Jafnan er reynt að sýna allar skuldir og skuldbindingar eins og þær eru best mældar á hverjum tíma í reiknings-

haldi ríkisins. Ríkissjóður er samkvæmt lögum ábyrgur fyrir skuldbindingum B-deildar Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins og Lífeyrissjóðs hjúkrunarfræðinga. Lengi hefur verið ljóst að iðgjöld til þessara sjóða nægja ekki til að mæta áunnum réttindum sjóðfélaga. Ábyrgð ríkissjóðs á skuldbindingum þessara sjóða nær ekki aðeins til lífeyrisskuldbindinga vegna starfsmanna ríkisins heldur einnig til skuldbindinga annarra aðila sem aðild eiga að sjóðunum, ýmissa fyrirtækja, félaga og samtaka sem hafa fengið samþykka aðild að þeim.

---

## Staða skuldbindinga

---

Heildarlífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs gagnvart sjóðunum eru skilgreindar sem áfallnar lífeyrisskuldbindingar á viðkomandi

uppgjörstigi og taka mið af iðgjöldum sem þegar hafa verið greidd til hans. Hreinar lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs eru heildarlífeyrisskuldbindingar að frádregnum fyrirframgreiðslum ríkissjóðs upp í lífeyrisskuldbindingarnar.

Um síðustu áramót námu heildarlífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs 531,5 milljörðum króna, en á móti námu fyrirframgreiðslur ríkissjóðs til sjóðanna 158,5 milljörðum. Það þýðir að hreinar lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs námu 373 milljörðum í árslok 2011. Ári fyrr námu hreinar lífeyrisskuldbindingar 345,1 milljarði króna og nam því hækkun hreinnar lífeyrisskuldbindinga ríkissjóðs 27,9 milljörðum á árinu 2011. Heildarhækkun hreinnar skuldbindinga nam reyndar 37,7 milljörðum, en á móti greiddi ríkissjóður 9,8 milljarða til lífeyrissjóðanna

á árinu 2011 þannig að hækkun skuldbindinganna varð 27,9 milljarðar. Af heildarhækkuninni voru 10,3 milljarðar gjaldfærðir á rekstrarreikning en 27,4 milljarðar, sem koma til vegna almennra launabreytinga, voru færðir á endurmatreikning eiginfjár. Sé gengið út frá því að hækkunin á þessu ári verði svipuð og síðast má ætla að hreinar lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs verði um 400 milljarðar króna um næstu áramót.

---

## Að greiða eða bíða

---

Ekki er gert ráð fyrir sérstakri fyrirframgreiðslu af hálfu ríkisins sökum þessara skuldbindinga eins og gert var á tímabili fyrir nokkrum árum og er vísað til erfiðrar stöðu ríkissjóðs í því sambandi. Staða þessara mála er alvarleg þar sem B-deild Lífeyrissjóðs starfsmanna

## Þróun ógreiddra Lífeyrisskuldbindinga ríkisins 2010 og 2011

Heimild: Fjársýsla ríkisins

Ma.kr.	Staða í ársbyrjun	Nýjar skuldb. á árinu	Greiðslur á árinu	Endurmat á árinu	Staða í árslok
2010					
Heildarlífeyrisskuldbindingar	478,9	12,9	-8,4	8,3	491,6
- fyrirframgreitt upp í skuldbindingar	-139,0	-3,9	-1,2	-2,5	-146,5
Hreinar lífeyrisskuldbindingar samtals	339,9	9,0	-9,5	5,8	345,1
2011					
Heildarlífeyrisskuldbindingar	491,6	13,2	-8,6	35,4	531,5
- fyrirframgreitt upp í skuldbindingar	-146,5	-2,9	-1,1	-8,0	-158,5
Hreinar lífeyrisskuldbindingar samtals	345,1	10,3	-9,8	27,4	373,0

ríkisins og Lífeyrissjóður hjúkrunarfræðinga stefna í þrot á árinu 2026, eða eftir 14 ár, verði ekkert að gert. Kæmi slík staða upp myndi ríkissjóður þurfa að greiða um 19 milljarða næstu 10 árin þar á eftir en greiðslurnar færu lækkandi eftir það. Þessi greiðsla ríkissjóðs vegna bakábyrgðar kæmi þá til viðbótar greiðslu lífeyrisskattanna sem árlega myndu nema 11-12 milljörðum á

þessu tímabili. Hér hafa einungis LSR og LH verið nefndir, en auk þeirra hefur ríkið skuldbundið sig gagnvart 7 öðrum lífeyrissjóðum. Um 94% skuldbindinga ríkisins vegna lífeyrisréttinda snúa hins vegar að LSR og LH.

Á ríkissjóði hvílir þannig um 400 milljarða skuldbinding vegna lífeyrisréttinda og eins og staðan er í dag virð-

ast engar sérstakar aðgerðir í gangi til að bregðast við þeim vanda.

Ef tekin yrði ákvörðun um að greiða þessa 400 milljarða til lífeyrissjóðanna um næstu áramót og fjármagna greiðsluna með útgáfu skuldabréfs miðað við kjör á markaði í dag kæmi í ljós hver byrði þessi skuldbinding er. Sé t.d. miðað við RIKB 31 0124 skuldabréfaflokkinn með

6,85% kröfu og 20 ára endurgreiðsluferli yrði greiðsla af bréfinu rúmum 47 milljarðar á næsta ári m.v. þessi tiltölulega hagstæðu kjör. Miðað við sömu kjör áfram færi greiðslan lækkandi, en hún er líka afar viðkvæm fyrir breytingum á ávöxtunarkröfunni. Þessi upphæð er um 8,3% af áætluðum heildartekjum ríkisins í fjárlagafrumvarpi næsta árs.

## 7. Innlendir fjármálamarkaðir

**Nokkur bið verður áfram** á því að fjármálamarkaðir hér á landi komist í eðlilegt horf. Þrátt fyrir jákvæða þróun á ýmsum sviðum bera gjaldeyris-, millibanka-, skuldabréfa- og hlutabréfa-markaðir enn merki þess að fjármálakerfið hrundi.

