



# PENINGAMÁL

2015 • 4

## Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 5 Vaxandi hætta á ofhitnun þjóðarbúskaðarins
  - 5 Kafli I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir
  - 15 Kafli II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör
  - 21 Kafli III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir
  - 29 Kafli IV Innlent raunhagkerfi
  - 39 Kafli V Verðbólga
- 43 Rammagrein 1 Nýlegar sviptingar á innlendum skuldabréfamarkaði: fjármagnsinnflæði og lækun óverðtryggðra langtímavaxta
- 46 Rammagrein 2 Áhrif gengisbreytinga á utanríkisviðskipti og viðskiptakjör
- 52 Rammagrein 3 Fjárlagafrumvarp ársins 2016
- 56 Rammagrein 4 Forsendur um þróun launa í spám Seðlabankans
- 59 Rammagrein 5 Uppfært þjóðhagslíkan Seðlabankans
- 60 Rammagrein 6 Reynsla af spám Seðlabankans
- 67 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](mailto:sedlabanki@sedlabanki.is)

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

Ritstjórn:

Þórarinn G. Pétursson, formaður

Rannveig Sigurðardóttir

Sigríður Benediktsdóttir

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Elís Pétursson

Karen Á. Vignisdóttir

62. rit. 4. nóvember 2015

Prentun og bókband: Oddi ehf.

*Peningamál* eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

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

# Yfirlýsing peningastefnunar

## 4. nóvember 2015

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 5,75%.

Spáð er 4,6% hagvexti á þessu ári sem er um ½ prósentu meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og hafa hagvaxtarhorfur til næstu ára einnig batnað. Hagvöxturinn er einkum borinn uppi af innlendri eftirspurn sem talin er aukast um ríflega 7% í ár.

Verðbólga hefur reynst nokkru minni að undanförunu en spáð var í ágúst og er enn undir markmiði, sérstaklega ef horft er framhá húsnæðislið vísitölu neysluverðs. Stafar það einkum af meiri lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun á gengi krónunnar sem hefur vegið á móti auknum verðbólguþrýstingi af innlendum toga.

Verðbólguhorfur til skamms tíma eru af ofangreindum ástæðum töluvert betri en Seðlabankinn spáði í ágúst en til lengri tíma lítið hafa þær lítið breyst. Því er áfram spáð að miklar launahækkningar muni leiða til þess að verðbólga fari yfir markmið er líður á næsta ár þegar dregur úr áhrifum lítillar alþjóðlegrar verðbólgu. Verðbólga mun ekki nálgast markmiðið á ný fyrr en á árinu 2018. Spáin byggist á þeirri forsendu að aðhald peningastefnunnar sé hert samhliða því að framleiðsluspenna og verðbólga aukast. Þá er einnig tekið mið af því að frumvarp til fjárlaga felur í sér nokkra slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum að teknu tilliti til hagsveiflu.

Sterkari króna og hagstæðari alþjóðleg verðlagsþróun hefur gefið svigrúm til að hækka vexti hægar en áður var talið nauðsynlegt. Það breytir hins vegar ekki því að þörf er á auknu aðhaldi peningastefnunnar á næstu misserum í ljósi vaxandi innlends verðbólguþrýstings. Hve mikið og hve hratt það gerist ræðst af framvindunni og því hvernig greiðist úr þeirri óvissu sem nú er til staðar í efnahagsmálum. Töluverð óvissa er m.a. um miðlun peningastefnunnar um þessar mundir þar sem áhrifa óvenju lágra alþjóðlegra vaxta hefur í vaxandi mæli gætt hér á landi. Mótun peningastefnunnar mun einnig ráðast af þróun lausafjástöðu í tengslum við losun fjármagnshafta og af því hvort öðrum stjórnþækjum hagstjórnar verður beitt til þess að halda aftur af eftirspurnarþrýstingi á komandi misserum.



# Vaxandi hættu á ofhitnun þjóðarbúskaparins

Alþjóðlegar efnahagshorfur hafa versnað á ný og óvissa aukist frá ágústspá Peningamála. Útflutningshorfur eru þó lítið breyttar en þar vegast á horfur á áframhaldandi miklum vexti í þjónustuútflutningi og útlit fyrir minnkandi vöxt annars útflutnings. Endurskoðaðar tölur Hagstofu Íslands benda til mikils hagvaxtar á fyrri hluta ársins og að hann hafi verið 5,6% á öðrum ársfjórðungi. Er það mesti vöxtur á einum fjórðungi frá ársbyrjun 2008. Gert er ráð fyrir 4,6% hagvexti á árinu í heild sem er tæplega ½ prósentu meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur minnki á næsta ári en fyrir allt spátímabilið hafa hagvaxtarhorfur batnað. Hagvöxtur í ár og frá því að efnahagsbatinn hófst um mitt ár 2010 hefur að verulegu leyti endurspeglast í mikilli fjölgun starfa og hefur atvinnuleysi minnkað verulega þrátt fyrir mikla aukningu atvinnuþátttöku. Framleiðni hefur því nánast staðið í stað undanfarin fimm ár og samkvæmt spánni verður framleiðnivöxtur áfram undir sögulegu meðaltali og meðaltali fyrri bataskeiða. Verðbólga reyndist nokkru minni á þriðja fjórðungi en spáð hafði verið í ágúst og betri upphafsstaða, hærra gengi krónunnar og lægra hrávöru- og olíuverð gera það að verkum að verðbólguhorfur til skemmri tíma batna frá fyrri spá. Á hinn bóginn eru horfur á meiri innlendum verðbólguþrýstingi sakir aukinnar framleiðsluspennu og meiri hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu. Verðbólguhorfur á seinni hluta spátímabilsins eru því taldar svipaðar og í ágúst en óvissa hefur aukist.

## I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

### Grunnspá Seðlabankans<sup>1</sup>

#### Alþjóðlegar efnahagshorfur versna á ný ...

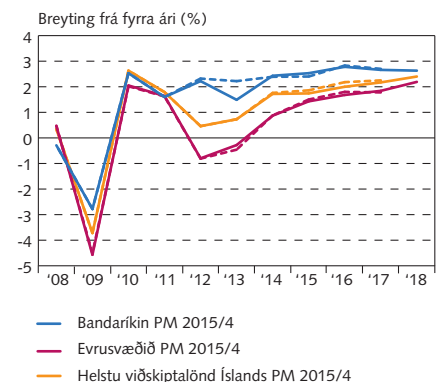
Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir 3,1% heimshagvexti í ár sem er 0,3 prósentum minni vöxtur en í fyrra og 0,2 prósentum minni vöxtur en í spá sjóðsins frá því í sumar. Horfur versna í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum, sérstaklega í þeim síðarnefndu, og gangi spáin eftir yrði árið í ár það fimmta í röð þar sem hagvöxtur hjá þeim minnkar milli ára. Einkum hafa horfur versnað í hrávöru- og olíuútflutningslöndum sem hafa orðið fyrir tekjumissi vegna lækkunar hrávöru- og olíuverðs og í ríkjum sem hafa orðið illa úti vegna hækkunar Bandaríkjadals sökum mikilla skulda í þeim gjaldmiðli.

Í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist hagvöxtur 1,9% á fyrri hluta ársins sem er lítill meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá Peningamála. Horfur fyrir árið í heild eru hins vegar heldur lakari en þá var áætlað (mynd I-1). Talið er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði hinn sami í ár og í fyrra eða 1,7% en aukist í 2% á næsta ári. Spáð er 2¼% hagvexti að meðaltali á árunum 2017-2018. Hagvaxtarhorfur fyrir allt spátímabilið hafa því versnað frá því í ágúst og óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum aukist á ný. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

#### ... og horfur á að það hægi á útflutningsvexti á næstu árum

Frá útgáfu Peningamála í ágúst hefur gengi krónunnar hækkað um tæplega 4½% miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu, þrátt fyrir töluverð kaup Seðlabankans á erlendum gjaldeyri. Eins og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að gengisvísitalan haldist á svipuðu stigi út

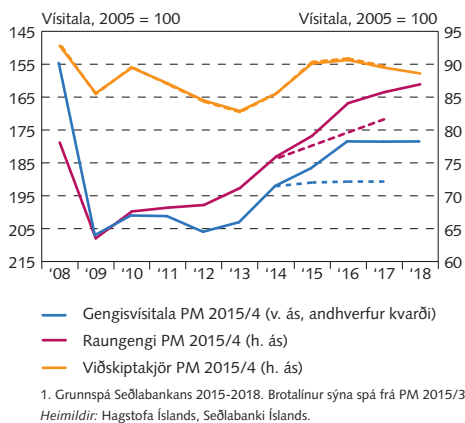
Mynd I-1  
Alþjóðlegur hagvöxtur 2008-2018<sup>1</sup>



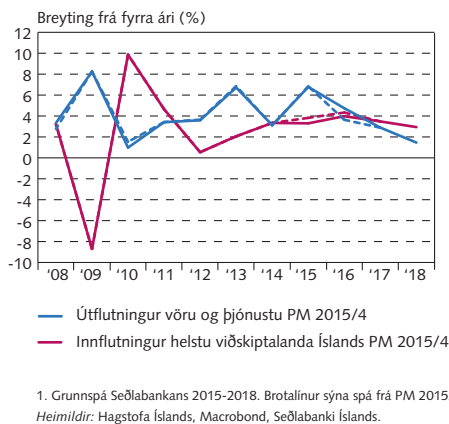
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

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

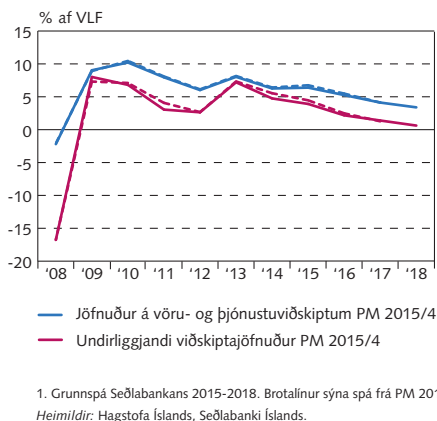
Mynd I-2  
Gengi krónunnar og viðskiptakjör 2008-2018<sup>1</sup>



Mynd I-3  
Útflutningur vöru og þjónustu 2008-2018<sup>1</sup>



Mynd I-4  
Viðskiptajöfnuður 2008-2018<sup>1</sup>



spátímann. Því er gert ráð fyrir hærra gengi en í ágústspánni (mynd I-2). Raungengið hefur einnig hækkað með hærra nafngengi og hækkun innlends kostnaðar umfram meðalhækkun í helstu viðskiptalöndum. Samkvæmt spánni mun raungengið halda áfram að hækka út spátímann og verður það orðið um 3% yfir meðaltali sl. þrjátíu ára árið 2018. Það verður þó enn næstum 18% lægra en það fór hæst í aðdraganda fjármálakreppunnar.

Viðskiptakjör bötnuðu um 10½% á fyrri hluta ársins frá sama tíma í fyrra og kemur það til viðbótar ríflega 3% bata í fyrra. Skýrist batinn fyrst og fremst af lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun á verði sjávarafurða. Gert er ráð fyrir að það hægi á batanum á seinni hluta ársins og að viðskiptakjör batni um liðlega 5% í ár. Er það ½ prósentu minni bati en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næstu ár eru hins vegar óbreyttar frá ágúst en óvissa hefur aukist í takt við aukna óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum.

Þjónustuútflutningur jókst töluvert meira á fyrri hluta ársins en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Skýrist frávikid annars vegar af miklum krafti í ferðaðþjónustu og hins vegar af miklum og ófyrirséðum einskriptistekjum af einkaleyfum vegna hugverka. Þótt þessar einskriptistekjur séu ekki líklegar til að endurspeglar þróunina fyrir árið í heild eru horfur á miklum vexti þjónustuútflutnings í ár. Á móti vegur hins vegar veikari útflutningur sjávarafurða, sem rekja má til minni makrílveiða, innflutningsbanns Rússa og tregðu í sölu til Nígeríu. Vöxtur útflutnings vöru og þjónustu er því áætlaður 6,8% í ár eins og í ágústspánni (mynd I-3). Samkvæmt spánni hægir nokkuð á útflutningsvexti á næstu þremur árum í takt við hækkingu raungengi (sjá umfjöllun í rammagrein 2 um áhrif gengisbreytinga á utanríkisviðskipti). Horfur eru á minni vöruútflutningi á næsta ári en spáð var í ágúst enda hækkun raungengis meiri og eftirspurn viðskiptalanda minni en þá var gert ráð fyrir. Á móti vega betri horfur í ferðamannaíðnaði.

Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að afgangur á viðskiptum við útlönd minnki nokkuð á næstu árum. Það endurspeglar fyrst og fremst kröftugan innflutning, en á móti vegur nokkur viðskiptakjarabati frá því í fyrra og fram á næsta ár. Talið er að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum minnki úr 6½% af landsframleiðslu í ár í um 3½% árið 2018 (mynd I-4). Undirliggjandi viðskiptajöfnuður minnkar með áþekkingu hætti úr um 4% af landsframleiðslu í ár í ½% árið 2018. Nánar er fjallað um þróun raungengis og viðskiptakjara í kafla II og útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

### Mikill vöxtur innlestrar eftirspurnar í fyrra og horfur á enn meiri vexti í ár

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands jókst einkaneysla á fyrri hluta ársins um 4,4% frá sama tíma í fyrra. Leggst þar á eitt aukinn kaupmáttur ráðstöfunartekna vegna hækkunar launa, aukinnar atvinnu, tiltölulega lítillar verðbólgu og batnandi eiginfjárstöðu heimila sakir hækkunar eignaverðs og lækkunar skulda. Horfur eru á að svo verði áfram og við bætast fyrirhugaðar lækkanir skatta sem auka munu eftirspurn heimila enn frekar. Áætlað er að einkaneysla aukist um 4,6% í ár sem er heldur meira en spáð var í ágúst og að hún

vaxi um u.þ.b. 4% á ári næstu þrjú ár. Þótt það sé töluverður vöxtur er það nokkuð undir vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna og því eykst sparnaður heimila á spátímanum samkvæmt spánni.

Fjárfesting jókst einnig töluvert á fyrri hluta ársins. Fjárfesting alls jókst um liðlega 21% frá sama tíma í fyrra og þar af jókst atvinnuvega-fjárfesting um 38%. Þessar tölur litast nokkuð af mikilli fjárfestingu í skipum og flugvélum en jafnvel þótt lítið sé fram hjá þeirri fjárfestingu mælist töluverður þróttur í fjárfestingarumsvifum og samkvæmt nýrri fjárfestingarkönnun Seðlabankans eru horfur á að svo verði áfram. Gert er ráð fyrir að heildarfjárfesting aukist um tæp 21% í ár og um 11½% á næsta ári og að hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu fari úr 16,7% í fyrra í næstum 20% árið 2018.

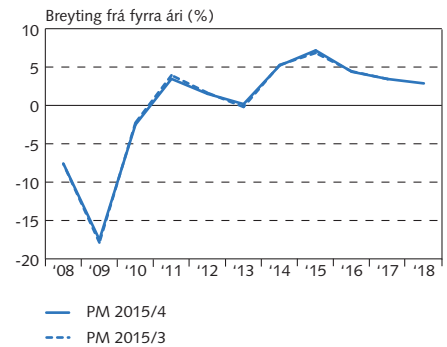
Á heildina lítið er talið að þjóðarútgjöld muni aukast um 7,2% í ár og kemur þessi mikli vöxtur í kjölfar ríflega 5% vaxtar í fyrra (mynd I-5). Líkt og spáð var í ágúst hægir heldur á vextinum á næstu árum en hann verður samt sem áður töluverður. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

### Mikill hagvöxtur í ár en horfur á að hann fari smám saman minnkandi

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 5,6% hagvöxtur á öðrum ársfjórðungi. Er það mesti hagvöxtur sem mælst hefur á einum fjórðungi frá ársbyrjun 2008. Hagstofan endurskoðaði einnig áður birtar tölur og telur nú að hagvöxtur hafi verið 4,8% á fyrsta fjórðungi en hafði áður metið hann 2,9%. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins er nú talinn hafa verið 5,2% sem er nokkru meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Þar hafði verið spáð rúmlega 3% vexti. Núverandi mat Hagstofunnar er hins vegar mun nær maíspá bankans um 4,8% hagvöxt en hún var gerð áður en fyrstu bráðabirgðatölur fyrir fyrsta fjórðung lágu fyrir. Þótt mikill hagvöxtur á fyrri hluta ársins endurspeglar að nokkru leyti fyrrnefnd einskaptisáhrif kröftugs þjónustuútlutnings hafa hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild verið endurskoðaðar upp á við frá ágústspánni og er nú gert ráð fyrir 4,6% hagvexti í ár. Það er 0,4 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í ágúst en sami hagvöxtur og spáð var í maí. Betri horfur endurspeglar bæði kröftugri vöxt innlendrar eftirspurnar og lítilla jákvæðara framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar.

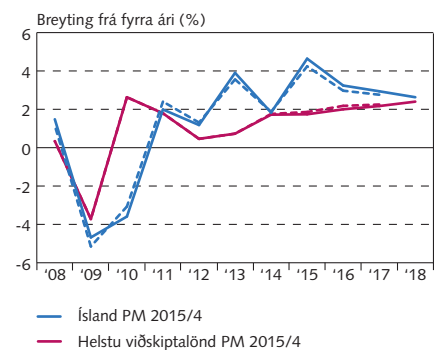
Líkt og í ágústspánni er gert ráð fyrir að heldur hægi á hagvexti á næstu árum, þótt áfram sé spáð hagvexti umfram langtímameðaltal á meginhluta spátímans. Gert er ráð fyrir 3,2% hagvexti á næsta ári en um 3% árið 2017 og um 2½% árið 2018. Mikill hagvöxtur í ár endurspeglar að nokkru leyti óvenju mikinn vöxt í ferðaþjónustu en ekki síður tímabundin áhrif mikilla launahækkana og eftirspurnarhvetjandi aðgerða stjórnvalda, eins og tilfærslu til lækunar skulda heimila, sem auka við einkaneyslu. Þegar líður á spátímann taka áhrif þessara þátta að fjara út og minnkandi vöxtur útflutnings og hægur framleiðnivöxtur vega þyngra. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Mynd I-5  
Þjóðarútgjöld 2008-2018<sup>1</sup>



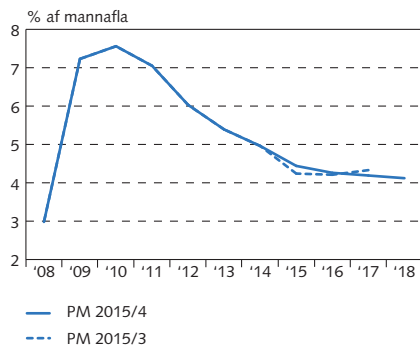
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6  
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum  
2008-2018<sup>1</sup>



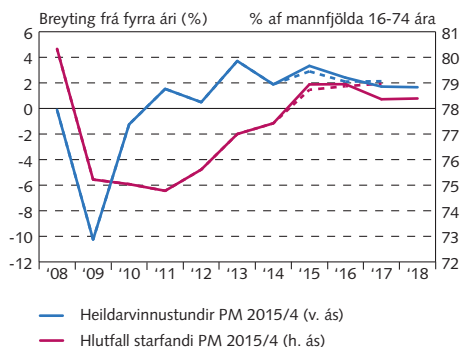
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7  
Atvinnuleysi 2008-2018<sup>1</sup>



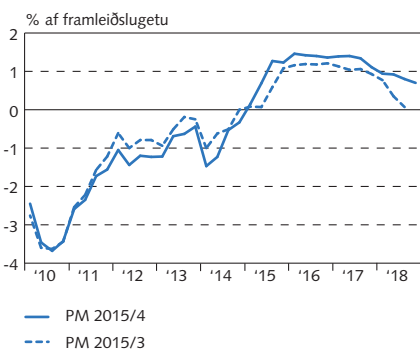
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8  
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi  
2008-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9  
Framleiðsluspenna<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2018



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2015 - 4. ársfj. 2018.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Áframhaldandi fjölgun starfa en lítill framleiðnivöxtur er áhyggjuefni

Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi mældist 4% á þriðja fjórðungi ársins og hafði minnkað um ½ prósentu frá sama tíma í fyrra og liðlega 4 prósentur frá því að það var hæst í kjölfar fjármálakreppunnar. Mikil fjölgun starfa skýrir minnkandi atvinnuleysi en á móti vegur að atvinnuþátttaka hefur einnig aukist talsvert og er árstíðarleiddrétt atvinnuþátttaka nú 3 prósentum meiri en hún var á síðasta fjórðungi 2011 þegar hún var minnst í kjölfar fjármálakreppunnar og nálgast nú það sem hún varð mest í byrjun árs 2007. Hlutfall starfandi hefur að sama skapi hækkað töluvert og var á þriðja fjórðungi 1½ prósentu hærra en á sama tíma í fyrra. Aðrar vísbendingar af vinnumarkaði hníga í sömu átt.

Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir áframhaldandi bata á vinnumarkaði með minnkandi atvinnuleysi og fjölgun starfa og heildarvinnustunda. Batinn er þó talinn verða heldur hægari en í ágúst enda gert ráð fyrir meiri hækkunum launakostnaðar. Atvinnuleysi fer úr 4,4% í ár í 4% árið 2018 (mynd I-7) og heildarvinnustundum fjölga um ríflega 2% að meðaltali á ári (mynd I-8). Hlutfall starfandi lækkar því lítillega frá núverandi hágildi.

Framleiðni hefur nánast staðið í stað í fimm ár samfelld en í ár er talið að framleiðnivöxtur taki aðeins við sér og verði um 1¼% eins og spáð var í ágúst (sjá mynd I-10 hér á eftir). Gert er ráð fyrir að framleiðni vaxi um u.þ.b. 1% á ári á spátímanum sem er áþekkur vöxtur og að meðaltali sl. tíu ára en nokkuð undir meðalvexti framleiðni til lengri tíma litið og reynslu af fyrri bataskeiðum. Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla IV.

## Horfur á meiri framleiðsluspenna en áður var gert ráð fyrir

Í takt við endurskoðun Hagstofunnar á sögulegum hagvaxtartölum er nú talið að slakinn í þjóðarþúinu á árunum 2011-2014 hafi verið tæplega ½ prósentu meiri á ári en fyrri tölur gáfu til kynna. Líkt og í ágúst er hins vegar talið að slakinn hafi horfið í byrjun þessa árs og meiri hagvöxtur í ár og á spátímabilinu í heild leiða til þess að heldur meiri framleiðsluspenna myndast á spátímanum en áður var spáð. Hún er talin ná hámarki í 1½% af framleiðslugetu í byrjun næsta árs og verður á svipuðu stigi fram á mitt ár 2017 en tekur þá að minnka á ný (mynd I-9). Samkvæmt spánni verður þó enn nokkur spenna til staðar í lok spátímans enda efnahagsumsvif mikil á tímabilinu. Eins og ævinlega er mikil óvissa um hver framleiðsluspennan er á hverjum tíma og er fjallað um nokkra óvissuþætti sem tengjast matinu hér á eftir en nánar er fjallað um nýtingu framleiðsluþátta þjóðarþúsins í kafla IV.

## Verðbólguhorfur batna til skemmri tíma en eru óbreyttar til lengri tíma litið

Verðbólga mældist 1,8% í október. Hún var enn minni eða 0,3% ef húsnæðisliður vísitölu neysluverðs er undanskilinn. Á þessa mælikvarða, sem og samkvæmt mismunandi mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu, hefur verðbólga þó þokast nokkuð upp frá því í byrjun árs. Hið sama á við um flesta mælikvarða á verðbólguvæntingar, þótt óvenju erfitt sé að túlka þróun mælikvarða á verðbólguvæntingar



á skuldabréfamarkaði vegna innflæðis erlends fjármagns sem hefur þrýst niður lengri enda vaxtaferilsins (sjá kafla III og rammagrein 1).

Verðbólga var að meðaltali 2% á þriðja ársfjórðungi sem er 0,4 prósentum minni verðbólga en spáð var í ágúst. Skýrist fráviknið fyrst og fremst af hærra gengi krónunnar og meiri lækkun hrávöru- og olíuverðs á heimsmarkaði en þar var spáð. Einnig virðast verðlagsáhrif af nýlegum kjarasamningum vera minni en þar var gert ráð fyrir, líklega að hluta til vegna gengishækkunar krónunnar og batnandi viðskiptakjara undanfarna mánuði. Enn er þó of snemmt að kveða upp úr um áhrif mikilla launahækkana sem fólust í kjarasamningum og líklegt er að úrskurður gerðardóms í ágúst hafi í för með sér meiri launahækkunir á spátímanum en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Þótt á móti vegi heldur hraðari framleiðnivöxtur á seinni hluta spátímans er eftir sem áður gert ráð fyrir mjög mikilli hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á spátímanum eða 9% í ár og 8% á næsta ári. Gangi spáin eftir verður meðalhækkun í ár og á næstu þremur árum því 6,7% á ári sem er langt umfram það sem getur samrýmst verðstöðugleika til lengri tíma litið (mynd I-10).

Verðbólguhorfur til skemmri tíma hafa batnað nokkuð frá ágústspá bankans, þótt enn sé töluverður og vaxandi innlendur verðbólguþrýstingur til staðar sem gæti brotist hratt út þegar áhrif hærra gengis og lægra innflutningsverðs taka að fjara út. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði 2,3% á síðasta fjórðungi ársins sem er 1½ prósentu minni verðbólga en spáð var í ágúst (sjá mynd I-11). Samkvæmt spánni heldur verðbólga áfram að þokast upp en þó nokkru hægar en spáð var í ágúst. Líkt og þá var spáð er talið að hún verði um og yfir 4% í lok næsta árs og fram á seinni hluta árs 2017 en taki síðan að þokast niður á ný. Í samanburði við ágústspána er verðbólga því um 1-1½ prósentu minni fram á seinni hluta næsta árs og skýrast hagstæðari horfur fyrst og fremst af betri upphafsstöðu, hærra gengi krónunnar og lægra hrávöru- og olíuverði. Á móti vega hins vegar horfur á meiri innlendum verðbólguþrýstingi eins og hann birtist í meiri framleiðsluspennu og meiri hækkunum launakostnaðar á framleidda einingu. Verðbólguhorfur eru hins vegar mjög óvissar um þessar mundir og er nánar fjallað um óvissupætti verðbólguþrýstingar hér á eftir og um alþjóðlega verðlagsþróun og þróun innlendar verðbólgu og verðbólguvæntinga í köflum II og V.

## Helstu óvissupættir

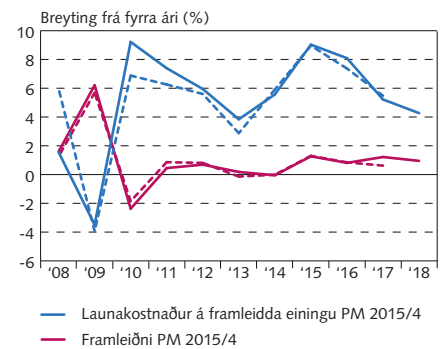
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir eru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

### Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum eykst á ný

Svo virðist sem óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum hafi aukist á ný, einkum efnahagshorfur í nýmarkaðsríkjum, þ.m.t. Kína og ríkjum í hópi olíu- og hrávöruútflytjenda (mynd I-12). Gengishækkun

Mynd I-10

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2008-2018<sup>1</sup>



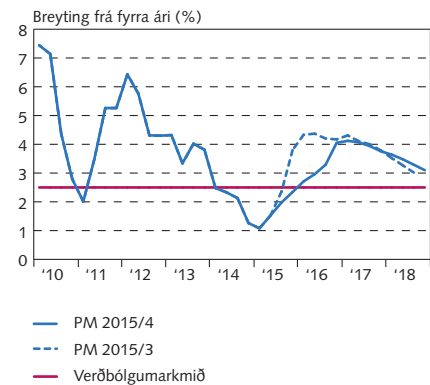
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-11

Verðbólga<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2018



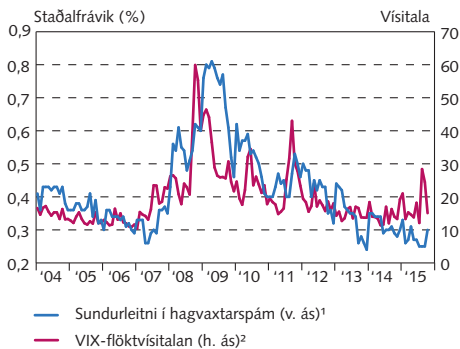
1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2015 - 4. ársfj. 2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Óvissa í hagvaxtarspám og flökt í hlutabréfaverði

Janúar 2004 - október 2015



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

Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond.

Bandaríkjadals hefur reynt á þórlif efnahagsreikninga í mörgum þessara ríkja, einkum þar sem fjármálalegt ójafnvægi hefur byggst upp undanfarin ár, og bæst ofan á lækkun hrávöru- og olíuverðs. Væntingar um hækkun vaxta í Bandaríkjunum hafa að sama skapi dregið verulega úr fjármagnsflæði til þeirra og aukið hættuna á bakslagi í brothættum efnahagsbata, sérstaklega ef vaxtahækkunir færu saman við enn frekari hækkun Bandaríkjadals. Óvissa í alþjóðastjórn- málum er enn nokkur og þótt hún hafi líklega minnkað á heildina litið frá því sem hún var fyrir ári, hefur mikill flóttamannastraumur frá botni Miðjarðarhafs skapað nýja núningfleti. Litið lengra fram á veginn gætu erfiðleikar við að þoka verðbólgu upp í markmið og óhagstæð þróun í aldursamsetningu í mörgum iðnríkjum einnig bent til þess að alþjóðlegar hagvaxtarhorfur séu of bjartsýnar. Alþjóðlegur hagvöxtur gæti þó orðið meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir ef t.d. áhrif lækkunar hrávöru- og olíuverðs á eftirspurn í helstu iðnríkjum verða meiri en gert er ráð fyrir eða ef nýlegar eftirspurnarörvandi aðgerðir Seðlabanka Evrópu reynast árangursríkari en talið hefur verið. Eftir sem áður er talin meiri hættu á að alþjóðlegar efnahagshorfur séu of bjartsýnar í grunnspánni en að þær séu of svartsýnar.

### Óvissa um gengisþróun

Í grunnspánni er sem fyrr gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist stöðugt út spátímann. Um þessa forsendu ríkir óvissa. Gengið gæti orðið lægra en hér er gert ráð fyrir ef t.d. viðskiptakjör verða óhag- stæðari. Mikil hækkun innlands launakostnaðar í kjölfar kjarasamninga nýverið mun einnig leiða til hækkunar raungengis sem skapa mun vaxandi þrýsting til nafngengislækkunar, sérstaklega til lengri tíma litið.

Gengi krónunnar gæti hins vegar einnig orðið hærra en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Nýlega gengishækkun má að nokkru leyti rekja til þess að efnahagsþróun hér á landi hefur verið hagfeldari en í nágrannaríkjum og ekki er útilokað að svo verði áfram. Gengið gæti einnig hækkað ef fjármagnsinnflæði í leit að betri ávöxtun eykst enn frekar eða ef viðskiptakjör þjóðarbúsins batna meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

### Óvissa gæti aukist tímabundið við uppgjör slitabúa

Framundan er uppgjör slitabúa fallinna fjármálafrýrtækja í tengslum við losun fjármagnshafta. Í spánni er áætlað að uppgjórið eigi sér m.a. stað með greiðslu svokallaðs stöðugleikaframlags sem getur valdið verulegum breytingum á innlendum efnahagsreikningum meðan á uppgjörinu stendur.<sup>2</sup> Markmiðið er að beita markaðsaðgerðum Seðlabankans þannig að uppgjórið muni ekki hafa áhrif á lausafé í umferð eða peningamagn og þannig á aðhaldsstig peningastefnunnar miðað við það sem peningastefnunefnd bankans stefnir að. Umbreytingarnar gætu hins vegar orðið það miklar að ekki takist fylli- lega að vinna á móti þeim. Uppgjórið gæti því valdið tímabundnum breytingum á lausafé og aðhaldsstigi sem gæti aukið óvissu tíma-

2. Sjá t.d. umfjöllun í Þorvarður Tjörvi Ólafsson (2015), „Economic analysis of capital account liberalisation in Iceland“. Seðlabanki Íslands *Sérrit* (væntanlegt).

bundið, þótt hættan á því sé minni en ef uppgjörið færi fram í gegnum hinn valkostinn og búin myndu greiða stöðugleikaskatt.

### Hnökrar í miðlunarferli peningastefnunnar

Þar til nýlega hafa vaxtabreytingar Seðlabankans í meginatriðum miðlast með eðlilegum hætti út vaxtarófið og í vaxtakjör heimila og fyrirtækja. Nú virðist hins vegar sem hnökrar séu að myndast í eðlilegri miðlun peningastefnunnar út í aðra vexti. Innlendir langtímaskulda-bréfavextir hafa lækkað töluvert undanfarið (mynd I-13) og þótt áhrif þessa sjáist ekki nema að takmörkuðu leyti í almennum vaxtakjörum heimila og fyrirtækja er ekki ólíklegt að þessi lækkun langtímaxaxta muni smám saman smitast út í kjör þeirra. Eins og rakið er í kafla III og rammagrein 1 tengist þessi lækkun langtímaxaxta auknu innflæði fjármagns sem hefur lækkað líftímaálag (e. term premia) á skulda-bréfamarkaði. Þessi þróun er ekki einungis bundin við Ísland og eru fjölmörg dæmi um svipaða þróun, jafnvel í stórum efnahagskerfum eins og Bandaríkjunum. Það breytir því ekki að þetta torveldar peningastefnunefndinni að ná fram því aðhaldsstigi í innlendum vöxtum sem að er stefnt. Því gæti það gerst að almennir vextir á markaði og til lántakenda lækki á sama tíma og reynt er að herða taumhald peningastefnunnar. Miðlun peningastefnunnar færir þá með vaxandi mæli frá innlendum vöxtum yfir í gengi krónunnar sem er óheppilegt þar sem erfiðara er að reiða sig á þann farveg peningastefnunnar. Í þessu ljósi hefur peningastefnunefnd m.a. haft til skoðunar hvernig nýta megi önnur stjórntæki til viðbótar við vaxtataekið.

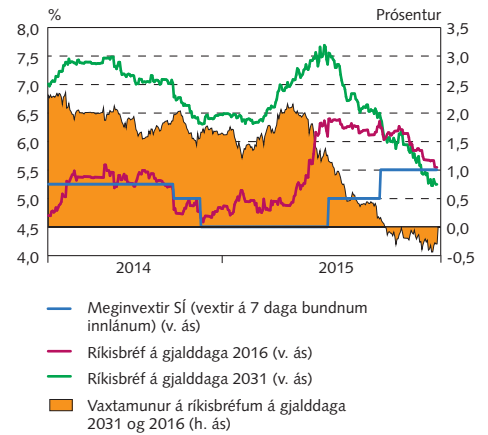
### Aukin óvissa um samspil stefnunnar í peninga- og ríkisfjármálum

Miðað við grunnspána felur nýtt fjárlagafrumvarp í sér slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum á þessu og næsta ári sem nemur u.þ.b. 1½% af landsframleiðslu (sjá kafla IV og rammagrein 3). Þessi slökun á aðhaldi kallar ekki einungis á harðara taumhald peningastefnunnar heldur eykur einnig hættu á neikvæðum hliðaráhrifum óheppilegrar hagstjórnarblöndu peninga- og ríkisfjármála. Fjárlagafrumvarpið og áætlanir í ríkisfjármálum til næstu ára byggjast á forsendum um útgjöld sem sumar hverjar virðast brothættar, t.d. varðandi launa-hækkanir opinberra starfsmanna og áætlanir um útgjöld til rekstrar og fjárfestingar í innviðum. Því er hætt við að afgangur á rekstri verði minni en gert er ráð fyrir nema til komi frekari aðhaldsaðgerðir á öðrum rekstrarþáttum. Á móti gætu tekjuforsendur áætlana stjórnvalda falið í sér vanmat á hagsveiflutengdum tekjum í ljósi aukins krafts í þjóðarbúskapnum. Gangi það eftir verður að forðast að gefa þær tekjur eftir með enn frekari lækkun skatta nema aðgerðir á útgjaldahlið komi á móti. Þetta á ekki síst við um mögulegar tekjur sem gætu fallið stjórnvöldum í skaut við uppgjör búa fallinna fjármálafyrirtækja. Afar mikilvægt er að þeim tekjum verði ekki ráðstafað þannig að þær auki á þensluna í þjóðarbúskapnum, hvort sem það yrði með auknum útgjöldum eða lækkun skatta. Slíkt myndi kalla á enn harðara taumhald peningastefnunnar og gera hagstjórnarblöndu peninga- og ríkisfjármála enn óheppilegri.

Mynd I-13

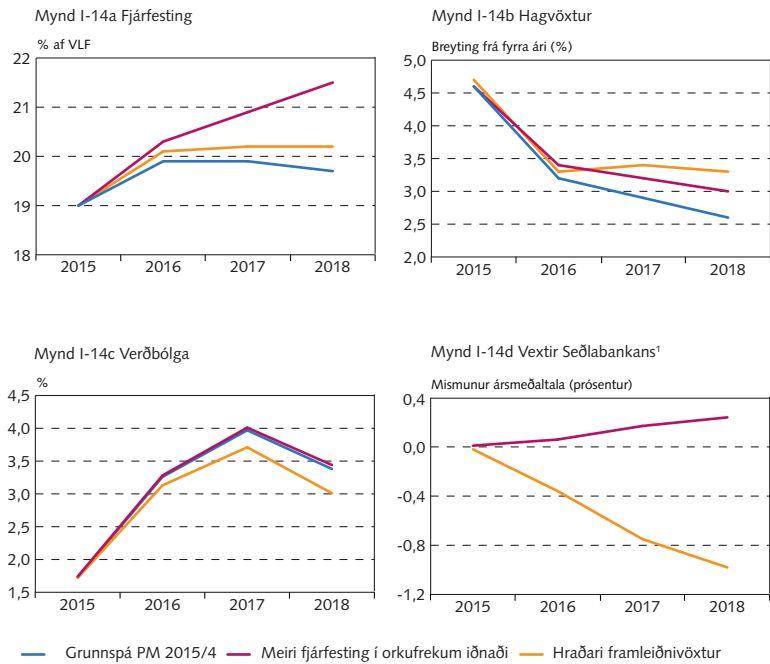
Meginvextir Seðlabankans og ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa

Daglegar tölur 21. maí 2014 - 30. október 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Mynd I-14 Frávíkisdæmi



1. Frávik frá grunnspá.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Fjárfesting í orkufrekum iðnaði gæti reynst meiri en í grunnspánni

Samkvæmt grunnspánni mun fjárfesting í orkufrekum iðnaði aukast töluvert á næstu árum, m.a. vegna uppbyggingar á þremur kísilverum. Áætlanir hafa einnig verið um byggingu fjórða kísilverisins sem er svipað að stærð og hin þrjú til samans. Gangi það eftir gæti fjárfesting í orkufrekum iðnaði orðið enn meiri á spátímanum en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Mynd I-14 sýnir möguleg áhrif þess að ráðist verði í byggingu fjórða kísilverisins og framkvæmdir hefjist um mitt næsta ár en að framleiðsla hefjist árið 2019. Eins og sést á myndinni vex fjárfesting nokkru hraðar en í grunnspánni og verður hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu orðið tæplega 2 prósentum hærra árið 2018 en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hagvöxtur gæti orðið um ¼ prósentu meiri á næstu tveimur árum og hátt í ½ prósentu meiri árið 2018. Aukin efnahagssumsvif bæta við innlendan verðbólguþrýsting en á móti vegur að gengi krónunnar hækkar, m.a. vegna meira innflæðis erlends fjármagns í tengslum við framkvæmdina en einnig vegna þess að innlent vaxtastig verður hærra en ella. Vextir Seðlabankans árið 2018 yrðu þá orðnir um ¼ prósentu hærri en ella.

