



# PENINGAMÁL

2010 • 1

## Efnisyfirlit

- 3 *Stefnuyfirlýsing peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands*  
Vextir Seðlabankans lækkaðir
- 5 *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum – Uppfærð spá*  
Áþekkar horfur en aukin óvissa

*Viðauki 1: Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2010/1*

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

Fagleg greining og gagnsæi eru mikilvægar forsendur trúverðugar peningastefnu. Með útgáfu ritsins *Peningamála* leitast Seðlabankinn við að uppfylla þau skilyrði. Í ritinu birtist tvisvar á ári, í byrjun maí og byrjun nóvember, ítarleg greining á framvindu og horfum í efnahagsmálum. Í janúar og ágúst, birtist uppfærð spá með stuttri umfjöllun um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum. Vaxtaákvæðanir peningastefnunnar Seðlabankans byggjast meðal annars á þessari greiningu. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Umgjörð peningastefnunnar, framkvæmd hennar og stjórnækjum er nánar lýst á slóðinni [www.sedlabanki.is/?PageID=3](http://www.sedlabanki.is/?PageID=3)

#### Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

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

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

#### Ritstjórn:

Þórarinn G. Pétursson, formaður

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Tryggvi Pálsson

Rannveig Sigurðardóttir

Helga Guðmundsdóttir

39. rit. Janúar 2010

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

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

#### Merking tákna:

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

### Vextir Seðlabankans lækkaðir

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana lækka í 8,0%. Hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum verða 9,25%. Vextir á lánum gegn veði til sjö daga verða 9,5% og daglánavextir 11,0%.

Gengi krónunnar hefur í meginatriðum haldist stöðugt frá síðasta fundi nefndarinnar, og raunar frá síðasta sumri, og án nokkurra inngripa Seðlabanka frá byrjun nóvembermánaðar. Gengi krónunnar hefur haldist stöðugt þrátt fyrir þróun heima fyrir og erlendis sem ætla mátti að hefði neikvæð áhrif á gengið, sérstaklega nýlegar hræringar tengdar ákvörðun forsetans um að staðfesta ekki Icesave-lögin. Gengisstöðugleikinn endurspeglar árangur í framfylgd gjaldeyrishaftanna og smám saman hagstæðari undirliggjandi viðskipajöfnuð.

Að ekki skuli hafa tekist að leysa deiluna um bætur til innstæðueigenda útibúa Landsbankans erlendis hefur leitt til þess að lánshæfis-einkunn ríkissjóðs hjá einu matsfyrirtækjanna hefur verið lækkuð í áhættuflokk. Það gæti einnig tafið fyrir endurskoðun efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og orðið til þess að lánveitingar frá sjóðnum og erlendum ríkisstjórnnum, sem eru forsenda fyrir árangursríkri lántöku á alþjóðlegum lánamörkuðum, tefjast einnig. Að því gefnu að gjaldeyrishöftin haldi, ættu skammtímaáhrif á krónuna að vera lítil. Hins vegar væri áhættusamt að taka fleiri skref til afnáms gjaldeyrishaftanna á meðan þessi óvissa varir.

Verðbólga hjaðnaði áfram í desember og janúar, ívið meira en spáð var í nóvember. Í janúar mældist verðbólgan 6,6%, eða 5,2% ef áhrif hærri neysluskatta eru frátalin. Lækkun vísitölnunnar um 0,3% í janúar var óvænt. Eigi að síður er því spáð að undirliggjandi verðbólga hjaðni hægar á þessu ári en spáð var í nóvember, en muni þó ná verðból gumarkmiðinu seint á árinu.

Haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist, og verðbólga hjaðnar eins og spáð er, ættu forsendur fyrir frekari slökun peningalegs aðhalds að vera áfram til staðar. Svigrúm peningastefnunefndarinnar til vaxtalækkunar verður þó takmarkað svo lengi sem veruleg óvissa ríkir um aðgengi Íslands að alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Eins og ávallt er nefndin reiðubúin til að breyta aðhaldi peningastefnunnar eins og nauðsynlegt er með hliðsjón af því tímabundna markmiði hennar að stuðla að gengisstöðugleika og í því skyni að tryggja að verðbólga verði nálægt markmiði til lengri tíma litið.



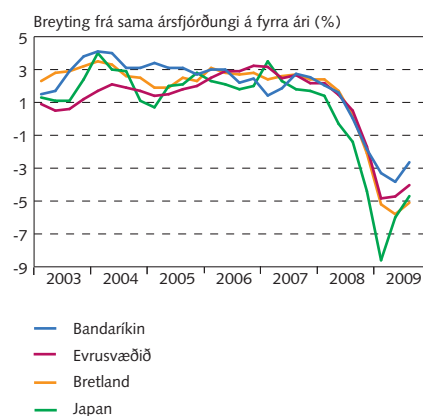
## Áþekkar horfur en aukin óvissa

Í meginatriðum eru efnahagshorfur svipaðar og í nóvember. Samdrátturinn á síðasta ári var minni en áður var talið en á móti verður hann meiri á þessu ári. Efnahagsbatinn verður veikari, einkum vegna seinkunar fjárfestingar tengdrar stóriðju. Talið er að verðbólga hjaðni meira á fyrsta fjórðungi þessa árs en að hún verði meiri út næsta ár en útlit var fyrir í nóvember, enda hækkun launakostnaðar á framleidda einingu meiri, gengi krónunnar heldur veikara og verðbólguvæntingar hærri. Óvissa um efnahagshorfur hefur jafnframt aukist vegna meiri óvissu um framgang efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Mikilvæg forsenda spárinnar er að þessi óvissa minnki tiltölulega fljótlega, ella eru horfur á því að fjárfesting taki seinna við sér og samdráttur landsframleiðslu og atvinnuleysi verði meiri en hér er spáð.

## Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

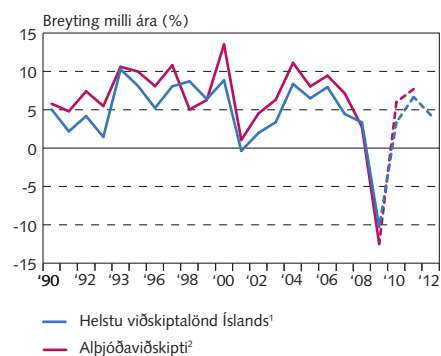
- Staðan á alþjóðlegum fjármálamörkuðum heldur áfram að batna og áhættuþóknar eru orðnar svipaðar og þær voru fyrir fjármálakreppuna.
- Hagvöxtur mældist á ný á evrusvæðinu á þriðja ársfjórðungi, fyrst og fremst vegna hagvaxtar í Þýskalandi. Efnahagsbati á evrusvæðinu er því hafinn, eftir fimm ársfjórðunga samdráttarskeið. Hagvöxtur mældist einnig í Bandaríkjunum á þriðja ársfjórðungi og í Bretlandi á þeim fjórða. Hagvöxtur hafði einnig tekið við sér í Japan á öðrum ársfjórðungi.
- Aukin bjartsýni virðist ríkja um hagvöxt á næsta ári víðast hvar. Nýjasta spá Efnahags- og þróunarstofnunarinnar (OECD) gerir ráð fyrir um 1-2½% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands á árinu. Þessi spá, og spá Consensus Forecasts, eru mjög svipaðar og spá bankans í síðasta hefti *Peningamála*.
- Verðbólguhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa lítið breyst frá því í byrjun nóvember sl. Verðhjöðnun virðist vera að enda víðast hvar. Í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu tók verðlag að hækka á ný í nóvember. Í Bretlandi hélt verðbólgan áfram að hækka og var 2,9% í desember.
- Helstu iðnríkin hafa haldið stýrivöxtum óbreyttum undanfarna mánuði. Á sama tíma hafa stýrivextir haldið áfram að lækka víðast hvar í heiminum. Þó hafa seðlabankar nokkurra landa, t.d. Noregs og Ástralíu, hafið hækkun vaxta.
- Samkvæmt nýjustu spá OECD hafa horfur um alþjóðaviðskipti batnað töluvert. Þar er gert ráð fyrir að þau hafi tekið að glæðast seint á síðasta ári, með Asíuríkin utan OECD í fararbroddi, en

Mynd 1  
Alþjóðlegur hagvöxtur  
Magnbreyting VLF 1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2009



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd 2  
Alþjóðaviðskipti

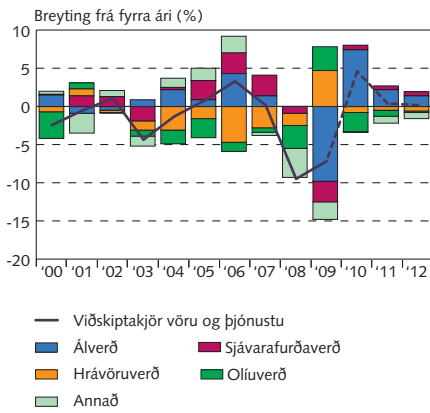


1. Innlutningur vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum Íslands.  
2. Einfalt meðaltal vöruinnflutnings og -útlutnings í OECD-rikkjum og stærstu ríkjum utan OECD.  
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála sem birtist í *Peningamála* 2009/4 í nóvember sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir 26. janúar.

Mynd 3

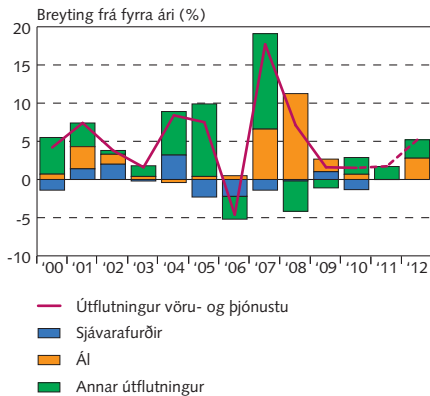
Viðskiptakjör og framlag undirliða 2000-2012<sup>1</sup>



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

Mynd 4

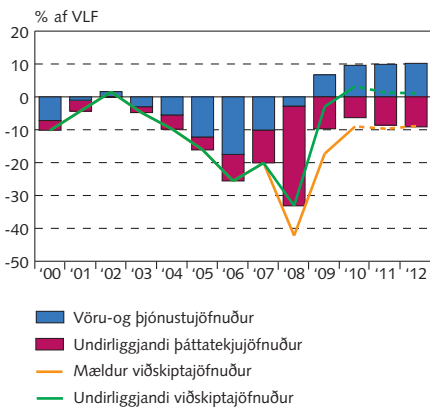
Þróun útflutnings og framlag undirliða hans 2000-2012<sup>1</sup>



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

Mynd 5

Viðskiptajöfnuður 2000-2012<sup>1</sup>



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir að þau færu að aukast um mitt þetta ár. Í uppfærðri spá er nú gert ráð fyrir að alþjóðaviðskipti hafi dregist saman um rúmlega 10% árið 2009 og vaxi um 3½% á þessu ári, en í nóvemberspánni var gert ráð fyrir 11½% samdrætti árið 2009 og nánast engum vexti á þessu ári.

- Hrávöruverð hækkaði töluvert meira á fjórða ársfjórðungi í fyrra en talið var við síðustu spágerð. Efnahagsbati í nýmarkaðsríkjum Asíu og þróunarríkjum hefur haft í för með sér aukna eftirspurn eftir hrávörum og meiri verðhækkunarir en alþjóðlegar spár gerðu ráð fyrir.
- Áætlað er að álverð verði um 27% hærra á þessu ári en á liðnu ári. Er þetta hækkan frá spánni í nóvember sem gerði ráð fyrir um 20% hækkan álverðs. Verð hráolíu hefur einnig farið hækkan, eins og verð annarra hrávara. Nú er gert ráð fyrir að hráolíuverð muni hækka um 30% á þessu ári en í nóvember var spáð 22% hækkan. Útlit er fyrir um 10% hækkan á næsta ári, en síðasta spá gerði ráð fyrir um 5% hækkan hráolíuverðs. Spá um verð sjávarafurða er hins vegar óbreytt og er gert ráð fyrir 2% hækkan í ár.
- Gert er ráð fyrir að viðskiptakjör verði svipuð og í síðustu spá. Eftir töluverða rýrnun viðskiptakjara á síðasta ári má búast við að þau batni um tæplega 5% á þessu ári. Þar á hækkan álverðs einna mestan þátt, en á móti vegur hækkan olíuverðs. Horfur eru á áframhaldandi viðskiptakjarabata á næstu tveimur árum eins og í nóvember.
- Raungengi virðist hafa náð lágmarki í ágúst síðastliðnum og hefur síðan smám saman hækkað. Raungengi ársins 2009 var það lægsta sem mælst hefur, og var um 28% lægra en meðal-raungengi undanfarinna þrjátíu ára.
- Áætlað er að útflutningur sjávarafurða hafi aukist um rúmlega 4% á síðasta ári en í síðustu spá var gert ráð fyrir um 2% samdrætti. Ástæða þessa mikla viðsnúnings er helst sú að mun meira hefur verið nýtt af aflaheimildum á fyrsta þriðjungi þessa fiskveiðiárs (september 2009 til ágúst 2010) en reyndin hefur verið á undanförunum árum. Spá um útflutning vöru og þjónustu í ár hefur aftur á móti lítið breyst frá síðustu spá. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar versnað vegna seinkunar á stóriðjuframkvæmdum.
- Töluverður afgangur var á vöru- og þjónustuviðskiptum á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs, sem er mikill viðsnúningur frá árinu á undan. Í spánni er gert ráð fyrir að afgangur hafi verið af vöru- og þjónustuviðskiptum á síðasta fjórðungi ársins. Aftur á móti mælist meiri halli á þáttatekjujöfnuði á síðasta ári en áður var gert ráð fyrir, þar sem endurskoðaðar tölur fyrir fyrri helming ársins sýndu mun meiri halla en komið hafði fram í áður birtum tölum. Auk þess er nú lagt mat á áfallna vexti á lánum vegna