Það er kunnara en frá þurfi að segja að hægt gengur að afnema gjaldeyrishöftin, sem hefur mjög mikil áhrif á innlenda fjármálamarkaði. Flest þau skilyrði sem sett voru fyrir næsta skrefi í afléttingu haftanna eru nú uppfyllt. Eftir stendur þó að aðgangur innlendra aðila, annarra en ríkissjóðs, að erlendum lánsfjármörkuðum er enn afar takmarkaður. Fyrirséð er að afborganir af erlendum lánum annarra en ríkissjóðs hækka verulega á árinu 2015. Opnist ekki möguleiki á endurfjármögnun á a.m.k. hluta þessara lána gæti það sett talsverðan þrýsting á gengi krónunnar á komandi árum, þrátt fyrir áframhaldandi fjármagnshöft.

### Nauðsyn varúðarreglna

Í ágúst kynnti Seðlabankinn þá skoðun sína að setja þyrfti ýmsar varúðarreglur til

að draga úr líkum á því að fjármálastöðugleika verði teft í tvísýnu við afnám fjármagnshaftanna. Þar nefndi Seðlabankinn m.a. fjármagnshreyfingar og starfsemi viðskiptabanka. Seðlabankinn telur að slíkar varúðarreglur sem stuðla að stöðugleika og auknu trausti á fjármálakerfinu þurfi að vera til staðar áður en nú-

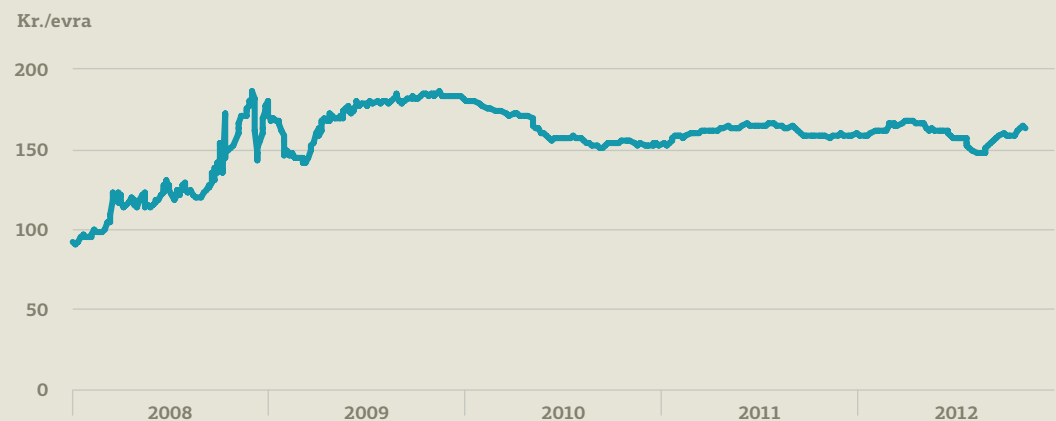
verandi höft á fjármagns-útstreymi verða endanlega losuð.

Gengi krónunnar byrjaði að styrkjast mikið í apríl sl., m.a. vegna mikils gjaldeyris-innflæðis frá ferðamönnum. Það hefur svo aftur veikst og í nóvember var það rúmlega 4% lægra en það var í upphafi ársins.

Ástæður veikingar eru eflaust margar. Þar má t.d. nefna minna árstíðabundið innflæði gjaldeyris, t.d. vegna ferðamanna, uppsöfnun fyrirtækja á gjaldeyri vegna niðurgreiðslu erlendra lána og neikvæðrar þróunar á viðskiptakjörum.

### Gengi krónu gagnvart evru

Seinasta dagsetning 9. nóvember 2012.  
Heimild: Seðlabanki Íslands





## Fá tækifæri til fjárfestinga

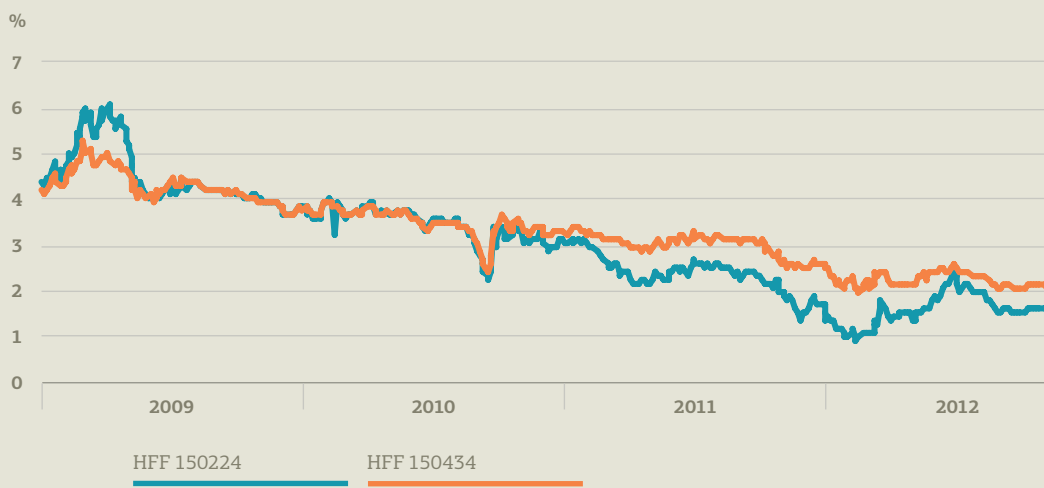
Lítið framboð skulda- og hlutabréfa á skráðum markaði ásamt fjármagnshöftum veldur því að sífellt erfiðara verður að finna ný fjárfestingartækifæri. Verð skráðra skuldabréfa og hlutabréfa í Kauphöllinni hefur hækkað ört og þar með hafa líkur á myndun eignaverðbólú á verðbréfamarkaði aukist.

Til þess að draga úr slíkri áhættu er mikilvægt að fleiri félög verði skráð á markað. Einnig þarf að auka skráningu skuldabréfa fjármálafyrirtækja og annarra fyrirtækja.