### Hraðari framleiðivöxtur gæti vegið á móti miklum launahækkunum

Samkvæmt tölum Hagstofunnar hefur framleiðni vinnuafis nánast staðið í stað síðustu fimm ár og einungis vaxið um tæplega 1% á ári að meðaltali frá því að fjármálakreppan skall á haustið 2008. Þetta er talsvert undir framleiðnivexti á fyrri bataskeiðum og meðalframleiðnivexti undanfarinna þrjátíu ára. Samkvæmt grunnspánni verður framleiðnivöxtur áfram um 1% á ári út spátímann. Svo hæfur fram-

leiðnivöxtur um þetta langt skeið er áhyggjuefni, þótt svipaða þróun megi finna meðal flestra annarra þróaðra ríkja (um mögulegar ástæður þessa er fjallað í kafla IV í *Peningamálum 2015/2*), en framleiðnivöxtur er einn þeirra grundvallarþátta sem ráða hagvaxtargetu þjóðarbúsins til langs tíma og sá þáttur sem einna mest ræður því hversu hratt efnahagsbúskapurinn getur vaxið án þess að af hljótist aukinn verðbólguþrýstingur. Fari framleiðnivöxtur í sögulegt meðaltal frá og með næsta ári eykst hagvaxtargeta þjóðarbúsins sem því nemur og verðbólguþrýstingur verður minni. Vextir geta því verið lægri en ella sem styður enn frekar við innlenda eftirspurn og hagvöxt. Eins og sjá má á mynd I-14 verður fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu hátt í 1 prósentu meiri árið 2018 en í grunnspánni og hagvöxtur verður ríflega ½ prósentu meiri á ári frá árinu 2017. Verðbólga verður einnig um ½ prósentu minni en í grunnspánni og yrðu því vextir Seðlabankans um 1 prósentu lægri árið 2018.

### Áhrif kjarasamninga á eftirspurn og verðbólgu mögulega vanmetin

Nýgerðir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði hafa aukið innlenda verðbólguþrýsting verulega. Í kjölfar úrskurðar gerðardóms um launahækkanir háskólamenntaðra opinberra starfsmanna hefur ólga á vinnumarkaði aukist enn á ný og líkur eru á að niðurstaða dómsins muni leiða til enn frekari launahækkana í byrjun næsta árs vegna endurskoðunarákvæða kjarasamninga á almennum markaði. Í grunnspánni er tekið tillit til þessara þátta en mikil óvissa er um hver endanleg áhrif upphaflegra samninga verða og þess uppnáms sem úrskurður gerðardóms hefur síðan valdið (sjá einnig rammagrein 4). Verðbólga hefur vissulega aukist heldur hægar en mat Seðlabankans í vor á áhrifum kjarasamninganna gerði ráð fyrir (sjá kafla I í *Peningamálum 2015/2*) og bankinn spáði í ágúst. Skammur tími er hins vegar liðinn og ekki hafa sést skýr merki um að fyrirtækjum hafi tekist að mæta kostnaðarhækkuninni með innri hagræðingu, a.m.k. ekki ef marka má nýlega atvinnuþróun og ráðningaáform þeirra. Í öllu falli bendir hröð hækkun launahlutfalls til þess að hætta sé á að grunnspáin vanmeti það efnahagslega ójafnvægi sem af þessum kjarasamningum geti hlotist og að vöxtur eftirspurnar verði enn kröftugri og efnahagslegt ójafnvægi byggist upp hraðar en í henni felst (mynd I-15).

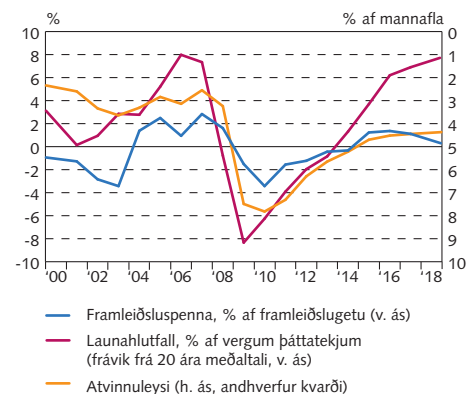
Þeir óvissupættir sem raktir eru í kafla I í *Peningamálum 2015/2* eiga því enn við. Markmið í opinberum fjármálum gætu t.d. verið í uppnámi sem hækkað gæti áhættuþóknun innlendra fjáreigna sem auka myndi fjármögnunarkostnað innlendra aðila og gæti grafið undan áætlun um losun fjármagnshafta. Þessi óvissa og lakari samkeppnisstaða sem fylgir mikilli hækkun innlands kostnaðarstigs (sjá rammagrein 2) gæti til viðbótar skapað aukinn þrýsting á gengi krónunnar sem eykur hættu á að áhrif launahækkana á verðbólgu séu vanmetin í grunnspánni.

### Aukin óvissa um verðbólguhorfur og meiri hætta á vanmati en ofmati

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. Verðbólguþrýstingur gæti verið vanmetinn sem að

Mynd I-15

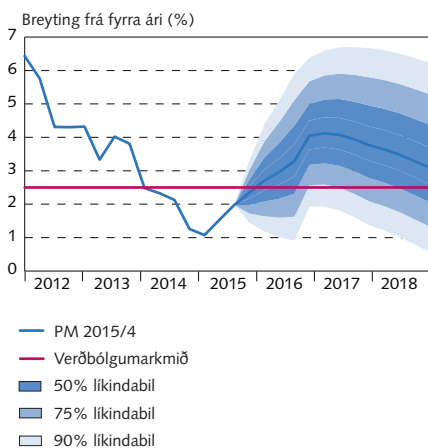
Framleiðsluspenna, atvinnuleysi og launahlutfall 2000-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16  
Verðbólguþá og óvissumat  
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2018



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Öðru óbreyttu myndi kalla á hærra vaxtastig en felst í grunnspánni til að halda verðbólgu í markmiði, ef t.d. fyrirtæki velja kostnaðarauka nýgerðra kjarasamninga í meira mæli út í verðlag en hér er gert ráð fyrir eða ef áhrif mikillar tímabundinnar hækkunar kaupmáttar ráðstöfunartekna á einkaneyslu og húsnæðisverð eru vanmetin.<sup>3</sup> Verðbólga gæti einnig orðið þrálátari en spáð er ef þessar miklu launahækkningar ná að grafa enn frekar undan kjölfestu verðbólguvæntinga. Svipaða sögu má segja ef gengi krónunnar reynist lægra á spátímanum en gert er ráð fyrir í grunnspánni eða ef spennan í þjórðarbúskapnum verður meiri, t.d. ef umsvif í orkufrekum iðnaði reynast meiri en spáð er eða ef slakinn í ríkisfjármálum reynist meiri. Nýlegir brestir í miðlunarferli peningastefnunnar gætu einnig gert henni erfiðara fyrir að halda aftur af innlendri eftirspurn sem að öðru óbreyttu gæti leitt til meiri verðbólgu en spáð er. Verðbólga gæti hins vegar reynst minni en spáð er ef alþjóðlegar efnahagshorfur reynast lakari eða ef alþjóðlegt hrávöru- og olíuverð gefur enn frekar eftir. Gengi krónunnar gæti einnig reynst hærra en grunnspáin gerir ráð fyrir og fyrirtæki gætu brugðist við mikilli hækkun launakostnaðar í meira mæli í gegnum lækkan eigin hagnaðarhlutdeildar eða með aukinni hagræðingu. Framleiðnivóxtur gæti einnig orðið meiri en í grunnspánni sem vega myndi í meira mæli gegn verðbólguþrýstingi af vinnumarkaði.

Mynd I-16 endurspeglar ofangreinda óvissuþætti verðbólguþáinnar með því að sýna verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá ásamt mati á óvissubili spárinnar, þ.e. mati á bili verðbólgu sem taldar eru 50-90% líkur á að verðbólga verði innan næstu þrjú ár (sjá viðauka 3 í *Penningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Óvissa um verðbólguhorfur er talin hafa aukist frá því í ágúst, m.a. vegna meiri ólgu á vinnumarkaði og aukinnar óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum. Líkt og í ágúst er talin meiri hætta á að verðbólgu sé vanspáð á öllum spátímanum. Taldar eru um helminglíkur á að verðbólga verði á bilinu 3¼-5% að ári liðnu og á bilinu 2-4½% í lok spátímans.

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

## II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Blikur eru á lofti í heimsbúskapnum. Hægt hefur á efnahagsbatanum það sem af er ári, verulegs óróa gætti á fjármálamörkuðum síðsumars og sviptingar hafa sett svip sinn á viðskiptakjör og gengi gjaldmiðla. Horfur um hagvöxt og eftirspurn í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa versnað og óvissa aukist en undanfarin tvö ár og fram að miðju þessu ári hafði þróttur efnahagsbata viðskiptalöndanna smám saman aukist. Alþjóðlegar verðbólguhorfur eru heilt á litið nær óbreyttar frá ágústspá *Peningamála*. Horfur um viðskiptakjör Íslands eru heldur lakari og tvísýnni en í ágúst. Raungengið hefur hækkað skarpt og útlit fyrir að framhald verði þar á með tilheyrandi skerðingu á samkeppnisstöðu þjóðarbúsins.

### Alþjóðleg efnahagsþróun

#### Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum hefur smám saman aukist undanfarin tvö ár ...

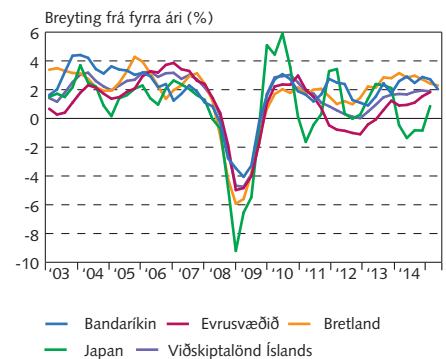
Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands var 1,9% á fyrri helmingi ársins eða líttilega meiri en vænst var í ágústspá bankans. Hagvexti í viðskiptalöndunum hefur smám saman vaxið ásmegin undanfarin tvö ár í kjölfar þess að samdráttarskeiðinu á evrusvæðinu lauk. Stoðir efnahagsbatans hafa sem fyrr reynst styrkari í Bandaríkjunum og Bretlandi samanborið við evrusvæðið sem þó hefur hægt og bitandi sótt í sig veðrið (mynd II-1). Á Norðurlöndunum er efnahagsbatinn misjafn: enn er beðið eftir að löngu samdráttarskeiði ljúki í Finnlandi og horfur fara versnandi í Noregi í kjölfar mikillar lækkunar olíuverðs en í Danmörku og Svíþjóð hefur hagvöxtur aukist smám saman.

#### ... en hagvísar benda til þess að tekið sé að fjara undan efnahagsbatanum

Hagvísar fyrir evrusvæðið hafa heilt á litið reynst betri en markaðsaðilar höfðu vænst (mynd II-2). Þeir bregða áfram upp mynd af því að hægfara efnahagsbata vindi fram, m.a. fyrir tilstilli stuðningsaðgerða Seðlabanka Evrópu (ECB), olíuverðslækkunar, gengislækkunar evrunnar og aukins árangurs við að glíma við skuldavanda Grikklands. Innlend eftirspurn á evrusvæðinu hefur tekið nokkuð við sér í takt við aukinn kaupmátt og batnandi fjármálaleg skilyrði en útflutningur hefur reynst nokkru minni en vænst var. Leiðandi vísbendingar benda til áframhaldandi hagvaxtar á svæðinu en að nokkuð hafi hægt á honum í takt við lakari efnahagshorfur í heimsbúskapnum (mynd II-3).

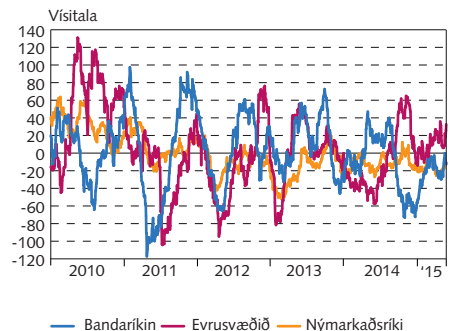
Hagvísar í Bandaríkjunum hafa almennt reynst verri en vænst var frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Í kjölfar þess að tímabundnir þættir héldu aftur af batanum á fyrsta ársfjórðungi óx honum ásmegin á öðrum fjórðungi þrátt fyrir að hækkan Bandaríkjadals kæmi niður á framlagi utanríkisviðskipta. Að undanfögnu hefur hins vegar hægt á fjölgun starfa og minnkun atvinnuleysis, auk þess sem orkutengd fjárfesting hefur dregist saman í kjölfar verulegrar lækkunar orkuverðs. Engu að síður er áfram búist við áframhaldandi efnahagsbata umfram það sem flest önnur helstu iðnríki geta vænst og hækkan vaxta Seðlabanka Bandaríkjanna öðrum hvorum megin við næstu áramót.

Mynd II-1  
Alþjóðlegur hagvöxtur  
1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2015



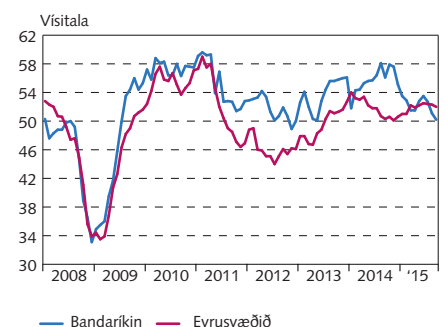
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2  
Vísitala óvæntra hagvísu<sup>1</sup>  
Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 30. október 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.

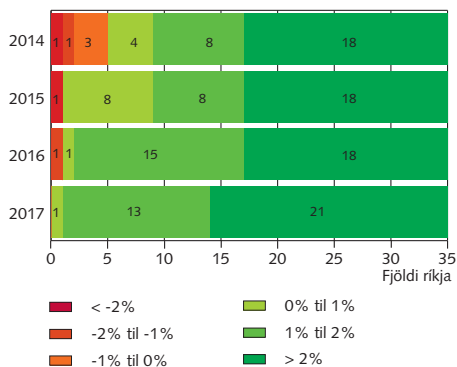
Mynd II-3  
Leiðandi vísbendingar um hagvöxt<sup>1</sup>  
Janúar 2008 - september 2015



1. Framleiðsluvísitala (Manufacturing Purchasing Managers' Index, PMI) fyrir framleiðendur í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu. Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt.  
Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-4

Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja

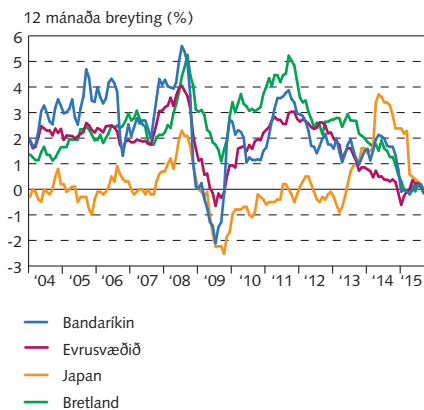


Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-5

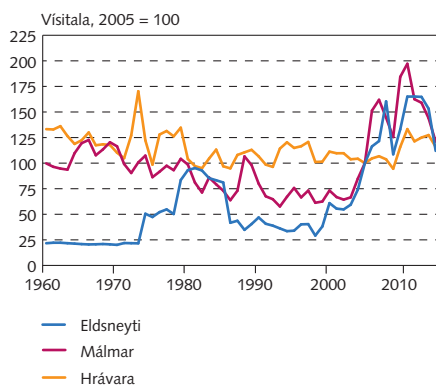
Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2004 - september 2015



Heimild: Macrobond.

Mynd II-6

Hrávöruverð að raunvirði 1960-2015<sup>1</sup>

1. Gildi fyrir árið 2015 miðast við fyrri árhelming. Vísitala raunverðs fyrir hvern flokk hrávöru er viðskiptavegið meðaltal heimsmarkaðsverðs hvers hrávöruflökks í Bandaríkjunum staðvirk með vísitölu framleiðsluverðs í þróuðum ríkjum.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

### Hagvaxtarhorfur heimsbúskaparins fara versnandi ...

Í nýrri hagvaxtarspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að hagvöxtur dragist saman í heimsbúskapnum í ár frá fyrra ári og verði einungis 3,1% sem er þó nokkru undir meðaltali síðustu þrjátíu ára. Aðlögun Kína að minni hagvexti og breyttum drifkröftum hans, veruleg lækkun olíu- og hrávöruverðs, sviptingar í fjármagnsflæði á milli landa, vænt vaxtahækkun í Bandaríkjunum og hert fjármálaleg skilyrði nýmarkaðsríkja setja svip sinn á spá sjóðsins. Hagvaxtarhorfur hafa einkum versnað til skamms tíma og býst sjóðurinn við að heims-hagvöxtur taki við sér á næsta ári og verði 3,6% sem eru lakari horfur en í fyrri spám hans. Samanborið við vorspá sjóðsins er gert ráð fyrir hægari fjölgun iðnríkja þar sem hagvöxtur verður yfir 2% (mynd II-4). En um leið er augin hættu að mati sjóðsins á verri hagvaxtarþróun en gengið er út frá í grunnspá hans, sérstaklega meðal nýmarkaðsríkja.

Meginþorri hagvaxtar í heimsbúskapnum hefur verið borinn uppi af nýmarkaðsríkjum undanfarn ár, en árið í ár verður fimmta árið í röð þar sem hagvöxtur í þeim ríkjum minnkar milli ára gangi spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins eftir. Um leið hefur sjóðurinn lækkað spá sína fyrir hagvöxt iðnríkja. Horfur hafa einkum versnað fyrir útflytjendur olíu og hrávöru, t.d. Ástralíu, Brasilíu og Kanada.

### ... sem endurspeglast einnig í lakari horfum fyrir helstu viðskiptalönd Íslands

Gert er ráð fyrir að hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda Íslands verði óbreyttur í ár frá fyrra ári eða 1,7%. Í fyrri spám Seðlabankans á árinu hefur hins vegar verið búist við að þróttur efnahagsbatans myndi aukast frá fyrra ári. Horfur fyrir hagvöxt næstu tveggja ára hafa sömu-leiðis versnað samanborið við ágústspána. Um leið hafa líkur á minni hagvexti en gert er ráð fyrir í grunnspánni aukist.

### Vöxtur alþjóðaviðskipta og eftirspurnar helstu viðskiptalanda hefur gefið eftir það sem af er ári

Horfur um alþjóðaviðskipti og eftirspurn helstu viðskiptalanda hafa einnig versnað frá ágústspá bankans. Eins og rakið er í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er erfitt að meta í hve ríkjum mæli hafi hægt á vexti alþjóðaviðskipta á fyrri helmingi ársins vegna mikilla sveiflna í viðskiptakjörum og gengi gjaldmiðla. Þannig bregði þjóðhagsreikningar upp mynd af því að nokkuð hafi hægt á vexti alþjóðaviðskipta en ýmsir alþjóðlegir vísar um umfang viðskipta bendi beinlínis til samdráttar. Spá sjóðsins um vöxt alþjóðaviðskipta í ár hefur því verið lækkuð um tæpa prósentu frá því í júlí í 3,2% og spá fyrir næsta ár hefur ennfremur verið lækkuð. Sjóðurinn býst við nokkru minni vexti innflutnings í iðnríkjum og mun minni vexti í nýmarkaðsríkjum. Af þessum sökum er búist við minni innflutningi meðal helstu viðskiptalanda Íslands en í ágústspánni. Gert er ráð fyrir að hann aukist um 3,3% í ár, sem er lækkun um ½ prósentu frá því í ágúst.

