



# PENINGAMÁL

2014•4

## Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 5 Hægt hefur á innlendum og erlendum efnahagsbata og verðbólga hjaðnað
  - 5 Kafli I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir
  - 13 Kafli II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör
  - 17 Kafli III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir
  - 23 Kafli IV Innlent raunhagkerfi
  - 33 Kafli V Verðbólga
- 37 Rammagrein 1 Nýjar aðferðir við gerð þjóðhagsreikninga
- 41 Rammagrein 2 Fjárlagafrumvarp ársins 2015
- 47 Rammagrein 3 Reynsla af spám Seðlabanka Íslands
- 53 Viðauki 1 Spátöflur

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

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

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

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

Rannveig Sigurðardóttir

Sigríður Benediktsdóttir

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Helga Guðmundsdóttir

Karen Á. Vignisdóttir

58. rit. 5. nóvember 2014

Prentun og bókband: Oddi ehf.

*Peningamál* eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

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.

# Yfirlýsing peningastefnunar

## 5. nóvember 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur.

Samkvæmt spá bankans, sem birtist í *Peningamálum* í dag, eru horfur á heldur minni hagvexti í ár en spáð var í ágúst. Áfram er gert ráð fyrir kröftugum vexti innlendrar eftirspurnar og þróttmiklum hagvexti á næstu þremur árum. Batinn á vinnumarkaði heldur einnig áfram, þótt nokkuð hafi dregið úr vexti vinnuafseftirspurnar.

Verðbólga hefur verið undir markmiði í níu mánuði samfleytt. Hún hefur minnkað enn frekar á haustmánuðum og skýrist hún að mestu leyti af hækkun húsnæðisverðs. Lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu stuðla að lítilli verðbólgu þrátt fyrir töluverðar launahækkanir. Verðbólguhorfur til skemmri tíma eru af þessum sökum betri en í ágúst. Samkvæmt spá bankans eru líkur á að verðbólga hjaðni frekar á næstu mánuðum og verði við eða undir markmiði fram yfir mitt næsta ár. Verðbólguvæntingar hafa lækkað á undanförunum mánuðum og nálgast nú verðbólgu markmiðið.

Meiri þjóðhagslegur sparnaður og viðskiptaafgangur en gert var ráð fyrir í fyrri spám hafa viðhaldið verulegu gjaldeyrisinnstreymi en gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans hafa lagst gegn óhóflegri hækkun á gengi krónunnar og dregið úr gengissveiflum.

Nafnvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í tvö ár, en raunvextir bankans hafa að undanförunu hækkað meira en búist var við sökum hraðari hjöðnunar verðbólgu og verðbólguvæntinga og umfram það sem staða hagsveiflunnar og nærhorfur gefa tilefni til. Því eru forsendur til að draga úr hækkun raunvaxta.

Framvinda nafnvaxta ræðst eins og alltaf af þróun eftirspurnar og verðbólgu. Verði launahækkanir í komandi kjarasamningum í samræmi við verðbólgu markmið gætu skapast forsendur fyrir frekari lækkun nafnvaxta. Miklar launahækkanir og vöxtur eftirspurnar gætu hins vegar grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka þurfi vexti á ný.



# Hægt hefur á innlendum og erlendum efnahagsbata og verðbólga hjaðnað

Alþjóðlegur hagvöxtur hefur reynst heldur hægari en spáð var í Peningamállum í ágúst. Áfram er þó gert ráð fyrir hægfaða bata en horfur eru lakari og óvissa hefur aukist. Þótt viðsnúningur hafi orðið í viðskiptakjörum á öðrum ársfjórðungi þessa árs eftir þriggja ára samfellda rýrnun hafa horfur fyrir viðskiptakjör og útflutning heldur versnað. Áfram er þó útlit fyrir kröftugan vöxt innlendrar eftirspurnar þótt horfur séu á hægari vexti fjárfestingar en spáð var í ágúst. Hagvaxtarhorfur fyrir árið í ár hafa einnig verið endurskoðaðar og er nú spáð 2,9% hagvexti í stað 3,4% í ágúst. Talið er að hagvöxtur aukist á ný á næsta ári og verði 3,5% en verði aftur orðinn minni en 3% árið 2016 þegar dregur úr eftirspurnaráhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda og hægir á vexti fjárfestingar í orkufrekum iðnaði. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur að meðaltali rétt undir 3% á spátímanum sem er lítillega yfir meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára og vel yfir spáðum meðalhagvexti í helstu viðskiptalöndum. Bati á vinnumarkaði heldur áfram með fjölgun starfa og heildarvinnustunda og er talið að atvinnuleysi samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar verði komið niður í 4% á seinni hluta spátímans. Því er talið að slakinn í þjóðarbúinu hverfi fljótlega og snúist í lítills háttar spennu sem tekur síðan að minnka á ný þegar líður að lokum spátímans. Horfur eru á að verðbólga verði undir markmiði fram á næsta ár og minni en spáð var í ágúst en þokist síðan upp og verði svipuð og í ágústspánni til loka spátímans. Gangi spáin eftir verður verðbólga á bilinu 2-3% á meginhluta spátímans.

## I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

### Grunnsþá Seðlabankans<sup>1</sup>

#### Áframhaldandi hægfaða bati en veikari en spáð var í ágúst ...

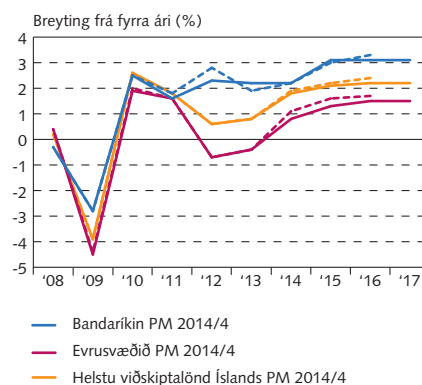
Alþjóðlegur hagvöxtur reyndist minni á fyrri hluta ársins en áður hafði verið gert ráð fyrir og telur Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn nú að heimshagvöxtur verði einungis 3,3% í ár sem er hátt í ½ prósentu minni vöxtur en sjóðurinn spáði fyrir á þessu ári. Lakari hagvöxtur það sem af er ári er m.a. rakinn til tímabundinna þátta eins og slæms veðurs í upphafi árs í Bandaríkjunum og er áfram spáð vaxandi hagvexti á komandi misserum. Batinn verður þó hægur, sérstaklega á evrusvæðinu sem er mikilvægasti útflutningsmarkaður Íslendinga.

Heilt á litið eru horfur um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands lakari á seinni hluta ársins og til næstu þriggja ára en þær voru í ágúst (mynd I-1). Stafar það fyrst og fremst af verri hagvaxtarhorfum fyrir evrusvæðið og nýmarkaðsríki en horfur eru betri fyrir Bretland, Bandaríkin og Norðurlöndin. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands verði 1,8% í ár og rúmlega 2% á ári næstu þrjú ár. Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur hefur einnig aukist, þótt hún sé nokkru minni en hún var fyrir ári síðan. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

#### ... og því lakari horfur um viðskiptakjör og útflutning

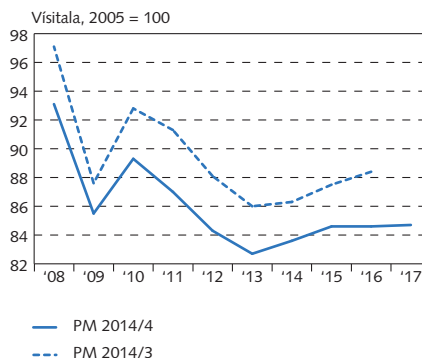
Hagstofa Íslands birti í september þjóðhagsreikninga fyrir annan fjórðung þessa árs og endurskoðun á sögulegum tölum sem tekur m.a. tillit til nýrra reglna um gerð þjóðhagsreikninga (sjá rammagrein 1). Samkvæmt endurskoðuðum tölum rýrnuðu viðskiptakjör nokkru

Mynd I-1  
Alþjóðlegur hagvöxtur 2008-2017<sup>1</sup>



1. Grunnsþá Seðlabankans 2014-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2014/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

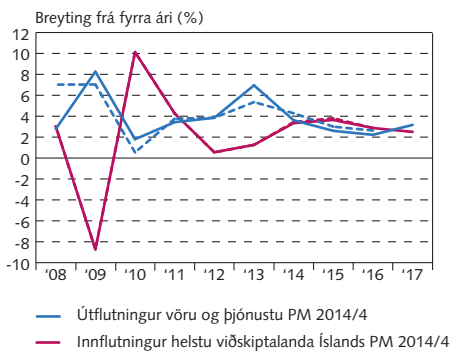
Mynd I-2  
Viðskiptakjör vöru og þjónustu 2008-2017<sup>1</sup>



1. Grunnsþá Seðlabankans 2014-2017. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

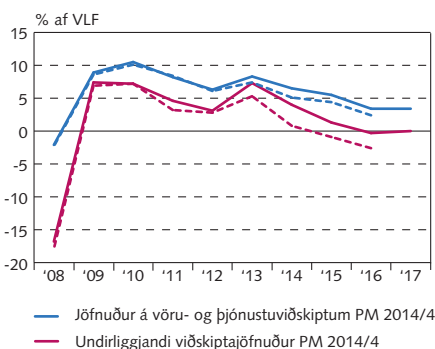
1. Greiningin í þessum Peningamállum byggist á gögnum sem lágu fyrir í byrjun nóvember.

Mynd I-3  
Útflutningur vöru og þjónustu 2008-2017<sup>1</sup>



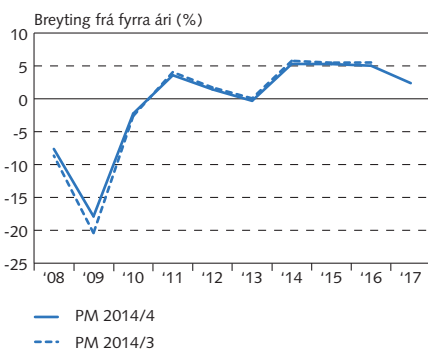
1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotalinur sýna spá frá PM 2014/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4  
Viðskiptajöfnuður 2008-2017<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotalinur sýna spá frá PM 2014/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5  
Þjóðarútgjöld 2008-2017<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

meira á undanförunum árum en áður var talið eða um 20% frá árinu 2006 í stað 17% í fyrri tölum (mynd I-2). Eins og spáð var í ágúst tóku viðskiptakjör að batna á öðrum ársfjórðungi eftir samfellda rýrnun frá ársbyrjun 2011. Talið er að þau batni um 1% í ár sem er meira en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næstu þrjú ár eru hins vegar heldur lakari en þá var gert ráð fyrir.

Endurskoðun Hagstofunnar á tölum um útflutning á síðasta ári hefur leitt í ljós töluvert meiri vöxt en samkvæmt fyrri áætlun. Hægari vöxtur í ár endurspeglar því að einhverju leyti neikvæð grunnáhrif frá fyrra ári. Í takt við lakari alþjóðlegar hagvaxtarhorfur er spáð heldur hægari vexti útflutnings en í ágúst; gert er ráð fyrir að útflutningur vaxi um tæplega 3% að meðaltali á ári sem er svipað vexti innflutnings helstu viðskiptalanda (mynd I-3).

Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum reyndist ríflega 8% af landsframleiðslu í fyrra eða um 1 prósentu meiri en gert hafði verið ráð fyrir í ágúst (mynd I-4). Talið er að afgangurinn minnki í um 3½% af landsframleiðslu árið 2017. Afgangur á viðskiptajöfnuði reyndist einnig töluvert meiri í fyrra en áður hafði verið talið og hafa horfur fyrir næstu ár batnað töluvert. Nánar er fjallað um viðskiptakjör í kafla II og útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

### Horfur á kröftugum vexti innlestrar eftirspurnar á næstu misserum

Eftir hóflegan vöxt einkaneyslu á síðasta ári var vöxtur hennar á fyrri hluta ársins kröftugur, studdur af hækkun raunlauna, bata á vinnumarkaði og batnandi eiginfjárstöðu heimila. Mældist ársvöxtur einkaneyslu 4% á fyrri hluta ársins sem er í ágætum samræmi við ágústspá *Peningamála*. Horfur eru á svipuðum vexti út árið og eins og í ágúst er spáð yfir 4% vexti á þessu ári og því næsta. Á árinu 2016 hægir nokkuð á vexti einkaneyslu þegar dregur úr eftirspurnaráhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda.

Eftir því sem eftirspurn hefur tekið við sér og slakinn minnkað hafa innlend fyrirtæki þurft að leggja út í aukin fjárfestingarútgjöld. Vöxtur fjárfestingar reyndist þó minni á fyrri hluta ársins en spáð var í ágúst og ný könnun Seðlabankans um áform innlestra fyrirtækja bendir til þess að fjárfestingarumsvif verði heldur minni í ár en áður var áætlað. Aðrar vísbendingar eins og innflutningur á fjárfestingarvöru og væntingar stjórnenda um efnahagshorfur og eigin afkomu gætu hins vegar bent til þess að fjárfesting sé vanmetin í sögulegum tölum og mati á horfum fyrir næstu fjórðunga. Gert er ráð fyrir tæplega 18% aukningu fjárfestingar í ár og svipuðum vexti á næstu tveimur árum. Skýrist hann af þróttmiklum vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar og töluverðum umsvifum í orkufrekum iðnaði, sérstaklega á næstu tveimur árum. Einnig eru horfur á ágætum vexti íbúðafjárfestingar. Gangi spáin eftir verður hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu í lok spátímans nálægt sögulegu meðaltali.

Á heildina litið er talið að vöxtur þjóðarútgjalda á þessu og næstu tveimur árum verði um og yfir 5% á ári (mynd I-5). Nokkuð hægir á vextinum árið 2017 þegar gert er ráð fyrir að framkvæmdum við uppbyggingu í orkufrekum iðnaði ljúki að miklu leyti. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

## Hagvöxtur yfir langtíameðaltali á spátímanum en lakari horfur en í ágúst

Hagvöxtur mældist 2,4% á öðrum fjórðungi þessa árs eða um ½ prósentu meiri en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans. Endurskoðun Hagstofunnar á fyrri tölum gerði það hins vegar að verkum að hann mældist lítillega minni á fyrri hluta ársins en þar var spáð eða 0,6% í stað 0,9%. Töluvert hefur því hægt á hagvexti frá því í fyrra er hann mældist 4,5% á seinni helmingi ársins og 3,5% á árinu í heild. Þessi viðsnúningur endurspeglar fyrst og fremst lækkingu birgðastöðu í útflutningsiðnaði og kröftugan innflutning, sérstaklega á innfluttri þjónustu.

Í takt við lakari horfur um vöxt innlendrar eftirspurnar hafa hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild heldur versnað frá því í ágúst. Nú er talið að hagvöxtur verði ríflega 5% á seinni hluta ársins og 2,9% á árinu í heild eða um ½ prósentu minni en í ágústspánni (mynd I-6). Líkt og í ágúst er talið að hagvöxtur aukist aftur á næsta ári og verði 3,5% en að hann minnki á ný í tæplega 3% árið 2016 og í tæplega 2½% árið 2017.

Sem fyrr er áætlað að hagvöxtur verði að mestu drifinn áfram af vexti innlendrar eftirspurnar einkaaðila en að framlag utanríkisviðskipta verði neikvætt á spátímanum. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur að meðaltali um 2,9% á ári á spátímanum sem er lítillega yfir meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára og vel yfir spám um 2,1% meðalhagvöxt í helstu viðskiptalöndum á spátímanum. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

## Áframhaldandi bati á vinnumarkaði þótt hægt hafi á honum

Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi mældist 5,2% á þriðja ársfjórðungi samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar og var 0,2 prósentum minna en á sama fjórðungi í fyrra. Atvinnuleysi eins og það er skráð hjá Vinnuálfstofnun hafði hins vegar minnkað meira eða um 0,8 prósentur og mældist 3,8%. Störfum heldur áfram að fjölga en nokkru hægar en verið hefur undanfarin tvö ár. Þeim fjölgaði á þriðja fjórðungi um 1,4% frá fyrra ári en heildarvinnustundum einungis um 0,7% sem er nokkru minni fjölgun en spáð var í ágúst. Hlutfall starfandi hélt því nánast óbreytt frá fyrra ári á þriðja fjórðungi eftir að hafa hækkað um 0,6 prósentur á öðrum fjórðungi.

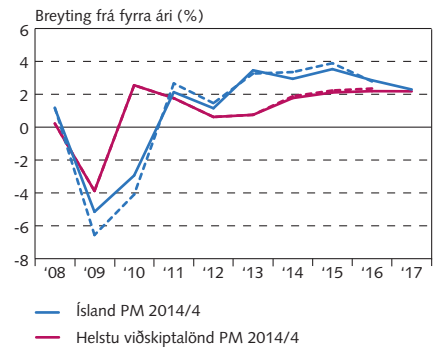
Áfram er gert ráð fyrir að slakinn á vinnumarkaði hverfi fljótlega. Atvinnuleysi heldur áfram að minnka og er áætlað að það verði um 4% á næstu árum (mynd I-7). Skráð atvinnuleysi minnkar einnig en lítillega hægar en spáð var í ágúst. Talið er að vinnustundum muni fjölga að meðaltali um tæplega 2% á ári á næstu þremur árum og að hlutfall starfandi verði um 77½% í lok spátímans (mynd I-8). Framleiðnivöxtur verður hins vegar einungis um 1% að meðaltali á ári á næstu þremur árum, sem er rétt helmingur af sögulegu meðaltali, og heldur veikara en spáð var í ágúst (sjá mynd I-10 hér á eftir). Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla IV.

## Slakinn í þjóðarbúinu heldur minni en gert var ráð fyrir í ágúst

Eins og rakið er í rammagrein 1 leiddi endurskoðun Hagstofunnar á sögulegum hagtölum ekki einungis til töluverðrar hækkunar á raun-

Mynd I-6

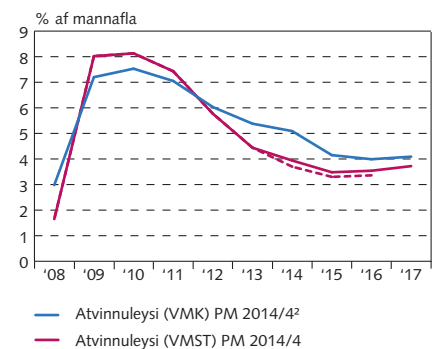
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum 2008-2017<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotlinur sýna spá frá PM 2014/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

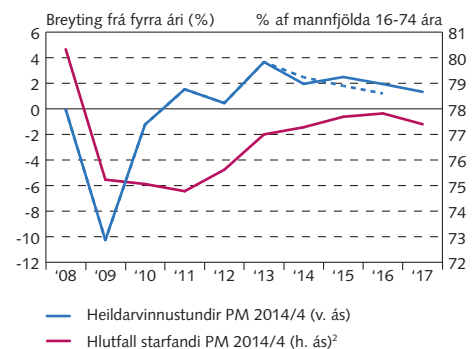
Atvinnuleysi 2008-2017<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotlinur sýna spá frá PM 2014/3. 2. Seðlabankinn birti ekki spá um þróun atvinnuleysis samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar í PM 2014/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálfstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8

Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi 2008-2017<sup>1</sup>

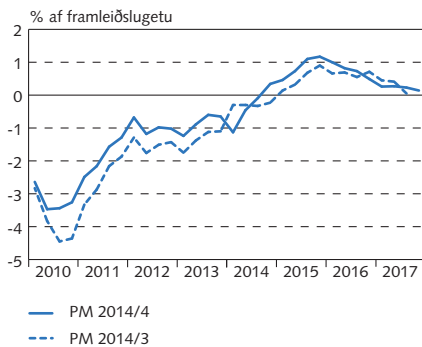


1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotlinur sýna spá frá PM 2014/3. 2. Seðlabankinn birti ekki spá um þróun hlutfalls starfandi í PM 2014/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd I-9

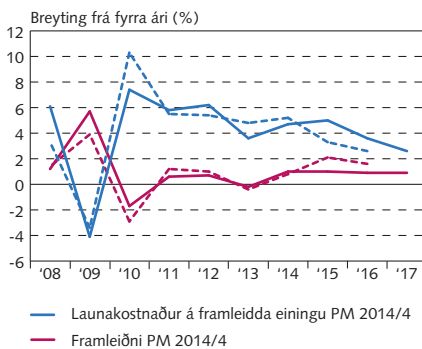
Framleiðsluspenna<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2017



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2014 - 4. ársfj. 2017.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

## Mynd I-10

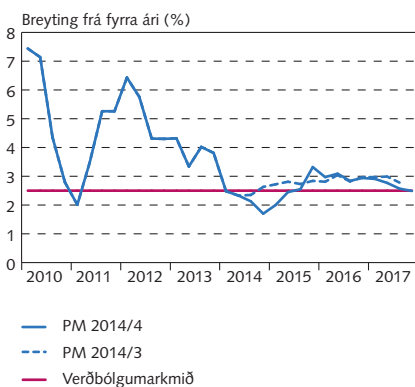
Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2008-2017<sup>1</sup>

1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2014/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd I-11

Verðbólga<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2017



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2014 - 4. ársfj. 2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

virði landsframleiðslunnar heldur einnig til endurmats á hagvaxtarþróun undanfarinna ára. Endurskoðunin og óvissa sem hún skapar gerir mat á framleiðslugetu þjóðarþúsins, og þar með á framleiðslu-slakanum, erfiðara en ella. Að mestu leyti er endurskoðunin talin leiða til samsvarandi endurskoðunar á framleiðslugetu þjóðarþúsins en matið á framleiðsluspennunni breytist þó eitthvað. Nú er talið að slakinn hafi verið lítillega minni í fyrra en gert var ráð fyrir í ágúst og búist er við að hann hverfi á seinni hluta þessa árs eða heldur fyrr en þá var spáð (mynd I-9). Spennan sem myndast á næstu misserum er einnig talin verða lítillega meiri en horfur voru á í ágúst en þó minni en í maíspá bankans. Talið er að framleiðsluspenna verði tæplega 1% að meðaltali á næstu tveimur árum en að hún taki síðan að minnka á ný og verði nánast horfin í lok spátímans. Nánari umfjöllun um framleiðslugetu og -slaka er að finna í kafla IV.

## Verðbólga nálægt markmiði út spátímam

Verðbólga mældist 2,1% á þriðja ársfjórðungi og 1,9% í október og hefur verið við eða undir markmiði frá febrúar sl. Án húsnæðis mælist hún enn minni og mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu segja svipaða sögu. Hjóðnun verðbólgu virðist því byggjast á tiltölulega breiðum grunni sem gefur tilefni til að ætla að hún haldist áfram lítil. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað, jafnt til skamms og langs tíma, og þokast nær verðbólguþakmiðinu. Meiri verðbólguþrýstings virðist hins vegar gæta frá vinnumarkaði sem endurspeglast í hækkunum launakostnaðar á framleidda einingu sem eru kerfisbundið umfram það sem samrýmist verðbólguþakmiðinu og því að horfur eru á nokkuð háum launakröfum í komandi kjarasamningum. Talið er að launakostnaður á framleidda einingu hækki um tæplega 5% í ár og að meðaltali um 3½% á næstu þremur árum sem er um ½ prósentu meira á ári en spáð var í ágúst (mynd I-10).

Á móti verðbólguþrýstingi frá vinnumarkaði vegur að innflutt verðlag hefur lækkað undanfarið og fer þar saman mjög lítil alþjóðleg verðbólga og um 6% hækkun á gengi krónunnar frá fyrra ári. Það er heldur lægra gengi en gert var ráð fyrir í ágústspánni og vegur á móti horfum um minni alþjóðlega verðbólgu á spátímanum. Eins og áður hefur verið rakið er slakinn í þjóðarþúskaðum einnig talinn vera heldur minni en gert var ráð fyrir í ágúst. Betri upphafsstaða verðbólgunnar veldur því að horfur eru á að hún verði minni en spáð var í ágúst það sem eftir lifir þessa árs og út næsta ár sé horft fram hjá áhrifum óbeinna skatta á verðlag (myndir I-11 og I-12).<sup>2</sup> Þegar frá líður veldur þrýstingur frá vinnumarkaði og minnkandi slaki í þjóðarþúskaðinu því að verðbólga þokast upp á ný og verður líkt og í ágústspánni á bilinu 2½-3% á seinni hluta spátímans. Ýmsar forsendur spárinnar eru háðar tölverðri óvissu, sem fjallað er um hér á eftir, en nánar er fjallað um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og um þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla V.

2. Ein af ástæðunum fyrir minni verðbólgu það sem eftir lifir þessa árs og á fyrsta fjórðungi næsta árs er fyrirhugað afnám almennra vörugjalda sem ekki var gert ráð fyrir í síðustu spá. Að því leyti sem afnámið er þegar farið að hafa áhrif á verðlag gæti það einnig verið hluti af ástæðunni fyrir betri upphafsstöðu verðbólgunnar.



## Helstu óvissupættir

Grunnsþáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissupættir.

### Alþjóðlegur efnahagsbati gæti reynst veikari en gert er ráð fyrir

Þótt alþjóðleg efnahagssumsvif hafi reynst heldur veikari á fyrri hluta þessa árs en vænst hafði verið er áfram gert ráð fyrir hægfare bata á næstu misserum. Batinn er samt sem áður brothættur og hætta á bakslagi hefur aukist, t.d. í tengslum við átök í Austur-Evrópu og Mið-Austurlöndum og mikla skuldsetningu og veika eftirspurn í mörgum þróuðum ríkjum. Þrátt fyrir þetta virðist óvissa í alþjóðlegum hagvaxtarspám ekki hafa aukist og áhættuálag á alþjóðlegum fjármálamörkuðum er álíka lágt og það var á árunum fyrir fjármálakreppuna (mynd I-13). Langvarandi átök og óróleiki þeim tengdur gætu orðið alvarlegri dragbitur á alþjóðlegan hagvöxt en gert er ráð fyrir í grunnsþánni og snörp leiðrétting á fjármálamörkuðum gæti aukið enn frekar á áhrifin.

Óvenju lítil verðbólga og lækkandi langtímaverðbólguvæntingar í helstu iðnríkjum gætu einnig bent til þess að alþjóðlegar hagvaxtarhorfur séu ofmetnar og framundan sé langvarandi stöðnunarskeið með veikri eftirspurn einkaaðila, hægum alþjóðlegum hagvexti og lítilli verðbólgu. Mynd I-14 sýnir t.d. möguleg áhrif þess að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum er um ½ prósentu minni á ári á spátímanum en reiknað er með í grunnsþánni. Að öðru óbreyttu leiðir veikari eftirspurn á helstu útflutningsmörkuðum til þess að árlegur vöxtur útflutnings er um 0,3 prósentum minni á ári en í grunnsþánni og hagvöxtur á næsta ári er tæplega 0,3 prósentum minni. Gengi krónunnar tekur þó á sig hluta af aðlöguninni og er orðið riflega 4½% lægra en í grunnsþánni árið 2017. Það styður við útflutning og dregur úr innflutningi sem vegur á móti áhrifum slakari alþjóðlegs hagvaxtar.

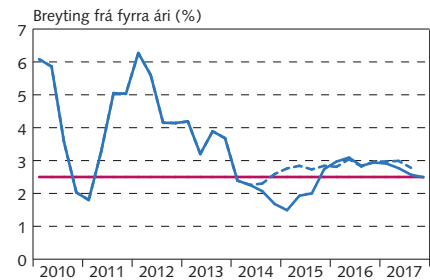
### Óvissa um gengisþróun vegna mögulegra áhrifa uppgjörs slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja og losunar fjármagnshafta

Í grunnsþánni er sem fyrr gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist stöðugt út spátímann. Þessi forsenda er háð mikilli óvissu. Aukin innlend efnahagssumsvif og bati viðskiptakjara gætu t.d. leitt til þess að gengi krónunnar hækki. Aðrir þættir gætu hins vegar leitt til lækkunar. Þar vegur líklega þyngst óvissa tengd mögulegum áhrifum úrlausnar á þeim vandamálum sem birtist í greiðslufajnaðarvandnum sem þjóðarbúið glímir við, þ.e. mögulegu snörpu fjármagnsútflæði tengdu uppgjöri búa fallinna fjármálafyrirtækja og losun fjármagnshafta (sjá nánari umfjöllun í *Fjármálastöðugleika 2014/1* og *2014/2*). Eins og mynd I-15 sýnir felur núverandi gengisforsenda í sér svipað gengi og í ágústspá bankans en þetta gengi er hærra en jafnan hefur verið byggt á síðustu tvö ár. Þetta sýnir hve mikið þessi forsenda getur breyst milli spágerða.

Mynd I-12

Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2017



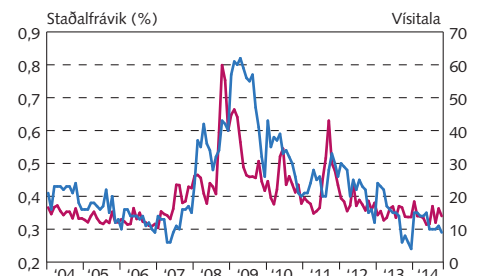
— PM 2014/4  
 - - - PM 2014/3  
 — Verðbólguþáttur

1. Grunnsþá Seðlabankans 4. ársfj. 2014 - 4. ársfj. 2017.  
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Óvissa í hagvaxtarspám og flökt í hlutabréfaverði

Janúar 2004 - október 2014

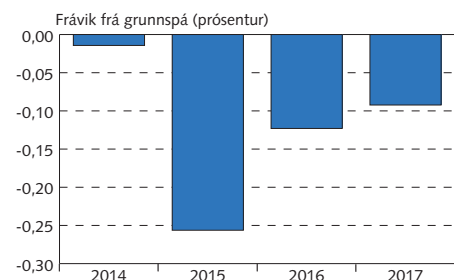


— Sundurleitni í hagvaxtarspám (v. ás)<sup>1</sup>  
 — VIX-flöktvísitalan (h. ás)<sup>2</sup>

1. Vegið meðaltal staðalfráviks í hagvaxtarspám þeirra spáaðila sem Consensus Forecasts tekur saman fyrir G7-ríkin (vegið með kaupmáttarleiðréttari landsframleiðslu). 2. Afleitt flökt S&P500-hlutabréfavisitöllumnar (Chicago Board Options Exchange).  
 Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond.