Fjármagnshöftin draga úr virkni skuldabréfamarkaðar og halda vaxtastiginu niðri þar sem erlendir krónueigendur og innlendir fjárfestar eiga ekki kost á að fara með fjármuni sína óhindrað

## Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa

Seinasta dagsetning 9. nóvember 2012.  
Heimild: Seðlabanki Íslands



úr landi. Upplýsingagildi markaðarins um ástand og horfur í þjóðarbúskapnum verður þar með takmarkaðra en ella. Einnig valda fjármagnshöftin því að vaxtaákvarðanir Seðlabankans skila sér verr út í vaxtarófið á skuldabréfamarkaðinum. Höftin brengla verðmyndun skuldabréfa og eru óæskileg

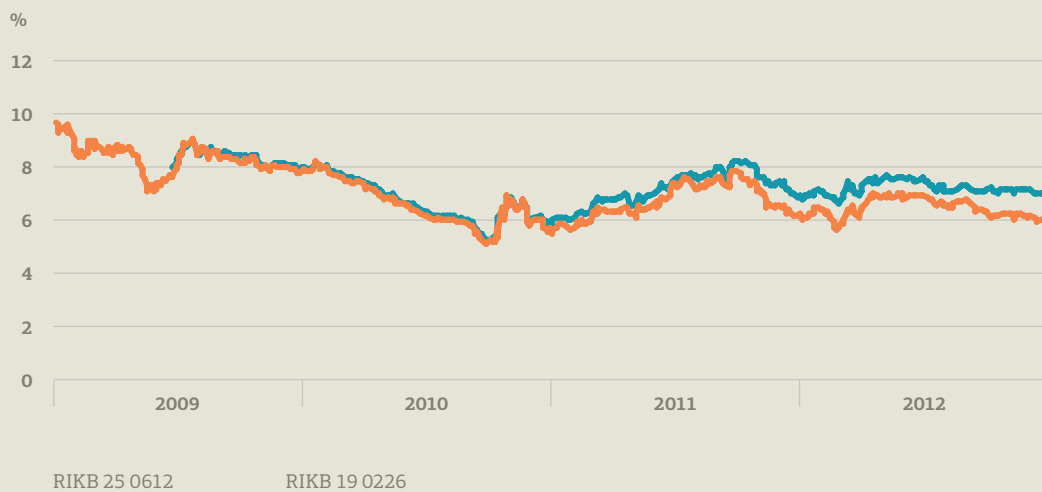
til lengdar. Höftin hafa reyndar komið sér vel fyrir ríkissjóð á tímum mikillar lánsfjárþarfar í kjölfar falls bankanna. Ríkissjóður hefur þannig notið mun betri lánskjara innanlands en ella vegna haftanna.

## Stöðugur skuldabréfamarkaður

Skuldabréfamarkaður hefur haldið vel í horfinu á árunum eftir hrun. Meðalvelta fyrstu 10 mánuðina 2012 hefur verið álíka og í fyrra eða um 207 milljarðar króna á mánuði.

## Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa

Seinasta dagsetning 9. nóvember 2012.  
Heimild: Seðlabanki Íslands



Næstum öll viðskipti á markaðnum eru með bréf sem gefin eru út af ríkissjóði og Íbúðalánasjóði. Einungis um 1% bréfa eru af öðrum toga, aðallega bréf sem gefin eru út af sveitarfélögum og Lánasjóði sveitarfélaga.

Umframeftirspurn hefur verið eftir skuldabréfum á síðustu mánuðum og er ávöxtunarkrafan nálægt sögulegu lágmarki. Eftir hækkun stýrivaxta um miðjan nóvember lækkaði krafan á bæði óverðtryggðum og verðtryggðum bréfum með samsvarandi verðhækkunum. Það má eflaust skýra með þeim skilaboðum peningastefnunnendarinnar um að vaxtahækkunarferlinu væri lokið í bili.

Framboð á skuldabréfum hefur farið minnkandi, t.d.

verður mun minna af óverðtryggðum ríkisbréfum boðið fram á 4. ársfjórðungi þessa árs en hefur verið á hinum þremur. Þá hefur Íbúðalánasjóður gefið út minna af verðtryggðum skuldabréfum en verið hefur og ríkissjóður ætlar ekki að gefa út verðtryggð bréf nema í tengslum við gjaldeyrisútboð tengd losun haftanna. Boðað hefur verið að Íbúðalánasjóður hefji útboð á óverðtryggðum skuldabréfum, en hvorki er ljóst hvenær til þess kemur né hvert umfang útgáfunnar verður.

### Gjaldeyrismarkaðurinn grunnur

Velta á innlendum gjaldeyrismarkaði hefur aukist töluvert frá síðasta ári en þó er enn langt í land að hann

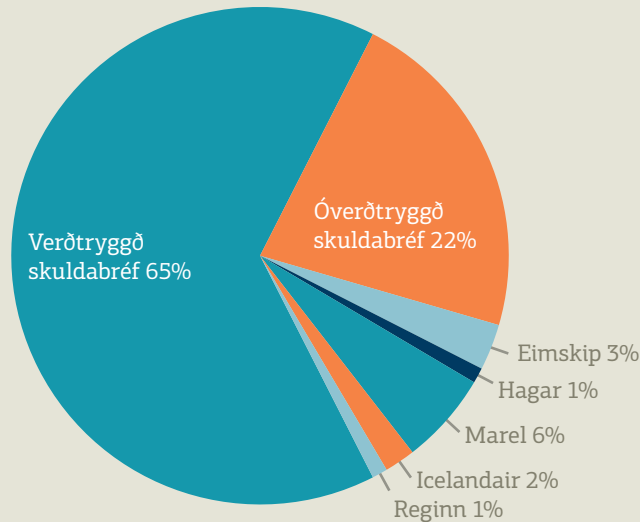
nái fyrri stærð auk þess sem höftin hafa mikil áhrif á starfsemi hans. Á fyrstu átta mánuðum 2012 var veltan á markaðnum um 106 milljarðar króna sem er meira en tvöföld aukning frá sama tímabili árið áður.

Í mars beitti Seðlabankinn inngrípum á gjaldeyrismarkaði í fyrsta skipti frá árinu 2009 vegna óvenju mikils útstreymis vikunnar á undan. Innstreymi gjaldeyris vegna utanríkisviðskipta var ekki mikið á þessum tíma. Afborganir af erlendum lánnum voru háar og því til viðbótar jókst útstreymi, m.a. vegna undanþága frá gjaldeyrislögum. Seðlabankinn taldi þetta ástand ekki æskilegt og greip því til aðgerða. Í lok mars var svo lögum um gjaldeyrismál breytt og undanþágum frá fjármagns-

höftunum fækkað. Það hefur mögulega dregið úr þrýstingi á gengi krónunnar.

