



PENINGAMÁL

2015 • 2

Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 5 Kröftugur vöxtur innlendar eftirspurnar og blikur á lofti á vinnumarkaði
- 5 Kafli I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir
- 15 Kafli II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör
- 21 Kafli III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir
- 27 Kafli IV Innlent raunhagkerfi
- 39 Kafli V Verðbólga
- 43 Rammagrein 1 Áhættuálag og mat á verðbólguvæntingum á skuldabréfamarkaði
- 46 Rammagrein 2 Verðbólguvæntingar í aðdraganda kjarasamninga: samanburður við árið 2011
- 47 Rammagrein 3 Ný gögn til að meta slaka eða spennu á vinnumarkaði
- 49 Rammagrein 4 Atkvæðagreiðslur peningastefnunefndar: sex ára reynsla
- 53 Rammagrein 5 Mat á undirliggjandi verðbólgu með kviku þáttalíkani
- 55 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 neysliverðs 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 vaxtaákvæðanir peningastefnunnefndar 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

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Þórarinn G. Pétursson, formaður

Rannveig Sigurðardóttir

Sigríður Benediktsdóttir

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Elís Pétursson

Karen Á. Vignisdóttir

60. rit. 13. maí 2015

Prentun og bókbund: 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

13. maí 2015

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 4,5%.

Samkvæmt nýbirtri spá Seðlabankans verður hagvöxtur um 4½% í ár og að meðaltali tæplega 4% á ári á spátímanum, sem er meiri vöxtur en bankinn spáði í febrúar. Framleiðsluspenna myndast á þessu ári og nær hámarki á því næsta. Batinn á vinnumarkaði hefur færst í aukana að undanfögnu. Sé tekið mið af hinum miklu launakröfum sem nú eru uppi mætti ætla að spenna á vinnumarkaði sé nú þegar til staðar eða að slaki hafi a.m.k. minnkað hraðar en samrýmist verðstöðugleika.

Verðbólga er enn lítil og lítils háttar lækkun verðlags mælist sé horft fram hjá áhrifum húsnæðiskostnaðar. Lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu hafa haldið aftur af verðbólgu og vegið á móti áhrifum töluverðra launahækkana innanlands. Verðbólguhorfur hafa hins vegar versnað frá síðustu spá Seðlabankans. Líkur á hagstæðu samspili lítillar innfluttrar verðbólgu og hóflegra kjarasamninga virðast nú hverfandi, enda hafa verðbólguvæntingar hækkað frá síðustu spá eftir að hafa lækkað í markmið í upphafi árs. Samkvæmt grunnspá bankans fer verðbólga yfir markmið strax í upphafi næsta árs og líklegra er að verðbólga verði meiri en spáð er en að hún verði minni. Framvinda kjaraviðræðna eftir að spáin var gerð hefur aukið þessa hættu enn frekar.

Vaxtalækkun Seðlabankans undir lok síðastliðins árs var byggð á snarpri hjöðnun verðbólgu og lækkun verðbólguvæntinga sem leiddi til hækkunar raunvaxta umfram það sem efnahagsástand og nærhorfur voru þá taldar gefa tilefni til. Í yfirlýsingum nefndarinnar á þeim tíma var hins vegar bent á að miklar launahækkningar og sterkur vöxtur eftirspurnar gætu grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka yrði vexti á ný. Þróun kjaraviðræðna að undanfögnu ásamt hækkun verðbólguvæntinga og vísbendingum um öflugan vöxt eftirspurnar benda til þess að þessar aðstæður séu nú að skapast og því líklegt að hækka þurfi vexti þegar á næsta fundi nefndarinnar í júní.

Kröftugur vöxtur innlendrar eftirspurnar og blikur á lofti á vinnumarkaði

Þrátt fyrir mikið umrót undanfarið eru horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum taldar svipaðar og í febrúarspá Peningamála. Ytri skilyrði þjóðarbúsins hafa hins vegar batnað og er gert ráð fyrir töluverðum viðskiptakjara-bata og vexti útflutnings í ár. Endurskoðaðar tölur Hagstofu Íslands benda til þess að hagvöxtur hafi verið 1,9% í fyrra, þ.e.a.s. nálægt febrúarspá Seðlabankans um 2% hagvöxt á árinu. Þar með hefur samdráttur landsframleiðslunnar í kjölfar fjármálakreppunnar gengið til baka að fullu. Líkt og í febrúarspá bankans er gert ráð fyrir töluverðum hagvexti í ár sem drifinn er áfram af innlendri eftirspurn. Nýjar vísbendingar um útflutning og fjárfestingaráform innlendra fyrirtækja gefa til kynna að hagvöxtur verði meiri en spáð var í febrúar. Er nú gert ráð fyrir 4½% hagvexti í ár og 3½% vexti á næsta ári sem er um ½ prósentu meiri vöxtur á ári en spáð var í febrúar. Gangi spáin eftir verður meðalhagvöxtur á spátímanum 3¾% á ári sem er vel yfir meðalhagvexti undanfarinna þrjátíu ára og töluvert meiri vöxtur en spáð er að meðaltali meðal helstu viðskiptalanda. Bati á vinnumarkaði hefur að sama skapi sótt í sig veðrið á ný. Áætlað er að framleiðslulakinn sé horfinn eftir tæplega sex ára slaka og framleiðsluspenna taki að myndast. Spennan nær hámarki í ríflega 1% af framleiðslugetu um mitt næsta ár en tekur að minnka á ný þegar líða tekur á spátímann. Aukin spenna, hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og minnkandi áhrif olíuverðslækkana undanfarið verða til þess að verðbólga þokast upp í markmið seinna á þessu ári og verður yfir markmiði fram undir lok spátímans. Þótt í grunnspánni sé gert ráð fyrir nokkuð ríflegum launahækkunum í yfirstandandi kjaraviðræðum er hætta á að niðurstaðan verði enn meiri hækkunir. Eins og sýnt er í frávíkisdæmi gætu svo miklar launahækkunir spillt þeim árangri sem náðst hefur við að koma verðbólgu í markmið og tryggja kjölfestu verðbólguvæntinga. Þær gætu einnig grafið undan efnahagsbatanum, veikt samkeppnisstöðu þjóðarbúsins og dregið úr atvinnu.

I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

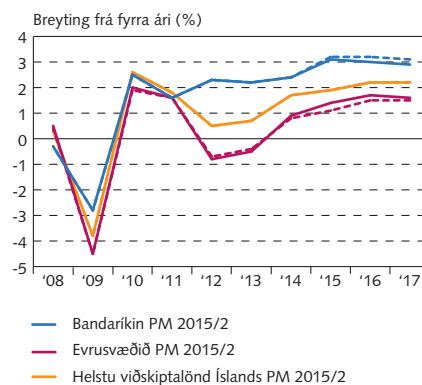
Grunnspá Seðlabankans¹

Alþjóðlegar efnahagshorfur lítið breyttar frá febrúarspánni ...

Heimshagvöxtur reyndist 3,4% í fyrra sem er hátt í ½ prósentu undir meðalhagvexti sl. þrjátíu ára. Horfur fyrir þetta og næstu tvö ár hafa lítið breyst frá febrúarspá Seðlabankans þótt horfur um hagvöxt í einstökum löndum og svæðum hafi breyst. Lækkun olíuverðs að undanfögnu gerir það að verkum að Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur nú að hagvaxtarhorfur í þróuðum ríkjum séu betri en í októberspá sjóðsins. Hins vegar telur sjóðurinn horfur á minni hagvexti í nýmarkaðsríkjum, einkum olíuútflutningsríkjum sem hafa orðið fyrir tekjumissi vegna lækkunar olíuverðs og ríki sem hafa farið illa út úr hækkun Bandaríkjadals vegna mikillar skuldsetningar í dölum.

Líkt og á við um heimsbúskapinn í heild hafa hagvaxtarhorfur fyrir helstu viðskiptalönd Íslands lítið breyst frá febrúarspánni. Talið er að hagvöxtur verði 1,9% að meðaltali í ár sem er hækkun um 0,2 prósentur frá fyrra ári en þó 0,3 prósentum undir meðalhagvexti helstu viðskiptalanda sl. þrjátíu ár. Horfur eru á að hagvöxtur verði að meðaltali u.þ.b. 3% í Bandaríkjunum á spátímanum sem er heldur minni vöxtur en spáð var í febrúar. Horfur fyrir evrusvæðið hafa hins vegar heldur glæðst, þótt áfram sé spáð hægum vexti. Samkvæmt

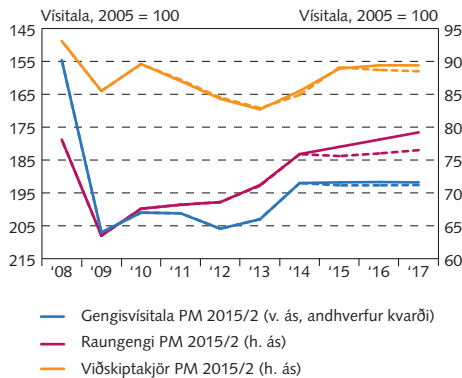
Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2008-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

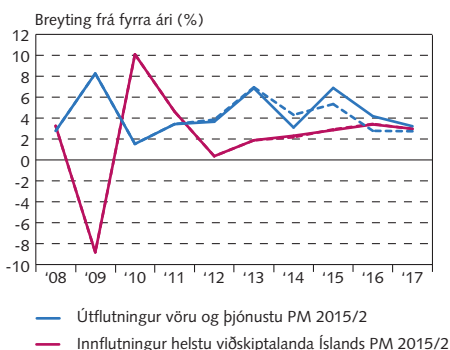
1. Greiningin í þessum Peningamálum byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan maí.

Mynd I-2

Gengi krónunnar og viðskiptakjör 2008-2017¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3

Útflutningur vöru og þjónustu 2008-2017¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

grunnspánni verður hagvöxtur helstu viðskiptalanda 2,2% að meðaltali á næstu tveimur árum sem eru óbreyttar horfur frá febrúar (mynd I-1). Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur hefur að sama skapi lítið breyst frá því í febrúar. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

... en ytri skilyrði þjóðarbúsins batna

Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu þrátt fyrir töluverðar sveiflur í gengi ýmissa helstu gjaldmiðla heims. Eins og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að svo haldist áfram út spátímann (mynd I-2). Sakir meiri verðbólgu hér á landi en í helstu viðskiptalöndum eru horfur á að raugengið hækki um 4% á spátímanum og verði í lok hans á svipuðu stigi og það var í aðdraganda fjármálakreppunnar haustið 2008 en um 9% lægra en að meðaltali undanfarin þrjátíu ár.

Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að viðskiptakjör á fjórða ársfjórðungi í fyrra hafi batnað um 9% frá fyrra ári. Var það þriðji fjórðungurinn í röð sem viðskiptakjör bötnuðu, eftir samfellda rýrnun þeirra frá ársbyrjun 2011. Batinn á árinu í heild reyndist því 3,4% sem er 1 prósentu meiri bati en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í febrúar og skýrist fyrst og fremst af hagstæðari þróun ál- og sjávarafurðaverðs. Horfur eru á áframhaldandi bata viðskiptakjara í ár sem skýrist ekki síst af mikilli lækkun olíuverðs frá miðju síðasta ári. Gangi spáin eftir verða viðskiptakjör um 8% betri árið 2017 en þau voru árið 2013 þegar þau náðu lágmarki í kjölfar fjármálakreppunnar. Þau verða þó áfram 13% lakari en þegar þau voru hagstæðust áður en kreppan skall á.

Nýjar tölur Hagstofunnar benda til þess að útflutningur sjávarafurða og áls hafi verið heldur minni í fyrra en áður hafði verið áætlað. Útflutningshorfur í ár og á næstu tveimur árum hafa hins vegar batnað frá fyrri spá og er nú spáð tæplega 7% vexti í ár. Skýrist meiri vöxtur fyrst og fremst af auknum útflutningi þjónustu og sjávarafurða (mynd I-3). Eftir því sem líður á spátímann mun heldur hægja á vexti útflutnings og er áætlað að hann verði orðinn svipaður vexti eftirspurnar helstu viðskiptalanda í lok hans.

Innflutningur flugvéla er meginskýring þess að nú er talið að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum nemi 6½% af vergri landsframleiðslu í ár í stað um 8½% í febrúarspánni. Gert er ráð fyrir að afgangurinn nemi því sem næst 6% út spátímann, líkt og í febrúar (mynd I-4). Undirliggjandi viðskiptajöfnuður þróast einnig áþekkt því sem spáð var í febrúar og gert er ráð fyrir afgangi sem nemur um 2% af landsframleiðslu árið 2017. Nánar er fjallað um þróun raugengis og viðskiptakjara í kafla II og útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Mikill vöxtur innlestrar eftirspurnar framundan

Samkvæmt tölum Hagstofunnar jókst vöxtur einkaneyslu töluvert á síðasta ársfjórðungi í fyrra og var 4,5% en 3,7% á árinu í heild. Þessi mikli vöxtur er í góðu samræmi við spá Seðlabankans frá því í febrúar og er studdur af hækkun raunlauna, fjölgun starfa og batnandi eiginfjárstöðu heimila. Þróunin virðist einnig í samræmi við mat Seðlabankans á áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda á einka-

neyslu.² Horfur fyrir árið í ár og næstu tvö ár hafa jafnframt lítið breyst: gert er ráð fyrir tæplega 4% vexti í ár en að frá næsta ári verði vöxturinn því sem næst 3% á ári en þá fer að draga úr eftirspurnarhrifum skuldalækkunaraðgerðarinnar.

Horfur eru hins vegar á meiri vexti fjárfestingar í ár en spáð var í febrúar. Nýjar upplýsingar hafa komið fram um aukna fjárfestingu í skipum og flugvélum og samkvæmt nýrri fjárfestingarkönnun bankans virðast fyrirtæki gera ráð fyrir töluvert meiri fjárfestingarútgjöldum en fyrri könnun hafði bent til. Aðrar vísbendingar um fjárfestingaráform benda í sömu átt. Fjárfesting alls er því talin vaxa um tæplega fjórðung í ár og fjárfesting atvinnuveganna um hátt í 30% sem er töluvert meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Á næstu tveimur árum hægir á vextinum þótt áfram verði hann nokkur, m.a. í orkufrekum iðnaði og íbúðarhúsnæði. Gangi spáin eftir verður hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu komið í 20% árið 2017 sem er heldur hærra en spáð var í febrúar en 1½ prósentu undir þrjátíu ára meðaltali.

Á heildina lítið er talið að þjóðarútgjöld vaxi um 6½% á þessu ári og kemur það í kjölfar tæplega 5½% vaxtar í fyrra (mynd I-5). Spáð er ríflega 4% vexti þjóðarútgjalda á næsta ári og 3% vexti árið 2017. Gangi spáin eftir verður meðalvöxtur þjóðarútgjalda 4½% á spátímanum sem er heldur meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúar. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

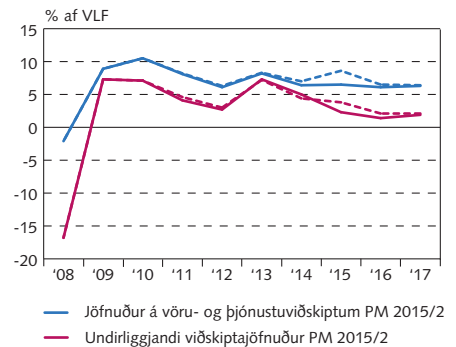
Kröftugur hagvöxtur á spátímanum og meiri en í fyrri spá

Hagvöxtur mældist 3% á fjórða ársfjórðungi í fyrra og 1,9% á árinu öllu. Það var í takt við febrúarspá *Peningamála* en þar var gert ráð fyrir 2% hagvexti á árinu í heild. Sé miðað við ársmeðaltöl hefur samdráttur landsframleiðslunnar í kjölfar fjármálakreppunnar því gengið til baka að fullu. Vísbendingar eru um áframhaldandi kröftugan vöxt á fyrsta fjórðungi þessa árs og gerir grunnspáin ráð fyrir að hann verði um 4½%. Horfur eru á svipuðum vexti út þetta ár og 4,6% hagvexti á árinu í heild (mynd I-6). Það er tæplega ½ prósentu meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar og skýrist af bættum horfum um fjárfestingu og útflutning.

Horfur fyrir næsta ár eru einnig taldar betri en spáð var í febrúar. Er nú gert ráð fyrir 3,4% hagvexti á árinu, sem er um ½ prósentu meiri vöxtur en í febrúarspánni. Meiri hagvöxt má rekja til jákvæðara framlags utanríkisviðskipta en þar leggjast á eitt meiri vöxtur útflutnings og hægari vöxtur innflutnings sem stafar af því að þá hægir verulega á innflutningi skipa og flugvéla miðað við yfirstandandi ár. Árið 2017 er einnig spáð ½ prósentu meiri hagvexti en í febrúar eða 3,1%. Sem fyrr er talið að megindrifkraftur hagvaxtar á spátímanum verði innlend eftirspurn einkaaðila, þ.e. einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur að meðaltali 3,7% á árunum 2015-2017, sem er töluvert yfir meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára og spám um 2,1% meðalhagvöxt í helstu viðskiptalöndum á spátímanum. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

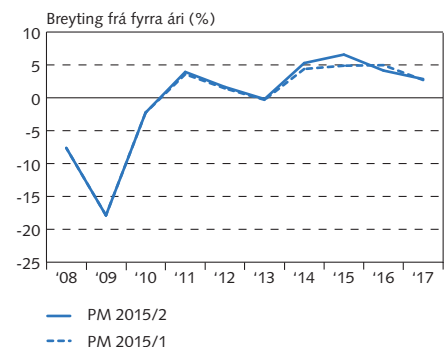
2. Í *Peningamálu* 2014/1 kemur fram að bankinn telur að aðgerðin muni auka einkaneyslu árið 2014 um 1,7 prósentur frá því sem ella yrði. Það rímar ágætlega við þá breytingu sem varð á vexti einkaneyslu í fyrra frá spá bankans áður en ákvörðunin um skuldalækkunina lá fyrir (*Peningamál* 2013/4) en vöxtur einkaneyslu reyndist 1,4 prósentum meiri en þá var gert ráð fyrir.

Mynd I-4
Viðskiptajöfnuður 2008-2017¹



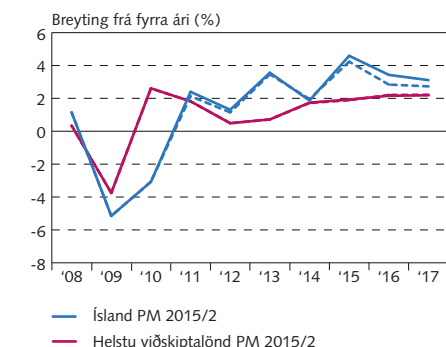
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Þjóðarútgjöld 2008-2017¹



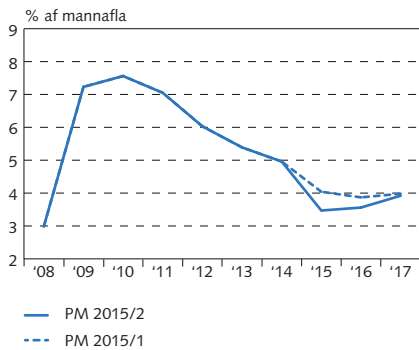
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum 2008-2017¹



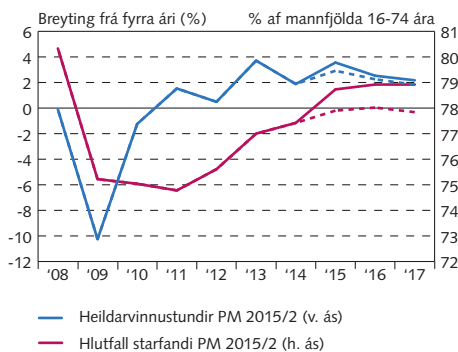
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7
Atvinnuleysi 2008-2017¹



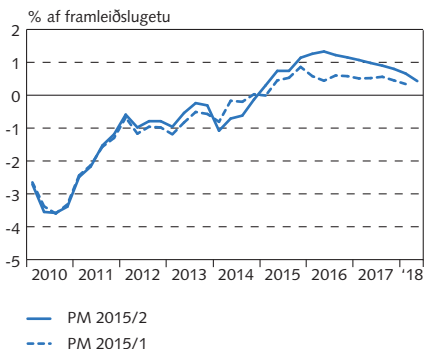
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2008-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9
Framleiðsluspenna¹
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2018



1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2018.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Bati á vinnumarkaði sækir í sig veðrið á ný

Í takt við febrúarspá Seðlabankans mældist árstíðarleidd áttítt atvinnuleysi 3,8% á fyrsta ársfjórðungi þessa árs samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Hefur árstíðarleidd áttítt atvinnuleysi því minnkað um 1½ prósentu frá fyrra ári og um líðlega 4 prósentur frá því að það var hæst í kjölfar fjármálakreppunnar. Störfum fjölgaði einnig mikið á fyrsta fjórðungi og heildarvinnustundum fjölgaði um ríflega 4% frá fyrra ári sem er tæplega 1½ prósentu meiri vöxtur en spáð hafði verið í febrúar. Aðrar vísendingar af vinnumarkaði benda einnig til þess að batinn á vinnumarkaði hafi náð fyrri krafti eftir að heldur hægði á batanum á seinni hluta síðasta árs.

Samkvæmt grunnspánni heldur atvinnuleysi áfram að minnka og verður um 3½% á þessu og næsta ári en tekur síðan að þokast upp í það sem talið er að muni verða jafnvægisatvinnuleysi þegar nálgast lok spátímans (mynd I-7). Mat á því er þó háð töluverðri óvissu. Heildarvinnustundum fjölgar einnig áfram og hlutfall starfandi hækkar og verður tæp 79% frá næsta ári (mynd I-8). Horfur á vinnumarkaði hafa því batnað frá febrúarspánni í takt við bætтар hagvaxtarhorfur. Horfur um framleiðnivöxt á spátímanum hafa hins vegar lítið breyst frá febrúar: áfram er gert ráð fyrir um 1% framleiðnivexti á ári að meðaltali (sjá mynd I-10 hér á eftir), sem er rétt helmingur af meðalframleiðnivexti undanfarinna þrjátíu ára og undir framleiðnivexti á fyrri skeiðum efnahagsbata. Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla IV.

Framleiðslulakinn talinn horfinn eftir tæplega sex ára tímabil slaka

Þar sem hagvöxtur í fyrra reyndist í takt við það sem gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans hefur matið fyrir framleiðslulakann á árinu í heild lítið breyst. Talið er að slakinn sé horfinn úr þjóðarþúskapnum og að smám saman myndist framleiðsluspenna sem verður mest 1¼% af framleiðslugetu um mitt næsta ár (mynd I-9). Þetta er heldur meiri spenna en gert var ráð fyrir í febrúarspánni enda horfur á meiri hagvexti á spátímanum eins og áður hefur verið rakið. Samkvæmt spánni tekur spennan smám saman að minnka á seinni hluta spátímans og er nánast horfin í lok hans. Eins og ævinlega er óvissa um hver framleiðsluspennan er á hverjum tíma og er fjallað um helstu óvissuþætti matsins hér á eftir en nánar er fjallað um nýtingu framleiðslupátta þjóðarþúsins í kafla IV.

Verðbólga eykst hraðar en áður spáð

Verðbólga jókst í 1,6% í mars sl. eftir að hafa hjaðnað nánast samfelld frá því snemma í fyrra. Í apríl minnkaði hún aftur lítillega í 1,4%. Sé húsnæðisliður vísitölu neysluverðs undanskilinn mælist verðbólga hins vegar mun minni eða um 0%. Undirliggjandi verðbólga hefur að sama skapi aukist á ný. Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi reyndist einnig meiri en spáð var í febrúarhefti *Peningamála* eða 1,1% í stað 0,5%.

Framan af ári höfðu langtímaverðbólguvæntingar lækkað og virtust í samræmi við 2,5%-verðbólgu markmiðið þar til undir lok febrúar er þær tóku að hækka á ný. Þótt ávallt sé erfitt að túlka vísendingar um verðbólguvæntingar (sjá rammagrein 1), virðist megin-

skýring hækkunarinnar undanfarið vera væntingar um mjög ríflegar launahækkunarir í yfirstandandi kjaraviðræðum. Hafa verðbólguvæntingar hækkað hraðar undanfarið en þær gerðu í tengslum við kjarasamninga vorið 2011. Þá hækkuðu laun mikið en hækkunarir sem nú eru til umræðu eru talsvert meiri en þá var samið um (sjá rammagrein 2).

Laun hækkuðu um tæplega 6% í fyrra á sama tíma og fyrir- liggjandi mælingar benda til að framleiðni vinnuafslins hafi nokkurn veginn staðið í stað. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu var því töluverð í fyrra og samkvæmt grunnspánni eru horfur á að svo verði áfram á meginhluta spátímans. Gert er ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu hækki um u.þ.b. 4% á ári að meðaltali á spátímanum sem er lítillega meira en spáð var í febrúar og nokkuð umfram það sem getur samrýmst verðstöðugleika til lengri tíma litið (mynd I-10).

Eftir því sem áhrif lækkunar olíuverðs að undanförunu á mældu verðbólgu fjara út er líklegt að ríflegar launahækkunarir og aukin framleiðsluspenna valdi því að verðbólga aukist á ný. Nú er gert ráð fyrir að verðbólga þokist upp í markmið á seinni hluta þessa árs, sem er því sem næst hálfu ári fyrir en spáð var í febrúar (myndir I-11 og I-12). Samkvæmt grunnspánni heldur verðbólga áfram að aukast og verður ríflega 3% frá miðju næsta ári og fram undir lok spátímans er hún tekur að þokast niður í markmið á ný. Eins og rakið er hér að neðan eru blikur á lofti á vinnumarkaði og hætta á að kjarasamningar feli í sér töluvert meiri hækkun launa en hér er gert ráð fyrir. Verði það niðurstaðan er hætt við því að verðbólga verði meiri en hér er spáð. Nánar er fjallað um óvissupætti verðbólguþáttarinnar hér á eftir og um alþjóðlega verðlagsþróun og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í köflum II og V.

Helstu óvissupættir

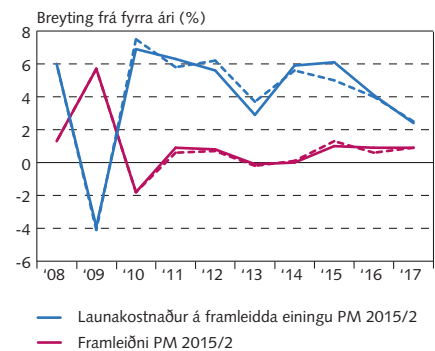
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir eru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

Alþjóðlegur efnahagsbati gæti reynt veikari en grunnspá gerir ráð fyrir

Töluvert umrót varð á alþjóðlegum fjármálamörkuðum fyrr á þessu ári í kjölfar mikillar lækkunar olíuverðs og óvenjumikilla sveiflna í gengi helstu gjaldmiðla. Þrátt fyrir að þessi óvissa hafi ekki mikið breyst (mynd I-13) eru blikur á lofti sem fyrr. Þótt mikil lækkun gengis gjaldmiðla fjölda ríkja gagnvart Bandaríkjadal sé kærkomin búbot fyrir útflutning þeirra, hefur gengislækkunin reynt á styrk efnahagsreikninga í mörgum nýmarkaðsríkjum þar sem skuldsetning í Bandaríkjadal er algeng. Væntanlegar vaxtahækkunarir í Bandaríkjunum gætu einnig aukið umrót á fjármálamörkuðum og grafið undan brot- hættum efnahagsbata, sérstaklega ef þær færu saman við frekari hækkun Bandaríkjadals. Áfram gætir pólitískrar óvissu, t.d. í tengslum við átök í Austur-Evrópu og Mið-Austurlöndum, og hefur hún aukist

Mynd I-10

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2008-2017¹



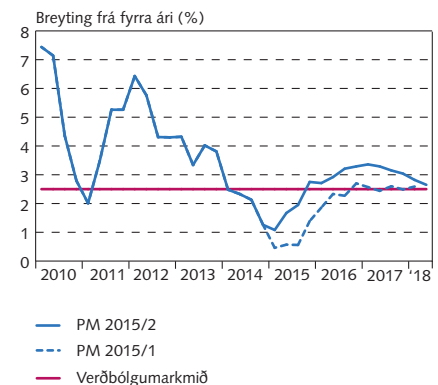
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnu- stundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-11

Verðbólga¹

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2018



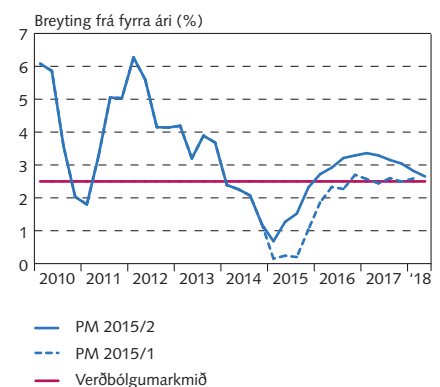
1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta¹

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2018



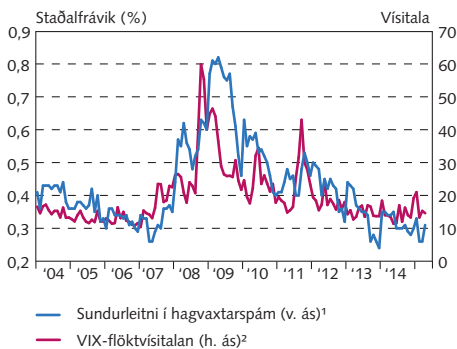
1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Óvissa í hagvaxtarspám og flökt í hlutabréfaverði

Janúar 2004 - apríl 2015



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

Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond.

á ný á evrusvæðinu í tengslum við skuldavanda Grikklands. Þegar litið er lengra fram á veginn gæti óvenju lítil verðbólga og lækkandi verðbólguvæntingar í helstu iðnríkjum einnig bent til þess að alþjóðlegar hagvaxtarhorfur séu ofmetnar og að framundan sé mögulega langvarandi stöðnunarskeið.

Alþjóðlegur hagvöxtur gæti hins vegar orðið meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir ef t.d. jákvæð áhrif olíuverðslækkunarinnar á eftirspurn reynast meiri en nú er talið eða ef nýlegar aðgerðir Seðlabanka Evrópu til að örva eftirspurn á evrusvæðinu reynast árangursríkari en nú er reiknað með. Þótt Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telji sem fyrr meiri hættu á að alþjóðlegur efnahagsbati reynist lakari en nú er gert ráð fyrir telur sjóðurinn að hætta á nýjum efnahagssamdrætti í helstu iðnríkjum sé minni nú en hann gerði í október 2014.

Óvissa um gengisþróun

Í grunnspánni er sem fyrr gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist stöðugt út spátímann. Það felur í sér að gengi krónunnar gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu haldist svipað og það hefur verið frá því snemma á síðasta ári og álika hátt og það hefur verið hæst frá því að fjármálakreppan skall á. Óvissa um gengi krónunnar á næstu misserum tengist einkum mögulegu fjármagnsútlæði í kjölfar losunar fjármagnshafta. Órói á vinnumarkaði og hætta á verulegum nafnlaunahækkunum gæti einnig veikt krónuna og gert losun hafta áhættusamari. Gengi krónunnar gæti hins vegar hækkað umfram það sem gert er ráð fyrir í grunnspánni, t.d. í tengslum við vaxandi innlend efnahagssumsvif, batnandi viðskiptakjör og gjaldeyrisinnflæði tengt kröftugum útflutningsvexti.