Icesave-skuldbindingarinnar.<sup>2</sup> Mældur viðskiptahalli árið 2009 er því nokkru meiri en áætlað var í síðustu spá *Peningamála*. Halli á undirliggjandi viðskiptajöfnuði á síðasta ári var að sama skapi ívið meiri en í síðustu spá. Á þessu ári dregur verulega úr mældum viðskiptahalla og kominn er undirliggjandi afgangur, í takt við spána frá því í nóvember.

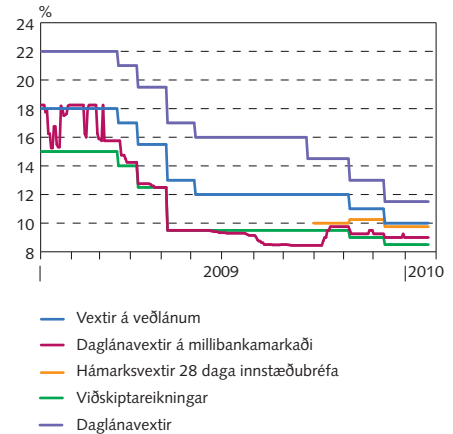
## Innlendir fjármálamarkaðir

- Frá útgáfu *Peningamála* í nóvember hafa vextir Seðlabankans lækkað tvisvar: fyrst við útgáfu *Peningamála* og í seinna skiptið á vaxtaákvörðunarfundi í desember. Samtals hafa innlánsvextir bankans lækkað úr 9,5% í 8,5% og vextir á innstæðubréfum úr 10% í 9,75%. Á sama tíma hafa 7 daga veðlánvextir lækkað úr 12% í 10% og daglánvextir úr 14,5% í 11,5%. Vaxtagangur bankans hefur því verið þregdur og vextir innstæðubréfa færðir nær veðlánvöxtum og miðju vaxtagangsins.
- Innstæður fjármálastofnana í Seðlabankanum hafa minnkað frá því í haust samhliða aukinni eftirspurn eftir innstæðubréfum. Á sama tíma hefur dregið úr lausafé í umferð og velta á millibankamarkaði með krónur aukist, þótt enn séu viðskiptin einskorðuð við daglán.
- Gengisvísitala krónunnar miðað við þrönga viðskiptavog hefur lækkað um 1,2% frá útgáfu *Peningamála* í nóvember á sama tíma og engin inngrip hafa verið af hálfu Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði. Gengi krónunnar hefur styrkst um 2,7% gagnvart evru á innlendum gjaldeyrismarkaði og verið nánast óbreytt gagnvart Bandaríkjadal. Uppfærð spá gerir ráð fyrir að gengi krónunnar haldist lágt á næstu misserum líkt og í nóvemberspánni.
- Á aflandsmarkaði hefur krónan veikst um 9,6% gagnvart evru frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Veikinguna má líklega rekja til harðari framfylgdar gjaldeyrishafta frá byrjun nóvembermánaðar fremur en aukinnar svartsýni um gengishorfur.
- Áhættuálag á íslenskar fjáreignir, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hefur hækkað töluvert undanfarnar vikur og er nú um 2,8 prósentum hærra en við útgáfu síðustu *Peningamála*. Á sama tíma hefur láns afhæfiseinkunn ríkissjóðs ýmist verið lækkuð eða horfur orðið neikvæðar.
- Skammtímavextir á millibankamarkaði og ávöxtunarkrafa í útboði ríkisvixla hafa lækkað frá útgáfu *Peningamála* í nóvember í takt við lækkun vaxta Seðlabankans. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hins vegar lítið breyst. Líkleg skýring á því er tímabundin aukning verðbólgu í upphafi árs vegna gjaldskrár- og skattahækkana, auknar verðbólguvæntingar til lengri

Mynd 6

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2009 - 22. janúar 2010

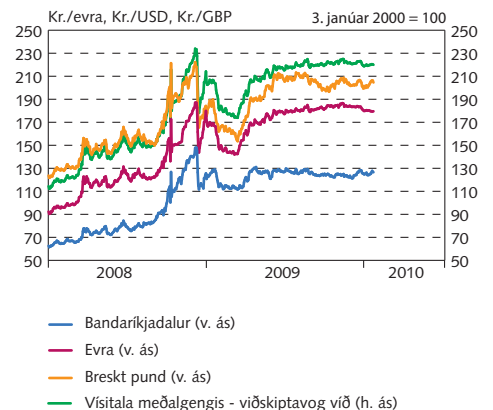


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 22. janúar 2010

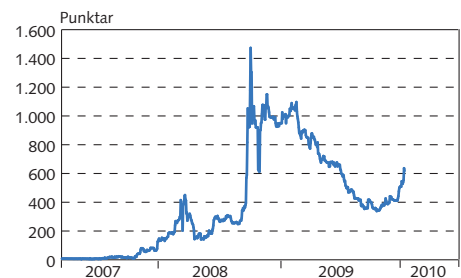


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Skuldatryggingarálag ríkisins

Daglegar tölur 29. mars 2007 - 22. janúar 2010



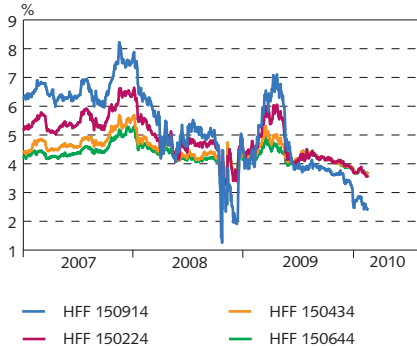
Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Icesave-deilan er ekki útkljáð. Náist betri samningar gæti vaxtakostnaður orðið minni en hér er gert ráð fyrir.