Seðlabanki Íslands hefur haldið ellefu gjaldeyrisútboð í tengslum við áætlunina um afléttingu gjaldeyrishaftanna. Í síðustu útboðum skiptu innan við 5 milljarðar króna um hendur. Þetta var nokkuð minna en vonast hafði verið til í upphafi útboðanna, en til samanburðar keypti Seðlabankinn 13,4 milljarða króna í fyrsta útboðinu í júní í fyrra. Það er orðið nokkuð ljóst að þessi uppboð munu, að öðru óbreyttu, hafa mjög takmörkuð áhrif á upphæð kvikra krónueigna erlendra aðila á næstu misserum.

Í afnámsáætluninni sem kynnt var í mars 2011 kom fram að þegar þessar



aðgerðir hefðu skilað til-  
ætluðum árangri og ekki  
væru miklar líkur á að hægt  
yrði að beina umtalsverðum  
hluta af aflandskrónunum í  
innlenda langtímafjárfest-  
ingu, kæmi að næsta skrefi;  
það er skuldabréfaskiptum  
og útgönguálagi.

Seðlabankinn setti nokkur  
skilyrði sem hann taldi að  
þyrftu að vera til staðar áður  
en næstu skref yrðu tekin,  
m.a. að helstu fjármálafyrir-  
tæki hafi sýnt fram á greiðan  
aðgang að erlendum láns-  
fjármörkuðum. Þar er líklega  
talsvert í land, ekki síst í ljósi  
erfiðra aðstæðna á fjármála-  
mörkuðum erlendis.

Það er tæplega hægt að  
bíða endalaust eftir því að  
bestu mögulegu skilyrði séu  
fyrir hendi. Lagaheimild  
fyrir fjármagnshöftunum

fellur úr gildi þann 31.  
desember 2013 og því er  
nauðsynlegt að framgangur  
áætlunarinnar taki mið af  
þeirri staðreynd í stað þess  
að sjálfkrafa sé gert ráð fyrir  
því að heimild fáið fyrir  
framlengingu haftanna.

### Jákvæð þróun á hlutabréfamarkaði

Úrvalsvísitala Kauphallar-  
innar (OMX16ISK) hækkaði  
um 6,8% á fyrstu tíu mánuð-  
um ársins og var 972,4 stig í  
lok október en var 910,8 stig  
í lok ársins 2011. Meðalvelta  
fyrstu 10 mánaða ársins  
2012 var um 6,1 milljarður  
króna samanborið við 4,9  
milljarða 2011.

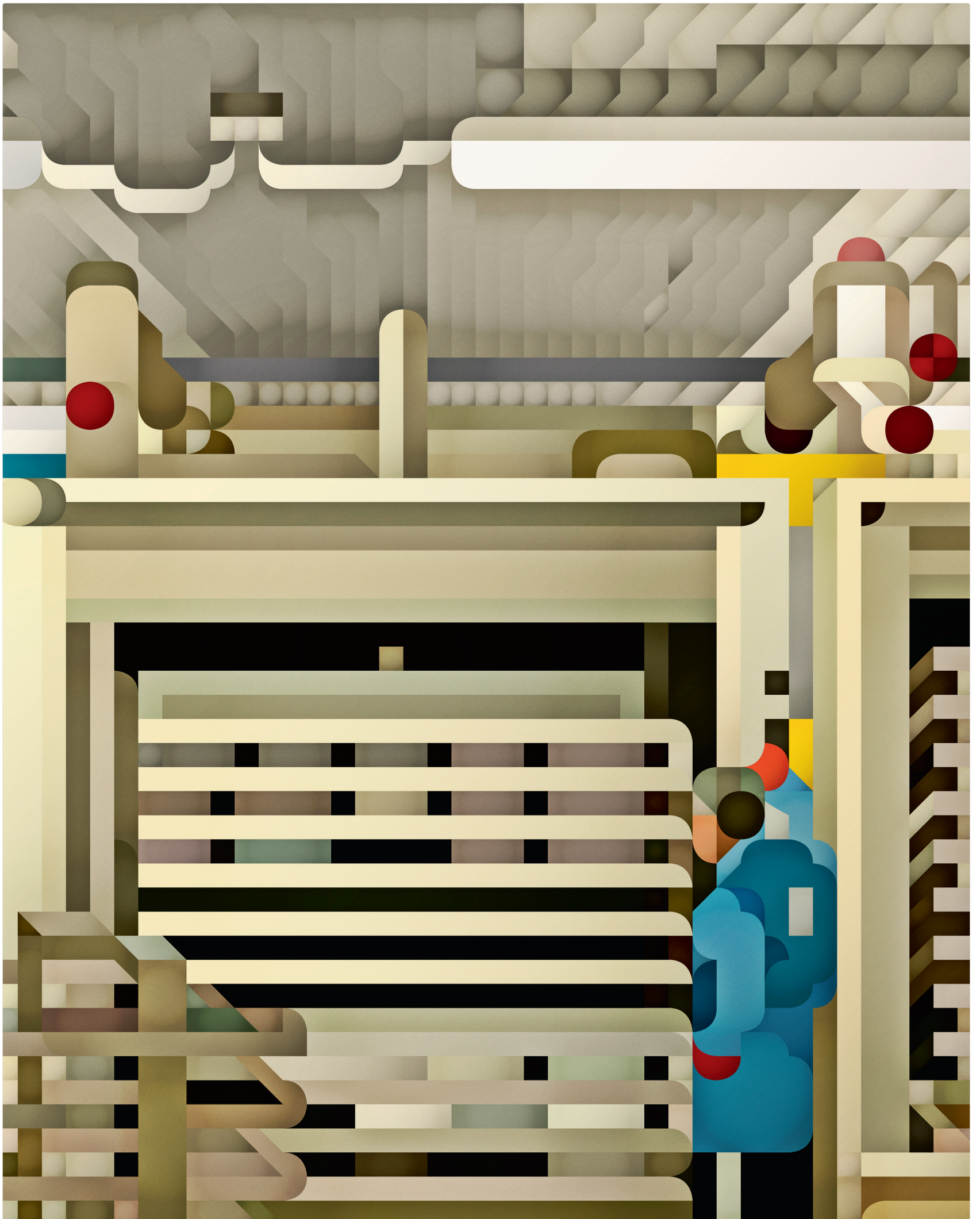
Aðallisti Kauphallarinnar  
samanstendur nú af fimm  
íslenskum fyrirtækjum

og einu færeysku. Þrjú ný  
íslensk fyrirtæki, Hagar,  
Reginn og Eimskip hafa  
verið skráð í Kauphöllina á  
síðastliðnum 12 mánuðum  
og eru Reginn og Eimskip  
hluti af Úrvalsvísitölunni.