Mikil óvissa um niðurstöðu yfirstandandi kjaraviðræðna

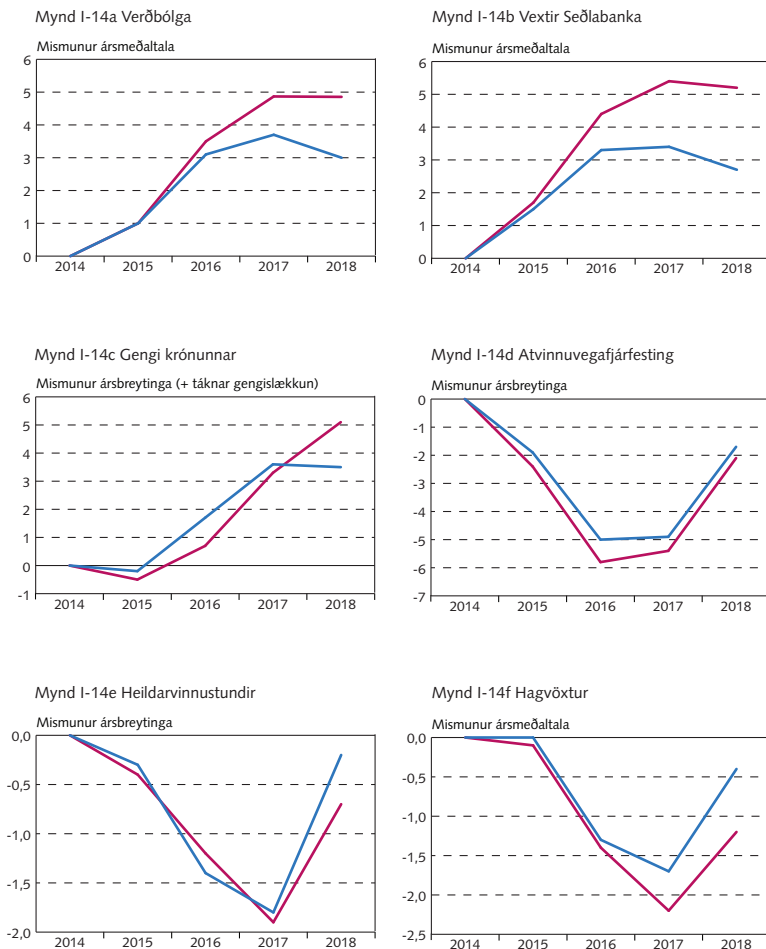
Staðan á vinnumarkaði er mjög alvarleg og launakröfur uppi sem eru þess eðlis að hætta er á að þeim árangri sem náðst hefur við að koma verðbólgu og verðbólguvæntingum í markmið sé stefnt í voða. Einnig er hætta á að launahækkunarir sem eru langt umfram framleiðnivöxt valdi því að fyrirtæki leiti leiða til að draga úr launakostnaði, t.d. með því að hægja á ráðningum eða grípa til uppsagna. Samkeppnisábatu sem þjóðarbúið hefur náð undanfarn misseri og birtist m.a. í kröftugum útflutningsvexti þrátt fyrir slakan hagvöxt meðal helstu viðskiptalanda yrði einnig teflt í tvísýnu. Mikil hækkun launakostnaðar væri því einnig til þess fallin að grafa undan efnahagsbatanum og þeim afgangi á viðskiptum við útlönd sem býr í haginn fyrir losun fjármagnshafta.

Hér er sýnt fráviksdæmi sem gerir ráð fyrir töluvert meiri launahækkunum en í grunnspánni. Tekið er mið af þegar gerðum samningum og þeim kröfum sem komið hafa fram um svipaðar hækkunarir hjá flestum stéttarfélögum á vinnumarkaði. Í þessu felst að gert er ráð fyrir að laun hækki samtals um u.þ.b. 30% í þriggja ára samningi sem tæki gildi um mitt þetta ár. Að viðbættu launaskriði felur fráviksdæmið í sér að laun hækki um u.þ.b. 11% á ári að meðaltali á spátímanum, sem er um tvöfalt meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Þar að auki er í þessu fráviksdæmi gert ráð fyrir að kjarasamningurinn verði töluvert framhlaðinn eins og þeir samningar sem hafðir eru til viðmiðunar.

Mynd I-14

Áhrif mikilla launahækkana á ýmsar efnahagsstærðir 2014-2018

Frávik frá grunnsþá (prósentur)



— Frávikið dæmi þar sem kjölfesta langtíma-verðbólguvæntinga heldur
 — Frávikið dæmi þar sem kjölfesta langtíma-verðbólguvæntinga gefur eftir

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hátt í helmingur hækkunar launa fellur því til á þessu ári og um tveir þriðju á þessu og næsta ári.

Mynd I-14 sýnir möguleg áhrif slíkra launahækkana á helstu þjóðhagsstærðir sem frávik frá grunnsþá á árunum 2014-2018.³ Sýnd eru tvenns konar dæmi. Í fyrra dæminu gefur verðbólguþáttur Seðlabankans langtíma-verðbólguvæntingum næga kjölfestu þannig að þær leita tiltölulega fljótt aftur í markmið eftir skammvinna hækkun í kjölfar aukinnar verðbólgu. Í seinna dæminu grafa miklar launahækkunarir hins vegar undan markmiðinu og kjölfesta væntinga losnar um tíma. Við það verða áhrif launahækkana á verðbólgu mun þrálátari en í fyrra dæminu og erfiðara og kostnaðarsamara (í formi minni hagvaxtar og lægra atvinnustigs) verður að ná tókum á verðbólgunni á ný.

3. Niðurstöðurnar byggjast á tveimur þjóðhagslíkönum Seðlabankans, QMM og DYNIMO. Upplýsingar um þessi líkön má finna í Ásgeir Danielsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Þórarinn G. Pétursson og Rósa Sveinsdóttir (2009), „QMM: A Quarterly Macroeconomic Model of the Icelandic Economy“, Seðlabanki Íslands *Working Paper*, nr. 41, og Martin Seneca (2010), A DSGE model for Iceland“, Seðlabanki Íslands *Working Paper*, nr. 50.

Þótt nokkur óvissa sé um vöxt framleiðni á spátímanum er ljóst að svo miklar launahækkunar eru langt umfram það sem raunhæft er að gera ráð fyrir að framleiðnivöxtur standi undir. Kostnaðarþrýstingur af þeim mun því aukast mikið og einhver hluti hans mun koma fram í hækkun verðlags og þar með aukinni verðbólgu. Eins og sést á mynd I-14a gæti verðbólga orðið u.þ.b. 1 prósentu meiri í ár en í grunnspánni, því sem næst 3 prósentum meiri á því næsta og hátt í 4 prósentum meiri árið 2017. Áhrifin eru enn meiri ef kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga losnar og gæti verðbólga þá orðið u.þ.b. 5 prósentum meiri en í grunnspá frá árinu 2017. Miðað við núverandi grunnspá felur þetta í sér að verðbólga gæti orðið um 6-6½% á næsta ári og um 7-8% árið 2017.

Meginástæða þess að verðbólga eykst ekki enn meira en hér er sýnt er að peningastefnunni er beitt þannig að vextir hækka. Með herra vaxtastigi tekst að draga úr eftirspurn og minnka framleiðsluspennu í samanburði við grunnspána. Með því hægir á efnahagsbatnum auk þess sem hærri vextir styðja við gengi krónunnar. Þannig mun smám saman takast að draga úr verðbólgu á ný og tryggja að hún leiti aftur í markmið. Mynd I-14b sýnir mögulegar breytingar á peningastefnunni út frá einfaldri framsýnni peningastefnureglu. Samkvæmt henni gætu vextir Seðlabankans orðið um 1½ prósentu hærri í ár en í grunnspánni og um 3½ prósentu hærri frá árinu 2017. Veikist kjölfesta verðbólguvæntinga hins vegar þannig að verðbólguvæntingar risi hraðar og haldist háar lengur þurfa vextir að hækka enn meira og búa þannig til meiri slaka í þjóðarþúinu. Gætu þeir orðið ríflega 5 prósentum hærri en ella frá árinu 2017.

Möguleg áhrif á gengi krónunnar eru sýnd á mynd I-14c. Þar vegast á tvenns konar áhrif: mikil hækkun innlends kostnaðar leiðir til hækkunar raungengis sem skapar þrýsting á nafngengi krónunnar til lækkunar. Á móti styðja hærri vextir við gengið. Heildaráhrifin eru þau að gengi krónunnar hækkar lítillega á þessu ári en tekur síðan að lækka og er orðið um 8½% lægra en í grunnspánni árið 2018.

Áhrifin á raunhagkerfið eru sýnd á myndum I-14d-f. Fyrirtæki bregðast við hærri kostnaði og vöxtum með því að draga úr fjárfestingu (mynd I-14d) og vinnuafslnotkun (mynd I-14e) sem bæði stuðla að því að draga úr innlendri eftirspurn og auka atvinnuleysi. Á móti koma einkaneysluáhrif hækkunar launatekna. Þar vega hins vegar á móti áhrif hærri vaxta og lægri væntra framtíðartekna. Heildaráhrifin á hagvöxt eru sýnd á mynd I-14f. Hagvöxtur í ár breytist lítið en frá næsta ári dregur úr honum í samanburði við grunnspána og árið 2017 er hann orðinn ríflega 1½ prósentu minni en í grunnspánni sem samsvorar um 1½% hagvexti árið 2017 í stað u.þ.b. 3%. Eins og sést á myndinni eru neikvæð áhrif á hagvöxt því meiri sem áhrif launahækkana á langtímaverðbólguvæntingar verða meiri.

Rétt er að ítreka að ofangreind lýsing er byggð á útkomum úr líkönum bankans sem óhjákvæmilega fela í sér einföldun á raunveruleikanum, auk þess sem slíkir útreikningar fela ávallt í sér ýmsar forsendur til einföldunar. Hér er t.d. ekki gert ráð fyrir því að hinar miklu launahækkunar veiki stöðu opinberra fjármála þótt ljóst sé að miklar launahækkunar opinberra starfsmanna myndu auka útgjöld hins opinbera og gætu sett markmið um aðhald í rekstri hins opinbera í

uppnám. Í útreikningunum er ekki heldur tekið tillit til þess að óvissa um sjálfbærni opinberra fjármála og stöðugleika gengis krónunnar (m.a. í samhengi við áætlun um losun fjármagnshafta) kann að hækka áhættuþóknun á innlendar fjáreignir og auka þannig fjármögnunar-kostnað innlendra aðila (þ.m.t. hins opinbera). Það gæti valdið auknum óstöðugleika og enn meiri þrýstingi á gengi krónunnar. Verðbólga gæti einnig aukist hraðar en líkön bankans gefa til kynna, eins og reyndin varð í kjölfar kjarasamninganna vorið 2011 (sjá rammagrein 2). Að öllu þessu samanteknu gætu áhrif svo mikilla launahækkana því verið vanmetin í þeim útreikningum sem hér eru sýndir.

Óvissa í mati á stöðu hagsveiflunnar

Samkvæmt grunnspánni er slakinn í þjóðarbúskapnum horfinn. Þær vísbendingar sem horft er til við mat á nýtingu framleiðsluþátta benda flestar til þess að slakinn sé nánast horfinn eða að framleiðsluspenna hafi þegar myndast (mynd I-15). Þó virðist fjöldi meðalvinnustunda enn undir sögulegu meðaltali (sjá nánar í kafla IV og rammagrein 3). Nokkur óvissa er um mat á framleiðsluspennu, m.a. sakir óvissu um mat á efnahagsstarfseminni að undanförunu.

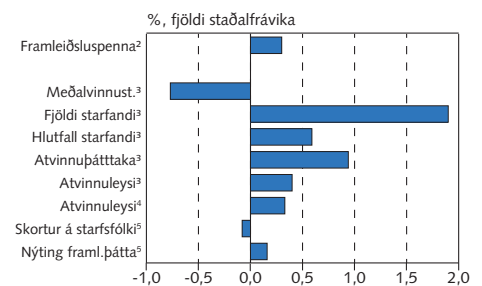
Í grunnspánni felst að framleiðsluspenna myndast fljótlega og nemi mest 1¼% af framleiðslugetu um mitt næsta ár. Það er í takt við horfur um ofangreindar vísbendingar og horfur um að hlutfall launa af vergum þáttatekjum verði nálægt sögulegu meðaltali á þessu ári (sjá kafla V). Um þetta mat ríkir einnig mikil óvissa. Eins og rakið er hér að ofan eru alþjóðlegar hagvaxtarhorfur óvissar og verði efnahagsbatinn í helstu viðskiptalöndum hægari gæti framleiðsluspennan orðið minni á næstu misserum en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Innlendar efnahagshorfur eru einnig óvissar og vegur þar þungt staðan á vinnumarkaði, ekki einungis hætta á hægari bata í kjölfar mikilla launahækkana eins og rakið er hér að ofan heldur gætu langvinn verkföll einnig hægt á hagvexti. Einnig er nokkur óvissa um umfang og tímasetningar á framkvæmdum í orkufrekum iðnaði, líkt og rakið er í frávíkisdæmi í *Peningamálum 2014/4*.

Meiri hætta á að verðbólgu sé vanspáð en að henni sé ofspáð

Óvissupættirnir 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. Eins og áður hefur komið fram er mikil hætta á að launahækkningar verði töluvert meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólgu gæti því verið vanspáð og þá þarf hærra vaxtastig en felst í grunnspánni til að ná verðbólgu á ný í markmið.⁴ Svipaða sögu má segja ef gengi krónunnar reynist lægra á spátímanum en gert er ráð fyrir í grunnspánni eða ef slakinn í þjóðarúinu er ofmetinn. Verðbólga gæti hins vegar reynst minni en spáð er ef slakinn er vanmetinn, ef krafturinn í innlendra eftirspurn reynist minni en gert er ráð fyrir eða ef alþjóðlegur efnahagshorfur reynast lakari. Hið sama á við ef hægari alþjóðlegur hagvöxtur hefði 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-15

Vísendingar um framleiðsluspennu á fyrsta ársfjórðungi 2015¹



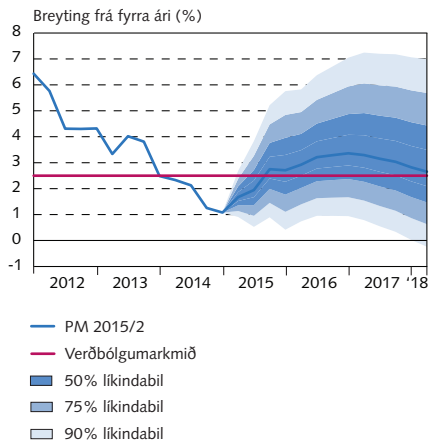
1. Frávik mæld sem fjöldi staðalfrávika (fyrir utan framleiðsluspennu). Jákvaðar tölur gefa vísbendingu um spennu en neikvaðar tölur vísbendingu um slaka. 2. Framleiðsluspenna á 1. ársfj. 2015 sem % af framleiðslugetu. 3. Frávik árstíðarleiréttra gagna á 1. ársfj. 2015 frá meðaltali 1. ársfj. 2003 til 1. ársfj. 2015. 4. Frávik árstíðarleirétts atvinnuleysis á 1. ársfj. 2015 frá metnu jafnvægisatvinnuleysi. 5. Hlutfall fyrirtækja sem búa við skort á starfsfólki og starfa nærri fullri eða umfram hámarksframleiðslugetu samkvæmt könnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Árstíðarleirétt frávik gagna á 1. ársfj. 2015 frá meðaltali 1. ársfj. 2006 til 1. ársfj. 2015. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

Mynd I-16

Verðbólguþá og óvissumat

1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2018



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16 endurspeglar ofangreinda óvissuþætti verðbólguþáráttarinnar með því að sýna verðbólguhorfur samkvæmt grunnþá á samt mati á óvissubili þáráttarinnar, 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). Óvissar horfur á vinnumarkaði gera það að verkum að talin er töluverð hættu á að verðbólgu til næstu missera sé vanspáð og hefur hættan aukist frá því sem áður var talið. Til lengri tíma vega á móti áhættuþættir, eins og t.d. hættu á hægari efnahags- umsvifum en gert er ráð fyrir í grunnþánni, og því er líkindadreifingin samhverfari í lok spátímans þótt áfram séu taldar heldur meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð en að henni sé ofspáð. Taldar eru um helming líkur á að verðbólga verði á bilinu 2-4% að ári liðnu og á bilinu 1½-4½% í lok spátímans.

II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Alþjóðlegar efnahagshorfur hafa lítið breyst frá febrúarspá *Peningamála*. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands er enn fremur lítill í sögulegu samhengi en hefur að undanfögnu heldur aukist í þróuðum ríkjum en minnkað í nýmarkaðsríkjum. Verðbólga er víða mjög lítil og hafa margir seðlabankar lækkað vexti og gripið til annarra aðgerða til að örva eftirspurn og koma í veg fyrir að lítil verðbólga smitist út í langtímaverðbólguvæntingar. Mikil hreyfing hefur verið á gengi margra gjaldmiðla og olíuverð hefur lækkað töluvert. Lægra verð á olíu og hrávörum hefur haft jákvæð áhrif á viðskiptakjör þjóðarbúsins og þrátt fyrir miklar verðlækkunar á hrávörumörkuðum hefur verðþróun áls og sjávarafurða verið hagstæð.

Alþjóðleg efnahagsþróun

Hagvöxtur jókst í helstu viðskiptalöndum í fyrra

Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands mældist 1,7% í fyrra sem er 1 prósentu meiri vöxtur en á árinu 2013. Stoðir efnahagsbatans virðast styrkar í Bandaríkjunum þar sem hagvöxtur var 2,4% árið 2014 og á Bretlandseyjum þar sem hann mældist 2,8% (mynd II-1). Á evrusvæðinu er batinn hins vegar hægari þótt heldur hafi bætt í vöxtinn eftir því sem leið á síðasta ár og vöxturinn á fjórða ársfjórðungi var umfram væntingar (mynd II-2). Reyndist hagvöxtur 0,9% á árinu í heild sem er töluverður viðsnúningur miðað við árin 2012-2013 þegar landsframleiðsla dróst saman um u.þ.b. ¾% á ári að meðaltali. Batinn er þó misjafn innan mynsvæðisins og áfram mældist samdráttur í nokkrum ríkjum.

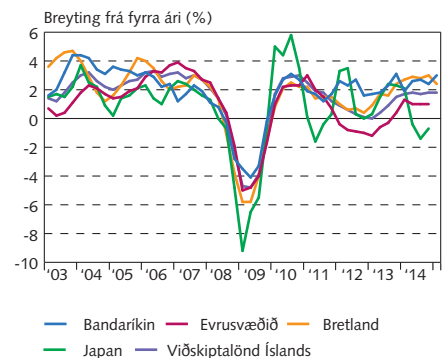
Hagvöxtur í Japan tók einnig við sér á fjórða ársfjórðungi í fyrra eftir samdrátt tvo ársfjórðunga í röð í kjölfar hækkunar virðisaukaskatts í apríl í fyrra. Efnahagsbatinn á hinum Norðurlöndunum hefur verið nokkuð misjafn. Hagvöxtur mældist ríflega 2% í Noregi og Svíþjóð en einungis um 0,3% í Danmörku og í Finnlandi var samdráttur.

Hægt hefur á hagvexti í helstu nýmarkaðsríkjum, einkum olíu- og hrávöruútflutjendum eins og Rússlandi og Brasilíu. Var hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum að meðaltali um 4,6% í fyrra og hafði minnkað um hátt í ½ prósentu frá árinu 2013. Áfram hægði á hagvexti í Kína sem mældist 7,4% en var tæplega 8% árið 2013.

Vísendingar um meiri hagvöxt á evrusvæðinu í byrjun árs en að hann hafi tímabundið gefið eftir í Bandaríkjunum

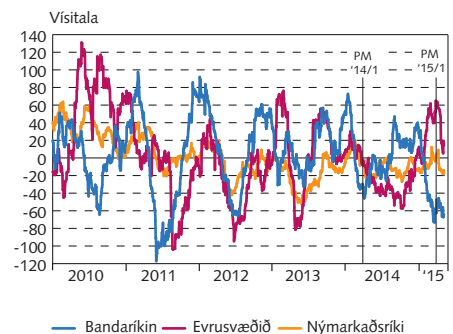
Hagvísar fyrir evrusvæðið hafa verið umfram væntingar markaðsaðila. Lægra olíuverð hefur aukið kaupmátt ráðstöfunartekna og stutt við einkaneyslu. Smásöluverslun hefur því tekið við sér samfara aukinni bjartýni neytenda og lækkun á gengi evru hefur örvað útflutningsgreinar. Leiðandi vísendingar gefa til kynna að bætt hafi í hagvöxt á evrusvæðinu á fyrsta ársfjórðungi þessa árs (mynd II-3). Áfram eru hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu þó háðar óvissu, atvinnuleysi er enn mikið og fjárfestingarvilji lítill. Óvissa um stöðu Grikklands hefur einnig aukist á ný.

Mynd II-1
Alþjóðlegur hagvöxtur
1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2015



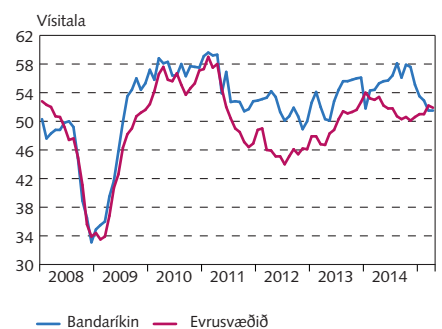
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2
Vísitala óvæntra hagvísu¹
Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 8. maí 2015



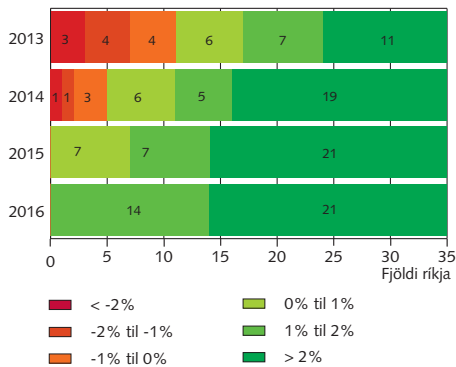
1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru jákvæðari en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.
Heimild: Macrobond.

Mynd II-3
Leiðandi vísendingar um hagvöxt¹
Janúar 2008 - apríl 2015



1. Framleiðsluvísitalan fyrir framleiðendur í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu, 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.
Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-4
Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Ólíkt evrusvæðinu hafa hagvísar í Bandaríkjunum valdið vonbrigðum undanfarið. Tímabundnir þættir, t.d. í tengslum við slæmt veður, hafa haft áhrif á byggingariðnað og hækkun Bandaríkjadalshagkerfisins. Landsframleiðslan hefur dregið úr samkeppnishæfni útflutningsgreina. Landsframleiðslan jókst þannig aðeins um 0,1% á fyrsta fjórðungi þessa árs frá fyrri fjórðungi og vísbendingar fyrir framleiðslugreinar hafa enn sem komið er ekki gefið til kynna að vöxturinn hafi færst í aukana á öðrum fjórðungi (mynd II-3). Störfum hefur hins vegar haldið áfram að fjölga og mældist atvinnuleysi 5,5% í marsmánuði sem er ríflega 1 prósentu minna en fyrir ári.

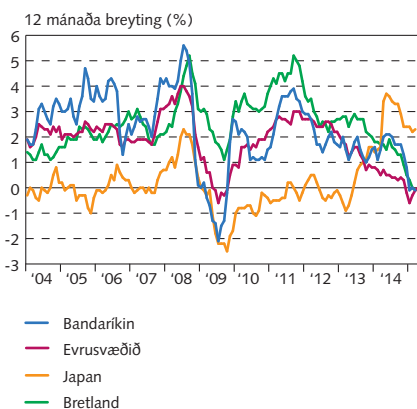
Horfur um hagvöxt meðal helstu viðskiptalanda óbreyttar frá því í febrúar

Í nýrri hagvaxtarspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir svipuðum heimshagvexti í ár og síðustu tvö ár eða 3,5%. Það er hátt í ½ prósentu minni vöxtur í heimsbúskapnum en að meðaltali síðustu þrjátíu ár. Hafa hagvaxtarhorfur lítið breyst frá spá sjóðsins í janúar en eru ögn lakari en sjóðurinn spáði í október sl. Þrátt fyrir að hann telji að hin mikla olíuverðslækkun auki heimshagvöxt um ½-1 prósentu í ár. Aðrir þættir eins og aukin svartsýni um undirliggjandi hagvaxtargetu eru því taldir veða þyngra.

Þótt hagvöxtur í nýmarkaðs- og þróunarríkjum haldi áfram að bera uppi drjúgan hluta heimshagvaxtarins telur Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn að hagvöxtur meðal þeirra haldi áfram að minnka og verði 4,3% í ár. Á sama tíma er talið að hagvöxtur aukist í þróuðum ríkjum og verði 2,4%, um ½ prósentu meiri en á árinu 2014. Eins og sjá má á mynd II-4 er búist við að þeim iðnríkjum fjölgi ört þar sem hagvöxtur verður yfir 1% og að í engu þeirra verði samdráttur í ár.

Hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda Íslands sækir einnig lítillega í sig veðrið og verður 1,9% í ár sem er aukning um 0,2 prósentur frá fyrra ári og ríflega 1 prósentu aukning frá árinu 2013. Horfur um hagvöxt þessara landa á spátímanum hafa ekki breyst frá febrúarspá *Peningamála* og er áfram gert ráð fyrir 2,2% vexti á ári á næstu tveimur árum.

Mynd II-5
Verðbólga í nokkrum iðnríkjum
Janúar 2004 - apríl 2015



Heimild: Macrobond.

Óbreyttar horfur um alþjóðaviðskipti og eftirspurn helstu viðskiptalanda

Horfur um alþjóðaviðskipti og eftirspurn helstu viðskiptalanda hafa að sama skapi lítið breyst frá febrúarspá bankans. Gert er ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda aukist um 2,9% í ár sem er aukning um ríflega ½ prósentu frá árinu 2014. Munar þar mest um aukin efnahagssumsvif á evrusvæðinu.

Verðbólga hefur hjaðnað nokkru meira en vænst var og víða mælist verðhjöðnun

Verðbólga og verðbólguvæntingar í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa hjaðnað skarpt og eru undir verðbólguþröngunni í mörgum þeim. Skýrist þróunin af lækkun olíu- og hrávöruverðs en einnig er talsverður framleiðslulaki víða. Áhyggjur af langvarandi verðhjöðnunarskeiði á evrusvæðinu hafa minnkað með batnandi hagvísunum í kjölfar þess að Seðlabanki Evrópu (ECB) jók skuldabréfakaup sín verulega. Verðlag stöð

í stað milli ára í aprílmánuði samkvæmt bráðabirgðamati eftir fjögurra mánaða verðlækkunarskeið (mynd II-5) en útlit er fyrir að verðbólga á evrusvæðinu verði lítil um langa hríð. Í marsspá ECB er gert ráð fyrir að verðlag standi í stað á þessu ári og að verðbólga verði undir 2% markmiði bankans a.m.k. fram til ársins 2017. Í Bretlandi var verðlag einnig óbreytt milli ára í mars, annan mánuðinn í röð, og í Bandaríkjunum lækkaði verðlag um 0,1% frá fyrra ári. Lægra olíu- og matvælavæð hefur verið mikilvægur orsakabáttur lítillar verðbólgu í helstu iðnríkjum en Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur olíuverðslækkunina almennt hafa minnkað verðbólgu um 1 prósentu. Undirliggjandi verðbólga mælist einnig lítil. Verðbólga án orku- og matvælavæðs var 1,8% í Bandaríkjunum og um 1% í Bretlandi en einungis 0,6% á evrusvæðinu. Undirliggjandi verðbólga hefur þó víða þokast upp á við að undanförunu.

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands var að meðaltali 0,4% á fyrsta fjórðungi ársins og hefur ekki verið minni frá árinu 2009. Gert er ráð fyrir að hún verði 0,6% á árinu í heild eða 0,2 prósentum minni en spáð var í febrúar. Horfur fyrir spátímabilið hafa einnig verið endurskoðaðar niður á við.

Langtímavextir í Evrópu hafa aldrei verið lægri og vaxandi munur er á taumhaldi peningastefnu meðal þróaðra ríkja ...

Fjöldi seðlabanka, bæði í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum, hefur lækkað vexti undanfarið eða bætt í skuldabréfakaup til að bregðast við hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga og lakari hagvaxtarhorfum eða til að verja fastgengismarkmið sitt. Meginvextir þriggja seðlabanka, auk innlásvaxta ECB, voru orðnir neikvæðir í byrjun maí. Seðlabanki Japans tilkynnti um aukin skuldabréfakaup í október sl. og ECB hóf stóraukin skuldabréfakaup í mars sl. sem beinast bæði að skuldabréfum fyrirtækja og ríkissjóða. Fjármáleg skilyrði á evrusvæðinu hafa því batnað og dregið hefur úr samdrætti útlána (mynd II-6).

Langtímavextir ríkisskuldabréfa í Evrópu hafa aldrei verið lægri og í sumum tilfellum eru þeir orðnir neikvæðir (mynd II-7). Lækkun langtímanafnvaxta meðal þróaðra ríkja er bæði talin endurspegla væntingar um minni verðbólgu til lengri tíma en einnig væntingar um viðvarandi lága raunvexti. Væntingar um lága raunvexti til lengri tíma gætu bent til aukinnar svartsýni um hagvaxtarhorfur en einnig er talið að álag á skammtíamvexti sem til þurfi til að fá fjárfesta til að festa fé í langtímaskuldabréfum (e. term premia) hafi lækkað. Samkvæmt framvirkum vöxtum vænta markaðsaðilar að Seðlabanki Bandaríkjanna hækki vexti á seinni helmingi ársins og Englandsbanki í byrjun árs 2016 sem er heldur seinna en þeir gerðu áður. Framvirkir vextir benda sem fyrr til þess að fjárfestar vænti þess að vöxtum verði haldið lágum á evrusvæðinu um fyrirsjáanlega framtíð (mynd II-8).

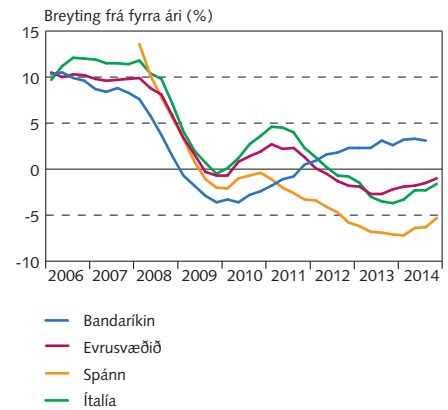
... sem komið hefur fram í óvanalega miklum hreyfingum á gengi gjaldmiðla

Í kjölfar hrunu vaxtalækkana hefur fjármagn leitað í áhættumeiri fjárfestingu og frá löndum þar sem vextir eru lágir og hagvaxtarhorfur slakar til landa þar sem von er á betri ávöxtun fjármagns. Hlutabréfaverð hefur hækkað víða eftir nokkra lækkun í desember og janúar sl. og gengi gjaldmiðla hefur sveiflast nokkuð. Bandaríkjadalur

Mynd II-6

Próun útlánaaukningar í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu¹

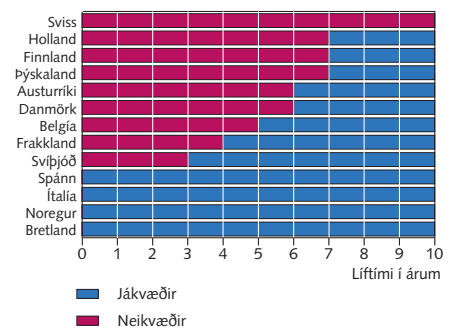
1. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2014



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

Mynd II-7

Vextir á evrópskum ríkisskuldabréfamörkuðum

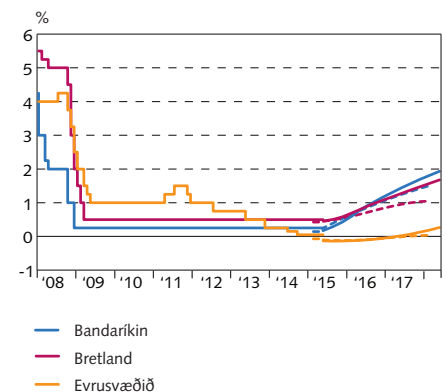


Heimild: C. Salmon (2015). Financial market volatility and liquidity - a cautionary note. Ræða 13. mars 2015.