Mynd I-14

Frávíksdæmi með hægari hagvexti í helstu viðskiptalöndum

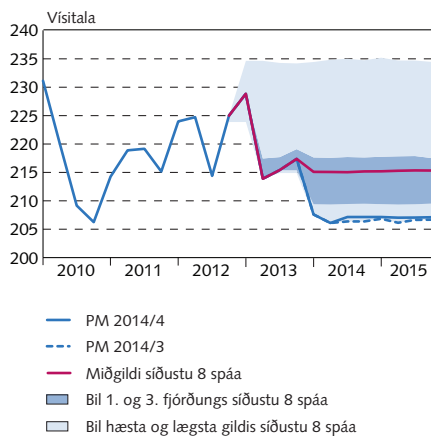


■ Hagvaxtaráhrif hægari hagvaxtar í helstu viðskiptalöndum

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-15

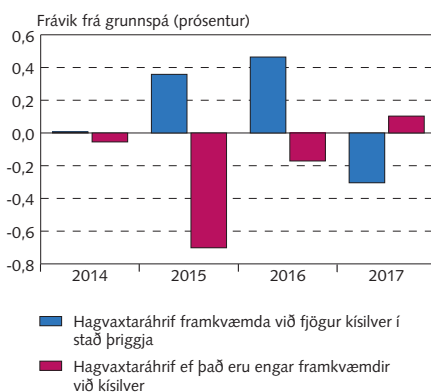
Gengisforsenda grunnspár *Peningamála* - bil síðustu 8 spáa<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir gengisforsendu grunnspár *Peningamála* 2012/4-2014/3 yfir tímabil elstu spárinna (til fjórða ársfjórðungs 2015).  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16

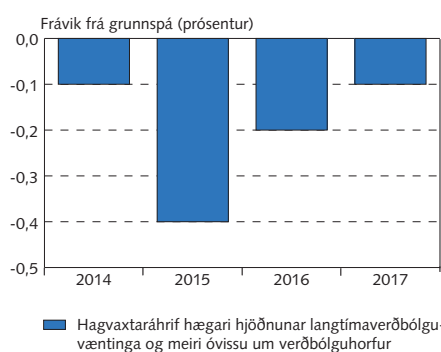
Frávíksdæmi með mismunandi umfangi í framkvæmdum við kísilver



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17

Frávíksdæmi með hægari hjöðnun verðbólguvæntinga og meiri verðbólguóvissu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Efnahagshorfur munu að hluta ráðast af umfangi framkvæmda í orkufrekum iðnaði

Eins og rakið er í ágústhefti *Peningamála* gerir grunnspá bankans ekki lengur ráð fyrir því að ráðist verði í framkvæmdir tengdar álveri Norðuráls í Helguvík á spátímanum. Hins vegar er gert ráð fyrir framkvæmdum í tengslum við uppbyggingu á þremur kísilverum sem áætlað er að hefji framleiðslu á árunum 2016-2017. Hugmyndir eru einnig uppi um byggingu fjórða kísilverins sem er nokkru stærra en hin þrjú og verði af því er áætlað að það hefji framleiðslu á svipuðum tíma. Gangi það eftir gæti fjárfesting í orkufrekum iðnaði því orðið töluvert meiri á næstu árum en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Vöxtur þjóðarútgjalda gæti þá orðið um 1-1½ prósentu meiri á ári á næstu tveimur árum en hagvaxtaráhrifin yrðu heldur minni þar sem þessari fjárfestingu fylgir töluverður innflutningur á fjárfestingarvöru auk þess sem hærra gengi og hærri vextir vega á móti. Hagvöxtur gæti því orðið allt að ½ prósentu meiri á næstu tveimur árum (mynd I-16). Frekari framkvæmdir myndu einnig leiða til aukins útflutnings þegar framleiðsla hefst en áhrifa þeirra fer fyrst að gæta undir lok spátímans sem hér er horft til.

Reynslan af ítrekuðum tölum við uppbyggingu álversins í Helguvík sýnir að grunnspáin gæti einnig falið í sér of bjartsýnar forsendur um framkvæmdir í orkufrekum iðnaði. Mynd I-16 sýnir því einnig dæmi þar sem ekki verður af neinum framkvæmdum tengdum kísilverum á spátímanum. Fjármunamyndun yrði að öðru óbreyttu veikari en í grunnspánni og vöxtur þjóðarútgjalda minni. Áhrifin á hagvöxt eru minni þar sem innflutningur verður minni og lægri vextir og lægra gengi krónunnar vega á móti. Hann gæti þó orðið um 0,7 prósentum minni á næsta ári.

## Prálátar verðbólguvæntingar gætu grafið undan efnahagsbatanum

Frá því að verðbólguþröngun var tekið upp vorið 2001 og þar til nýlega hefur Seðlabankanum gengið frekar illa að tryggja verðstöðugleika og hefur verðbólga ítrekað verið yfir markmiði og stundum töluvert.<sup>3</sup> Þessi slaki á árangur hefur veikt trúverðuleika peningastefnunnar og áhrifa hans gæti enn í mótun hennar (sjá kafla III).

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að langtímaverðbólguvæntingar verði í takt við verðbólguþröngun á meginhluta spátímans. Hugsanlegt er að matið byggist á of bjartsýnum forsendum og að lengri tíma taki að skapa verðbólguvæntingum kjölfestu og því gæti undirliggjandi verðbólguþröngun verið vanmetinn. Verði verðbólguvæntingar þröngari þyrftu vextir Seðlabankans þá að öðru óbreyttu að vera hærri en í grunnspánni. Hagvöxtur yrði þá minni og slakinn í þjóðarútgjalda svo að tryggja megi að verðbólga haldist nálægt markmiði þrátt fyrir þröngari verðbólguvæntingar. Mynd I-17 sýnir þetta: haldist langtímaverðbólguvæntingar nálægt 4% á spátímanum og sé áhættuþóknun vegna óvissra verðbólguhorfa hærri en í grunnspánni þurfa vextir bankans að vera nokkru hærri en í grunddæminu og gæti vöxtur þjóðarútgjalda þá mögulega verið um ½ prósentu minni á ári á næstu tveimur árum og hagvöxtur um 0,3

3. Sjá nánar umfjöllun um árangur peningastefnunnar í kafla 3 í „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, *Sérít* nr. 7.

prósentum minni. Kostnaðurinn við að halda verðbólgu við markmið yrði því meiri en í grundæminu.

### Launahækkunar í komandi kjarasamningum gætu reynst meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni

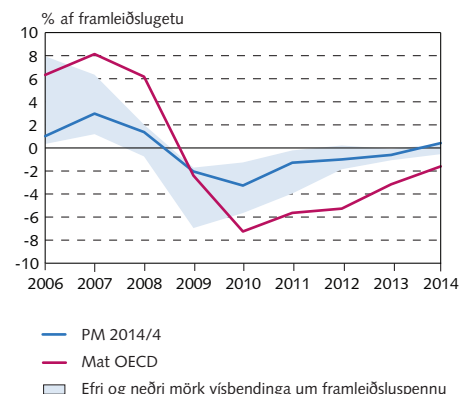
Umsamin laun hafa hækkað heldur meira undanfarið en gert var ráð fyrir í síðustu spám bankans og í grunnspánni er gert ráð fyrir tiltölulega ríflegum launahækkunum á meginhluta spátímans. Eigi að síður er ekki búist við því að þær verði það miklar að þær tefli verðstöðugleika í tvísýnu. Söguleg reynsla bendir þó til þess að töluverð hætta sé á enn meiri launahækkunum. Verði launahækkunar umtalsvert meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni og langt umfram það sem framleiðnivöxtur gefur tilefni til myndu verðbólguhorfur versna töluvert. Auknum launakostnaði yrði líklega að hluta velt út í verðlag og meiri þrýstingur yrði á gengi krónunnar. Líklegt er að fyrirtæki myndu einnig bregðast við hærri launakostnaði með því að draga úr ráðningu starfsfólks eða með uppsögnum og fjárfesta minna en ella. Vextir Seðlabankans yrðu að vera hærri til að vega á móti auknum verðbólguþrýstingi sem myndi auka enn frekar á neikvæð áhrif aukins launakostnaðar. Bakslag gæti því orðið í efnahagsbatanum með hægari hagvexti og meira atvinnuleysi. Eins og rakið er í frávíkisdæmi í kafla I í *Peningamálum* 2013/4 gæti verðbólga orðið hátt í 1 prósentu meiri eftir tvö ár nemi launahækkunar meðalhækkun launa síðasta aldarfjórðungs. Á sama tíma gæti atvinnustigið orðið 2% lægra en ella.

### Erfitt að meta slakann í þjóðarbúskapnum

Samkvæmt grunnspánni er slakinn í þjóðarbúskapnum nánast horfinn og horfur á að framleiðsluspenna myndist sem hjaðnar ekki fyrr en langt er liðið á spátímann. Um þetta mat ríkir auðvitað óvissa (sjá umfjöllun í rammagreinum IV-1 í *Peningamálum* 2011/4 og IV-2 í *Peningamálum* 2013/4). Eins og rakið er hér að ofan eru alþjóðlegar hagvaxtarhorfur óvissar og miklar breytingar á umfangi framkvæmda í orkufrekum iðnaði gætu leitt til breytinga á þessu mati. Bann við verðtryggðum langtímalánum til húsnæðisakaupa gæti einnig dregið úr vexti einkaneyslu á næstu árum sem myndi leiða til þess að slakinn verði að öðru óbreyttu meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni (sjá *Peningamál* 2014/2).

Matið á núverandi stöðu og nýliðinni þróun er ekki síður háð óvissu, eins og nýlegar breytingar á sögulegum tölum þjóðhagsreikninga sýna. Flestar þeirra vísbendinga sem bankinn horfir á við mat á framleiðsluspennu benda til þess að slakinn sé nánast horfinn eða við það að hverfa (mynd I-18). Þannig benda vísbendingar frá vinnumarkaði, hvort sem horft er til frávíks atvinnuleysis frá jafnvægisgildi eða frávíks hlutfalls launa af þáttatekjum frá langtíma meðaltali, til þess að slakinn á vinnumarkaði sé nálægt því að hverfa. Aðrar vísbendingar gætu hins vegar bent til að slakinn sé vanmetinn. Þannig gefa vísbendingar úr svörum forráðamanna fyrirtækja til kynna að einhver slaki sé enn til staðar þótt hann virðist einnig vera að hverfa sé horft á þennan mælikvarða. Nýlegt mat Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) bendir einnig til þess að enn sé einhver slaki til staðar en að hann hverfi á næsta ári.

Mynd I-18  
Mismunandi mat á framleiðsluspennu  
2006-2014<sup>1</sup>

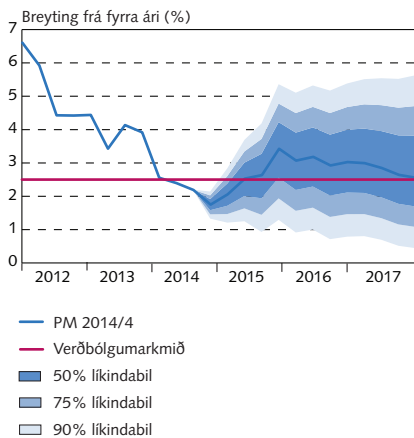


1. Tveir mælikvarðar á frávíki atvinnuleysis frá jafnvægisatvinnuleysi (sjá rammagrein VI-1 í PM 2013/4), hlutfall launa af vergum þáttatekjum, ásamt tveimur spurningum úr könnun Capacent Gallup um getu fyrirtækja til að mæta óvæntri framleiðsluaukningu og hvort þau búa við skort á starfsfólki (frávik frá meðaltali endurskalað þannig að staðalfrávik þess sé það sama og metinnar framleiðsluspennu).  
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

## Mynd I-19

## Verðbólguþá og óvissumat

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2017



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

**Meiri hættu á að verðbólgu sé vanspáð á seinni hluta spátímans en að henni sé ofspáð**

Óvissuþættirnir sem lýst er hér að ofan undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verði gengi krónunnar t.d. lægra eða launahækkunar meiri en í grunnspánni er líklegt að hærra vexti Seðlabankans þurfi til þess að halda verðbólgu við markmið en gert er ráð fyrir í grunnspánni.<sup>4</sup> Hið sama á við ef slakinn í þjóðarþúinu er ofmetinn eða umsvif í orkufrekum iðnaði verða meiri á komandi árum en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Vegna þess að langtíma-verðbólguvæntingar skortir enn trausta kjölfestu geta frávikin orðið meiri en ella. Verðbólga gæti hins vegar reynst minni en spáð er ef slakinn er vanmetinn, ef krafturinn í innlendri eftirspurn reynist minni en gert er ráð fyrir eða ef alþjóðlegar efnahagshorfur reynast lakari. Hið sama á við ef hægari alþjóðlegur hagvöxtur hefur einnig í för með sér meiri lækkanir alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs, a.m.k. að svo miklu leyti sem gengi krónunnar gæfi ekki eftir.

Mynd I-19 endurspeglar ofangreinda óvissuþætti verðbólguþárárinnar með því að sýna verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá ásamt mati á óvissubili spárinnar, þ.e. mati á bili verðbólgu sem taldar eru 50-90% líkur á að verðbólga verði innan næstu þrjú ár (sjá viðauka 3 í *Peningamálum 2005/1* þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Talið er að óvissan sé í meginatriðum svipuð og lýst er í ágústspá bankans en lögun líkindadreifingarinnar hefur aðeins breyst. Nú eru taldar meiri líkur á að verðbólgu sé ofspáð til skemmri tíma en enn eru heldur meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð á seinni hluta spátímans en að henni sé ofspáð. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 2½-4% að ári liðnu og á bilinu 1⅔-3⅔% í lok spátímans.

4. Grunnspáin byggist á því að peningastefnunni sé beitt þannig að tryggt sé að verðbólga sé við markmið yfir hagsveifluna.

## II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Framhald hefur orðið á efnahagsbatanum í helstu viðskiptalöndum Íslands en hann reynist enn sem fyrr hnökróttur og hverfull. Fjarað hefur undan batanum á evrusvæðinu, ekki síst í kjarnaríkjum svæðisins, en hann sækir enn í sig veðrið vestanhafs. Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa versnað frá því í ágúst og sömuleiðis horfur um innflutning helstu viðskiptalanda Íslands. Horfur eru tvísýnni en í ágúst og meiri líkur á að hagvexti sé ofspáð fremur en vanspáð. Verðbólga er víða undir markmiði og útlit fyrir að svo verði sums staðar um nokkurt skeið, ekki síst á evrusvæðinu. Þriggja ára samfelldri rýrnun viðskiptakjara Íslands lauk á fyrri helmingi ársins og horfur eru á meiri bata í ár en vænst var í ágúst. Þær eru þó óvissar, ekki síst í ljósi sviptinga á ýmsum mörkuðum að undanförunu.

### Alþjóðleg efnahagsþróun

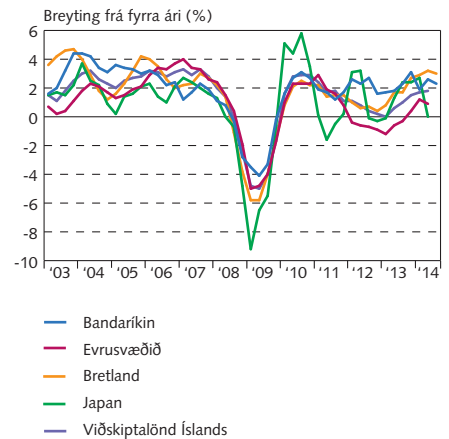
#### Nokkru lakari og tvísýnni hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands ...

Efnahagsbati helstu viðskiptalanda Íslands náði nokkurri viðspyrnu um miðbik síðasta árs og óx áfram ásmegin á fyrri helmingi þessa árs (mynd II-1). Hagvöxtur reyndist þá 1,7% sem er um 0,3 prósentum meiri vöxtur en á síðari árshelmingi í fyrra. Stoðir efnahagsbatans virðast styrkari í Bandaríkjunum og á Bretlandseyjum en á evrusvæðinu þar sem landsframleiðsla óx um 0,1% á milli fyrsta og annars ársfjórðungs. Lítil hagvöxtur í kjarnaríkjum evrusvæðisins er sérstakt áhyggjuefni og hefur orðið tilefni nokkurs titrings á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Landsframleiðslan dróst saman á Ítalíu og í Þýskalandi á öðrum ársfjórðungi og stóð í stað í Frakklandi. Fjárfesting hefur vaxið minna en vænst var, framlag útflutnings til hagvaxtar reynst minna og fjölgun starfa hægar. Í helmingi ríkja evrusvæðisins var hagvöxtur þó um og yfir 1% á fyrri helmingi ársins en Þýskaland er eina kjarnaríkið í þeim hópi. Fjögur ríki svæðisins glíma enn við samdrátt. Í Japan hafa örvunaradgerðir kynt undir hagvöxt og verðbólgu en vöxturinn varð þó minni á fyrri árshelmingi en búist var við. Efnahagsbati Norðurlanda hefur einnig verið mismunandi; liðlega 2% hagvöxtur var í Noregi og Svíþjóð á fyrri helmingi ársins, einungis um 1% vöxtur í Danmörku og stöðnun ríkir enn í Finnlandi. Ágætur vöxtur hefur verið í ýmsum nýmarkaðsríkjum en hagvöxtur ríkja í Suður- og Mið-Ameríku hefur reynst lakari en vænst var, auk þess sem nokkuð hefur hægt á hagvexti í Kína.

#### ... og vísendingar um enn skarpari skil á milli hagvaxtarþróunar austan- og vestanhafs næstu misserin

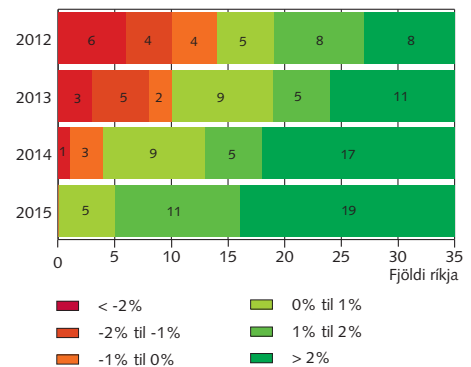
Í októberspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að heimshagvöxtur verði 3,3% í ár eins og í fyrra. Það er 0,4 prósentum minni vöxtur en búist var við í aprílspá sjóðsins. Hagvaxtarhorfur eru lakari bæði í iðnríkjum og nýmarkaðs- og þróunarríkjum en áfram er gert ráð fyrir að það bæti í hagvöxt meðal iðnríkja en dragi úr honum meðal nýmarkaðs- og þróunarríkja. Eins og sjá má á mynd II-2 er búist við að þeim þróðu ríkjum fjölgi ört í ár þar sem hagvöxtur verður yfir 2% og að samdráttur verði í fjórum ríkjum en engu á því næsta.

Mynd II-1  
Alþjóðlegur hagvöxtur  
1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2014



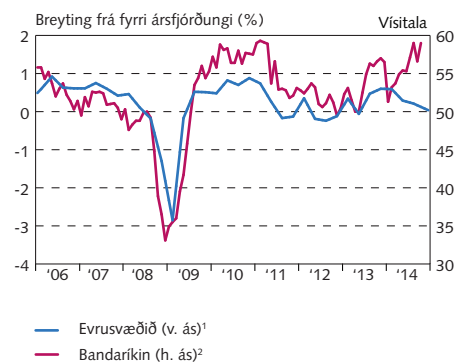
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2  
Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, World Economic Outlook, október 2014.

Mynd II-3  
Leiðandi vísendingar um hagvöxt  
Janúar 2006 - desember 2014

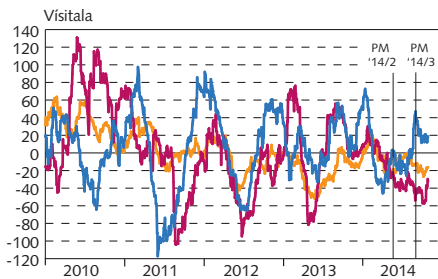


1. Hagvaxtarvísir OFCE og EUROFRAME leggur mat á ársfjórðungslegan hagvöxt á evrusvæðinu tvo ársfjórðunga fram í tímann. Mánaðarleg vísitala fengin með línulegri brúun á ársfjórðungsleg gögn. 2. Iðnaðarvísitalan fyrir framleiðendur í Bandaríkjunum, Manufacturing Purchasing Managers' index (PMI) er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50, táknar það vöxt milli mánaða, en ef hún er undir 50 táknar það samdrátt.  
Heimild: Macrobond.

## Mynd II-4

Vísitala óvæntra hagvísu<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 31. október 2014



— Bandaríkin  
— Evrusvæðið  
— Nýmarkaðsríki

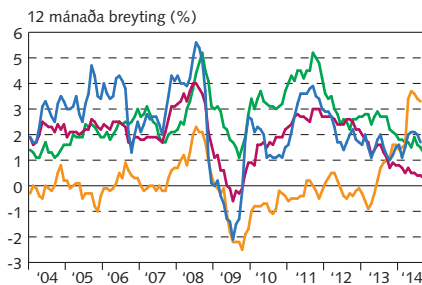
1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru jákvæðari en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.

Heimild: Macrobond.

## Mynd II-5

## Verðbólga meðal nokkurra iðnríkja

Janúar 2004 - september 2014



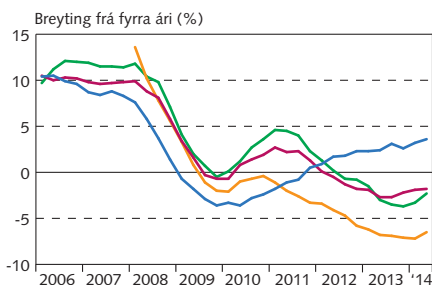
— Bandaríkin  
— Evrusvæðið  
— Japan  
— Bretland

Heimild: Macrobond.

## Mynd II-6

Þróun útlánaaukningar í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu<sup>1</sup>

1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2014



— Bandaríkin  
— Evrusvæðið  
— Spánn  
— Ítalía

1. Fyrirtæki (önnur en fjármálafyrirtæki) og heimili.  
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Leiðandi vísbendingar benda til að áfram muni fjara undan efnahagsbata evrusvæðisins á seinni helmingi ársins (mynd II-3). Mikil óvissa er um hagvaxtarhorfur svæðisins, hversu hratt nýlegar aðgerðir Seðlabanka Evrópu (ECB) muni skila sér og hvort ríkisfjármálastefna og aðrar umbætur leggist nægjanlega á sveif með peningastefnunni til að tryggja efnahagsbata. Hagvísar fyrir evrusvæðið hafa verið undir væntingum markaðsaðila um hálfis árs skeið og virðist skilja meira á milli væntinga markaðsaðila og þróunar hagvísu (mynd II-4). Í Bandaríkjunum hafa hagvísar hins vegar almennt verið betri en vænst var og benda til áframhaldandi efnahagsbata. Tímabili niðurskurðar og skattahækkana hins opinbera er að ljúka auk þess sem peningastefna bandaríska seðlabankans heldur áfram að styðja við batann.

### Minni kraftur í alþjóðaviðskiptum og eftirspurn helstu viðskiptalanda

Hægari efnahagsbati í heimsbúskapnum hefur í för með sér að spár gera nú ráð fyrir minni vexti alþjóðaviðskipta. Innflutningur helstu viðskiptalanda verður einnig heldur veikari og er búist við um 3,3% vexti á þessu ári sem er lítillega minni vöxtur en áður var gert ráð fyrir. Munar þar mest um hægari vöxt efnahagssumsvifa á evrusvæðinu.

### Verðbólga hefur hjaðnað nokkru meira en vænst var og er víða undir markmiði

Verðbólga hefur hjaðnað enn frekar í helstu viðskiptalöndum Íslands og skýrist þróunin m.a. af því að víða virðist talsverður framleiðslu-slaki enn vera til staðar, einkum í Evrópu og Bandaríkjunum. Áhyggjur af hugsanlegri verðhjöðnun á evrusvæðinu hafa aukist eftir því sem hagvísar reynast verri en vænst var og verðbólga mælist vel undir markmiði. Á þriðja ársfjórðungi mældist verðbólga á evrusvæðinu einungis 0,4% og hafði þá hjaðnað um 0,2 prósentur frá fyrri fjórðungi (mynd II-5). Verðhjöðnun er þegar orðin að veruleika í fjórum ríkjum evrusvæðisins og í alls nítján Evrópuríkjum er verðbólga undir 0,4%. Langtímaverðbólguvæntingar hafa þokast niður fyrir markmið ECB. Í septemberspá bankans er gert ráð fyrir að verðbólga á evrusvæðinu verði undir markmiði a.m.k. fram til ársins 2017. Hvetur bankinn, líkt og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, til að ríki svæðisins beiti ríkisfjármálum og efnahagsumbótum til að renna styrkari stoðum undir batann, einkum í ljósi umfangsmikils atvinnuleysis og þess lága fjármögnunarkostnaðar sem er víða fyrir hendi.

Í Bretlandi hefur verðbólga verið undir 2% verðbólgu markmiði Englandsbanka frá því í janúar sl. og mældist einungis 1,2% í september sl. Hún hefur ekki verið minni um fimm ára skeið. Verðbólga hefur verið stöðugri í Bandaríkjunum og er nær markmiði. Í Japan hefur verðbólga hins vegar aukist vegna virðisaukaskattshækkana og búist er við frekari hækkunum skattsins. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist og er talið að hún verði 1,1% á þessu ári. Á seinni helmingi ársins er talið að verðbólga verði að meðaltali um 1,3% í helstu viðskiptalöndum Íslands eða ögn minni en gert var ráð fyrir í ágúst. Horfur fyrir spátímabilið í heild hafa einnig verið endurskoðaðar lítillega niður á við og eru taldar tvísýnni en áður.

## Horfur á lengra lágvaxtatímabili en áður var vænst og vaxandi mun á taumhaldi peningastefnu meðal þróaðra ríkja

Þessi ólíka þróun hagvaxtar og verðbólgu í helstu iðnríkjum mun leiða til vaxandi munar á taumhaldi peningastefnu þeirra á komandi misserum. Skuldabréfakaupum Seðlabanka Bandaríkjanna lauk í október sl. eins og vænst var og undirbýr bankinn hækkun vaxta en ECB hefur lækkað vexti í tvígang frá því í júní niður í yfirlýst lágmark þeirra og kynnt ýmsar aðgerðir til að styðja betur við efnahagsbatann og koma verðbólgu á ný í markmið. Aðgerðirnar felast m.a. í kaupum á ýmsum eignatryggðum skuldabréfum einkaaðila í því skyni að örva útlán á evrusvæðinu til einstaklinga og fyrirtækja (mynd II-6). Koma skuldabréfakaupin til viðbótar langtímalánveitingum bankans til fjármálastofnana. Óvissa ríkir um árangur aðgerðanna. Spár gera almennt ráð fyrir að þær beri árangur og að komist verði hjá frekari lækkun langtíma-verðbólguvæntinga sem myndi að öðrum kosti auka taumhald peningastefnunnar og grafa undan efnahagsbatanum.<sup>1</sup> Samkvæmt framvirkum vöxtum vænta markaðsaðilar almennt lægri vaxta en í maí. Búast þeir við að Englandsbanki hækki vexti næsta vor, Seðlabanki Bandaríkjanna um mitt næsta ár en að vöxtum verði haldið lágum á evrusvæðinu til langs tíma (mynd II-7).

Áhættufælni á fjármálamörkuðum hefur farið vaxandi með aukinni óvissu um alþjóðlega efnahagsþróun, ekki síst á evrusvæðinu. Í kjölfarið hafa alþjóðlegir eignamarkaðir gefið eftir (myndir II-8 og II-9). Fjármagn hefur leitað frá evrusvæðinu og hlutabréfaverð í Evrópu hefur ekki verið jafn lágt í um ár og gengi evru á móti Bandaríkjadal hefur sömuleiðis ekki verið lægra í riflega tvö ár. Gengislækkunin er þó til þess fallin að styðja við samkeppnishæfni evrusvæðisins.

## Útflutningsverð og viðskiptakjör

### Útflutningsverð hefur hækkað umfram væntingar í ár

Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hefur hækkað um nær 10% frá því í febrúar sl. þegar verðlækkunarhrinin sem hófst síðla árs 2012 lauk. Mesta hækkunin hefur orðið á verði uppsjávarfisks en eftirspurn eftir botnfiskafurðum hefur einnig tekið við sér. Heilt á litið er gert ráð fyrir svipuðum horfum og í ágúst en þar sem verðhækkanirnar hafa komið fram nokkru fyrr en þá var áætlað er búist við um 1 prósentu meiri hækkun á verði sjávarafurða á þessu ári (mynd II-10).

Álverð hefur hækkað frá miðju ári og hafði í ágúst ekki verið hærra í 1½ ár. Hækkunin hefur verið drifin áfram af samdrætti í framleiðslu áls vegna lokunar álvera sem leitt hefur til þess að alþjóðlegar álbirgðir hafa minnkað um fimmtung frá ársbyrjun. Gert er ráð fyrir ½% hækkun álverðs í ár í takt við framvirkt verð og alþjóðlegar spár en það er 1½ prósentu meiri hækkun en búist var við í ágúst.

### Horfur á áframhaldandi lækkun hrávöruverðs

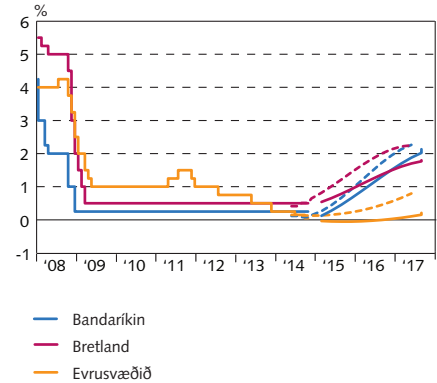
Olíuverð var 7% lægra á þriðja fjórðungi en á öðrum fjórðungi ársins. Verðið hefur haldið áfram að lækka það sem af er þessum fjórðungi

1. Raunvextir myndu hækka við lækkun verðbólguvæntinga þar sem nafnvextir eru nálægt núlli. Sjá t.d. umfjöllun í rammagrein 1.3 í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2014), „Anchoring inflation expectations when inflation is undershooting“, *World Economic Outlook*, apríl 2014.

Mynd II-7

Stýrivextir og framvirkir vextir í Bandaríkjunum, Bretlandi og á evrusvæðinu<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 31. október 2014, ársfjórðungslegar tölur 4. ársfj. 2014 - 4. ársfj. 2017



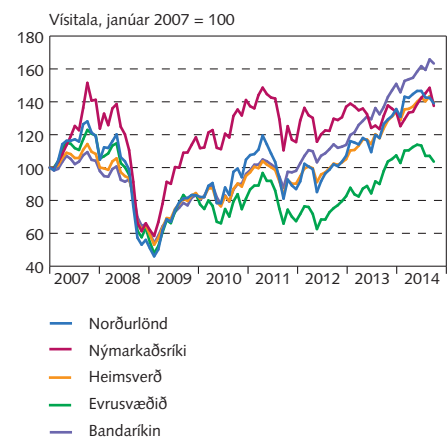
1. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps). Heilar línur sýna framvirka ferla frá 31. október 2014 en brotalínur frá 2. maí 2014.

Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-8

Hlutabréfaverð á ýmsum mörkuðum<sup>1</sup>

Janúar 2007 - október 2014

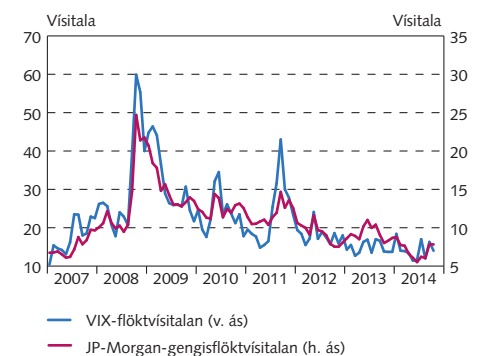


1. Mánaðarleg meðaltöl. Heimild: Macrobond.

Mynd II-9

Flökt í hlutabréfaverði og gengi gjaldmiðla<sup>1</sup>

Janúar 2007 - október 2014

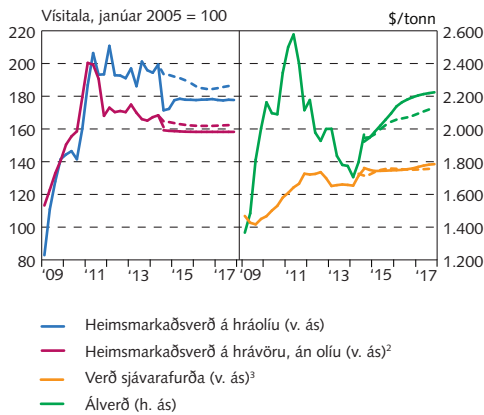


1. Afleitt flökt S&P500-hlutabréfavisitalunnar (Chicago Board Options Exchange) og afleitt flökt í gengi gjaldmiðla út frá gjaldeyrisvalréttum (JP-Morgan VXYGL-vísitalan). Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

## Mynd II-10

Verð á sjávarafurðum, áli, olíu og hrávöru<sup>1</sup>

1. ársfj. 2009 - 4. ársfj. 2017

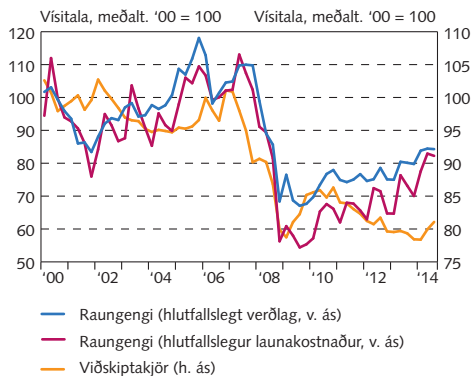


1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2014 - 4. ársfj. 2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2014/3. 2. Verð á hrávöru án olíu í USD. 3. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu vöruútflutnings.  
 Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

## Mynd II-11

## Raungengi og viðskiptakjör

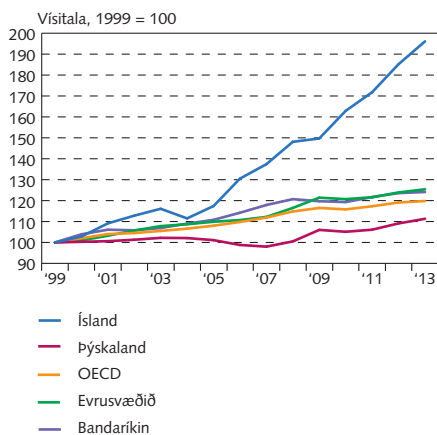
1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Mynd II-12

## Launakostnaður á framleidda einingu í þróuðum ríkjum



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

og hefur ekki verið lægra frá ársbyrjun 2011. Framboð hefur aukist jafnt og þétt allt þetta ár, sérstaklega vegna aukinnar olíuvinnslu í Bandaríkjunum og í nokkrum OPEC-ríkjum. Í Bandaríkjunum hefur sú grundvallarbreyting orðið að innanlandsnotkun er nú nær einvörðungu mætt með eigin framleiðslu í stað innflutnings eins og verið hefur mörg undanfarin ár. Þá hefur veikur efnahagsbati þróaðra ríkja valdið því að eftirspurn eftir olíu hefur aukist minna en vænst var.