### Verðbólga enn sem fyrr lítil í þróuðum ríkjum

Enn sem fyrr er verðbólga lítil í iðnríkjunum og meginviðfangsefni seðlabanka flestra þeirra að ýta undir meiri verðbólgu til að komast hjá verðhjöðnun og óhóflegri lækkun verðbólguvæntinga. Þannig mældist á ný lítills háttar verðhjöðnun á evrusvæðinu og í Bretlandi í septem-



ber sl. (mynd II-5). Veruleg lækkun hrávöru- og olíuverðs (mynd II-6) hefur lagst á sveif með framleiðslulaka og dregið úr verðbólgu á ný, en verðbólga hefur sums staðar aukist meðal ríkja í hópi hrávöru- og olíuútflytjenda þar sem gengislækkun hefur aukið innflutta verðbólgu. Verðbólguhorfur meðal helstu viðskiptalanda Íslands eru heilt á litið nær óbreyttar frá síðustu spá þótt búist sé við að hún verði ójafnari vegna ólíkra áhrifa olíu- og hrávöruverðslækkunar á einstök ríki.

### Verulegar sviptingar á alþjóðlegum mörkuðum

Sex árum eftir að efnahagsbati hófst í heimsbúskapnum í kjölfar alvarlegustu fjármálakreppu frá fjórða áratug síðustu aldar er batinn enn þróttlitið og brothættur. Það hægir á vexti efnahagssumsvifa í nýmarkaðsríkjum, ekki síst í Kína þar sem einkaneysla og þjónusta þurfa í auknum mæli að koma í stað fjárfestingar og framleiðslu sem megindrifkraftar hagvaxtar. Ótti við harða lendingu í Kína jókst í sumar og olli miklum óróleika á alþjóðlegum mörkuðum þar sem hrávöruverð lækkaði skarpt, fjármagnsinnflæði til nýmarkaðsríkja minnkaði, áhættuálag hækkaði og gengi gjaldmiðla nýmarkaðsríkja lækkaði gagnvart Bandaríkjadali (myndir II-6 og II-7). Þessar sviptingar eru ólíkar þeim sem áttu sér stað á seinni hluta síðasta árs þegar snörp olíuverðslækkun hafði tiltölulega lítil áhrif á alþjóðlegum fjármálamörkuðum (mynd II-8) og gengi gjaldmiðla ýmissa iðnríkja lækkaði gagnvart Bandaríkjadali. Að þessu sinni hefur verð málma, sem alla jafna bregst meira við breytingum í efnahagssumsvifum í heimsbúskapnum en olíuverð, einnig lækkað verulega ólíkt því sem átti sér stað í fyrra. Enn gera markaðsaðilar almennt ráð fyrir að vextir hækki fyrr í Bandaríkjunum og Bretlandi en í flestum öðrum iðnríkjum þótt þess sé vænst að tímasetningar fyrstu hækkana verði heldur seinna á ferðinni en áður var talið. Óvissa hefur hins vegar aukist um hversu vel nýmarkaðsríkin eru í stakk búin til að takast á við hækkun vaxta, ekki síst í ríkjum í hópi hrávöruútflytjenda þar sem skuldsetning fyrirtækja í Bandaríkjadali er gjarnan viðtæk (mynd II-9).<sup>1</sup>

## Útflutningsverð og viðskiptakjör

### Áframhaldandi mikil hækkun sjávarafurðaverðs en álverð fer lækandi

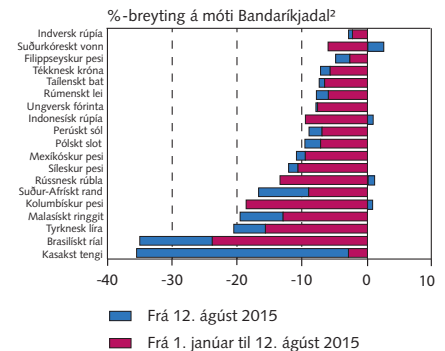
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hefur hækkað nær látlaust frá því í febrúar í fyrra. Sjávarafurðaverð hækkaði um ríflega 17% milli ára á fyrsta fjórðungi þessa árs en heldur hefur dregið úr hækkuninni eftir því sem liðið hefur á árið. Gert er ráð fyrir að verð sjávarafurða muni hækka um 8½% milli ára á þessu ári eins og í ágústspánni (mynd II-10). Horfur eru hins vegar tvísýnni en í ágúst, m.a. vegna versnandi efnahagshorfa, óvissu um áhrif innflutningsbanns Rússa og efnahagsþrenginga í Nígeríu. Líklegt er þó að verð mjöls og lýsis muni hækka á næstunni vegna samdráttar í framleiðslu í Chíle og Perú fyrir áhrif hlýsjávarstraumsins El Niño.

Á fyrstu þremur fjórðungum þessa árs lækkaði álverð um 7% frá sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð málma hefur lækkað verulega,

1. Sjá t.d. umfjöllun í kafla 3 í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2015). *Global Financial Stability Report*, október.

Mynd II-7

Þróun gjaldmiðla nýmarkaðsríkja í aðdraganda og kjölfar gengislækkunar renninbis<sup>1</sup>

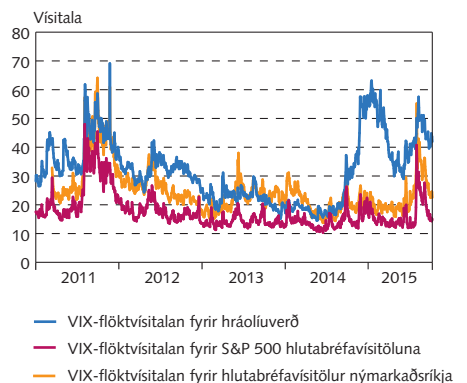


1. Þann 11. ágúst sl. tilkynnti Seðlabanki Kína um aukinn sveigjanleika við skráningu kínverska renninbisins.  
2. Lækkun táknað gengislækkun gjaldmiðils gagnvart Bandaríkjadali.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Macrobond.

Mynd II-8

Flökt á alþjóðlegum mörkuðum<sup>1</sup>

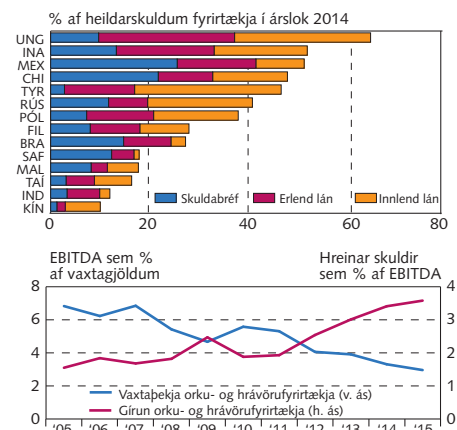
Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 30. október 2015



1. VIX-flöktvísitölur sýna afleitt flökt fjármálaferða.  
Heimild: FRED gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-9

Skuldsetning fyrirtækja í erlendum gjaldmiðli í nýmarkaðsríkjum<sup>1</sup>

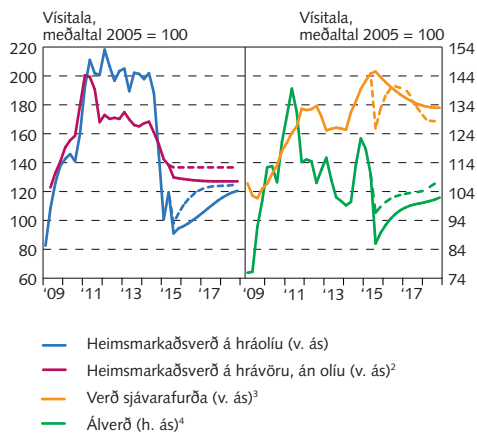


1. UNG: Ungverjaland, INA: Indónesía, MEX: Mexíkó, CHI: Chíle, TYR: Tyrkland, RUS: Rússland, POL: Pólland, FIL: Filippseyjar, BRA: Brasilía, SAF: Suður-Afrika, MAL: Malasía, TAI: Tailand, IND: Indland, KIN: Kína.  
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

## Mynd II-10

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

1. ársfj. 2009 - 4. ársfj. 2018



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2015 - 4. ársfj. 2018. Brotalinur sýna spá frá PM 2015/3. 2. Verð á hrávöru án olíu í USD. 3. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvitölu vöruútlutnings. 4. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadals.

Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ekki síst vegna minnkandi efnahagssumsvifa og breyttrar samsetningar hagvaxtar í Kína sem er langstærsti kaupandi málma á heimsvísu. Hluti af verðlækkun innlendra álframleiðenda skýrist af lækkun álags til þeirra en það hafði áður hækkað mikið samkvæmt tölum Hagstofu Íslands. Gert er ráð fyrir að framhald verði á lækkun álverðs og horfur hafa versnað frá því í ágúst. Áætlað er að verð til innlendra álframleiðenda lækki um liðlega 7% í ár, sem er um 4½ prósentu meiri lækkun en í ágúst, og gert er ráð fyrir 5½% lækkun til viðbótar á næsta ári (mynd II-10).

### Snörp síðsumarslækkun olíuverðs og búist við að það haldist lágt lengur en áður var vænst

Verð á hráolíu hefur farið lækkandi það sem af er ári og reyndist verðlækkunin sérlega snörp á þriðja fjórðungi ársins. Hráolíuverð var þá orðið rúmlega helmingi lægra samanborið við sama fjórðung í fyrra. Útlit er fyrir að olíumarkaðir verði lengur að aðlaga sig að offramboði af olíu en búist var við fyrr á árinu. Áætlanir helstu spáaðila um olíuverð og verðþróun á framvirkum mörkuðum benda þannig til þess að verð á hráolíu haldist lágt lengur en vænst var í ágúst (mynd II-10).

### Meiri lækkun hrávöruverðs utan olíu en gert var ráð fyrir

Verð á hrávöru utan olíu í Bandaríkjadöllum hefur lækkað sleitulaust síðan á öðrum fjórðungi ársins 2013. Aukið framboð og minni eftirspurn hefur valdið því að matvælavæð hefur lækkað um 12% frá fyrra ári og verð á málum hefur ekki verið lægra síðan árið 2010. Nú er talið að hrávöruverð utan olíu lækki um 17% frá fyrra ári á þessu ári og 5% á næsta ári og eru þetta talsvert meiri lækkanir en gert var ráð fyrir í ágúst.

### Heldur lakari horfur um viðskiptakjör

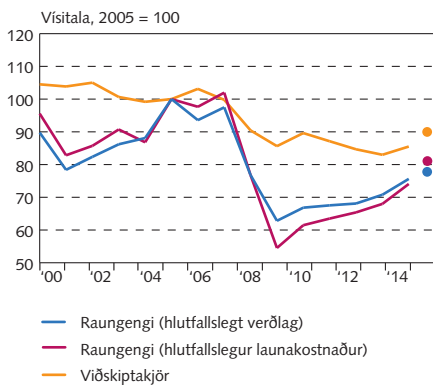
Bati viðskiptakjara hófst á öðrum fjórðungi síðasta árs og jókst fram á fyrsta fjórðung þessa árs. Nú benda bráðabirgðatölur Hagstofunnar til þess að viðskiptakjör hafi batnað um 7,7% frá fyrra ári á öðrum ársfjórðungi og er það áþekkur bati og gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamállum*. Búist er við að það hægi á batanum á seinni hluta ársins og að batinn á árinu í heild nemi liðlega 5% sem er um ½ prósentu minni bati en í ágústspánni (mynd II-11). Skýrist munurinn að nær öllu leyti af minni hækkun útflutningsverðs vegna meiri lækkunar álverðs en spáð var í ágúst. Horfur um viðskiptakjör eru svipaðar og í ágúst fyrir næsta ár en óvissa hefur aukist.

### Fjarar ört undan bata í samkeppnisstöðu þjóðarbúsins vegna mikilla launahækkana

Á þriðja ársfjórðungi náði raungengið hæsta gildi sínu frá því um mitt ár 2008. Á milli ára reyndist hækkunin 5,5% þar sem nafngengi krónunnar styrktist um 4% og verðbólga var 1,4 prósentum meiri hér á landi en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum Íslands. Þrátt fyrir hækkunina er raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag þó enn um 5,6% lægra en það hefur að meðaltali verið undanfarin þrjátíu ár.

Gangi spá bankans eftir er útlit fyrir að raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag verði liðlega 4% hærra að meðaltali á þessu ári en í fyrra (mynd II-11). Hækkun raungengis miðað við hlutfallslegan

## Mynd II-11

Raungengi og viðskiptakjör 2000-2015<sup>1</sup>

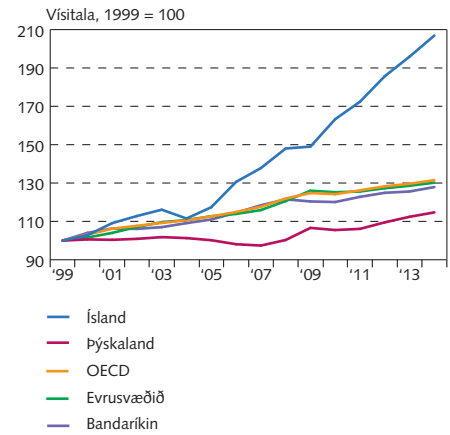
1. Punktur sýna viðskiptakjör og raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag samkvæmt grunnspá Seðlabankans fyrir árið 2015 og raungengi út frá hlutfallslegum launakostnaði m.v. spá OECD um þróun launakostnaðar á framleiðda einingu í stærstu viðskiptalöndum Íslands árið 2015.

Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

launakostnað á framleidda einingu verður enn meiri í ljósi verulegra launahækkana í nýgerðum kjarasamningum. Gangi spáin eftir gæti raungengið á þennan mælikvarða hækkað um ríflega 10% í ár. Kemur þessi hækkun í kjölfar langvarandi tímabils mun meiri hækkana launakostnaðar hér á landi en í helstu samkeppnislöndum (mynd II-12). Miðað við horfur um þróun launa á komandi árum er allt útlit fyrir að samkeppnisstaða þjóðarbúsins haldi áfram að rýrna. Eins og rakið er í rammagrein 2 mun það að öðru óbreyttu hafa töluverð áhrif á utarríkisviðskipti þjóðarinnar.

Mynd II-12

Launakostnaður á framleidda einingu í þróuðum ríkjum



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.



## III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Meginvextir Seðlabankans hafa hækkað og taumhald peningastefnunnar styrkst frá *Peningamálum* í ágúst. Raunvextir á markaði hafa hins vegar ekki fylgt eftir sem bendir til þess að brestir séu komnir í miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið. Í staðinn virðist miðlunin í auknum mæli eiga sér stað um gengisfarveginn en gengi krónunnar hefur hækkað nokkuð frá því í ágúst. Markaðsaðilar virðast vænta minni vaxtahækkana til loka þessa árs en þeir gerðu í ágúst. Þótt líklega hafi dregið eitthvað úr svartsýni þeirra um verðbólguhorfur er líklegt að meginástæða mikillar lækkunar lengri skuldabréfavaxta sé aukið innflæði fjármagns tengt nýfjárfestingu erlendra aðila. Það er um leið ein meginástæða þess að brestir eru komnir í miðlunina um vaxtafarveginn. Vöxtur peningamagns hefur tekið að aukast á ný eftir að það hægði tímabundið á vextinum í fyrra og í upphafi þessa árs og aukning er í útlánum til heimila og atvinnufyrirtækja. Eignaverð hefur hækkað og skuldahlutföll lækkað. Þá hefur aðgengi að lánsfé aukist og vextir íbúðalána hluta lífeyrissjóða lækkað. Fjármálaleg skilyrði einkageirans hafa því batnað.

### Peningastefnan

#### Nafnvextir Seðlabanka Íslands hafa hækkað

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundi sínum í ágúst sl. að hækka vexti bankans um 0,5 prósentur en að halda þeim óbreyttum á fundi sínum í september sl. Meginvextir Seðlabankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum fjármálafyrirtækja hjá bankanum, voru því 5,5% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* og hafa hækkað um 1 prósentu frá því um miðjan júní. Á septemberfundinum ákvað nefndin einnig að hækka bindiskylduhlutfall innlánsstofnana úr 2% í 4% frá og með bindiskyldutímabilinu sem hófst hinn 21. október sl. Tilgangur aðgerðarinnar var ekki að hafa áhrif á aðhaldsstig peningastefnunnar heldur að auðvelda Seðlabankanum stýringu á lausu fé í umferð vegna mikilla gjaldeyriskaupa bankans að undanförunu og að treysta lausafjárstöðu fjármálastofnana í aðdraganda uppgjörslitabúa og áformaðs útboðs svokallaðra aflandskróna.

Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði með krónur hafa hækkað í takt við meginvexti bankans og sem fyrr haldist í neðri hluta vaxtagangsins nálægt meginvöxtum bankans (mynd III-1). Samþykktir vextir í víxlaútboðum viðskiptabanka hafa einnig hækkað í takt við meginvexti bankans ólíkt vöxtum í útboðum ríkisvíxla sem eru nú allt að 2 prósentum undir gólfi vaxtagangsins. Skýrist það að öllum líkindum af aukinni eftirspurn aflandskrónueigenda í kjölfar þess að fjárfestingarkostir þeirra urðu einskorðaðir við ríkisvíxla í mars sl. til að undirbúa losun fjármagnshafta.

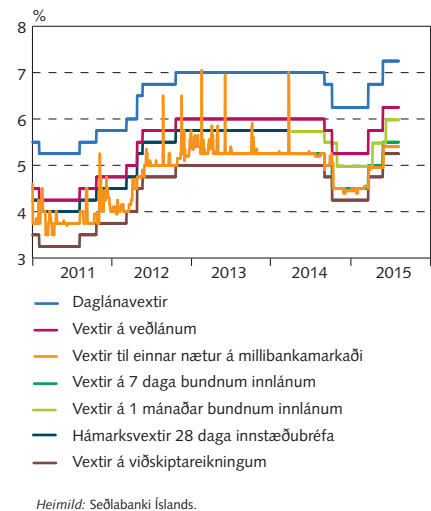
#### Raunvextir bankans hafa einnig hækkað ...

Taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, hefur styrkst frá *Peningamálum* í ágúst. Raunvextir bankans hafa hækkað um ½ prósentu miðað við liðna verðbólgu, í um 3½%, og um tæpa prósentu miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíamarkaðsvextir

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 30. október 2015

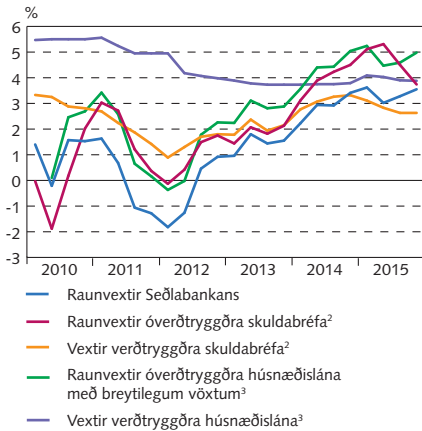


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Raunvextir Seðlabanka Íslands  
og raunvextir á markaði

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2015<sup>1</sup>



1. Gögn til og með 30. október 2015. 2. 5 ára vextir út frá metnum nafn- og raunvaxtaferlum. 3. Einfalt meðaltal lægstu útlánavaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eru fastir frá 5 árum og allt upp í allan lántímann.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

verðbólgu og verðbólguvæntingar, í 2,2% (tafla III-1). Þetta meðaltal er hins vegar um ¼ úr prósentu lægra en í lok október í fyrra þar sem verðbólguvæntingar hafa hækkað meira en nafnvextir bankans.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

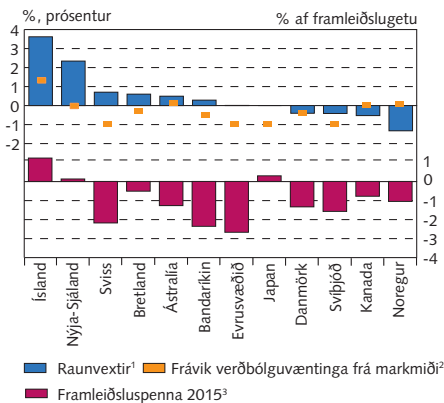
	Núverandi aðhaldsstig (30/10 '15)	Breyting frá PM 2015/3 (14/8 '15)	Breyting frá PM 2014/4 (31/10 '14)
Raunvextir miðað við: <sup>1</sup>			
ársverðbólgu	3,6	0,5	0,4
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	1,9	1,0	-0,3
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	1,4	0,5	0,2
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs <sup>2</sup>	1,6	0,6	-0,7
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs <sup>3</sup>	2,3	1,1	-0,8
verðbólguþspá Seðlabankans <sup>4</sup>	2,1	1,6	-0,5
<b>Meðaltal</b>	<b>2,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</b>

1. Miðað við vexti 7 daga bundinna innlána fjármálfyrirtækja í Seðlabankanum sem meginvexti bankans. 2. Út frá könnun á væntingum markaðsaðila. 3. Verðbólguálag eftir eitt ár út frá mismun óverðtryggðra og verðtryggðra vaxtarófsins (5 daga hlupandi meðaltal). 4. Spá Seðlabanka um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Raunvextir, framleiðsluspenna og frávik  
verðbólguvæntinga frá markmiði  
í nokkrum iðnríkjum



1. Miðað við núverandi ársverðbólgu. 2. Verðbólguvæntingar til 1 árs út frá könnunum meðal markaðsaðila og sérfræðinga. 3. Mat OECD fyrir önnur lönd en Ísland.

Heimildir: Consensus forecasts, heimasíður viðkomandi seðlabanka, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

... en aðrir markaðsvextir hafa í sumum tilfellum lækkað

Miðlun vaxta bankans út í aðra vexti hefur í meginatriðum verið hnökralaus á síðustu misserum. Nýleg hækking raunvaxta virðist hins vegar ekki hafa miðlast að öllu leyti út í aðra markaðsvexti sem sumir hverjir hafa jafnvel lækkað (mynd III-2). Kann það að vera merki um bresti í miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn. Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hefur lækkað þrátt fyrir að peningastefnunefnd hafi hækkað vexti bankans og gefið vísbendingar um áframhaldandi hækkingu þeirra. Þetta á einkum við um kröfu lengri óverðtryggðra ríkisbréfa sem hefur að undanfögnu verið svipuð og meginvextir bankans (sjá umfjöllun hér á eftir). Þá hefur lækking ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði haft áhrif til lækkunar vaxta húsnæðislána sem eru í boði hjá hluta lífeyrissjóða. Þrátt fyrir að vextir sambærilegra lána viðskiptabanka hafi í meginatriðum þróast í takt við meginvexti Seðlabankans eru merki um smitáhrif yfir í húsnæðislánvexti banka einnig farin að sjást.

Raunvextir bankans eru enn hærri en í flestum öðrum iðnríkjum

Raunvextir Seðlabankans eru hærri en í flestum öðrum iðnríkjum og er Ísland eina þróaða ríkið þar sem seðlabankavextir hafa verið að hækka að undanfögnu (mynd III-3). Skýrist það sem fyrr af ólíkri stöðu og þróun efnahagsumsvifa hér á landi sem endurspeglast í mun minni framleiðsluslaka, meiri hagvexti, meiri verðbólgu og mun kröftugri vexti nafnútgjalda og launa. Þá virðist kjölfesta verðbólguvæntinga veikari hér á landi og ástæða til að hafa áhyggjur af því að verðbólguvæntingar gætu hækkað hratt sem krefst enn aðhaldssamari peningastefnu en ella. Er það ólíkt aðstæðum í flestum öðrum iðnríkjum þar sem áhyggjur snúa fremur að því að verðbólguvæntingar fari of langt niður á við. Líkt og fjallað var um í *Peningamálu* í maí sl. eru vextir bankans nær vöxtum í nokkrum nýmarkaðsríkjum enda efnahagsaðstæður þar á margan hátt áþekkar.

### Markaðsaðilar vænta hærri nafnvaxta Seðlabankans

Samkvæmt könnun á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í lok október sl. búast þeir við að meginvextir bankans haldist óbreyttir í 5,5% til loka þessa árs sem eru 0,25 prósentum lægri vextir en í sambærilegri könnun í ágúst sl. (mynd III-4). Núverandi könnun gefur hins vegar til kynna að eins og í ágúst vænti þeir þess að vextirnir verði orðnir 6,25% um mitt næsta ár. Mat á framvirkum vöxtum gefur einnig til kynna að markaðsaðilar vænti þess að nafnvextir bankans verði hærri um mitt næsta ár. Ólíkt niðurstöðu könnunarinnar gefa framvirkir vextir hins vegar til kynna að markaðsaðilar vænti þess að vextir bankans fari lækkandi á ný frá síðari hluta næsta árs og verði komnir niður í 5% í lok spátímans. Eins og rakið er hér á eftir er hins vegar líklegt að mikil lækkun óverðtryggðra langtímavaxta undanfarið sé að mestu vegna þátta sem tengjast ekki væntingum um framtíðarþróun skammtímavaxta.<sup>1</sup>

### Markaðsvextir og áhættuálag

#### Töluverð lækkun ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisbréfa

Eftir að áætlun um losun hafta var kynnt í júníbyrjun hefur ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa lækkað um allt að 2,2 prósentur, lengstu bréfin mest. Þar af hefur hún lækkað um allt að 1,2 prósentur frá útgáfu *Peningamála* í ágúst (mynd III-5). Vaxtaferillinn er nú niðurhallandi sem við fyrstu sýn gæti bent til þess að markaðsaðilar vænti lækkunar skammtímavaxta á næstu misserum, t.d. vegna væntinga um veikari efnahagsumsvif og minnkandi verðbólgu. Minni ótti við aukna verðbólgu í kjölfar kjarasamninga kann að einhverju leyti að skýra þessa þróun (sjá umfjöllun í kafla V). Mikil lækkun lengri óverðtryggðra skuldabréfavaxta gæti einnig að hluta stafað af aukinni bjartsýni um stöðu ríkissjóðs í kjölfar birtingar áætlunar um losun fjármagnshafta sem gert er ráð fyrir að hafi í för með sér lækkun skulda ríkissjóðs samhliða greiðslu stöðugleikaframlags og/eða -skatts slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja. Það, ásamt nýju fjárlagafrumvarpi, kann einnig að hafa ýtt undir væntingar um minna framboð ríkisbréfa. Væri þetta veigamikil skýring á lækkun óverðtryggðra skuldabréfavaxta ættu verðtryggðir skuldabréfavextir einnig að hafa lækkað með svipuðum hætti en þeir vextir hafa hins vegar lækkað mun minna. Að einhverju leyti skýrist það þó ef til vill af litlum seljanleika verðtryggðra skuldabréfa. Það kann einnig að skýra minni lækkun ávöxtunarkröfu á styttri ríkisbréfum þar sem þau eru að stærstum hluta í eigu erlendra aðila með eignir læstar inni af fjármagnshöftum.

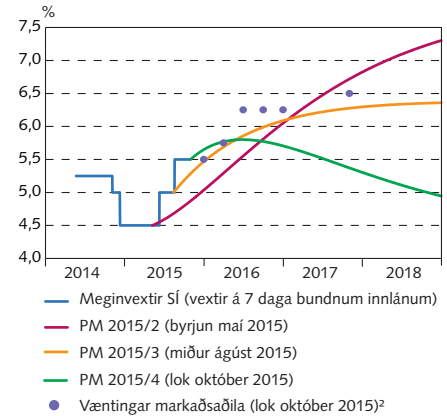
Líklegt er þó að meginástæða mikillar lækkunar óverðtryggðra langtímavaxta undanfarnar vikur sé aukin nýfjárfesting erlendra aðila í lengri óverðtryggðum ríkisbréfum sem hófst um miðjan júní sl. Nýfjárfesting þessara aðila hefur numið tæplega 49 ma.kr. frá maílokum sl. og hefur aukin ásókn þeirra þrýst niður líftímaálagi (e. term premium) lengri skuldabréfavaxta (mynd III-6). Þessa þróun má líklega að verulega leyti rekja til samspils aukins trausts erlendra aðila á Íslandi

1. Þessu til viðbótar eru vísbendingar um væntingar markaðsaðila út frá vaxtaferlinum óvissari en ella vegna vandamála við mælingu á stysta enda vaxtarófsins. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein III-1 í *Peningamállum* 2013/4.

Mynd III-4

Meginvextir Seðlabanka Íslands, framvirkir vextir og væntingar markaðsaðila um meginvexti Seðlabankans<sup>1</sup>

Daglegar tölur 21. maí 2014 - 31. desember 2018

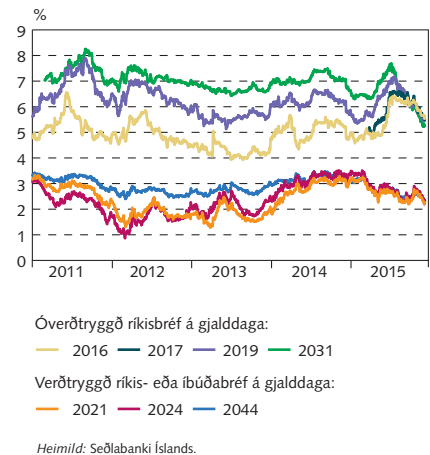


1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlánvaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 29. október - 2. nóvember 2015. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 30. október 2015

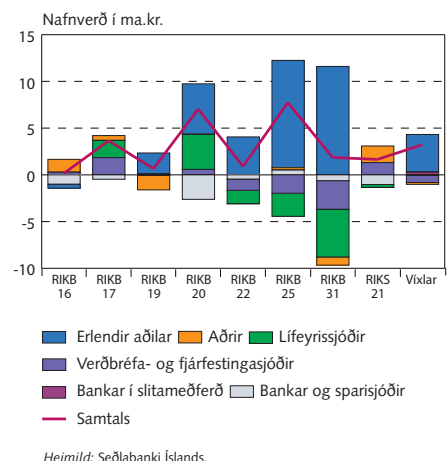


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6

Breyting á eignarhaldi ríkisverðbréfa

31. maí 2015 - 30. september 2015

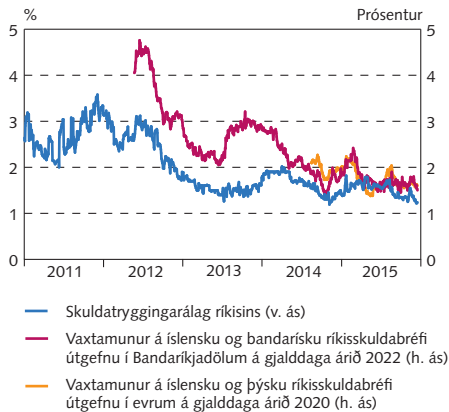


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 30. október 2015

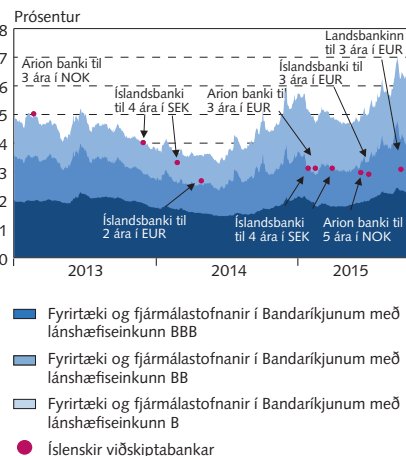


Heimild: Bloomberg.

Mynd III-8

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

Daglegar tölur 2. janúar 2013 - 30. október 2015

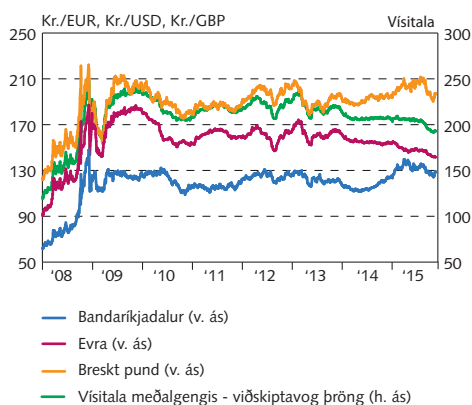


1. Vaxtaálag á skuldabréf útgefin í Bandaríkjadöllum fyrir fyrirtæki og fjármálastofnanir í Bandaríkjunum. Fyrir íslensku bankana er miðað við vaxtaálag við útgáfu skuldabréfa í erlendum gjaldmiðli.  
Heimildir: Arion banki, Íslandsbanki, Landsbankinn, Macrobond, Seðlabanki Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd III-9

Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 30. október 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

síðustu mánuði, sem m.a. birtist í bættu lánshæfismati, og smitáhrifa magnaðgerða (e. quantitative easing) helstu seðlabanka heimsins. Magnaðgerðirnar hafa þrýst niður líftímaálagi í þeim löndum og ýtt fjárfestum langtímaskuldabréfa í þessum ríkjum til annarra ríkja í leit að betri ávöxtun (sjá frekari umfjöllun í rammagrein 1). Lækkun lengri skuldabréfavaxta endurspeglar því líklega ekki nema að litlu leyti lækkun verðbólguvæntinga og væntinga um lækkun vaxta Seðlabankans næstu misserin. Tülkun vaxtaferilsins verður erfiðari fyrir vikið.

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað

Undir lok síðasta árs og aftur um mitt þetta ár hækkaði áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs á flesta mælikvarða (mynd III-7). Líklegt er að óróleiki á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafi haft áhrif á þessa þróun. Álagið lækkaði aftur í sumar sem má væntanlega rekja til væntinga um bættu stöðu ríkissjóðs í kjölfar kynningar á áætlun stjórnvalda um losun hafta sem endurspegladist í bættu lánshæfi ríkissjóðs hjá öllum þremur alþjóðlegu matsfyrirtækjunum sem meta lánshæfi ríkissjóðs. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs er nú rúmlega 1,2% sem er lítillega lægra en í ágúst en ½ prósentu lægra en það var hæst um miðbik ársins. Þá hefur vaxtamunur á lengri erlendri útgáfu ríkissjóðs og sambærilegum ríkisbréfum Bandaríkjanna og Þýskalands einnig minnkað á sama tímabili og mælist nú um 1½ prósentu.

Vaxtakjör í alþjóðlegum útgáfum innlendra viðskiptabanka hafa hins vegar hækkað lítillega frá því í sumar þrátt fyrir bætt lánshæfismat bankanna (mynd III-8). Tímabundinn óróleiki á alþjóðlegum fjármálamörkuðum um það leyti sem útgáfan fór fram, sem tengdist m.a. ótta við harða lendingu í Kína og vaxandi áhyggjur af nýmarkaðsríkjum (sjá nánar í kafla II), hefur þó líklega haft áhrif á kjörin. Þessi óróleiki leiddi jafnframt til hækunar áhættuálags á innlendar skuldbindingar fyrirtækja og fjármálastofnana í Bandaríkjunum.

Gengi krónunnar

Gengi krónunnar hækkar ...

Gengi krónunnar hefur hækkað um tæplega 4½% miðað við vísitölu meðalgengis frá útgáfu *Peningamála* í ágúst og er nú um 193 stig (mynd III-9). Yfir sama tímabil hefur gengi krónu hækkað um u.þ.b. 3½% gagnvart evru og Bandaríkjadal og ríflega 5½% gagnvart bresku pundi. Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum, m.a. vegna batnandi viðskiptakjara, hefur stutt við gengi krónunnar ásamt auknu gjaldeyrisinnflæði vegna nýfjárfestingar erlendra aðila. Hagvöxtur hefur einnig verið meiri hér á landi en í nágrannaríkjum og horfur á að svo verði áfram um sinn. Gengishækkunin skýrist því líklega að miklu leyti af hagfelldari þróun efnahagslegra grunnþátta (e. economic fundamentals) og væntingum um að vextir haldist þar með hærri hér á landi en í öðrum iðnríkjum. Hækkunin endurspeglar því bæði aðlögun gengisins að sterkari grunnþáttum og um leið miðlun harðara taumhalds innlendar peningastefnu um gengisfarveginn á sama tíma og hnökrar hafa myndast í miðlun hennar í gegnum innlenda vexti eins og fjallað er um hér að framan.



### ... þrátt fyrir umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans

Seðlabankinn hefur um hríð lagst gegn hækkun á gengi krónunnar með inngripum á gjaldeyrismarkaði en án þess þó að hindra að öllu leyti að gengið hækki. Það er í takt við yfirlýst markmið inngripanna sem er að draga úr gengissveiflum og byggja upp gjaldeyrisforða án þess að verja eitthvert ákveðið gengisstig. Hrein kaup bankans námu tæplega 115 ma.kr. á þriðja fjórðungi þessa árs og 218 ma.kr. það sem af er þessu ári. Það samsvarar 11% af landsframleiðslu síðasta árs (mynd III-10).

## Peningamagn og útlán

### Vöxtur peningamagns hefur aukist á ný

Ársvöxtur víðs skilgreinds peningamagns (M3) þegar leiðrétt hefur verið fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð var um 7% á þriðja ársfjórðungi (mynd III-11).<sup>2</sup> Vöxturinn er að mestu tilkominn vegna aukningar í innlánnum annarra fjármálastofnana en innlánsstofnana og heimila. Einnig má greina lítills háttar aukningu í innlánnum atvinnufyrirtækja. Vöxtur M3 er því tekinn að aukast á ný eftir að það hægði á vextinum er leið á síðasta ár og fram á fyrsta ársfjórðung þessa árs.

Grunnfé hefur einnig aukist það sem af er ári. Ársvöxtur þess miðað við tólf mánaða hreyfanlegt meðaltal var í september 11,9% en 3,2% að meðtöldum bundnum innlánnum (sem gefur betri mynd af framlagi Seðlabankans til breytinga á lausu fé í umferð). Aukningu á grunnfé undanfarið ár má að mestu rekja til aukningar innstæðna innlánsstofnana í Seðlabankanum en auk þess hafa seðlar og mynt útgefin af bankanum aukist lítillega (mynd III-12).<sup>3</sup>

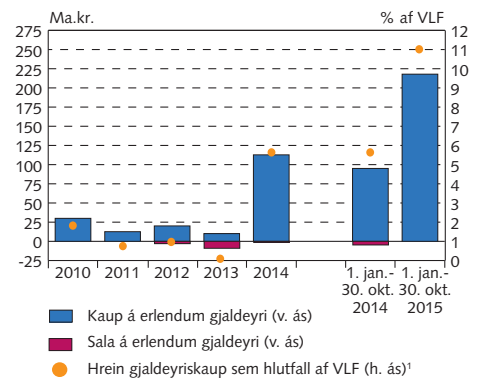
### Aukin útlán til heimila og fyrirtækja

Gengis- og verðlagsleiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana til heimila hefur aukist um ½% frá áramótum til septemberloka en dregist saman um tæplega 5% að meðtöldum útlánastofni Íbúðalánasjóðs. Sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda fæst u.þ.b. 1% samdráttur útlánastofnsins. Nokkur óvissa er þó um þessa þróun og virðist hún ekki í takt við aðrar vísbendingar af lánamarkaði. Á fyrstu níu mánuðum ársins námu hrein ný útlán innlánsstofnana og Íbúðalánasjóðs (þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum eldri lána) til heimila um 24 ma.kr. en að frátöldum áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má gera ráð fyrir að þau hafi aukist um rúmlega 70 ma.kr. (mynd III-13).<sup>4</sup> Þetta er veruleg aukning miðað við undanfarnin tvö ár enda hafa útlán verið sögulega lág. Frá því í vor hefur jafnframt verið veitt meira af óverðtryggðum lánnum en verðtryggðum og hefur stærstur hluti þeirra lána verið með föstum vöxtum til þriggja og allt að fimm ára. Væntingar um meiri verðbólgu á fyrstu mánuðum ársins

- M3 leiðrétt með þessum hætti gefur betri mynd af greiðslugetu handhafa peninga (e. money holders) en óleiðrétt peningamagn.
- Verulegar sveiflur eru í innstæðum lánastofnana í Seðlabankanum og getur því skipt máli hvaða vikudag mánaðamót ber upp á þar sem útboð bundinna innlána til sjö daga eru haldin vikulega og til eins mánaðar haldin mánaðarlega.
- Mismun á breytingum á heildarstofni útlána og hreinum nýjum útlánnum má að mestu skýra með reglulegum afborganum lána.