Mynd II-8

Seðlabankavextir og framvirkir vextir í Bandaríkjunum, Bretlandi og á evrusvæðinu¹

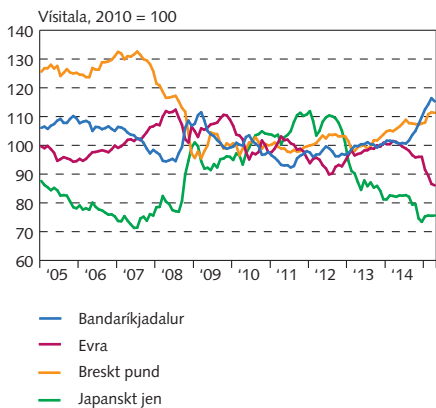
Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 8. maí 2015, ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2018



1. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps). Heilar línur sýna framvirkna ferla frá 11. maí 2015 en brotalínur frá 30. janúar 2015.
Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-9

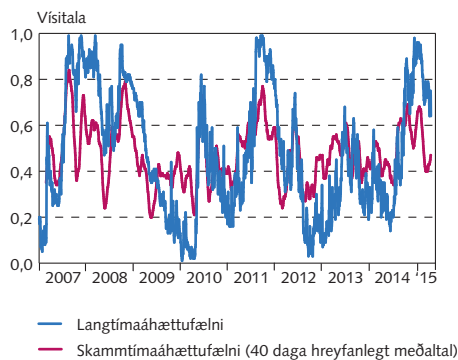
Viðskiptavegið gengi helstu gjaldmiðla
Janúar 2005 - apríl 2015



Heimild: J.P. Morgan.

Mynd II-10

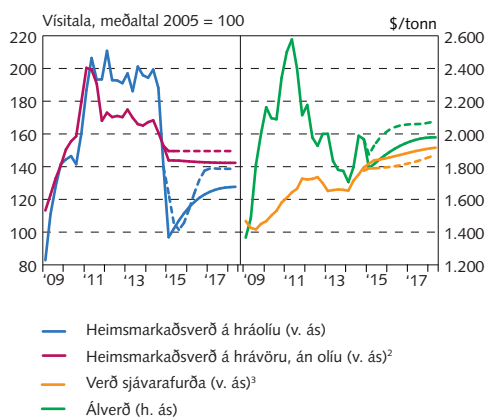
Áhættufælni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum¹
Daglegar tölur 1. janúar 2007 - 8. maí 2015



1. Núll táknar litla áhættufælni og einn mikla áhættufælni. Visitala Citi Bank um áhættufælni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum byggist á skulda-tryggingarlagi á bandarísk og evrópsk fyrirtæki auk nýmarkaðsríkja, mismun millibankavaxta og ávöxtunarkröfu ríkisvixla í Bandaríkjunum og fólgið flokt gengis gjaldmiðla, hlutabréfaverðs og skiptasamningsvaxta.
Heimild: Macrobond.

Mynd II-11

Verð á sjávarafurðum, áli, olíu og hrávöru¹
1. ársfj. 2009 - 2. ársfj. 2018



1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2018. Brotalínur sjána spá frá PM 2015/1. 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 vöruflokkings.
Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Nymex, Seðlabanki Íslands.

hefur t.d. hækkað töluvert gagnvart flestum öðrum gjaldmiðlum og nemur hækkinun tæplega fimmtungi á einu ári miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu (mynd II-9). Er það önnur mesta ársþækkun Bandaríkjadals gagnvart viðskiptavog sl. fimmtíu ár. Gengi hans er þó enn tæplega 5% undir meðaltali sl. fimmtíu ára. Svissneski frankinn hækkaði að sama skapi mikið þegar svissneski seðlabankinn tilkynnti að hann væri hættur að vinna gegn styrkingu frankans gagnvart evru. Breskt pund hefur einnig hækkað gagnvart gengisvísitölu en evra og jen hafa lækkað töluvert. Gengislækkunin ætti að styðja við efnahagsbatann í þeim löndum þar sem frekari peningaleg örvun þjóðarbúsins með lækkun vaxta er illframtæk þar sem vextir eru þegar við neðri mörk. Af þessum sökum telur Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn að gengisbreytingarnar undanfarið geti aukið heimshagvöxt í ár um u.þ.b. 1/3 úr prósentu. Svo miklar gengisbreytingar auka hins vegar einnig óvissu og reyna á styrk efnahagsreikninga í mörgum nýmarkaðsríkjum þar sem skuldsetning í Bandaríkjadal er algeng (mynd II-10).

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Útflutningsverð hækkaði umfram væntingar í lok síðasta árs og veruleg hækkun sjávarafurðaverðs átti sér stað í upphafi þessa árs. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hefur hækkað verulega á undangengnum tólf mánuðum eftir verðlækkunarhrinu sem hófst síðla árs 2012. Verðhækkun á seinni hluta síðasta árs var nokkuð umfram væntingar og í mars hafði það hækkað um 13% frá fyrra ári. Mat helstu markaðsaðila er að ekki verði framhald á svo miklum verðhækkunum þar sem verðið sé orðið hátt miðað við verð á samkeppnis- og staðkvæmdarvörum. Því er gert ráð fyrir að smám saman hægi á hækkun sjávarafurðaverðs er líður á þetta ár. Engu að síður er áætlað að hækkunin milli ársmeðaltala verði um 6% sem er 3 prósentum meiri hækkun en búist var við í febrúar (mynd II-11).

Eftir nokkra hækkun á seinni hluta síðasta árs lækkaði verð á áli á alþjóðamarkaði nokkuð snarpt í desember og hefur verið í kringum 1.800 Bandaríkjadalir á tonnið frá ársbyrjun. Þrátt fyrir 8% lækkun milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins er álverð samt sem áður 6% hærra en fyrir ári. Álbirgðir hafa verið miklar en það, ásamt verðlækkun annarra málma og hrávöru, hefur verið meginástæða þess að álverð hefur ekki hækkað síðustu misseri. Birgðastaða áls hefur hins vegar lækkað undanfarið og er nú fjórðungi lægri en fyrir ári. Ólíkt því sem gerðist á alþjóðamarkaði benda tölur Hagstofu Íslands til þess að verð áls til innlendra framleiðenda hafi hækkað nokkuð í lok síðasta árs og því reyndist ársþækkun álverðs í fyrra meiri en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Í takt við framvirk verð og alþjóðlegar spár er nú gert ráð fyrir að álverð hækki lítillega á þessu ári og verði um 1.860 Bandaríkjadalir á tonnið í lok árs (mynd II-11).

Horfur á að olíuverð hafi náð lágmarki á fyrsta fjórðungi ársins ...

Olíuverð var helmingi lægra á fyrsta ársfjórðungi en á sama tíma í fyrra. Þótt eftirspurn hafi heldur minnkað í takt við slakan alþjóðlegan efnahagsbata er meginskýringin á þessari miklu verðlækkun veruleg aukning á framboði olíu, einkum í Bandaríkjunum þar sem nýjar aðferðir hafa verið þróaðar til að vinna olíu úr jarðölgum (mynd

II-12). Áfram er búist við að hluti olíuverðslækkunarinnar gangi til baka á næstu misserum. Gert er ráð fyrir að olíuverð verði í kringum 60 Bandaríkjadali á tunnu í ár og hækki í 73 dali um mitt ár 2018 (mynd II-11).

... en að hrávöruverð utan olíu lækki áfram

Verð á hrávöru utan olíu í Bandaríkjadal hefur aftur á móti haldið áfram að gefa eftir og lækkaði um 6% milli fjórðunga á fyrsta ársfjórðungi og hefur ekki verið lægra í fimm ár. Verð á málmum lækkaði um 10% milli fjórðunga og er nú 25% lægra en fyrir ári. Ástæðan er m.a. minnkandi hagvöxtur í Kína en fjárfestingardrífinn hagvöxtur undanfarinna ára hefur haldið uppi verði á málmum. Í mars hafði matvælaværuverð lækkað um 9% frá síðasta ársfjórðungi í fyrra. Búist er við að verð á hrávöru í Bandaríkjadal lækki um ríflega 11% í ár (mynd II-11).

Bati viðskiptakjara umfram væntingar

Bati viðskiptakjara vöru og þjónustu sem hófst á öðrum ársfjórðungi í fyrra jókst er leið á árið og benda bráðabirgðatölur Hagstofunnar til þess að þau hafi batnað um 9% á síðasta fjórðungi ársins (mynd II-13). Batinn á árinu í heild reyndist 3,4% sem er um 1 prósentu meiri bati en reiknað hafði verið með í febrúarspá bankans. Skýrist munurinn að mestu af meiri hækkun útflutningsverðs á fjórða ársfjórðungi en jafnframt lækkaði innflutningsverð meira en búist hafði verið við. Gert er ráð fyrir um 4% bata í ár og hafa viðskiptakjör þá batnað um 7½% á tveimur árum sem er í takt við það sem spáð var í febrúar. Viðskiptakjör eru þó enn um 14% lakari en þau voru hagstæðust áður en kreppan skall á.

Raugengið ekki mælst hærra frá því að fjármálakreppan skall á

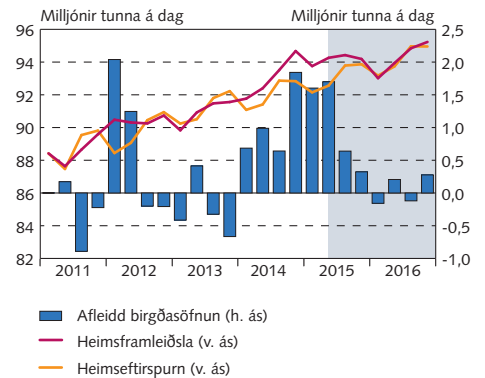
Raugengið náði hæsta gildi sínu frá því að fjármálakreppan skall á á fyrsta fjórðungi þessa árs (mynd II-13). Hækkaði það um 1,6% á milli ára vegna 0,8% hækkunar á nafngengi krónunnar en einnig var verðbólga 0,8 prósentum meiri hér á landi en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum. Þrátt fyrir þessa hækkun er raugengi krónunnar, miðað við hlutfallslegt verðlag, enn 9% lægra en meðalraugengi undanfarinna þrjátíu ára.

Miðað við hlutfallslegan launakostnað var raugengið á fyrsta fjórðungi ársins 7,7% hærra en það var ári áður, sem rekja má til þess að launakostnaður á framleidda einingu hefur hækkað um hátt í 7 prósentum meira hér á landi en að meðaltali í helstu viðskiptalöndunum (mynd II-14). Bati á samkeppnisstöðu sem varð í kjölfar fjármálakreppunnar er því óðum að hverfa en frá árinu 2009 hefur launakostnaður á framleidda einingu hækkað mun örar hér á landi en erlendis og raugengið því hækkað og samkeppnisstaða versnað að sama skapi (mynd II-13).

Mynd II-12

Framboð og eftirspurn eftir eldsneyti¹

1. ársfj. 2011 - 4. ársfj. 2016

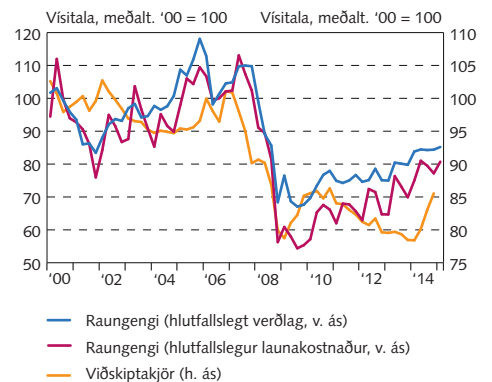


1. Fljótandi eldsneyti (e. liquid fuels). Spá 2. ársfj. 2015 - 4. ársfj. 2016. Heimild: U.S. Energy Information Administration.

Mynd II-13

Raugengi og viðskiptakjör

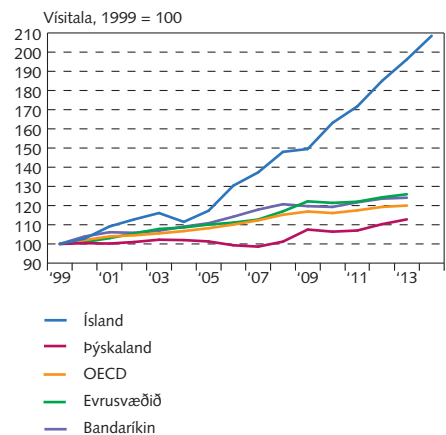
1. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-14

Launakostnaður á framleidda einingu í þróuðum ríkjum



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Nafnvextir Seðlabankans eru óbreyttir frá því í febrúar sl. en raunvextir bankans hafa lækkað með aukinni verðbólgu og hækkun verðbólguvæntinga. Markaðsaðilar vænta þess að nafnvextir bankans verði hækkaðir á þessu ári og að þeir hækki hraðar en þeir spáðu í janúar. Langtímanafnvextir hafa hækkað á sama tíma og langtímaraunvextir hafa lækkað. Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað og vaxtakjör innlendra viðskiptabanka á alþjóðamörkuðum batnað. Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt gagnvart gengisvísitölu en hefur lækkað nokkuð gagnvart Bandaríkjadal líkt og flestir aðrir gjaldmiðlar. Hægt hefur á vexti peningamagns. Á sama tíma hefur útlánvöxtur til heimila haldist svipaður sé horft fram hjá áhrifum skuldalækkunaradgerða stjórnvalda en útlánvöxtur til fyrirtækja aukist. Eignaverð hefur hækkað og skuldir einkageirans minnkað. Fjármálaleg skilyrði einkageirans halda því áfram að batna.

Peningastefnan

Nafnvextir Seðlabanka Íslands eru óbreyttir ...

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundum sínum í febrúar og mars sl. að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir Seðlabankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum fjármála-fyrirtækja hjá bankanum, voru því 4,5% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála*.¹

Frá því í febrúar þegar síðasta hefti *Peningamála* kom út hafa vextir til einnar nætur á millibankamarkaði haldist í neðri hluta vaxtagangsins nálægt meginvöxtum bankans (mynd III-1) en veltan á markaðnum hefur verið lítil. Samþykktir vextir í útboðum ríkisvixla hafa hins vegar lækkað lítillega. Kann það að hluta til að skýrast af aukinni eftirspurn vegna breytinga sem gerðar voru í byrjun mars sl. á undanþágulistum Seðlabankans um gjaldeyrismál sem takmarkar fjárfestingu aflandskrónueigenda við ríkisvixla.

... en raunvextir bankans hafa lækkað ...

Taumhald peningastefnunnar hefur hins vegar almennt veikst vegna aukinnar verðbólgu og hækkunar verðbólguvæntinga (tafla III-1). Raunvextir bankans eru nú 3% miðað við núverandi ársverðbólgu og 1,7% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða ríflega ½ prósentu lægri vextir en í *Peningamálum* í febrúar sl. og í maí í fyrra. Aðrir raunvextir á markaði hafa í meginatriðum einnig lækkað samhliða raunvöxtum bankans (mynd III-2).

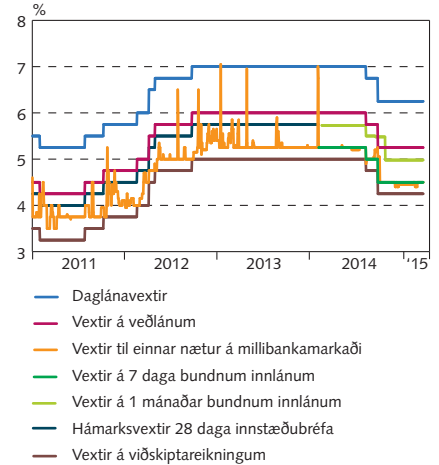
... þótt þeir séu enn hærri en í flestum öðrum iðnríkjum

Vextir Seðlabanka Íslands eru enn hærri en í öðrum iðnríkjum sem skýrist af meiri verðbólgu og hagvexti, minni framleiðsluslaka og því

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-markaðsvextir

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 8. maí 2015

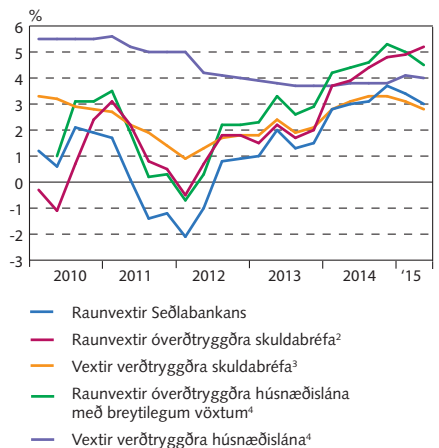


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Raunvextir Seðlabanka Íslands og raunvextir á markaði

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2015¹

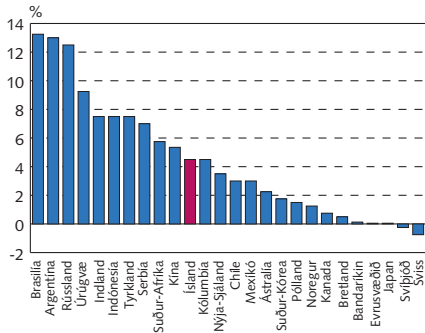


1. Gögn til og með 8. maí 2015. 2. 5 ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferli. 3. 5 ára vextir út frá metnum raunvaxtaferli. 4. Einfalt meðaltal lægstu útlánvaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eru fastir frá 5 árum og allt upp í allan lánstímann.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Í rammagrein 4 er fjallað um hvornig atkvæði hafa fallið á því sex ára tímabili sem peningastefnunefnd hefur starfað.

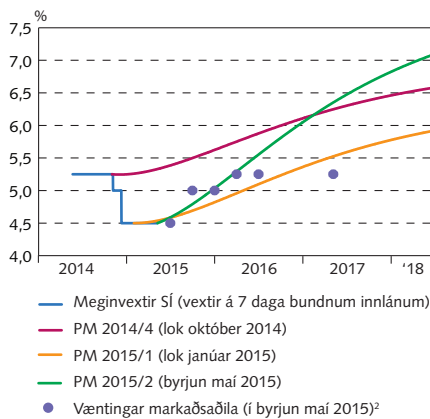
Mynd III-3
Meginvextir ýmissa seðlabanka



Heimildir: Heimasiður viðkomandi seðlabanka, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4
Meginvextir Seðlabanka Íslands, framvirkir
vextir og væntingar markaðsaðila um
meginvexti bankans¹

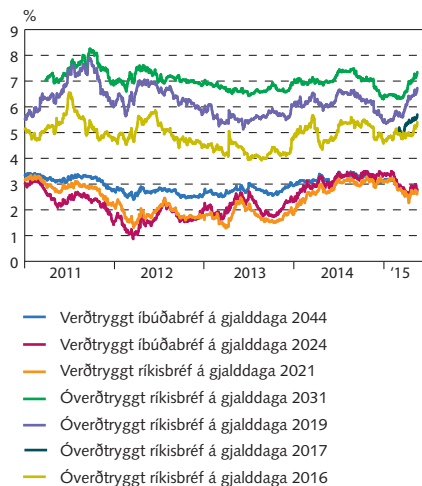
Daglegar tölur 21. maí 2014 - 30. júní 2018



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. 2. Ætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila um veðlanavexti dagana 4.-6. maí 2015. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra
skuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 8. maí 2015



Heimildir: Seðlabanki Íslands.

að enn hefur ekki tekist að skapa verðbólguvæntingum nægjanlega trausta kjölfestu við verðbólguþéttmið bankans. Á sama tíma og verðbólguvæntingar hafa hækkað hér á landi og eru nokkuð fyrir ofan verðbólguþéttmiðið hafa seðlabankar í Evrópu og Bandaríkjunum áhyggjur af of lágum verðbólguvæntingum (sjá kafla II). Hærrí vextir hér á landi endurspeglja einnig ólíka þróun efnahagssumsvifa sem hafa í meginatriðum vaxið hraðar hér á landi, eins og sést t.d. á hraðari vexti nafnútgjalda og launa. Vextir Seðlabankans eru hins vegar nær því sem þekkist meðal ýmissa nýmarkaðsriksja, enda innlent efnahagssumhverfi um þessar mundir á margan hátt áþekkara því sem þar þekkist (mynd III-3).

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (8/5 '15)	Breyting frá PM 2015/1 (30/1 '15)	Breyting frá PM 2014/2 (16/5 '14)
Raunvextir miðað við: ¹			
ársverðbólgu	3,0	-0,6	0,0
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	1,5	-0,5	-0,8
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	1,5	0,5	0,1
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs ²	1,0	-0,9	-1,2
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs ³	1,6	-1,1	-1,5
verðbólguþá Seðlabankans ⁴	1,8	-1,3	-0,7
Meðaltal	1,7	-0,7	-0,7

1. Miðað við vexti 7 daga bundinna innlána fjármálfyrirtækja í Seðlabankanum sem meginvexti bankans frá 21. maí 2014 en fyrir þann tíma einfalt meðaltal vaxta á viðskiptareikningum og hámarksvaxta innstæðubréfa með 28 daga binditíma. 2. Ut 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 búast við hækkun nafnvaxta Seðlabankans

Könnun á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í byrjun maí sl. gefur til kynna að þeir vænti hærri nafnvaxta Seðlabankans á þessu og næsta ári samanborið við janúarkönnun bankans (mynd III-4). Niðurstöðurnar gefa til kynna að þeir vænti þess að meginvöxtum bankans verði haldið óbreyttum fram á þriðja fjórðung þessa árs og verði þá hækkaðir um 0,5 prósentur, í 5%, og um 0,25 prósentur til viðbótar á fyrsta fjórðungi þess næsta, í 5,25%. Það eru 0,75 prósentum hærri vextir en þeir væntu í janúar. Vísbendingar um væntingar markaðsaðila út frá mati á framvirkum vaxtaferli segja svipaða sögu. Samkvæmt matinu búast þeir við 0,5 prósentna hækkun meginvaxta bankans á þessu ári og sambærilegrar hækkunar á fyrri helmingi þess næsta og að vextirnir verði þá 5,5%.²

Markaðsvextir og vaxtaálag

Langtímanafnvextir hafa hækkað þrátt fyrir óbreytta vexti Seðlabankans

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað um 0,4-1,2 prósentur frá útgáfu síðustu *Peningamála* en á sama tíma hefur ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkað um 0,3-0,4

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

prósentur (mynd III-5).³ Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára hefur því hækkað um 1½ prósentu (sjá kafla V). Óvissa um niðurstöðu komandi kjarasamninga og ótti við launahækkunar langt umfram það sem samræmist verðbólguálagmiði Seðlabankans virðist veða þyngst í þessari þróun. Þannig taldi meirihluti svarenda í nýlegri könnun bankans á viðhorfum markaðsaðila að aðstæður á vinnu- markaði væru helsta ástæða hækkunar verðbólguálagsins. Vextir á lengstu óverðtryggðu bréfunum hafa hækkað álíka mikið og á þeim styttri sem gæti verið vísbending um að markaðsaðilar óttist snarpa aukningu verðbólgu og langt tímabil þar sem verðbólga er yfir verð- bólguálagmiði. Þessi hækkun verðbólguálagsins er hraðari en sú sem varð í aðdraganda kjarasamninga vorið 2011 (sjá rammagrein 2).

Velta á skuldabréfamarkaði hefur minnkað

Velta á skuldabréfamarkaði hefur dregist saman á undanförunum árum og var á sl. ári um 16% minni en árið áður. Aukin hlutdeild lífeyris- sjóða á skuldabréfamarkaði innan fjármagnshafna á þar líklega hlut að máli enda hefur velta þeirra almennt verið minni en annarra fjár- festa, að hluta til þar sem fjárfesting þeirra er fyrst og fremst til lengri tíma. Minnkandi velta skýrist einnig af vaxandi eign erlendra aðila á útgefnum skuldabréfum sem er læst inni af fjármagnshöftum. Líklegt er að veltan muni dragast enn frekar saman í kjölfar nýlegra breyt- inga á möguleikum þeirra til að fjárfesta í innlendum skuldabréfum. Ríkisskuldabréfaeign verðbréfa- og fjárfestingarsjóða hefur einnig minnkað og útlæði hefur verið meira en innflæði í skuldabréfasjóði en það dregur einnig úr veltu á skuldabréfamarkaði.

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað ...

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands hefur lækkað frá *Peningamáli* í febrúar og er sú hækkun sem varð á álaginu undir lok síðasta árs í kjölfar vaxandi óróleika á alþjóðlegum fjármálamörk- uðum því að mestu leyti gengin til baka. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar hefur lækkað um 0,1 prósentu og mælist nú um 1,6% sem er lítillega lægra en í byrjun maí 2014 (mynd III-6). Þá hefur vaxtamunur á erlendiri útgáfu ríkissjóðs og sambærilegum ríkisbréfum Bandaríkjanna og Þýskalands minnkað um u.þ.b. ½ prósentu frá því í lok janúar, að mestu leyti vegna lægri ávöxtunarkröfu íslensku ríkis- bréfanna. Vaxtamunurinn er nú um 1-1½ prósentu og hefur minnkað um ½-1 prósentu frá maí í fyrra.

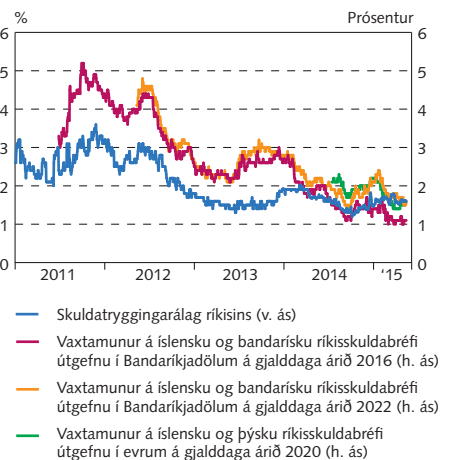
... og hafa kjör innlendra banka á alþjóðamörkuðum batnað

Vaxtakjör í erlendum útgáfum innlendra viðskiptabanka hafa batnað talsvert í kjölfar þess að þeir fengu lánsþæfiseinkunn BB+ á fyrri hluta síðasta árs frá alþjóðlega matsfyrirtækinu Standard & Poor's og færst nær álagi á fyrirtæki og fjármálastofnanir í Bandaríkjunum með sam- bærilega einkunn (mynd III-7). Í lok apríl sl. fékk einn af viðskipta- bönkunum til viðbótar lánsþæfiseinkunnina BBB- frá matsfyrirtækinu

Mynd III-6

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 8. maí 2015

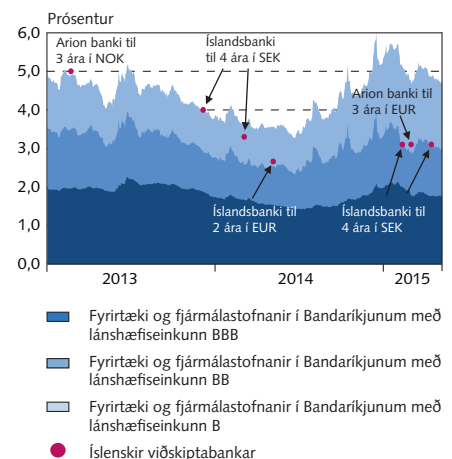


Heimild: Bloomberg.

Mynd III-7

Áhættuálag á skuldbindingar fyrirtækja og fjármálastofnana í Bandaríkjunum og íslenskra banka¹

Daglegar tölur 2. janúar 2013 - 8. maí 2015



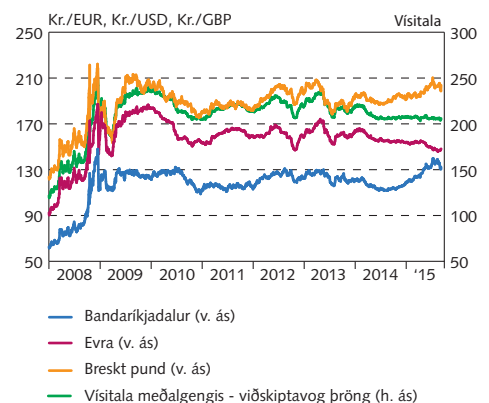
1. Vaxtaálag á skuldabréf útgáfu í Bandaríkjadöllum fyrir fyrirtæki og fjármálastofnanir í Bandaríkjunum. Fyrir íslensku banka er miðað við vaxtaálag við útgáfu skuldabréfa í erlendum gjaldmiðli.

Heimildir: Arion banki, Íslandsbanki, Seðlabanki Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd III-8

Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 8. maí 2015

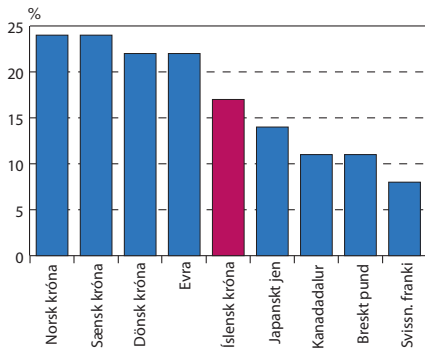


Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Á sama tímabili var lítil breyting á ávöxtunarkröfu óverðtryggðs ríkisbréfs á gjalddaga 2016 enda eiga erlendir aðilar tæplega 80% af því bréfi. Eftir nýlegar breytingar á lögum er þessum aðilum ekki heimilt að kaupa ríkisbréf og því líklegt að þeir bregðist síður við breyttum væntingum á markaði.

Mynd III-9

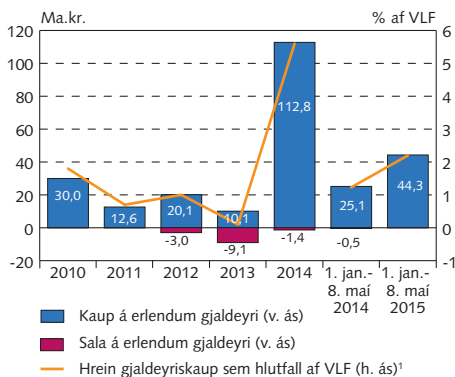
Lækkun á gengi gjaldmiðla ýmissa þróaðra ríkja gagnvart Bandaríkjadal¹



1. Myndin sýnir lækkun á gengi gjaldmiðla gagnvart Bandaríkjadal milli meðaltala apríl 2014 og apríl 2015.
Heimild: Macrobond.

Mynd III-10

Viðskipti Seðlabanka Íslands á millibanka-markaði með gjaldeyri 2010-2015

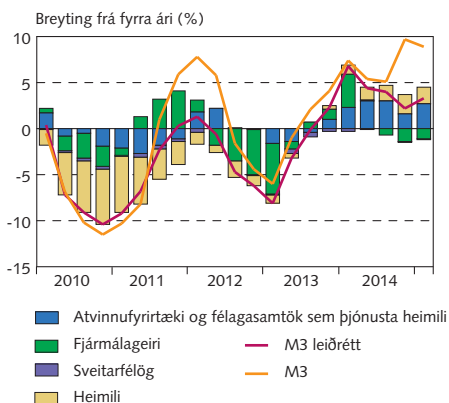


1. Árið 2015 miðast við VLF ársins 2014.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Samsetning peningamagns í umferð - M3 leiðrétt¹

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2015



1. Leiðrétt fyrir innlánnum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fitch Ratings og er þar með metinn í fjárfestingarflokki. Það ætti að bæta enn frekar aðgengi og vaxtakjör sem innlendum aðilum bjóðast á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Gengi krónunnar

Gengi krónunnar hefur haldist stöðugt

Gengi íslensku krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt gagnvart vísitölu meðalgengis það sem af er þessu ári líkt og á síðastliðnu ári (mynd III-8). Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* var gengið lítillega hærra en það var í lok janúar sl. og á sama tíma í fyrra. Það hefur hins vegar hækkað um rúmlega 1½% gagnvart evru frá því í janúar og um ½% gagnvart Bandaríkjadal. Gengi krónunnar er hins vegar hátt í fimmtungi lægra gagnvart Bandaríkjadal en á sama tíma fyrir ári sem er í takt við þróun gjaldmiðla annarra þróaðra ríkja gagnvart dalnum (mynd III-9). Seðlabankinn hefur haldið áfram að kaupa gjaldeyri á markaði og eru kaupin meiri það sem af er þessu ári samanborið við sama tímabil í fyrra (mynd III-10).