Þrátt fyrir að hlutabréfa-  
markaður hér á landi sé að  
stækka, bæði með tilliti til  
veltu og stærðar fyrirtækja  
er hann enn mjög lítill, hvort  
sem miðað er við fortíð hans  
hér á landi eða nálæg lönd.

Markaðsvirði þeirra sex  
félaga sem nú eru í Úrvals-  
vísitölunni er í kringum  
220 milljarða króna eða um  
16% af áætlaðri landsfram-  
leiðslu í ár. Þetta hlutfall  
er mjög lágt í alþjóð-  
legum samanburði en skráð  
hlutabréf eru að meðaltali  
72% af landsframleiðslu  
innan OECD, en í kringum

40% á Evrusvæðinu. Miðað  
við þennan samanburð ætti  
stærð markaðarins að vera  
a.m.k. þreföld sú stærð sem  
nú er.



## 8. Aukinn veikleiki í alþjóðahagkerfinu

**Gert er ráð fyrir áframhaldandi** veikburða efnahagsbata í helstu viðskiptalöndum okkar. Þar skiptir mestu áframhaldandi skuldavandi á evrusvæðinu og hættan á að tímabundin lög, sem heimila töluverðan fjárlagahalla í Bandaríkjunum, falli úr gildi í byrjun næsta árs.

Að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hafa horfur í helstu hagkerfum heimsins versnað eftir því sem liðið hefur á árið. Þetta er í samræmi við væntingar markaðsaðila, en kannanir Consensus Forecasts og Bloomberg hafa einnig sýnt versnandi horfur eftir því sem liðið hefur á árið.

### Fyrstu tölur um landsframleiðslu á þriðja ársfjórðungi

Fyrsta mat á landsframleiðslu á 3. ársfjórðungi hefur verið birt fyrir nokkur ríki. Landsframleiðsla evrusvæðisins í heild dróst saman um 0,1% á fjórðungnum í samanburði við næsta fjórðung á undan. Landsframleiðsla stærstu kjarnaríkjanna, Þýskalands og Frakklands, jókst um rúm

0,2% í hvoru landi um sig. Hagkerfi tveggja stærstu jaðarríkja evrusvæðisins skrúpu saman; Ítalía um 0,2% og Spánn um 0,3%.

Stærstu fréttirnar í hagvaxt-  
artölum 3. ársfjórðungs eru þær að hagkerfi Bretlands

óx um 1% milli ársfjórðunga eftir að hafa dregist saman í þrjá ársfjórðunga í röð þar á undan. Þetta gefur von um að Bretland sé hugsanlega að sigla út úr kreppunni. Viðsnúningurinn kann þó að reynast tímabundinn því aukinn þrótt í hagkerfinu

má rekja að nokkru leyti til jákvæðra áhrifa af Ólympíuleikunum sem haldnir voru þar í sumar. Fyrstu tölur um landsframleiðslu á 4. fjórðungi ársins munu birtast í síðari hluta janúar á næsta ári.

### Hagvaxtarspá

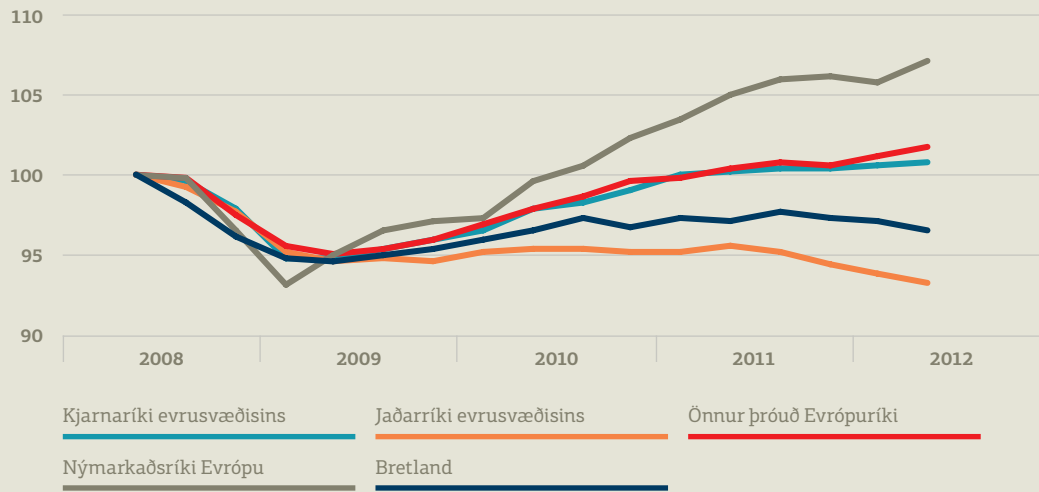
Miðgildi úr mánaðarlegri könnun Bloomberg fréttaveitunnar á væntingum markaðsaðila.  
Heimild: Bloomberg