Mynd 9

Ávöxtun verðtryggðra íbúðabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 22. janúar 2010

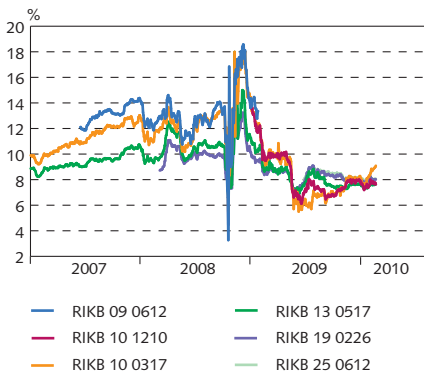


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 22. janúar 2010

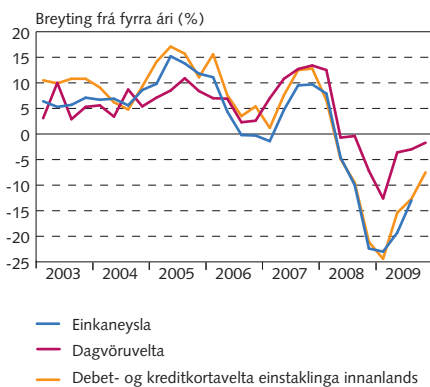


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu og greiðslukortaveltu

1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

tíma og aukin óvissa sem rekja má m.a. til lækkunar lánsþæfismats ríkissjóðs og óvissu um framboð skuldabréfa. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa hefur aftur á móti lækkað frá því í nóvember og þá sérstaklega stysta flokksins sem er á gjalddaga árið 2014 enda ráðast viðskipti með þann flokk að mestu af væntingum fjárfesta um skammtíma verðbólguhorfur.

- Útgáfuáætlun ríkissjóðs fyrir árið 2010 var birt snemma í janúar. Áætlað er að útgáfa ríkisvixla verði aukin um 20 ma.kr. og gefin út ríkisbréf fyrir um 120 ma.kr. að nafnverði á árinu og að nettóstaðan muni því lækka um 11 ma.kr. á árinu. Einnig er stefnt að útgáfu á nýjum verðtryggðum skuldabréfaflokki til u.þ.b. tíu ára.

## Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

- Nokkru meiri seigla var í efnahagslífinu á síðasta ári en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Samkvæmt endurskoðuðum þjóðhagsreikningum fyrir fyrstu tvo fjórðungana og fyrstu bráðabirgðatölum fyrir þriðja fjórðung síðasta árs dróst landsframleiðsla saman um 6% á fyrstu níu mánuðum ársins samanborið við sama tímabil árið áður. Árssamdrátturinn á þriðja fjórðungi reyndist 7,2% sem er nokkru minni en spáð var í nóvember. Spáin gerir því ráð fyrir að samdráttur landsframleiðslu hafi verið 7,7% í fyrra í stað 8,5% í nóvemberspánni. Spá um samdrátt innlendrar eftirspurnar hefur hins vegar lítið breyst.
- Samdráttarskeiði einkaneyslu, sem hófst í ársbyrjun 2008, lauk um miðbik síðasta árs. Árstíðarleiddrett einkaneysla jókst um 2,8% á milli annars og þriðja fjórðungs samkvæmt tölum Hagstofu Íslands. Ýmsir hagvísar á borð við greiðslukorta- og dagvöruveltu, smásölu og atvinnuleysi gefa til kynna að einkaneysla hafi haldist nokkuð stöðug á milli þriðja og fjórða ársfjórðungs í fyrra.
- Gert er ráð fyrir heldur minni samdrætti einkaneyslu í ár og nokkru meiri vexti á næsta ári en í nóvemberspánni. Jákvæðari horfur um einkaneyslu endurspeglar fyrst og fremst áhrif aðgerða til að lækka greiðslubyrði skulda og minni samdrátt ráðstöfunartekna í uppfærðri spá. Ýmsir þættir leggjast á eitt til að gera þróun ráðstöfunartekna jákvæðari en í síðustu spá. Skattahækkningar eru minni, hækkun launa meiri, útgreiðslur séreignarsparnaðar eru meiri og atvinnuleysi minna meginhluta spátímabilsins.
- Vöxtur samneyslu á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs reyndist meiri en spáð hafði verið. Virðist sem aðhaldsaðgerðir hafi komist til framkvæmda seinna en áætlað var. Engu að síður eru skýr merki um viðsnúning. Árstíðarleiddrett samneysla dróst saman um 4,5% á milli annars og þriðja fjórðungs í fyrra og ársvöxtur hennar varð neikvæður í fyrsta skipti frá fjórða ársfjórðungi 2003. Í uppfærðri spá er gert ráð fyrir að samdráttur samneyslu verði á bilinu 3-4% ár hvert fram til loka spátímabilsins.