Peningamagn og útlán

Dregur úr vexti peningamagns

Vitt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 8,9% á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama fjórðung í fyrra en sé leiðrétt fyrir innlánnum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja (sem gefur betri mynd af greiðslugetu handhafa peninga (e. money holders)) var aukningin einungis 3,3% (mynd III-11). Ársvöxtur leiðrétt M3 hefur dregist saman undanfarið ár og hefur verið undir nafnvexti landsframleiðslunnar síðustu þrjú ársfjórðunga. Kann það að hluta til að skýrast af áframhaldandi sölu viðskiptabankanna á eignum sem þeir tóku yfir í kjölfar fjármálakreppunnar en hún dregur að öðru óbreyttu úr peningamagni í umferð. Af einstökum undirþáttum M3 vegur aukning í innlánnum heimila þyngst. Samdráttur var hins vegar í innlánnum atvinnufyrirtækja tengdra fiskiðnaði. Þá drógust innlán annarra fjármálastofnana en innlánsstofnana einnig saman, einkum innlán verðbréfa- og fjárfestingarsjóða og lífeyrissjóða.

Aukinn útlánavöxtur til fyrirtækja að undanfögnu ...

Hrein ný útlán (þ.e. ný útlán að frádregnum inn- og uppgreiðslum eldri lána) innlánsstofnana til innlendra aðila námu um 50 ma.kr. á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er talsvert meira en á sama tímabili í fyrra en svipað og á undanfögnu þremur ársfjórðungum. Mest var lánað til innlendra atvinnufyrirtækja á fjórðungnum eða um 38 ma.kr. (mynd III-12), að langstærstum hluta þjónustufyrirtækja og sjávarútvegsfyrirtækja, sem er mun meiri útlánaaukning en var að meðaltali á sl. tveimur árum. Aukinn útlánavöxtur til fyrirtækja að undanfögnu er í samræmi við spár um aukna fjárfestingu atvinnufyrirtækja á þessu ári (sjá kafla IV).

... en svipaður til heimila sé horft fram hjá áhrifum skuldalækkunar

Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila námu um 9,7 ma.kr. á fyrsta

fjórðungi þessa árs sem er talsverður samdráttur milli fjórðunga en svipað og á sömu ársfjórðungum tveggja síðustu ára (mynd III-12). Að íbúðalánasjóði meðtöldum voru útlánin hins vegar einungis tæplega 100 m.kr. og hafa aldrei verið jafn lítil í einum fjórðungi frá árinu 2013. Skýrist þessi þróun af auknum upp- og inngreiðslum á lán, m.a. vegna skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Ef horft er fram hjá áhrifum þeirra voru hrein ný útlán til heimila svipuð og þau voru að meðaltali í fyrra.

Eignaverð og fjármálaleg skilyrði

Íbúðaverð hefur hækkað mikið að undanförunu ...

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði á síðasta ári um 8,5% milli ára. Það hefur haldið áfram að hækka það sem af er þessu ári og var um 10% hærra á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama tíma í fyrra. Á sama tímabili fjölgaði þinglýstum kaupsamningum á höfuðborgarsvæðinu um 11,5% og leiguverð hækkaði um 8,5%. Hækkun húsnæðisverðs hefur að mestu stafað af verðhækkunum fjölbýlis enda hefur verið skortur á minni íbúðum að undanförunu. Verð á sérþýli tók þó við sér á fyrsta fjórðungi ársins. Ein möguleg skýring er að eftirspurn eftir sérþýli hafi aukist vegna þess að verðið var orðið hagstætt miðað við verð á íbúðum í fjölbýli.

... en hækkunin er enn sem komið er í takt við undirliggjandi hagstærðir

Hækkun íbúðaverðs milli ára á fyrsta ársfjórðungi er nokkru meiri en búist var við í síðustu *Peningamálum*. Hún er þó í ágætum takti við helstu efnahagsstærðir. Þannig hefur hlutfall íbúðaverðs af tekjum og byggingarkostnaði verið um eða rétt yfir langtímaeðaltali sínu um nokkurt skeið (mynd III-13) ólíkt því sem sést í mörgum öðrum OECD-ríkjum.

Raunverð atvinnuhúsnæðis hefur einnig hækkað ...

Raunverð atvinnuhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu hefur einnig hækkað töluvert að undanförunu og velta aukist (mynd III-14). Verðið var um 18% hærra á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama tímabil í fyrra og hefur hækkað um tæplega helming frá því að það var lægst á fjórða ársfjórðungi 2011. Það er nú orðið hærra en það hefur verið að meðaltali frá árinu 1990.

... og hið sama á við um hlutabréfaverð

Líkt og húsnæðisverð hefur hlutabréfaverð haldið áfram að hækka. Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hefur hækkað um 5½% frá áramótum en ríflega 9% þegar tekið er tillit til arðgreiðslna. Velta var rúmlega 100 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins sem er tæplega 13% meiri velta en á sama tíma í fyrra. Tvö fasteignafélög voru skráð á markað í apríl og hefur eitt félag til viðbótar tilkynnt skráningu á árinu.

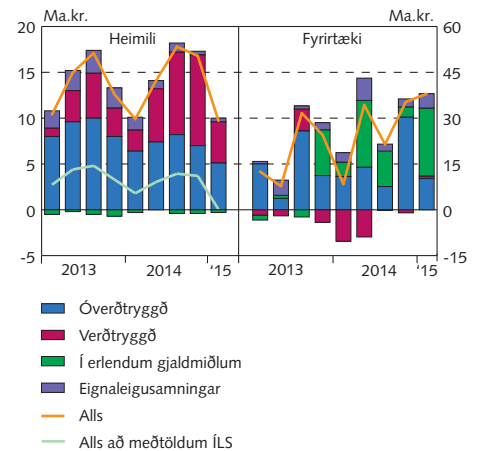
Skuldir einkageirans hafa minnkað ...

Skuldir heimila lækkuðu um tæplega 1% að nafnvirði á milli fjórðunga á fjórða ársfjórðungi 2014 eða sem nemur um 3½ prósentu af lands-

Mynd III-12

Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja¹

1. ársfj. 2013 - 1. ársfj. 2015

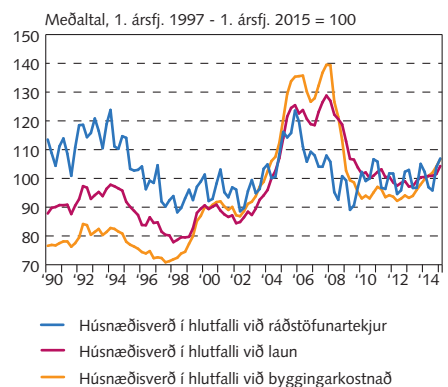


1. Ný útlán að frádregnum inn- og uppgreiðslum eldri lána. Utan eignarhaldsfélaga.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13

Húsnæðisverð, laun, ráðstöfunartekjur og byggingarkostnaður

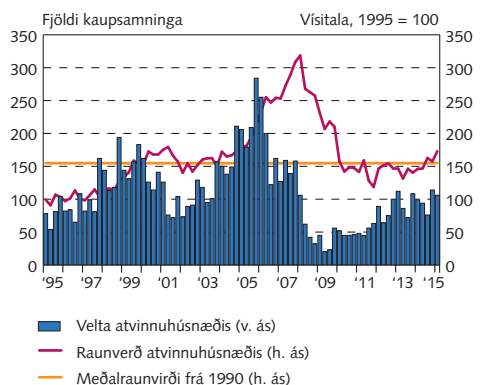
1. ársfj. 1990 - 1. ársfj. 2015



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-14

Verð og velta atvinnuhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu 1995-2015¹

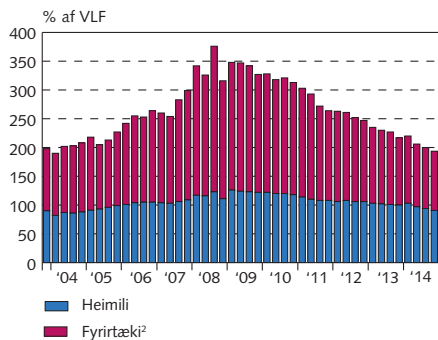


1. Miðað er við kaupdag til og með maí 2006 en þinglýsingardag eftir það.
Heimildir: Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-15

Skuldir heimila og fyrirtækja¹

4. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2014

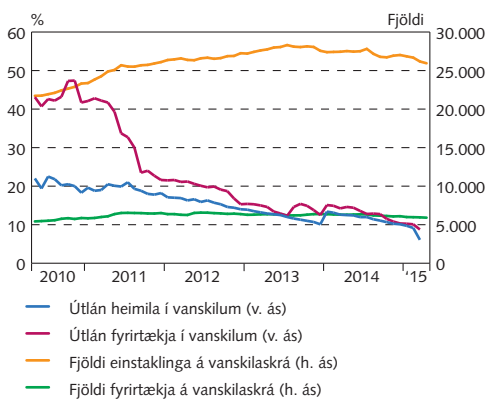


1. Miðað við árstíðarleiðrétta landsframleiðslutölur Seðlabankans. Skuldir við fjármálafyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. 2. Án fjármálafyrirtækja, þar með talið eignarhaldsfélaga.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-16

Fjöldi á vanskilaskrá og hlutfall útlána í vanskilum¹ þriggja stærstu viðskiptabankanna og Íbúðalánasjóðs²

Mai 2010 - apríl 2015

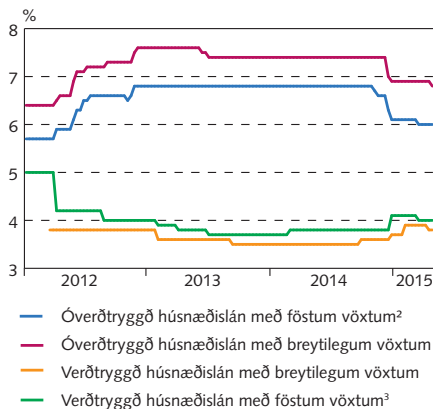


1. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum eða greiðsla talin ólíkleg. Ef ett lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskil eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default method). Hækkun hlutfallsins milli mánaða í janúar 2014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

Mynd III-17

Vextir íbúðalána viðskiptabanka¹

1. janúar 2012 - 1. maí 2015



1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta íbúðalána hjá Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka. 2. Vextir fastir í 3-5 ár. 3. Vextir fastir frá 5 árum og allt upp í allan lánstímann.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

framleiðslu og voru 90½% af landsframleiðslu. Hefur skuldahlutfallið ekki verið lægra síðan á fjórða ársfjórðungi 2004 (mynd III-15). Útlit er fyrir að skuldir heimila muni lækka enn frekar, ekki síst vegna áhrifa skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda og aukinna efnahagssumsvifa. Á móti er líklegt að a.m.k. hluti þeirra nýti aukið veðrymi til aukinnar skuldsetningar á ný. Hlutfall skulda fyrirtækja af landsframleiðslu lækkaði um 3 prósentur á fjórðungnum, í rúmlega 103% og hefur hlutfallið ekki verið jafn lágt frá árslokum 2003.

... og fækkað hefur á vanskilaskrá

Fjöldi einstaklinga á vanskilaskrá hefur þokast hægt niður á við og er nú svipaður og hann var að meðaltali á árinu 2012 (mynd III-16). Hann er þó enn mikill í samanburði við árin fyrir fjármálaáfallið. Gjaldprotum einstaklinga fjölgaði hins vegar talsvert sl. haust en að öllum líkindum var sú þróun tímabundin eins og rakið er í *Fjármálastöðugleika 2015/1*. Marktæk fækkun hefur einnig orðið á fjölda fyrirtækja á skránni og er hann nú kominn niður fyrir 6 þúsund í fyrsta skipti síðan í mars 2011. Á tólf mánaða tímabili í mars sl. hafði nýskráðum einkahlutafélögum fjölgað um 8% miðað við sama tímabil í mars 2014 en gjaldprotum þeirra fækkað um 15%. Þá hefur hlutfall útlána heimila og fyrirtækja í vanskilum hjá innlendum viðskiptabönkum og Íbúðalánasjóði lækkað töluvert það sem af er ári.

Aðgengi að lánsfé hefur almennt aukist og raunvextir lækkað

Ungir kaupendur hafa ekki verið áberandi á íbúðamarkaði á undanförunum árum en innlánsstofnanir hafa frá síðari hluta ársins 2014 boðið þeim sem eru að kaupa sína fyrstu íbúð meira svigrúm í formi hærri veðhlutfalla eða aukalánveitinga sem gæti gert þessum hópi hægara um vik að festa kaup á íbúð. Þessum hópi stendur einnig til boða að nýta iðgjaldagreiðslur viðbótarlífeyrissparnaðar fyrir ákveðna fjárhæð við kaup á fyrstu eign. Fyrirhugaðar breytingar á lögum um verðtryggingu sem m.a. snúa að styttingu leyfilegs hámarkslánstíma gætu hins vegar takmarkað möguleika þessa hóps vegna aukinnar greiðslubyrði styttri útlána. Þessar takmarkanir hafa mest áhrif á þá sem hafa lítið eigið fé og litla greiðslugetu (sjá umfjöllun í *Peningamálum 2014/2* og rammagrein V-1 í *Fjármálastöðugleika 2014/1*).

Meðaltal skráðra vaxta verðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja hefur þokast lítilla niður á við að undanförunu og sú hækkun sem varð á fyrstu tveimur mánuðum þessa árs er að hluta til gengin til baka (mynd III-17). Nafnvextir sambærilegra óverðtryggðra íbúðalána hafa hins vegar lítið breyst það sem af er ári en raunvextir þeirra hafa lækkað um u.þ.b. ⅓ úr prósentu.

IV Innlent raunhagkerfi

Hagvöxtur mældist 1,9% í fyrra og hefur samdráttur landsframleiðslunnar í kjölfar fjármálakreppunnar því að fullu gengið til baka. Aukin efnahagsumsvif á síðasta ári byggðust á tiltölulega breiðum grunni og voru fyrst og fremst drifin áfram af aukningu innlendrar eftirspurnar í stað utanríkisviðskipta, ólíkt því sem var árið á undan. Horfur fyrir næstu misseri eru áþekkar þeim sem voru undir lok síðasta árs þar sem kröftugur hagvöxtur verður að miklu leyti drifinn áfram af vexti innlendrar eftirspurnar. Gert er ráð fyrir um 4½% hagvexti í ár sem er um ½ prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar og skýrist munurinn af horfum um nokkru meiri fjárfestingarumsvif og útlutning. Batinn á vinnumarkaði hefur einnig sótt í sig veðrið og jókst vinnuafseftirspurn töluvert hraðar á fyrsta fjórðungi ársins en hún gerði á seinni hluta síðasta árs. Slaki á vinnumarkaði og í þjóðarþúinu almennt er því að hverfa eða er þegar horfinn.

Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

Hagvöxtur í fyrra í takt við febrúarspá Peningamála

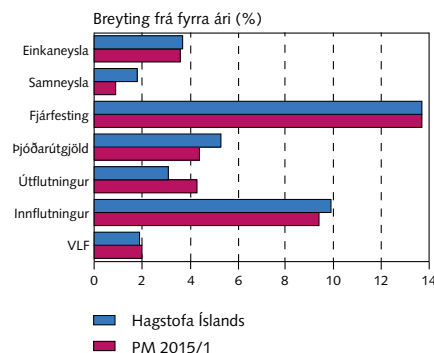
Hagstofa Íslands birti þjóðhagsreikninga fyrir fjórða ársfjórðung 2014 í mars sl. ásamt því að eldri tölur voru endurskoðaðar. Hagvöxtur ársins er talinn hafa verið 1,9% en við endurskoðun eldri gagna var hagvöxtur fyrstu þriggja ársfjórðunganna hækkaður úr ½% í 1½%. Samdráttur landsframleiðslunnar í kjölfar fjármálakreppunnar hefur því að fullu gengið til baka en landsframleiðsla á mann var í fyrra enn um 2½% undir því sem hún var mest árið 2007. Hagvöxtur á síðasta ári var að mestu drifinn áfram af innlendri eftirspurn einkaaðila, einkum einkaneyslu og fjárfestingu atvinnuveganna en framlag annarra undirþátta innlendrar eftirspurnar var einnig jákvætt. Útlutningur jókst sömuleiðis umtalsvert, sérstaklega þjónustuútlutningur sem skilaði um 1,3 prósentna framlagi til hagvaxtar. Mikill vöxtur innlendrar eftirspurnar kom einnig fram í vexti innflutnings en vöxtur hans var svo mikill að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar síðasta árs var neikvætt um 3 prósentur og hefur ekki verið eins neikvætt frá árinu 2006.

Hagvöxtur í fyrra reyndist í ágætu samræmi við febrúarspá Peningamála en þar var gert ráð fyrir 2% hagvexti á árinu (mynd IV-1). Þróun einkaneyslu og fjármunamyndunar var í takt við það sem þar var spáð en samneysla og birgðabreytingar skiluðu meira framlagi til hagvaxtar, að hluta til vegna endurskoðunar eldri talna, en á móti var framlag utanríkisviðskipta heldur lakara.

Hagvöxtur síðasta árs byggðist á breiðum grunni

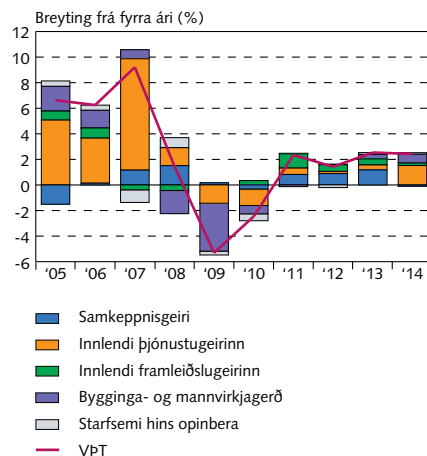
Sé litið á landsframleiðsluna frá sjónarhóli framleiðsluuppgjörs þjóðhagsreikninga byggðist hagvöxtur síðasta árs á nokkuð breiðum grunni en mest munar um framlag innlends þjónustugeira sem hefur ekki vaxið jafn mikið frá því að efnahagsbatinn hófst (mynd IV-2). Að mestu má skýra þá þróun með vexti innlendrar eftirspurnar auk þess sem innlendir þjónustugeiri naut góðs af miklum fjölda ferðamanna á landinu. Á eftir þjónustugeiranum munaði mest um bygginga- og

Mynd IV-1
Þjóðhagsreikningar 2014
og mat Seðlabankans



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2
Þróun vergra þáttatekna og framlag geira
2005-2014¹

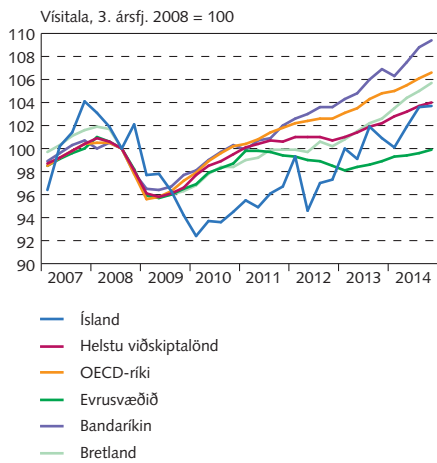


1. Vergar þáttatekjur mæla tekjur allra aðila sem koma að framleiðslunni og eru jafnar vergrí landsframleiðslu að frádrögnum óbeinum sköttum og viðbættum framleiðslustyrkjum. Til samkeppnisgeirans teljast sjávarútvegur, vinnsla sjávarafurða, framleiðsla mála og lyfja, ferðaþjónusta og 75% rafmagns-, gas-, hita- og vatnsveitna. Aðrir atvinnuvegir eru flokkaðir sem innlendir og þeim skipt í bygginga-, þjónustu- og framleiðslugeira.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

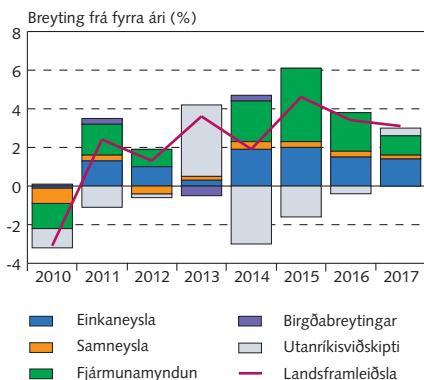
Þróun landsframleiðslunnar í kjölfar fjármálakreppunnar¹

1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2014



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

Mynd IV-4

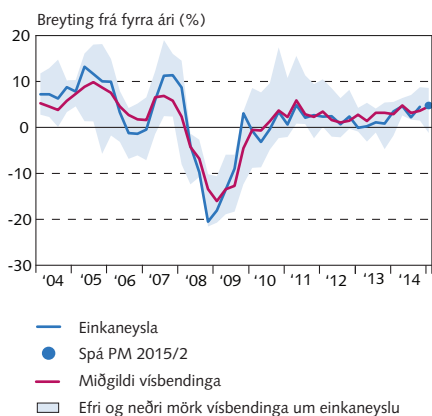
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2017¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Vísbendingar um einkaneyslu¹

1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2015



1. Efri og neðri mörk átta vísbendinga um einkaneyslu. Vísbendingarnar eru kortavelta, dagvöruvelta, hlutabréfaverð, húsnæðisverð, innflutningur neysluvöru, nýskráningar bifreiða, laun og atvinnuleysi. Vísbendingarnar eru endurskilaðar þannig að þær hafa sama meðaltal og staðalfrávik og einkaneysla.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

mannvirkjagerð en sá geiri hefur skilað stigvaxandi framlagi á síðustu þremur árum eftir mikinn samdrátt í kjölfar fjármálakreppunnar. Sé lítið til framlags samkeppnisgreina vegast á mikill vöxtur í ferðaþjónustu og samdráttur í sjávarútvegi. Eftir mjög gott ár í sjávarútvegi árið 2013 má rekja samdráttinn í fyrra til þess að loðnuvertíðin var mun lakari en árið á undan auk þess sem botnfiskafli á árinu dróst saman milli ára. Þetta neikvæða framlag sjávarútvegsins var að langmestu leyti vegið upp af vexti ferðaþjónustunnar á síðasta ári. Hagvaxtarþróunin hér á landi var í fyrra áþekk því sem var í helstu viðskiptalöndum Íslands en hagvöxtur var 1,7% að meðaltali meðal þeirra (mynd IV-3). Á evrusvæðinu var hagvöxtur 0,9%, í Bandaríkjunum 2,4% og 2,8% í Bretlandi (sjá kafla II).

Horfur á mesta hagvexti í ár frá árinu 2007

Útlit er fyrir að vöxtur innlestrar eftirspurnar verði verulegur á þessu ári þar sem allir undirliðir leggjast á sömu sveif. Gangi spá bankans eftir verður vöxtur þjóðarútgjalda um 6½% en það er ríflega 1½ prósentu meira en á síðasta ári. Þrátt fyrir töluverðan vöxt útflutnings er áfram gert ráð fyrir neikvæðu framlagi utanríkisviðskipta til hagvaxtar í ár (sjá umfjöllun síðar í þessum kafla). Hagvöxtur verður því nokkru minni en vöxtur þjóðarútgjalda en þó verulegur eða 4,6%. Það er um ½ prósentu meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar og skýrast betri horfur fyrst og fremst af því að búist er við meiri vexti fjárfestingar og útflutnings á árinu. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur í ár sá mesti frá árinu 2007. Á næstu tveimur árum er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði 3-3½% á ári og að bróðurpartur hans verði vegna vaxtar innlestrar eftirspurnar (mynd IV-4).

Batnandi hagur skýrir aukna eftirspurn heimila

Á fjórða ársfjórðungi nam vöxtur einkaneyslu 4,5% en 3,7% á árinu í heild sem var í samræmi við febrúarspá Seðlabankans. Er þetta mesti einkaneysluvöxtur frá árinu 2007. Hann má skýra með því að kaupmáttur launatekna jókst umtalsvert á síðasta ári ásamt því að eiginfjárstaða heimila batnaði. Þar að auki virðist bjartsýni heimila hafa aukist en niðurstöður könnunar Gallup á seinni helmingi síðasta árs sýndi aukningu í fyrirhuguðum stórkaupum neytenda. Samkvæmt sömu könnun hefur þeim neytendum sem vænta meiri heildartekna og betri atvinnuþöguleika á næstu misserum fjölgað umfram þá sem hafa lakari væntingar.

Útlit fyrir að vöxtur einkaneyslu í ár verði meiri en undanfarin sjö ár

Einkaneysluhorfur á þessu ári eru lítið breyttar frá febrúarspánni. Gert er ráð fyrir að framhald verði á þeirri þróun sem var á síðasta ári þar sem aukinn kaupmáttur ráðstöfunartekna og batnandi eignastaða styðja við vöxt eftirspurnar heimilanna. Helstu vísbendingar einkaneyslu benda til þess að vöxtur hennar í upphafi ársins hafi verið á svipuðum nótum og undir lok þess síðasta (mynd IV-5). Eftir því sem lengra hefur liðið frá fjármálakreppunni og staða heimila batnað hefur vægi varanlegra neysluvara, útgjalda erlendis og bifreiðakaupa aukist. Ef marka má vísbendingar á borð við fyrirhuguð stórkaup neytenda úr

væntingakönnun Gallup er líklegt að sú þróun haldi áfram á þessu ári. Þessi þróun er athyglisverð í ljósi þess að útgjöld heimila í þessa flokka einkaneyslu fara jafnan saman við bættu fjárhagsstöðu þeirra enda auðveldara að fresta kaupum á varanlegum neysluvörum en óvaranlegum þegar þrengir að fjárhagnum (mynd IV-6). Á þessu ári er búist við að einkaneysla vaxi um tæp 4% sem er lítillega meiri vöxtur en spáð var í febrúar.

Umskipti í fjárfestingu atvinnuveganna

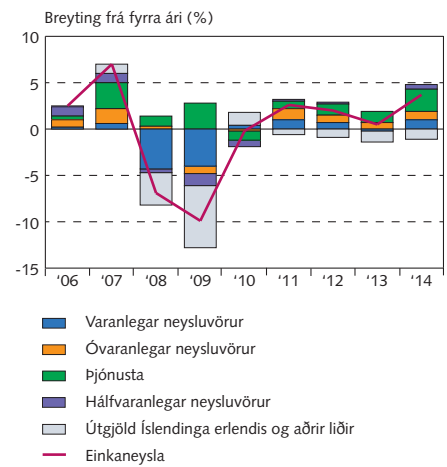
Á síðustu árum hefur fjárfesting í skipum og flugvélum vegið þungt í þróun atvinnuvegafjárfestingar. Á árunum fyrir fjármálakreppuna var það hins vegar mannvirkjagerð sem stóð fyrir bróðurparti þeirrar aukningar sem þá varð og skýrði einnig stærstan hluta samdráttarins á árunum eftir hana. Árið 2013 jókst mannvirkjagerð milli ára og í *Peningamálum* í nóvember 2014 kom fram að ýmsar vísbendingar væru um að sú þróun hefði haldið áfram á árinu 2014. Samkvæmt tölum Hagstofunnar gekk þetta eftir en af rúmlega 15% vexti atvinnuvegafjárfestingar á síðasta ári voru um 11 prósentur vegna mannvirkjagerðar og tækja til notkunar við slíkar framkvæmdir (mynd IV-7). Aukinn þróttur í mannvirkjagerð er í samræmi við aukna bjart-sýni stjórnenda fyrirtækja á undanföllum misserum eins og fram hefur komið í könnun Gallup meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þessi þróun styður einnig við það mat Seðlabankans að slakinn í þjóðarþúskaðum hafi minnkað á síðasta ári þar sem ólíklegt er að fyrirtæki ráðist í slíkar framkvæmdir nema það svigrúm sem þau hafa til aukinna umsvifa sé takmarkað.

Bætur í vöxt fjárfestingar atvinnuveganna á þessu ári

Í könnun sem Seðlabankinn gerði nýverið meðal 99 fyrirtækja kemur fram umtalsvert meiri fjárfestingarvilji á þessu ári en þegar bankinn kannaði fjárfestingaráform fyrirtækja í september í fyrra. Þessa breytingu má að miklu leyti rekja til fyrirtækja innan ferðaþjónustunnar og sjávarútvegsins (tafla IV-1). Þetta er í samræmi við þróun annarra vísbendinga um fjárfestingu (mynd IV-8). Auk þessa eru nokkrar breytingar í áætlun bankans um fjárfestingu í skipum og flugvélum á þessu ári og því næsta vegna nýrra upplýsinga. Sérstaklega á það við um mikla aukningu flugvélakaupa á þessu ári sem endurspeglar bæði aukinn ferðamannastraum til landsins og eins aukna ásókn íslenskra heimila í utanlandsferðir. Hluti þessarar fjárfestingar er þegar kominn fram á fyrsta ársfjórðungi í ár. Á næsta ári er síðan gert ráð fyrir nokkru meiri skipafjárfestingu en áður var talið. Að viðbætti þeirri fjárfestingu sem þegar er búð að leggja út fyrir í ár nálgast þessar breytingar um 30 ma.kr. og skýrist þróun fjárfestingar framan af spátímanum að umtalsverðu leyti af þessum áætlunum. Litlar breytingar eru hins vegar á áætlun bankans um stóriðjutengda fjárfestingu á spátímanum. Í ár er því gert ráð fyrir að fjárfesting atvinnuveganna muni aukast um tæplega 30% sem er um tvöfalt meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúar.

Mynd IV-6

Þróun einkaneyslu og framlag undirliða 2006-2014

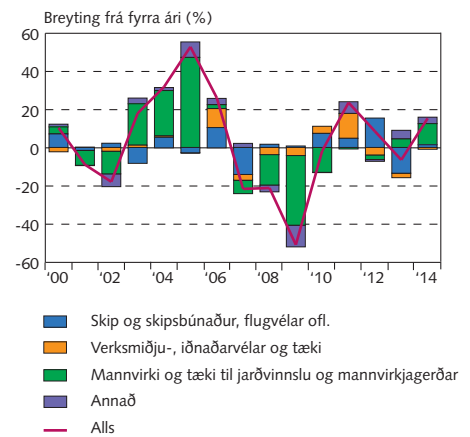


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

Tegundaskipting fjárfestingar atvinnuveganna 2000-2014

Framlag til breytingar

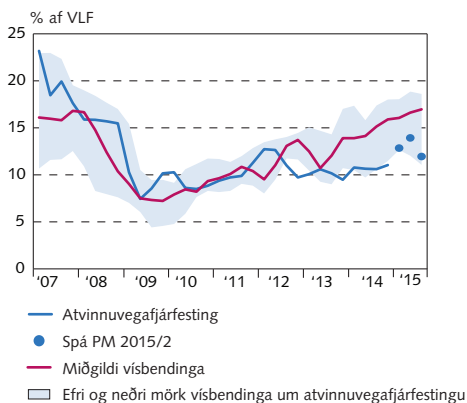


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Vísibendingar um atvinnuvegafjárfestingu¹

1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2015

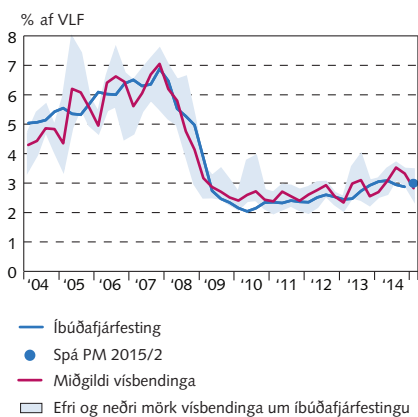


1. Efri og neðri mörk fimm vísibendinga um atvinnuvegafjárfestingu. Vísibendingarnar eru innflutningur fjárfestingarvöru á föstu verði og svör við fjórum spurningum úr könnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þær spurningar snúa að mati stjórnenda á efnahagshorfum til sex mánaða, hvernig þeir telja innlenda eftirspurn eftir vörum eða þjónustu þeirra fyrirtækis muni þróast á næstu 6 mánuðum, hvort þeir telji fjárfestingu 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. Myndin sýnir tveggja fjórðunga hreyfanlegt meðaltal. Vísibendingar fjárfestingar eru tafðar um tvo ársfjórðunga.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

Vísibendingar um íbúðafjárfestingu¹

1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2015



1. Efri og neðri mörk þriggja vísibendinga um íbúðafjárfestingu. Vísibendingar 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.