Verð á hrávöru utan olíu hefur einnig haldið áfram að gefa eftir og lækkaði um 4% á þriðja ársfjórðungi frá fjórðungnum á undan og hefur verið ekki verið lægra í þrjú ár. Þá lækkaði verð á matvælum í Bandaríkjadal um 11% milli fjórðunga. Ástæðan er m.a. veikari efnahagsbati á heimsvísu og gengishækkun Bandaríkjadals. Viðskiptabann Rússa á Bandaríkin, Ástralíu, Kanada, evrusvæðið og Noreg er talið geta haft í för með sér frekari verðlækkun á hrávörum. Eins og í ágúst er því gert ráð fyrir áframhaldandi verðlækkun á hrávöru og olíu út árið en heldur meiri en þá var talið. Búist er við að verð á hrávöru lækki um tæp 3½% í ár og olíuverð um 5½% (mynd II-10).

## Viðskiptakjör batna í ár eftir þriggja ára samfellda rýrnun

Eins og búist var við tóku viðskiptakjör vöru og þjónustu að batna á öðrum ársfjórðungi eftir að hafa versnað um 20% frá árinu 2006 (mynd II-11).<sup>2</sup> Nú er gert ráð fyrir að viðskiptakjör batni meira í ár en talið var í ágúst þar sem útflutningsverð hækkaði töluvert á haustmánuðum og innflutningsverð hefur gefið nokkuð eftir. Samtals er gert ráð fyrir að viðskiptakjörin batni um rúmlega 1% í ár.

## Raungengið ekki mælst hærra frá því að fjármálakreppan skall á

Raungengi krónunnar náði hæsta gildi sínu frá því að fjármálakreppan skall á á öðrum ársfjórðungi en lækkaði lítillega á milli fjórðunga á þriðja fjórðungi. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um rúm 5% milli ára á þriðja fjórðungi ársins (mynd II-11). Hækkunin skýrist fyrst og fremst af hærri nafngengi krónunnar en verðbólga hefur einnig verið rúmri prósentu meiri hér en í helstu viðskiptalöndum Íslands. Raungengið er engu að síður tæplega 11% lægra miðað við hlutfallslegt verðlag en meðalraungengi undanfarinna þrjátíu ára.

Miðað við hlutfallslegan launakostnað hækkaði raungengið töluvert í aðdraganda fjármálakreppunnar, enda hækkaði innlendir launakostnaður talsvert meira en meðal viðskiptalanda Íslands með samsvarandi rýrnun á samkeppnisstöðu þjóðarbúsins (mynd II-12). Samkeppnisstaðan batnaði á ný í kjölfar kreppunnar en frá árinu 2009 hefur launakostnaður á framleidda einingu hækkað örar hér á landi en erlendis og raungengið því hækkað og samkeppnisstaða versnað á nýjan leik. Raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað er 12½% lægra en meðalraungengi undanfarinna þrjátíu ára.

2. Þetta er 3 prósentum meiri rýrnun en fyrri tölur höfðu gefið til kynna og endurspeglar m.a. breytingar sem hafa orðið á stöðlum þjóðhagsreikninga (sjá umfjöllun í rammagrein 1). Nánar er fjallað um helstu ástæður að baki rýrnunar viðskiptakjara í kjölfar alþjóðlegru fjármálakreppunnar í rammagrein II-1 í *Peningamállum* 2013/4.



## III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Þótt virkir nafnvextir Seðlabankans hafi ekki breyst undanfarið hefur taumhald peningastefnunnar heldur styrkst frá útgáfu *Peningamála* í ágúst og virðast markaðsaðilar vænta stífara taumhalds á næsta ári en þeir væntu í síðustu könnun. Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað sem ætti að stuðla að auknu aðgengi innlendra aðila á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt og Seðlabankinn keypt talsvert af erlendum gjaldreyri á markaði. Vöxtur peningamagns er enn nokkur en virðist í ágætum takti við vöxt efnahagssumsvifa. Hrein ný útlán til fyrirtækja hafa heldur aukist milli ára en hægt hefur á vexti nýrra útlána til heimila. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa á heildina lítið batnað. Hrein eign einkageirans hefur aukist með herra eignaverði og lægri skuldum og hefur eiginfjárhlutfallið ekki verið herra síðan árið 2005.

### Peningastefnan

#### Nafnvextir Seðlabanka Íslands eru óbreyttir ...

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundum sínum í ágúst og september sl. að halda vöxtum bankans óbreyttum og hafa þeir verið óbreyttir í tæplega tvö ár. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru virkir vextir bankans því um 5,4%.<sup>1</sup>

Vextir á millibankamarkaði með krónur hafa þróast í takt við virka vexti bankans. Vextir til einnar nætur hafa lítið breyst frá útgáfunni í ágúst og haldist í neðri hluta vaxtagangsins (mynd III-1) en velta hefur verið afar lítil. Samþykktir vextir í útboðum ríkisvixla hafa hins vegar hækkað og færst nær vaxtaganginum þótt þeir séu enn fyrir neðan gólf hans.

#### ... en raunvextir bankans hafa hækkað

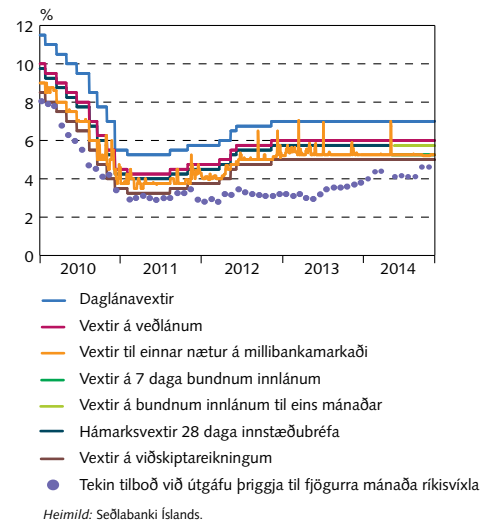
Þótt virkir nafnvextir bankans hafi ekki breyst hefur taumhald peningastefnunnar styrkst frá *Peningamálum* í ágúst miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum (tafla III-1). Á þann mælikvarða eru raunvextir nú um 2,4% og hafa hækkað um 0,2 prósentur frá ágúst og um prósentu frá því fyrir ári. Hækkun raunvaxta bankans er þó heldur meiri sé miðað við mælda ársverðbólgu sem hefur hjaðnað nokkuð undanfarið. Þessi hækkun raunvaxta bankans hefur í meginatriðum miðlast út í aðra raunvexti á markaði, þó síst út í verðtryggða íbúðalánvexti (mynd III-2). Eins og sést á mynd III-3 eru raunvextir Seðlabankans nokkru hærri en meðal flestra annarra iðnríkja en það helgast fyrst og fremst af því að enn hefur ekki fyllilega tekist að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu hér á landi. Þá er slakinn í þjóðarþúskapnum einnig minni hér en í helstu iðnríkjum (sjá einnig rammagrein I-1 í *Peningamálum* 2013/2).

1. Einfalt meðaltal vaxta á óbundnum og bundnum innlánsreikningum fjármálfyrirtækja í Seðlabankanum (áður innstæðubréfa). Þessi mælikvarði þykir endurspegla best þá nafnvexti bankans sem ráða þróun vaxta á peningamarkaði.

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 31. október 2014

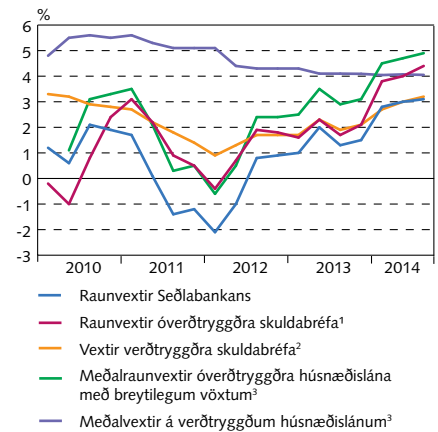


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Raunvextir Seðlabanka Íslands og raunvextir á markaði

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2014

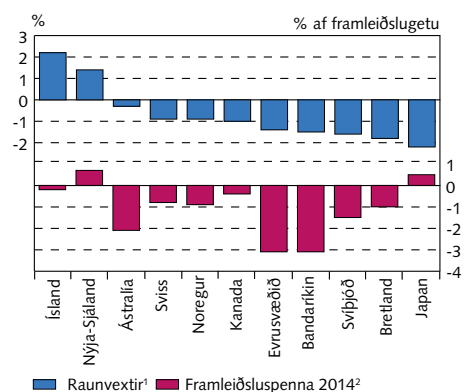


1. 5 ára vextir metnir út frá nafnvaxtaferlinum. 2. 5 ára vextir metnir út frá raunvaxtaferlinum. 3. Vegið meðaltal útlánvaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eru fastir frá 5 árum og allt upp í allan lánstímann.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Virkir raunvextir og framleiðsluspenna í nokkrum iðnríkjum



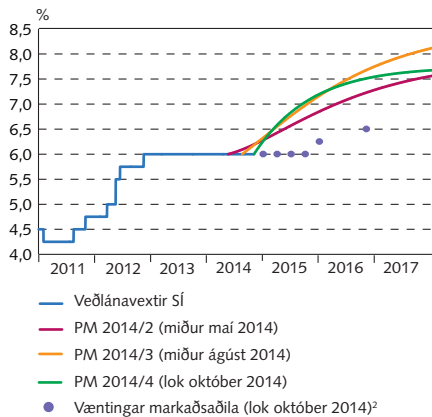
1. Virkir raunvextir miðað við verðbólguvæntingar sem eru til 1-2 ára út frá könnunum meðal markaðsaðila og sérfræðinga. 2. Fyrir önnur lönd en Ísland er notast við mat OECD.

Heimildir: Consensus Forecasts, heimasíður seðlabanka, IMF, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Veðlánavextir, framvirkir vextir og væntingar markaðsaðila um veðlánavexti<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2011 - 31. desember 2017

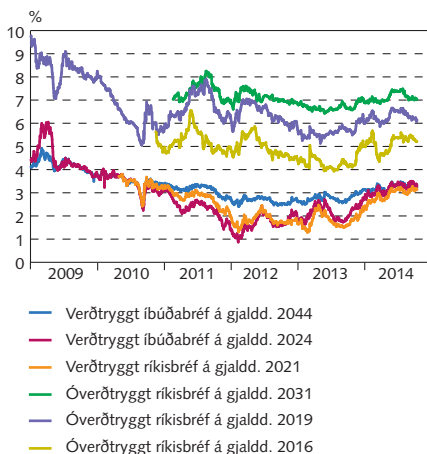


1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. 2. Miðað við miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila dagana 29.-31. október 2014. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 31. október 2014

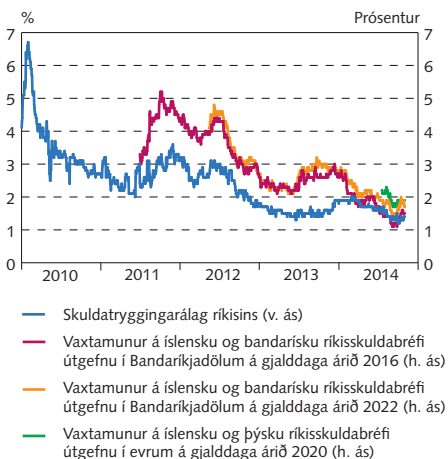


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 31. október 2014



Heimild: Bloomberg.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (31/10 '14)	Breyting frá PM 2014/3 (15/8 '14)	Breyting frá PM 2013/4 (1/11 '13)
Raunvextir miðað við: <sup>1</sup>			
ársverðbólgu	3,4	0,5	1,6
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	2,3	0,0	0,9
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	1,3	0,0	0,9
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs <sup>2</sup>	2,5	0,5	1,1
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs <sup>3</sup>	2,6	0,3	0,8
verðbólguv. Spá Seðlabankans <sup>4</sup>	2,7	0,2	0,6
Meðaltal	2,4	0,2	1,0

1. Miðað við einfalt meðaltal vaxta á óbundnum og bundnum innlánsreikningum fjármálfyrirtækja í Seðlabankanum (áður innstæðubréfa) sem virka nafnvexti bankans. 2. Út frá könnun á væntingum markaðsaðila. 3. Verðbólguálag til eins árs út frá mismun óverðtryggðra og verðtryggðra vaxtarófsins (5 daga hlauðandi meðaltal). 4. Spá Seðlabanka um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Markaðsaðilar vænta hærri raunvaxta

Könnun á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í lok október sl. gefur til kynna að þeir vænti lægri nafnvaxta Seðlabankans á næsta ári samanborið við ágústkönnun bankans (mynd III-4). Niðurstöðurnar gefa þannig til kynna að markaðsaðilar vænti þess að veðlánavöxtum bankans verði haldið óbreyttum fram á fjórða fjórðung næsta árs og verði þá hækkað um 0,25 prósentur, í 6,25%, og að vextirnir verði orðnir 6,5% eftir tvö ár. Það eru 0,25 prósentum lægri vextir en þeir væntu í ágúst. Könnunin gefur jafnframt til kynna að væntingar um raunvexti bankans eftir eitt og tvö ár hafi hækkað frá ágústkönnuninni. Vísbendingar um væntingar markaðsaðila út frá mati á framvirkum vaxtaferli gefa hins vegar til kynna að líkt og í ágúst búist þeir við 0,25 prósentna hækkun veðlánvaxta bankans þegar á þessu ári og sambærilegri hækkun á fyrsta ársfjórðungi þess næsta og að þeir verði þá 6,5%.<sup>2</sup> Samkvæmt matinu vænta þeir þó minni vaxtahækkana síðar á spátímanum en í ágúst.

### Markaðsvextir og vaxtaálag

#### Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hefur lækkað ...

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa lækkaði lítillega í kjölfar tilkynningar peningastefnunefndar Seðlabankans um óbreytta vexti bankans og útgáfu uppfærðrar grunnspár bankans í ágúst (mynd III-5). Kann það að endurspeglar trú markaðsaðila á að verðbólguhorfur hafi batnað líkt og spá bankans sýndi og að núverandi vaxtastig væri hæfilegt til að halda verðbólgu við markmið. Krafa lengri bréfa hefur lækkað enn frekar í kjölfar hagstæðra verðbólguvæntinga og er nú allt að ½ prósentu lægri en hún var um miðjan ágúst. Ávöxtunarkrafan er þó enn hærri en hún var í lok október 2013 og hefur raunávöxtun ríkisskuldabréfa hækkað í takt við hækkun raunvaxta Seðlabankans.

#### ... líkt og krafa verðtryggðra skuldabréfa

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúða- og ríkisbréfa hefur lækkað lítillega frá ágústútgáfu *Peningamála* en er enn allt að 1,3 prósentum hærri en í október 2013. Endurspeglar það að hluta til fyrrnefnda hækkun raunvaxta Seðlabankans en kann einnig að endurspeglar þá óvissu sem er til staðar varðandi framtíðarskipan húsnæðismála og

2. Vísbendingar sem vaxtaferillinn gefur um væntingar markaðsaðila um næstu vaxtaákvæðanir eru óvissari en ella vegna vandamála við mælingu á stysta enda vaxtarófsins. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein III-1 í *Peningamálu* 2013/4.

vegna dómsmála um hvort verðtrygging lánsfjár í neytendasamningum sé í samræmi við íslensk lög. Ráðgefandi álit EFTA-dómstólsins sem birt var í lok ágúst sl. um dómsmál sem rekið er fyrir Héraðsdómi Reykjavíkur kann þó að hafa dregið eitthvað úr óvissunni.

### Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað lítillega

Áhættuálag samkvæmt vaxtamun á erlendum útgáfum ríkissjóðs hafði lækkað um tæplega ½ prósentu frá miðjum ágúst til loka septembermánaðar en hefur síðan þá þokast upp á við á ný samhliða vaxandi áhættufærni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum (mynd III-6) (sjá umfjöllun í kafla II). Vaxtamunur á nýlegri evruútgáfu ríkissjóðs og sambærilegu þýsku ríkisbréfi er nú um 0,2 prósentum lægri en í ágúst og mælist 1,9 prósentur. Einnig var nýlega gerður vaxtaskiptasamningur með það að markmiði að draga úr vaxtaáhættu og lækka vaxtakostnað útgáfunnar. Minnkun vaxtamunar milli skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bandarískra ríkisbréfa hefur hins vegar gengið að mestu leyti til baka og mælist hann, líkt og í ágúst, um 1½-2 prósentur. Munurinn er tæplega 1½ prósentu minni en í október í fyrra sem skýrist nánast eingöngu af lægri ávöxtunarkröfu skuldabréfa Ríkissjóðs Íslands. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs mælist um 1,4% sem er svipað og það var við útgáfu *Peningamála* í ágúst en um 0,2 prósentum lægra en í október 2013.

Staðfesting alþjóðlega matsfyrirtækisins Standard & Poor's á lánsþæfiseinkunnum stóru viðskiptabankanna þriggja og nýleg breyting á lánsþæfishorfum þeirra úr stöðugum í jákvæðar, ásamt fyrrenfundum vaxtaskiptasamningi og lægra áhættuálagi á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs, ætti að hafa jákvæð áhrif á aðgengi og vaxtakjör sem innlendum aðilum bjóðast á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Á móti kann sú hækkun sem hefur orðið á áhættuálagi bandarískra og evrópskra fyrirtækja og banka með áþekkt lánsþæfismat að hafa neikvæð áhrif en ágætt samræmi hefur verið milli álagsins og vaxtakjara í erlendum skuldabréfaútgáfum innlendra viðskiptabanka (mynd III-7).

## Gengi krónunnar

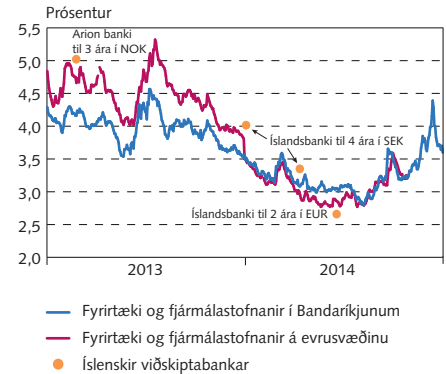
### Gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt á árinu

Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt frá útgáfu *Peningamála* í ágúst líkt og á fyrri hluta ársins (mynd III-8). Það er nánast óbreytt gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu en hefur hækkað gagnvart evru en lækkað gagnvart sterlingspundi og Bandaríkjadal. Gengi krónunnar miðað við gengisvísitöluna er um 1½% hærra en í ársbyrjun og u.þ.b. 6% hærra en í lok október í fyrra. Áframhaldandi aukning í kortaveltu og komum erlendra ferðamanna til landsins með tilheyrandi gjaldeyrisinnflæði ásamt batnandi viðskiptakjörum hefur stutt við krónuna. Einnig hefur dregið úr gjaldeyrisviðskiptum vegna innlendra vaxtagreiðslna til erlendra aðila og þar með úr þrýstingi til lækkunar á genginu. Á móti hefur Seðlabankinn keypt talsvert af erlendum gjaldeyri í reglubundnum og óreglubundnum viðskiptum og þannig lagst gegn hækkun krónunnar og dregið úr gengissveiflum. Hrein kaup bankans á millibankamarkaði með gjaldeyri á árinu hafa numið rúmlega 5% af landsframleiðslu ársins 2013 (mynd III-9).

Mynd III-7

Áhættuálag á skuldbindingar alþjóðlegra fyrirtækja og fjármálastofnana og íslenskra banka<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2013 - 31. október 2014



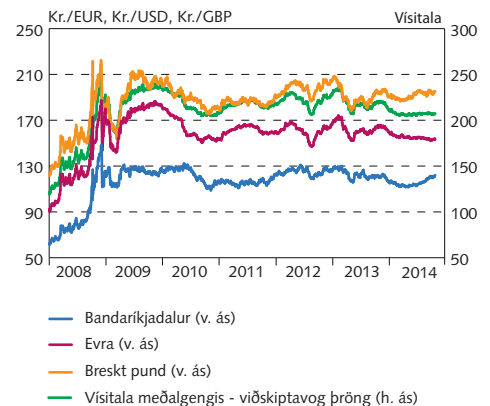
1. Vaxtaálag á skuldabréf útgefin í innlendum gjaldmiðli af fyrirtækjum og fjármálastofnunum með lánsþæfiseinkun á bilinu BB+ til B-. Fyrir íslensku banka er miðað við vaxtaálag við útgáfu skuldabréfa í erlendum gjaldmiðli.

Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn, Arion banki, Íslandsbanki, Seðlabankinn í St. Louis.

Mynd III-8

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 31. október 2014

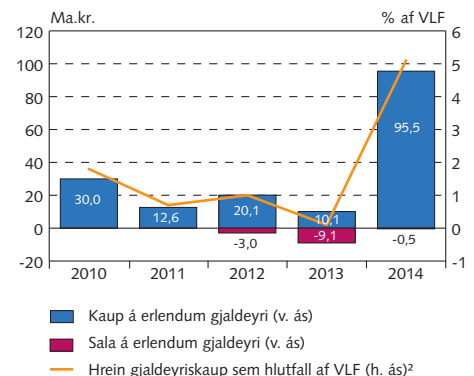


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Viðskipti Seðlabanka Íslands á millibankamarkaði með gjaldeyri

2010-2014<sup>1</sup>



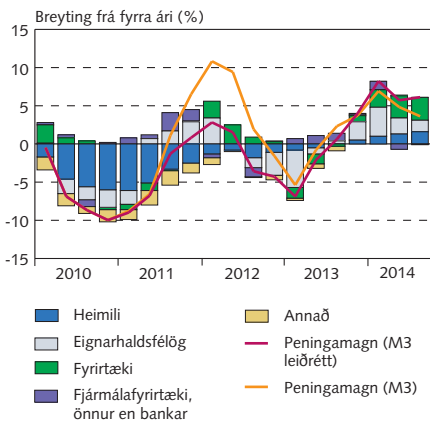
1. Gögn til og með 31. október 2014. 2. Árið 2014 miðast við VLF ársins 2013.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Samsetning peningamagns í umferð -  
M3 leiðrétt<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2014

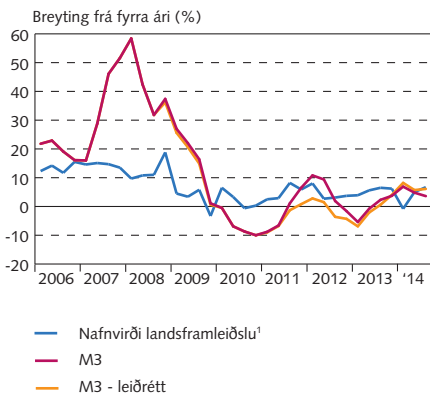


1. Leiðrétt fyrir innlánum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga í eigu viðskiptabanka.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Nafnvirði landsframleiðslu og vítt skilgreint  
peningamagn

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2014

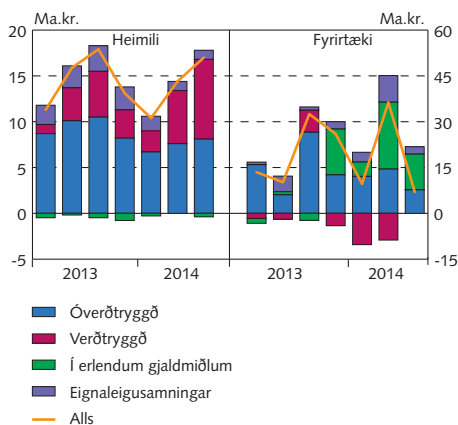


1. Áætlun Seðlabankans fyrir 3. ársfj. 2014.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

Hrein ný útlán<sup>1</sup> innlánsstofnana til heimila  
og fyrirtækja<sup>2</sup>

1. ársfj. 2013 - 3. ársfj. 2014



1. Ný útlán að frádregnum uppgreiðslum. 2. Án eignarhaldsfélaga.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Peningamagn og útlán

### Vöxtur peningamagns í ágætu samræmi við nafnvöxt landsframleiðslunnar

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 3,6% á þriðja fjórðungi ársins miðað við sama fjórðung í fyrra en um 6,1% eftir að leiðrétt hefur verið fyrir innlánnum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga í eigu viðskiptabanka (mynd III-10).<sup>3</sup> Vöxturinn er enn að stærstum hluta drifinn áfram af vexti innlána fyrirtækja, einkum þjónustufyrirtækja, en einnig sjávarútvegs- og veitufyrirtækja og fyrirtækja í samgöngum og flutningum. Þetta gefur vísbendingar um að fjárfestingargeta þeirra hafi aukist en stærstur hluti fjárfestingarútgjalda fyrirtækja undanfarin ár virðist hafa verið fjármagnaður úr eigin rekstri. Þá hafa innlán heimila einnig vaxið á undanfönum mánuðum og voru um 3,7% meiri á þriðja ársfjórðungi þessa árs en á sama fjórðungi í fyrra.

Talsvert hefur dregið úr vexti þrengra skilgreinds peningamagns milli ára og kemur ársvöxtur peningamagns því að mestu leyti til vegna aukinna bundinna innlána. M1 og M2 jukust um 1-2% milli ára á þriðja fjórðungi ársins en grunnfé Seðlabankans um 12,8% að meðtöldum innstæðubréfum útgefnum af bankanum og bundnum innlánnum fjármálafyrirtækja. Aukning milli ára er að hluta til afleiðing aukinna gjaldveyriskaupa Seðlabankans sem hafa verið stýfð með ofangreindum stjórnækjum.

Vöxtur peningamagns var í ágætu samræmi við nafnvöxt landsframleiðslunnar á öðrum fjórðungi ársins eftir nokkru meiri vöxt á þeim fyrsta (mynd III-11). Hann hafði hins vegar verið undir vexti landsframleiðslunnar samfleytt frá fyrsta ársfjórðungi 2010.

### Aukin útlán til fyrirtækja ...

Á fyrstu níu mánuðum ársins jukust hrein ný útlán innlánsstofnana til innleindra aðila um 4,3% miðað við sama tímabil í fyrra. Eins og endurspeglast í samsetningu vaxtar peningamagns skýrist útlánaaukningin að mestu leyti af meiri útlánaaukningu til fyrirtækja, annarra en eignarhaldsfélaga, einkum lána í erlendum gjaldmiðli til sjávarútvegsfyrirtækja og fyrirtækja í samgöngum og flutningum (mynd III-12). Hrein ný óverðtryggð útlán til þjónustufyrirtækja og fyrirtækja í byggingar- og mannvirkjagerð hafa einnig aukist.

### ... en hægt hefur á nýjum útlánnum til heimila

Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila hafa farið vaxandi á árinu og er mánaðartakturinn nú svipaður og á miðju ári 2013 eftir að hafa dregist talsvert saman í lok þess árs. Vöxturinn í ár kemur til vegna aukinna verðtryggðra útlána, einkum íbúðalána, og var hlutdeild þeirra í hreinum nýjum útlánnum til heimila meiri en óverðtryggðra lána á þriðja fjórðungi ársins. Uppsöfnuð útlánaaukning innlánsstofnana til heimila á fyrstu níu mánuðum ársins er lítilllega minni en á sama tímabili í fyrra. Á móti hefur samdráttur útlána íbúðalánasjóðs aukist á árinu sem gefur til kynna að heimili séu í auknum mæli að

3. M3 leiðrétt með þessum hætti gefur réttari mynd af eyðslugetu handhafa peninga (e. money holders) og er þar með betri mælikvarði á vítt skilgreint peningamagn.

endurfjármagna eldri íbúðalán hjá sjóðnum með nýjum útlánnum innlánsstofnana (mynd III-13). Samanlögð hrein ný útlán innlánsstofnana og Íbúðalánasjóðs til heimila námu þannig um 26 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins sem er rúmlega fjórðungi minni útlánaaukning en á sama tímabili í fyrra.

## Eignaverð og fjármálaleg skilyrði

### Íbúðaverð hefur hækkað en í samræmi við helstu efnahagsstærðir

Fyrstu þrjá fjórðunga ársins jókst fjöldi kaupsamninga um tæplega 9% og íbúðaverð hækkaði um rúmlega 6% að raunvirði miðað við sama tímabil í fyrra. Verðhækkunin stafar að mestu af verðhækkun fjölbýlis enda eftirsurnin eftir minni íbúðum talsverð.

Hækkun íbúðaverðs hefur verið í ágætu samræmi við spá Seðlabankans frá því í ágúst og í takt við helstu efnahagsstærðir. Hlutfall íbúðaverðs af tekjum var til að mynda nærri langtímameðaltali sínu í fyrra, ólíkt því sem sést í mörgum öðrum OECD-ríkjum (mynd III-14). Þá var byggingarkostnaður á fermetra, miðað við einfalt meðaltal algengra tegunda íbúðarhúsnæðis, tæplega 10% hærri en íbúðaverð á þriðja fjórðungi ársins samkvæmt upplýsingum frá ráðgjafarfyritækjuni Hannarr ehf. Jafnframt eru hlutföll milli íbúða- og leiguverðs á fermetra fremur lág um þessar mundir sem gefur vísbendingar um að hagstæðara sé að festa kaup á íbúð en að leigja.

### Aukin velta á hlutabréfamarkaði í október

Verðvísitala OMXI8 hefur hækkað um 3,1% frá síðustu *Peningamálum*. Litlar verðbreytingar voru á hlutabréfamarkaði á þriðja fjórðungi ársins og velta var lítil. Á þessu varð nokkur viðsnúningur í kjölfar birtinga uppgjöra og með nokkrum stórum viðskiptum í október. Heildarvelta á fyrstu tíu mánuðum ársins hefur þó einungis aukist um rúm 2% miðað við sama tímabil í fyrra.

### Skuldir heimila og fyrirtækja fara enn minnkandi ...

Lækkun skulda einkageirans sem staðið hefur yfir frá árinu 2009 miðar áfram. Skuldir heimila lækkuðu um 5 prósentur af landsframleiðslu á fyrri hluta þessa árs, í 97% af landsframleiðslu (mynd III-15).<sup>4</sup> Á sama tímabili hafa skuldir fyrirtækja lækkað um 8 prósentur af landsframleiðslu og námu um 105% af landsframleiðslu í lok júní sl. Skuldir einkageirans voru því um 202% af landsframleiðslu um mitt ár, álíka miklar og á síðari hluta 2004 og um 170 prósentum af landsframleiðslu lægri en þegar þær voru mestar haustið 2008.