Mynd III-10

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

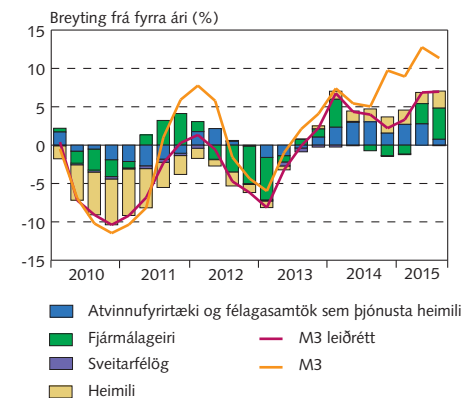


1. Árið 2015 miðast við VLF ársins 2014.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

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

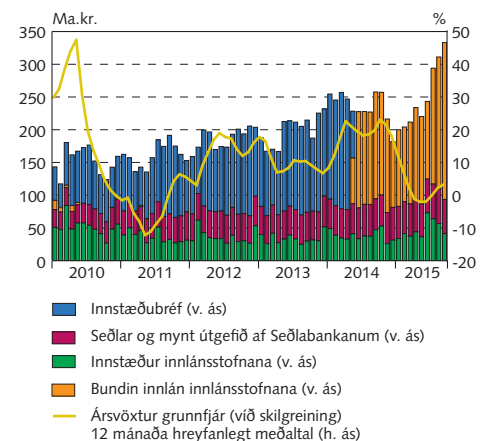
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2015



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

Mynd III-12

Samsetning víðs skilgreinds grunnfjár<sup>1</sup>  
Janúar 2010 - september 2015

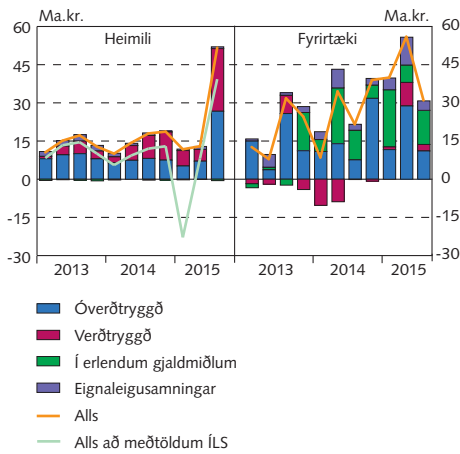


1. Grunnfé að meðtöldum bundnum innlánnum og innstæðubréfum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13

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

1. ársfj. 2013 - 3. ársfj. 2015

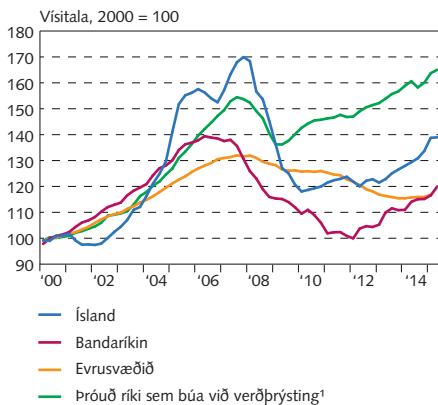


1. Ný útlán að frádregnum inn- og uppgreiðslum eldri lána. Utan eignarhaldsfélaga.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-14

Íbúðaverð að raunvirði í þróuðum ríkjum

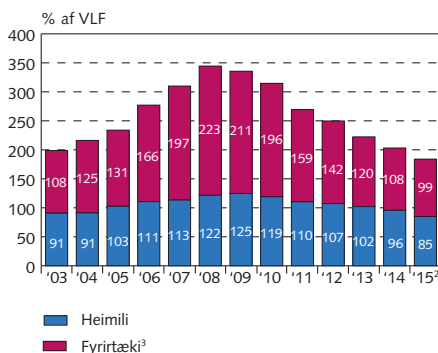
1. ársfj. 2000 - 2. ársfj. 2015



1. Ríki þar sem viðkvæmnivísitala íbúðarhúsnæðis (e. residential real estate vulnerability index) er fyrir ofan miðgildi meðal þróaðra ríkja. Þessi ríki eru: Ástralía, Austurríki, Belgía, Bretland, Frakkland, Hong Kong, Ísrael, Kanada, Lúxemborg, Noregur, Nýja-Sjáland, Portúgal, Spánn og Svíþjóð.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-15

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



1. Skuldir við fjármálfyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. 2. Lok júní 2015. Áætlun SÍ fyrir VLF á árinu 2015. 3. Án fjármálfyrirtækja og eignarhaldsfélaga.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í aðdraganda kjarasamninga hafa eflaust átt þátt í að auka áhuga lántakenda á slíkum lánum. Auk þess lækkaði greiðslubyrði heimila í kjölfar skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda og lántakendur hafa líklega talið greiðslugetu sína aukast í kjölfar launahækkana samhliða nýgerðum kjarasamningum.

Útlán til atvinnufyrirtækja hafa einnig farið vaxandi á árinu. Leiðréttur útlánastofn innlánsstofnana til fyrirtækjanna hefur hækkað um tæplega 4% frá áramótum til septemberloka sem er heldur meira en á sama tímabili í fyrra þegar hann dróst saman um u.þ.b. 1½%. Hrein ný útlán innlánsstofnana til atvinnufyrirtækja námu rúmlega 126 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins sem er umtalsvert meira en á sama tíma í fyrra. Aukinn útlánavöxtur er í takt við aukna fjárfestingu atvinnufyrirtækja á þessu ári og vaxandi hlutdeild ytri fjármögnunar fjárfestingarútgjalda, en samkvæmt nýrri fjárfestingarkönnun bankans hefur hlutfall innri fjármögnunar lækkað úr ríflega 80% árið 2014 í u.þ.b. 70% (sjá einnig umfjöllun í kafla IV).

## Eignaverð og fjármálaeg skilyrði

### Íbúðaverð hefur hækkað nokkuð það sem af er ári ...

Það sem af er ári hefur íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um rúm 9% frá sama tíma í fyrra. Á sama tíma hefur kaupsamningum á höfuðborgarsvæðinu fjölgað um rúm 10%, leiguverð hækkað um rúm 6% og launavísitala Hagstofunnar um tæp 7%.

### ... og horfur á að svo verði áfram

Hækkun íbúðaverðs á fyrstu þremur fjórðungum ársins er áþekk því sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og endurspeglar mikinn vöxt undirliggjandi efnahagsstærða eins og hækkun ráðstöfunar- tekna og bætta eiginfjárstöðu heimila. Hækkun raunverðs íbúða að undanförunu hefur verið töluvert meiri en á evrusvæðinu en svipuð og í Bandaríkjunum og í öðrum löndum þar sem verð hefur hækkað umtalsvert (mynd III-14). Í grunnspá bankans nú er því spáð að húsnæðisverð muni halda áfram að hækka á næstu árum með áþekktum hætti og undanfarið.

### Hlutabréfaverð hefur haldið áfram að hækka

Úrvals vísitala kauphallarinnar, OMXI8, hefur hækkað um 18,2% frá útgáfu síðustu *Peningamála* en 40,8% það sem af er ári (og 46,3% að teknu tilliti til arðgreiðslna). Velta á aðalmarkaði var um 263 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins eða um 43% meiri en á sama tíma í fyrra. Skráðum fyrirtækjum á markaði fjölgaði í október þegar Síminn lauk hlutafjárútbóði. Þrátt fyrir aukna fjárfestingu erlendra aðila á skuldabréfamarkaði virðist lítið um slíka nýfjárfestingu á hlutabréfa- markaði enn sem komið er, en erfitt er þó að meta hvort afleidd áhrif af nýfjárfestingu á skuldabréfamarkaði hafi haft áhrif á þróun hluta- bréfamarkaðarins.

### Skuldir einkageirans hafa lækkað frá áramótum

Bein uppsöfnuð höfuðstólslækkun íbúðalána lánastofnana vegna skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda nam 53,5 ma.kr. í júlí en áhrif svo- kallaðrar séreignarsparnaðarleiddar voru töluvert minni eða um 9 ma.kr.

miðað við stöðuna í júní.<sup>5</sup> Framlagi stjórnvalda til höfuðstólslækkunar var flýtt frá því sem upphaflega var áætlað og hafa þeir sem þegar hafa samþykkt lækkunina fengið greidda um ¾ hluta hennar. Gert er ráð fyrir að hún verði að fullu greidd í janúar næstkomandi.

Í kjölfar aðgerðanna lækkuðu skuldir heimila töluvert í byrjun árs. Þær hafa hins vegar hækkað lítillega á ný á öðrum fjórðungi ársins og voru 85% af áætlaðri landsframleiðslu ársins 2015 (mynd III-15) sem er svipað og þær voru um mitt ár 2004. Skuldahlutfallið var hins vegar um 10½ prósentu af landsframleiðslu lægra en í árslok 2014 og um 40 prósentum lægra en það fór hæst árið 2009. Hlutfall skulda fyrirtækja af landsframleiðslu hefur að sama skapi lækkað. Það var um 8½ prósentu af landsframleiðslu lægra en í árslok 2014 og hefur ekki verið lægra frá árinu 2003. Skuldahlutfall einkageirans í heild hefur því ekki verið jafn lágt frá árslokum 2003.

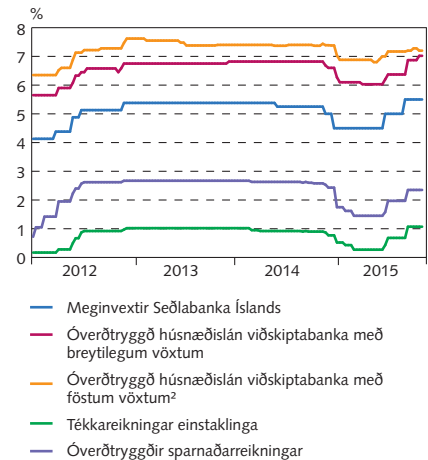
### Aðgengi að lánsfé hefur aukist og útlánsvextir hluta lífeyrissjóða lækkað

Nafnvextir óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja hækkuðu í takt við vaxtahækkun Seðlabankans í júní og ágúst líkt og vextir óverðtryggðra innlána (mynd III-16) en sambærilegir vextir verðtryggðra inn- og útlána bankanna höfðu hins vegar lítið breyst á sama tímabili (mynd III-17). Vextir verðtryggðra sjóðfélagalána hluta lífeyrissjóða hafa hins vegar lækkað í takt við lækkun ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði og eru nú u.þ.b. ½ prósentu lægri en sambærilegir vextir viðskiptabankanna. Þá hafa einhverjir sjóðir jafnframt hækkað veðhlutföll í 75% og lækkað lántökukostnað nýrra útlána. Þrátt fyrir að vextir viðskiptabankanna hafi ekki lækkað með sama hætti enn sem komið er gefur nýleg vaxtalækkun eins af stóru bönkunum til kynna að það gæti breyst.

Mynd III-16

Meginvextir Seðlabanka Íslands og vextir viðskiptabanka<sup>1</sup>

1. janúar 2012 - 21. október 2015

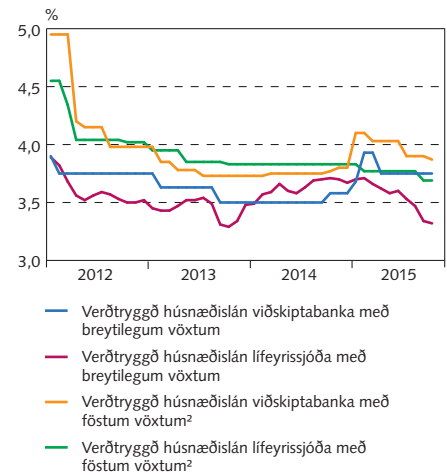


1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta íbúðalána hjá Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka. 2. Vextir fastir í 3-5 ár.  
Heimildir: Arion banki, Íslandsbanki, Landsbankinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-17

Vextir íbúðalána viðskiptabanka og lífeyrissjóða<sup>1</sup>

Janúar 2012 - október 2015



1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta. 2. Vextir fastir frá 5 árum og allt upp í allan lánsstímann.

Heimildir: Almenni lífeyrissjóðurinn, Arion banki, Festa lífeyrissjóður, Gildi lífeyrissjóður, Íslandsbanki, Landsbankinn, Lsj. verslunarmanna, LSR, Seðlabanki Íslands.

5. Mun færri hafa nýtt sér séreignarsparnaðarleiðina en gert var ráð fyrir í upphaflegum áætlunum stjórnvalda og í júní höfðu eingöngu um 34 þúsund einstaklingar nýtt sér þessa heimild. Ekki liggja fyrir upplýsingar um þá sem ekki eiga fasteign og geta nýtt séreignarsparnaðinn síðar við kaup á fasteign. Þegar aðgerðirnar voru kynntar í nóvember 2013 var gert ráð fyrir að séreignarleiðin myndi leiða til um 67 ma.kr. lækkunar á höfuðstól íbúðalána á þremur árum.



## IV Innlent raunhagkerfi

Frá því að árstíðarleiðrétt landsframleiðsla náði lágsta gildi sínu eftir fjármálakreppuna sem skall á af fullum þunga haustið 2008 hefur hún vaxið jafnt og þétt og mælist nú meiri en þegar hún var mest árið 2007. Hagvöxtur þessa batatímabils hefur verið borinn uppi af mikilli aukningu útflutnings, fjárfestingu atvinnuveganna og einkaneyslu sem batnandi hagur heimila hefur stutt við, sérstaklega á síðustu tveimur árum. Í ár er búist við því að hagvöxtur verði sá mesti frá árinu 2007 og verður hann drifinn áfram af kröftugum vexti sömu þátta og leitt hafa efnahagsbatann. Mikill vöxtur innlestrar eftirspurnar endurspeglar einnig í minnkandi afgangi á viðskiptum við útlönd þrátt fyrir ágætan útflutningsvöxt. Batinn á vinnumarkaði heldur einnig áfram með mikilli fjölgun starfa og minnkandi atvinnuleysi. Framleiðnivöxtur hefur hins vegar verið slakur og töluvert veikari en á fyrri bataskeiðum. Slakinn sem var í þjóðarþúinu á undanförunum árum hefur snúist í framleiðsluspennu og endurspeglar það þá aðlögun og bata sem orðið hefur í þjóðarþúskapnum á undanförunum árum. Samhliða því hefur aðhald í opinberum fjármálum minnkað.

### Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

#### Hagvöxtur á fyrri hluta ársins í takt við máispá *Peningamála*

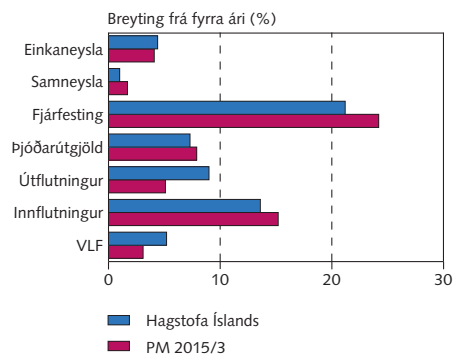
Hagstofa Íslands birti þjóðhagsreikninga fyrir annan ársfjórðung í september sl. Samkvæmt þeim tölum var hagvöxtur 5,6% á öðrum ársfjórðungi sem er sá mesti sem mælist hefur á einum fjórðungi frá fyrsta fjórðungi 2008. Hagvöxtur mældist 5,2% á fyrri hluta ársins en í ágústspá bankans hafði verið gert ráð fyrir rúmlega 3% vexti (mynd IV-1). Stór hluti spáskekkjunnar er vegna endurskoðunar á eldri gögnum Hagstofunnar auk þess sem framlag utanríkisviðskipta var umtalsvert hagfelldara en búist var við í ágúst. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins var því talsvert nær því sem bankinn spáði í maí en sú spá var gerð áður en bráðabirgðatölur fyrir þjóðhagsreikninga fyrsta ársfjórðungs lágu fyrir. Sé horft á samsetningu hagvaxtarins má sjá að þar vegast á kraftmikill vöxtur innlestrar eftirspurnar og framlag utanríkisviðskipta sem, þrátt fyrir mikinn uppgang í þjónustuútflutningi, var neikvætt á fyrstu sex mánuðum ársins vegna mikils innflutnings sem jafnan fylgir vaxandi fjárfestingarumsvifum og einkaneyslu.

#### Landsframleiðsla á mann nálgast það sem hún var mest fyrir kreppu

Landsframleiðslan á öðrum ársfjórðungi var um 3,3% meiri en hún var þegar hún var mest á fjórða ársfjórðungi 2007 miðað við árstíðarleiðréttar tölur Seðlabankans. Á sama tíma hefur fólksfjölgun einnig verið umtalsverð og því var landsframleiðsla á mann enn um 2½% minni (miðað við áætlun Hagstofunnar um mannfjöldapróun). Frá því að landsframleiðslan var mest fyrir fjármálakreppuna dróst hún saman um 11,2% áður en hún tók að vaxa á ný um mitt ár 2010. Frá þeim tíma hefur hún vaxið um 16,1% og hefur batinn að mestu verið drifinn áfram af einkaneyslu, þjónustuútflutningi og atvinnuvegafjárfestingu (mynd IV-2).