Tafla IV-1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja (án skipa og flugvéla)¹

Upphæðir í ma.kr.	2013	2014	2015	Breyting	Breyting
				2013-2014 (%)	2014-2015 (%)
				(síðasta könnun)	(síðasta könnun)
Sjávarútvegur (16)	8,9	5,9	8,9	-32,3 (-10,7)	50,5 (-16,9)
Iðnaður (18)	5,9	4,7	3,8	-18,8 (-11,5)	-20,3 (-17,9)
Verslun (22)	5,1	5,0	5,9	-1,5 (-17,4)	17,1 (2,3)
Flutningar og ferðaþj. (8)	8,2	9,9	21,4	20,7 (45,3)	115,2 (43,0)
Fjármál/tryggingar (9)	4,4	5,1	5,6	16,0 (31,9)	8,7 (6,8)
Fjölmiðla- og upplýsingatækni (7)	6,1	7,3	7,0	20,1 (19,3)	-4,5 (-17,7)
Þjónusta og annað (19)	8,1	13,1	10,3	61,7 (14,8)	-21,2 (12,5)
Alls 99 (102)	46,5	51,1	62,9	9,9 (12,1)	22,8 (6,3)

1. Innan sviga er samanburður við síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 102 fyrirtækja fyrir árin 2014-2015 (*Peningamál* 2014/4).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Íbúðafjárfesting jókst minna milli ára í fyrra en áður var talið

Frá því að íbúðafjárfesting náði lágmarki sem hlutfall af landsframleiðslu eftir fjármálakreppuna hefur hún aukist um u.þ.b. helming (mynd IV-9). Í fyrra jókst hún um 15% milli ára en það er nokkru minna en spáð var í síðustu *Peningamálum*. Horfur eru einnig á heldur hægari vexti í ár en spáð var í febrúar þótt áætlað sé að hann verði meiri en í fyrra. Þannig bendir sementssala án stóriðju og innflutningur byggingarefnis til minni fjárfestingar á fyrsta ársfjórðungi en spáð var í febrúar. Mat Samtaka iðnaðarins er á sömu lund en samkvæmt þeim var hafist handa við færri nýbyggingar á fyrstu þremur mánuðum ársins en áður var áætlað vegna óhagstæðra veðurskilyrða og skorts á iðnaðarmönnum. Nú er gert ráð fyrir að byrjað verði á um 1.700 íbúðum á höfuðborgarsvæðinu á þessu ári sem er um 300 færri íbúðir en áætlun Samtaka iðnaðarins í október sl. gerði ráð fyrir. Færri byrjanir hafa einnig áhrif á fjárfestingarumsvif næsta árs og að öðru óbreyttu verður lokið við færri íbúðir á því ári en áður var talið.

Fjárfesting einn af meginþráttum hagvaxtar á næstu árum

Á síðasta ári nam fjárfesting rúmlega 16½% af landsframleiðslu. Það er um fjórum prósentum minna en nemur meðaltali síðustu þrjátíu ára. Hins vegar er fjárfestingarþörfin meiri nú eftir að nýting fjármagnsstofnsins og almenn eftirspurn hefur aukist (sjá umfjöllun um nýtingu framleiðsluþátta síðar í þessum kafla). Spáð er að fjárfesting muni aukast um tæplega 23% í ár, einkum fyrir tilstilli aukinnar atvinnuvegafjárfestingar (mynd IV-10). Það er hátt í 10 prósentum meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúar. Munurinn er hins vegar töluvert minni ef horft er fram hjá fjárfestingu í skipum og flugvélum en án hennar er nú spáð um 17% vexti í ár en í febrúar var gert ráð fyrir tæplega 16% vexti.

Hið opinbera

Áframhaldandi sögulega hægur vöxtur samneyslu og fjárfestingar hins opinbera

Samneysla jókst um 1,8% í fyrra samkvæmt nýjustu tölum Hagstofunnar en spá *Peningamála* í febrúar gerði ráð fyrir 0,9% vexti. Skýringin á meiri vexti liggur í endurskoðun Hagstofunnar á hreinum kaupum á vöru og þjónustu. Þannig voru t.d. kaup ríkissjóðs á óbeint

mældri bankaþjónustu endurskoðuð allt frá árinu 2012 en mest öll áhrifin koma frá endurskoðun almennra kaupa hjá sveitarfélögum og Almannaþryggingum.

Enn er gert ráð fyrir sögulega hægum vexti samneyslunnar í ár og á næstu tveimur árum. Vöxtur hreinna kaupa á vöru og þjónustu í spánni hefur verið endurskoðaður í ljósi niðurstöðu síðasta árs en áætluð breyting vinnuþagns tekur nú í meira mæli en síðast mið af því að hækkun nafnlauna kunnir að reynast meiri en áætlanir hins opinbera gera ráð fyrir. Fjárhagsáætlanir opinberra aðila eru settar fram á nafnvirði og því er talið líklegt að hið opinbera muni bregðast við nafnlaunahækkunum umfram áætlanir með samdrætti í vinnuþagn. Í spánni er gert ráð fyrir að áfram verði vöxtur í vinnuafslotkun hins opinbera en að hún verði minni en áður var talið og á það sérstaklega við um sveitarfélögin.

Fjárfesting hins opinbera jókst um 7,5% í fyrra sem er í samræmi við febrúarspána. Lítið er af nýjum upplýsingum um fjárfestingaráform í ár utan þess að áætlað er að veita meira fjármagni til viðhalds á vegum. Sem fyrr er gert ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera haldist svipuð sem hlutfall af landsframleiðslu á spátímanum. Sögulega hægur vöxtur samneyslu og fjárfestingar hins opinbera heldur því áfram (mynd IV-11).

Samdráttur samneyslu hér á landi minni en í þeim ríkjum sem fóru verst út úr fjármálakreppunni

Í lok síðasta árs var raunvirði samneyslunnar hér á landi tæplega 3% lægra en það var árið 2008. Á sama tímabili minnkaði raunvirði samneyslunnar í Grikklandi um 20% og á Írlandi og í Portúgal var samdrátturinn 10%. Grikkir eru sú Evrópuþjóð sem mest hefur dregið úr sinni samneyslu og mun meira en hér var gert. Spánn og Ítalía eru á svipuðu reiki og Ísland. Á sama tíma jókst samneyslan á öðrum Norðurlöndum og í Þýskalandi (mynd IV-12).

Undirliggjandi afkoma í fyrra lítillaga veikari en áður var spáð

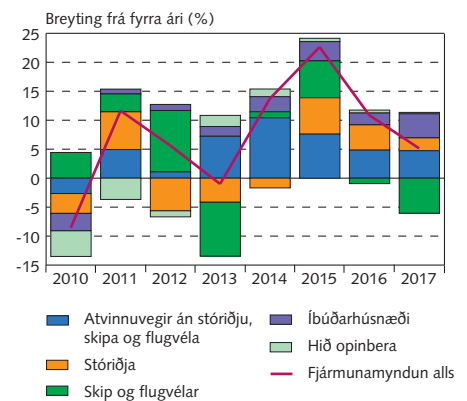
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var afkoma hins opinbera nálægt jafnvægi árið 2014 eða halli upp á 0,2% af landsframleiðslu. Spá *Peningamála* frá því í nóvember gerði ráð fyrir að undirliggjandi afkoma væri hagfelldari um sem nemur 0,7% af landsframleiðslu. Afkoma ríkissjóðs var í jafnvægi sem er að mestu í takt við áætlun fjárlaga. Reglulegar tekjur hins opinbera voru ofmetnar um 0,4% af landsframleiðslu í spánni en heildarútgjöld voru vanáætluð um 0,3% af landsframleiðslu. Á fjárlagagrunni var gert ráð fyrir að arðgreiðslur næmu 2,6% af landsframleiðslu en arðgreiðslur samkvæmt uppgjöri Hagstofunnar voru hins vegar 1,2% af landsframleiðslu.¹

Ný ríkisfjármálaáætlun fyrir árin 2016-2019

Samkvæmt lögum um þingsköp var þingsályktun um ríkisfjármálaáætlun til næstu fjögurra ára lögð fyrir Alþingi til umfjöllunar í fyrsta

Mynd IV-10

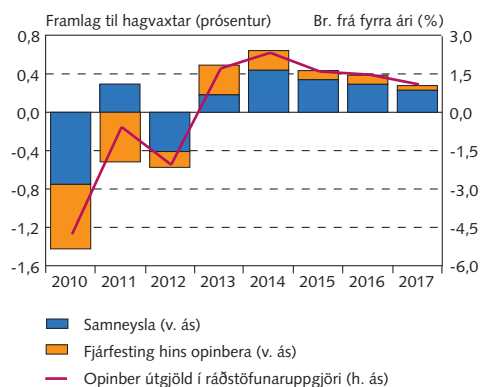
Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2010-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11

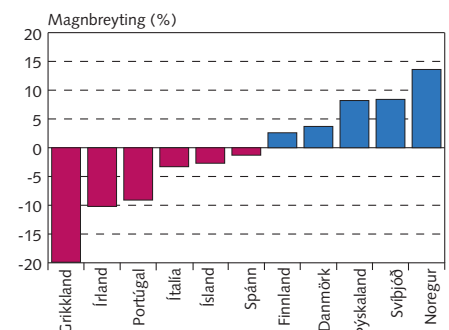
Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

Breyting raunvirðis samneyslu í nokkrum Evrópulöndum milli 2008 og 2014

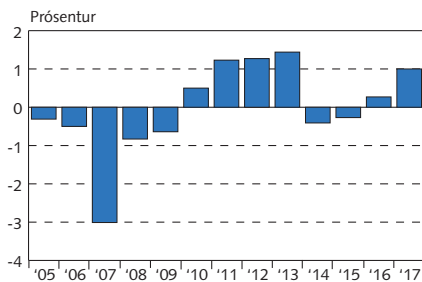


Heimild: OECD.

1. Afkomutölur Hagstofunnar á þjóðhagsgrunni eru frábrugðnar afkomutölum á fjárlagagrunni að því leyti að arðgreiðslur eru mun lægri í tölum Hagstofunnar þar sem aðeins er tekið tillit til arðgreiðslna sem jafngilda hagnaði arðgreiðanda frá fyrra ári að frádrögnum endurmati eigna á því ári.

Mynd IV-13

Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2005-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Fjársýsla ríkisins, Seðlabanki Íslands.

sinn í apríl sl. Í áætluninni er gert ráð fyrir afgangi á heildarjöfnuði sem nemur 0,5% af landsframleiðslu á næsta ári og 1,7% árið 2017. Það er litillega meira en gert var ráð fyrir í þeirri langtímaáætlun sem birt var með fjárlagafrumvarpi ársins 2015. Sömu sögu er að segja af frumjöfnuði en áætlað er að hann nemi 3,4% af landsframleiðslu á næsta ári og 4,2% árið 2017. Áfram er áætlað að tekjur lækki sem hlutfall af landsframleiðslu en þar sem búist er við að lækkun gjalda vegi þyngra verður bati á heildarjöfnuði gangi forsendur eftir. Afkomuspá *Peningamála* á þjóðhagsgrunni gefur mjög áþekka niðurstöðu (sjá viðauka 1).

Umtalsverð óvissa er hins vegar til staðar um niðurstöður kjarasamninga á árinu bæði á almennum vinnumarkaði og hjá hinu opinbera og því um áhrif þeirra á jöfnuð í rekstri ríkisins. Jafnframt er enn nokkur óvissa um fjármögnun skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda, tekjur af sölu á hlut í Landsbankanum og arðgreiðslur af eignarhlut ríkisins í þeim banka. Þarna er um verulegar fjárhæðir að tefla og gætu frávik frá forsendum áætlana því haft töluverð áhrif á afkomu ríkissjóðs.

Aðhald í ríkisfjármálum eykst á spátímanum

Gert er ráð fyrir að samhlíða bættri afkomu bæði á heildar- og frumjöfnuði muni aðhald í ríkisfjármálum aukast. Á árunum 2015-2017 er áætlað að frumjöfnuður muni batna um u.þ.b. 1 prósentu af landsframleiðslu á sama tíma og framleiðsluspenna sem myndast á þessu ári tekur að minnka á ný (sjá síðar í þessum kafla). Frumjöfnuður leiðréttur fyrir áhrifum hagsveiflunnar batnar því um samtals 1½ prósentu á árunum 2015-2017 (hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður og frumjöfnuður eru hér leiðréttir fyrir öðrum einskiptistekjum, mynd IV-13).

Skuldir hins opinbera halda áfram að lækka

Skuldir ríkissjóðs námu 75% af landsframleiðslu í lok síðasta árs samanborið við 87% í lok árs 2011 og hafa því lækkað um 12 prósentur af landsframleiðslu á aðeins þremur árum. Skuldir hins opinbera námu á sama tíma u.þ.b. 85% af landsframleiðslu og eru enn háar í alþjóðlegum samanburði (mynd IV-14). Talið er að þær muni halda áfram að lækka og verði 64% af landsframleiðslu árið 2017 og hreinar skuldir 45% af landsframleiðslu. Samkvæmt frumvarpi um lög um opinber fjármál er gert ráð fyrir að hreinar skuldir verði ekki meiri en 45% af landsframleiðslu.²

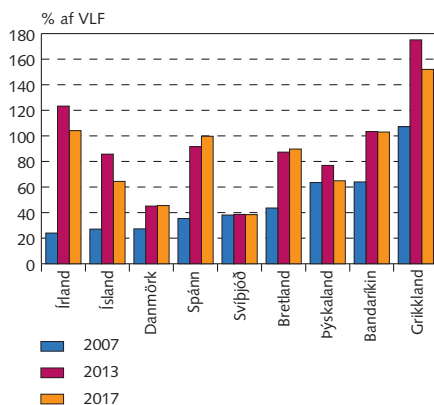
Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

Horfur á kröftugum útflutningsvexti í ár

Á síðasta ári jókst útflutningur vöru og þjónustu um 3,1% frá fyrra ári. Vöxturinn var að stórum hluta drifinn áfram af þjónustuútflutningi sem jókst um tæp 5% milli ára. Vöruútflutningur jókst hins vegar einungis um 1½% sem er nokkru minni vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála* og skýrist af hægari vexti álútflutnings á síðasta fjórðungi ársins. Vöxtur heildarútflutnings var því ríflega 1

Mynd IV-14

Vergar skuldir hins opinbera í nokkrum ríkjum



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

2. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir, að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádrögnum sjóðum og bankainnstæðum.

prósentu minni en spáð var í febrúar. Það sem af er ári hefur vöxtur útflutnings verið góður en gert er ráð fyrir að útflutningur vöru og þjónustu aukist um tæp 7% í ár sem er um 1½ prósentu meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Helsta skýringin er að áætlað er að útflutningur þjónustu muni vaxa meira en áður var talið enda hefur ferðamannaárið farið vel af stað og jókst ferðamannafjöldi um þriðjung milli ára á fyrsta fjórðungi ársins sem er svipuð aukning og á sama fjórðungi í fyrra. Horfur eru á að framboð flugferða íslenskra flugfélaga muni aukast talsvert á árinu en tvö stærstu flugfélögin sem flytja farþega á milli landa áætla að flytja um fjórðungi fleiri farþega en í fyrra. Einnig eru horfur á ágætum vexti vöruútflutnings í ár. Gert er ráð fyrir að útflutt magn sjávarafurða aukist um tæplega 7% milli ára sem er töluvert meiri vöxtur en reiknað var með í febrúar. Skýrist það af góðri loðnuvertíð í byrjun ársins, ásamt líklegri aukningu veiðiheimilda á þorski á næsta fiskveiðiári.

Mikil aukning innflutnings samhliða vaxandi innlendri eftirspurn

Líkt og spáð var í febrúar jókst innflutningur vöru og þjónustu um tæplega 10% í fyrra og hefur ekki vaxið svo mikið síðan árið 2005. Að hluta endurspeglar þessi mikli vöxtur töluverðan innflutning skipa og flugvéla en án þeirra nam vöxtur innflutnings 8,4% sem er heldur meiri aukning en vöxtur innlendrar eftirspurnar. Sennilegar skýringar á þessu eru hækkun raungengis, aukin eftirspurn eftir varanlegum neysluvörum sem í nær öllum tilfellum eru innfluttar og vöxtur í kaupum á tækjum til fjárfestingar.

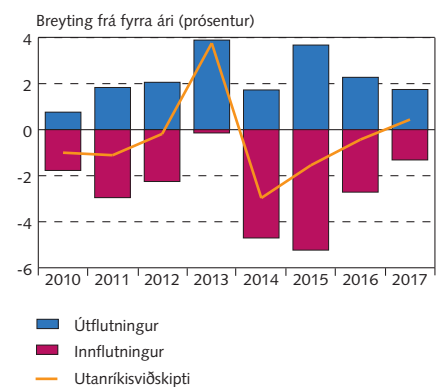
Líkt og í spánni um útflutning er gert ráð fyrir meiri aukningu í innflutningi vöru og þjónustu á þessu ári en reiknað var með í febrúarspánni eða liðlega 11% samanborið við tæplega 7% í febrúar. Að hluta endurspeglar horfur um meiri vöxt innflutnings í ár meiri kraft innlendrar eftirspurnar en meginástæðan er þó töluvert meiri innflutningur flugvéla en spáð var í febrúar og er áætlað að hann falli að mestu til á fyrri hluta ársins og muni nema um 6% af vöruinnflutningi. Einnig sýna utanríkisviðskiptatölur Hagstofunnar fyrir fyrsta ársfjórðung að innflutningur hrá- og rekstrarvara jókst talsvert milli ára en aukninguna má að hluta rekja til landana erlendra fiskiskipa sem selja loðnu til bræðslu hér á landi. Horfur eru á að vöruinnflutningur á þessu ári verði áfram drifinn að nokkru leyti af innflutningi neysluvara eins og í fyrra, einkum bíla auk mat- og drykkjarvara. Vísendingar út frá tölum Ferðamálastofu um brottfarir Íslendinga frá Keflavíkflugvelli og könnun Gallup á fyrirhuguðum utanlandsferðum einstaklinga benda einnig til áframhaldandi kröftugs vaxtar þjónustuinnflutnings á þessu ári.

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt í ár líkt og í fyrra

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar í fyrra reyndist nokkru neikvæðara en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans eða sem nemur 3 prósentum (mynd IV-15). Er það töluverður viðsnúningur frá árinu 2013 en þá reyndist framlagið jákvætt um hátt í 4 prósentur. Mikill vöxtur innflutnings í ár, sérstaklega á flugvélum, gerir það að verkum að framlagið verður einnig neikvætt í ár, þótt það sé ekki eins neikvætt og í fyrra.

Mynd IV-15

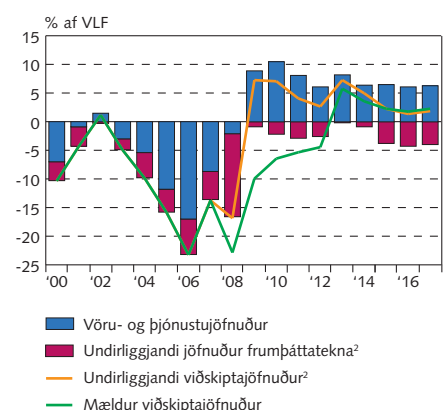
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar 2010-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Viðskiptajöfnuður 2000-2017¹

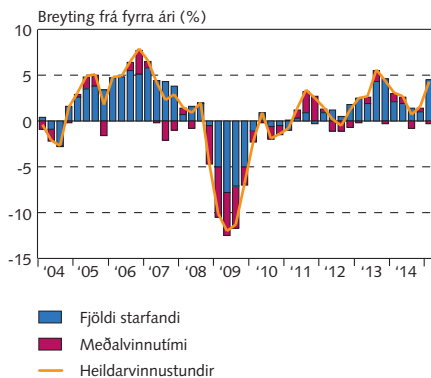


1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slitameðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörum búa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis á jöfnuð frumþáttatekna fram til ársins 2012. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slitameðferð. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

Breytingar á atvinnu og vinnutíma

1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2015

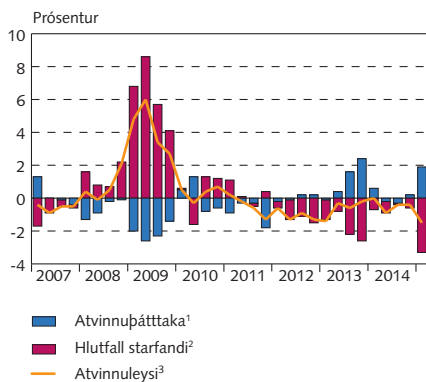


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-18

Framlag til breytinga á atvinnuleysi

1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2015



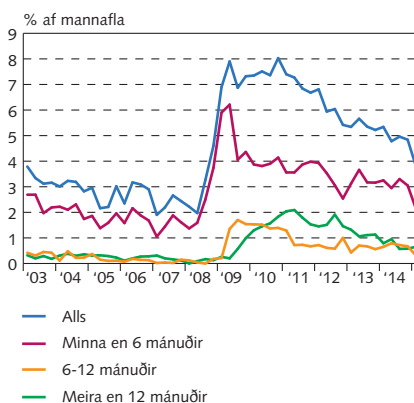
1. Fjöldi á vinnumarkaði sem hlutfall af mannfjölda 16-74 ára. 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 16-74 ára. Aukning í hlutfalli starfandi kemur fram sem neikvætt framlag til breytinga á atvinnuleysi.
3. Hlutfall atvinnulausa af vinnuafli. Vegna námundunar er samanlagt framlag ekki endilega jafnt heildarbreytingunni.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-19

Atvinnuleysi eftir lengd¹

1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2015



1. Árstíðarleidd.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Minni afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum í ár en horfur svipaðar á næstu tveimur árum

Afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði síðasta árs nam 6½% af landsframléiðslu. Gangi grunnspáin eftir verður svipaður afgangur í ár en það er um 2 prósentum minni afgangur en áætlað hafði verið í febrúar. Skýrist frávikíð fyrst og fremst af ofangreindum breytingum á utanríkisviðskiptum þar sem viðskiptakjör eru talin verða svipuð í ár og þá var spáð (sjá kafla II). Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst og er áætlað að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum haldist í um 6-6½% af landsframléiðslu út spátímam (mynd IV-16).

Gert ráð fyrir afgangi á viðskiptajöfnuði út spátímam

Undirliggjandi viðskiptaafgangur nam 100 ma.kr. í fyrra eða um 5% af landsframléiðslu sem er tæplega 2½ prósentu minni afgangur en árið 2013. Það er hins vegar heldur meiri afgangur en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans og má að mestu leyti skýra frávikíð með minni arðsemi af innlendum félögum í eigu erlendra aðila sem vó heldur meira en minni afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum. Líkt og á við um vöru- og þjónustujöfnuð er útlit fyrir nokkru minni afgang á undirliggjandi viðskiptajöfnuði á þessu ári en spáð var í febrúar. Horfurnar fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst og talið er að afgangur af undirliggjandi viðskiptajöfnuði verði um 2% af landsframléiðslu árið 2017 (mynd IV-16). Gangi þetta eftir mun þjóðhagslegur sparnaður haldast yfir 20% af landsframléiðslu á spátímam (tafla 1 í viðauka 1).

Vinnumarkaður

Eftirspurn á vinnumarkaði hefur aukist hratt

Vinnuafseftirspurn jókst töluvert örar á fyrsta fjórðungi ársins en hún gerði á seinni hluta síðasta árs og meira en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Fjölgun heildarvinnustunda skýrist af verulegri fjölgun starfandi fólks, en meðalvinnustundum fækkaði lítillega (mynd IV-17). Óvissa varðandi verkföll og niðurstöður kjarasamninga virðist því ekki hafa dregið úr nýráðningum, a.m.k. ekki enn sem komið er. Samkvæmt tölum Hagstofunnar jókst atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi einnig verulega á milli ára og fólki utan vinnumarkaðar fækkaði. Hægari vöxtur vinnuafseftirspurnar, sérstaklega á þriðja fjórðungi í fyrra, virðist því hafa verið tímabundinn eins og Seðlabankinn taldi á þeim tíma.

Árstíðarleiddrett atvinnuleysi samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) mældist 3,8% á fyrsta fjórðungi og er því tekið að minnka aftur eftir að hafa nánast staðið í stað frá öðrum fjórðungi í fyrra.³ Það minnkaði þó minna en sem nemur hækkun hlutfalls starfandi þar sem töluverð aukning varð á atvinnuþátttöku (mynd IV-18). Tölur um atvinnuleysi eftir lengd sýna að langtímaatvinnuleysi heldur einnig áfram að minnka frá fyrra ári (mynd IV-19). Inn- og útlæði í atvinnuleysi virðist að sama skapi vera nokkuð jafnt eins og sjá má á

3. Atvinnuleysi eins og það er skráð hjá Vinnuálastofnun (VMST) mældist minna eða 3% á fyrsta fjórðungi ársins að teknu tilliti til árstíðar og minnkaði óverulega milli fjórðunga en um tæpa prósentu milli ára.

því að atvinnuleysi þeirra sem hafa verið án atvinnu í sex mánuði og upp í ár hefur verið nokkuð stöðugt.

Meiri vilji til að fjölga starfsfólki en fækka í öllum atvinnugreinum

Líklegt er að vinnuafseftirspurn aukist áfram á næstu misserum því að samkvæmt niðurstöðum könnunar Gallup, sem var framkvæmd í febrúar og mars meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, vildi fjórðungur fyrirtækja fjölga starfsfólki á næstu sex mánuðum en tæplega 10% frekar fækka því. Þetta er svipuð niðurstaða og fékkst í síðustu könnun sem gerð var í nóvember sl. Í öllum atvinnugreinum er meiri vilji til að fjölga starfsfólki en fækka og var mestur vilji meðal fyrirtækja í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu, en þar vill tæplega helmingur fyrirtækja fjölga starfsfólki en aðeins 4% fækka því.

Hæg fjölgun meðalvinnustunda

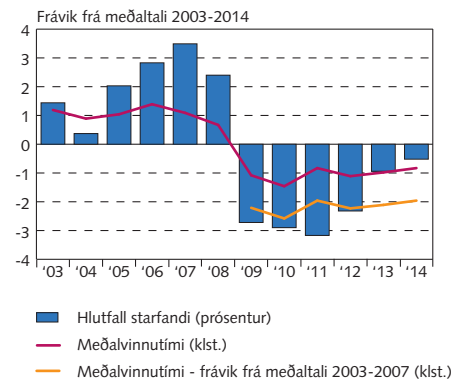
Meðalvinnustundum hefur fjölgað hægt undanfarin ár og enn er nokkuð í land að þær nái, hvort heldur er, meðaltali tímabilsins 2003-2014 eða meðaltali tímabilsins fyrir fjármálakreppuna (mynd IV-20). Á tímabilinu fyrir árið 2008 var umframeftirspurn eftir vinnuafli ekki mætt með lengingu vinnuvikunnar heldur fyrst og fremst með fjölgun starfandi fólks, að miklu leyti með innfluttu vinnuafli. Milli árana 2007 og 2009 styttist meðalvinnuvikan um rúmar tvær klukkustundir. Meðalvinnutíminn fer hins vegar að lengjast á árinu 2010 og hefur vaxið nokkuð samfellt síðan ef litið er fram hjá styttingu á árinu 2012 sem rakin hefur verið til áhrifa kostnaðarhækkana vegna kjarasamninganna sem gerðir voru á árinu 2011. Meðalvinnutíminn var þó enn tæpri klukkustund styttri í fyrra en að meðaltali á tímabilinu 2003-2014 og tæplega tveimur stundum styttri en að meðaltali fyrir fjármálakreppuna.

Mismunandi eftir atvinnugreinum hvernig aukinni vinnuafseftirspurn hefur verið mætt

Heildarvinnustundum hefur fjölgað í flestum atvinnugreinum frá því að meðalvinnutími tók að lengjast. Mismunandi er þó í hve miklum mæli aukningin hefur átt sér stað með fjölgun fólks eða lengingu meðalvinnutíma og ekki virðast vera tengsl milli þess og hvort samdráttur heildarvinnustunda á tímabilinu 2008-2010 var vegna fækkunar starfsfólks eða styttingar meðalvinnutíma (mynd IV-21).⁴ Á samdráttarskeiðinu fjölgaði heildarvinnustundum bæði í fiskveiðum og ferðaþjónustu og hélt sú þróun áfram í ferðaþjónustu og bætti töluvert í vöxtinn enda jókst hlutur greinarinnar í heildarvinnustundum úr tæplega 4% árið 2008 í tæplega 7% í fyrra.⁵ Í fiskveiðum verður hins vegar viðsnúningur á seinna tímabilinu með töluverðri fækkun, bæði á fólki og meðalvinnustundum. Þróunin á bataskeiðinu í þeim geirum

Mynd IV-20

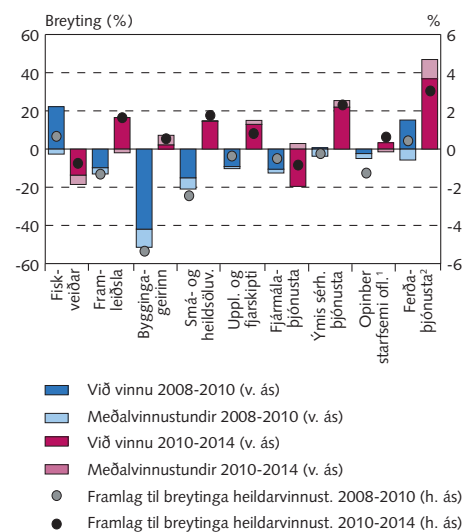
Meðalvinnutími og hlutfall starfandi 2003-2014



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-21

Breytingar á fjölda við vinnu og meðalvinnutíma 2008-2014 eftir atvinnugrein og framlag hverrar greinar til breytinga á heildarvinnustundum



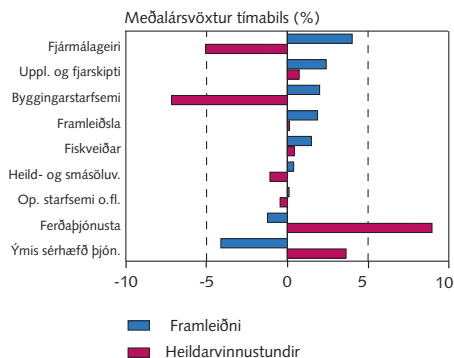
1. Opnber starfsemi o.fl. er opnber stjórnvísing og varnarmál, fræðslustarfsemi, heilbrigðis- og félagsþjónusta, menningar-, íþrótt- og tómstundastarfsemi. 2. Ferðaþjónusta er rekstur gisti- og veitingastaða, flutningar með flugi og ferðaskrifstofur.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

4. Hér er skoðaður samanlagður fjöldi fólks við vinnu í viðmiðunarvikunni í aðal- og aukastarfi og meðalvinnutími þeirra þar sem ekki hafa enn verið birtar sambærilegar upplýsingar um meðalvinnutíma starfandi sem annars er almennt það sem fjallað er um í *Peningamálum*.

5. Ekki er hægt að sjá ferðaþjónustuna beint úr atvinnugreinaskeytingunni, en hér er talið til ferðaþjónustu flutningar með flugi (H:51), rekstur gististaða og veitingarekstur (I) og ferðaskrifstofur, ferðaskipuleggjendur og önnur bókarþjónusta (N:79).