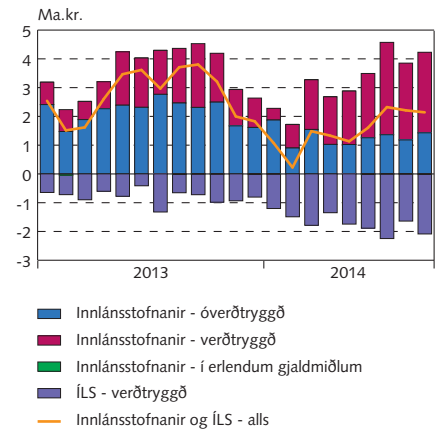
### ... og hrein eign þeirra vaxandi

Samkvæmt nýjum tölum frá Hagstofunni námu heildareignir heimila um 396% af landsframleiðslu í árslok 2013 (226% án lífeyriseigna) og hækkuðu um 11 prósentur af landsframleiðslu frá fyrra ári (mynd III-16). Eignir fyrirtækja, án eignarhaldsfélaga, námu um 444% af landsframleiðslu í árslok 2013 og hafa lækkað samfleytt frá árinu

Mynd III-13

Hrein ný íbúðalán innlánsstofnana og ÍLS til heimila<sup>1</sup>

Janúar 2013 - september 2014

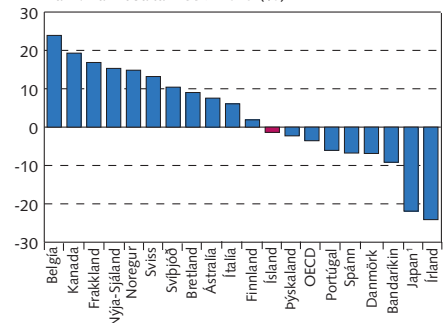


1. Ný útlán að frádrægnum uppgreiðslum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-14

Núverandi hlutfall húsnæðisverðs og tekna í nokkrum OECD-ríkjum<sup>1</sup>

Frávik frá meðaltali 1997-2013 (%)

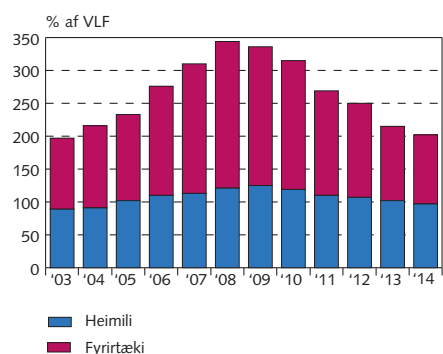


1. Hlutfall Japans er frá árinu 2012 og miðast við meðaltal áruna 1997-2012 = 100.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-15

Skuldir heimila og fyrirtækja<sup>1</sup>

2003-2014<sup>2</sup>

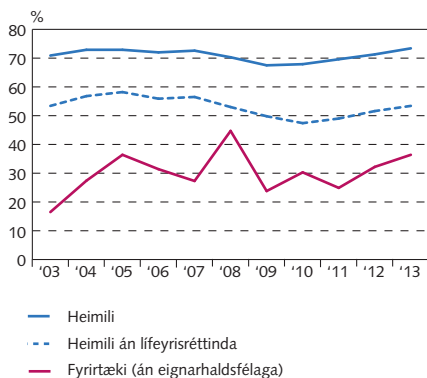


1. Skuldir við fjármálfyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Án eignarhaldsfélaga. 2. Lok júní 2014. Ætluð Seðlabankans fyrir VLF árið 2014.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

4. Innleiðing nýs þjóðhagsreikningastaðals og aðrar endurbætur sem Hagstofa Íslands hefur gert á útreikningi þjóðhagsreikninga hafa leitt til hækkunar í fjárhæð landsframleiðslunnar aftur til ársins 1997 og þannig lækkað skuldahlutföll (sjá nánar í rammagrein 1).

Mynd III-16

Áætluð eiginfjárlutföll heimila og fyrirtækja  
2003-2013<sup>1</sup>

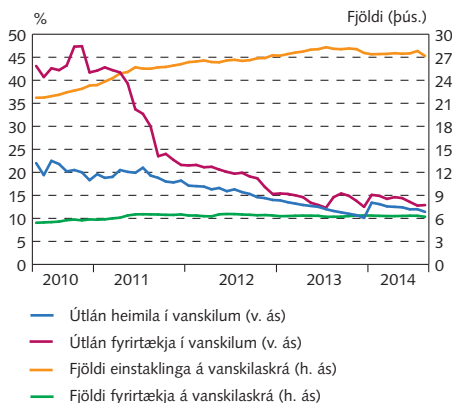


1. Áætlað út frá gögnum Hagstofu Íslands og Seðlabanka Íslands. Ekki á samstæðugrunni.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-17

Fjöldi á vanskilaskrá og hlutfall útlána í  
vanskilum<sup>1</sup> þriggja stærstu viðskiptabankanna  
og Íbúðalánasjóðs<sup>2</sup>

Mai 2010 - ágúst 2014



1. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum eða greiðsla talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskilum eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default method). Hækkun hlutfallsins milli mánaða í janúar 2014 skýrist nánast eingöngu af nýlegum úrbótum sem gerðar voru á lánasafnsskýrslu Íbúðalánasjóðs og því ekki um raunverulega hækkun að ræða.  
2. Móðurfélag, bókfært virði.  
Heimildir: CreditInfo, Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.

2008.<sup>5</sup> Með lækkun skulda hefur eigið fé bæði heimila og fyrirtækja hins vegar aukist og fækkaði heimilum með neikvætt eigið fé, þótt hlutfall þeirra sé enn hátt samanborið við stöðuna fyrir fjármálaáfallið (sjá nánar í *Fjármálastöðugleika* 2014/2).

Hrein eign einkageirans hefur þar með aukist um sem nemur 65 prósentum af landsframleiðslu frá því að hún varð minnst árið 2011 og er nú álíka mikil og árið 2006. Eiginfjárlutfall heimila og fyrirtækja hefur einnig hækkað og hefur ekki verið hærra frá því árið 2005.

### Fjármálaleg skilyrði hafa batnað

Einstaklingum á vanskilaskrá hefur fækkað það sem af er ári en fjöldinn er enn mikill samanborið við stöðuna fyrir fjármálaáfallið. Þá hefur hlutfall vanskila hjá stóru viðskiptaböndkunum þremur og Íbúðalánasjóði lækkað að teknu tilliti til úrbóta sem nýlega voru gerðar á lánasafnsskýrslu Íbúðalánasjóðs (mynd III-17) (sjá *Fjármálastöðugleika* 2014/2). Aðgengi að lánsfé virðist enn tiltölulega gott fyrir einstaklinga með viðunandi eiginfjárstöðu og greiðslugetu og hefur aukist við það að einn af viðskiptaböndkunum hóf að bjóða fyrstu kaupendum fasteigna viðbótarlán við hefðbundna 80% fjármögnun. Þrátt fyrir að hámarksveðhlutfallið hafi þannig verið hækkað í 90% af kaupverði er hámarksfjárhæð viðbótarlánsins takmörkuð við 1,5 m.kr. og því ekki um mikla slökun á útlánakröfum að ræða. Eins og rakið er fyrr í þessum kafla hafa raunvextir verðtryggðra íbúðalána einnig haldið áfram að þökast niður á við. Á móti hafa raunvextir óverðtryggðra íbúðalána hækkað í takt við stífara taumhald peningastefnunnar þótt skráðir nafnvextir þeirra hafi lítið breyst á árinu.

Staða fyrirtækja hefur einnig þökast í rétta átt. Gjaldþrotum hefur fækkað milli ára og hlutfall vanskila hjá stóru viðskiptaböndkunum þremur lækkað, einkum hjá litlum og meðalstórum fyrirtækjum. Þá hefur skuldabréfaútgáfa fyrirtækja haldið áfram og fjármögnun þeirra hjá viðskiptaböndkunum aukist. Fjöldi fyrirtækja á vanskilaskrá hefur hins vegar lítið breyst.

5. Samkvæmt nýjum þjóðhagsreikningastaðli flokkast eignarhaldsfélög sem fjármálafyrirtæki í fjármálareikningum Hagstofu Íslands en í fyrri útgáfum töldust þau til fyrirtækja annarra en fjármálafyrirtækja. Sjá nánari umfjöllun í Hagstofa Íslands, „Fjármálareikningar 2003-2013“, *Hag tíðindi*, 99, 28. október 2014.

## IV Innlent raunhagkerfi

Landsframleiðslan er komin á svipað stig og hún var áður en fjármálakreppan skall á. Innlend eftirspurn hefur tekið við sér samhliða auknu vægi útflutningsgeirans sem endurspeglar aðlögun að ytri skilyrðum sem eru ólík þeim sem íslenskt efnahagslíf hefur lengst af búið við. Viðhorfskannanir benda til þess að heimili og fyrirtæki telji efnahagsaðstæður og atvinnuhorfur hafa batnað undanfarna ársfjórðunga. Á sama tíma hefur halli á rekstri hins opinbera minnkað. Á fyrri hluta ársins hægði töluvert á hagvexti frá fyrra ári en horfur eru á kröftugum vexti á seinni hluta ársins sem drifinn verður áfram af innlendri eftirspurn einkaaðila en framlag utanríkisviðskipta verður neikvætt. Hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild eru þó heldur lakari en í ágúst og munar þar mest um hægari vöxt fjármunamyndunar en þá var gert ráð fyrir. Áfram dregur úr slaka á vinnumarkaði en hægur en áður. Talið er að framleiðslulakinn sem myndaðist á árinu 2009 sé svo til horfinn og að lítils háttar framleiðsluspenna fari smám saman að myndast.

### Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

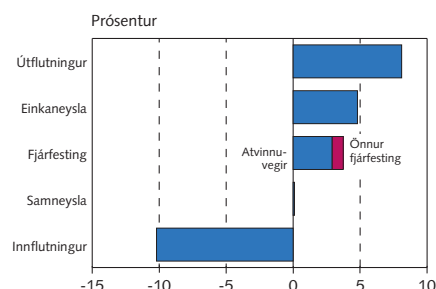
#### Horfur á heldur hægari hagvexti í ár en spáð var í ágúst

Hagstofa Íslands birti þjóðhagsreikninga fyrir annan ársfjórðung í september sl. ásamt endurskoðun á eldri tölum aftur til ársins 1997. Þjóðhagsreikningarnir voru birtir samkvæmt nýjum staðli ásamt því að aðrar endurbætur voru gerðar. Þessar breytingar hafa umtalsverð áhrif á mælingu landsframleiðslunnar (sjá nánar í rammagrein 1).

Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla jókst um 2,2% á milli fyrsta og annars ársfjórðungs og hafði vaxið um ríflega 9% frá fyrsta fjórðungi ársins 2010 en þá náði hún lágmarki eftir að fjármálakreppan reið yfir haustið 2008.<sup>1</sup> Útflutningur, einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting hafa staðið fyrir bróðurparti batans (mynd IV-1). Samkvæmt tölum Hagstofunnar var árhagvöxtur á öðrum ársfjórðungi ½ prósentu meiri en spáð var í ágúst eða 2,4%. Endurskoðun fyrsta ársfjórðungs leiddi hins vegar til lækkunar á þeim fjórðungi og því varð hagvöxtur á fyrri helmingi ársins 0,3 prósentum minni en spáð var eða einungis 0,6% (mynd IV-2). Helst munar um þróun fjárfestingar sem jókst minna en spáð hafði verið. Á fyrri hluta ársins var það innlend eftirspurn sem knúði fram vöxt landsframleiðslunnar en þjóðarútgjöld jukust um 2,8% frá fyrra ári. Það er viðsnúningur frá síðasta ári þegar meginþorra hagvaxtarins mátti rekja til utanríkisviðskipta. Á seinni hluta ársins er gert ráð fyrir að hagvöxtur aukist umtalsvert og verði 5,2% og hagvöxtur á árinu í heild 2,9% sem er um ½ prósentu minni vöxtur en spáð var í ágúst. Líkt og þá verða einkaneysla og fjárfesting megindrifkraftar hagvaxtar. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur á spátímanum á bilinu 2½ - 3½% þar sem vegast á framlag einkaneyslu og fjárfestingar annars vegar og utanríkisviðskipta hins vegar (mynd IV-3).

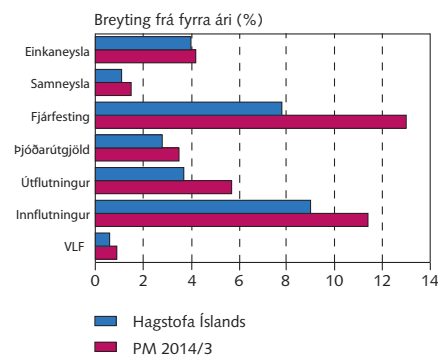
1. Hér er miðað við árstíðarleiðréttar tölur Seðlabankans. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2012/4 virðast aðferðir Hagstofunnar við árstíðarleiðréttingu ekki henta við túlkun efnahagsþróunarinnar innan árs og kys Seðlabankinn því að árstíðarleiðréttar landsframleiðslutölur beint.

Mynd IV-1  
Framlag undirliða landsframleiðslu til efnahagsbata<sup>1</sup>



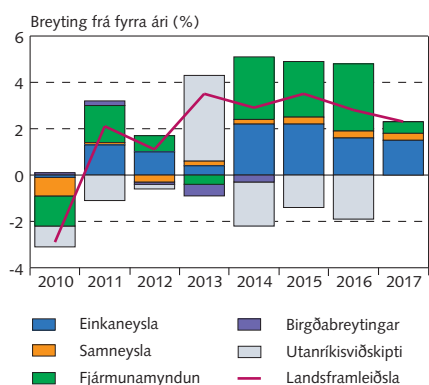
1. Árstíðarleiðréttar tölur. Frá fyrri hluta 2010 til fyrri hluta 2014. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2  
Þjóðhagsreikningar á fyrri hluta 2014 og mat Seðlabankans



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3  
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2017<sup>1</sup>

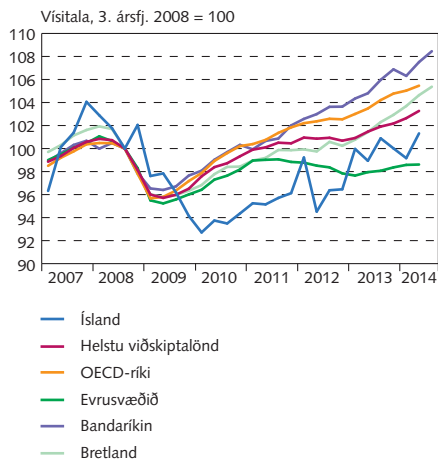


1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd IV-4

Þróun landsframleiðslunnar í kjölfar fjármálakreppunnar<sup>1</sup>

1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2014

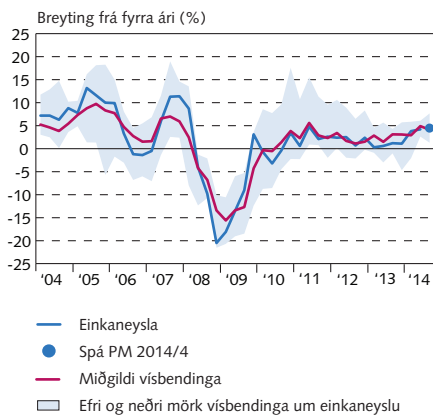


1. Árstíðarleiðrétt gögn fyrir Ísland koma frá Seðlabanka Íslands. Heimildir: Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

## Mynd IV-5

Vísibendingar um einkaneyslu<sup>1</sup>

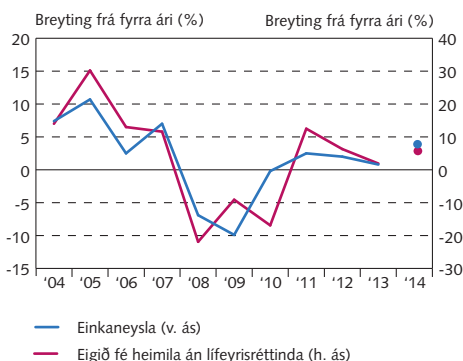
1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2014



1. Efri og neðri mörk átta vísibendinga um einkaneyslu. Vísibendingarnar eru kortavelta, dagvöruvelta, hlutabréfaverð, húsnæðisverð, innflutningur neysluvöru, nýskráningar bifreiða, laun og atvinnuleysi. Vísibendingarnar eru endurskilaðar þannig að þær hafa sama meðaltal og staðalfrávik og einkaneysla.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

## Mynd IV-6

Einkaneysla og eigið fé heimila 2004-2014<sup>1</sup>

1. Punktarnir sýna spá Peningamála 2014/4. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Við endurskoðun Hagstofunnar jókst hagvöxtur síðasta árs um 0,2 prósentur og er nú talinn hafa verið 3,5% og virðist hann hafa byggst á tiltölulega breiðum grunni: nokkuð stóran hluta hagvaxtarins mátti rekja til ferðaþjónustu en einnig var jákvætt framlag frá ýmsum greinum eins og byggingargeira, sjávarútvegi og fjármálaþjónustu. Þetta var nokkru meiri hagvöxtur en meðal annarra þróaðra ríkja. Þannig var 2,2% hagvöxtur í Bandaríkjunum og 1,7% vöxtur í Bretlandi en á evrusvæðinu var 0,4% samdráttur (sjá kafla II). Frá því að efnahagsbatinn hófst hér á landi hefur landsframleiðsla helstu viðskiptalanda vaxið um tæplega 8% að jafnaði en rúmlega 9% hér á landi eins og áður hefur komið fram (mynd IV-4).

## Eftirspurn heimila hefur aukist á árinu

Vöxtur einkaneyslu var einungis 0,8% í fyrra samkvæmt endurskoðunum tölum Hagstofunnar. Það er nokkru minni vöxtur en samkvæmt fyrstu tölum Hagstofunnar en í samræmi við tölur hennar um ráðstöfunartekjur frá því í október sl. en kaupmáttur ráðstöfunartekna jókst einungis um 0,7% á síðasta ári.<sup>2</sup> Á fyrri hluta þessa árs hefur hins vegar bætt verulega í vöxt einkaneyslu líkt og Seðlabankinn spáði og nam hann 4%. Líklegt má telja að þetta endurspegli aukinn kaupmátt, bættu atvinnu- og eiginfjárstöðu heimila og aukna bjartsýni. Vísibendingar eru um að vöxturinn hafi í talsverðum mæli beinst að varanlegum neysluvörum á borð við ýmis raftæki auk þess sem bætt hefur í nýskráningar bifreiða. Aukin eftirspurn eftir slíkum vörum bendir til þess að heimilin telji fjárhagsstöðu sína hafa batnað. Það endurspeglast einnig í væntingum neytenda sem sjá má í könnunum Capacent Gallup á þessu ári á því að hlutfallið á milli þeirra sem telja núverandi efnahagsástand gott á móti þeim sem telja það slæmt hefur hækkað og það sama gildir um hlutfallið á milli þeirra sem telja atvinnuönguleika sína betri og hinna sem telja þá lakari þótt síðarnefndi hópurinn sé í báðum tilvikum enn stærri.

## Útlit fyrir að vöxtur einkaneyslu í ár verði sá mesti í sex ár

Þær vísibendingar um þróun einkaneyslu sem helst er horft til benda til þess að þróunin sem varð á fyrri hluta ársins hafi í meginatriðum haldið áfram á þriðja ársfjórðungi (mynd IV-5). Þá hefur raunverð íbúðarhúsnæðis haldið áfram að hækka, sem bætir eiginfjárstöðu heimila (sjá kafla III), ásamt því að kaupmáttur launa hefur haldið áfram að aukast. Þetta endurspeglast einnig í því að heimilin telja nú líklegra en áður að þau muni ráðast í stórkaup ef marka má könnun Capacent Gallup á fyrirhuguðum stórkaupum neytenda frá því í september en vísitala þeirra hefur ekki mælst hærrí í sex ár. Þessar vísibendingar eru í takt við það sem vænst var og því eru horfur um einkaneyslu í ár taldar lítið breytta frá ágústspá *Peningamála* og er talið að einkaneysla vaxi um tæp 4½% frá fyrra ári. Gert er ráð fyrir að á næstu misserum muni aukinn kaupmáttur heimila og herra eignaverð auka eftirspurn (myndir IV-6 og IV-7). Þá munu viðbrögð neytenda við aðgerðum stjórnvalda í skuldamálu heimila hafa umtalsverð áhrif og er líklegt að þau áhrif séu að einhverju leyti þegar komin fram (sjá viðauka 2 í

2. Það er minni hækkan en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans sem bendir til þess að sparnaður heimila hafi ekki aukist í sama mæli í fyrra og þá var talið.



*Peningamálum* 2014/1). Framkvæmd þeirra aðgerða verður að hluta til seinna á ferðinni en áætlað var þegar þær voru kynntar á síðasta ári. Einnig er gert ráð fyrir að umfang ráðstöfunar séreignarsparnaðar til lækkunar skulda og uppbyggingar sparnaðar til íbúðarkaupa verði talsvert minna en áður var búist við. Það þýðir að handbært fé heimila minnkar minna vegna aukins sparnaðar en áður var áætlað en lækkun greiðslubyrðar verður á móti minni seinna meir. Þó er gert ráð fyrir að sparnaður heimila muni aukast á spátímanum.

### Staðlabreyting þjóðhagsreikninga hefur áhrif á mælingar á fjárfestingu

Líkt og áður segir hafa endurbætur á þjóðhagsreikningum mikil áhrif á eldri tölur Hagstofunnar og það á einnig við um fjárfestingu. Helsta breytingin sem varð á þeim hluta þjóðhagsreikninganna er að nú eru útgjöld vegna rannsókna og þróunar talin til fjárfestingar og bætast við fjármunaeignina en voru áður talin til aðfanga sem fyrirtæki notuðu við starfsemi sína á viðkomandi ári og komu því ekki fram í ráðstöfunaruppgjörinu. Við þessa breytingu hækkar fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu og var á síðasta ári liðlega 15% en var áður talið vera um 13½%. Hlutfallið var 21½% að meðaltali sl. þrjátíu ár en hafði áður verið talið um 20%. Má ætla að hækkun hlutfallsins sé að mestu vegna staðlabreytinganna.

### Mannvirkjagerð jókst á síðasta ári og búast má við áframhaldandi vexti

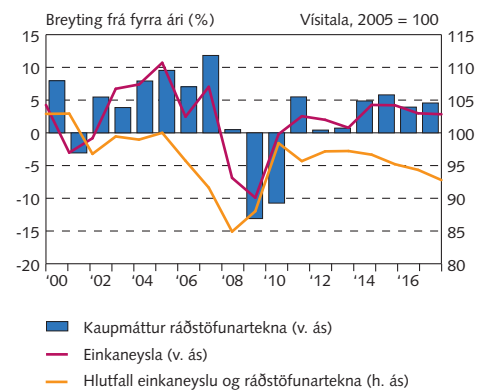
Atvinnuvegafjárfesting dróst saman á síðasta ári um rúm 10% en ef tegundaskipting atvinnuvegafjárfestingar er skoðuð má sjá að þá þróun má rekja til samdráttar í skipum og flugvélum ásamt því að fjárfesting í vélum og tækjum í iðnaði dróst saman (mynd IV-8). Á síðustu árum hefur fjárfesting atvinnuveganna einkennst af töluverðum sveiflum í fjárfestingu í skipum og flugvélum annars vegar og í orkufrekum iðnaði hins vegar, á sama tíma og mannvirkjagerð hefur verið með minnsta móti. Raunar dró úr þeirri fjárfestingu allt frá árinu 2006 þar til á síðasta ári þegar fjárfesting í mannvirkjagerð og tækjum til mannvirkjagerðar tók að vaxa á ný. Vísbendingar eru um að framhald verði á þessum vexti, t.d. miðað við niðurstöður könnunar Capacent Gallup meðal stjórnenda stærstu fyrirtækja landsins þar sem fyrirtæki innan byggingargeirans hyggja frekar á fjölgun starfsmanna en fækkun og fleiri telja að innlend eftirspurn eftir vöru og þjónustu fyrirtækjanna innan geirans muni aukast frekar en minnka.

**Fjárfesting atvinnuveganna í ár eykst en þó minna en áður var spáð** í könnun Seðlabankans, sem gerð var meðal 102 fyrirtækja í október sl., kemur í ljós að heldur hefur dregið úr fjárfestingaráformum þeirra á þessu ári miðað við síðustu könnun (tafla IV-1). Það er í takt við fjárfestingarþróunina eins og hún kemur fram í þjóðhagsreikningunum það sem af er ári. Samkvæmt þeim sem tóku þátt í könnuninni er fyrirhuguð aukning fjárfestingar á þessu ári um 7 prósentum minni en fyrir um hálfu ári og eru það helst flutningar og ferðaþjónusta ásamt verslun sem skýra þá breytingu.

Að teknu tilliti til vísbendinga úr þessari könnun og upplýsinga um heldur minni fjárfestingu í orkufrekum iðnaði og í skipum og flug-

Mynd IV-7

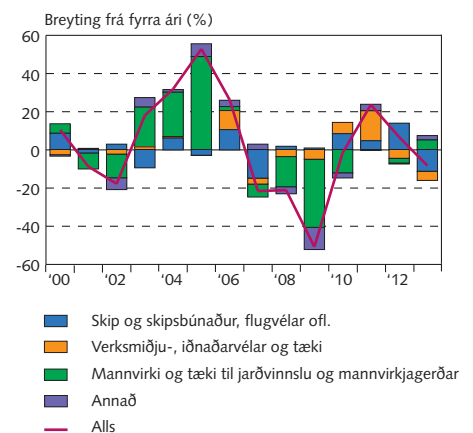
Einkaneysla og kaupmáttur ráðstöfunartekna 2000-2017<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Tegundaskipting fjárfestingar atvinnuveganna 2000-2013  
Framlag til breytingar

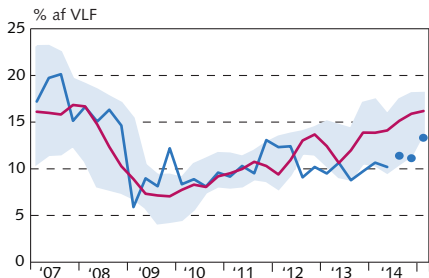


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd IV-9

Vísendingar um atvinnuvegafjárfestingu<sup>1</sup>

1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2015



— Atvinnuvegafjárfesting  
 ● Spá PM 2014/4  
 — Miðgildi vísendinga  
 □ Efri og neðri mörk vísendinga um atvinnuvegafjárfestingu

1. Efri og neðri mörk fimm vísendinga um atvinnuvegafjárfestingu. Vísendingarnar eru innflutningur fjárfestingarvöru á föstu verði og svör við fjórum spurningum úr könnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þær spurningar snúa að mati stjórnenda á efnahagshorfum til sex mánaða, hvernig þeir telja innlenda eftirspurn eftir vörum eða þjónustu þeirra fyrirtækis munu þróast á næstu sex mánuðum, hvort þeir telji að fjárfesting þeirra fyrirtækis muni aukast á liðandi ári samanborið við fyrra ár og hvort framlegð fyrirtækisins muni aukast milli ára. Við matið á bilinu eru allar stærðirnar endurskalaðar þannig að þær hafi sama meðaltal og staðalfrávik og fjárfestingin. Skyggða svæðið sýnir tveggja fjórðunga hreyfanlegt meðaltal vísendinga fjárfestingar tafið um tvo ársfjórðunga.

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

vélum auk lægri stöðu við upphaf spátímans á þriðja ársfjórðungi er gert ráð fyrir að fjárfesting atvinnuveganna muni aukast um tæplega 18% á þessu ári í stað 23% sem spáð var í ágúst. Það gæti hins vegar verið vanmat miðað við ýmsar vísendingar um bætta fjárhagsstöðu fyrirtækja og upplýsingar um innflutning fjárfestingarvöru sem gætu bent til þess að vöxtur atvinnuvegafjárfestingar að undanförunu sé vanmetinn í tölum Hagstofunnar (mynd IV-9).

Tafla IV-1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja (án skipa og flugvéla)<sup>1</sup>

Upphæðir í ma.kr.	2013	2014	2015	Breyting	Breyting
				2013-2014	2014-2015
				(síðasta	2014-2015
				könnun, %)	(%)
Sjávarútvegur (16)	9,2	8,2	6,8	-10,7 (-2,7)	-16,9
Iðnaður (18)	4,9	4,4	3,6	-11,5 (-17,5)	-17,9
Verslun (22)	5,7	4,7	4,8	-17,4 (-1,7)	2,3
Flutningar og ferðaþj. (10)	9,8	14,3	20,4	45,3 (73,7)	43,0
Fjármál/tryggingar (10)	4,5	6,0	6,4	31,9 (12,1)	6,8
Fjölmiðla- og upplýsingatækni (12)	8,7	10,3	8,5	19,3 (19,7)	-17,7
Þjónusta og annað (14)	5,6	6,4	7,2	14,8 (23,5)	12,5
Alls (102)	48,4	54,3	57,7	12,1 (19,1)	6,3

1. Innan sviga er samanburður við síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 129 fyrirtækja fyrir árin 2013-2014 (Peningamál 2014/2).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Íbúðafjárfesting hefur aukist um riflega fjórðung frá fyrra ári líkt og spáð var í ágúst ...

Hluta af þeirri þróun sem birtist í væntingum stjórnenda fyrirtækja í byggingargeiranum má rekja til stöðunnar á húsnæðismarkaði. Íbúðafjárfesting hefur verið í nokkuð stöðugum vexti frá því að hún náði lágmarki á öðrum ársfjórðungi 2010. Sú þróun hefur haldið áfram og gott betur á fyrri hluta þessa árs en íbúðafjárfesting jókst um riflega 26% milli ára á fyrri helmingi ársins. Helstu vísendingar um íbúðafjárfestingu benda til þess að hún sé frekar að færast í aukana (mynd IV-10) og kemur það heim og saman við það sem nefnt var að ofan um bjartsýni innan byggingargeirans. Hvati er ýmist þegar fyrir hendi eða að skapast fyrir nýbyggingu algengra tegunda íbúðarhúsnæðis ef marka má upplýsingar um byggingarkostnað. Í ljósi þessara upplýsinga er nú búist við að íbúðafjárfesting aukist um 26% á þessu ári frá því í fyrra sem er litlu minna en í síðustu spá og endurspeglar að vöxturinn á fyrri hluta ársins var heldur minni en gert var ráð fyrir í ágúst.

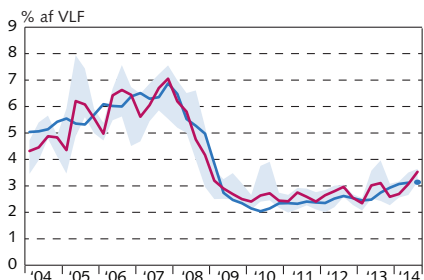
### ... en vöxtur heildarfjárfestingar verður minni en áður var spáð

Þrátt fyrir ýmis jákvæð teikn um fjárfestingu var heildarfjármunamyndun nokkru minni á fyrri hluta þessa árs en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Vöxtur hennar var tæplega 8% frá sama tíma í fyrra en í ágúst hafði verið gert ráð fyrir 13% aukningu. Allir undirliðir fjárfestingar voru veikari en áætlað hafði verið en fyrir þróun heildarfjármunamyndunar vó umfangsminni fjárfesting í orkufrekum iðnaði þyngst. Gangi spáin eftir er útlit fyrir að heildarfjárfesting aukist um tæplega 18% í ár í stað tæplega fjórðungs í ágústspánni. Eins og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að fjárfesting atvinnuveganna verði megindrífkraftur fjárfestingar á spátímanum (mynd IV-11).