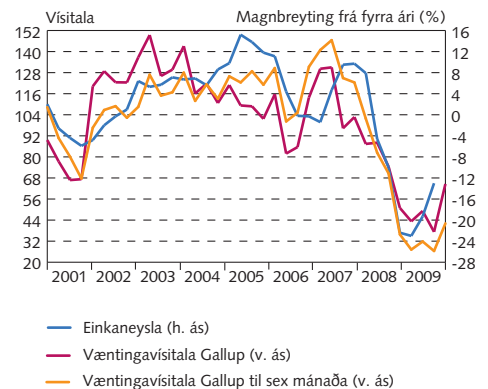


- Horfur um stóriðjufjárfestingu hafa breyst þó nokkuð frá nóvemberspánni. Gert er ráð fyrir að hún verði um 25 ma.kr. minni á þessu ári vegna seinkunar á stækkun álversins í Straumsvík og tengdra framkvæmda við Búðarhálsvirkjun. Áfram er veruleg óvissa um þróun stóriðjufjárfestingar og álútflutnings.
- Óvissa ríkir því um framvindu almennrar atvinnuvegafjárfestingar. Könnun Capacent Gallup á viðhorfum stjórnenda stærstu fyrirtækja landsins í desember gefur til kynna meiri svartsýni en þær kannanir sem lágu fyrir við gerð síðustu spár. Fyrirtækin búast við því að draga muni enn frekar úr eftirspurn og eru einnig svartsýnni á horfur um framlegð en í haust. Væntingar meðal stjórnenda útflutningsfyrirtækja eru eftir sem áður nokkru betri en þeirra sem selja á innlendum markaði. Horfur um fjárfestingu hins opinbera og fjárfestingu í íbúðarhúsnæði eru hins vegar taldar svipaðar og í nóvemberspánni.
- Áætlað er að fjármunamyndun dragist saman um tæplega 6% í ár en í nóvemberspánni var gert ráð fyrir 4,4% vexti. Verri horfur skýrast einkum af seinkun stóriðjufjárfestingar. Vöxtur fjárfestingar verður hins vegar meiri á árunum 2011 og 2012 þegar stórfamkvæmdir sækja í sig veðrið.
- Efnahagsbatanum seinkar um einn ársfjórðung frá síðustu spá. Árstíðarleiddur ársfjórðungslegur hagvöxtur verður jákvæður á öðrum fjórðungi þessa árs. Gert er ráð fyrir meiri samdrætti landsframleiðslu í ár en í síðustu *Peningamálum*, eða 3,4% í stað 2,4%. Meiri samdráttur skýrist einkum af neikvæðara framlagi utanríkisviðskipta þar sem spá um u.þ.b. 3% samdrátt innlendrar eftirspurnar er nær óbreytt frá síðustu spá. Meiri vöxtur innlendrar eftirspurnar á næsta ári gerir það hins vegar að verkum að hagvöxtur þá verður um ½ prósentu meiri en spáð var í nóvember. Neikvæðara framlag utanríkisviðskipta árið 2012 skýrir hins vegar nokkru lægri hagvaxtarspá fyrir það ár.
- Grunnspáin gerir ráð fyrir að fljótlega dragi úr óvissu um framgang efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Mjög erfitt er að spá fyrir um efnahagshorfur standist sú forsenda ekki. Áhrifin velta m.a. á því hversu löng töfin yrði. Sem dæmi má nefna að tefjist stórfamkvæmdir fram á seinni hluta næsta árs og verði önnur fjárfesting á þessu ári um 10% minni en gert er ráð fyrir, gæti fjármunamyndun dregist saman um fjórðung á þessu ári og landsframleiðsla um 5%. Atvinnuleysi yrði jafnframt hátt í 2 prósentum meira í lok ársins en gert er ráð fyrir í grunnspánni.
- Meiri framleiðslulaki verður á spátímabilinu samkvæmt uppfærðri spá. Áætlað er að slakinn nái hámarki í ár í rúmlega 4% en fari svo minnkandi og hverfi undir lok spátímabilsins. Rétt er hins vegar að hafa í huga að veruleg óvissa er um mat á framleiðslulakanum, sérstaklega nú í kjölfar fjármálakreppunnar.

Mynd 12

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup

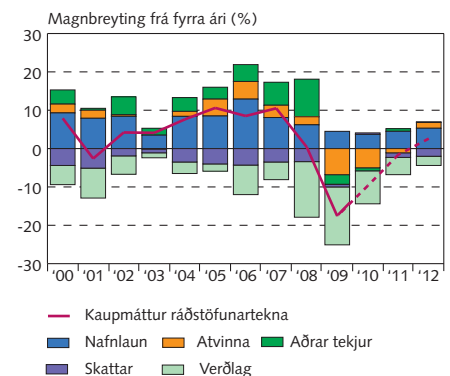
1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2009<sup>1</sup>



1. Miðað er við þriggja mánaða meðaltal væntingavísitölu Gallup.  
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd 13

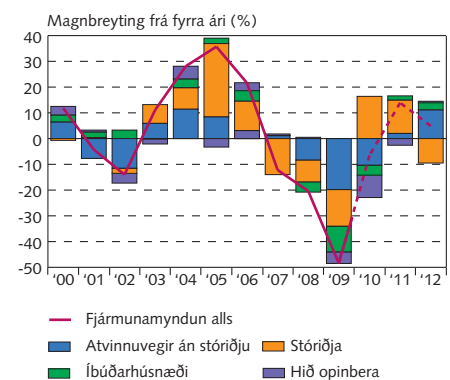
Þróun kaupmáttar ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2000-2012<sup>1</sup>



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

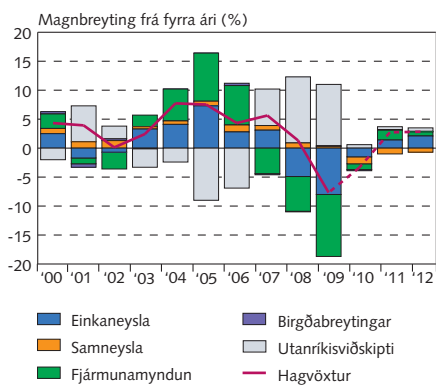
Mynd 14

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



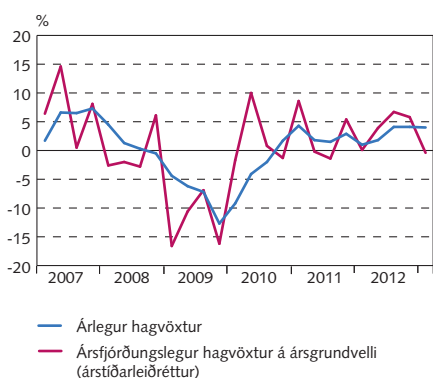
1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 15  
Hagvöxtur og framlag undirliða 2000-2012<sup>1</sup>



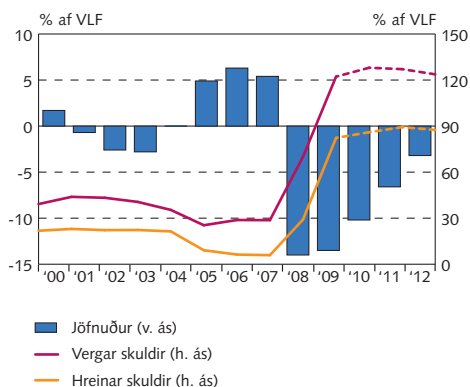
1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 16  
Hagvöxtur<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2009 - 1. ársfj. 2013.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 17  
Fjármál hins opinbera 2000-2012<sup>1</sup>



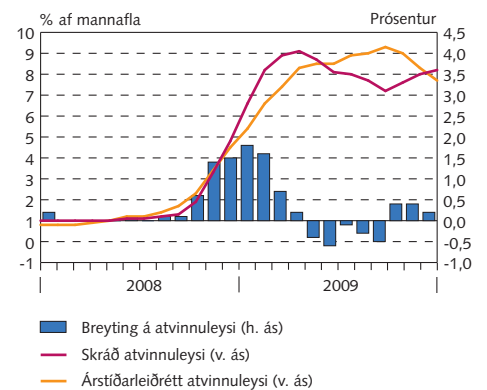
1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.  
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