## Landsframleiðsla að raungildi

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn

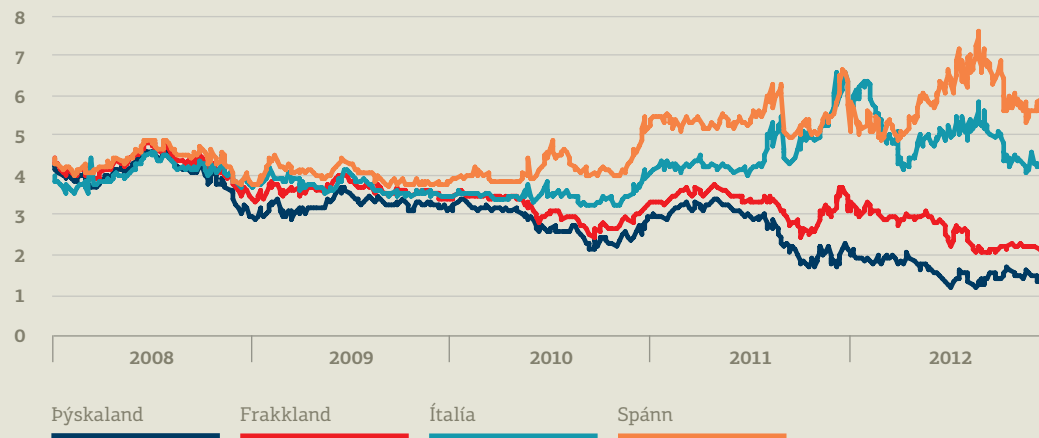
2. ársfj. 2008 = 100



## Lánakjör valinna Evrópuríkja

Seinasta dagsetning 16. nóvember 2012.  
Heimild: Bloomberg

Ávöxtunarkrafa (%)



### Skuldavandi evruríkja ásamt veikju fjármála-kerfi munu draga út vexti

Það er mikill munur innan Evrópu hversu vel löndin hafa náð sér í kjölfar fjármálakreppunnar sem hófst haustið 2008. Kjarnaríki evrusvæðisins og þróaðri ríki utan evrusvæðisins hafa

náð að vinna aftur upp það framleiðslutap sem varð í kreppunni. Jáðarríki evrusvæðisins og Bretland eiga nokkuð langt í land með það, en landsframleiðsla þeirra að raunvirði er nú minni en á 2. ársfjórðungi 2008. Lönd í Evrópu í hópi nýmarkaðsríkja hafa hins vegar gert gott betur en að vinna aftur upp það sem tapaðist

í niðursveiflunni. Aðgerðir sem miða að því ná tókum á skuldavanda jáðarríkjanna munu áfram hamla vexti í Evrópu á næstu árum.

Fjármálakerfið starfar enn ekki með skilvirkum hætti í mörgum löndum og margir bankar eru veikburða. Til að mynda hafa margir bankar í jáðarríkjunum þurft að leita

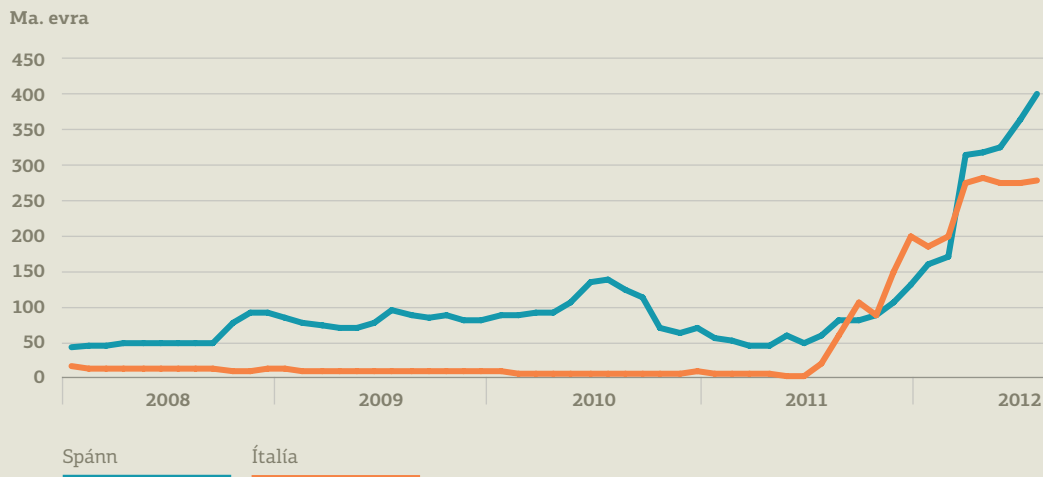
á náðir Seðlabanka Evrópu í áður óþekktum mæli vegna lausafjáranda og til þess eins að halda starfsemi sinni gangandi.

Einkennandi fyrir viðbrögð evrópskra yfirvalda við kreppunni er hversu einangruð þau eru og að þau miðast eingöngu við vanda einstakra ríkja. Seinni hluta ársins varð nokkur breyting þar á þegar Seðlabanki Evrópu tilkynnti í byrjun ágúst um „Outright Monetary Transactions“, eða OMT. Þar lýsti bankinn því yfir að hann væri tilbúinn til þess að eiga viðskipti á eftirmarkaði með skuldabréf þeirra evruríkja, sem eru í vanda, með það að markmiði að þrýsta lántökukostnaði þeirra niður.

Í október náðu fjármálaráðherrar Evrópusambandsins málamiðlun um sameiginlegt bankaeftirlit evrulanda. Samkomulagið gengur út á að Seðlabanki Evrópu annist

## Kröfur Seðlabanka Evrópu á ítalska og spænska banka

Seinasta tala frá lok júlí 2012.  
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn



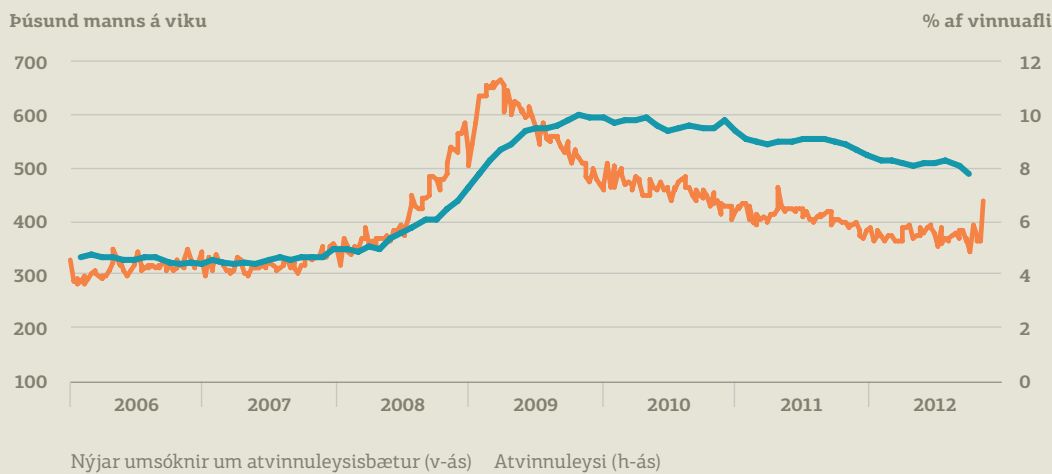
eftirlit með um 6.000 bönkum á evrusvæðinu. Enn er þó nokkuð langt í land. Fyrst þarf að samþykkja lög um bankaeftirlitið fyrir lok ársins og munu Evrópuþingið og leiðtoga ráð ESB koma að því. Eftirlitið sjálft mun hefjast á næsta ári en það gerist þó ekki strax í ársbyrjun eins og vonir stóðu til. Ekki eru þó allar ESB-þjóðirnar á eitt sáttar um þetta. Þannig hafa Bretar áhyggjur af því að nýja fyrirkomulagið leiði til þess að áhrif evrulandanna á fjármál innan ESB aukist á kostnað landa sem standa utan myntbandalagsins líkt og Bretar gera.