## Mynd IV-10

Vísendingar um íbúðafjárfestingu<sup>1</sup>

1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2014



— Íbúðafjárfesting  
 ● Spá PM 2014/4  
 — Miðgildi vísendinga  
 □ Efri og neðri mörk vísendinga um íbúðafjárfestingu

1. Efri og neðri mörk þriggja vísendinga um íbúðafjárfestingu. Vísendingar eru innflutningur steypustyrktarjárns, innflutningur annars byggingarefnis og sementssala án sölu til stóriðjufyrirtækja. Við matið á bilinu eru stærðirnar endurskalaðar þannig að þær hafi sama meðaltal og staðalfrávik og mæld íbúðafjárfesting. Myndin sýnir hreyfanlegt meðaltal tveggja fjórðunga. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Hið opinbera

### Áætlað að samneyslan vaxi áfram og að fjárfesting hins opinbera hækki úr sögulegu lágmarki

Samneyslan jókst um 0,8% í fyrra og um liðlega 1% á fyrri hluta þessa árs. Áætlað er að vöxturinn á árinu í heild verði 1% en sú áætlun byggist á því að launaþróun hjá hinu opinbera það sem eftir lifir árs verði svipuð og hún var í fyrra. Óvissa er um launaþróun næsta árs en hér er gert ráð fyrir heldur meiri vexti en í ár sem aftur endurspeglast í hærri verðvísitölu samneyslu. Líkt og í spá síðustu *Peningamála* er gert ráð fyrir auknum viðskiptum sveitarfélaga með vöru og þjónustu á föstu verðlagi en að þau dragist saman hjá bæði ríkissjóði og Almanna-tryggingum í samræmi við aðhaldsmarkmið sem fram koma í fjárlagafrumvarpi ársins 2015. Gert er ráð fyrir áþekkrri þróun árin þar á eftir.

Fjárfesting hins opinbera var í sögulegu lágmarki árið 2012 þegar hún var einungis 2,5% af landsframleiðslu og hafði minnkað um 2 prósentur frá árinu 2008. Í langtímaáætlun fjárlagafrumvarpsins eru ekki áform um að auka sérstaklega við fjárfestingu ríkissjóðs en vandamál sem komið hafa upp við gerð Vaðlaheiðarganga eru þó líkleg til að seinka framkvæmdinni og auka kostnað við hana. Horfur eru á að hlutfall opinberrar fjárfestingar af landsframleiðslu verði um 3% í ár og haldist á því stigi út spátímann.

Á síðasta ári var framlag opinberra útgjalda jákvætt í fyrsta sinn frá því að aðhaldsaðgerðir hófust í kjölfar fjármálakreppunnar. Gangi spáin eftir verður framlag þeirra til hagvaxtar á næstu árum svipað því sem var á síðasta ári eða um ½ prósentu á ári (mynd IV-12).

### Afkoman í ár mun betri en fjárlög sögðu til um

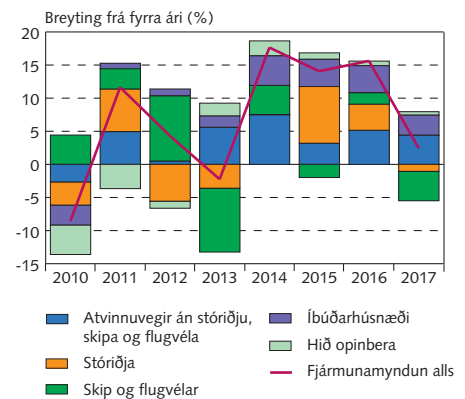
Fjárlög ársins 2014 voru samþykkt með 0,9 ma.kr. afgangi. Í fjárlagafrumvarpi ársins 2015 kemur hins vegar fram að gert sé ráð fyrir liðlega 38 ma.kr. afgangi í ár.<sup>3</sup> Munar þar mestu um 24 ma.kr. hærri hreinar tekjur frá Seðlabanka Íslands auk 14 ma.kr. hærri arðgreiðslu frá Landsbankanum en hafði verið áætlað. Ekki er gert ráð fyrir viðlíka tekjum frá þessum aðilum í nýrri langtímaáætlun. Í staðinn er búist við hærri vaxtagreiðslum ríkissjóðs á líftíma skuldabréfs Seðlabanka Íslands sem bankanum var lagt til árið 2008.<sup>4</sup> Langtímaáætlun sem fylgir fjárlagafrumvarpi næsta árs gerir ráð fyrir hallalausum rekstri á næstu árum.

### Afgangur á heildarjöfnuði eykst lítillega á árunum 2015 til 2018

Fjárlagafrumvarpið gerir ráð fyrir 4 ma.kr. afgangi á næsta ári sem er liðlega ½% af áætluðum tekjum ríkissjóðs sama ár. Í langtímaáætlun frumvarpsins er gert ráð fyrir stöðugum bata á heildarjöfnuði ríkissjóðs. Áætlað er að tekjur lækki sem hlutfall af landsframleiðslu en þar eð lækkun gjalda sem hlutfall af landsframleiðslu er áætluð meiri verður bati á heildarjöfnuði ef forsendur ganga eftir. Gjöld ríkissjóðs hafa farið lækkandi sem hlutfall af landsframleiðslu allt frá árinu 2010. Öðru máli gegnir um tekjurnar en þær hafa farið vaxandi frá árinu 2011. Eins og sjá má á mynd IV-13 hækka tekjur jafnan sem hlutfall

Mynd IV-11

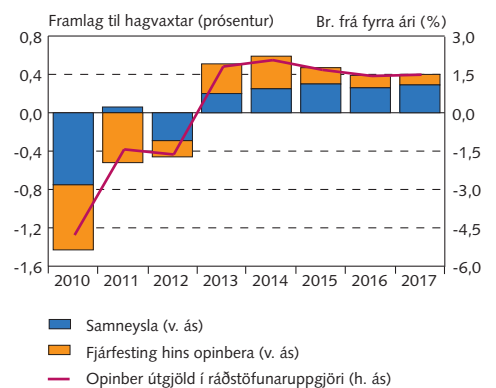
Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2010-2017<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2017<sup>1</sup>

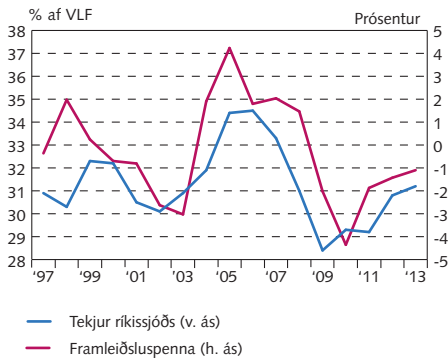


1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Nánar er fjallað um fjárlagafrumvarpið í rammagrein 2.

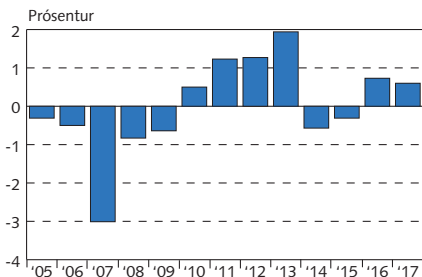
4. Ekki liggur fyrir endanleg niðurstaða í breytingum á fjárhagslegum samskiptum Seðlabankans og ríkissjóðs og því getur niðurstaðan orðið önnur en gengið er út frá í fjárlagafrumvarpi næsta árs.

Mynd IV-13  
Tekjur ríkissjóðs og framleiðsluspenna



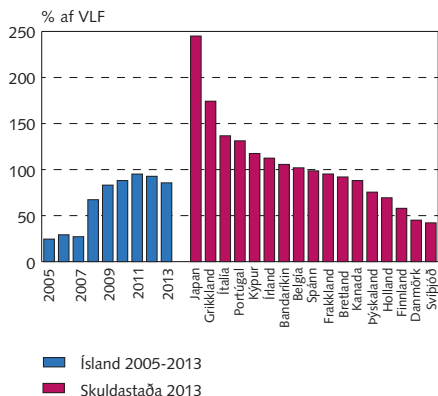
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14  
Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjfnuði ríkissjóðs 2005-2017<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Fjársýsla ríkisins, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-15  
Vergar skuldir hins opinbera



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

af landsframleiðslu á hagvaxtarskeiðum en samkvæmt tekjuspá frumvarpsins er hins vegar gert ráð fyrir að þær lækki úr liðlega 31% af landsframleiðslu á síðasta ári í 29½% árið 2018 og skýra skattalækkunarir lækkun hlutfallsins um u.þ.b. 1 prósentu af landsframleiðslu.<sup>5</sup> Tekjur gætu því orðið hærri en langtímaáætlun segir til um gangi þjóðhagsforsendur áætlunarinnar eftir. Hins vegar er nokkur óvissa um fjármögnun skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda, tekjur af sölu á 30% hlut í Landsbankanum og arðgreiðslur af eignarhlut ríkisins í þeim banka, auk hefðbundins útgjaldaþrýstings vegna launahækkana og fjölgunar heildarvinnustunda. Allir þessir þættir gætu orðið til þess að afkoman yrði verri.

### Aðhald í ríkisfjármálum minnkar fram á næsta ár en eykst svo aftur

Þrátt fyrir að afgangur á heildarjöfnuði muni batna á næstu árum er útlit fyrir að það dragi úr aðhaldi ríkisfjármála fram á næsta ár áður en það eykst á ný árið 2016. Á árabílinu 2013-2017 er áætlað að frumjöfnuður muni batna um 0,7 prósentur af landsframleiðslu á sama tíma og vannýtt framleiðslugeta hverfur og framleiðsluspenna myndast (sjá síðar í þessum kafla). Frumjöfnuður leiðréttur fyrir áhrifum hagsveiflunnar versnar um samtals 0,9 prósentur í ár og á því næsta en batnar um 1,3 prósentur á árabílinu 2016-2017 (mynd IV-14).

### Skuldir hins opinbera hafa lækkað

Skuldir hins opinbera námu 86% af landsframleiðslu í fyrra og hafa lækkað um 10 prósentur frá því sem þær voru mestar árið 2011. Þetta eru heldur minni skuldir en áætlað var í maí sl. þar sem nafnvirði landsframleiðslunnar hækkaði við staðlabreytingar þjóðhagsreikninga. Þær eru þó enn tiltölulega háar í alþjóðlegum samanburði (mynd IV-15). Búist er við að skuldir hins opinbera haldi áfram að lækka og að vergar skuldir verði 70% af landsframleiðslu árið 2017 og hreinar skuldir 53% af landsframleiðslu. Samkvæmt frumvarpi um lög um opinber fjármál er gert ráð fyrir að hreinar skuldir verði ekki meiri en 45% af landsframleiðslu.<sup>6</sup>

### Útanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

#### Útflutningur eykst minna á þessu ári en gert var ráð fyrir í ágúst

Gert er ráð fyrir að heildarútflutningur aukist um 3½% í ár frá fyrra ári sem er tæplega 1 prósentu minni vöxtur en búist var við í síðustu *Peningamálum*. Meginskýringin á minni vexti á árinu er 2 prósentum minni vöxtur útflutnings á fyrri helmingi ársins en gert var ráð fyrir í ágúst en útflutningur jókst um liðlega 3½% frá sama tíma í fyrra. Frávikið skýrist að mestu af breytingum á stöðlum þjóðhagsreikninga, en einnig færast skipaútflytningur yfir á seinni hluta ársins sem áður hafði verið gert ráð fyrir á fyrri helmingi ársins. Framleiðsluþjónusta<sup>7</sup>

5. Á fjárlagagrunni samkvæmt fjárukalögum. Tekjufærsla vegna endurmats eignarhluta í Landsbankanum er ekki talin með.
6. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir, að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádrögnum sjóðum og bankainnstæðum.
7. Framleiðsluþjónusta bætist við þjónustuviðskipti. Útflutningur framleiðsluþjónustu er jafn innlenda virðisauka framleiðslunnar þegar fyrirtæki hér á landi framleiðir fyrir erlendan aðila sem á helstu aðföng og fær fullunna afurðina (sjá rammagrein 1).

sem áður var flokkuð með út- og innflutningi vöru dróst einnig töluvert saman og veldur því að þjónustuútflutningur eykst nokkru minna en áætlað var í síðustu *Peningamálum* auk þess sem útflutningstekjur af ferðamannaíðnaði voru heldur lakari en búist var við. Í takt við ágústspána dróst útflutningur sjávarafurða saman um 10% milli ára á fyrri hluta ársins og hafa horfur fyrir seinni helming ársins lítið breyst en aflasamdráttur sem varð á fyrri hluta ársins hefur stöðvast og var aflinn óbreyttur á milli ára á þriðja ársfjórðungi. Álútflytningur það sem af er árinu var einnig í takt við fyrri spá og jókst um 6% frá fyrra ári. Horfur fyrir seinni helming ársins hafa hins vegar batnað þar sem virðisaukning í framleiðslu áls hefur farið vaxandi. Einnig var áframhaldandi aukning á komum erlendra ferðamanna til landsins á þriðja ársfjórðungi.

### Innflutningur að mestu drifinn af neysluvörum og ferðalögum Íslendinga

Fyrir árið í heild er einnig spáð minni vexti innflutnings en í ágúst eða ríflega 8% í stað tæplega 9% í ágúst. Þróunin á fyrri hluta ársins skýrir að mestu minni vöxt á árinu og endurspeglar að hluta heldur dræmari vöxt þjóðarútgjalda það sem af er ári auk þess sem áætlaður skipa- og flugvélainnflutningur færast á seinni helming ársins. Innflutningur á vöru og þjónustu jókst þó um 9% milli ára á fyrri hluta ársins og vó þar þungt töluverður innflutningur á neysluvörum og flutningatækjum, sérstaklega bifreiðum, og nokkur fjölgun á ferðalögum Íslendinga erlendis. Vísbendingar út frá utanríkisviðskiptatölum Hagstofunnar, tölum Ferðamálastofu um brottfarir Íslendinga um Leifsstöð og könnun Capacent Gallup á fyrirhuguðum utanlandsferðum, benda til áframhaldandi kröftugs vaxtar innflutnings á þriðja ársfjórðungi, þótt líklegt sé að nokkuð dragi úr vexti vöruinnflutnings vegna samdráttar í innflutningi eldsneytis og smurólíu.

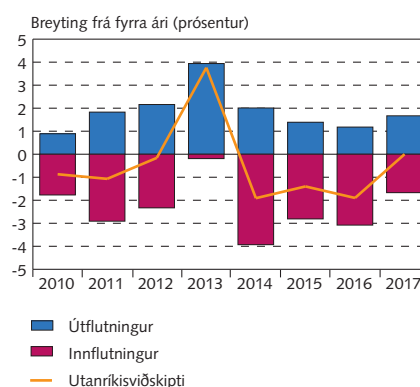
### Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar snýst úr því að vera jákvætt í fyrra í neikvætt í ár

Framlag utanríkisviðskipta í efnahagsbatanum var neikvætt þar til á síðasta ári þrátt fyrir ágætan vöxt útflutnings á tímabilinu en þá stóð það fyrir bróðurparti hagvaxtar ársins 2013 (mynd IV-16). Viðsnúningurinn í fyrra skýrist af miklum þjónustuútflutningi, grunnáhrifum vegna innflutnings skipa og flugvéla á árinu 2012 auk þess sem innflutt þjónusta dróst saman. Þetta snerist aftur við á fyrri hluta þessa árs, einkum vegna kröftugs vaxtar innflutnings sem endurspeglar aukinn þrótt einkaneyslu og fjárfestingar. Framlag utanríkisviðskiptanna var neikvætt um sem nemur rúmum 2 prósentum af landsframleiðslu á fyrstu sex mánuðum ársins og er búist við að það verði neikvætt á næstu misserum þrátt fyrir ágætan vöxt útflutnings þar sem innflutningur vex hraðar samhliða aukinni innlendri eftirspurn.

### Meiri afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd en áður var talið

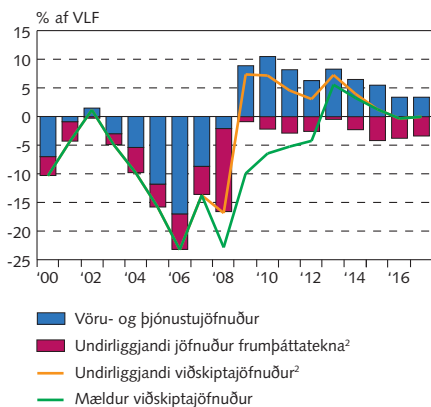
Afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði síðasta árs nam 8,3% af landsframleiðslu og mælist nú um 1 prósentu meiri en fyrri tölur sýndu, að mestu vegna áður nefndra staðlabreytinga. Afgangurinn á fyrri hluta þessa árs var nokkru minni en á sama tíma í fyrra en þó meiri en spáð

Mynd IV-16  
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar 2010-2017<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

Viðskiptajöfnuður 2000-2017<sup>1</sup>

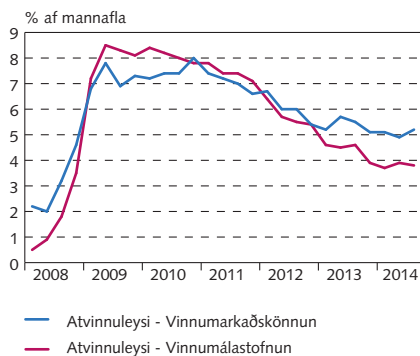
1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Grunnspá Seðlabanks 2014-2017. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slítameðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörom búa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis á jöfnuð frumþáttatekna fram til ársins 2012. Einnig hefur verið leidd rétt fyrir óbent mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slítameðferð.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-18

Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi

1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2014

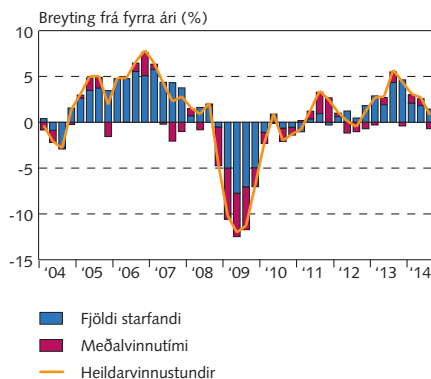


Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-19

Breytingar á atvinnu og vinnutíma

1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2014



Heimild: Hagstofa Íslands.

var í ágúst, eða líðlega 3% af landsframleiðslu en horfur eru á að hann nemi um 6½% af landsframleiðslu í ár sem er um 1½ prósentu meiri afgangur en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næstu ár hafa einnig batnað (mynd IV-17).

### Hagfelldari þróun undirliggjandi viðskiptajafnaðar

Undirliggjandi halli frumþáttatekna<sup>8</sup> nam 3,9 ma.kr. á fyrri helmingi ársins eða um 0,4% af landsframleiðslu sem er svipaður halli og á sama tíma í fyrra. Það er hins vegar um 19 ma.kr. minni halli en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og má að mestu leyti skýra frávikkið með hærri launatekjum Íslendinga erlendis<sup>9</sup> og meira tapi hjá innlendum félögum í eigu erlendra aðila. Meiri afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum ásamt minni halla á frumþáttatekjum skiluðu því jákvæðum undirliggjandi viðskiptajöfnuði sem nemur 1,3% af landsframleiðslu á fyrri hluta ársins í stað 1% halla eins og gert var ráð fyrir í ágúst. Sömu þættir skýra einnig betri horfur á seinni hluta ársins og út spátímann. Gert er ráð fyrir að undirliggjandi viðskiptajöfnuður verði jákvæður um 4% af landsframleiðslu á þessu ári í stað tæplega 1% eins og spáð var í ágúst og að hann verði að meðaltali 2 prósentum betri á ári út spátímann (mynd IV-17). Gangi þetta eftir mun þjóðhagslegur sparnaður haldast í kringum 20% af landsframleiðslu á spátímanum (tafla 1 í viðauka 1).

### Vinumarkaður

#### Hægar dregur úr slaka á vinnumarkaði

Vinnuafseftirspurn jókst hægar á þriðja fjórðungi ársins en hún hefur gert síðan hún fór að taka við sér í lok árs 2012. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) mældist 5,2% og jókst lítillega milli fjórðunga en minnkaði um 0,2 prósentur milli ára (mynd IV-18).<sup>10</sup> Fjölgun heildarvinnustunda var einnig hægari en hún hefur verið undangengin tæplega tvö ár og hægari en gert var ráð fyrir í ágúst. Skýrist það eingöngu af styttri meðalvinnutíma því að starfandi fólki hélt áfram að fjölga (mynd IV-19). Atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi stóð nánast í stað milli ára og fólki utan vinnumarkaðar fjölgaði. Þetta gæti verið vísbending um viðsnúning á vinnumarkaði en þegar betur er að gáð kemur í ljós að í öllum tilvikum skýrist niðurstaða fjórðungsins af nokkuð öfgakenndri þróun í september. Það er því heppilegra að horfa til þróunar það sem af er ári við mat á því hvort áfram sé að draga úr slaka á vinnumarkaði (mynd IV-20). Sé það gert virðist ekki mega merkja viðsnúning á vinnumarkaði þótt vísbendingar séu um að hægt hafi á batanum miðað við þróunina á sama tíma í fyrra. Verulega dró úr slakanum á

- Hugtakið frumþáttatekjur (e. primary income) verður framvegis notað í stað þáttatekna (e. income) áður til samræmis við breytingar á stöðlum þjóðhagsreikninga.
- Bætt gagnasöfnun hefur haft í för með sér að launatekjur Íslendinga erlendis eru nú taldar rúmlega 5 ma.kr. meiri en launatekjur erlendra aðila hér á landi á hverjum ársfjórðungi á þessu ári en áður var þessi munur talinn vera 0,2 ma.kr.
- Atvinnuleysi eins og það er skráð hjá Vinnumálastofnun (VMST) mældist minna eða 3,8% á þriðja fjórðungi að teknu tilliti til árstíðar og hafði minnkað lítillega milli fjórðunga en um 0,8 prósentur milli ára. Mismunandi þróun atvinnuleysis á þessa tvo mælikvarða skýrist líklega að mestu leyti af því að fólki er ekki lengur á skrá hjá VMST vegna þess að það hefur misst atvinnuleysisbótarétt sinn en mælist sem atvinnulaust í VMK.

mælikvarða hlutastarfa og var hlutfallið komið nokkuð undir sitt sögulega meðaltal. Á mælikvarða hlutfalls starfandi, meðalvinnustunda og atvinnuleysis dró hins vegar lítillaga úr slaka á vinnumarkaði á fyrstu þremur fjórðungum ársins miðað við sama tíma í fyrra en þeir eru enn undir sögulegu meðaltali sínu. Þessar niðurstöður benda til þess að enn gæti verið eitthvert svigrúm til að auka eftirspurn eftir vinnuafli án þess að það skapi verulegan þrýsting á laun þótt það fari minnkandi. Eins og kemur fram hér á eftir telja atvinnurekendur heldur erfiðara að bregðast við skorti á starfsfólki en verið hefur að undanfögnu. Þeir telja þó að svigrúm sé til staðar enda virðast þeir geta flutt inn vinnuafli þegar þörf er á eins og sjá má á því að fjölgun aðfluttra umfram brottflutta að undanfögnu stafar eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara.

### Vandi að para saman framboð og eftirspurn á vinnumarkaði?

Atvinnuleysi virðist enn vera yfir jafnvægisgildi sínu sem er metið á bilinu 4½-5% en heldur hefur hægt á hjöðnun þess eftir því sem það hefur færst nær jafnvægisgildinu. Hægari hjöðnun atvinnuleysis gæti verið vísbending um að einhver vandkvæði séu á þörun milli framboðs og eftirspurnar á vinnumarkaði. Tölur um atvinnuleysi eftir lengd benda þó ekki til að fólk festist í atvinnuleysi þar sem langtímaatvinnuleysi hefur minnkað í takt við hjöðnun atvinnuleysis (mynd IV-21). Ennfremur virðist inn- og útflæði á atvinnuleysissskrá vera nokkuð jafnt eins og sjá má á því að atvinnuleysi þeirra sem hafa verið án atvinnu í sex mánuði og upp í ár hefur verið nokkuð stöðugt. Hins vegar gæti þróun atvinnuleysis meðal háskólamenntaðra bent til vandkvæða við þörun á vinnumarkaði en atvinnuleysi þeirra jókst í fyrra á sama tíma og það minnkaði á meðal annarra menntunarhópa. Aukið atvinnuleysi háskólamenntaðra þrátt fyrir fjölgun starfa má líklega rekja til tveggja þátta: annars vegar að mörg þeirra starfa sem hafa skapast að undanfögnu hafa verið í greinum þar sem þörf er á minni menntun en það rímar einnig ágætlega við innflutning á vinnuafli að undanfögnu og þá þróun sem sjá má í samsetningu landsframleiðslunnar þar sem ferðaþjónusta hefur aukist mikið. Hin skýringin er að sá mikli fjöldi sem fór í háskólanám eftir fall bankanna hafi verið að koma inn á vinnumarkaðinn og eigi erfitt með að finna störf við hæfi.

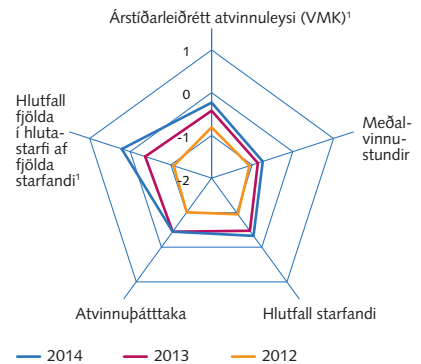
### Lítill framleiðnivöxtur

Framleiðnivöxtur hefur verið tiltölulega hægur eftir að efnahagsbatinn hófst árið 2010 enda hefur heildarvinnustundum fjölgað í takt við aukningu landsframleiðslunnar og meira en svo í fyrra (mynd IV-22). Þetta er nokkru hægari framleiðnibati en á fyrri bataskeiðum en í takt við reynslu flestra annarra þróaðra ríkja í kjölfar fjármálakreppunnar. Skýringin er líklega einnig áþekkt: hægur vöxtur eftirspurnar og mikil skuldsetning fyrirtækja sem hvort tveggja veldur því að fjárfesting fyrirtækja hefur verið lítil í kjölfar kreppunnar og er enn. Annað sem gæti skipt máli hér á landi er að samsetning framleiðslunnar hafi breyst þannig að vægi greina þar sem framleiðni er minni hafi aukist. Það kemur hins vegar nokkuð á óvart að framleiðni aukist hægt vegna mikillar fjölgunar heildarvinnustunda í ljósi þess að raunlaun hafa hækkað töluvert frá því að þau urðu lægst um mitt ár 2010. Spáð er heldur hægari framleiðniaukningu í ár en í ágúst þrátt fyrir heldur

#### Mynd IV-20

Mælikvarðar fyrir spennu á vinnumarkaði fyrstu þrjá fjórðunga ársins

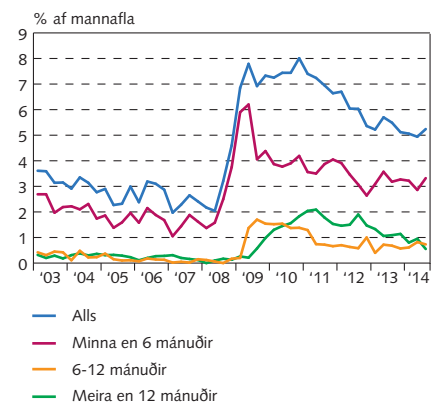
Frávik frá meðaltali árunna 2003-2014 mælt í fjölda staðalfrávika



#### Mynd IV-21

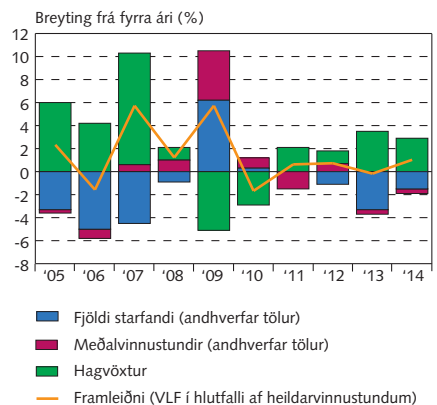
Atvinnuleysi eftir lengd<sup>1</sup>

1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2014

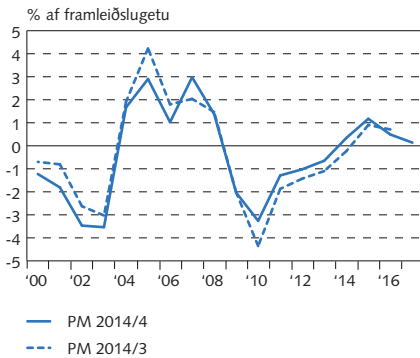


#### Mynd IV-22

Framleiðni vinnuafis og framlag undirliða 2005-2014<sup>1</sup>



Mynd IV-23  
Framleiðsluspenna 2000-2017<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hægari vöxt heildarvinnustunda á árinu þar sem einnig er gert ráð fyrir minni hagvexti.

## Vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta

### Endurskoðun á sögulegum þjóðhagsreikningum breytir mati á framleiðslugetu þjóðarbúsins og framleiðsluspennu

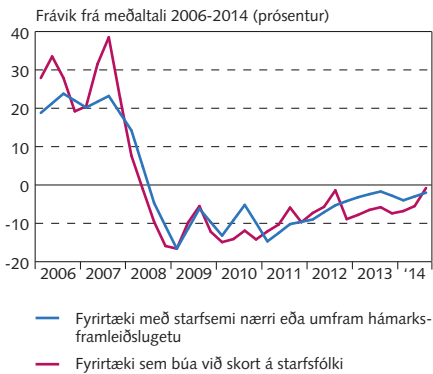
Eins og rakið er í rammagrein 1 leiddi endurskoðun þjóðhagsreikninga til töluverðrar hækkunar á raunvirði landsframleiðslunnar og endur-mats á sögulegri hagvaxtarþróun. Nýju tölurnar benda til þess að framleiðsluspennan hafi verið nokkru meiri rétt áður en fjármála-kreppan skall á en áður var áætlað (mynd IV-23). Það felur í sér að sá aukni hagvöxtur sem nýjar tölur Hagstofu sýna að hafi orðið á árinu 2007 (en nú er hann talinn hafa verið 9,7% í stað 6% í eldri tölum) hafi ekki að öllu leyti verið vegna aukinnar framleiðslugetu heldur að spennan í þjóðarbúskapnum hafi verið meiri. Slakinn í kjölfar fjármálakreppunnar er einnig talinn hafa verið heldur minni en áður var talið enda var samdráttur landsframleiðslunnar árin 2009-2010 minni í endurskoðuðum tölum.

### Slakinn í þjóðarbúskapnum hverfur á þessu ári

Á síðasta ári er áætlað að framleiðsluslakinn hafi verið um ½% af framleiðslugetu sem er um helmingur þess sem gert var ráð fyrir í ágústspánni. Þá var gert ráð fyrir lítills háttar slaka á þessu ári sem hyrfi í byrjun næsta árs en nú er áætlað að slakinn hverfi heldur fyrr eða á seinni hluta þessa árs og að framleiðslustigið verði tæpu ½% yfir framleiðslugetu í árslok. Þetta mat virðist ríma ágætlega við niðurstöður könnunar Capacent Gallup á viðhorfum stjórnenda stærstu fyrirtækja landsins en hún sýnir að hlutfall fyrirtækja sem býr við skort á starfsfólki hefur heldur hækkað og svipaða sögu má segja um hlutfall fyrirtækja sem telur að starfsemi sín sé þegar við eða umfram framleiðslugetu (mynd IV-24). Eins og rakið er hér að ofan benda vísbendingar til þess að slakinn á vinnumarkaði sé að hverfa þótt það gerist hægar en áður var talið og lokist síðar en í þjóðarbúskapnum í heild sinni. Atvinnuleysi er líklega nálægt því sem talið er jafnvægisatvinnuleysi (mynd IV-25) og áætlað er að hlutfall launa af vergum þáttatekjum fari yfir langtímaeðaltal sitt á þessu ári (sjá kafla V).