- Fjárlög voru samþykkt í desember og urðu nokkrar breytingar frá fjárlagafrumvarpinu sem lá til grundvallar nóvemberspánni. Hækkun beinna skatta verður nokkru minni en gert hafði verið ráð fyrir. Það á líka við um óbeina skatta en breytingin þar er minni. Jafnframt var útgjaldaáætlunin hækkuð um 5 ma.kr.
- Halli á ríkissjóði er áætlaður 100 ma.kr. á þessu ári sem er 12 ma.kr. lakari afkoma en upphaflegt fjárlagafrumvarp gerði ráð fyrir. Þar var áætlað að frumhallinn yrði 1,5% af landsframleiðslu en nú er því spáð að hann verði 3% af landsframleiðslu. Framtíðarvaxtabyrði tengd endurfjármögnun bankanna er áætluð minni en í fyrstu var talið og var það svigrúm nýtt til slökunar og meira til. Aðhaldsstig ríkisfjármála verður þ.a.l. heldur minna en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni.
- Halli á rekstri hins opinbera er nú áætlaður 11% af vergri landsframleiðslu á þessu ári samanborið við tæplega 10% halla í síðustu spá. Þetta hefur þó ekki áhrif á langtímahorfunar um að afgangur á frumjöfnuði náist á árinu 2011 og á heildarjöfnuði árið 2013.
- Vinnuafleiftirspurn hélt áfram að dragast saman á síðasta fjórðungi ársins og dróst heildarvinnustundafjöldi saman um 5,5% frá fyrra ári samkvæmt vinnuamarkaðskönnun Hagstofunnar, bæði vegna fækkunar fólks við vinnu og styttri vinnutíma.
- Atvinnuleysi, eins og það er skráð hjá Vinnumálastofnun, jókst um 0,3 prósentur milli fjórðunga á fjórða ársfjórðungi og var 7,9%. Er það tæplega prósentu minna atvinnuleysi en spá bankans frá því í nóvember gerði ráð fyrir. Atvinnuleysi hefur verið ofspáð frá því á öðrum fjórðungi síðasta árs, þar sem gert hefur verið ráð fyrir að fjárhagsleg endurskipulagning fyrirtækja gengi hraðar fyrir sig en orðið hefur. Nú þegar endurskipulagningu bankanna er að mestu leyti lokið, ætti hins vegar að verða breyting þar á. Aðrar vísbendingar benda einnig til að vinnuamarkaðurinn eigi enn eftir að veikjast nokkuð. Samkvæmt viðhorfskönnun sem Capacent Gallup gerði í desember meðal 400 stærstu fyrirtækja vilja fleiri fyrirtæki fækka starfsmönnum nú en í sambærilegri könnun í september og færri hyggjast fjölga starfsmönnum. Einnig hefur dregið úr væntingum almennings um atvinnuástandið frá því í október samkvæmt væntingavísitölu Gallup. Tölur um nýskráningu atvinnulausra hjá Vinnumálastofnun það sem af er ári benda einnig til að atvinnuleysi sé að aukast á ný.
- Uppfærð atvinnuleysisþá er svipuð og í nóvember. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi aukist er líða tekur á árið og nái hámarki um mitt árið í um 10%. Spáð er að atvinnuleysi haldist mikið, milli 9% og 10% alveg fram á annan ársfjórðung árið 2011, en minnki síðan smám saman eftir því sem efnahagssumsvif aukast.
- Spáð er að launakostnaður fyrirtækja hækki nokkru meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Kemur þar tvennt til. Þrátt fyrir

að umsamin launahækkun sem kom til framkvæmda í nóvember væri heldur minni en samningsaðilar gerðu ráð fyrir við gerð kjarasamninga í upphafi árs 2008, varð hún meiri en gert var ráð fyrir í nóvember í ljósi breyttra aðstæðna á vinnumarkaði. Einnig var tryggingagjald hækkað um 1,6% 1. janúar sl., en upplýsingar um það komu ekki fram fyrr en eftir birtingu síðustu *Peningamála*. Hefur tryggingagjald því hækkað úr 5,34% í 8,65% frá því í júní á síðasta ári. Líklegt er að launakostnaður fyrirtækja hafi lækkað meira en mælist í launavísitölu Hagstofunnar, en hún mælir einungis breytingar á reglulegum launum. Fyrirtæki hafa gripið til ýmissa aðgerða til að minnka launakostnað, t.d. sagt upp starfsfólki, minnkað starfshlutfall og lækkað laun.

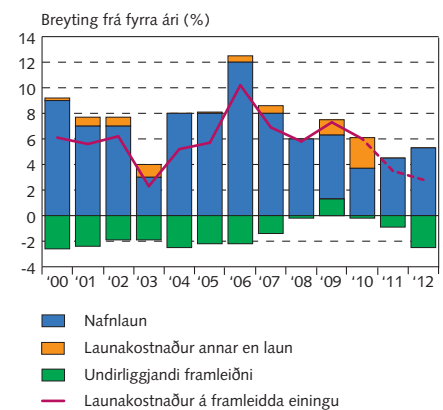
- Frá útgáfu *Peningamála* í nóvember sl. hafa birst þrjár mælingar á vísitölu neysluverðs. Vísitalan lækkaði um 0,31% í janúar en 1,05% sé litið framhjá áhrifum óbeinna skatta. Ársverðbólgan mælist því 6,6%, en sé horft framhjá áhrifum óbeinna skatta mælist hún 5,2%. Verðbólga er því minni en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni.
- Verðbólga var hins vegar meiri á fjórða ársfjórðungi í fyrra en spáð hafði verið. Ein meginskýring fráviksins er að áhrif gengislækkunarinnar á fyrri hluta síðasta árs virðast vera þrálátari en fyrri reynsla gaf tilefni til að ætla. Verðbólga var 12% á síðasta ári, en 8,6% á síðasta fjórðungi ársins en í nóvember var reiknað með 8,4% verðbólgu á fjórða fjórðungi.
- Önnur skýring á að verðbólga reyndist þrálátari í lok síðasta árs er að húsnæðisverð lækkaði hægar en spáð hafði verið. Til viðbótar hefur leiguverð og viðhaldskostnaður húsnæðis hækkað mikið. Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hefur því ekki lækkað með sama hætti og markaðsverð húsnæðis. Þó hefur dregið úr þessu misræmi á milli undirþátta húsnæðisliðarins á síðustu mánuðum.
- Í desember hafði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu lækkað um þriðjung að raunvirði frá því að það varð hæst í október 2007. Í endurskoðaðri spá er eins og áður reiknað með að íbúðaverð lækki enn frekar á þessu og næsta ári líkt og í nóvemberspánni.
- Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í nóvember sl. voru verðbólguvæntingar heimila áþekkar því sem þær voru í könnuninni á undan, eða 10% sé miðað við miðgildi. Aftur á móti sýnir könnun Capacent Gallup sem gerð var í desember að verðbólguvæntingar fyrirtækja hafa hækkað. Forsvarsmenn stærstu fyrirtækja landsins bjuggust við um 6% verðbólgu að tólf mánuðum liðnum miðað við miðgildi könnunarinnar í desember en um 4% verðbólgu í september. Verðbólguálag á skuldbréfamarkaði hefur einnig hækkað, bæði til fimm ára og til fimm ára eftir fimm ár, og er nú rúmlega 4%.