Mynd IV-1

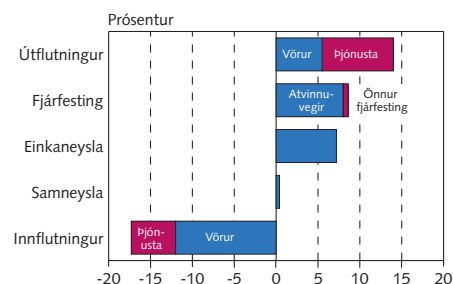
Þjóðhagsreikningar á fyrri hluta 2015 og mat Seðlabankans



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

Framlag undirlíða landsframleiðslu til efnahagsbata<sup>1</sup>

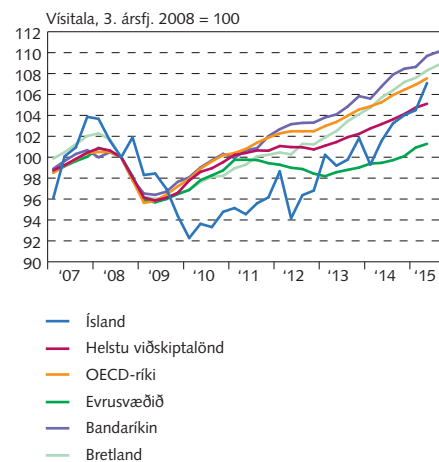


1. Frá fyrri ársþingunni 2010 til fyrri ársþingunnar 2015. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

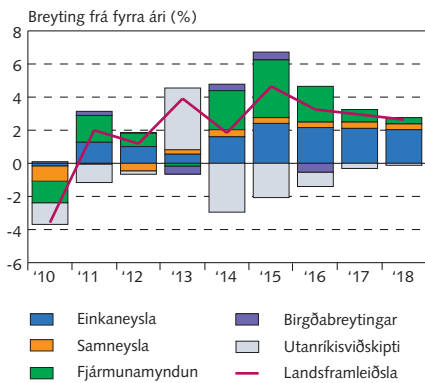
Þróun landsframleiðslunnar í kjölfar fjármálakreppunnar<sup>1</sup>

1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2015



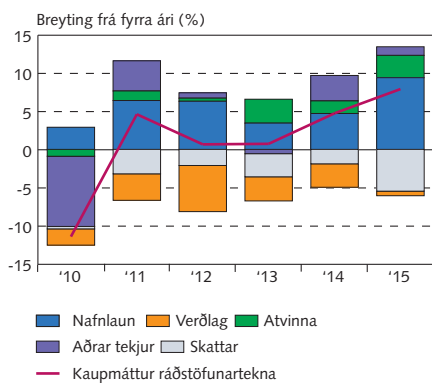
1. Árstíðarleiðrétt gögn fyrir Ísland koma frá Seðlabanka Íslands. Heimildir: Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2018<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

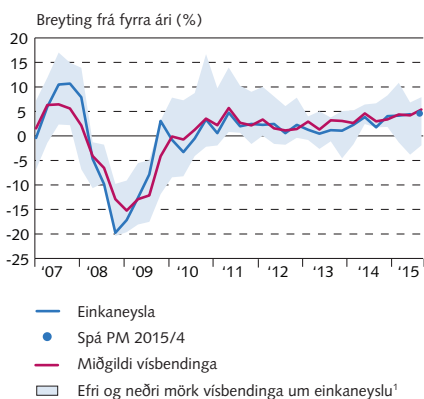
Þróun kaupmáttar ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2010-2015<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2015. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að veita saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirliða sýnir því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna afrúnunar og þar sem fullkomni tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Vísendingar um einkaneyslu

1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2015



1. Vísendingarnar eru kortavelta, dagvöruvelta, hlutabréfaverð, húsnæðisverð, innflutningur neysluvöru, nýskráningar bifreiða, laun og atvinnuleysi. Vísendingarnar eru endurskalaðar þannig að þær hafa sama meðaltal og staðalfrávik og einkaneysla.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Samdrátturinn varð meiri hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar en í helstu viðskiptalöndum og framan af í bataskeiðinu var vöxturinn minni (mynd IV-3). Á síðustu misserum hefur hagvöxtur á Íslandi hins vegar verið mun meiri en í viðskiptalöndunum (sjá kafla II).

### Horfur á meiri hagvexti í ár en áður var talið

Hagfeldara framlag utanríkisviðskipta vegna meiri útfluttrar þjónustu en búist var við er helsta skýring þess að hagvöxtur á fyrri hluta ársins var umfram spána í ágúst. Áætlað er að vöxturinn á seinni hluta ársins verði hægari enda endurspeglar mikill vöxtur þjónustu að hluta til einkiptistekjur tengdar einkaleyfum (sjá hér á eftir). Þó er gert ráð fyrir að þróun innlestrar eftirspurnar verði í takt við það sem verið hefur og að hagvöxtur á árinu verði 4,6%. Það er 0,4 prósentum meiri vöxtur en bankinn spáði í ágúst og umtalsvert meiri hagvöxtur en gert er ráð fyrir að verði að meðaltali í viðskiptalöndunum. Líkt og í ágústspánni er gert ráð fyrir að það hægi á hagvexti á næstu árum en að hann verði þó töluverður eða rétt undir 3% að meðaltali á ári. Eins og í fyrri spám bankans er vöxturinn að bróðurparti borinn uppi af kröftugum vexti innlestrar eftirspurnar einkaaðila (mynd IV-4).

### Fjárhagsleg staða heimila fer áfram batnandi ...

Samkvæmt tölum Hagstofunnar var umtalsverður vöxtur í kaupmætti ráðstöfunartekna heimila á síðasta ári eða 4,7% (miðað við staðvirðingu með verðvísitölu einkaneyslu). Þessi vöxtur endurspeglar að mestu leyti hækkun launatekna en einnig voru jákvæð áhrif af fjármagnstekjum (mynd IV-5). Þetta var þó heldur minni vöxtur kaupmáttar en gert var ráð fyrir í ágúst sem skýrist af því að launatekjur voru minni en spáð var og skattgreiðslur aðeins meiri. Eiginfjárstaða heimila batnaði einnig umtalsvert á síðasta ári og var það bæði vegna lækkunar skulda og herra virðis eigna (sjá umfjöllun um fjármálaleg skilyrði í kafla III). Í kjölfar fjármálakreppunnar sá verulega á bæði tekjum og eiginfjárstöðu heimila en frá árinu 2010 og fram til síðasta árs hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna aukist um 10,9% og eiginfjárstaða heimila batnað um 39,2% að raunvirði. Miðað við áframhaldandi hækkun raunlauna og eignaverðs og aukna atvinnu það sem af er þessu ári má ætla að þessir liðir styðji við eftirspurn heimila á árinu og næstu misseri. Sú lækkun á tekjuskatti sem boðuð hefur verið mun styðja enn frekar við kaupmátt og eftirspurn heimila.

### ... og styður við eftirspurn þeirra

Einkaneysla jókst um 4,4% á fyrri hluta ársins og virðist þróunin á árinu vera í takt við spár *Peningamála* undanfarrið en í þeim hefur verið áætlað að áhrif skuldaaðgerða stjórnvalda kæmu hvað sterkast fram í auknum vexti einkaneyslu á þessu ári. Vísendingar um þróun einkaneyslu á þriðja fjórðungi ársins eru nokkuð afdráttarlausar þess efnis að framhald verði á þeirri framvindu sem var á fyrri hluta ársins og ef eitthvað er að heldur bæti í vöxtinn (mynd IV-6). Ætla má að áhrif skuldaaðgerðanna megi einnig merkja á fasteignamarkaði en samkvæmt stórkaupvísitölu Gallups hefur hlutfall heimila sem sjá fram á húsnæðis kaup á næstu tólf mánuðum ekki verið herra frá því síðla árs 2007. Hækkun fasteignaverðs og lækkun skulda auðvelda

heimilum að ráðast í slíka fjárfestingu. Þá hafa einstaka lánastofnanir aukið aðgengi að lánsfé með hækkun veðhlutfalla og lækkun vaxta og lántökugjalda (sjá kafla III). Í ár er gert ráð fyrir 4,6% vexti einkaneyslu sem er heldur meira en spáð var í ágúst og endurspeglar að kaupmáttur launa hefur vaxið meira en ráð var fyrir gert, einkum vegna minni verðbólgu á tímabilinu. Á spátímanum er búist við því að einkaneysla verði ein meginstöð hagvaxtar, studd af kaupmáttaraukningu og frekari bata á eiginfjárstöðu heimila (mynd IV-7).

### Hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu við sögulegt meðaltal

Eftir mikinn samdrátt í kjölfar fjármálakreppunnar hefur fjárfesting farið vaxandi og á fyrri hluta ársins var atvinnuvegafjárfesting á undirlíður innlendrar eftirspurnar sem lagði mest til hagvaxtar tímabilsins. Á því tímabili jókst atvinnuvegafjárfesting um 38% frá fyrri hluta árs 2014. Mestu munaði um fjárfestingu í skipum og flugvélu en eins var umtalsverður vöxtur fjárfestingar utan stóriðju, skipa og flugvéla. Vægi atvinnuvegafjárfestingar í landsframleiðslu var við langtímameðaltal sitt á fyrri helmingi ársins sem er um 13%. Þrátt fyrir það var fjárfesting í heild nokkuð undir langtímameðaltali sínu sem rekja má til lítilla fjárfestingarumsvifa hins opinbera og í íbúðarhúsnæði.

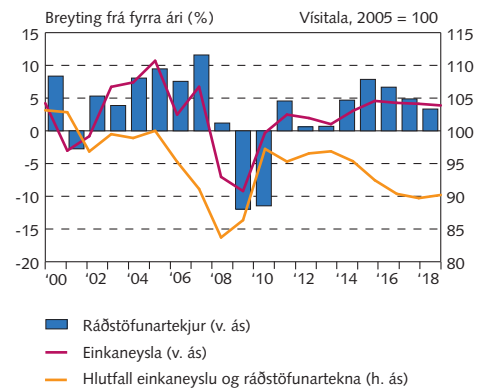
### Bætir í vöxt fjárfestingar atvinnuveganna á þessu ári

Vísendingar fyrir fjárfestingu atvinnuveganna næstu misserin eru flestar á þá leið að hún haldi áfram að aukast (mynd IV-8). Í könnun sem Seðlabankinn gerði meðal hátt í 100 fyrirtækja kemur fram umtalsverð aukning í áætlaðri fjárfestingu á þessu ári miðað við í fyrra og eins bendir könnunin til nokkuð mikillar aukningar á næsta ári (sjá töflu IV-1). Samkvæmt niðurstöðunum ætla félög í sjávarútvegi að auka fjárfestingarumsvif sín mest í ár eða um næstum 50%. Einnig búast fyrirtæki í ferða- og flutningaþjónustu við þó nokkrum vexti en fyrirtæki í iðnaði reikna með um fimmtungssamdrætti fjárfestingar. Fyrirtæki í flutninga- og ferðaþjónustu og fjármála- og tryggingastarfsemi búast við mestri aukningu á næsta ári eða um og yfir þriðjungsaukningu og fyrirtæki í verslun gera einnig ráð fyrir umtalsverðri aukningu. Niðurstöður könnunar Gallups meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins benda einnig til þess að fjárfestingarvilji fyrirtækja sé að aukast þar sem vaxandi hluti fyrirtækja gerir ráð fyrir auknum fjárfestingarútgjöldum næstu misserin.

Ofangreindar vísendingar um fjárfestingarumsvif í ár eru í góðu samræmi við þróun innflutnings á fjárfestingarvörum. Fjárfestingarkönnun bankans bregður enn sem fyrr upp þeirri mynd að fjárfesting sé fjármögnuð að umtalsverðu leyti með sjóðsstreymi fyrirtækja en að hlutfeldi lánsfjármögnunar fari þó vaxandi sem er í takt við vísendingar um aukna lántöku fyrirtækja (sjá umfjöllun í kafla III). Í samanburði við ágústspá bankans er útlit fyrir heldur meiri vöxt fjárfestingar atvinnuvega utan stóriðju, skipa og flugvéla en líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting í heild vaxi um tæplega þriðjung í ár frá fyrra ári.

Mynd IV-7

Einkaneysla og kaupmáttur ráðstöfunartekna 2000-2018<sup>1</sup>

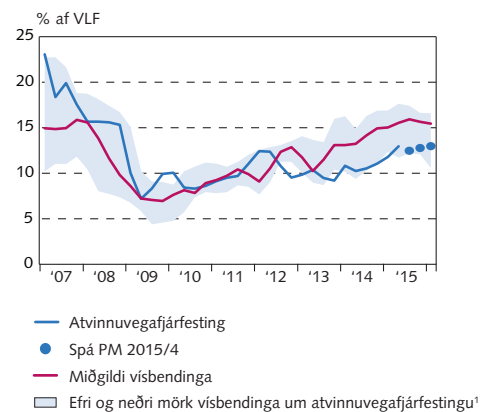


1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Vísendingar um atvinnuvegafjárfestingu

1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2016



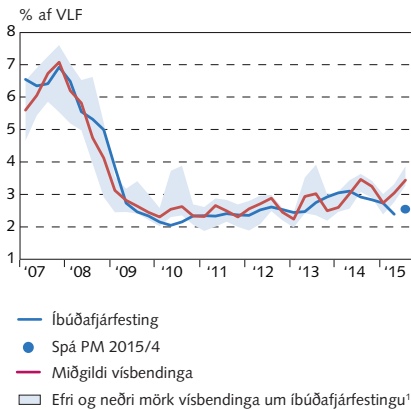
1. Vísendingar eru innflutningur fjárfestingarvöru á föstu verði og svör við fjórum spurningum úr könnun Gallups meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þær spurningar snúa að mati stjórnmenda á efnahagshorfum til sex mánaða, hvernig þeir telja innlenda eftirspurn eftir vörum eða þjónustu þeirra fyrirtækis muni þróast á næstu 6 mánuðum, hvort þeir telji fjárfestingu þeirra fyrirtækis muni aukast á líðandi 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. Vísendingar fjárfestingar eru tafðar um tvo ársfjórðunga.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

98 stærstu fyrirtækin Upphæðir í ma.kr.	2014	2015	2016	Breyting milli 2014-2015 (%) (síðasta könnun)	Breyting milli 2015- 2016 (%)
Sjávarútvegur (16)	5,9	8,9	9,0	49,3 (50,5)	1,7
Iðnaður (18)	4,8	3,8	3,8	-20,4 (-20,3)	-0,8
Verslun (22)	5,1	6,3	7,3	24,1 (17,2)	16,7
Flutningar og ferðaþj. (7)	13,8	20,1	27,8	45,3 (78,1)	38,1
Fjármál/tryggingar (9)	5,1	4,7	6,2	-8,5 (8,7)	32,5
Fjölm. og upplýsingat. (7)	7,3	7,1	7,4	-2,9 (-4,5)	3,3
Þjónusta og annað (19)	14,6	15,1	14,4	3,5 (-15,5)	-4,5
Alls (98)	56,6	65,9	75,8	16,4 (20,4)	15,0

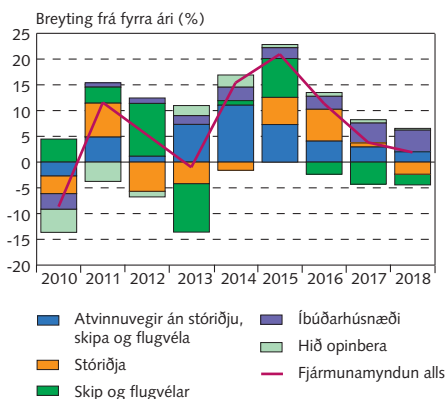
1. Innan svíga er samanburður við síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 99 fyrirtækja fyrir árin 2014-2015 (Peningamál 2015/2).  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9  
Vísbendingar um íbúðafjárfestingu  
1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2015



1. Vísbendingarnar 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: Aalborg Portland Ísland, Hagstofa Íslands, Sementsverksmiðjan ehf., Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10  
Próun fjármunamyndunar og framlag  
helstu undirlíða hennar 2010-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Íbúðafjárfesting eykst minna á þessu ári en talið var í ágúst

Á fyrri helmingi þessa árs dróst íbúðafjárfesting saman um rúm 13% milli ára samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar en gert hafði verið ráð fyrir um 5% aukningu í síðustu *Peningamálum*. Þessi þróun er því nokkuð á skjön við spár bankans og annarra spáaðila og einnig þær vísbendingar sem alla jafna er horft til við mat á fjárfestingarumsvifum á húsnæðismarkaði (mynd IV-9). Það sem af er ári hefur sementssala til mannvirkjagerðar að undanskilinni stóriðju og innflutningur á steypustyrktarjárni aukist nokkuð frá fyrra ári. Þessar vísbendingar haldast ágætlega í hendur við mat Samtaka iðnaðarins (SI) um að mikið hafi verið um byrjanir á íbúðarbyggingum á árinu. Eins hafa upplýsingar úr virðisaukaskýrslum byggingaraðila og tölur um nýskráningar byggingarkrana sýnt talsverða aukningu frá sama tíma í fyrra og stutt enn frekar við mat SI. Þótt þessar tölur gefi ekki kost á að greina á milli þess sem tengist byggingu íbúðarhúsnæðis og þess sem tengist atvinnuhúsnæði, virðist líklegt að tölur Hagstofunnar um íbúðafjárfestingu verði hækkaðar við næstu endurskoðun. Í spánni er áætlað að íbúðafjárfesting aukist um tæplega 12% á þessu ári sem er þó 6 prósentum minni aukning en gert var ráð fyrir í ágúst. Einnig er áætlað að hækking fasteignaverðs, sem hefur verið talsvert umfram hækking byggingarkostnaðar undanfarið, og bætt staða heimila styðji við íbúðafjárfestingu á spátímanum.

### Mesti vöxtur fjárfestingar frá árinu 2006

Fjárfestingarþörf fyrirtækja til að mæta vaxandi eftirspurn heimila og mikilli aukningu útflutnings á síðustu misserum hefur farið vaxandi. Aukin atvinnuvegafjárfesting hefur að mestu leyti skýrt aukin fjárfestingarumsvif sem kemur ekki á óvart í ljósi þess að framleiðslulakinn er talinn horfinn og spenna að myndast. Á þessu ári er áætlað að atvinnuvegafjárfesting standi fyrir langstærstum hluta vaxtar heildarfjárfestingar sem spáð er að muni aukast um ríflega fimmtung (mynd IV-10). Gangi spáin eftir verður það mesti vöxtur á einu ári frá því að framkvæmdir við Kárahnjúkavirkjun stóðu sem hæst árið 2006. Nú er gert ráð fyrir heldur minni umsvifum í stóriðjutengdri fjárfestingu í ár en spáð var í ágúst en á móti er búist við meiri þunga á því næsta. Þegar horft er yfir spátímann í heild sinni eru horfur á aðeins meiri



umsvifum vegna stóriðjutengdrar fjárfestingar en í ágústspánni. Gangi það eftir verður vægi fjárfestingar í landsframleiðslu tæplega 20% árið 2018, rétt um 1 prósentu minna en meðalvægi síðustu þrjátíu ára.

## Hið opinbera

### Grunnspá gerir ráð fyrir hóflegum vexti útgjalda hins opinbera

Aðhalds gætir á útgjaldahlið í rekstri hins opinbera sem sést á því að raunvöxtur samneyslu á fyrstu sex mánuðum þessa árs var um 1% samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Á sama tíma dróst fjárfesting hins opinbera lítillega saman að raunvirði. Á spátímabilinu er gert ráð fyrir lágum og stöðugum raunvexti bæði samneyslu og fjárfestingar. Þar vega þungt miklar kostnaðarhækkningar vegna launahækkana sem munu að óbreyttum útgjaldaáformum að nafnvirði halda aftur af raunvexti samneyslunnar bæði hjá ríkissjóði og sveitarfélögum. Þannig hafa nokkur sveitarfélög þegar tilkynnt að grípa þurfi til uppsagna semji þau um sambærilegar hækkningar og voru í nýlegum úrskurði gerðardóms.

Gert er ráð fyrir um 1½% samneysluvexti á ári á spátímanum og líkt og í áætlunum fjármála- og efnahagsráðuneytisins er áætlað að fjárfesting hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu haldist óbreytt út spátímamann í um 3%. Gangi spáin eftir markar það kaflaskil í þróun þessara hagstærða á hagvaxtarskeiði líkt og margra ára samdráttur samneyslu og fjárfestingar markaði þáttaskil í kjölfar fjármálakreppunnar. Framlag opinberra útgjalda til hagvaxtar verður því hóflegt á næstu árum eða um ½ prósentu á ári (mynd IV-11). Hætta er hins vegar á að útgjaldaáform muni ekki ganga eftir þegar eins miklar kostnaðarhækkningar og felast í kjarasamningum opinberra starfsmanna eiga sér stað.