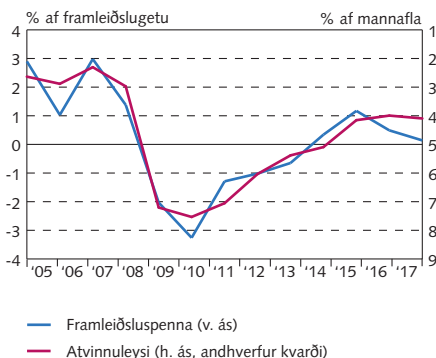
Mynd IV-24  
Vísbendingar um notkun framleiðsluþátta<sup>1</sup>

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2014



1. Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Tvisvar á ári er spurt um hvort starfsemi sé nærri eða umfram framleiðslugetu. Ársfjórðungsleg gögn eru fengin með línulegri brúun (e. interpolation).  
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-25  
Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 2005-2017<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.



## V Verðbólga

Verðbólga hefur haldist undir verðbólguþröngu Seðlabankans síðan snemma á þessu ári og hafa verðbólguhorfur til skamms tíma batnað. Ársverðbólga mældist 1,9% í október sl. Flestir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu eru nálægt markmiði og hafa hjaðnað frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Hjöðnun verðbólgu hefur að mestu leyti verið drifin áfram af verðlækkun innfluttrar vöru. Gengi krónunnar hefur hækkað frá því í fyrra sem hefur, ásamt minni gengissveiflum, skapað aðstæður fyrir þessa verðlækkun. Fremur hóflegar nafnlaunahækkanir í síðustu kjarasamningum hafa að sama skapi stutt við litla verðbólgu og aukið kaupmátt launa. Hækkun húsnæðisverðs hefur hins vegar vegið upp á móti. Blíkur eru á lofti á vinnumarkaði og kann að vera að verðbólguþrýstingur þaðan sé vanmetinn. Verðbólguvæntingar, bæði til skamms og lengri tíma, hafa þó lækkað á flesta mælikvarða frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Hvort hjöðnun verðbólgu verði varanleg veltur í meginatriðum á því að launahækkanir verði í takt við framleiðnivöxt, verðbólguvæntingar í grennd við verðbólguþröngu og gengi krónunnar verði áfram stöðugt.

### Nýleg verðbólguþróun

#### Verðbólga hefur verið undir markmiði síðastliðna níu mánuði

Verðbólguþrýstingur hefur minnkað töluvert undanfarið ár og mældist verðbólga 2,1% á þriðja ársfjórðungi sem var 0,2 prósentum minna en var spáð í ágústhefti *Peningamála*. Frávikkið skýrist þó að mestu af óvæntri lækkun vísitölu neysluverðs í september þar sem lækkun flugfargjalda til útlanda hafði töluvert áhrif og vó þyngra en áhrif útsölu- loka og hækkun húsnæðisverðs.<sup>1</sup>

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,14% í október og mældist ársverðbólga 1,9% en var 1,8% í september og 3,6% fyrir ári (mynd V-1). Mest áhrif hafði lækkun bensínverðs en hækkun húsnæðisverðs vó upp á móti. Þá hafði fyrirhuguð lækkun vörugjalda um næstu áramót nokkur áhrif til lækkunar nú.<sup>2</sup> Verðbólga án húsnæðis mældist töluvert minni eða 0,5% og hafði hjaðnað úr 1,4% fyrir útgáfu síðustu *Peningamála* og hefur ekki verið minni síðan sumarið 2005. Þróun samræmdrar neysluverðsvísitölu Hagstofu Evrópusambandsins, þar sem húsnæðis- kostnaði er einnig sleppt, hefur verið áþekkt og var árshækkun vísitölu- unnar 0,4% í september sl. samanborið við 3,8% í september 2013.

### Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísendingar um verðbólguþrýsting

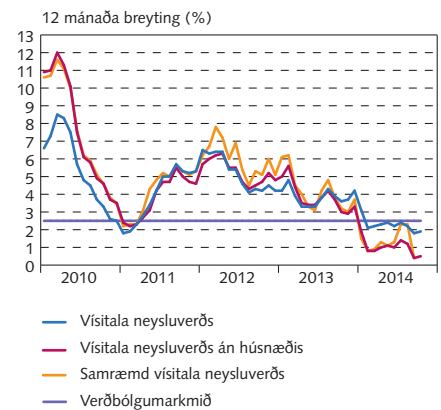
#### Litill almennur verðbólguþrýstingur er fyrir hendi

Hjöðnun verðbólgu undanfarið virðist byggjast á nokkuð breiðum

1. Eins og kemur fram í fréttatilkynningu frá Hagstofunni í október sl. voru gerð mistök í útreikningi flugfargjalda í september sem leiðrétt voru í október. Aðferðafræði við mælingu þeirra var einnig breytt við grunnskiptin í apríl sl. en frá þeim tíma eru verðmælingar á flugi teknar inn í útreikning vísitöluunnar í þeim mánuði sem ætluð ferð er farin til samræmis við nýjar viðmiðunarreglur um útreikning samræmdrar vísitölu neysluverðs á evrópska efnahagssvæðinu.
2. Í fjárlagafrumvarpi ársins 2015 er lagt til að almenn vörugjöld verði afnumin í janúar 2015, sjá nánar í rammagrein 2.

Mynd V-1

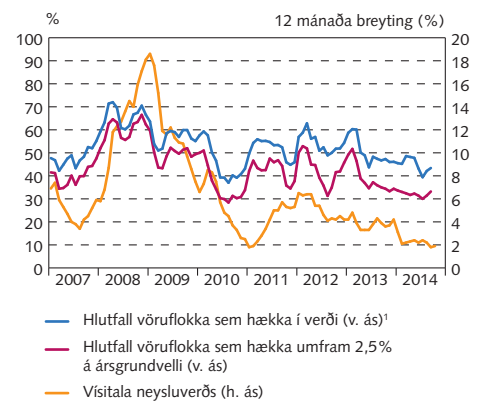
Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu  
Janúar 2010 - október 2014



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

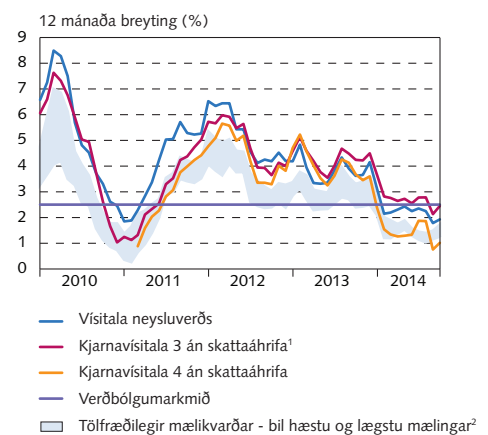
Dreifing verðhækkana vísitölu neysluverðs  
Janúar 2007 - október 2014



1. Hlutfall vöruflokka sem hækka í verði er 3 mánaða miðsett meðaltal.  
Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd V-3

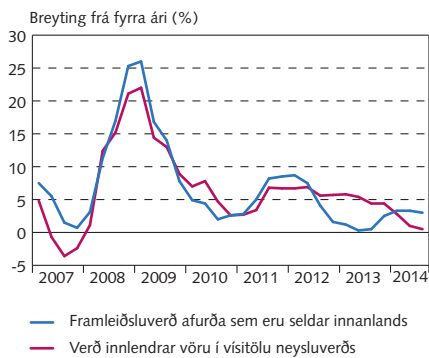
Ýmsir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu  
Janúar 2010 - október 2014



1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislaða. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið. 2. Undirliggjandi verðbólga er mæld sem vegið miðgildi og sem klippið meðaltal (e. trimmed mean) þar sem 5%, 10%, 15%, 20% og 25% þeirra undirlíða sem breytast minnst og mest í verði eru undanskilin.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-4

Framleiðslu- og smásöluverð innlendrar vöru  
1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2014

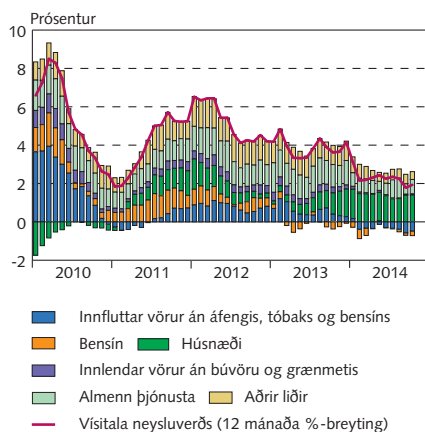


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-5

## Undirliggjandi verðbólga

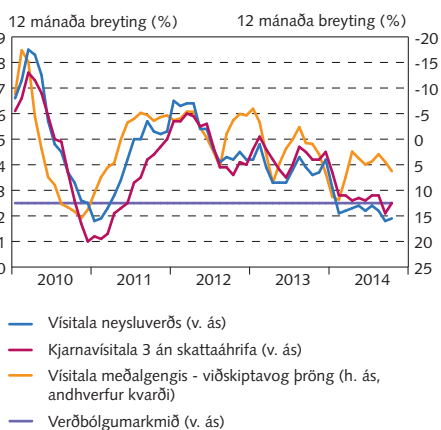
Framlag til verðbólgu janúar 2010 - október 2014



Heimildir: Hagstofa Íslands.

## Mynd V-6

Verðbólga, kjarnaverðbólga og gengi krónunnar  
Janúar 2010 - október 2014



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

grundvelli. Þannig hefur hlutfall vörflokka sem hækka umfram 2,5% á ársgrundvelli milli mánaða lækkað jafnt og þétt á síðustu misserum (mynd V-2). Undirliggjandi verðbólga virðist einnig hafa hjaðnað frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3 sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöruliða, bensins, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, var 2,5% í október og hafði hjaðnað úr 2,8% í júlí sl. (mynd V-3). Ef einnig er horft fram hjá áhrifum breytinga á markaðsverði húsnæðis var undirliggjandi verðbólga 1% í október, mæld með kjarnavísitölu 4. Verðbólga á þann mælikvarða hefur reyndar hjaðnað einna mest undangengna mánuði. Tölfræðilegir mælikvarðar benda einnig til lítillar undirliggjandi verðbólgu, þótt hún hafi aukist lítillega að undanfögnu samkvæmt þeim. Miðað við vegið miðgildi og klippt meðaltal (e. trimmed mean) gæti undirliggjandi verðbólga hafa verið á bilinu 1,3-1,7% í október sem er að meðaltali um 1½ prósentu minna en í október 2013.

Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hafði hækkað um 3% á þriðja ársfjórðungi frá því á sama tíma í fyrra. Verðhækkun innlendrar vöru í vísitölu neysluverðs nam hins vegar einungis 0,5% á sama tímabili. Nokkuð hefur því dregið í sundur með þessum mælikvörðum á innlenda verðbólgu (mynd V-4). Annar mælikvarði á innlenda verðbólgu er verðþróun almennrar þjónustu sem hafði í október hækkað um 3,4% sl. tólf mánuði og því nokkru meira en vísitala neysluverðs. Þótt verðbólguhorfur til skamms tíma hafi batnað frá síðustu útgáfu *Peningamála* gætu ofangreindir þættir hins vegar bent til þess að innlendir verðbólguþrýstingur sé eitthvað meiri en almenn hjöðnun verðbólgu gefur til kynna.

### Gengisstöðugleiki og tiltölulega hófsamar launahækkningar mikilvægir þættir í hjöðnun verðbólgu

Samsetning verðbólgunnar hefur breyst töluvert á síðastliðnu ári þar sem hún skýrist nú að mestu leyti af verðhækkunum húsnæðis. Hækkun húsnæðisliðarins skýrði tæplega þriðja fjórðu hluta ársverðbólgunnar í október en fyrir ári átti um þriðjungur verðbólgunnar rætur að rekja til hans (mynd V-5). Verð innfluttrar vöru hefur lækkað um 1,8% sl. tólf mánuði samanborið við 0,8% í júlí sl. og hefur undirlíðurinn á þeim tíma haft 0,6 prósentna áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs. Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur á sama tíma hækkað um u.þ.b. 6% (mynd V-6).

Hjöðnun verðbólgu undanfarna mánuði hefur því að mestu leyti verið drifin áfram af verðlækkun innfluttrar vöru þótt innlend verðbólga (án húsnæðis) hafi einnig hjaðnað (mynd V-7). Þótt inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði hafi lagst gegn hækkun á gengi krónunnar og þannig hægt á hjöðnun innfluttrar verðbólgu er líklegt að aukinn stöðugleiki vegna inngrípanna hafi einnig flýtt fyrir því að lítil verðbólga erlendis og gengishækkun krónunnar skili sér út í almennt verðlag. Einnig voru almennt tiltölulega hófsamar launahækkningar í kjarasamningum ársins mikilvægt lóð á vogarskálarnar sem sést vel á hjöðnun innlendrar verðbólgu. Gengisstöðugleiki og hóflegar launahækkningar í komandi kjarasamningum eru um leið mikilvæg skilyrði fyrir því að hjöðnun verðbólgu verði varanleg.

## Verðbólguþrýstingur frá vinnumarkaði kann að vera vanmetinn

Hagstofa Íslands birti í september sl. endurskoðaðar tölur um launakostnað á grundvelli þjóðhagsreikninga fyrir árin 2007-2013. Venju samkvæmt breytast tölur þjóðhagsreikninga fyrir laun og launatengd gjöld nokkuð við endurskoðun en að þessu sinni voru einnig teknir upp nýir staðlar og aðrar endurbætur gerðar (sjá rammagrein 1). Endurskoðunin sýnir að laun á ársverk voru að meðaltali svipuð á þessum árum en áhrif endurskoðunarinnar eru nokkuð misjöfn eftir árum. Þannig var hækkun launa á ársverk milli ára í fyrra 1 prósentu minni en áður var gert ráð fyrir eða 3,5%. Hlutfall launakostnaðar (þ.e. launa og launatengdra gjalda) af vergum þáttatekjum breyttist einnig (mynd V-8). Hlutfallið hækkaði lítillega meira í fyrra en fyrri tölur höfðu bent til og var aðeins rúmri hálfri prósentu undir sögulegu meðaltali sínu og gangi spáin sem hér er birt eftir, yrði það tæplega prósentu yfir sögulegu meðaltali á þessu ári.<sup>3</sup>

Á þriðja fjórðungi ársins hafði launavísitalan hækkað um 5,1% frá því að gerð kjarasamninga stóð yfir á síðasta ársfjórðungi í fyrra og þar sem verðbólga hefur hjaðnað á sama tíma hefur kaupmáttur launa einnig aukist töluvert eða um 3,7%. Samkvæmt launavísitölunni voru launahækkunar lítillega meiri á þriðja fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Einnig virðast kröfur frá ýmsum hópum á vinnumarkaði um meiri hækkunar en almennt var samið um síðast færast í aukana. Því er nú spáð heldur meiri hækkun launa á spátímabilinu en gert var í ágúst þótt áfram sé gert ráð fyrir að gerður verði framhlaðinn þriggja ára samningur í upphafi næsta árs á svipuðum nótum og samið var um í desember 2013. Það kann þó að vera bjartsýni í ljósi þess að framleiðslulakinn er við það að hverfa og gert er ráð fyrir að hlutfall launakostnaðar af vergum þáttatekjum nái sögulegu meðaltali í ár. Verðbólguþrýstingur frá vinnumarkaði kann því að vera vanmetinn í spá bankans.

Vegna endurskoðunar á launum og launatengdum gjöldum hefur launakostnaður á framleidda einingu vaxið lítillega minna að meðaltali á undanförunum árum en endurskoðun á hagvexti hefur einnig haft áhrif á sögulega framleiðniþróun (sjá umfjöllun í kafla IV). Gert er ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu aukist svipað í ár og búist var við í ágústspánni eða um tæplega 5% þar sem minni framleiðnivöxtur vegur upp á móti minni hækkun launa (mynd V-9). Horfur eru á meiri vexti en spáð var í ágúst á næstu tveimur árum þegar meiri launahækkunar og hægari framleiðnivöxtur leggjast á sömu sveif. Gangi spáin eftir verður vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu hins vegar orðinn í takt við verðbólguþrýstinginn árið 2017.

## Verðbólguvæntingar

### Skammtímaverðbólguvæntingar hafa lækkað á flesta mælikvarða ...

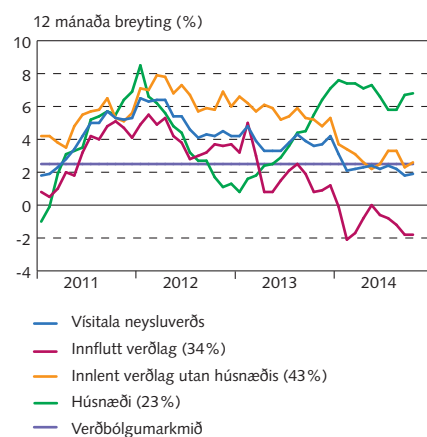
Árangur hefur náðst að undanförunni við það að koma böndum á verðbólgu. Varanleiki þess er að töluverðu leyti háður því hvernig verðbólguvæntingar þróast. Vísbendingar eru um að skammtíma-

3. Nýjar tölur sýna að launahlutfallið lækkar nokkuð og fer tuttugu ára sögulegt meðaltal þess úr rúmlega 63% í 60,4%. Sjá umfjöllun um nýlega þróun launahlutfallsins í rammagrein 1 og kafla VI í *Peningamálum* 2014/2.

Mynd V-7

### Innlend og innflutt verðbólga<sup>1</sup>

Janúar 2011 - október 2014

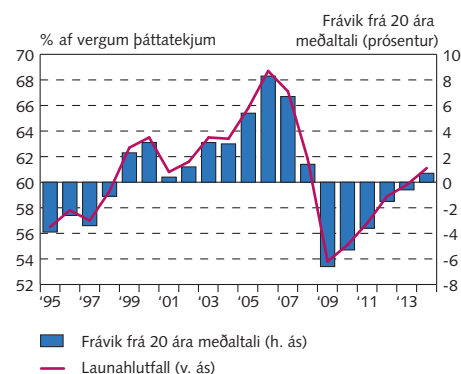


1. Innflutt verðbólga er nálgðuð með innfluttri mat- og drykkjavöru, verði nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálgðuð með verði innlendrar vöru og verði almennrar og opinberrar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

### Hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum 1995-2014<sup>1</sup>

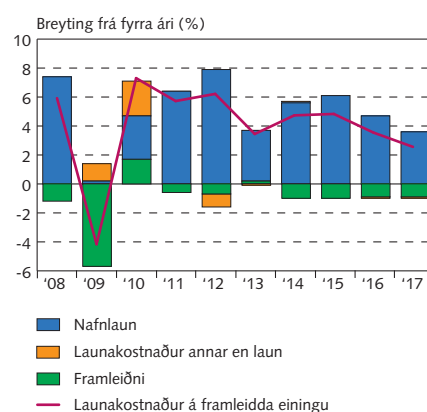


1. 20 ára meðaltal er 60,4% (1997 grunnur). Ársmeðaltal fyrir árið 2014 byggist á grunnsþá PM 2014/4.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

### Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirlíða 2008-2017<sup>1</sup>

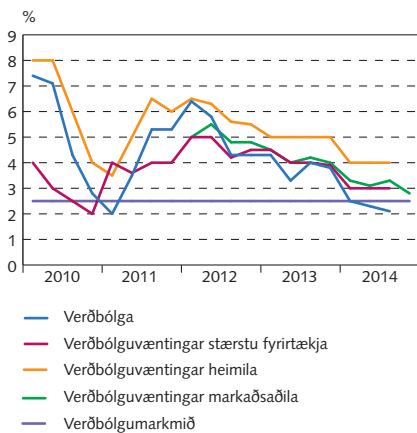


1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnsþá Seðlabankans 2014-2017.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-10

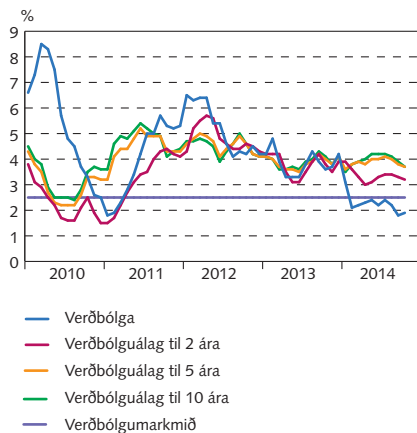
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs  
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2014



Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-11

Verðbólga og vísendingar um verðbólguvæntingar til miðlungslangs og langs tíma<sup>1</sup>  
Janúar 2010 - október 2014



1. Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs. Verðbólguálag út frá vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa (mánaðarleg meðaltöl).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

verðbólguvæntingar hafi þokast nær verðbólguþáttmiðinu á flesta mælikvarða frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til tveggja ára, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, var að meðaltali rúmlega 3% í október samanborið við tæplega 3½% í ágúst.<sup>4</sup> Svipaða sögu er að segja af verðbólguvæntingum markaðsaðila en samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í október sl. Þjuggust þeir við 2,8% verðbólgu eftir eitt ár og 3% eftir tvö ár og hafa því lækkað um ½ prósentu frá ágústkönnuninni og um u.þ.b. 1 prósentu frá október í fyrra (mynd V-10). Verðbólguvæntingar fyrirtækja til tveggja ára hafa einnig lækkað um ½ prósentu í 3% samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup frá því í september. Verðbólguvæntingar þeirra og heimila til eins árs hafa hins vegar ekki breyst frá fyrri könnun; heimili vænta enn 4% verðbólgu að ári liðnu og fyrirtæki 3%. Þær eru þó 1 prósentu lægri en í september 2013. Óvissa um verðbólgu eitt ár fram í tímann virðist ennfremur hafa minnkað eins og sjá má í minnkandi breytileika í svörum þeirra sem taka þátt í þessum könnunum.

Niðurstöður Capacent-könnunarinnar sýna að rúmur helmingur fyrirtækja býst við að verð á aðföngum fyrirtækisins hækki á næstu sex mánuðum og er hlutfallið lítillaga hærra en í síðustu könnun í mars. Heldur fleiri stjórnendur væntu þess jafnframt að verð á vöru og þjónustu fyrirtækisins hækki á tímabilinu eða 35% samanborið við tæplega 30% í mars. Meirihluti fyrirtækja á þó von á því að afurðaverð þeirra haldist óbreytt.

### ... og sömu sögu er að segja um verðbólguvæntingar til lengri tíma

Verðbólguvæntingar til lengri tíma virðast einnig hafa hjaðnað frá síðustu útgáfu *Peningamála* eftir að hafa verið fremur tregbreytanlegar síðastliðið ár. Verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði bæði til fimm og tíu ára var að meðaltali 3,7% í október og hafði hjaðnað um ½ prósentu frá því í ágúst (mynd V-11). Þar sem álagið inniheldur einnig áhættuþóknun sem endurspeglar óvissu um verðbólgu auk áhættuþóknunar sem tengist seljanleika bréfanna er hugsanlegt að verðbólguálag í kringum 3% geti í raun samræmst verðbólguþáttmiðinu. Langtímaverðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði virðast því vera að þokast nær markmiði Seðlabankans.<sup>5</sup> Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila hafa einnig lækkað en í könnun bankans sem gerð var í október þjuggust þeir við að verðbólga yrði að meðaltali 3% á næstu fimm árum og 3,2% á næstu tíu árum sem er lækking um u.þ.b. 0,8 prósentur frá könnuninni í ágúst og hátt í 1 prósentu frá október í fyrra.

4. Skortur er á verðtryggðum skammtímaskuldabréfum sem gerir það að verkum að varlega þarf að fara í túlkun á skammtímaverðbólguvæntingum út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa.

5. Alþjóðlegar rannsóknir benda til að áhættuálagið gæti verið á bilinu ½-1 prósentu á langtímaskuldabréfum og er því hærra sem sveiflur í verðbólgu eru meiri (sjá t.d. A. Buraschi og A. Jiltsov (2005), „Inflation risk premia and the expectations hypothesis“, *Journal of Financial Economics*, 75, 429-490, J. Durham (2006), „An estimate of the inflation risk premium using a three-factor affine term structure model“, *Federal Reserve Board, FEDS Paper* 2006-42, A. Ang, G. Bekaert og M. Wei (2008), „The term structure of real rates and expected inflation“, *Journal of Finance*, 63, 797-849, og S. D'Amico, D. Kim og M. Wei (2008), „Tips from TIPS: the informational content of treasury inflation-protected security prices“, *BIS Working Papers*, nr. 248).

## Nýjar aðferðir við gerð þjóðhagsreikninga

Hagstofa Íslands birti þjóðhagsreikninga fyrir annan fjórðung þessa árs og endurskoðun á sögulegum tölum allt aftur til ársins 1997 hinn 19. september sl. Þessi endurskoðun er að hluta til komin vegna nýrra reglna um gerð þjóðhagsreikninga, ESA 2010. Helstu breytingarnar í þessum nýju reglum eru að rannsóknar- og þróunarkostnaður er nú flokkaður sem fjármunamyndun og bætist við fjármunaeignina, kaup á varanlegum hergögnum eins og flugvélum og herskipum eru ekki lengur flokkuð beint með samneyslu ársins heldur sem fjárfesting og viðbót við fjármunaeign, vörur sem sendar eru til vinnslu erlendis eru ekki lengur taldar með útflutningi og innflutningi vara heldur er framlag erlenda fyrirtækisins flokkað sem innflutt þjónusta (og útflutt þjónusta í heimalandi erlenda fyrirtækisins) og áfallnar lífeyrisskuldbindingar eru færðar til gjalda hjá greiðendum og til eignar hjá heimilum óháð því hvort búið er að greiða viðkomandi skuldbindingu. Ýmis önnur ákvæði eru í ESA 2010, bæði ákvæði sem lúta að heimildum og úrvinnslu gagna og einnig birtingu þjóðhags- talna og endurskoðun á þeim. Líkt og samsvarandi stofnanir í öðrum Evrópuríkjum hefur Hagstofan látið endurskoðunina ná til fleiri atriða en þeirra sem eru nýmæli í ESA 2010. Ólögleg starfsemi, t.d. vændi, smygl og eiturlyfjasala, er nú talin með í fyrsta sinn og miklar breytingar hafa einnig orðið á liðunum óbeint mæld bankaþjónusta og húsnæðiskostnaður.<sup>1</sup>

Við endurskoðunina hækkar mælt nafnvirði landsframleiðslu frá marsbirtingu þjóðhagsreikninga að meðaltali um 3,1% á tímabilinu 1997-2007 en um 4,9% að meðaltali á tímabilinu 2008-2013. Hækkun landsframleiðslunnar á föstu verðlagi er meiri: að meðaltali hækkar hún um 3,6% á tímabilinu 1997-2007 en um 8,5% á tímabilinu 2008-2013. Hækkun á nafnvirði landsframleiðslunnar hér á landi er svipuð og í ýmsum öðrum löndum. Í Bretlandi hækkar mælt nafnvirði landsframleiðslunnar á árunum 1997-2009 að meðaltali um 3,6%, í Frakklandi hækkar mælingin um 3,2% á árinu 2010 (þ.a. 2,4% vegna ESA 2010), í Hollandi er hækkunin á árinu 2010 7,6% (þar af 3% vegna ESA 2010) og í Danmörku þar sem þjóðhagsreikningatölur hafa verið endurskoðaðar aftur til ársins 1966 hækkar mæld landsframleiðsla á milli 1,6% og 3,1%.

### Helstu aðferðafræðibreytingar

Þau atriði sem valda mestum breytingum á stærðunum í ráðstöfunaruppgjöri þjóðhagsreikninga eru:

*Rannsóknar- og þróunarkostnaður* er nú flokkaður sem fjárfesting en var áður talinn með aðföngum. Þessi breyting leiðir til þess að mæld landsframleiðsla hækkar um 1,4%. Hún hækkar fjármunamyndun um 14-16% undanfarin fimm ár og þar sem verulegur hluti rannsóknar- og þróunarkostnaðar var áður talinn til samneyslu lækkar samneyslan um 2½% á sama tíma. Þessi breyting hækkar fjármunaeign þjóðarbúsins í lok ársins 2012 um 5,3%.

*Óbeint mæld bankaþjónusta*, þ.e. sá hluti af þjónustu fjármálastofnana sem viðskiptavinir þeirra greiða fyrir með vaxtamun inn- og útlána en ekki beinum þjónustugjöldum hefur verið endurmetin. Endurmetið veldur 2,5% hækkun landsframleiðslunnar árið 2007 en 1% hækkun í fyrra og kemur fram sem hækkun einkaneyslu og samneyslu ásamt því að bæta vöru- og þjónustujöfnuð, en jöfnuður frumþáttatekna versnar jafn mikið.

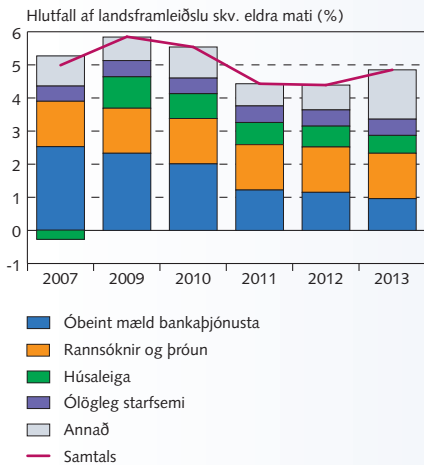
*Húsaleiga* hefur verið endurmetin sem leiðir til hækkunar landsframleiðslu um ½-1% sl. fimm ár en lækkunar um 0,3% árið 2007.

*Ólögleg starfsemi*, t.d. vændi og eiturlyfjasala, er nú talin með í landsframleiðslu hér á landi í fyrsta sinn. Samkvæmt þjóðhagsreik-

1. Sjá nánari umfjöllun í *Hagtiðindum* 2014:10, Hagstofa Íslands, 19. september 2014.

Mynd 1

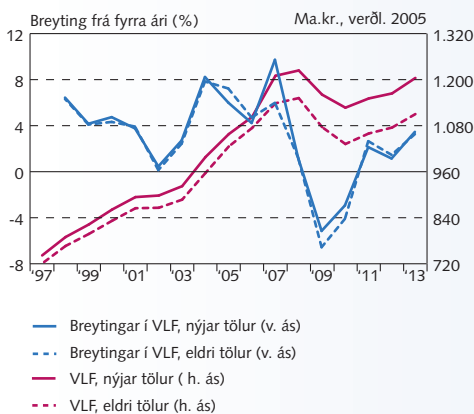
Framlög til hækunar nafnvirðis landsframleiðslu 2007-2013



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2

Verg landsframleiðsla á föstu verðlagi og hagvöxtur 1997-2013

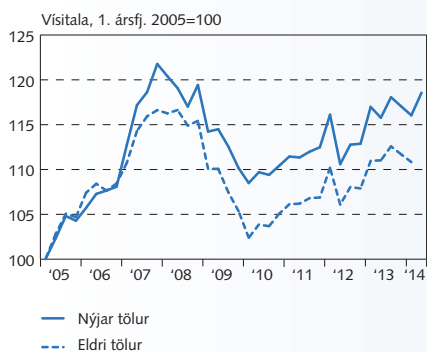


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 3

Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla

1. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2014



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ingastöðlum á landsframleiðslan að mæla alla efnahagsstarfsemi þar sem vörur og þjónusta eru seld á markaði, bæði löglega og ólöglega. Þessi liður hækkar landsframleiðsluna um 0,5% og einkaneysluna um tæpt 1%.

Mynd 1 sýnir framlag þessara fjögurra þátta til breytinga á mati á landsframleiðslu frá árinu 2007. Eins og sjá má veða áhrif óbeint mældrar fjármálaþjónustu þungst framan af en áhrif endurflokkunar á rannsóknnum og þróunarstarfsemi sem fjárfestingar veða einnig þungt.