Mynd 18  
Atvinnuleysi



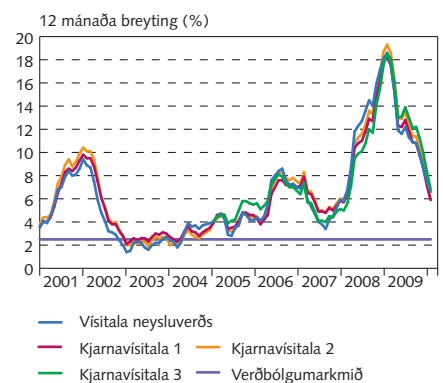
Heimildir: Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19  
Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2000-2012<sup>1</sup>



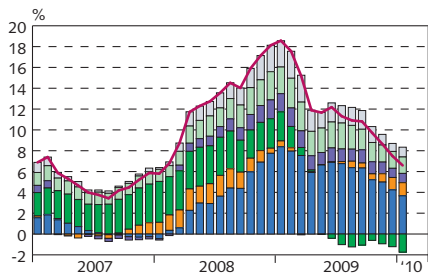
1. Grunnspá Seðlabankans 2009-2012.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 20  
Verðbólga janúar 2001 - janúar 2010<sup>1</sup>



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

Mynd 21  
Undirliggjandi verðbólgu  
janúar 2007 - janúar 2010  
Framlag til 12 mánaða verðbólgu

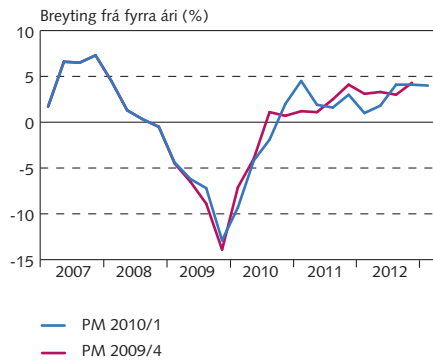


■ Innfluttar vörur án áfengis, tóbaks og bensíns  
■ Bensín  
■ Húsnæði  
■ Innlendar vörur án búv. og grænmetis  
■ Almenn þjónusta  
■ Aðrir liðir  
— Vísitala neysluverðs

Heimild: Hagstofa Íslands.

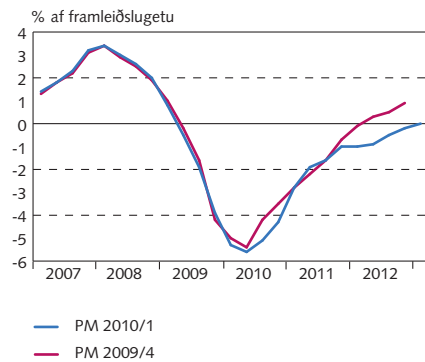
- Horfur eru á að undirliggjandi verðbólga, þ.e. þegar horft er framhjá áhrifum breytinga óbeinna skatta, verði lægri á fyrsta fjórðungi þessa árs en í kjölfarið verði hún nokkru meiri út næsta ár en spáð var í nóvember. Kemur þar til heldur veikara gengi, hærri launakostnaður á framleidda einingu og auknar verðbólguvæntingar. Slaki í þjóðarbúskapnum og tiltölulega stöðugt gengi krónunnar munu hins vegar stuðla að áframhaldandi hjöðnun undirliggjandi verðbólgu. Áætlað er að hún verði að meðaltali um 4½% á þessu ári og við verðbólgu markmiðið á fjórða ársfjórðungi. Spáð er að hún verði undir markmiði um nokkurt skeið, eins og í nóvemberspánni.
- Nýsamþykkt fjárlög þessa árs munu hafa áhrif á mælda verðbólgu á næstu misserum. Í spánni nú er þó gert ráð fyrir minni hækkun óbeinna skatta. Af þeim sökum er reiknað með minni beinum áhrifum aðgerðanna á verðlag eða um 0,74% á fyrsta fjórðungi ársins sem er tæplega einni prósentu minna en áætlað var í nóvember. Mæld verðbólga verður því heldur minni á fyrri hluta ársins en spáð var í nóvember. Hún verður hins vegar meiri á næsta ári vegna óhagstæðari þróunar undirliggjandi verðbólgu, eins og áður hefur verið rakið.

Mynd 22  
Hagvöxtur - samanburður við PM 2009/4



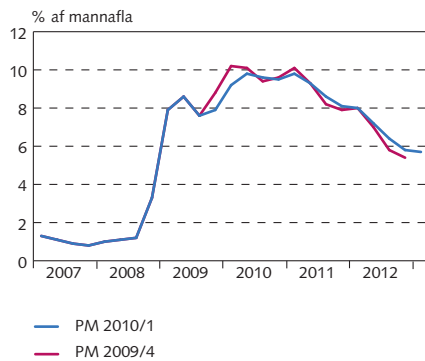
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 23  
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2009/4



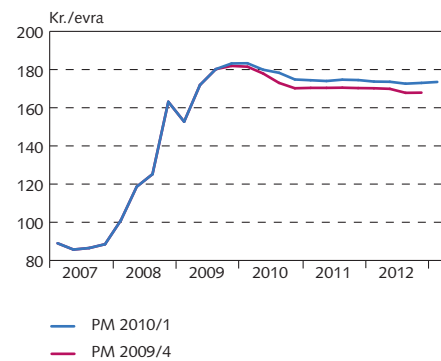
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 24  
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2009/4



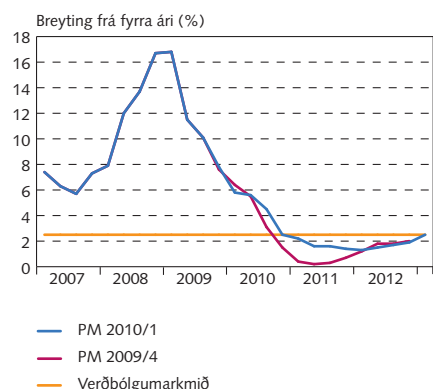
Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 25  
Gengi krónu gagnvart evru - samanburður við PM 2009/4