### Eru áhrif niðurskurðar í ríkisfjármálum vanmetin?

Að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins ganga áætlanir um að ná utan um skuldavandann ágætlega í flestum ríkjum Evrópu og að

## Vinnumarkaðurinn í Bandaríkjunum

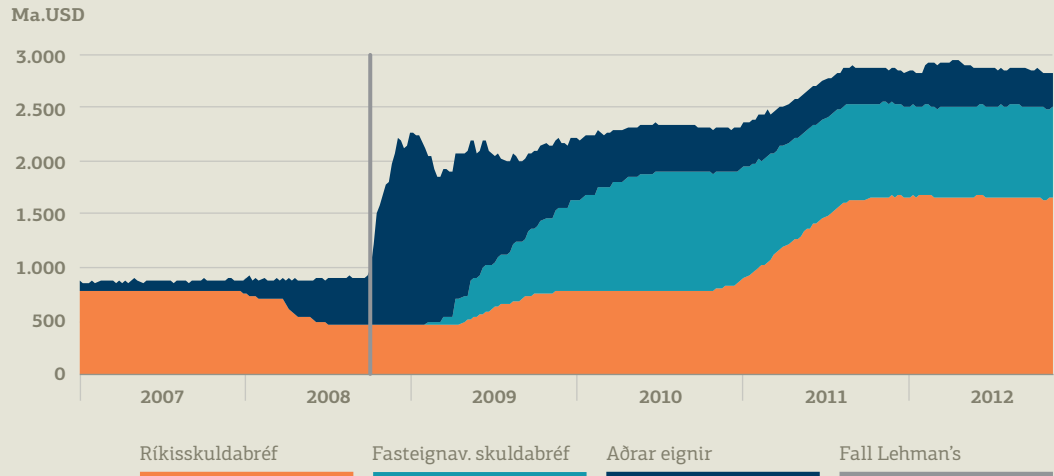
Heimild: Bloomberg



mati sjóðsins er mikilvægt að ná stjórn á skuldavand- anum þó það kunnist að koma niður á eftirspurn a.m.k. til skemmri tíma lítið. Í kjölfar þessarar stöðu hefur átt sér stað nokkur umræða um hversu mikið niðurskurður í ríkisfjármálum hafi á eftirspurn. Því meiri áhrif, því kostnaðarsamari er niðurskurðurinn.

Í síðasta yfirliti Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um stöðu heimshagkerfisins má finna úttekt á þessu. Þar kom fram að hagvöxtur í þeim löndum sem hafa þurft að draga úr ríkisútgjöldum hefur verið nokkuð undir væntingum. Hagvöxtur var mest undir væntingum í þeim löndum sem þurftu mest að skera niður. Þetta túlka hagfræð-

ingar sjóðsins sem svo að neikvæðum áhrifum niðurskurðar í ríkisfjármálum hafi verið kerfisbundið vanspáð áður en þessum ríkjum var ráðlagt að draga ríkisfjármálin saman.



## Hægur vöxtur í Bandaríkjunum

Búið er við hæfum vexti í Bandaríkjunum næstu árin. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir 2,1% hagvexti 2013 á sama tíma og miðgildi væntingakönnunar Bloomberg fyrir sama ár er 2%. Þetta er tæplega nægilega kröftugur hagvöxtur til að ná niður atvinnuleysinu sem hefur verið mikið vandamál síðan 2008.

Ólíkt íslenska Seðlabankanum þá hefur sá bandaríski tvö markmið (e. dual-mandate), stöðugt verðlag ásamt því að hámarka atvinnuþátttöku. Í september tilkynnti bandaríski Seðlabankinn að hann ætlaði að hefja regluleg kaup á eignavörðum skuldabréfum (e. Mortgage backed securities) sem nema 45 milljónum USD í hverjum

mánuði. Ennfremur fram- lengdi hann loforð sitt um að halda stýrivöxtum lágum fram á mitt ár 2015 hið minnsta.

Kaupin á skuldabréfunum er þriðja aðgerðin sem bankinn grípur til á sviði óhefðbundinna slökunaraðgerða (e. quantitative easing), oftast kallað QE. Þessar aðgerðir fela í sér að seðlabankinn á viðskipti á eftirmarkaði þar sem hann kaupir upp skuldabréf. Þetta er gert annars vegar í þeim tilgangi að setja aukið lausafé inn í bankakerfið í von um aukinn útlánavöxt og hins vegar með það að markmiði að lækka ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði og með því ýta fjárfestum í átt að áhættusamari eignum eins og hlutabréfum. Ólíkt fyrri aðgerðunum tveimur sem bankinn hefur gripið

til, hefur hann ekki gefið út hversu lengi hann hyggst stunda þessi uppkaup. Yfirlýsing hans byggist á því að uppkaupum verði haldið áfram þangað til vinnu- markaðurinn er kominn í samt lag.

Áður en núverandi efnahagsvandi hófst haustið 2008 var stærð efnahagsreiknings bandaríska seðlabankans um 900 milljarðar USD (6% af VLF). Efnahagsreikningurinn óx hratt vegna aðgerða bankans í kjölfar falls Lehman Brothers, en hefur verið nokkuð stöðugur í um 2.800 milljörðum USD (19% af VLF) síðan annarri umferð af QE lauk í júní 2011. Efnahagsreikningur hans fer nú aftur stækkandi. Hins vegar er alls óljóst hvernig bankinn hyggst vinda ofan af þessari stöðu þegar fram í sækir.