Ákvæði í ESA 2010 um að telja útgjöld til hergagna, eins og flugvéla og skipa, til fjármunamyndunar en ekki beint til samneyslu hefur nokkur áhrif víða erlendis en minni áhrif hér á landi. Ákvæðið um að telja vörur sem eru fluttar til landsins ekki með í innflutningi og útflutningi ef erlendur aðili á innfluttu vöruna og fær aftur fullunnu vöruna hefur veruleg áhrif á tölur um út- og innflutning vara og þjónustu en ekki á jöfnuð utanríkisviðskipta eða landsframleiðslu. Reglurnar um meðferð lífeyrissparnaðar eiga eftir að hafa veruleg áhrif á mælt eigið fé heimila en engin áhrif á mælda landsframleiðslu og hagvöxt.

### Endurskoðun á þróun hagvaxtar

Þessar breytingar fela í sér að hagvöxtur hér á landi telst nú nokkru meiri en áður á tímabilinu 1997-2008 eða 4,7% á ári að meðaltali í stað 4,4% áður og munar þar mest um verulega endurskoðun á hagvexti ársins 2007. Nú er talið að hann hafi verið 9,7% en áður var hann metinn 6% (mynd 2). Það þarf að fara aftur til ársins 1971 til að finna meiri hagvöxt en þá var hann 13,1%.

Efnahagssamdrátturinn 2008-2010 er talinn minni en áður; talið er að landsframleiðslan hafi dregist saman um 5,1% árið 2009 og 2,9% til viðbótar árið 2010 en sambærilegar tölur í fyrra mati Hagstofunnar voru 6,6% og 4,1%. Samkvæmt nýjum tölum er hagvöxtur frá árinu 2011 til ársins 2013 talinn lítið eitt minni en áður eða að meðaltali 2,3% á ári í stað 2,4% í fyrri tölum.

### Endurskoðun á ársfjórðungslegum tölum

Líkt og í fyrri tölum nær árstíðarleiðrétt landsframleiðsla hámarki á fjórða fjórðungi ársins 2007 en lágmarki á fyrsta fjórðungi ársins 2010 (mynd 3). Tímasetning viðsnúnings þjóðarbúskaparins breytist því ekki frá fyrra mati. Samdrátturinn mælist hins vegar heldur minni eða 10,9% en var áður 12,2%.<sup>2</sup> Frá því að efnahagsbatinn hófst árið 2010 er nú talið að landsframleiðslan hafi aukist um 9,3% sem er 1,8 prósentum minni vöxtur en fólst í fyrra mati.

### Endurskoðun á einstökum þáttum ráðstöfunaruppgjörs

Við endurskoðunina hækkar nafnvirði einkaneyslu mest um 6,2% á árinu 2009 og að meðaltali um 4,3% á árunum 2009-2013. Nafnvirði samneyslu minnkar um 2,4% á árinu 1998 en er nánast óbreytt á árunum 2009-2013. Mest breytist fjármunamyndunin en nafnvirði hennar hækkar um 17,3% á árinu 2010 og að meðaltali um 15,8% á árunum 2009-2013. Út- og innflutningur alls breytist lítið en verulegar breytingar eru á því hvað telst út- og innflutningur vöru annars vegar og þjónustu hins vegar vegna fyrrgreindrar breytingar á meðhöndlun viðskipta með afurðir sem skipta ekki um eignarhald.

Mældur vöxtur einstakra útgjaldaþátta breytist einnig. Samdráttur einkaneyslu á árunum 2008-2010 mælist nú 10,1% en var áður talinn 14,9% og munar þar mest um áhrif óbeinnar fjármálaþjónustu, sérstaklega árið 2009. Vöxtur einkaneyslu á tímabilinu

2. Hér er miðað við beina árstíðarleiðréttingu á landsframleiðslunni en ekki árstíðarleiðréttar tölur Hagstofunnar. Fjallað var um muninn á árstíðarleiðréttingu Seðlabankans og Hagstofunnar í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2012/4.

2010-2013 telst nú 5,4% en taldist áður 6,3%. Minni breytingar eru á mældum vexti samneyslu og fjármunamyndunar.

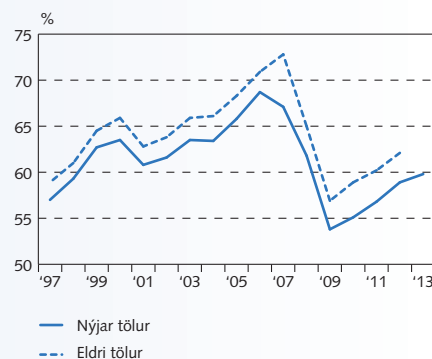
### Breytingar á ýmsum lykilhlutföllum

Ofangreindar breytingar þjóðhagsreikninga valda ýmsum breytingum á mikilvægum hlutföllum sem gjarnan er horft til. Þannig hækkar fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu um 1,4 prósentur hvort heldur horft er til meðaltals síðustu fimm ára eða alls tímabilsins frá 1997. Einkaneyslan lækkar í hlutfalli af landsframleiðslu um 0,4 prósentur að meðaltali sl. fimm ár en samneyslan um 1,2 prósentur. Miðað við sl. fimm ár lækkar hlutfall útflutnings af landsframleiðslu um 2,7 prósentur en hlutfall innflutnings um 3 prósentur að meðaltali, aðallega vegna hækkunar landsframleiðslu. Vöru- og þjónustujöfnuður batnar um 1,9 prósentur á árinu 2007 og um 0,3 prósentur að meðaltali á tímabilinu 2009-2013, aðallega vegna endurmats á óbeint mældri fjármálaþjónustu. Hlutföll skulda af landsframleiðslu lækka jafnframt við hækkun á nafnvirði landsframleiðslunnar.

Þær breytingar sem gerðar eru á ráðstöfunaruppgjöri koma einnig fram í framleiðslu- og tekjuuppgjörum Hagstofunnar. Í framleiðsluuppgjörinu hafa tekjur af þeirri viðbótarstarfsemi sem nú er tekin með verið færðar með vergum rekstrarhagnaði en laun breytast lítið. Í framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga eru tekjur einyrkja, t.d. margra bænda, trillusjómannanna og iðnaðarmanna færðar með rekstrarhagnaði. Þetta veldur því að hlutfall launa og launatengdra gjalda lækkar sem hlutfall af vergum þáttatekjum. Matið á hlutfallinu á árinu 2007 lækkar úr 72,8% í 67,1% eða um 5,7 prósentur og á árunum 2008-2012 lækkar hlutfallið um 3,2 prósentur að meðaltali. Nú er metið að þetta hlutfall hafi verið að meðaltali 58,9% á þessu tímabili og að það hafi verið 59,8% á árinu 2013 (mynd 4).

Mynd 4

Hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum 1997-2013



Heimild: Hagstofa Íslands.





Langtímaáætlun í ríkissjóðmálum sem birt er í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2015 gerir ráð fyrir hallalausum rekstri fram til ársins 2018 og betri afkomu en í frumvarpi síðasta árs. Niðurstöðu langtímaáætlunar má sjá í töflu 1. Samkvæmt frumvarpinu er stefnt að afgangi á heildarjöfnuði árið 2015 sem nemur 0,2% af vergri landsframleiðslu (mælt á rekstrargrunni). Afkoman á greiðslugrunni verður hins vegar enn neikvæð um 6,5 ma.kr.

Miðað við forsendur frumvarpsins munu skuldir ríkissjóðs sem hlutfall af landsframleiðslu lækka á næstu árum, aðallega vegna vaxtar nafnvirðis landsframleiðslu. Í fjárlagafrumvarpi ársins 2015 kemur fram að afkoma ríkissjóðs árið 2014 verði mun betri en gert var ráð fyrir í fjárlögum. Nú stefnir í að afgangurinn nemi 2% af landsframleiðslu í stað 0,1% í fjárlögum. Í frumvörpum til fjárlaga fyrir árin 2012 og 2013 var gert ráð fyrir að afgangurinn árið 2014 næmi 1% af landsframleiðslu. Ástæðan fyrir mun betri afkomu er sú að arðgreiðslur frá Seðlabanka Íslands og Landsbankanum voru mun meiri en áætlað hafði verið. Í fjárlagafrumvarpi fyrir næsta ár reiðir ríkissjóður sig áfram á arðgreiðslur frá þessum aðilum til að afgangur verði á rekstri en arðgreiðslurnar verða töluvert lægri eða rúmlega 15 ma.kr. á næsta ári í stað 57 ma.kr. í ár.

Tafla 1 Áætluð afkoma ríkissjóðs til ársins 2018

Ma.kr.	2015	2016	2017	2018
Heildartekjur	644,5	665,1	701,1	715,5
Þar af skatttekjur	591,1	609,2	644,2	656,7
Heildargjöld	640,5	658,0	677,0	679,4
Rekstrargjöld	258,0	269,2	280,1	290,4
Fjármagnskostnaður	84,2	84,3	83,8	86,7
Tilfærsluútgjöld	249,8	259,0	268,8	278,1
Viðhald	9,2	9,4	9,7	9,9
Fjárfesting	39,3	36,1	34,7	14,4
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	4,1	7,1	24,1	36,0
Sem hlutfall af VLF (%)	0,2	0,3	1,1	1,5
Bati frá fyrra ári	-1,8	0,1	0,7	0,4
Frumtekjur	626,3	646,6	682,1	696,0
Frumgjöld	556,3	573,7	593,2	592,7
Frumjöfnuður ríkissjóðs	70,1	72,8	88,9	103,3
Sem hlutfall af VLF (%)	3,5	3,4	3,9	4,3
Bati frá fyrra ári	-1,8	-0,1	0,5	0,4
Vaxtatekjur	18,2	18,5	19,0	19,4
Vaxtagjöld	84,2	84,3	83,8	86,7
Fjármagnsjöfnuður	-66,0	-65,8	-64,8	-67,3
Sem hlutfall af VLF (%)	-3,3	-3,1	-2,8	-2,8

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

Efnahagsframvindan það sem af er ári hefur reynst hagstæðari en gert var ráð fyrir í forsendum fjárlaga ársins 2014. Innlend eftirspurn, bæði neysla og fjárfesting, er meiri en áætlað var. Það hefur haft jákvæð áhrif á tekjuöflun ríkissjóðs en á móti vega minni tekjur vegna þeirra skattkerfisbreytinga sem samþykktar voru á vorþingi. Helstu efnahagsforsendur sem liggja til grundvallar í nýju fjárlagafrumvarpi eru að mestu í samræmi við núverandi grunnsþá *Peningamála*.

Áætlunin í frumvarpinu um skuldastöðu ríkissjóðs gerir ráð fyrir hagfelldari þróun en fyrri áætlanir. Það stafar m.a. af því að áætlað er að selja 30% hlut í Landsbankanum á árunum 2015 og 2016 og nota andvirði sölunnar til að greiða niður skuldir. Þá er gert ráð fyrir að skuldabréf að fjárhæð 1 milljarður Bandaríkjadala með gjalddaga árið 2016 verði aðeins endurfjármagnað til hálfis og að gjaldeyrisforði

Seðlabankans verði nýttur til að greiða mismuninn. Einnig er gert ráð fyrir að árangursrík skref verði stigin á næstu misserum í átt að afnámi fjármagnshafta og því verði unnt að mæta endurgreiðslum af lánum frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum með gjaldeyrisforðanum. Gangi það ekki eftir mun ríkissjóður þurfa að endurfjármagna þessar skuldbindingar sem myndi leiða til hækkunar á skuldastöðu ríkissjóðs.<sup>1</sup> Áætlað er að nafnvirði vergra skulda í lok árs 2018 verði 1.418 ma.kr. eða 59% af landsframleiðslu samanborið við 1.489 ma.kr. í lok þessa árs eða sem nemur 79% af landsframleiðslu.

Í frumvarpinu er gert ráð fyrir nokkurri hækkun á innlendum og erlendum vöxtum, auk veikingar krónunnar sem leiðir til versnandi vaxtjafnaðar þegar líður á áætlunartímabilið, úr 60 ma.kr. halla í ár í halla á bilinu 65-67 ma.kr. á árunum 2015-2018. Aukinn halli á vaxtjöfnuði skýrist einnig af breytingu úr verðtryggðum vöxtum yfir í óverðtryggða á skuldabréfi ríkissjóðs í Seðlabankanum og lækkingu vaxtatekna af bankareikningum um 4 til 10 ma.kr. árlega 2014-2018 frá því sem reiknað var með í fyrri áætlun vegna endurmats á hluta þeirra, þ.e. bankareikningum ríkissjóðs í Seðlabankanum. Áætlað er að greiðsla helmings áðurnefnds láns í Bandaríkjadöllum spari ríkissjóði 1,6 ma.kr. í vaxtagjöldum árið 2016 og 3,2 ma.kr. á ári árin 2017 og 2018. Jafnframt er gert ráð fyrir að lækkingu skulda með sölu á 30% hlut ríkisins í Landsbankanum spari ríkissjóði um 3 ma.kr. í vaxtagjöld árið 2016 og rúmlega 4,5 ma.kr. á ári árin 2017 og 2018. Á móti munu arðgreiðslur frá Landsbankanum lækka.

### Tekjuhlíð

Breytingar á tekjuhlíð frá fyrri áætlunum koma til vegna skattabreytinga og endurmats á tekjum af skattstofnum á grundvelli nýrrar þjóðhagsspár fjárlagafrumvarpsins. Áætlaðar heildartekjur næsta árs hækka um 38,5 ma.kr. frá því sem gert var ráð fyrir í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2014 og nema 644,5 ma.kr. Helstu ástæður aukinna tekna eru 23 ma.kr. vegna breytinga á bankaskatti sem samþykktar voru í desember sl., 18 ma.kr. vegna endurmats á skattstofnum og 4,2 ma.kr. hækkun arðgreiðslna vegna eignarhlutar ríkisins í viðskiptabönkunum. Á móti lækka tekjur um 1,7 ma.kr. vegna kerfisbreytinga á veiðigjöldum og áhrifa aðgerða vegna húsnæðisskulda heimila. Breyttar forsendur um vaxtatekjur lækka tekjur um 3,9 ma.kr. Þá er áætlað 3,7 ma.kr. tekjutap vegna áforma um breytingar á virðisaukaskatti og afnáms almenna vörugjaldsins á næsta ári auk 0,9 ma.kr. tekjutaps vegna annarra breytinga á skattkerfinu. Almenn hækkun skattstofna miðað við nýjar forsendur þjóðhagsspár

Tafla 2 Yfirlit um tekjuáætlun ríkissjóðs 2014-2018 á rekstrargrunni

% af VLF	2014	2015	2016	2017	2018
Heildartekjur	35,5	31,9	30,9	30,7	29,6
Skatttekjur	30,5	29,2	28,4	28,4	27,3
Frumtekjur	34,6	31,0	30,0	29,9	28,8
Vaxtatekjur	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
Tekjur án óreglulegra liða <sup>1</sup>					
Heildartekjur	33,6	31,6	30,6	30,4	29,3
Skatttekjur	30,0	29,0	28,2	28,1	27,1
Frumtekjur	32,7	30,7	29,7	29,6	28,5

1. Óreglulegir liðir eru fjármagnstekjuskattur ríkissjóðs, tekjur af sölu eigna, söluhagnaður og endurmat eignarhluta. Á árinu 2014 er einnig flokkuð sem óreglulegur liður sérstök áætlun 26 ma.kr. tekjufærsla vegna lækkingu á skuld ríkissjóðs við Seðlabankann í tengslum við breytingar á lögum um bankann og endurskoðun á fjárhagslegum samskiptum þessara aðila.

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

1. Fjallað var um fjárhagsleg samskipti Seðlabanka og ríkissjóðs í kafla V í Peningamálum 2014/2.

frumvarpsins hefði leitt til 33 ma.kr. hækkunar skatttekna að öðru óbreyttu en vegna framangreindra ráðstafana hækka skatttekjur aðeins um 17,3 ma.kr. að nafnvirði eða um 3% milli ára. Skatttekjur munu dragast saman að raunvirði um 0,4% og lækka sem hlutfall af landsframleiðslu úr 30,5% í 29,2%. Ef leiðrétt er fyrir óreglulegum liðum aukast heildartekjur um 4,5 ma.kr. milli ára og lækka sem hlutfall af landsframleiðslu um 2 prósentur, í 31,6%. Tekjuáætlun ríkissjóðs má sjá í töflu 2.

Samanlagt verða tekjuáhrif ýmissa skattalækkana sem samþykktar voru á síðasta þingi 16,2 ma.kr. til lækkunar þegar þær eru að fullu komnar til framkvæmda árið 2016. Lækkun veiðigjalds kemur fyrst fram að fullu á fjárlagaárinu 2015 og sama gildir um 1% gjaldskrárlækkunar sem einnig voru lögfestar á síðasta vörþingi. Lækkun áætlaðra tekna af veiðigjaldi frá og með árinu 2014 nemur tæpum 2 ma.kr. Tryggingagjald mun lækka úr 7,59% í 7,49% árið 2015 og í 7,35% árið 2016. Tekjuáhrif afnáms undanþágu fyrirtækja í slitameðferð frá árinu 2014 eru þess eðlis að þau munu fjara út og þannig lækka tekjur af bankaskatti úr um 39 ma.kr. í ár í 4,5 ma.kr. á árinu 2018. Í töflu 3 má sjá yfirlit skattkerfisbreytinga frá haustþingi 2013.

Tafla 3 Yfirlit um tekjuáhrif skattkerfisbreytinga frá hausti 2013 á tímabilið 2015-2018

Ma.kr.	2015	2016	2017	2018
Skattabreytingar á haustþingi 2013	29,5	15,3	15,2	-7,9
þ.a. hækkun bankaskatts	38,0	25,9	26,1	3,3
þ.a. ýmsar skattalækkunarir	-8,6	-10,6	-10,9	-11,1
Skattalækkunarir á vörþingi 2014	-5,5	-5,6	-4,6	-2,1
Skattabreytingar í fjárlagafrumvarpi 2015	-0,5	0,7	0,2	-0,3
Skattabreytingar alls	23,5	10,4	10,8	-10,2
þ.a. hækkun bankaskatts	38,0	25,9	26,1	3,3
þ.a. annað	-14,6	-15,5	-15,3	-13,5
Fyrri ráðstafanir				
Brottfall auðlegðarskatts og orkusatts	-10,5	-12,7	-12,8	-12,9
Skattabr. og brottfall skatta samanlagt	13,0	-2,4	-2,0	-23,1
þ.a. annað en bankaskattur	-25,1	-28,2	-28,0	-26,4

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

### Gjaldahlið

Með aðhaldsaðgerðum árána 2009-2013 var gengið harðar fram í hagræðingu í rekstri en áður hefur verið gert miðað við magnbreytingu samneyslunnar. Stjórnvöld hafa sagt að þau telji ekki ráðlegt að ganga miklu lengra í hagræðingu á rekstrarreikningi enda nema beinar aðhaldsaðgerðir einungis 3,4 ma.kr. samkvæmt frumvarpinu eða 0,6% af frumgjöldum samanborið við 28 ma.kr. aðhaldsaðgerðir árið 2011. Meginvandinn er eftir sem áður miklar skuldir ríkissjóðs. Hægt er að greiða niður skuldir með afgangi á rekstri ríkissjóðs og með sölu eigna. Núverandi ríkisstjórn hefur áform um að selja eignir til að lækka skuldir.

Samkvæmt fjárlagafrumvarpi fyrir næsta ár og endurskoðaðri áætlun fyrir árið 2014 verða frumgjöld 556 ma.kr. árið 2015 en það er innan við 1% hækkun milli ára á nafnvirði en um 2% samdráttur að raunvirði þegar launa- og verðlagshækkunarir eru frátaldar. Gert er ráð fyrir að hækkunin nemi um 3% á hvoru ári 2016 og 2017 en að þau standi í stað milli ára árið 2018 þar sem þá falla niður 20 ma.kr. útgjöld vegna niðurfærslu húsnæðisskuldna. Lítil breyting á frumgjöldum milli ára á næsta ári skýrist að nokkru leyti af því að þau eru hærri í ár en gert var ráð fyrir í fjárlögum. Þannig hækka áætluð frumgjöld á næsta ári um 13 ma.kr. frá því sem áætlað var í fjárlaga-

frumvarpi ársins 2014. Á næsta ári er gert ráð fyrir að útgjöld til elli- og örorkulífeyrisþega og félagslegrar aðstoðar verði aukin um 2,4 ma.kr. umfram verðlagshækkun eða samtals 5,4 ma.kr. Til að veða á móti áhrifum breytinga á neðra þrepi virðisaukaskatts á verðlag og framfærslukostnað er miðað við að á árinu 2015 verði mótvægisáðgerðum beitt í gegnum tekjuskatt einstaklinga sem kosta muni ríkissjóð um 1 ma.kr. Launa- og verðlagshækkunir í frumvarpinu fyrir árið 2015 nema samtals um 15,3 ma.kr. en þar af eru 2,4 ma.kr. vegna hærri verðbólguþáttar en áður. Á móti verður dregið úr útgjöldum, m.a. með því að draga úr framlögum til Íbúðalánasjóðs á árunum 2015-2018. Á næsta ári er gert ráð fyrir 2,5 ma.kr. framlagi en áður hafði verið gert ráð fyrir 4,5 ma.kr. árlegu framlagi á árunum 2015-2018. Jafnframt gerir frumvarpið ráð fyrir að fallið verði frá því að greiða 1,3 ma.kr. framlag til starfsendurhæfingarsjóða á næsta ári. Áætlað er að frumgjöld að frádregnum útgjöldum vegna niðurfærslu

Tafla 4 Breyting á afkomu ársins 2015 milli frumvarpa þessa og fyrra árs

Rekstrargrunnur	Ma.kr.
<i>Afkoma ríkissjóðs 2015 samkvæmt áætlun frumvarps haustið 2013</i>	
Frumjöfnuður	61,2
Vaxtjöfnuður	-58,7
Heildarjöfnuður	2,6
<i>Breytingar á afkomu ríkissjóðs árið 2015 frá áætlun frumvarps haustið 2013</i>	
1. Breytingar á frumtekjum	
Endurmat skattstofna	14,9
Arðgreiðslur	3,9
Lækkun veiðigjalda	-1,8
Kerfisbreytingar	2,2
Annað	2,8
Samtals breytingar á frumtekjum	22,0
2. Breytingar á frumgjöldum	
Aukin framlög til heilbrigðismála, einkum LSH og FSA	4,6
Breyttar verðlagsforsendur (laun starfsmanna og bætur)	
Almannatrygginga hækka um 0,9 prósentur	2,4
Raunvöxtur í málaflokkum umfram forsendur fyrri ríkisfjármálaáætlunar	1,0
Fallið frá framlagi í VIRK starfsendurhæfingarsjóð	-1,3
Lækkun á framlagi til Íbúðalánasjóðs vegna breytinga á starfsemi sjóðsins	-2,5
Lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs	2,5
Afskriftir skattkrafna og ófyrirséð útgjöld	2,6
Aukinn raunvöxtur og aðrar breytingar	3,8
Samtals breytingar á frumgjöldum	13,1
3. Breytingar á vaxtjöfnuði	
Skilmálabreytingar á skuldabréfi Seðlabanka Íslands (óverðtryggðir vextir o.fl.)	8,1
Aðrar breytingar á vaxtagjöldum (uppgreiðsla á erlendu láni og minni skuldir)	-4,1
Minni vaxtatekjur af gjaldeyrisreikningum hjá Seðlabanka Íslands	3,4
Aðrar breytingar á vaxtatekjum	-0,1
Samtals breytingar á vaxtjöfnuði	7,3
4. Leiðrétting á verðtryggðum húsnæðisskuldum heimila	
Hækkun á bankaskatti og hliðaráhrif á tekjuskatt og tryggingagjald	19,7
Nettóútgjöld vegna leiðréttingar á verðtryggðum húsnæðisskuldum	19,8
Samtals leiðrétting á verðtryggðum húsnæðisskuldum heimila	-0,1
Samtals breytingar á heildarjöfnuði	1,5
<i>Afkoma ríkissjóðs 2015 samkvæmt ríkisfjármálaáætlun haustið 2014</i>	
Frumjöfnuður	70,1
Vaxtjöfnuður	-66,0
Heildarjöfnuður	4,1

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

á húsnæðisskuldum heimila lækki úr 25,1% af landsframleiðslu á árinu 2015 í 23,2% árið 2018 eða um tæpar 2 prósentur.

Í frumvarpinu er miðað við að launaliður ríkissjóðs hækki um 3,5% árið 2015 en á árunum 2016–2018 er gert ráð fyrir 3,6–4,4% hækkun eða sem nemur 1% hækkun umfram verðbólguþá á árunum 2016–2018. Mikil óvissa er um niðurstöður kjarasamninga og þess vegna er m.a. mynduð ný óskipt fjárheimild sem á að gefa svigrúm til að mæta frávikum, einkum í launa-, gengis- og verðlagsforsendum og ófyrirséðum en óhjákvæmilegum skuldbindingum sem kunna að falla til á hverju ári. Þessi fjárheimild nemur 6 ma.kr. hvort ár 2015 og 2016. Frá og með árinu 2017 hækkar hún um 0,5 ma.kr. á ári og verður því orðin 7 ma.kr. árið 2018. Óreglulegir liðir í frumvarpinu eru metnir á 165 ma.kr. Í töflu 4 má sjá þá breytingu á afkomu á árinu 2015 milli áætlunar fjárlagafrumvarps ársins 2014 og fjárlagafrumvarps ársins 2015.

### **Frumvarp að nýjum lögum um opinber fjármál lagt fram að nýju**

Fjármálaráðherra hefur lagt fram frumvarp að lögum um opinber fjármál. Þessum lögum er ætlað að auka aðhald við framkvæmd fjárlaga með setningu fjármálareglna um afkomumarkmið og skulda viðmið. Þar er einnig sagt til um að eftir skipun ríkisstjórnar skuli hún gefa út fjármálastefnu sem nái til fimm ára í senn fyrir hið opinbera í heild sinni auk fjármálaáætlunar sem kynnt yrði á hverju vorþingi. Sjálfstætt fjármálaráð skal veita umsagnir um hvort framkvæmd fjárlaga og fjármálastefnunnar sé í samræmi við útgefna fjármálastefnu. Nánar er fjallað um þessar breytingar í rammagrein V-1 í *Peningamálum* 2014/2.



Það verða óhjákvæmilega skekkjur í hagspám. Sumar eru til komnar vegna skekkja í þeim líkönum sem notuð eru við spánnar, sumar vegna ónákvæmra upplýsinga um efnahagsstærðir sem líkönin byggjast á, t.d. mæliskekkjur, og sumar vegna ófyrirséðra atburða. Athugun á skekkjum í eldri spám gefur hugmynd um þá óvissu sem er í nýju spánni auk mikilvægra upplýsinga um möguleg mistök í spágerðinni og ófyrirséðar kerfisbreytingar í þjóðarbúskapnum. Hvort tveggja má nýta við frekari þróun á haglíkönum Seðlabankans, notkun þeirra við spágerðina, endurbætur á vinnubrögðum við greiningu almennt og framsetningu spáa. Loks verður að hafa í huga að meginmarkmið spágerðar Seðlabankans er að styðja við mótun peningastefnunnar og því skiptir mestu að lágmarka þær spáskekkjur sem torvelda æskilega framkvæmd hennar.

### Þjóðhags- og verðbólguþspár Seðlabankans

Þjóðhags- og verðbólguþspár Seðlabankans eru gerðar fjórum sinnum á ári til þriggja ára í senn. Þær byggjast á ítarlegri greiningu á stöðu þjóðarbúsins hverju sinni. Forsendur um alþjóðlega efnahagsþróun byggjast m.a. á alþjóðlegum spám og því sem lesa má út úr framvirku verði um verðþróun helstu hrávörutegunda. Þjóðhagsreikningar eru helsti grundvöllur matsins á stöðu þjóðarbúsins en því til viðbótar leggja sérfræðingar bankans sjálfstætt mat á stöðu þess með spurningakönnunum, samtölum við forsvarsmenn fyrirtækja, stofnana og aðila á vinnumarkaði og tölfræðilegri greiningu á þróun lykilstærða. Þjóðhagslíkan Seðlabankans er það tæki sem heldur utan um þessar upplýsingar. Sumar jöfnur líkansins eru bókhaldslegs eðlis en aðrar eru hegðunarjöfnur sem metnar eru með tölfræðilegum aðferðum. Spá bankans, einkum fyrir nýliðinn tíma og næstu framtíð, ræðst ekki síður af mati sérfræðinga bankans, ýmsum öðrum spálikönum og margvíslegum upplýsingum sem ekki eru með í þjóðhagslíkaninu.

Peningastefnan á spátímanum er lykilmforsenda í hverri spágerð. Í þjóðhagslíkaninu er peningastefnan ákveðin með framsýnni peningastefnureglu þar sem vextir Seðlabankans ákvarðast út frá væntu fráviki verðbólgu frá verðbólguþspá og framleiðsluspennu. Þessi regla tryggir að vextir bankans stýri verðbólgu að lokum að markmiði og haldi henni að jafnaði þar yfir hagsveifluna. Peningastefnureglan í þjóðhagslíkaninu var valin úr hópi slíkra reglna sem sú regla sem veldur minnstum þjóðhagslegum kostnaði við að tryggja að verðbólga sé við markmið.<sup>1</sup>

### Verðbólguþspár Seðlabankans fyrir árið 2013

Tólf mánaða verðbólga mældist að meðaltali 3,9% á árinu 2013 en verðbólga án áhrifa óbeinna skatta var aðeins minni eða 3,7%. Megindrífkraftar verðbólgu voru af innlendum toga, þ.e. hækkun húsnæðiskostnaðar og verðs á almennri þjónustu. Samanlagt skýrðu þessir liðir að meðaltali meira en helming hækkunar vísitölu neysluverðs á árinu.

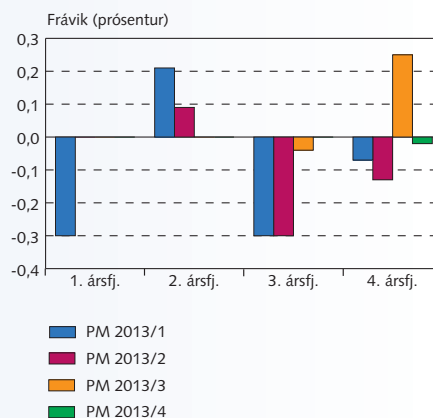
Mynd 1 sýnir hvernig til tókst að spá verðbólgu innan ársins. Eins og sjá má var verðbólgu á fyrsta ársfjórðungi vanspáð en það snýst við á næsta fjórðungi. Á seinni hluta ársins var verðbólgu yfirleitt einnig vanspáð. Sé hins vegar lítið til ársins í heild voru spár bankans mjög nærri lagi (tafla 1); framan af er meðalverðbólgu ársins lítillega vanspáð en frávikið er lítið eða einungis um 0,1 prósent.

## Rammagrein 3

### Reynsla af spám Seðlabanka Íslands

Mynd 1

Ársfjórðungsleg verðbólga árið 2013 og spár *Peningamála*



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Sjá umfjöllun í Ásgeir Danielsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Ó. Pétursdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa Sveinsdóttir (2009), „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 41. Nýjustu uppfærslu handbókar líkansins er hægt að nálgast hér: <http://www.seðlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=9132>.

Tafla 1 Verðbólguþáttur árið 2013

	PM 2013/1	PM 2013/2	PM 2013/3	PM 2013/4	Endanleg útkoma
Breyting frá fyrra ári (%)					
Verðbólga	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9
Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta	3,6	3,6	3,8	3,7	3,7

### Skekkiur í verðbólguþáttum yfir lengra tímabil

Við mat á verðbólguþáttum til lengri tíma er horft á meðalskekkiur spánna og staðalfrávik spáskekkiunnar. Meðalskekkiur sýnir meðalfrávik spánna frá mældri verðbólgu. Meðalskekkiur gefur vísbendingu um hvort þjögun, þ.e. kerfisbundið ofmat eða vanmat, er fyrir hendi. Staðalfrávik er mælikvarði á breytileika spáskekkiunnar og þar með óvissuna í spánni. Þessi skekkiur eykst jafnan eftir því sem spáð er lengra fram í tímann.