Mynd IV-22
Framleiðni og heildarvinnustundir
eftir atvinnugrein 2009-2014¹



1. Framleiðni reiknuð sem vergar þáttatekjur á föstu verðlagi á heildarvinnustund. Vergar þáttatekjur fyrir árið 2014 framreiknaðar með magnvísitölu.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

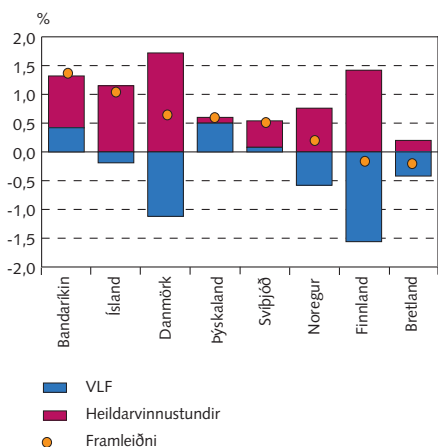
sem þöndust hvað mest út í aðdraganda fjármálakreppunnar er ólík: á meðan heildarvinnustundum fækkar enn í fjármálageiranum, fjölgar nú bæði fólki og meðalvinnustundum í byggingageiranum.

Minni framleiðni í greinum þar sem heildarvinnustundum hefur fjölgað ört

Framleiðni vinnuafis hefur staðið í stað sl. tvö ár og framleiðniþatinn í kjölfar fjármálakreppunnar verið hægur. Þegar tímabilið frá upphafi fjármálakreppunnar er skoðað sést að í þeim geirum þar sem hefur verið töluverður samdráttur heildarvinnustunda hefur framleiðni aukist hvað mest en þessu er öfugt farið í þeim greinum þar sem vinnuafisnotkun hefur aukist mikið (mynd IV-22).

Þróunin hér á landi hefur verið áþekkt því sem sést hefur í mörgum öðrum þróuðum ríkjum (mynd IV-23). Þær skýringar sem settar hafa verið fram á hægri þróun framleiðni í iðnríkjum eftir fjármálakreppu eru t.d. mikil skuldsetning fyrirtækja og óvissar efnahagshorfur sem haldið hafa aftur af fjárfestingu; ósveigjanlegur vinnumarkaður sem hafi hamað tilflutningi vinnuafis á milli hnignandi og rísandi greina; og (í sumum löndum a.m.k.) hefur samsetning framleiðslunnar breyst þannig að vægi greina þar sem framleiðni er minni hefur aukist. Hér á landi á síðasta skýringin líklega í einhverjum mæli við og atvinnuvega-fjárfesting hefur síðustu ár einnig verið lítil í sögulegu samhengi. Hér er þó rétt að hafa í huga að þegar hafði hægt á framleiðnivexti í flestum þróuðum ríkjum áður en fjármálakreppan skall á og því kunna dýpri kerfislægar orsakir tengdar t.d. breytingum á menntun eða aldurssamsetningu vinnuafisins að eiga hlut að máli.

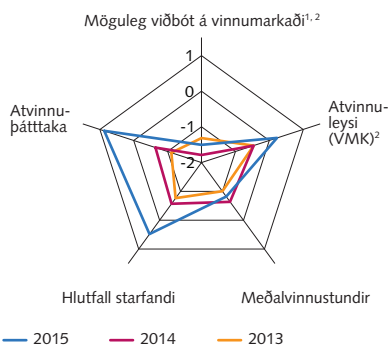
Mynd IV-23
Meðalársvöxtur framleiðni og framlag undirliða í nokkrum löndum árin 2009-2013



Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-24
Mælikvarðar fyrir spennu á vinnumarkaði
á fyrsta fjórðungi ársins

Frávik frá meðaltali fyrsta ársfjórðungs árinna 2003-2015 mælt í fjölda staðalfrávika



1. Þeir sem eru utan vinnumarkaðar og gætu hafið störf innan tveggja vikna en eru ekki að leita að vinnu, og þeir sem eru að leita að vinnu en geta ekki hafið störf innan 2 vikna. Árlegar tölur notaðar sem fyrsti fjórðungur næsta árs. 2. Margfaldað með -1 til að neikvætt frávik frá meðaltali sýni spennu.

Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta

Einhver slaki er enn til staðar á vinnumarkaði

Sökum kröftugrar eftirspurnar eftir vinnuafli á fyrsta fjórðungi ársins dró töluvert úr slaka á vinnumarkaði frá því sem var á sama tíma í fyrra (mynd IV-24). Á mælikvarða atvinnuleysis og hlutfalls starfandi var slakinn horfinn ef miðað er við frávik frá meðaltali frá árinu 2003, en meðalvinnustundir og mælikvarðinn á mögulega viðbót á vinnumarkaði voru hins vegar enn töluvert undir sögulegu meðaltali sínu.⁶ Hlutfall fyrirtækja sem telja vera skort á starfsfólki hefur einnig aukist jafnt og þétt undanfarin ár (mynd IV-25) en enn telja þó ríflega 80% fyrirtækja nægt framboð á starfsfólki enda virðast þau geta flutt inn vinnuafli þegar þörf er á og eins og fjallað var um hér að framan er einnig nokkurt svigrúm enn til staðar til að lengja vinnutímann. Þessar niðurstöður benda til þess að enn gæti verið eitthvert svigrúm til að mæta aukinni eftirspurn eftir vinnuafli án þess að það skapi verulegan þrýsting á laun.

Nýting framleiðsluþátta eykst og framleiðsluspenna myndast

Samkvæmt grunnspá bankans er talið að framleiðslustigið á síðasta ári hafi verið rétt undir framleiðslugetu og er það í takt við mat bankans

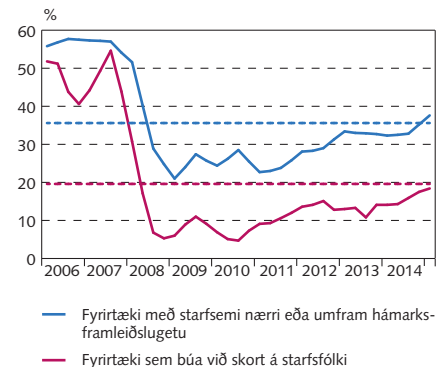
6. Eurostat birtir ítarlegri sundurgreiningu á vinnuafliu sem sýnir mögulega viðbót á vinnumarkaði. Um er að ræða tvo hópa: þeir sem eru utan vinnumarkaðar og annaðhvort að leita að starfi en geta ekki hafið störf innan tveggja vikna eða geta hafið störf innan tveggja vikna en eru ekki að leita sér að vinnu (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 3).

frá því í febrúar. Mikil óvissa er jafnan um þetta mat en ýmislegt styður við það að slakinn hafi farið minnkandi á síðasta ári. Eins og rakið er hér að ofan benda vísbendingar af vinnumarkaði til að slakinn þar sé að hverfa. Vöxtur vinnuafseftirspurnar hefur verið kröftugur það sem af er ári og atvinnuleysi er líklega nálægt jafnvægisatvinnuleysi. Hækkun launa á árinu bendir einnig til þess að slakinn í þjóðarþúskapnum hafi ekki verið mikill og áætlað er að hlutfall launa af vergum þáttatekjum verði við langtímameðaltal sitt á þessu ári (sjá kafla V). Hlutfall fyrirtækja sem telja sig starfa nærri eða umfram hámarksgetu er komið yfir meðaltal tímabilsins frá árinu 2006 (mynd IV-25). Nýting fjármagnsstofnsins segir svipaða sögu. Hlutfall fjármagns og landsframleiðslu lækkaði á síðasta ári um 2½ prósentu sem felur í sér aukna nýtingu fjármagnsstofnsins en þetta hlutfall hefur lækkað um rúmlega 8 prósentur frá því að það fór hæst árið 2009. Samkvæmt spánni er talið að lítils háttar framleiðsluspenna hafi þegar myndast á fyrsta fjórðungi þessa árs. Áætlað er að hún aukist eftir því sem líður á þetta ár og verði líðlega 1% af framleiðslugetu á árinu en taki síðan að minnka á ný er líður á spátímabilið (mynd IV-26).

Mynd IV-25

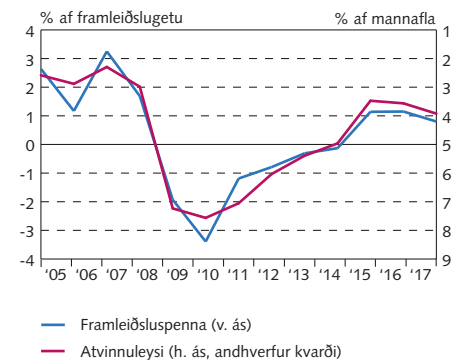
Vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta¹

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2015



1. Samkvæmt viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Árstíðarleidd gagna. Spurt er um hvort starfsemi sé nærri eða umfram framleiðslugetu tvisvar á ári. Ársfjórðungsleg gagna eru fengin með línulegri brúun (e. interpolation). Brotalínur sýna meðaltöl frá 2006. Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-26

Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 2005-2017¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

V Verðbólga

Verðbólga hefur mælst lítil undanfarin misseri. Hún hefur þó aukist nokkuð frá byrjun þessa árs og mældist 1,4% í apríl sl. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist en er ennþá undir verðbólguþröngu á flesta mælikvarða. Megindrifkraftar verðbólgu hafa verið verðhækkunarir húsnæðis og innlendrar þjónustu en stöðugt gengi krónunnar, lítil verðbólga í viðskiptalöndum okkar og mikil lækkun olíuverðs á heimsmarkaði hafa dregið úr henni. Þó eru blikur á lofti einkum í tengslum við töluverðan óróa á vinnumarkaði og væntingar um miklar launahækkunarir á næstu árum, auk óvissu tengdrar áframhaldandi hækkun húsnæðisverðs m.a. í kjölfar skuldaleiðréttingaraðgerða stjórnvalda. Þetta endurspeglast að hluta til í hækkun langtíma-verðbólguvæntinga að undanförunu sem gefur jafnframt til kynna að þær skorti nægilega trausta kjölfestu við verðbólguþröngu.

Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga hefur verið undir þröngu í meira en ár

Verðbólga mældist 1,1% á fyrsta ársfjórðungi þessa árs sem var rúmlega ½ prósentu meira en var spáð í febrúarhefti *Peningamála*. Verðlag án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 0,5% á fyrsta ársfjórðungi frá fyrra ári. Fráviknið frá spánni skýrist að mestu af meiri hækkun húsnæðisverðs og innlends bensínverðs en búist var við. Í kjölfar mikillar lækkunar olíuverðs á heimsmarkaði á seinni hluta 2014 lækkaði innlent bensínverð um u.þ.b. fimmtungu en hefur lækkað á ný um rúmlega 9% síðan í janúar, m.a. vegna töluverðrar styrkingar Bandaríkjadals. Smitáhrif af þessari miklu lækkun olíuverðs á verðlagsþróun hjá þeim greinum sem nota mikið af olíu hafa einnig verið minni en búist var við.

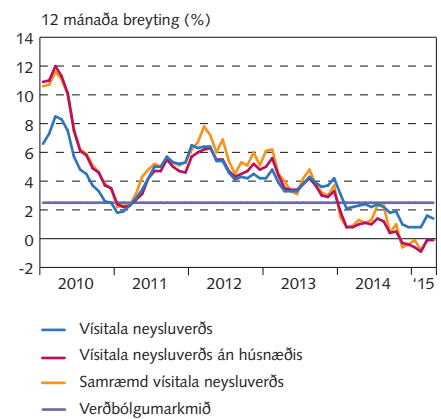
Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,14% í apríl frá fyrri mánuði og um 1% í mars en þá hafði hún ekki lækkað um meira milli mánaða síðan í febrúar 2013. Helsta breytingin í apríl var sú að húsnæðisverð hélt áfram að hækka. Ársverðbólga mældist 1,4% eða nánast tvöfalt meiri en við útgáfu síðustu *Peningamála* en hins vegar tæplega 1 prósentu minni en í apríl 2014 (sjá mynd V-1). Ef horft er á vísitölu neysluverðs án húsnæðis lækkaði verðlag um 0,1% frá fyrra ári. Samræmda neysluverðsvísitalan (sem undanskilur einnig húsnæðiskostnað) hafði í mars einnig lækkað um 0,1% milli ára en í mars 2014 var 0,9% verðbólga á þann mælikvarða.

Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísibendingar um verðbólguþróun

Megindrifkraftar verðbólgu takmarkast enn við húsnæðis- og þjónustulíðina

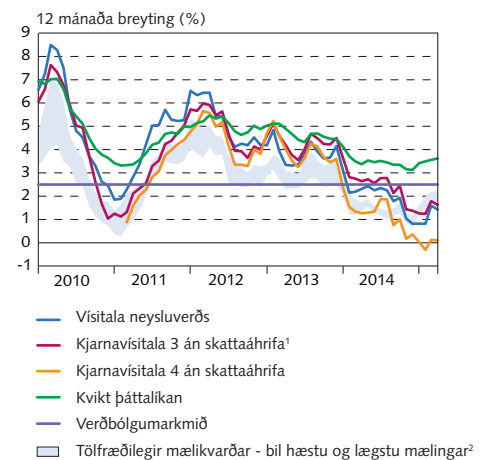
Undirliggjandi verðbólga hefur haldist lítil að undanförunu sem hefur bent til þess að hjóðnun verðbólgu á árinu 2014 hafi byggst á nokkuð breiðum grunni. Hún hefur þó, líkt og mæld verðbólga, heldur aukist frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Ársverðbólga, mæld með kjarna-vísitölu 3 sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra mat-

Mynd V-1
Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu
Janúar 2010 - apríl 2015



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2
Ýmsir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu
Janúar 2010 - apríl 2015



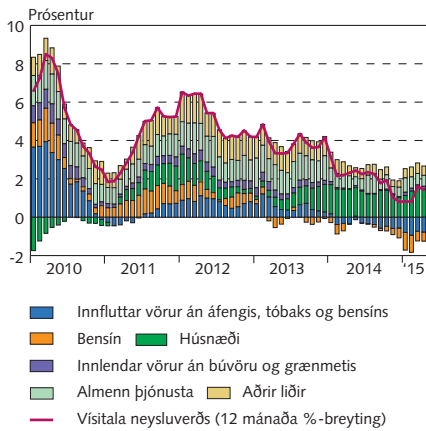
1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislaána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið. 2. Undirliggjandi verðbólga er mæld sem veggð miðgildi og sem klippt meðaltal (e. trimmed mean) þar 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-3

Undirlíðir verðbólgu

Framlag til verðbólgu janúar 2010 - apríl 2015

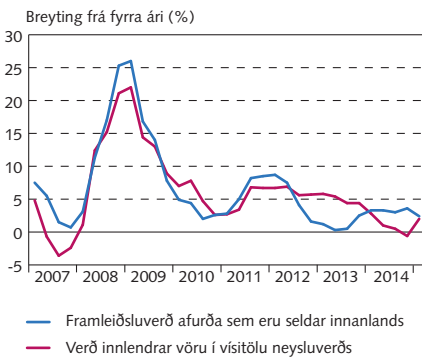


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-4

Framleiðslu- og smásöluverð innlendrar vöru

1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2015

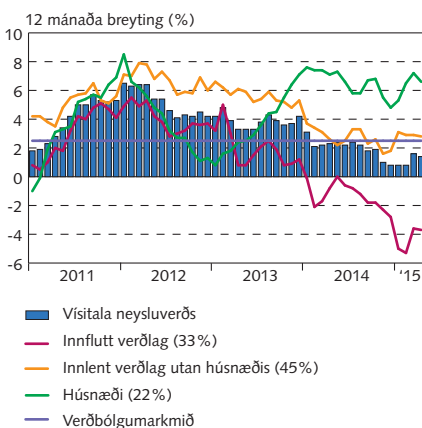


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Innlend og innflutt verðbólga¹

Janúar 2011 - apríl 2015



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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

vöruliða, bensins, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, var 1,6% í apríl og hafði aukist úr 1,3% í janúar sl. (mynd V-2). Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda einnig til þess að hún hafi aukist nokkuð að undanfögnu. Miðað við vegið miðgildi og klippt meðaltal (e. trimmed mean) gæti hún verið á bilinu 1,7-2,2% sem er að meðaltali um ½ prósentu meira en í janúar. Hún er hins vegar meiri sé horft til undirliggjandi verðbólgu metinnar með svo kölluðu kviku þáttalíkani en samkvæmt því er hún um 3½% og hefur aukist lítillega að undanfögnu (sjá nánar í rammagrein 5).

Verðbólguþrýstingur virðist því vera lítill en þó eru blikur á lofti, einkum í tengslum við komandi kjarasamninga og þróun húsnæðisverðs enda þessir þættir megindrífkraftar verðbólgu um þessar mundir.¹ Húsnæðisverð hefur hækkað hratt að undanfögnu en ársþékkunin nam um 8½% í apríl miðað við markaðsvirði húsnæðis í vísitölu neysluverðs (sjá kafla III). Sá undirþáttur vísitölu neysluverðs sem átt hefur stærsta framlagið til ársverðbólgu undanfarið að húsnæðisliðnum undanskildum er verð almennrar þjónustu en árshékkun undirlíðarins var 2,5% í apríl (sjá mynd V-3). Innlendar kostnaðarhækkunarir, einkum launahækkunarir, hafa jafnan mikil áhrif á þennan undirlíð.

Ýmsar aðrar vísbendingar um innlendan verðbólguþrýsting benda þó ekki til þess að horfur hafi breyst að einhverju ráði. Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hafði hækkað um tæplega 2½% á fyrsta ársfjórðungi frá því á sama tíma í fyrra. Þessi hékkun er í ágætu samræmi við 2% hékkun á verði innlendrar vöru í vísitölu neysluverðs á sama tímabili (sjá mynd V-4).

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Gallup sem var gerð í febrúar og mars sl. voru stjórnendur mun bjartsýnni um þróun framlegðar (EBITDA) á næstu sex mánuðum en bæði í síðustu könnun í september og á sama tíma fyrir ári. Athygli vekur jafnframt að bjartsýni þeirra hefur ekki mælst meiri á þennan mælikvarða síðan í febrúar 2007. Horfur virðast hafa batnað í langflestum atvinnugreinum en einna helst í fjármála- og tryggingastarfsemi og iðnaði og framleiðslu. Þetta gæti verið vísbending um að fyrirtæki hafi nokkurt svigrúm til að taka á sig kostnaðarhækkunarir án þess að velja þeim út í verðlag eða hægja á ráðningum. Hvort þau nýti sér aukið svigrúm á þann hátt fer hins vegar eftir markaðsaðstæðum hverju sinni.

Innflutt verðlag hefur lækkað síðan í byrjun árs 2014

Stöðugt gengi krónunnar, lítil verðbólga í viðskiptalöndum okkar og mikil lækkun olíuverðs á heimsmarkaði eru meginþættirnir sem hafa dregið úr verðbólgu hér á landi undanfögn misseri. Verð innfluttrar vöru hefur lækkað um 3,7% sl. tólf mánuði og hefur undirlíðurinn á þeim tíma haft 1,3 prósentna áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs (mynd V-5). Í ljósi stöðugs gengis krónunnar og mikillar lækkunar olíuverðs sl. tólf mánuði auk afnáms vörugjalda í byrjun þessa árs hefði samt sem áður mátt búast við því að verð innfluttrar vöru hefði lækk-

1. Í viðauka 2 í *Peningamáli* 2014/1 var lagt mat á efnahagsleg áhrif aðgerða stjórnvalda til lækkunar húsnæðisskulda og m.a. talið að lækkunin myndi leiða til þess að verðbólga yrði um 0,2 prósentum meiri á árinu 2015 en í grunnspánni og um 0,4 prósentum meiri á ári á næstu tveimur árum.

að meira á heildina en raun ber vitni. Í því samhengi er áhugavert að skoða muninn á verðþróun innfluttrar vöru samkvæmt vísitölu neysluverðs og þróun verðvísitalna innflutnings hér á landi og útflutnings viðskiptalanda Íslands (mynd V-6). Verðvísitala innflutnings endurspeglar verðþróun á innfluttri vöru og þjónustu en meginhluti innflutta þáttarins í vísitölu neysluverðs eru eingöngu vörur. Verð á innfluttri þjónustu er jafnan tregbreytanlegra heldur en vöruverð og ætti því að hafa lækkað minna að undanförmu, einkum í ljósi töluverðrar lækkunar matvæla- og olíuverðs á heimsmarkaði. Þvert á móti hefur raunin verið sú að verðvísitala innflutnings hefur fylgt útflutningsverði helstu viðskiptalanda og lækkað meira undanfarin misseri heldur en verð innfluttrar vöru samkvæmt vísitölu neysluverðs þótt dregið hafi saman með þessum mælikvörðum í lok ársins 2014. Hugsanlega bendir þetta til þess að lægra vöruverð á innflutningi sé að skila sér hægar út í smásöluverð heldur en tilefni er til. Líklega má að hluta til rekja það til þess að langtímaverðbólguvæntingar hafa á undanförmum árum verið nokkuð þrálátar og haldist vel fyrir ofan verðbólguþrálátum Seðlabankans. Fyrirtæki eru síður líkleg til að hleypa kostnaðarlækkunum út í verðlag heldur en kostnaðarlækkunum ef þau telja að verðbólga eigi eftir að aukast í framtíðinni.²

Verðbólguþrýstingur frá vinnumarkaði gæti verið vanmetinn

Hagstofa Íslands birti í mars sl. endurskoðaðar tölur um launakostnað á grundvelli þjóðhagsreikninga fyrir árin 2008-2013 og fyrstu tölur fyrir árið 2014. Venju samkvæmt breytast tölur þjóðhagsreikninga fyrir laun og launatengd gjöld nokkuð við endurskoðun. Endurskoðunin nú sýnir að laun á ársverk voru að meðaltali svipuð á þessum árum þótt áhrif endurskoðunarinnar séu nokkuð misjöfn eftir árum. Hlutfall launakostnaðar (þ.e. launa og launatengdra gjalda) af vergum þáttatekjum var 59,9% í fyrra og hækkaði um 0,9 prósentum milli ára (mynd V-7). Hlutfallið var þá aðeins 0,7 prósentum undir tuttugu ára sögulegu meðaltali sínu og gangi grunnspáin eftir yrði hlutfallið nánast komið í sögulegt meðaltal sitt á þessu ári.

Launavísitalan hækkaði um 1,2% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og nam árhækkun hennar 6,1%. Þetta er heldur meiri hækkun en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Þar sem mikil óvissa er um niðurstöður kjaraviðræðna er í þessari spá gert ráð fyrir svipuðum hækkunum út spátímam og síðast, þ.e. framhlöðnum þriggja ára samningi þar sem nafnlaun hækka að meðaltali um rúmlega 5% á ári. Þótt þetta séu nokkuð ríflegar hækkanir eru þær töluvert minni en kröfur eru uppi um í þeim kjarasamningaviðræðum sem nú standa yfir.³ Launakostnaður á framleidda einingu er talinn aukast um rúmlega ½ prósentu meira í ár en áætlað var í febrúar eða um 5,7% þar sem meiri hækkun launa í ár og lítillaga minni framleiðni leggjast á sömu sveif (sjá kafla IV og mynd V-8).

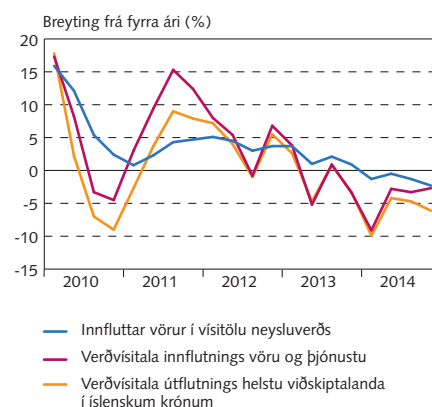
2. Sjá t.d. grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar, Ásgerðar Pétursdóttur og Karenar Áslaugar Vignisdóttur (2011). „Price setting in turbulent times: Survey evidence from Icelandic firms“, Seðlabanki Íslands, Working Paper nr. 54.

3. Í kafla I eru sýnd möguleg áhrif þess að samið verði um töluvert meiri launahækkanir en hér er gert ráð fyrir á helstu þjóðhagsstærðir.

Mynd V-6

Verð á innfluttri vöru og þjónustu

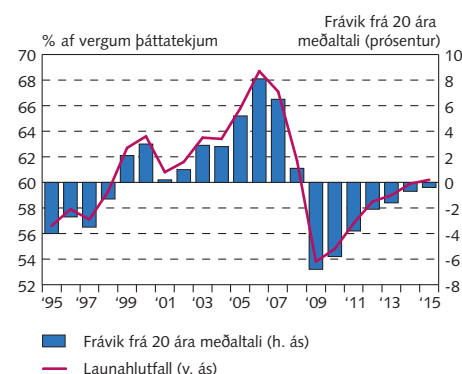
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2014



Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-7

Hlutfall launa af vergum þáttatekjum 1995-2015¹

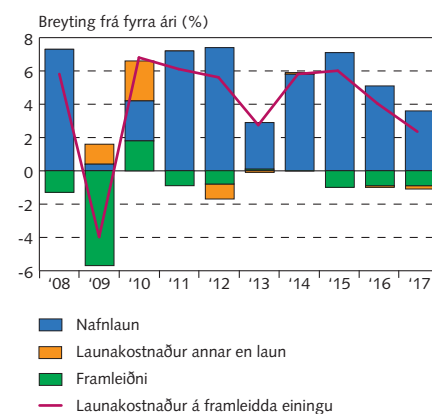


1. 20 ára meðaltal er 60,6% (1997 grunnur). Ársmeðaltal fyrir árið 2015 byggist á grunnspá PM 2015/2.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

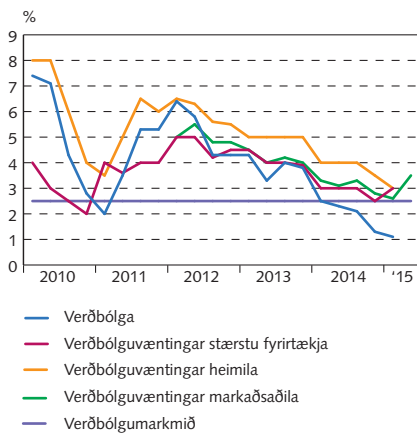
Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2017¹



1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

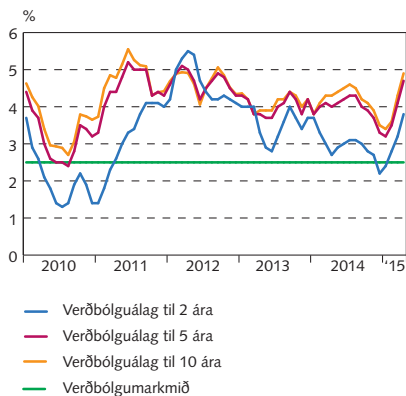
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2015



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-10

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹
Janúar 2010 - apríl 2015



1. Framvirkt verðbólguálag út frá vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa (mánaðarleg meðaltöl). Álagið er vísbending um væntingar um ársverðbólgu eftir tvö, fimm og tíu ár.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Verðbólguvæntingar

Órói á vinnumarkaði hefur leitt til hækkunar verðbólguvæntinga

Verðbólguvæntingar voru á flesta mælikvarða við eða nálægt verðbólgu markmiði við útgáfu síðustu *Peningamála* í febrúar. Hins vegar eru vísbendingar um að þær hafi hækkað töluvert síðan vegna þeirrar óvissu sem ríkir á vinnumarkaði og væntinga um ríflegar launahækkningar á næstu misserum. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til tveggja ára, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, var að meðaltali 3,8% í apríl samanborið við um 2½% í janúar. Reyndar þarf að fara varlega í túlkun á skammtímaverðbólguvæntingum út frá vaxtamuninum vegna skorts á útgefnum verðtryggðum skammtímaskuldabréfum. Verðbólguálagið, bæði til skamms og langs tíma, inniheldur einnig áhættuþóknun sem tengist seljanleika bréffanna auk áhættuþóknunar sem endurspeglar óvissu um verðbólgu og hefur líklega aukist frá því í febrúar (sjá rammagrein 1). Það að verðbólguvæntingar markaðsaðila til skamms tíma hafa einnig hækkað bendir þó til þess að skammtímaverðbólguvæntingar hafi í raun hækkað. Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í byrjun maí, rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, bjuggust þeir við 3½% verðbólgu eftir eitt ár sem er um 1 prósentu meira en í síðustu könnun í janúar (mynd V-9). Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár voru hins vegar óbreyttar í 3%. Svipaða sögu er að segja af stjórnendum fyrirtækja sem gerðu ráð fyrir að verðbólga yrði 3% eftir eitt ár í könnun Gallup sem var framkvæmd í febrúar og mars en það er ½ prósentu meira en í desember. Verðbólguvæntingar heimila til eins árs námu einnig 3% í sambærilegri könnun en höfðu á hinn bóginn lækkað um ½ prósentu milli kannana og hafa reyndar ekki mælst lægri frá því að byrjað var að gera slíkar kannanir. Verðbólguvæntingar bæði fyrirtækja og heimila til tveggja ára voru nánast óbreyttar og væntu stjórnendur fyrirtækja að verðbólga yrði 3% eftir tvö ár en heimilin væntu 4% verðbólgu. Ennfremur virðist óvissa um verðbólgu eitt ár fram í tímann hafa þokast upp á við síðan á seinni hluta 2014 eins og sjá má í auknum breytileika í svörum þeirra sem taka þátt í ofangreindum könnunum.

Langtímaverðbólguvæntingar hækka einnig

Vísbendingar eru um að langtímaverðbólguvæntingar hafi einnig hækkað að undanfögnu og virðast þær vera viðkvæmar fyrir ýmsum skammtímaáhrifapáttum líkt og væntingum um miklar launahækkningar í tengslum við kjaradeilur á vinnumarkaði. Ennfremur virðast verðbólguvæntingar hafa hækkað hraðar nú en þær gerðu í tengslum við kjarasamningana vorið 2011 (rammagrein 2). Verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði bæði til fimm og tíu ára var að meðaltali tæplega 5% í apríl og hafði hækkað um 1½ prósentu frá því í janúar sl. Verðbólguvæntingar markaðsaðila hækkuðu einnig lítillega og bjuggust þeir við að verðbólga yrði að meðaltali 3,2% á næstu fimm og tíu árum. Árangur hefur náðst við að bæta kjölfestu verðbólguvæntinga undanfarin misseri en enn er vinna fyrir höndum að tryggja að þær haldist í markmiði til lengri tíma.

Þegar kemur að framkvæmd peningastefnunnar skiptir máli að hafa góðar mælingar á verðbólguvæntingum, þ.e. þeirri verðbólgu sem almenningur og fyrirtæki vænta í framtíðinni. Verðbólguvæntingar hafa m.a. áhrif á verðákvæðanir fyrirtækja og mótun launakrafna almennings. Það er t.d. líklegra að launafólk krefjist mikilla nafnlaunahækkana þegar þau búast við mikilli verðbólgu. Að sama skapi er líklegra að fyrirtæki samþykki slíkar kröfur ef þau gera ráð fyrir miklum almennum verðhækkunum. Verðbólguvæntingar eru því mikilvægur ákvörðunarþáttur verðbólgu. Til að halda verðbólgu viðvarandi við verðbólguþröng Seðlabankans þarf að tryggja að væntingar fólks um framtíðarþróun verðbólgu séu á svipuðum nótum.