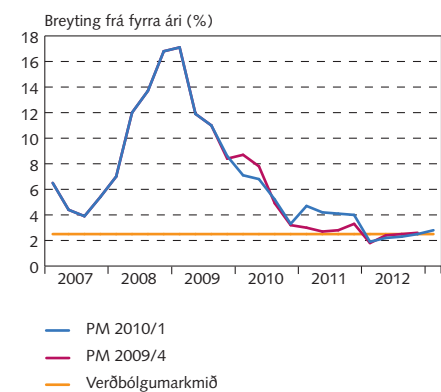
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 26  
Verðbólga án skattaáhrifa - samanburður við PM 2009/4



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 27  
Verðbólga - samanburður við PM 2009/4



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Viðauki 1

# Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2010/1

Tafla 1 Þjóðhagsspá<sup>1</sup>

Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar	Í ma.kr.		Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram			
	2008	2008	2009	2010	2011	2012
Einkaneysla	789,5	-7,8 (-7,8)	-16,0 (-16,2)	-1,2 (-4,0)	2,7 (1,9)	4,2 (4,4)
Samneysla	367,3	4,6 (4,6)	-0,4 (-1,2)	-3,2 (-3,8)	-3,8 (-2,9)	-3,2 (-2,4)
Fjármunamyndun	357,3	-20,4 (-20,4)	-48,3 (-48,0)	-5,7 (4,4)	12,6 (3,6)	4,9 (1,8)
Atvinnuvegafjárfesting	211,0	-25,1 (-25,1)	-53,6 (-52,3)	12,6 (26,1)	20,7 (6,6)	2,3 (-1,9)
Fjárfesting í íbúðahúsnæði	80,9	-21,8 (-21,8)	-50,6 (-44,3)	-18,7 (-13,4)	9,5 (6,1)	16,3 (14,1)
Fjárfesting hins opinbera	65,5	0,8 (0,8)	-28,6 (-38,2)	-34,3 (-32,3)	-14,9 (-14,6)	4,4 (3,3)
Þjóðarútgjöld	1.517,5	-8,6 (-8,6)	-19,4 (-19,7)	-2,8 (-3,0)	2,3 (0,9)	2,5 (2,2)
Útflutningur vöru og þjónustu	657,8	7,1 (7,1)	1,6 (1,3)	1,5 (1,4)	1,7 (3,9)	5,2 (5,9)
Innflutningur vöru og þjónustu	698,8	-18,3 (-18,3)	-25,4 (-25,7)	0,0 (-2,3)	0,6 (0,9)	5,3 (3,6)
Verg landsframleiðsla	1.476,5	1,3 (1,3)	-7,7 (-8,5)	-3,4 (-2,4)	2,6 (2,2)	2,8 (3,4)
<b>Aðrar lykilstærðir</b>						
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)		-2,8 (-2,8)	6,7 (6,7)	9,6 (10,6)	9,9 (12,0)	10,2 (13,1)
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-42,2 (-42,2)	-17,3 (-14,0)	-9,0 (-10,2)	-9,7 (-8,3)	-8,9 (-5,6)
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu) <sup>2</sup>		-33,1	-3,0 (-1,0)	3,2 (2,1)	1,3 (3,0)	1,1 (4,6)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		2,0 (1,9)	-3,9 (-4,2)	-4,3 (-3,5)	-1,0 (-0,7)	-0,2 (0,9)
Launakostnaður á framleidda einingu (br. milli ársmeðaltala)		5,8 (5,9)	7,3 (7,6)	6,0 (2,8)	3,5 (3,2)	2,8 (3,0)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)		0,5 (0,6)	-17,6 (-19,2)	-9,7 (-15,8)	-1,6 (0,0)	2,6 (2,6)
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,6 (1,6)	8,0 (8,2)	9,5 (9,8)	9,0 (8,9)	6,8 (6,6)
Gengi krónu gagnvart evru		127,0 (127,0)	172,0 (171,7)	179,1 (175,6)	174,4 (170,4)	173,2 (168,9)

1. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamálum* 2009/4.

2. Viðskiptajöfnuður án ógreiddra áfallinna vaxta vegna innlánsstofnana í slitameðferð og innlendra dótturfélaga.

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

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma ári áður)	Verðbólga án skattaáhrifa (br. frá sama tíma ári áður)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
<i>Mæld gildi</i>			
2008:3	13,7 (13,7)	13,7 (13,7)	12,1 (12,1)
2008:4	16,8 (16,8)	16,7 (16,7)	20,5 (20,5)
2009:1	17,1 (17,1)	16,8 (16,8)	9,6 (9,6)
2009:2	11,9 (11,9)	11,5 (11,5)	5,9 (5,9)
2009:3	11,0 (11,0)	10,1 (10,1)	8,6 (8,6)
2009:4	8,6 (8,4)	7,8 (7,6)	10,4 (9,8)
<i>Spáð gildi</i>			
2010:1	7,1 (8,7)	5,8 (6,4)	3,7 (10,4)
2010:2	6,8 (7,8)	5,6 (5,5)	4,7 (2,4)
2010:3	5,2 (4,9)	4,5 (3,1)	2,3 (-2,5)
2010:4	3,3 (3,2)	2,5 (1,5)	2,4 (2,7)
2011:1	4,7 (3,0)	2,2 (0,4)	9,7 (9,6)
2011:2	4,2 (2,7)	1,6 (0,2)	2,5 (1,3)
2011:3	4,1 (2,8)	1,6 (0,3)	2,2 (-2,1)
2011:4	4,0 (3,3)	1,4 (0,7)	1,7 (4,7)
2012:1	1,9 (1,8)	1,3 (1,2)	1,3 (3,5)
2012:2	2,2 (2,4)	1,5 (1,8)	3,4 (3,6)
2012:3	2,3 (2,5)	1,7 (1,8)	3,0 (-1,7)
2012:4	2,5 (2,6)	1,9 (2,0)	2,4 (5,3)
2013:1	2,8	2,5	2,3
<i>Ársmeðaltal</i>			
2009	12,0 (12,0)	11,4 (11,3)	
2010	5,6 (6,1)	4,5 (4,1)	
2011	4,3 (2,9)	1,7 (0,4)	
2012	2,2 (2,3)	1,6 (1,7)	

3. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamálum* 2009/4.