Tafla 2 Skekkiur í verðbólguþáttum Seðlabankans frá 1. ársfj. 1994

%	Einn ársfj.	Tvo ársfj.	Þrjú ársfj.	Fjóra ársfj.
Meðalskekkiur	0,0	-0,2	-0,7	-1,1
Staðalfrávik	0,6	1,6	2,3	2,6

Tafla 2 sýnir meðalskekkiur og staðalfrávik í verðbólguþáttum Seðlabankans allt að fjóra ársfjórðunga fram í tímann frá árinu 1994 til og með ágústspánni í ár, þ.e. samtals í 74 spám. Samkvæmt töflunni hefur verðbólgu verið vanspáð tvo til fjóra ársfjórðunga fram í tímann og því meira sem lengra er horft fram á veginn. Meðalskekkiur spánna þrjú og fjóra ársfjórðunga fram í tímann reyndust vera tölfræðilega marktæk frá núlli miðað við 5% öryggismörk sem þýðir að spárnar voru bjagaðar niður á við. Hins vegar finnst ekki marktæk þjögun í skekkiurum í spám einn og tvo ársfjórðunga fram í tímann. Meðalskekkiur þrjú og fjóra ársfjórðunga fram í tímann litast mikið af reynslu árána 2008 og 2009. Ef horft er fram hjá spám sem gerðar eru fyrir þau ár minnkar meðalskekkiur um 0,4 prósentur þrjú ársfjórðunga fram í tímann en um 0,3 prósentur fyrir fjóra ársfjórðunga. Meðalskekkiur þrjú fjórðunga fram í tímann verður einnig tölfræðilega ómarktæk frá núlli miðað við 5% öryggismörk en er þó enn tölfræðilega marktæk fjóra fjórðunga fram í tímann.

Tafla 3 Skekkiur í verðbólguþáttum Seðlabankans frá 2. ársfj. 2001

	Fjöldi mælinga	Meðalskekkiur (%)	Staðalfrávik (%)
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	48	-1,4	2,8
Átta ársfjórðungar fram í tímann	40	-2,7	4,3
Tólf ársfjórðungar fram í tímann	18	-1,7	2,2

Frá því að verðbólguþáttur var tekið upp í mars árið 2001 hefur Seðlabankinn birt verðbólguþáttur tvö ár fram í tímann og þrjú ár fram í tímann frá mars 2007. Tafla 3 sýnir meðalskekkiur og staðalfrávik spáskekkiur frá því að bankinn tók upp verðbólguþáttur. Hægt er að bera saman staðalfrávik eins árs spáskekkiur annars vegar í töflu 2 og hins vegar töflu 3. Slíkur samanburður sýnir að staðalfrávik eins árs spáskekkiur er meira eftir að bankinn tók upp verðbólguþáttur mið í samanburði við allt tímabilið, enda hafa sveiflur í verðbólgu þar til nýverið verið mun meiri eftir að flotgengisstefnan var tekin upp en hún var á tímum fastgengisstefnunnar á tíunda áratug síðustu aldar.<sup>2</sup> Einnig er rétt að hafa í huga að núverandi þjóðhagslíkan var ekki tekið í notkun fyrr en í ársbyrjun 2006. Bankinn gerði ennfremur ekki

2. Sjá umfjöllun í skýrslum Seðlabankans, „Peningastefnan eftir höft“, Sérítt nr. 4, og „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, Sérítt nr. 7 (kafli 3, 4 og 12).



spár um þróun gengis krónunnar og vaxta bankans fyrr en á árinu 2007 og nýttu spárnar því ekki að fullu mat sérfræðinga bankans um þróun þessara stærða.<sup>3</sup> Svo er að hluta til enn því að síðustu ár hafa þjóðhags- og verðbólguþrá Seðlabankans byggst á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist nær óbreytt út spátímann. Reynslan sýnir að stórar skekkjur í verðbólguþrá á Íslandi eru yfirleitt tengdar sveiflum í gengi krónunnar, líkt og sjá má á mynd 2, en fylgni milli tölugilda spáskekkja í verðbólgu og gengi er 0,64.

### Samanburður á nokkrum aðferðum við að spá verðbólgu

Einföld tímaraðalikön sem spá verðbólgu eru einnig notuð við spágerðina. Til að meta árangur verðbólguþrá Seðlabankans er hægt að bera saman spáskekkjur í spám bankans og spáskekkjur þessara einföldu tímaraðalíkana (mynd 3).<sup>4</sup> Til viðmiðunar eru þrjú ARIMA-líkön, einfalt kostnaðarlíkan, ráfferill og VEC-líkan.<sup>5</sup> Þegar lítið er yfir árið 2013 sést að spár bankans höfðu næstmínstu spáskekkjuna óháð því hversu langt fram í tímann er spáð. Einfalt kostnaðarlíkan er með minnstu spáskekkjuna þegar spáð er einn ársfjórðungur fram í tímann en ARIMA-líkan 3 er með minnstu skekkjuna tvo, þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann.

Það getur einnig verið upplýsandi að bera spárnar saman við spá þar sem gert er ráð fyrir sömu verðbólgu og á síðasta ársfjórðungi út spátímabilið. Slík spá hefði lægstu spáskekkjuna ef breytingar í verðbólgu væru slembistærð með vænt gildi núll, þ.e. ef verðbólga fylgdi ráfferli (e. random walk). Einfaldar spáaðferðir af þessu tagi eru oft notaðar til viðmiðunar þegar verið er að meta gæði spáa. Góð spá ætti í langflestum tilvikum að geta verið nákvæmari en einfalda ráfferilsspáin. Þegar spáð var einn ársfjórðungur fram í tímann kom í ljós að öll líkönin stóðu sig betur en einfalda ráfferilsspáin. Þegar spáð var lengra fram í tímann voru grunnspár bankans og ARIMA-líkana 1 og 3 sömuleiðis með minni spáskekkju en spár með einföldu kostnaðarlíkani voru áþekkar ráfferilsspáin og spár ARIMA-líkans 2 og VEC-líkans voru lakari.

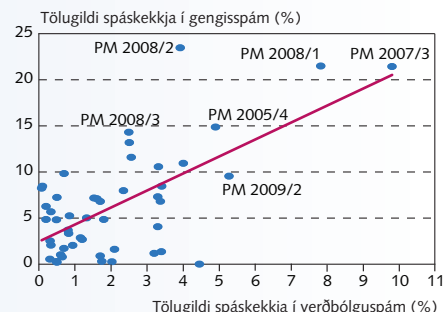
Að síðustu eru spár bankans á undanförunum árum bornar saman á mynd 4. Staðalfrávik spáskekkja var að meðaltali 0,4% árið 2013 og hefur minnkað töluvert frá árinu 2009 en þá var það að meðaltali 1,2%. Þá hafa skekkjurnar einn og tvo ársfjórðunga fram í tímann aldrei verið minni en á árinu 2013 miðað við tímabilið sem er til skoðunar. Spáskekkjurnar þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann á árinu 2013 eru einnig nokkuð lágar en voru þó lægri árið á undan. Aukinn stöðugleiki í þjóðarþróunum á eflaust ríkan þátt í því að draga úr spáskekkjum á þessu tímabili.<sup>6</sup>

- Sjá umfjöllun í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar (2007), „Birting eigin stýrivaxtaspar eykur áhrifamátt peningastefnu seðlabanka“, *Peningamál* 2007/1, 71-86.
- Í öllum líkönum er þess gætt að þau hafi sömu upplýsingar um verðbólgu þegar spá fer fram. Við samanburðinn verður að hafa í huga að ekki er um fyllilega óháðar spár að ræða því að endanleg spá bankans hverju sinni tekur oft tillit til niðurstaðna einföldu tímaraðalíkananna, einkum til skamms tíma.
- Samkvæmt einfalda kostnaðarlíkaninu ræðst verðbólga af sögulegri þróun launakostnaðar á framleiðda einingu og innflutningsverðlags í innlendri mynt. ARIMA-líkan 1 er byggt á spám fyrir helstu undirlíðir vísitölu neysluverðs og þeir eru síðan vegnir saman í eina heildarvísitölu. Tölf undirlíðir vísitölu neysluverðs skiptast í búvörur án grænmetis, grænmeti, aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur, aðrar innlendar vörur, innfluttar mat- og drykkjarvörur, nýja bíla ásamt varahlutum, bensín, aðrar innfluttar vörur, áfengi og tóbak, húsnæði, opinbera þjónusta og að lokum aðra þjónusta. ARIMA-líkan 2 spár vísitölu neysluverðs beint en ARIMA-líkan 3 spár heildarvísitölunni án áhrifa óbeinna skatta og er metnum áhrifum af skattabreytingum bætt við. Umfjöllun um notkun ARIMA-líkana við verðbólguþrá má t.d. finna í A. Meyler, G. Kenny og T. Quinn (1998), „Forecasting Irish inflation using ARIMA models“, Central Bank of Ireland, *Technical Paper*, nr. 3/RT/98. VEC-líkanið (e. vector error correction model) er margvitt tímaraðalíkan sem tekur mið af þróun innflutningsverðlags, framleiðsluspennu og launakostnaðar.
- Sjá umfjöllun um aukinn efnahagslegan stöðugleika og þátt peningastefnunnar í honum í rammagrein I-1 í *Peningamálum* 2014/2.

Mynd 2

Spáskekkjur í verðbólguþrá Seðlabankans og frávik meðalgengis frá spáðu gengi 2001-2013

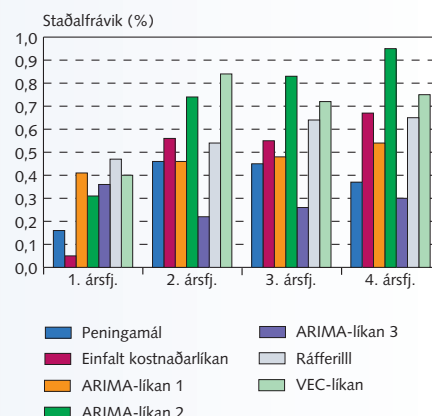
Spár eitt ár fram í tímann



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* og ýmsum einföldum líkönum árið 2013<sup>1</sup>

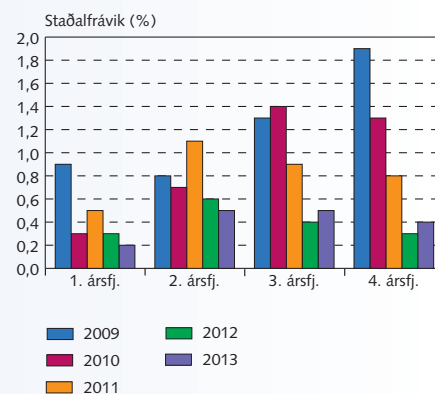


1. Fyrsti ársfjórðungurinn sem er spáð er fjórðungurinn þegar *Peningamál* eru birt. Annar ársfjórðungurinn er næsti fjórðungur eftir birtingu *Peningamála*. Þriðji ársfjórðungurinn er fjórðungurinn þar á eftir.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* 2009-2013<sup>1</sup>



1. Fyrsti ársfjórðungurinn sem er spáð er fjórðungurinn þegar *Peningamál* eru birt. Annar ársfjórðungurinn er næsti fjórðungur eftir birtingu *Peningamála*. Þriðji ársfjórðungurinn er fjórðungurinn þar á eftir.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Hagvaxtarspár Seðlabankans fyrir árið 2013

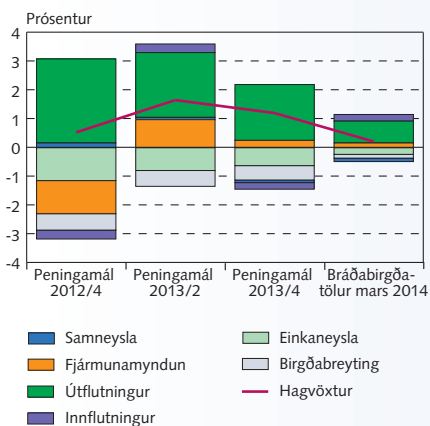
Til að fá betri mynd af árangri Seðlabankans við verðbólguþátt þarf einnig að horfa til þess hvernig bankanum hefur tekist til við að spá fyrir um þróun efnahagssumsvifa. T.d. er líklegt að bankinn vanspái verðbólgu á tímabilum þar sem hann vanspái vexti almennrar eftirspurnar og ofmetur umfang þess slaka sem er í efnahagslífinu.

Hagstofa Íslands birtir áætlanir um þjóðhagsreikninga fyrir hvern ársfjórðung rúmum tveim mánuðum eftir lok fjórðungsins. Fyrsta áætlun fyrir fjórða ársfjórðung 2013 og árið 2013 í heild var birt í mars sl. og endurskoðaðar tölur voru birtar í september. Að þessu sinni er erfiðara að bera spáarnar saman við endanlegar tölur Hagstofunnar vegna breytinga á stöðlum þjóðhagsreikninga í september.<sup>7</sup> Spáarnar og áætlanir Hagstofunnar fyrir breytingar helstu þjóðhagsstærða frá fyrra ári má sjá í töflu 4. Efst í dálkunum er fyrsti fjórðungur sem spáð er fyrir um. Þegar *Peningamál* 2013/1 voru gefin út í febrúar 2013 lágu fyrir áætlanir frá Hagstofunni um þjóðhagsreikninga fyrir þriðja ársfjórðung 2012. Spá bankans fyrir árið 2013 þurfti því að byggja á spá fyrir fjórða ársfjórðung ársins 2012.

Tafla 4 Þjóðhagsspár *Peningamála* fyrir árið 2013

Spátímabil frá:	2012/4	2013/1	2013/2	2013/3	2013/4	Bráða- birgða- tölur	Endursk. tölur
Breyting frá fyrra ári (%)	PM 2013/1	PM 2013/2	PM 2013/3	PM 2013/4	PM 2014/1	(mars 2014)	(sept. 2014)
Einkaneysla	2,5	2,2	2,0	1,9	1,6	1,2	0,8
Samneysla	0,1	0,5	1,2	1,2	1,2	1,3	0,8
Fjármunamyndun	-1,0	-9,2	-9,4	-4,1	-4,3	-3,4	-2,2
Þjóðarútgjöld	1,3	0,0	0,0	0,7	0,4	0,1	-0,3
Útflutningur	1,8	2,9	4,4	3,4	4,7	5,3	6,9
Innflutningur	0,5	-0,2	1,2	0,8	0,3	-0,1	0,4
Hagvöxtur	2,1	1,8	1,9	2,3	3,0	3,3	3,5

Mynd 5  
Framlag útgjaldaliða til spáskekkju  
í hagvexti 2013<sup>1</sup>



1. Miðað við rauntölur birtar í september 2014.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Talsverð breyting átti sér stað á tölum Hagstofunnar frá birtingu bráðabirgðatalna í mars til endurskoðaðra talna í september á þessu ári, fyrst og fremst vegna nýrra staðla og endurbættra aðferða. Magnbreyting allra undirliða þjóðarútgjalda, að undanskilinni fjármunamyndun, var endurskoðuð niður á við en magnbreyting útflutnings og innflutnings endurskoðuð upp á við, útflutnings þó talsvert meira. Þessi endurskoðun hafði í för með sér að hagvöxtur á árinu 2013 varð meiri.

Hagvöxtur árið 2013 reyndist vera nokkru meiri en spár höfðu gert ráð fyrir. Spár *Peningamála* birtar á árinu 2013 vanmátu þannig hagvöxt um 1,2-1,6 prósentur miðað við niðurstöður þjóðhagsreikninga frá september sl. Þessa skekkju má helst rekja til þess að útflutningur var kerfisbundið vanmetinn um 2½-5 prósentur, einkum reyndist útflutningur sjávarafurða og þjónustu meiri en gert var ráð fyrir. Einnig var innflutningi lítillega ofspáð í öllum heftum *Peningamála* nema í maíheftinu. Spár um þjóðarútgjöld ársins 2013 voru nokkuð nærri tölum Hagstofunnar. Samneysla reyndist vanmetin í spám fyrri hluta árs 2013 en á móti vó að einkaneysla var ofmetin.

Mynd 5 sýnir hvaða útgjaldaliðir skýra spáskekkju í hagvexti 2013 miðað við framlag þeirra. Þar sést að útflutningur og fjármunamyndun skýra stærstan hluta skekkjunnar. Útflutningi reyndist alltaf vanspáð en spár um innflutning voru nokkuð nærri lagi. Fjár-

7. Í september birti Hagstofan þjóðhagsreikninga skv. nýjum stöðlum ESA 2010 (áður ESA 95) og munu þjóðhagsreikningar framvegis fylgja þeim. Einnig voru ýmsar endurbætur gerðar á gagnasöfnun og breytingum á aðferðafræði. Fjallað er um breytingar í aðferðafræði Hagstofunnar í rammagrein 1.

munamyndun, sem vó um 15% í landsframléiðslu síðastliðins árs, reyndist vera vanmetin í spám bankans. Ofmat á einkaneyslu vó þó á móti og varð spáskekkja í hagvexti því ekki eins mikil.

Á myndinni má einnig sjá breytinguna á milli bráðabirgðatalna Hagstofunnar fyrir árið 2013 sem voru birtar í mars sl. og endanlegra talna sem voru birtar í september sl. Þar sést að útflutningur var endurskoðaður mest upp á við en einnig innflutningur og fjármunamyndun. Tölur fyrir einkaneyslu og samneyslu voru endurskoðaðar niður á við.

### Spár Seðlabankans í samanburði við spár annarra spáaðila

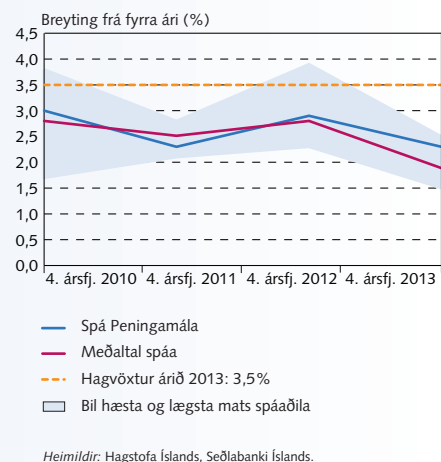
Á mynd 6 má sjá samanburð á hagvaxtarspám Seðlabankans fyrir árið 2013 við meðaltal spáa annarra aðila. Spár Seðlabankans voru allar gerðar á fjórða ársfjórðungi á árunum 2010-2013. Meðaltalið samanstendur af síðustu spá hvers árs meðal átta spáaðila: spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, Alþýðusambands Íslands (ASÍ), stóru viðskiptabankanna þriggja, IFS, Hagstofunnar og framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins. Bil hæsta og lágsta spágildis þeirra er sýnt sem skyggt svæði. Þetta bil breiðkar jafnan þegar mikil óvissa ríkir um efnahagshorfur eða horft er lengra fram á veginn.

Ágætt samræmi er á milli hagvaxtarspáa Seðlabankans og spáa annarra aðila. Hagvaxtarspárnar eru þó nokkru fyrir neðan endanlegar tölur Hagstofunnar fyrir árið 2013 og vekur sérstaka athygli að allar spár voru færðar niður á milli árunum 2012 og 2013. Líklega liggur hluti spáskekkjunnar í því að í lok árs 2013 lágu fyrir bráðabirgðaniðurstöður þjóðhagsreikninga fyrir fyrri helming ársins en hagvaxtartölur fyrir fyrsta ársfjórðung hafa verið endurskoðaðar upp á við um tæpa hálfa prósentu síðan. Við það bætist að hagvöxtur á seinni helmingi ársins 2013 var þó nokkru meiri en sögulegt meðaltal hagvaxtar. Eins og áður var nefnt hefur Hagstofan innleitt nýja staðla við þjóðhagsreikningagerð sem ekki var tekið tillit til við gerð þeirra spáa sem hér eru skoðaðar og því getur hluti spáskekkjunnar verið tilkominn vegna hennar.

Einnig var gott samræmi milli verðbólgu spáa Seðlabankans fyrir árið 2013 og spáa annarra aðila. Á mynd 7 sést að spád verðbólga fyrir árið 2013 samkvæmt þeim spám sem voru birtar framan af því tímabili sem hér er skoðað var nokkru minni en mæld ársverðbólga en spárnar voru svo endurskoðaðar upp á við eftir því sem á leið og nýjar upplýsingar voru birtar. Helst skilur á milli spár Seðlabankans og meðaltals annarra spáaðila í árslok 2012 þegar Seðlabankinn var með bjartsýnustu spána og spáði 0,3 prósentum minni verðbólgu en raunin varð á sama tíma og meðaltal annarra var 0,4 prósentum yfir endanlegri verðbólgu mælingu. Í lok árs 2013 dró saman á milli Seðlabankans sem spáði rétt um verðbólgu ársins 2013 og annarra spáaðila sem spáðu verðbólgunni tæpum 0,2 prósentum yfir endanlegu gildi.

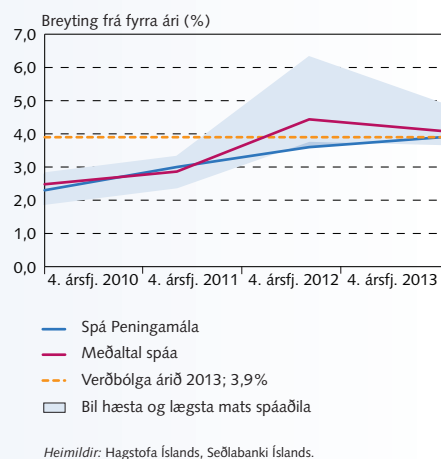
Mynd 6

Spár um hagvöxt árið 2013



Mynd 7

Spár um verðbólgu árið 2013





## Viðauki 1

# Spátöflur

Tafla 1 Landsframléiðsla og helstu undirliðir<sup>1</sup>

	2013	2014	2015	2016	2017
Einkaneysla	0,8 (1,2)	4,3 (4,4)	4,2 (4,3)	3,0 (2,9)	2,8
Samneysla	0,8 (1,3)	1,0 (1,1)	1,2 (0,9)	1,1 (0,9)	1,2
Fjármunamyndun	-2,2 (-3,4)	17,6 (22,2)	14,1 (16,4)	15,6 (19,6)	2,4
Atvinnuvegafjárfesting	-8,6 (-10,2)	17,6 (23,0)	14,5 (18,6)	17,1 (24,6)	-1,7
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	10,8 (10,8)	24,8 (27,9)	21,5 (18,8)	19,9 (18,0)	14,2
Fjárfesting hins opinbera	12,5 (11,7)	12,5 (15,1)	5,6 (4,2)	4,3 (-2,0)	3,6
Þjóðarútgjöld	-0,3 (0,1)	5,3 (5,8)	5,3 (5,5)	5,0 (5,5)	2,4
Útflutningur vöru og þjónustu	6,9 (5,3)	3,6 (4,3)	2,6 (3,0)	2,2 (2,6)	3,2
Innflutningur vöru og þjónustu	0,4 (-0,1)	8,3 (8,9)	5,9 (5,9)	6,5 (7,8)	3,4
Verg landsframléiðsla (VLF)	3,5 (3,3)	2,9 (3,4)	3,5 (3,9)	2,8 (2,8)	2,3
VLF á verðlagi hvers árs (þús. ma.kr.)	1,9 (1,8)	2,0 (1,9)	2,1 (2,0)	2,2 (2,1)	2,3
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	5,6 (5,1)	5,1 (5,2)	7,2 (7,8)	5,8 (5,9)	5,1
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	15,1 (13,6)	17,1 (16,0)	18,7 (17,8)	21,0 (20,4)	20,9
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	9,6 (8,6)	10,9 (10,1)	11,8 (11,4)	13,4 (13,6)	12,9
Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) <sup>2</sup>	22,0 (19,7)	20,3 (16,1)	19,2 (16,2)	19,9 (17,3)	20,2
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	3,7 (3,2)	-1,9 (-2,0)	-1,4 (-1,3)	-1,9 (-2,5)	0,0

1. Grunnspá Seðlabankans fyrir 2014-2017. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/3). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og undirliggjandi viðskiptajafnaður með rekstrarframlögum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur<sup>1</sup>

	2013	2014	2015	2016	2017
Útflutningsframléiðsla sjávarafurða	8,0 (8,0)	-6,9 (-6,8)	2,0 (2,0)	0,0 (0,0)	2,5
Útflutningsframléiðsla áls	3,0 (3,0)	1,5 (0,8)	2,0 (1,7)	2,0 (1,8)	2,1
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	-4,9 (-4,8)	5,1 (4,0)	1,9 (3,8)	0,5 (0,3)	1,9
Verð áls í USD <sup>2</sup>	-4,8 (-4,8)	0,6 (-1,0)	9,7 (9,2)	6,1 (3,1)	2,4
Verð eldsneytis í USD <sup>3</sup>	-0,9 (-0,9)	-5,5 (0,0)	-3,5 (-2,5)	0,0 (-2,8)	-0,2
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-1,9 (-2,4)	1,1 (0,3)	1,2 (1,5)	0,0 (1,0)	0,1
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum <sup>4</sup>	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,6 (1,7)	1,9 (2,0)	1,9
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum <sup>4</sup>	0,8 (0,8)	1,8 (1,9)	2,1 (2,2)	2,2 (2,4)	2,2
Innflutningur helstu viðskiptalanda <sup>4</sup>	1,3 (1,3)	3,3 (3,4)	3,6 (3,8)	2,9 (2,9)	2,5
Skammtímaxvistir í helstu viðskiptalöndum (%) <sup>5</sup>	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,6 (0,6)	1,4 (1,4)	2,4

1. Grunnspá Seðlabankans fyrir 2014-2017. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/3). 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá frá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Þriggja mánaða peningamarkaðsvæxir helstu viðskiptalanda Íslands samkvæmt spá OECD.

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

Tafla 3 Viðskiptajöfnuður og undirliðir hans<sup>1</sup>

	2013	2014	2015	2016	2017
Vöru- og þjónustujöfnuður	8,3 (7,4)	6,5 (5,1)	5,5 (4,4)	3,4 (2,4)	3,4
Mældur jöfnuður frumþáttatekna <sup>2</sup>	-2,7 (-3,5)	-3,2 (-5,2)	-4,2 (-5,3)	-3,8 (-5,0)	-3,4
Undirliggjandi jöfnuður frumþáttatekna <sup>3</sup>	-0,5 (-1,2)	-2,3 (-4,3)	-4,2 (-5,3)	-3,8 (-5,0)	-3,4
Mældur viðskiptajöfnuður <sup>2</sup>	5,6 (3,9)	3,3 (-0,1)	1,3 (-0,9)	-0,3 (-2,6)	0,0
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður <sup>3</sup>	7,3 (6,2)	4,0 (0,8)	1,3 (-0,9)	-0,3 (-2,6)	0,0

1. Grunnspá Seðlabankans fyrir 2014-2017. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/3). 2. Reiknað samkvæmt staðli Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Jöfnuður frumþáttatekna að viðbættum rekstrarframlögum. 3. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð. Í þjónustujöfnuði hefur einnig verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slitameðferð. Á spátímanum er áætluðum áhrifum af uppgjöri búa innlánsstofnana í slitameðferð bætt við.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Opinber fjármál<sup>1</sup>

	2013	2014	2015	2016	2017
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	-1,8 (-0,9)	2,0 (0,9)	-0,4 (0,3)	0,4 (0,7)	1,0
Frumjöfnuður ríkissjóðs	3,0 (2,1)	3,1 (2,8)	2,8 (2,9)	3,4 (3,3)	3,7
Heildarjöfnuður hins opinbera	-1,7 (-1,2)	1,9 (0,8)	-0,2 (0,0)	0,6 (0,4)	1,5
Frumjöfnuður hins opinbera	3,1 (1,9)	3,0 (2,9)	2,9 (3,2)	3,9 (3,5)	4,4
Vergar skuldir hins opinbera	86 (93)	83 (87)	81 (85)	73 (81)	70
Hreinar skuldir hins opinbera <sup>2</sup>	63	65	59	53	53

1. Grunnspá Seðlabankans fyrir 2014-2017. Hlutfall af VLF, rekstrargrunnur, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/2). 2. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádrögnum sjóðum og bankainnstæðum. Spá um hreinar skuldir samkvæmt þessari skilgreiningu var ekki birt í *Peningamálum* 2014/2.

Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta<sup>1</sup>

	2013	2014	2015	2016	2017
Atvinnuleysi (skv. VMST; % af mannafla)	4,4 (4,4)	3,9 (3,7)	3,5 (3,3)	3,5 (3,4)	3,7
Atvinnuleysi (skv. VMK; % af mannafla)	5,4	5,1	4,2	4,0	4,1
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	77,0	77,3	77,7	77,8	77,4
Heildarvinnustundir	3,7 (3,7)	1,9 (2,5)	2,5 (1,8)	1,9 (1,2)	1,3
Framleiðni vinnuaflds <sup>2</sup>	-0,2 (-0,4)	1,0 (0,8)	1,0 (2,1)	0,9 (1,6)	0,9
Launakostnaður á framleidda einingu <sup>3</sup>	3,5 (4,7)	4,8 (5,3)	4,9 (3,3)	3,6 (2,6)	2,6
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	0,7 (4,5)	4,9 (4,9)	5,8 (3,0)	3,9 (3,0)	4,6
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-0,7 (-1,1)	0,3 (-0,2)	1,2 (0,9)	0,5 (0,7)	0,1

1. Grunnspá Seðlabankans fyrir 2014-2017. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/3). Spár um atvinnuleysi samkvæmt VMK og hlutfall starfandi voru ekki birtar í *Peningamálum* 2014/3. 2. Hagvöxtur að frádrögnum vexti heildarvinnustunda. 3. Vöxtur launakostnaðar að frádrögnum framleiðnivexti.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Gengi krónunnar og verðbólga<sup>1</sup>

	2013	2014	2015	2016	2017
Vísitala meðalgengis <sup>2</sup>	218,9 (218,9)	207,0 (206,6)	207,1 (206,6)	207,1 (206,6)	207,1
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	3,9 (3,9)	2,2 (2,4)	2,6 (2,8)	3,0 (2,9)	2,7
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	3,7 (3,7)	2,1 (2,4)	2,0 (2,8)	3,0 (2,9)	2,7

1. Grunnspá Seðlabankans fyrir 2014-2017. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/3). 2. Þröng viðskiptavog.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 7 Ársfjórðungsleg verðbólguþátta (%)<sup>1</sup>

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
<i>Mæld gildi</i>			
2014:1	2,5 (2,5)	2,4 (2,4)	1,1 (1,1)
2014:2	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)	3,5 (3,5)
2014:3	2,1 (2,3)	2,1 (2,3)	0,9 (1,7)
<i>Spáð gildi</i>			
2014:4	1,7 (2,6)	1,7 (2,6)	1,4 (4,2)
2015:1	2,0 (2,7)	1,5 (2,8)	2,3 (1,5)
2015:2	2,5 (2,8)	1,9 (2,8)	5,3 (3,9)
2015:3	2,6 (2,7)	2,0 (2,7)	1,2 (1,4)
2015:4	3,3 (2,8)	2,7 (2,8)	4,4 (4,6)
2016:1	3,0 (2,8)	3,0 (2,8)	1,0 (1,4)
2016:2	3,1 (3,0)	3,1 (3,0)	5,8 (4,8)
2016:3	2,8 (2,8)	2,8 (2,8)	0,3 (0,5)
2016:4	2,9 (3,0)	2,9 (3,0)	4,8 (5,3)
2017:1	2,9 (3,0)	2,9 (3,0)	0,8 (1,3)
2017:2	2,8 (3,0)	2,8 (3,0)	5,2 (4,9)
2017:3	2,6 (2,8)	2,6 (2,8)	-0,5 (-0,3)
2017:4	2,5	2,5	4,5

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.