Aðferðir við að mæla verðbólguvæntingar

Verðbólguvæntingar eru jafnan metnar með tvenns konar aðferðum: annars vegar með beinum spurningakönnunum og hins vegar með greiningu á vaxtarófi á skuldabréfamarkaði. Seðlabanki Íslands notar báðar þessar aðferðir. Reynslan hefur sýnt að stundum getur verið ósamræmi á milli niðurstaðna kannana og þeirra vísbendinga sem lesa má af skuldabréfamarkaði (mynd 1). Skýrist það að hluta til af því að mat á verðbólguálagi (e. breakeven inflation rate) á skuldabréfamarkaði byggist á samanturð vaxta á óverðtryggðum og verðtryggðum skuldabréfum en sá vaxtamunur inniheldur, auk verðbólguvæntinga, áhættuálag sem getur breyst yfir tíma.¹ Þess vegna er ekki hægt að lesa verðbólguvæntingar beint út úr vaxtamuninum heldur eingöngu samtölu þeirra og áhættuálagsins. Þessu áhættuálagi má í meginatriðum skipta í tvennt: Í fyrsta lagi inniheldur það áhættuþóknun sem áhættufælnir fjárfestar krefjast til að telja fjárfestingu í verðtryggðum og óverðtryggðum skuldabréfum jafngóða, þ.e. áhættuþóknun sem fylgir fjárfestingu í óverðtryggðum skuldabréfum vegna óvissra verðbólguhorfa. Þessi hluti áhættuálagsins er jafnan kallaður *verðbólguáhættuálag* (e. inflation risk premium). Hinn hluti áhættuálagsins endurspeglar hins vegar þætti eins og mismunandi seljanleika bréfanna, m.a. vegna ólíkra eftirspurnar- og framboðsáhrifa, og mögulega ólíkrar skattalegrar meðferðar bréfanna. Hér á landi endurspeglar álagið einnig mögulega ólíka greiðslufalshættu vegna óvissu um stöðu Íbúðalánasjóðs sem er meginútgefandi verðtryggðra skuldabréfa. Þessi hluti áhættuálagsins er jafnan kallaður *seljanleikaálag* (e. liquidity premium). Ætla má að verðbólguáhættuálagið sé jafnan jákvætt en seljanleikaálagið getur bæði verið jákvætt og neikvætt m.a. eftir því hversu hlutfallslega djúpir markaðir með verðtryggð og óverðtryggð skuldabréf eru.

Við fyrstu sýn virðast spurningakannanir því gefa hreinni mælingar á raunverulegum verðbólguvæntingum. Áreiðanleiki þessara kannana er hins vegar háður fjölda þátta eins og verðbólguvitund þátttakenda, úrtaksstærð könnunarinnar og fjölda svarenda. Ekki er heldur víst að allir svarendur séu með sama mælikvarða á verðbólgu í huga þegar þeir svara. Verðbólguvæntingar byggðar á spurningakönnunum innihalda því mögulega mæliskekkju. Þær eru einnig yfirleitt framkvæmdar með nokkurra mánaða millibili en vísbendingar út frá vaxtarófi skuldabréfa fást mun tíðar. Verðbólguvæntingar metnar af skuldabréfamarkaði byggjast þar að auki á raunverulegum viðskiptum á skuldabréfamarkaði. Báðar aðferðir hafa því sína kosti og galla.

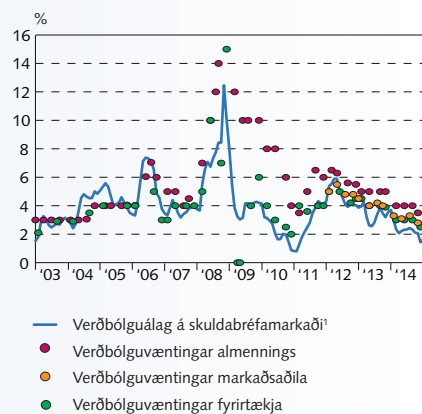
Upplýsingar af skuldabréfamarkaði og út frá spurningakönnunum má nýta saman til að fá betra mat á áhættuálaginu og þar með áreiðanlegra mat á verðbólguvæntingum. Í þessari rammagrein er fjallað um mat erlendra rannsókna á áhættuálaginu og hvert það gæti verið hér á landi.

Rammagrein 1

Áhættuálag og mat á verðbólguvæntingum á skuldabréfamarkaði

Mynd 1

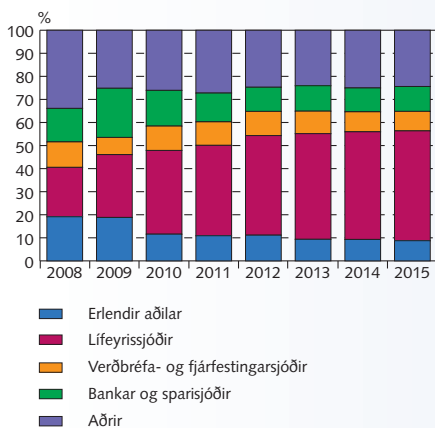
Verðbólguvæntingar og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til eins árs
Janúar 2003 - apríl 2015



1. Framvirkt verðbólguálag út frá vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa (mánaðarleg meðaltöl). Álagið er vísbending um væntingar um ársverðbólgu eftir eitt ár.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

1. Viða erlendis er einnig hægt að lesa verðbólguvæntingar markaðsaðila út úr verðlagningu verðbólguþröngsamtákna (e. inflation swaps).

Mynd 2
Eigendaflokkun ríkistryggðra skuldabréfa
2008-2015¹



1. Gögn til og með 31. mars 2015.
Heimild: Verðbréfaskráning Íslands.

Alþjóðlegar rannsóknir á áhættuálagi á skuldabréfamarkaði

Til er fjöldi alþjóðlegra rannsókna sem leggja mat á stærðargráðu áhættuálagsins. Flestar þeirra skoða Bandaríkjamarkað og benda þær til þess að áhættuálagið sé á bilinu 0- $\frac{1}{3}$ úr prósentu til eins árs litið og $\frac{1}{2}$ -1 prósentu þegar litið er til tíu ára.² Rannsóknir á skuldabréfamarkaði í Bretlandi gefa svipaðar niðurstöður eða áhættuálag á bilinu $\frac{3}{4}$ -1 prósentu til fimm og tíu ára en rannsóknir fyrir evrusvæðið benda til nokkru lægra áhættuálags eða um $\frac{1}{4}$ úr prósentu til tíu ára.³ Allar þessar rannsóknir benda til þess að áhættuálagið geti breyst yfir tíma og margar þeirra benda einnig til þess að það hækki eftir því sem lengra er farið út á vaxtarófið (þ.e. horft til skuldabréfa með lengri líftíma). Einnig benda þær til þess að áhættuálagið sé því hærra sem sveiflur í verðbólgu, og þar með óvissa um verðbólguhorfur, eru meiri.

Mögulegar ástæður fyrir hærra áhættuálagi hér á landi

Líklegt er að áhættuálagið sé hærra hér á landi en í öðrum iðnríkjum, m.a. vegna þess að sveiflur í verðbólgu hafa verið meiri hér á landi. Seljanleiki skuldabréfa er að öllum líkindum einnig minni hér á landi sökum smæðar innlends skuldabréfamarkaðar. Viðskipti með tiltölulega lágar fjárhæðir geta því haft marktæk áhrif á verð bréfa og þar með á áhættuálagið án þess að raunverulegar verðbólguvæntingar hafi breyst.

Áhrif fjármagnshatta á framboð og eftirspurn hafa jafnframt dregið úr seljanleika sumra skuldabréfaflokka undanfarin ár og að einhverju leyti skekkt verðlagningu þeirra. Áhrif á styttri óverðtryggð ríkisbréf skýrast að mestu af því að erlendir fjárfestar með eignir læstar inni af höftunum hafa átt langstærsta hluta þeirra á undanföllum árum.⁴ Líklegt er að nýlegar viðbótartakmarkanir á svigrúmi þessara erlendu fjárfesta auki þennan vanda enn frekar. Áhrif fjármagnshatta eru þó ekki eingöngu bundin við styttri enda vaxtarófsins heldur gætir þeirra einnig í verðmyndun lengri skuldabréfa. Höftin hafa að öllum líkindum leitt til meiri eftirspurnar lífeyrissjóða eftir innlendum ríkis- og íbúðabréfum en ella hefði orðið sem m.a. endurspeglast í því að eignahlutfall lífeyrissjóða hefur ríflega tvöfaldast frá árinu 2008 (mynd 2). Stöðug eftirspurn þessara stóru sjóða hefur dregið úr veltu á markaði með tilheyrandi áhrifum á verðmyndun, einkum verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa þar sem útgáfa bréfanna hefur verið takmörkuð á undanföllum árum. Vegna stærðar sjóðanna og uppgjörsreglna þeirra er skilvirkni verðmyndunar á verðtryggðum skuldabréfum mögulega einnig minni en ella, sem m.a. gæti birst í miklum mun á milli kaup- og sölutilboða þeirra.

Mat á áhættuálagi á íslenskum skuldabréfamarkaði

Með aðferðafræði Gürkaynak o.fl. (2010) er hægt að fá mat á áhættuálagi á innlendum skuldabréfamarkaði út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa og niðurstöðum spurningakannana. Hægt er að meta álagið til eins árs en erfiðara er að fá áreiðanlegt mat á álaginu til lengri tíma vegna skorts á spurningakönnunum um langtímaverðbólguvæntingar yfir nógu langt tímabil. Gróft metið virðist áhættuálagið til eins árs hafa verið um $\frac{1}{2}$ prósentu að meðaltali frá janúar 2002 til og með apríl 2015. Í takt við alþjóðlegar rannsóknir gefur matið jafnframt til kynna að álagið hafi verið breytilegt á tímabilinu með staðalfrávik sem nemur $1\frac{1}{2}$ prósentu.

- Sjá t.d. Ang o.fl. (2008), Buraschi og Jiltsov (2005), Chen o.fl. (2010), Chernov og Mueller (2012), D'Amico (2008), Durham (2006) og Campbell og Viceira (2001).
- Sjá t.d. Campbell og Shiller (1996), Shen (1998) og Joyce o.fl. (2010) fyrir Bretland og t.d. Hörðahl og Tristian (2012, 2014) fyrir evrusvæðið.
- Erlendir aðilar eiga nú tæplega 60% af útgæfum ríkisbréfum sem eru á gjalddaga á næstu fjórum árum.

Þetta er heldur hærra skammtímaáhættuálag en þær rannsóknir sem vísað er í hér að ofan gefa en rímar ágætlega við niðurstöður könnunar Seðlabankans meðal markaðsaðila sem var framkvæmd í lok janúar sl. en þar kom fram að markaðsaðilar töldu verðbólguáhættuálag að meðaltali vera 0,4 prósentur til eins árs, 0,5 prósentur til tveggja ára og 0,8 prósentur til fimm ára.

Ofangreint tölfræðimat á áhættuálaginu ber þó að taka með ákveðnum fyrirvara vegna skorts á styttri verðtryggðum ríkis- og íbúðabréfum en hann eykur óvissu um mat á styttri enda raunvaxtaferilsins og þar með skammtímaálaginu. Breytingar á mismun nafn- og raunvaxta þurfa því ekki endilega að endurspegla breyttar verðbólguvæntingar eða breytingar á áhættuálagi heldur einfaldlega breytingar á mældri verðbólgu. Þetta undirstrikar mikilvægi frekari rannsókna á áhættuálagi á íslenskum skuldabréfamarkaði. Ofangreindar niðurstöður benda þó til að áhættuálagið sé líklega heldur hærra hér en í öðrum þróuðum ríkjum sem þarf ekki að koma á óvart í ljósi sögu mikillar og sveiflukenndrar verðbólgu.

Heimildir

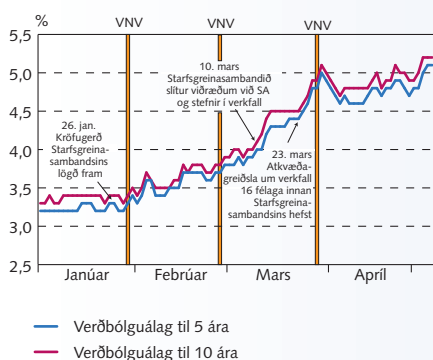
- Ang, A., G. Bekaert og M. Wei (2008). The term structure of real rates and expected inflation. *Journal of Finance*, 63, 797-849.
- Buraschi, A., og A. Jiltsov (2005). Inflation risk premia and the expectations hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 75, 429-490.
- Campbell, J., og R. Shiller (1996). A scorecard for indexed government debt. Í *NBER Macroeconomics Annual*, 155-208. Stanley Fischer (ritstjóri), MIT Press: Cambridge, MA.
- Campbell, J., og L. M. Viceira (2001). Who should buy long-term bonds? *American Economic Review*, 91, 99-127.
- Chen, R., B. Liu og X. Cheng (2010). Pricing the term structure of inflation risk premia: Theory and evidence from TIPS. *Journal of Empirical Finance*, 17, 702-721.
- Chernov, M., og P. Mueller (2012). The term structure of inflation expectations. *Journal of Financial Economics*, 106, 367-394.
- D'Amico, S., D. Kim og M. Wei (2008). Tips from TIPS: The informational content of treasury inflation-protected security prices. *BIS Working Papers*, nr. 248.
- Durham, J., (2006). An estimate of the inflation risk premium using a three-factor affine term structure model. Federal Reserve Board, *FEDS Paper* nr. 2006-42.
- Gürkaynak, R., B. Sack og J. Wright (2010). The TIPS yield curve and inflation compensation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2, 70-92.
- Hördahl, P., og O. Tristani (2012). Inflation risk premia in the term structure of interest rates. *Journal of the European Economic Association*, 10(3), 634-657.
- Hördahl, P., og O. Tristani (2014). Inflation risk premia in the Euro area and the United States. *International Journal of Central Banking*, 10, 1-47.
- Joyce, M., P. Lildholdt og S. Sorensen (2010). Extracting inflation expectations and inflation risk premia from the term structure: A joint model of the UK nominal and real yield curves. *Journal of Banking and Finance*, 34, 281-294.
- Shen, P., (1998). How important is the inflation risk premium? *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review*, Fourth Quarter, 35-47.

Verðbólguvæntingar í aðdraganda kjarasamninga: samanburður við árið 2011

Mynd 1

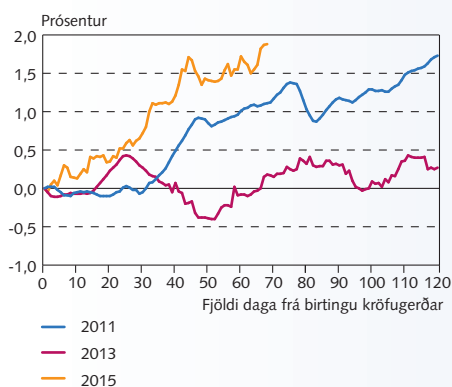
Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

Daglegar tölur 2. janúar 2015 - 8. maí 2015



1. Súlar sýna hvenær vísitala neysluverðs var birt. Framvirkt verðbólguálag út frá vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Álagið er vísending um væntingar um ársverðbólgu eftir fimm og tíu ár.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Breyting verðbólguálags frá byrjun kjaraviðræðna¹

1. Verðbólguálagið miðast við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm ára eftir fimm ár, þ.e. væntingar um meðalverðbólgu 2020-2025. Miðað er við 6. desember 2010 vegna kjarasamninganna 2011, 4. nóvember 2013 vegna kjarasamninganna 2013 og 27. janúar 2015 vegna kjaraviðræðnanna 2015.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Verðbólguvæntingar voru nálægt verðbólguþéttmiði Seðlabankans á flesta mælikvarða í lok árs 2014. Vísendingar eru hins vegar um að undanfarið hafi þær hækkað á ný hvort heldur horft er til verðbólguálags á skuldabréfamarkaði eða verðbólguvæntinga markaðsaðila og stjórnenda fyrirtækja. Samkvæmt nýlegri könnun Seðlabankans hafa skammtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila hækkað um tæplega 1 prósentu, í 3½%, og um 0,2 prósentur til lengri tíma lítið, í 3,2%. Þá hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára hækkað um hátt í 2 prósentur frá því í lok janúar og var rúmlega 5% í byrjun maí sl. (mynd 1).

Líklegt er að stóran hluta þessarar hækkunar verðbólguvæntinga megi rekja til ótta um miklar launahækkunar í yfirstandandi kjaradeilum sem myndu óhjákvæmilega leiða til töluverðrar aukningar verðbólgu (sjá umfjöllun í kafla I). Eins og sjá má á mynd 1 virðast fréttir af stöðu mála á vinnumarkaði hafa haft töluverð áhrif á þróun verðbólguálagsins og er það í samræmi við svör markaðsaðila í maikönnun bankans en meirihluti þeirra taldi aðstæður á vinnu- markaði vera meginástæðu hækkunar álagsins á árinu.

Fróðlegt er að bera þróun verðbólguálagsins saman við þróunina í aðdraganda kjarasamninga á fyrri hluta ársins 2011. Staðan þá var að sumu leyti svipuð og hún var í byrjun ársins 2015, verðbólga var lítil og kjarasamningar voru fram undan. Slakinn í þjóðarbúskapnum var þó meiri þá og atvinnuleysi töluvert meira en nú. Á móti mætti ætla að verðbólguvæntingar hefðu traustari kjölfestu í verðbólguþéttmiði Seðlabankans nú en þá þar sem verðbólga hefur verið lítil og stöðug um lengri tíma nú en vorið 2011 þegar hún hafði verið hófleg í tiltölulega stuttan tíma. Kröfur um hækkun nafnlauna eru hins vegar töluvert meiri nú og verðbólguvæntingar virðast hafa hækkað mun meira og hraðar: langtímaverðbólguálag hefur undanfarið hækkað um hátt í 2 prósentur á þremur mánuðum, sem er rúmlega ½ prósentu meira en yfir sambærilega langt tímabil árið 2011 (mynd 2).

Þetta er mikið áhyggjuefni í ljósi verðbólguhorfa næstu missera. Verðbólga er enn sem komið er tiltölulega lítil en reynslan frá árinu 2011 er víti til varnaðar. Í upphafi árs 2011 var verðbólga 1,8% og því lítillega meiri en hún er nú. Eins og áður hefur komið fram hafði hún hins vegar verið nálægt markmiði um tiltölulega stuttan tíma og um mitt ár 2011 var hún komin upp í 5% og náði hámarki í 6,5% í byrjun árs 2012. Þetta er töluvert frábrugðið þróuninni í kjölfar kjarasamninga í lok árs 2013 en þá var samið um tiltölulega hóflegar launahækkunar. Þá breyttust verðbólguvæntingar lítið (mynd 2) og verðbólga hélt í kjölfarið í kringum verðbólguþéttmið Seðlabankans.

Hagstofa Íslands birtir enn sem komið er eingöngu tölur um stöðu fólks á vinnufærum aldri (16-74 ára) samkvæmt skilgreiningu Alþjóðavinnumálastofnunarinnar (ILO); þ.e. fjölda starfandi, atvinnulausa og utan vinnumarkaðar.¹ Starfandi fólki hefur síðan verið skipt upp eftir því hvort það er í fullu starfi eða hlutastarfi og fólki utan vinnumarkaðar eftir því hvort það er í námi, komið á eftirlaun eða örorku, er heimavinnandi, veikt eða í fæðingarorlofi.

Frekari sundurliðun á stöðu fólks á vinnualdri

Eurostat birtir nánari sundurliðun á stöðu fólks á vinnufærum aldri. Í fyrsta lagi er þeim sem eru í hlutastarfi skipt í tvo hópa, þá sem eru ánægðir með sinn vinnutíma og þá sem eru í hlutastarfi en vilja og geta unnið meira en þeir gera og eru því að hluta til atvinnulausir.² Einstaklingar í þessum hópi eru kallaðir „vinnulitlir“. Í öðru lagi flokkar Eurostat fólki sem er utan vinnumarkaðar í þá sem eru að leita að starfi en geta ekki hafið störf innan tveggja vikna og þá sem geta hafið störf innan tveggja vikna en eru ekki að leita sér að vinnu. Í fyrri hópnum eru t.d. þeir sem ekki geta unnið vegna þess að gæsla fyrir börnin er ekki fánæg en í seinni hópnum er t.d. fólki sem hefur gefist upp á að leita að vinnu. Báðir hóparnir flokkast því utan vinnumarkaðar þar sem þeir uppfylla ekki skilgreiningu ILO á að vera atvinnulausir. Þeir eru hins vegar taldir standa nær því að vera virkir á vinnumarkaði en aðrir í hópnum utan vinnumarkaðar og eru um margt svipaðir þeim sem teljast atvinnulausir samkvæmt hinni hefðbundnu flokkun. Oft er talað um þessa tvo síðarnefndu hópa sem mögulega viðbót við vinnuaflið (e. potential additional labour force). Vinnulitlir eru einnig taldir sem möguleg viðbót við vinnuaflið þrátt fyrir að þeir séu þegar hluti af vinnuaflinu þar sem líta má á þá sem atvinnulausa að hluta þar sem þeir vilja auka við vinnutíma sinn. Þessi uppskipting gefur fyllri mynd af stöðu fólks en hin hefðbundna þrískipting og er mikilvæg viðbót við þá mælikvarða sem nota má til að leggja mat á spennu eða slaka á vinnumarkaði.

Hversu sterk er tengingin við vinnumarkaðinn?

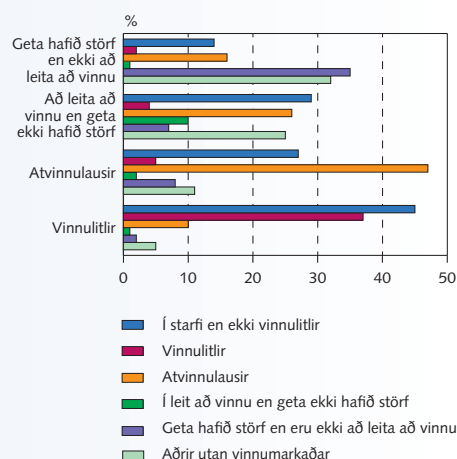
Tenging þessara þriggja hópa við vinnumarkaðinn er þó missterk eins og kemur fram þegar skoðaðar eru líkur á að fólki hafi færst yfir í annan hóp eftir tiltekinn tíma, t.d. ár. Ekki hefur enn verið lagt mat á það hér á landi hversu líklegt er að fólki færist milli þessara flokka en Eurostat hefur birt slíkt mat byggt á vinnumarkaðskönnunum fyrir Evrópusambandið (mynd 1).³ Eins og við má búast er tenging vinnulitilla við vinnumarkaðinn sterkust og mun sterkari en hinna hópanna tveggja, enda eru þeir vinnulitlu þegar í vinnu. Að ári liðnu eru mestar líkur á að vinnulitlir hafi færst yfir í hópinn starfandi (og eru þá ánægðir með vinnutíma sinn) þótt töluverðar líkur séu einnig á að þeir tilheyri áfram sama hópi. Þótt ekki séu miklar líkur á að

Rammagrein 3

Ný gögn til að meta slaka eða spennu á vinnumarkaði

Mynd 1

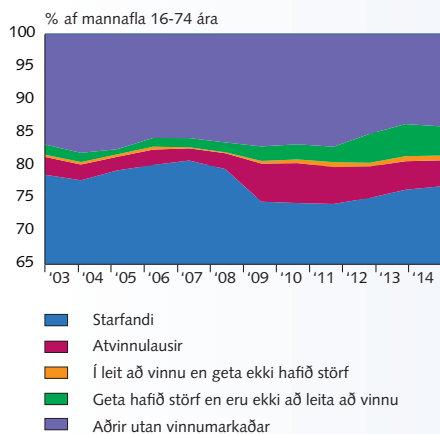
Líkur á að hreyfast milli hópa innan Evrópusambandsins¹



1. Y-ásinn sýnir stöðu í upphafi en súlurnar stöðuna eftir eitt ár. Heimild: Eurostat.

1. Fólki telst vera starfandi (hafa atvinnu) samkvæmt skilgreiningu ILO ef það hefur unnið eina klukkustund eða lengur í viðmiðunarvikunni eða verið fjarverandi frá starfi sem það gegnir að öllu jöfnu. Þeir teljast atvinnulausir samkvæmt skilgreiningu ILO sem ekki hafa atvinnu og falla undir eitthvert eftirfarandi skilyrði: (1) hafa leitað sér vinnu sl. fjórar vikur og eru tilbúnir að hefja störf innan tveggja vikna; (2) hafa fengið starf en ekki hafið vinnu; (3) bíða eftir að vera kallaðir til vinnu; og (4) hafa gefist upp á að leita að vinnu en bjóðist starf eru þeir tilbúnir að hefja vinnu innan tveggja vikna. Fólki telst utan vinnuafns samkvæmt skilgreiningu ILO ef það er hvorki starfandi né fullnægir skilyrðum um að vera atvinnulaust.
2. Gerður er greinarmunur á því hvort þeir sem vilja vinna meira eru í hluta- eða fullu starfi. Þeir sem eru í fullu starfi og vilja vinna meira vilja meiri tekjur en ekki endilega lengri vinnutíma, en þeir sem eru í hlutastarfi og vilja vinna meira eru frekar taldir vera vannafl.
3. Útreikningarnir byggjast á samanburði á stöðu fólks á vinnumarkaði á hverjum fjórðungi árið 2009 og stöðu þess í sama fjórðungi ári seinna. Birt í „New measures of labour market attachment“. *Statistics in Focus*, Eurostat 57, 2011.

Mynd 2
Uppskipting fólks á vinnufærum aldri



Heimild: Eurostat.

Þeir hafi færst í hópinn atvinnulausir eru þær þó meiri en annarra starfandi. Einstaklingar í hópnum sem er í leit að vinnu en getur ekki hafið störf strax eru hins vegar nánast jafnlíklegir til að hafa fengið vinnu, flokkast sem atvinnulausir samkvæmt skilgreiningu ILO eða vera ekki lengur í leit að vinnu (25-29%) eftir eitt ár. Tiltölulega ólíklegt er að einstaklingar í hópnum séu þar eftir ár (10%). Hins vegar eru þeir sem eru ekki að leita að vinnu en gætu þó hafið störf mjög líklegir til að vera í sömu stöðu ári síðar og það eru nánast sömu líkur á að einstaklingar í þessum hópi verði ekki lengur tiltækir í vinnu eftir eitt ár. Tenging þessa hóps við vinnumarkaðinn er því ekki mjög sterk, þótt einhverjar líkur séu á að þetta fólk sé orðið virkara og hafi fengið vinnu eða tilheyri hópi atvinnulausra eftir eitt ár.

Þróunin hér á landi

Enn sem komið er birtir Eurostat einungis gögn fyrir Ísland um hópna sem eru utan vinnumarkaðar en ekki gögn um vinnulitla. Til að fá hugmynd um stærð þessara hópa hér á landi er áhugavert að skoða annars vegar árið í fyrra og hins vegar árið 2007 en þá var mikil spenna á vinnumarkaði og líklega flestir sem mögulega gátu og vildu vinna í hópi starfandi (mynd 2).⁴ Til að auðvelda samanburðinn eru báðir flokkar reiknaðir sem hlutfall af mannafla á aldrinum 16-74 ára á vinnumarkaði en 82,6% árið fyrir fall fjármálakerfisins. Að sama skapi voru 76,9% með vinnu í fyrra en 80,8% árið 2007 og 3,9% af mannaflanum voru atvinnulaus samkvæmt skilgreiningu ILO en 1,9% árið 2007.⁵ Hlutar þeirra sem flokkaðir eru sem möguleg viðbót við vinnuaflið og til eru tölur um fyrir Ísland, þ.e. þeir sem eru að leita að starfi en geta ekki hafið störf innan tveggja vikna og þeir sem það geta en eru ekki að leita, var rúmlega 5,2% í fyrra en 1,6% árið 2007. Hefðu þeir verið taldir með þeim sem teljast atvinnulausir samkvæmt skilgreiningu ILO, hefði atvinnuleysi mælt rúmlega 9% í fyrra en 3,4% árið 2007. Hefðu þeir hins vegar verið í vinnu hefði hlutfall starfandi verið 82% í fyrra en ekki tæplega 77%.

Það kemur á óvart hversu lítil breyting varð í þessum tveimur hópum á tímabilinu fyrir árið 2008 miðað við þá miklu umframeftirspurn sem var á vinnumarkaði í uppsveiflunni. Eins og gera má ráð fyrir, fjölgar nokkuð í þessum hópum í kjölfar fjármálakreppunnar og var hlutur þeirra mestur árið 2013 þegar hann var 5,7% af mannafla, en minnkar svo aftur í fyrra, nánast eingöngu vegna fækkunar þeirra sem geta unnið en eru ekki að leita að vinnu. Þeim sem geta unnið en eru ekki að leita að vinnu virðist hafa fjölgað töluvert frá árunum 2011-2013 sem gæti bent til þess að fleiri hafi gefist upp á að leita sér að vinnu. Þessir mælikvarðar á mögulega viðbót á vinnumarkaði voru þó enn töluvert undir sögulegu meðaltali sínu í fyrra þótt heldur hafi fækkað í hópnum milli ára (sjá kafla IV).

4. Hér eru notaðar tölur úr vinnumarkaðskönnun Eurostat en einhver munur getur verið á þeim og tölum Hagstofunnar.

5. Hefðbundið er að mæla atvinnuleysi sem fjölda atvinnulausra sem hlutfall af vinnuafliinu. Þannig mælt var atvinnuleysi 4,9% í fyrra en 2,2% árið 2007.

Í byrjun árs 2009 voru gerðar breytingar á umgjörð peningastefnunnar hér á landi og núverandi skipan yfirstjórnar peningamála komið á fót. Lögum um Seðlabanka Íslands var breytt á þann veg að mótun peningastefnunnar og ákvarðanir um beitingu stjórnþækja Seðlabankans yrðu framvegis í höndum peningastefnunefndar sem væri skipuð fimm aðilum í stað þriggja manna bankastjórnar áður. Nefndin er skipuð þremur fulltrúum frá Seðlabankanum, þ.e. bankastjóra, aðstoðarbankastjóra og aðalhafsráðgjafi, og tveimur utanaðkomandi sérfræðingum á sviði efnahags- og peningamála.

Breytingarnar á skipan yfirstjórnar peningamála komu í kjölfar fjármálaáfallsins haustið 2008 þegar ríflega níu tíundu af bankakerfi Íslendinga urðu gjaldþrota á sama tíma og alþjóðleg fjármálakreppa reið yfir. Reynslan af fjármálakreppunni, bæði hér á landi og erlendis, benti til þess að skjóta þyrfti fleiri stöðum undir peningastefnuna og efnahagsstefnuna almennt. Árangur Seðlabankans í viðureigninni við verðbólgu hafði þar að auki verið slakur á meginhluta tímabilsins frá því að verðbólguþröskulur var tekið upp á árinu 2001 og þangað til að fjármálakreppan hófst á árinu 2008. Margvíslegar ástæður voru fyrir því, þ.á m. að ekki hafði tekist að tryggja peningastefnunni nægilegan trúverðugleika og skapa verðbólguvæntingum kjölfestu í verðbólguþröskulmiðinu (sjá m.a. umfjöllun í Seðlabanki Íslands, 2010 og 2012). Því var mikilvægt að breytt skipan peningamála myndi taka tillit til sjónarmiða um að auka trúverðugleika peningastefnunnar og um leið tryggja enn frekar sjálfstæði hennar.

Núverandi fyrirkomulag hefur verið við lýði í ríflega sex ár og fyrir liggja atkvæðagreiðslur peningastefnunefndar fyrir tímabilið 2009-2014 (sjá *Ársskýrslur* Seðlabankans fyrir þetta tímabil).² Því er áhugavert að skoða hvernig ákvarðanatöku nefndarinnar fer fram og hvernig atkvæði einstakra nefndarmanna hafa fallið á þessu tímabili til að sjá hvort finna megi eitthvert hegðunarmynstur í því hvernig atkvæði falla og hvort mynstrið sé svipað og í öðrum löndum með sambærilegt fyrirkomulag.