Í byrjun næsta árs falla tímabundin lög varðandi fjárlagahallann í Bandaríkjunum úr gildi. Ef ekki tekst að framlengja gildistíma þeirra mun bandaríska ríkið neyðast til að draga fjárlagahallann saman sem nemur 4% af VLF.

Áætlað er að svo snöggur viðsnúningur muni valda því að landsframleiðslan verði 2 prósentum lægri en ella sem hefði veruleg áhrif langt út fyrir landamæri Bandaríkjanna. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur nefnt þetta sem aðra af tveimur stærstu áhættum alþjóðahagkerfisins á næstu misserum. Hin áhættan er skuldavandinn á evrusvæðinu.





Vaxtamunur á íslensku og bandarísku 5 ára ríkisskuldabréfi útgefið í USD

Vaxtamunur á íslensku og bandarísku 10 ára ríkisskuldabréfi útgefið í USD

5 ára skuldatryggingarálag

## Áhrif á spá okkar

Gert er ráð fyrir áframhaldandi veikum hagvexti á næsta ári í helstu viðskiptalöndum okkar eða að meðaltali nálægt hálfu prósentu. Þetta mun að einhverju leyti draga úr fjárfestingu hér á landi, sér í lagi í stóriðju en fjárfesting þar mun þurfa að koma utan frá. Gert er ráð fyrir að helstu viðskiptalönd okkar nái sér að einhverju leyti á skrið 2014 og hagvöxtur verði nær tvö prósent það ár.

Samhliða veikum hagvexti næstu ár er gert ráð fyrir að verðbólga verði lág í helstu viðskiptalöndum okkar, eða í kringum tvö prósent. Mikil lægð í alþjóðlega hagkerfinu mun einnig leiða af sér lægra hrávöruverð, sér í lagi á sjávarafurðum og áli.

## Ríkissjóður Íslands vel gjaldgengur á erlendum lánsfjármörkuðum

Ríkissjóður Íslands gaf út skuldabréf að fjárhæð 1 milljarður USD (124 ma. kr.) í maí á þessu ári. Skuldabréfin eru til 10 ára og bera 5,875% fasta vexti. Þessi útgáfa, ásamt 1 milljarðs USD útgáfu ríkisins í júní 2011, virðist staðfesta gott aðgengi ríkissjóðs að erlendum lánsfjármörkuðum.

Útboðsgengið var 99,07 sem samsvarar 6% ávöxtunarkröfu, eða 4,1% álagi á bandarískt ríkisskuldabréf með sama gjalddaga. Til samanburðar má benda á að álagið, þegar bréfið var gefið út, var 2,9% á sambærilegu tyrknesku bréfi og 4,8% á sambærilegu ungversku bréfi.

Í ritinu „Stefna í lánamálum ríkisins“, sem fjármálaráðuneytið gaf út í mars, kemur fram að tilgangur ríkissjóðs með útgáfu skuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum sé einkum að styrkja gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands en ekki að fjármagna hallarekstur ríkissjóðs. Ríkissjóður hefur um nokkurn tíma stefnt á reglubundna útgáfu markaðsskuldabréfa í því skyni að endurfjármagna útistandandi markaðsskuldabréf og erlend lán, m.a. frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum.

Samfara skuldabréfaútgáfunni 2011 lýsti þáverandi fjármálaráðherra að með þessu væri „ríkið að brjóta vindinn og það ætti að auðvelda öðrum hið sama í framhaldinu“. Það er líklegt að þessi útgáfa hjálpi til við

að ryðja öðrum innlendum aðilum, bæði einkaaðilum og opinberum aðilum, leið inn á alþjóðlega lánsfjármarkaði. Hins vegar verður að hafa í huga að þessi útgáfa setur ákveðið viðmið varðandi þau kjör sem aðrir innlendir aðilar geta vænst. Flestir hefðu væntanlega kosið að þau hefðu verið heldur lægri en raunin er.

Núna með haustinu hefur ávöxtunarkrafan á báðum bréfunum lækkað á eftirmarkaði. Viðskipti hafa farið fram með styttra bréfið á verði sem samsvarar um 2,5% álagi og nú í lok nóvember 2012 er lengra bréfið verðlagt með um 3% álagi á sambærilegu bandarísku ríkisskuldabréfi. Samfara þessu hefur skuldatryggingarálag ríkissjóð lækkað og er núna undir 2%.

**Útgefandi:** Landsbankinn hf.

**Ábyrgðarmaður:** Daníel Svavarsson

**Að skýrslunni unnu:** Ari Skúlason, Arnar Ingi Jónsson,  
Daníel Svavarsson, Gústaf Steingrímsson og Magnús Stefánsson

**Upplag:** 600

**Hönnun:** Jónsson & Le'macks

**Umbrot:** Guðmundur Ragnar Steingrímsson

**Myndir:** Sigurður Eggertsson

**Prentun:** Prentmet

Innihald og form þeirra greininga sem birtast hér eru unnið af starfsmönnum Hagfræðideildar Landsbankans hf. og byggist á aðgengilegum opinberum upplýsingum á þeim tíma sem þær voru unnar.

Mat á þeim upplýsingum endurspeglar skoðanir starfsmanna Hagfræðideildar Landsbankans á þeim degi þegar þær eru dagsettar, en þær geta breyst án fyrirvara.

Landsbankinn hf. og starfsfólk hans taka ekki ábyrgð á viðskiptum sem byggð eru á þeim upplýsingum og skoðunum sem hér eru settar fram, enda eru þær ekki veittar sem persónuleg ráðgjöf fyrir einstök viðskipti.

Bent skal á að Landsbankinn hf. getur á hverjum tíma haft beinna eða óbeinna hagsmuna að gæta, ýmist sjálfur, dótturfélög hans eða fyrir hönd viðskiptamanna, s.s. sem fjárfestir, lánardrottinn eða þjónustuaðili. Greiningar eru engu að síður unnar sjálfstætt af Hagfræðideild Landsbankans og innan Landsbankans eru í gildi reglur um aðskilnað starfssviða sem eru aðgengilegar á vef bankans.

---