Breytingar á umgjörð peningastefnunnar

Flestar rannsóknir benda til þess að fjölskipuð peningastefnunefnd henti betur við að móta stefnuna í peningamálum frekar en einstaklingur hvort sem litið er til niðurstaðna fræðilegra rannsókna eða árangurs af alþjóðlegri reynslu (sjá Blinder, 2009). Slíkar nefndir geta hins vegar verið af ólíku tagi. Oftast eru þær aðgreindar eftir tvenns konar fyrirkomulagi. Annars vegar nefndir þar sem nefndarmenn greiða atkvæði byggð á eigin skoðunum og niðurstöður fást með meirihluta atkvæða (e. individualistic committees). Í slíkum nefndum er ekki lögð sérstök áhersla á að ná fram einingu um ákvörðunina og hver nefndarmaður er ábyrgur fyrir sínu atkvæði. Peningastefnunefndir Bretlands og Svíþjóðar, auk Bandaríkjanna frá miðjum síðasta áratug, eru dæmi um slíkar nefndir. Hins vegar eru nefndir þar sem lögð er áhersla á að eining ríki um ákvörðunina, a.m.k. opinberlega, og peningastefnunefndin stendur öll að baki ákvörðuninni (e. collegial committees). Formleg atkvæðagreiðsla fer ekki alltaf fram og ekki er skýrt frá hvernig atkvæði féllu þegar það gerist. Seðla-

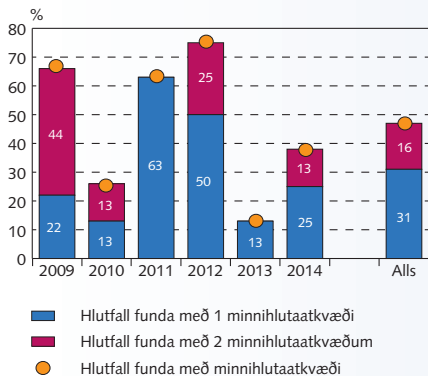
Rammagrein 4

Atkvæðagreiðslur peningastefnunefndar: sex ára reynsla¹

1. Þessi rammagrein byggist á grein Karenar Áslaugar Vignisdóttur sem væntanleg er í *Efnahagsmálum*.

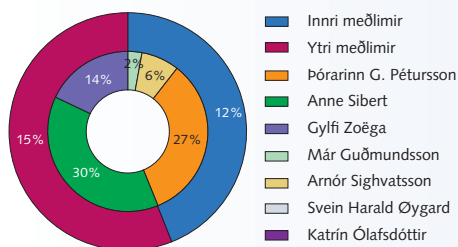
2. Reynslan af núverandi fyrirkomulagi virðist hafa verið góð: þegar peningastefnunefndin hóf störf var verðbólga nálægt 20% en hefur verið við eða undir markmiði síðan í febrúar 2014. Eins og fjallað er um í rammagrein I-1 í *Peningamálum* 2014/2 hafa sveiflur í þjóðarþúskapnum einnig minnkað. Langtímaverðbólguvæntingar hafa hins vegar haldist um og yfir 4% á meginhluta tímabilsins sem sýnir að enn er eitthvað í land við að tryggja viðvarandi verðstöðugleika hér á landi. Ennfremur er losun fjármagnshafða óleyst verkefni en höftin hafa stutt við gengisstöðugleika og þann efnahagsbata sem hefur náðst á tímabilinu.

Mynd 1
Meðalfjöldi minnihlutaatkvæða í
peningastefnuneftnd 2009-2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Hlutfall tilvika þar sem peningastefnuneftndarmenn eru í minnihluta 2009-2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

banki Evrópu og peningastefnuneftnd Noregsbanka eru dæmi um slíkt fyrirkomulag.

Breytingin á umgjörð peningastefnunnar hér á landi árið 2009 hafði í för með sér töluverðar breytingar á fyrirkomulaginu í tengslum við mótun peningastefnunnar og miðlun upplýsinga um ákvarðanir í peningamálum. Núverandi lög kveða á um að peningastefnuneftnd haldi fundi að minnsta kosti átta sinnum á ári og að ákvarðanir nefndarinnar grundvallist á vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahags- og peningamálum og fjármálastöðugleika. Fyrir hverja vaxtaákvörðun eru haldnir ítarlegir 1-2 daga fundir þar sem sérfræðingar innan Seðlabankans kynna fyrir nefndinni nýlega þróun efnahagsmála og þróun á fjármálamörkuðum ásamt sérstökum viðfangsefnum þegar það á við. Stundum er einnig kallað eftir utanaðkomandi kynningum á ýmsum málum sem eru til skoðunar innan nefndarinnar. Markmiðið er að öll sjónarmið komist að og að tryggt sé að ákvarðanir séu byggðar á faglegum og traustum grunni og að þær séu eins gagnsæjar og fyrirsjáanlegar og raunhæft er. Starfs-hættir nefndarinnar fela í sér að seðlabankastjóri geri tillögu um vaxtaákvörðun sem hann telur að nái meirihluta eftir að hafa hlýtt á afstöðu hinna nefndarmanna. Ef nefndarmenn eru ekki einhuga fer fram atkvæðagreiðsla um þær tillögur sem fram hafa komið og ræður meirihluti atkvæða niðurstöðunni. Fundargerðir eru birtar opinberlega tveimur vikum síðar og í *Ársskýrslu* Seðlabankans er síðan greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði á liðnu ári. Ramma peningastefnunnar hér á landi svipar því til þess sem tíðkast í Bretlandi og Svíþjóð.

Atkvæðaskipting nefndarmanna

Á tímabilinu 2009-2014 hélt peningastefnuneftndin 49 vaxtaákvörðunarfundi. Í rúmlega helmingi tilvika kaus nefndin að halda vöxtum óbreyttum, í 35% tilvika voru vextir lækkaðir en í 12% tilvika voru þeir hækkaðir. Í um helmingi tilvika var ákvörðunin tekin með samhljóða atkvæðum og þar af voru 8 fundir þar sem eining var um vaxtalækkan en einungis 1 skipti í tilfelli vaxtahækkunar.³

Ef skoðuð eru þau tilvik þar sem ágreiningur var um ákvörðunina kemur í ljós að oftast var ágreiningur árið 2012 eða í ¾ tilvika og litlu færri árið 2009 eða í ⅔ tilvika. Sjaldnast var ósamstaða árið 2013 þegar það var einungis á einum fundi þar sem ekki var eining um ákvörðunina (sjá mynd 1). Niðurstöður um atkvæðagreiðslurnar yfir allt tímabilið sýna einnig að í tæplega þriðjung tilvika kaus einn nefndarmaður gegn meirihlutanum og í um ⅓ tilvika kaus tveir nefndarmenn gegn meirihlutanum. Því er ljóst að ólík sjónarmið hafa verið til staðar innan nefndarinnar sl. sex ár enda er markmiðið með fjölskipaðri peningastefnuneftnd að ólík sjónarmið takist á sem eykur líkurnar á að tekin sé upplýst ákvörðun.

Ef minnihlutaatkvæðin eru skoðuð nánar kemur í ljós að Anne Sibert, sem var annar af tveimur utanaðkomandi sérfræðingum í nefndinni frá febrúar 2009 til febrúar 2012, var oftast í minnihluta eða í 30% tilvika (sjá mynd 2). Þar á eftir kom Þórarinn G. Pétursson aðalhafsræðingur Seðlabankans í 27% tilvika. Í 12% tilvika hefur innri nefndarmaður verið í minnihluta en ytri nefndarmaður í 15% tilvika. Már Guðmundsson seðlabankastjóri hefur verið í minnihluta einu sinni og Arnór Sighvatsson aðstoðarseðlabankastjóri þrisvar. Ytri meðlimur hefur ekki verið í minnihluta síðan í nóvember 2012 þegar vaxtahækkunartímabilinu lauk. Jafnframt kemur í ljós að þegar um er að ræða ágreining í nefndinni samanstendur meirihlutinn oftast af bæði innri og ytri meðlimum heldur en eingöngu innri meðlimum.

3. Það voru sex vaxtahækkunar á tímabilinu, þar af voru þrjú skipti þar sem ein nefndar-meðlimur vildi heldur halda vöxtum óbreyttum og síðan tvö skipti þar sem ein nefndar-meðlimur vildi hækka vexti um meira en ákveðið var að gera.

Í þau skipti þar sem tveir nefndarmenn eru í minnihluta hafa innri nefndarmenn eingöngu myndað meirihluta í fjórðungi tilvika. Það virðast því ekki vera vísbendingar um tilteknar blokkamyndanir innri og ytri meðlima auk þess sem staða seðlabankastjóra lítur ekki út fyrir að vera of sterk miðað við tíð minnihlutaatkvæði annarra innri meðlima nefndarinnar. Hins vegar virðist vera nokkur munur á kosningahegðun innri og ytri nefndarmanna þegar minnihlutaatkvæðin eru skoðuð nánar. Þegar innri meðlimir voru í minnihluta kusu þeir oftast hærri vexti en tillaga seðlabankastjóra hljóðaði upp á heldur en lægri vexti (sjá mynd 3). Það sama á ekki við um ytri meðlimina þar sem fjöldi minnihlutaatkvæða þeirra skiptist jafnt milli þess að vilja hærri eða lægri vexti en meirihlutinn kaus. Innri meðlimirnir virðast því almennt kjósa meira taumhald peningastefnunnar heldur en þeir ytri.

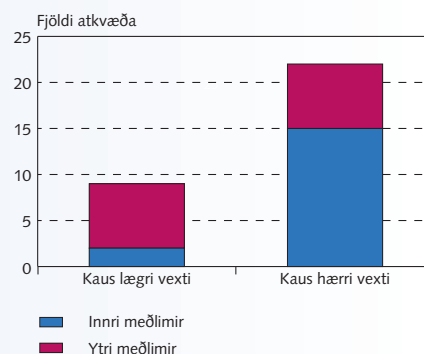
Atkvæðamynstur hér á landi svipað og í öðrum löndum

Atkvæðaskipting peningastefnunefndar undanfarin sex ár virðist vera í ágætu samræmi við það sem tíðkast erlendis meðal seðlabanka með svipað ákvarðanaferli. Í ræðu sem þáverandi seðlabankastjóri Englandsbanka, Mervyn King, hélt árið 2007 um tíu ára reynslu peningastefnunefndar bankans fjallaði hann um ólíkar skoðanir nefndarmanna á ákvörðunum um peningastefnuna og taldi þær endurspegla ólík sjónarmið um það hvernig ætti að túlka gögn um þróun efnahagsmála. Stundum hefði staðan í efnahagsmálum verið afar óljós og túlkun haggagna því erfið sem leiddi til eðlilegra skoðanaskipta og ólíkra sjónarmiða innan nefndarinnar og þ.a.l. aukins fjölda vaxtaákvörðunarfunda þar sem ekki næðist samhljómur um niðurstöðuna. Á hinn bóginn gæti sú staða verið uppi að staða hagsveiflunnar og eðli efnahagsskella séu óumdeild og nauðsynleg viðbrögð við þeim skýr og því kæmu tímabil þar sem nefndin væri sammála um aðgerðir í peningamálum. Í ræðu King kemur einnig fram að minnihlutaatkvæði eru töluvert fleiri hjá peningastefnunefnd Englandsbanka heldur en t.d. í peningastefnunefndum seðlabanka Bandaríkjanna, Svíþjóðar og Japans og sama má segja um hlutfall funda þar sem a.m.k. fjórðungur nefndarmanna er í minnihluta. Samanburður á atkvæðamynstrinu hér á landi við upplýsingar sem þarna koma fram sýnir að hlutfallsleg tíðni tilvika hér á landi þar sem einn nefndarmaður er í minnihluta er svipuð og var í Svíþjóð á árunum 1999-2007 en um helmingi lægri en í Bretlandi á sama tímabili. Hins vegar er hlutfall tilvika þar sem a.m.k. fjórðungur nefndarmanna er í minnihluta svipað hér og í Bretlandi og hærra en í Svíþjóð.

Niðurstöður rannsóknar Gerlach-Kristen (2009) á atkvæðamynstri peningastefnunefndar Englandsbanka benda til þess að ytri meðlimir hafi tilhneigingu til að kjósa lægri vexti en innri meðlimir, líkt og er raunin hér á landi, einkum á samdráttartímabilum. Ólíkt því sem virðist hér á landi eru ytri nefndarmenn hins vegar oftast í minnihluta í Englandsbanka heldur en þeir innri. Hún telur líklegar ástæður fyrir því vera m.a. að ytri meðlimir virðast leggja meiri áherslu á að forðast samdrátt í efnahagslífinu heldur en hinir innri (e. recession averse). Ólík tapföll (e. loss function) nefndarmanna gætu því skýrt mun á atkvæðamynstri þeirra og að hugsanlegt væri að innri nefndarmenn legðu meiri áherslu á verðstöðugleika en þeir ytri. Það virðist í takt við niðurstöður rannsóknar Jung (2011) á atkvæðamynstri nokkurra peningastefnunefnda sem benda til þess að innri meðlimir peningastefnunefndar Englandsbanka bregðist af meiri krafti við hættu á aukinni verðbólgu í kjölfar efnahagslegra áfalla heldur en ytri meðlimir nefndarinnar.

Mynd 3

Atkvæðaskipting minnihlutaatkvæða
2009-2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Lokaorð

Líklegt er að þær breytingar sem gerðar voru á ramma peningastefnunnar árið 2009 hafi bætt framkvæmd og aukið trúverðugleika hennar. Gagnsæi stefnunnar hefur verið aukið mikið og fyrirkomulag ákvarðanatöku virðist í takt við það sem best þekkist.⁴ Atkvæðaskipting peningastefnunefndarinnar hér á landi og munur á kosningahegðun innri og ytri nefndarmanna frá því að nefndin hóf störf virðist einnig hafa verið svipuð því sem tíðkast í nágrannalöndum okkar sem eru með sams konar fyrirkomulag.

Heimildir

- Blinder, A. S., (2009). Making Monetary Policy by Committee. *International Finance*, 12, 171-194.
- Dincer, N. N., og B. Eichengreen (2014). Central bank transparency and independence: Updates and new measures. *International Journal of Central Banking*, 10, 189-253.
- Gerlach-Kristen, P., (2009). Outsiders at the Bank of England's MPC. *Journal of Money, Credit and Banking* 41, 1099-1115.
- Jung, A., (2011). An International Comparison of Voting by Committees. *European Central Bank Working Paper* no. 1383.
- King, M., (2007). The MPC ten years on. Ræða flutt 2. maí 2007.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. *Sérrit* nr. 4.
- Seðlabanki Íslands (2012). Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum. *Sérrit* nr. 7.

4. Sjá t.d. Dincer og Eichengreen (2014) sem bera saman hvernig gagnsæi í peningastefnu fjölda seðlabanka hefur þróast á undanförunum árum, þ.á m. þess íslenska. Þar kemur t.d. fram að gagnsæi peningastefnunnar hefur aukist einna mest hér á landi undanfarin ár.

Hugtökin kjarnaverðbólga eða undirliggjandi verðbólga koma oft upp í umræðu um mótun og framkvæmd peningastefnunnar. Að baki liggja hugmyndir um að hægt sé að greina hvaða þættir í þróun verðbólgunnar séu tímabundnir og hverjir séu þrálátari og líklegir til að verða erfiðir viðureignar ef verðbólga víkur nokkuð frá verðbólgu-markmiði. Hækkun verðs á grænmeti vegna óhagstæðs veðurfars hefur t.d. tímabundin áhrif á verðbólgu sem leiðréttast þegar veður-skilyrði batna og kalla því almennt ekki á sérstök viðbrögð peningastefnunnar. Aðrar verðbreytingar eru þrálátari, tengjast væntingum um verðbólgu sem aftur hafa áhrif á verðlagningu heimila á vinnu og verðlagningu fyrirtækja á vörum og þjónustu. Að öðru óbreyttu myndi verðbólga drifin áfram af slíkum þáttum kalla á viðbrögð peningastefnunnar. Markmiðið með mati á undirliggjandi verðbólgu er að búa til mælikvarða á verðbólguþrýsting í hagkerfinu sem horfir fram hjá þessum tímabundnu þáttum.

Til er fjöldi aðferða við að meta undirliggjandi verðbólgu en þar sem ekki hefur verið fundin aðferð sem skarar fram úr öðrum á öllum sviðum styðjast seðlabankar yfirleitt við nokkra mælikvarða. Tvenns konar aðferðafræði hefur verið beitt við gerð þeirra mælikvarða sem birtir eru hér á landi: útilokun og tölfraði. Útilokunaraðferðir leitast við að fjarlægja skammlíf áhrif með því að fjarlægja ýmsar undirvísitölur vísitölu neysluverðs. Yfirleitt eru þær undirvísitölur sem sveiflast mest fjarlægðar eða þeir þættir sem talið er að endurspegli framboðsskelli, eins og t.d. olíuverð og breytingar á óbeinum sköttum, eða verð sem ákveðið er af hinu opinbera. Tölfraðiaðferðir ganga einnig út á að fjarlægja sveiflukennda undirliði vísitölu neysluverðs en einskorða sig yfirleitt við að fjarlægja sveiflukenndustu undirliðina í einstaka mánuðum. Þeir geta verið breytilegir frá einum tíma til annars og því eru ekki alltaf sömu undirþættirnir fjarlægðir eins og gert er með útilokunaraðferðinni.

Að beiðni Seðlabankans hefur Hagstofa Íslands um nokkurra ára skeið birt fjóra mismunandi mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu byggða á útilokunaraðferðinni: kjarnavísitölu 1, sem útilokar verð landbúnaðarvara og olíu, kjarnavísitölu 2, sem útilokar einnig verð opinberrar þjónustu, kjarnavísitölu 3, sem fjarlægir einnig raunvaxtakostnað húsnæðislána, og kjarnavísitölu 4, sem undanskilur einnig markaðsvirði húsnæðis.¹ Til viðbótar reiknar Seðlabankinn ýmsa tölfraðilega mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu: nokkur klippt meðaltöl, sem undanskilja 5-25% þeirra undirliða sem breytast mest í verði milli mánaða, og vegið miðgildi verðbreytinga undirliða vísitölu neysluverðs.

Í nýlegri rannsóknarritgerð er kynntur nýr mælikvarði á undirliggjandi verðbólgu fyrir Ísland sem byggist á svo kölluðu „kviku þáttalíkani“ (e. dynamic factor model).² Við mat á líkaninu eru 230 undirvísitölur vísitölu neysluverðs notaðar til að finna undirliggjandi þátt (e. factor) sem er sameiginlegur í öllum undirvísitölunum og ætti að endurspeglja almenna verðbólguþróun. Niðurstöðurnar má sjá á mynd 1 en eins og sjá má fylgir mælikvarðinn mældri verðbólgu nokkuð vel. Sveiflurnar eru hins vegar minni og hjöðnun verðbólgu árið 2014 er ekki eins hröð og ef miðað er við mælda verðbólgu. Það gefur til kynna að hluta hjöðnunar mældrar verðbólgu megi rekja til tímabundinna þátta sem eru líklegir til að ganga til baka. Eins og sést á mynd 2 gefur kjarnavísitala 3 þetta einnig til kynna en hjöðnun undirliggjandi verðbólgu samkvæmt henni er þó hraðari en fæst með þáttalíkaninu, líkt og hjá öðrum mælikvörðum.

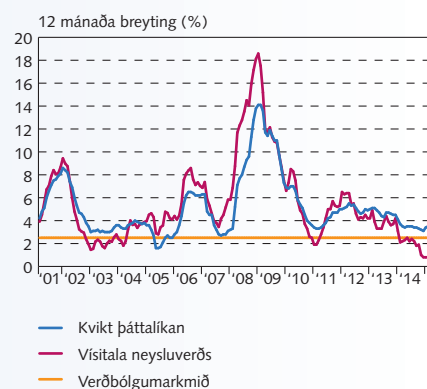
Rammagrein 5

Mat á undirliggjandi verðbólgu með kviku þáttalíkani

Mynd 1

Undirliggjandi verðbólga samkvæmt kviku þáttalíkani

Mars 2001 - apríl 2015



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

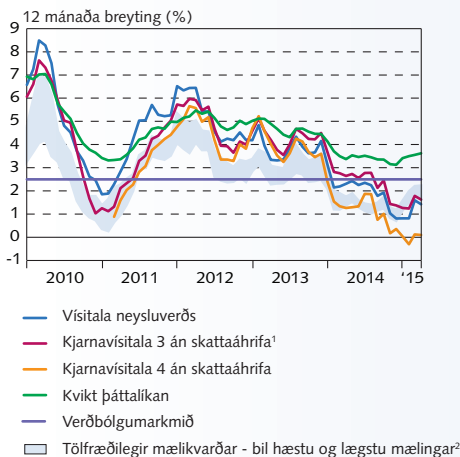
1. Greiningu á kjarnavísitölum 1 og 2 má finna í Þórarinn G. Pétursson (2002). „Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar“. *Peningamál* 2002/4.

2. Bjarni G. Einarsson (2014). „A Dynamic Factor Model for Icelandic Core Inflation“. Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 67.

Mynd 2

Ýmsir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu

Janúar 2010 - apríl 2015



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 klippt meðaltal (e. trimmed mean) þar sem 5%, 10%, 15%, 20% og 25% þeirra undiriðna sem breytast minnst og mest í verði eru undanskilin.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Í ritgerðinni er þessi nýi mælikvarði borinn saman við fyrir-
liggjandi mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu á Íslandi út frá
fjórum eiginleikum. Í fyrsta lagi ætti mælikvarðinn að hafa sambæri-
legt meðaltal og mæld verðbólga yfir lengri tíma þar sem hann á að
endurspegla sömu langtímaþróun og mæld verðbólga. Í öðru lagi
ætti mælikvarðinn að hafa lægra staðalfrávik þar sem undirliggjandi
verðbólga á að mæla undirliggjandi leitni verðbólgu sem ætti að vera
minna sveiflukennd. Í þriðja lagi ætti mælikvarðinn að hafa óbjagað
forspárgildi fyrir framtíðarverðbólgu. Að síðustu ætti mælikvarði á
undirliggjandi verðbólgu að vera aðgengilegur án mikillar tafar og
eldri gildi hans ættu ekki að breytast mikið við að tekið sé tillit til
nýrra gagna við matið.

Þessi samanburður bendir til þess að undirliggjandi verðbólga
samkvæmt kvika þáttalíkaninu sé betri en aðrir mælikvarðar þegar
horft er á tímabilið frá mars 1997 (eins langt aftur og kjarnavísitölur
1 og 2 ná) að því leyti að hann hefur sama meðaltal og verðbólga
samkvæmt vísitölu neysluverðs, líkt og kjarnavísitölurnar, en staðal-
frávikði er lægra. Þegar horft er á styttri tímabil sem svara til fyrstu
mælinga annarra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu nær kvika
þáttalíkanið meðaltali verðbólgu verr en er almennt sá mælikvarði
sem hefur lægst staðalfrávik en kjarnavísitölurnar hafa sambærilegt
eða jafnvel hærra staðalfrávik en mæld verðbólga. Klipptu meðal-
tölin og vegna miðgildið hafa lægra staðalfrávik en mæld verðbólga
en ná meðaltali verðbólgu illa. Þeir mælikvarðar hafa hins vegar
mestu fylgnina við framleiðsluspennuna sem oft er talin hafa for-
spárgildi fyrir framtíðarþróun verðbólgu þar sem hún er mælikvarði
á innlendan eftirspurnarþrýsting.

Niðurstöðurnar benda einnig til þess að af öllum mælikvörð-
unum eru það aðeins kvika þáttalíkanið og kjarnavísitala 1 sem hafa
óbjagað forspárgildi fyrir mælda verðbólgu. Að auki virðist þróun
þessara tveggja mælikvarða ekki ákvarðast af þróun mældrar verð-
bólgu og þeir því veikar ytri (e. weakly exogenous) stærðir með tilliti
til mældrar verðbólgu. Hins vegar eru breytingar í mati á undirliggj-
andi verðbólgu á tilteknum tíma þegar nýjum gögnum er bætt við
einn af göllum kviks þáttalíkans. Niðurstöður rannsóknarinnar benda
þó til þess að matið á undirliggjandi verðbólgu hér á landi breytist
lítið við endurmat þegar ný gögn eru birt.

Það er því hérlendis líkt og annars staðar að enginn einn mæli-
kvarði á undirliggjandi verðbólgu skarar fram úr á öllum sviðum.
Niðurstöður rannsóknarinnar benda þó til þess að mælikvarðinn
samkvæmt kviku þáttalíkani ætti að vera góð viðbót við þá mæli-
kvarða sem nú þegar er fylgst með í Seðlabankanum.

Viðauki 1

Spátöflur

Tafla 1 Landsframléiðsla og helstu undirliðir¹

	2013	2014	2015	2016	2017
Einkaneysla	0,5 (0,8)	3,7 (3,6)	3,9 (3,7)	3,0 (3,0)	2,8 (2,8)
Samneysla	0,7 (0,8)	1,8 (0,9)	1,4 (1,4)	1,2 (1,1)	1,0 (1,2)
Fjármunamyndun	-1,0 (-2,2)	13,7 (13,7)	22,6 (13,7)	10,9 (15,8)	5,1 (4,2)
Atvinnuvegafjárfesting	-6,7 (-8,6)	15,1 (13,3)	29,7 (14,6)	12,2 (17,3)	1,3 (0,8)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	10,8 (10,8)	14,9 (21,7)	18,6 (22,3)	11,5 (20,3)	23,0 (15,8)
Fjárfesting hins opinbera	12,5 (12,5)	7,5 (7,8)	3,4 (2,9)	3,5 (3,5)	1,8 (1,8)
Þjóðarútgjöld	-0,2 (-0,3)	5,3 (4,4)	6,6 (4,9)	4,1 (5,0)	2,9 (2,7)
Útflutningur vöru og þjónustu	6,9 (6,9)	3,1 (4,3)	6,9 (5,3)	4,2 (2,8)	3,2 (2,7)
Innflutningur vöru og þjónustu	0,3 (0,4)	9,9 (9,4)	11,1 (6,8)	5,7 (7,0)	2,7 (2,7)
Verg landsframléiðsla (VLF)	3,6 (3,5)	1,9 (2,0)	4,6 (4,2)	3,4 (2,8)	3,1 (2,7)
VLF á verðlagi hvers árs (þús.ma.kr.)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,2 (2,2)	2,3 (2,3)	2,5 (2,4)
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	5,7 (5,6)	6,0 (5,1)	9,9 (9,7)	7,0 (5,5)	6,5 (5,3)
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	15,4 (15,1)	16,6 (16,4)	18,7 (17,2)	19,8 (19,3)	20,1 (19,5)
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	10,0 (9,6)	10,9 (10,3)	12,7 (10,8)	13,5 (12,3)	13,2 (12,0)
Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) ²	22,5 (21,9)	21,7 (19,8)	21,0 (20,1)	21,2 (20,6)	22,1 (20,9)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	3,7 (3,7)	-3,0 (-2,1)	-1,6 (-0,3)	-0,4 (-1,7)	0,4 (0,2)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/1). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og undirliggjandi viðskiptajafnaður. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur¹

	2013	2014	2015	2016	2017
Útflutningsframléiðsla sjávarafurða	8,0 (8,0)	-12,8 (-11,0)	6,8 (5,0)	3,0 (2,0)	2,0 (2,5)
Útflutningsframléiðsla áls	3,0 (3,0)	1,8 (1,7)	4,0 (3,7)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	-4,9 (-4,9)	7,2 (5,4)	6,0 (3,0)	2,0 (1,0)	2,0 (2,1)
Verð áls í USD ²	-4,8 (-4,8)	2,0 (0,3)	-1,6 (4,6)	3,9 (5,1)	3,6 (0,9)
Verð eldsneytis í USD ³	-0,9 (-0,9)	-7,5 (-7,5)	-41,5 (-39,5)	14,3 (16,3)	5,6 (9,3)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-1,9 (-1,9)	3,4 (2,4)	4,0 (4,9)	0,5 (-0,4)	0,1 (-0,2)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	1,6 (1,6)	1,1 (1,1)	0,6 (0,8)	1,6 (1,7)	1,8 (1,9)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁴	0,7 (0,7)	1,7 (1,7)	1,9 (1,9)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)
Innflutningur helstu viðskiptalanda ⁴	1,9 (1,9)	2,3 (2,2)	2,9 (2,9)	3,4 (3,4)	3,0 (3,0)
Skammtímaxvættir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁵	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)	0,8 (0,8)	1,4 (2,4)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/1). 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 peningamarkaðsvættir 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 hans¹

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

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/1). 2. Reiknað samkvæmt staðli Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Jöfnuður frumpáttatekna að viðbættum hreinum 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 fjármál¹

	2013	2014	2015	2016	2017
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	-1,8 (-1,8)	0,0 (2,0)	0,1 (-0,4)	0,3 (0,4)	1,2 (1,0)
Frumjöfnuður ríkissjóðs	2,0 (3,0)	3,2 (3,1)	3,2 (2,8)	3,0 (3,4)	3,7 (3,7)
Heildarjöfnuður hins opinbera	-1,7 (-1,7)	-0,2 (1,9)	-0,1 (-0,2)	0,0 (0,6)	1,1 (1,5)
Frumjöfnuður hins opinbera	2,1 (3,1)	3,1 (3,0)	3,1 (2,9)	2,8 (3,9)	3,7 (4,4)
Vergar skuldir hins opinbera	86 (86)	82 (83)	74 (81)	69 (73)	64 (70)
Hreinar skuldir hins opinbera ²	63 (63)	59 (65)	53 (59)	49 (53)	45 (53)

1. Hlutfall af VLF á rekstrargrunni, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/4). 2. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádrögnum sjóðum og bankainnstæðum.

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

Tafla 5 Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta¹

	2013	2014	2015	2016	2017
Atvinnuleysi (% af mannafla)	5,4 (5,4)	5,0 (5,0)	3,5 (4,0)	3,6 (3,9)	3,9 (4,0)
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	77,0 (77,0)	77,4 (77,4)	78,7 (77,9)	78,9 (78,0)	78,9 (77,8)
Heildarvinnustundir	3,7 (3,7)	1,9 (1,9)	3,6 (2,9)	2,5 (2,3)	2,2 (1,8)
Framleiðni vinnuaflds ²	-0,1 (-0,2)	0,0 (0,1)	1,0 (1,3)	0,9 (0,6)	0,9 (0,9)
Launakostnaður á framleidda einingu ³	2,8 (3,6)	5,9 (5,7)	6,1 (5,0)	4,1 (4,0)	2,4 (2,4)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	0,5 (0,7)	6,2 (4,6)	4,2 (6,1)	4,2 (3,7)	3,5 (2,2)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-0,3 (-0,6)	-0,1 (0,0)	1,1 (0,9)	1,1 (0,6)	0,8 (0,4)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/1). 2. Hagvöxtur að frádrögnum fjölgun heildarvinnustunda. 3. Vöxtur launakostnaðar að frádrögnum framleiðnivexti.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Gengi krónunnar og verðbólga¹

	2013	2014	2015	2016	2017
Vísitala meðalgengis ²	218,9 (218,9)	206,9 (206,9)	206,6 (207,6)	206,6 (207,6)	206,6 (207,6)
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	3,9 (3,9)	2,0 (2,0)	1,9 (0,7)	3,0 (2,3)	3,2 (2,5)
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	3,7 (3,7)	2,0 (2,0)	1,4 (0,4)	3,0 (2,3)	3,2 (2,5)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/1). 2. Þröng viðskiptavog.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 7 Ársfjórðungsleg verðbólguþátta (%)¹

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>			
2014:2	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)	3,5 (3,5)
2014:3	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	0,9 (0,9)
2014:4	1,3 (1,3)	1,2 (1,2)	-0,4 (-0,4)
2015:1	1,1 (0,5)	0,7 (0,1)	0,4 (-2,0)
<i>Spáð gildi</i>			
2015:2	1,7 (0,6)	1,3 (0,2)	5,9 (3,9)
2015:3	1,9 (0,6)	1,5 (0,2)	1,9 (0,8)
2015:4	2,7 (1,4)	2,3 (1,0)	2,8 (2,9)
2016:1	2,7 (1,9)	2,7 (1,9)	0,3 (-0,2)
2016:2	2,9 (2,3)	2,9 (2,3)	6,8 (5,9)
2016:3	3,2 (2,3)	3,2 (2,3)	3,1 (0,5)
2016:4	3,3 (2,7)	3,3 (2,7)	3,1 (4,7)
2017:1	3,4 (2,6)	3,4 (2,6)	0,5 (-0,7)
2017:2	3,3 (2,4)	3,3 (2,4)	6,5 (5,3)
2017:3	3,2 (2,6)	3,2 (2,6)	2,5 (1,2)
2017:4	3,0 (2,5)	3,0 (2,5)	2,6 (4,3)
2018:1	2,8 (2,6)	2,8 (2,6)	-0,3 (-0,3)
2018:2	2,7	2,7	5,8

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.