### Horfur á tiltölulega stöðugum afgangi á frumjöfnuði ríkissjóðs

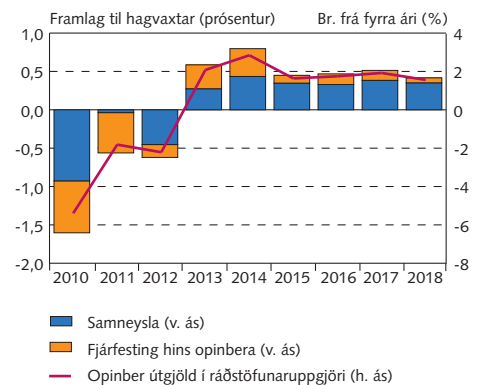
Í voráætlun ríkisfjármála frá því í apríl sl. var gert ráð fyrir að afgangur á frumjöfnuði ríkissjóðs myndi batna um 0,4 prósentur af landsframleiðslu milli árana 2016 og 2019.<sup>1</sup> Í nýju fjárlagafrumvarpi minnkar þessi bati um helming þannig að viðbrögð fjármálastjórnar við nýgerðum kjarasamningum mæld í breytingu á frumjöfnuði eru takmörkuð. Á sama tímabili er gert ráð fyrir að halli á fjármagnsjöfnuði minnki verulega vegna niðurgreiðslu skulda sem hefur í för með sér að afgangur á heildarjöfnuði fer lítillega vaxandi á tímabilinu (mynd IV-12).

Uppsöfnuð tekjulækkun vegna kerfisbreytinga á tekjuhlið frá hausti 2013, að bankaskattinum undanskildum, nemur samtals 1,6% af landsframleiðslu á árinu 2016. Verulegar skatttekjur hafa því verið gefnar eftir á sama tíma og aðhalds gætir á útgjaldahliðinni. Slökun á aðhaldi stafar því fyrst og fremst af breytingum á tekjuhliðinni. Yfirlýst stefnumið frumvarpsins um að hlutfall frumtekna af landsframleiðslu skuli ekki hækka á árunum 2016-2019 virðist því ganga gegn markmiðum um sjálfvirka sveiflujöfnun ríkisfjármála en í henni felst að láta hlutfallið hækka á uppgangstímum. Frumgjöld sem hlutfall af lands-

1. Hér er frumjöfnuður ársins 2017 leiðréttur fyrir flýtingu niðurgreiðslu verðtryggðra húsnæðislána.

Mynd IV-11

Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2018<sup>1</sup>

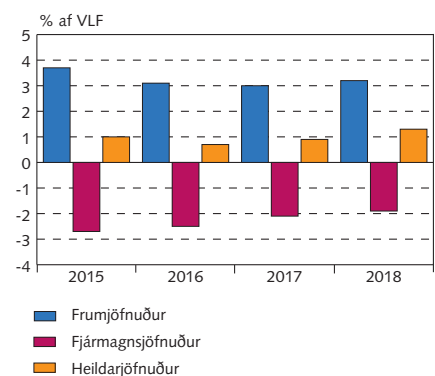


1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

Afkoma ríkissjóðs 2015-2018<sup>1</sup>

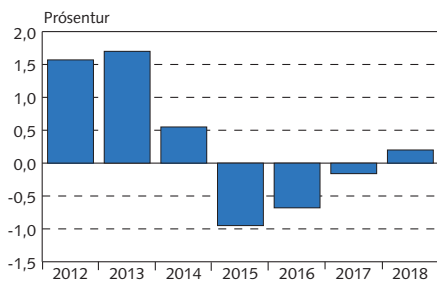


1. Á þjóðhagsgrunni.

Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13

Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2012-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Fjársýsla ríkisins, Seðlabanki Íslands.

framleiðslu lækka hins vegar á sama tíma samkvæmt frumvarpinu eins og jafnan á við í efnahagsbata (sjá nánar umfjöllun um fjárlagafrumvarp ársins 2016 í rammagrein 3). Samkvæmt spá Seðlabankans verður raunvöxtur frumgjalda minni en hagvöxtur og því lækkar hlutfall frumgjalda án óreglulegra liða um liðlega 1% af landsframleiðslu á tímabilinu. Um þessar forsendur er hins vegar nokkur óvissa, sérstaklega þegar horft er til mögulegs útgjaldabýrings í tengslum við auknar sértekjur ríkissjóðs samhliða haftalosun (sjá einnig umfjöllun um óvissupætti í kafla I).

### Aðhald ríkisfjármála slaknar fram til ársins 2017

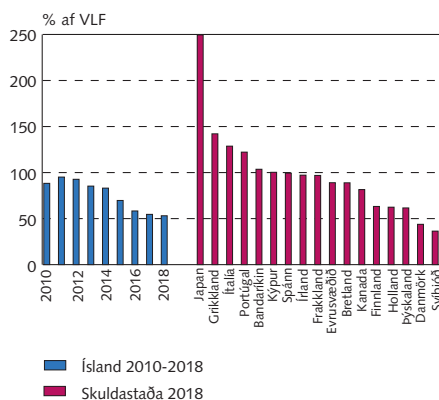
Aðhaldsstig ríkisfjármála endurspeglast í frumjöfnuði leiðréttum fyrir áhrifum hagsveiflunnar (sjá umfjöllun um framleiðsluspennu síðar í þessum kafla). Mælt í breytingu á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði versnar afkoma ríkissjóðs um samtals 1,6 prósentur á árabílinu 2015-2018. Mest er tilslökunin í ár og á því næsta eða um 0,9 og 0,7 prósentur hvort ár (mynd IV-13). Þrátt fyrir bata á heildarjöfnuði minnkar því aðhaldsstig ríkisfjármála þar sem afgangur á frumjöfnuði eykst ekki samhliða því að vannýtt framleiðslugeta hverfur og framleiðsluspenna myndast. Þetta er einnig nokkru meiri slaki en gert var ráð fyrir í maíspá bankans þegar síðast var lagt mat á aðhaldsstig ríkisfjármála.

### Skuldir ríkissjóðs lækka hratt

Í fjárlagafrumvarpi næsta árs er gert ráð fyrir hraðri niðurgreiðslu skulda ríkissjóðs þótt ekki hafi verið tekið tillit til áhrifa af áætlun stjórnvalda um losun fjármagnshafta á ríkisfjármálin að öðru leyti en því að skuldabréf Seðlabankans verður greitt upp af ríkissjóði á fyrri hluta næsta árs.<sup>2</sup> Sú uppgreiðsla nemur um 6% af landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir annarri sérstakri niðurgreiðslu í tengslum við sölu á 30% hlut ríkissjóðs í Landsbankanum. Í lok síðasta árs var skuldahlutfall ríkissjóðs 75% af landsframleiðslu en verður komið í 62% í lok þessa árs samkvæmt áætlun frumvarpsins. Með ofangreindum sérstökum niðurgreiðslum lækkar hlutfallið enn frekar niður í tæp 50% af landsframleiðslu í lok næsta árs en í spá *Peningamála* 2015/2 var áætlað að hlutfallið yrði 61%. Breytingin frá þeirri spá skýrist til helminga af uppgreiðslu Seðlabankabréfsins og uppkaupum ríkissjóðs á útstandandi skuldabréfaútgáfu í Bandaríkjadöllum sem gefin var út til að styrkja gjaldeyrisforðann árið 2011. Þau uppkauþ lækkuðu vergar skuldir ríkissjóðs um 2,7% af landsframleiðslu en auk þeirra hefur Avens-skuldabréfið og lán sem tekin voru í tengslum við efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins verið greidd upp.<sup>3</sup> Fjármögnun ríkissjóðs á gjaldeyrisvaraforðanum hefur því minnkað. Í spánni er áætlað að vergar skuldir ríkissjóðs og hins opinbera nemi 45% og 53% af landsframleiðslu í lok árs 2018. Það myndi þýða að

Mynd IV-14

Vergar skuldir hins opinbera



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

- Stjórnvöld styrktu eiginfjárstöðu Seðlabankans með því að gefa út sérstakt skuldabréf.
- Avens-skuldabréfið var tilkomið vegna kaupa ríkissjóðs á eignavörðum skuldabréfum Avens B.V. sem var félag í eigu gamla Landsbankans. Bankinn hafði sumarið 2008 fengið fyrirgreiðslu hjá Evrópska Seðlabankanum í Lúxemborg (ECB) gegn veði í skuldabréfum Avens B.V. Eignir Avens B.V. voru fyrst og fremst íslensk skuldabréf og varð félagið stærsti einstaki eigandi krónueigna utan Íslands.

sú fjármálaregla, sem lýtur að skuldsetningu og áætlað er að taka upp með nýjum lögum um opinber fjármál, yrði uppfyllt og þar með yrði skuldahlutfall hins opinbera á Íslandi og í Þýskalandi svipað (mynd IV-14).

## Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

### Vöxtur heildarútflytninga knúinn áfram af þjónustu á þessu ári

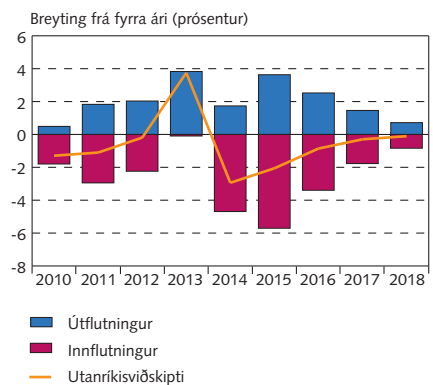
Á fyrri hluta ársins jókst útflytningur vöru og þjónustu um 9% frá sama tíma í fyrra og var vöxturinn að mestu leyti drifinn áfram af ríflega 15% vexti þjónustuútflytninga, en hann var töluvert meiri en áætlað var í ágústspánni en vöruútflytningur jókst svipað og þá var gert ráð fyrir. Vöxtur þjónustuútflytninga skýrist einkum af aukinni ferðaðþjónustu og talsverðum einskiptistekjum af einkaleyfum vegna hugverka á öðrum ársfjórðungi. Þótt þessi mikli vöxtur muni líklega ekki endurspegla þróunina á árinu í heild, eru líkur á að allir aðrir undirlíðir þjónustuútflytninga vaxi meira á árinu en spáð var í ágúst. Þar vegur ferðalagaliðurinn þýngst en farþegum til landsins hefur fjölgað um rúmlega fjórðung milli ára það sem af er ári. Það er meiri fjölgun en á sama tíma í fyrra og tvö stærstu flugfélög landsins hafa nú þegar aukið sætaframboð sitt töluvert. Því er gert ráð fyrir meiri þjónustuútflytningi í ár en á móti vega horfur á heldur minni vöruútflytningi. Hann skýrist að nokkru leyti af hægari vexti útflytninga sjávarafurða sem rekja má til minni makrílveiði, innflytningabanns Rússa og tregðu í sölu til Nígeríu. Þrátt fyrir frekar óhagstæða þróun ytri skilyrða er áætlað að heildarútflytningur aukist um tæplega 7% á þessu ári sem er svipað og spáð var í síðustu *Peningamálum*. Horfur fyrir næstu ár hafa hins vegar versnað í takt við versnandi samkeppnisstöðu og lakari horfur um eftirspurn viðskiptalandanna (sjá umfjöllun í kafla II og rammagrein 2).

### Vöxtur innflytninga ekki meiri frá fyrri hluta ársins 2006

Á fyrri helmingi ársins jókst innflytningur vöru og þjónustu um tæp 14% frá sama tíma í fyrra sem er mesti vöxtur innflytninga frá fyrri hluta ársins 2006 en þar munar mestu um mikinn innflytning flugvéla á fyrsta fjórðungi ársins. Þrátt fyrir að horft sé fram hjá skipum og flugvélum hefur innflytningur ekki aukist eins mikið frá fyrri hluta ársins 2006 en án þessara liða jókst innflytningur um 9% frá sama tíma í fyrra sem er umfram vöxt innlendrar eftirspurnar á sama tímabili. Hækkun raungengis kann að skýra vöxt innflytninga að hluta en einnig kemur til mikil innlend eftirspurn eftir neysluvörum og hrá- og rekstrarvörum. Vísendingar út frá utanríkisviðskiptatölum Hagstofunnar benda til þess að heldur hafi dregið úr vexti vöruinnflytninga eftir því sem liðið hefur á árið en hann verði áfram talsvert neysludrifinn. Tölur frá Ferðamálastofu um brottfarir Íslendinga frá Keflavíkurflugvelli og könnun sem Gallup gerði á fyrirhuguðum utalandsferðum landsmanna benda til þess að innflutt ferðaðþjónusta aukist að sama skapi talsvert frá fyrra ári í takt við aukinn innlendan kaupmátt. Á heildina litið er gert ráð fyrir að vöxtur innflytninga án skipa og flugvéla verði svipaður á árinu öllu og hann var á fyrri hluta ársins. Innflytningur vöru og þjónustu alls vex hins vegar nokkru meira eða um 12% sem er lítillega minna en spáð var í ágúst.

Mynd IV-15

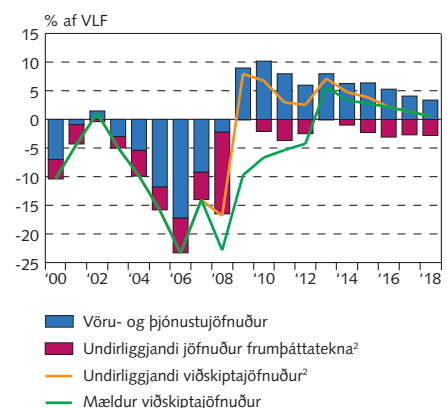
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar 2010-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Viðskiptajöfnuður 2000-2018<sup>1</sup>

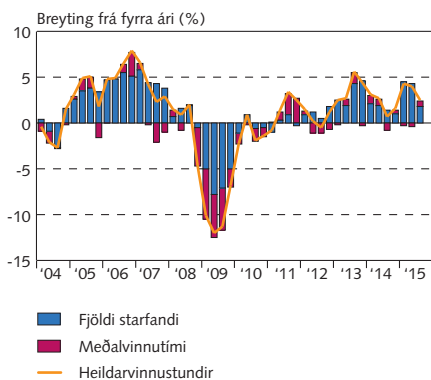


1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. 2. An reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slítameðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörum búa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækis Actavis á jöfnuð frumþáttatekna fram til ársins 2012. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slítameðferð.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

## Breytingar á atvinnu og vinnutíma

1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2015

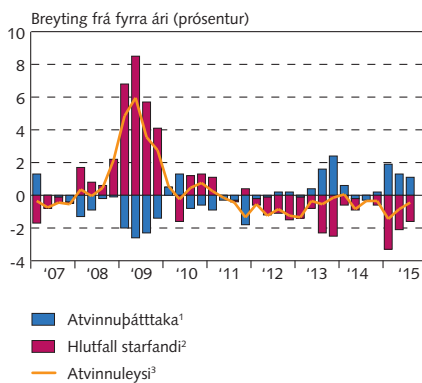


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-18

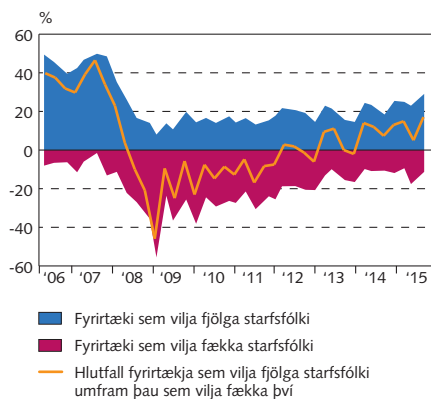
## Framlag til breytinga á atvinnuleysi

1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2015



1. Fjöldi á vinnumarkaði sem hlutfall af mannfjölda 16-74 ára.  
 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 16-74 ára. Aukninga 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

Fyrirtæki sem hyggja á starfsmanna-  
breytingar á næstu 6 mánuðum

Heimild: Gallup

## Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt þrátt fyrir mikinn vöxt útflutnings

Spáð er að innflutningur vaxi meira en útflutningur í ár og framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði því töluvert neikvætt annað árið í röð (mynd IV-15). Á fyrri hluta ársins var það raunin samkvæmt tölum Hagstofunnar þrátt fyrir mikinn vöxt útflutnings. Í spánni er áætlað að framlagið á seinni hluta ársins verði heldur neikvæðara en á þeim fyrri m.a. vegna þess að talið er að ekki verði framhald á jafn örum vexti tekna einkaleyfa og átti sér stað á öðrum ársfjórðungi. Á árinu í heild er spáð um 2 prósentna neikvæðu framlagi utanríkisviðskipta til hagvaxtar og kemur það í kjölfar 3 prósentna neikvæðs framlags í fyrra.

## Horfur á minnkandi afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum

Á síðasta ári nam afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði tæplega 6½% af landsframleiðslu. Á fyrri hluta þessa árs mældist áþekkur afgangur og í fyrra og horfur fyrir árið í heild eru svipaðar. Gert er ráð fyrir rétt líðlega 6% afgangi sem er nokkru minni afgangur en spáð var í ágúst. Líkt og í fyrri spá er gert ráð fyrir að afgangurinn minnki á næstu árum og er nú talið að hann verði kominn í um 5% á næsta ári og í 3% árið 2018 (mynd IV-16).

## Afgangur á viðskiptajöfnuði minnkar með áþekkingu hætti

Undirliggjandi halli frumþáttatekna að meðtöldum rekstrarframlögum nam 23 ma.kr. á fyrri helmingi ársins sem er ívið meiri halli en búist var við í ágústspánni þar sem bráðabirgðamat á frumþáttatekjum fyrir fyrsta fjórðung ársins var færni niður. Undirliggjandi viðskiptaafgangur nam 40 ma.kr. á fyrri helmingi ársins eða tæplega 4% af landsframleiðslu. Líkt og á við um vöru- og þjónustujöfnuð er útlit fyrir heldur minni afgang á undirliggjandi viðskiptajöfnuði á þessu ári en spáð var í ágúst. Horfurnar fyrir næstu ár hafa hins vegar lítið breyst og talið er að afgangur af undirliggjandi viðskiptajöfnuði minnki áfram og verði um ½% af landsframleiðslu árið 2018 (mynd IV-16). Gangi þetta eftir mun þjóðhagslegur sparnaður haldast yfir 20% af landsframleiðslu á spátímanum.

## Vinumarkaður

## Örari fjölgun heildarvinnustunda en spáð var í ágúst

Í síðustu spá *Peningamála* var gert ráð fyrir að áhrif kostnaðarhækkana í nýgerðum kjarasamningum kæmu að einhverju leyti fram í hægari eftirspurn eftir vinnuafli. Fáar vísbendingar eru um þetta enn sem komið er þótt erfitt sé að meta hver eftirspurnin hefði orðið án svo mikilla kostnaðarhækkana. Vinnuafseftirspurn jókst að vísu heldur hægar á þriðja fjórðungi ársins samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) en hún gerði á fyrri hluta þess. Vöxturinn var hins vegar heldur kröftugri en spáð var. Heildarvinnustundum fjölgaði um 2,4% en samkvæmt spánni var áætlað að fjölgunin yrði tæplega 2%. Það sem af er ári hefur heildarvinnustundum fjölgað um 3,5%, en ólíkt því sem var á fyrri hluta ársins skýrist fjölgunin á þriðja fjórðungi ársins bæði af auknum fjölda starfandi fólks og meðalvinnustunda (mynd IV-17). Líkt og fjallað var um í málefni *Peningamála*

hefur meðalvinnustundum þó fjölgað hægt frá árinu 2011 og var enn nokkuð í land á þriðja fjórðungi ársins að fjöldinn næði meðaltali fjórðungsins á árunum 2003-2015 og enn lengra í meðaltal fjórðungsins á tímabilinu fyrir fjármálakreppuna.

Samkvæmt VMK jókst atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi einnig nokkuð á milli ára og fólki utan vinnumarkaðar hélt áfram að fækka. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi mældist 4% á þriðja fjórðungi ársins og minnkaði um 0,2 prósentur milli fjórðunga.<sup>4</sup> Það minnkaði þó minna en sem nemur hækkun hlutfalls starfandi þar sem töluverð aukning varð á atvinnuþátttöku (mynd IV-18).

### Aukin bjartsýni um atvinnuhorfur

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Gallups, sem var framkvæmd í ágúst og september meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, eru þau töluvert bjartsýnni á nýráðningar en í þeirri könnun sem gerð var um það leyti sem lokið var við gerð kjarasamninga í vor (mynd IV-19). Samkvæmt haustkönnuninni vildu rúmlega 17 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka á næstu sex mánuðum. Samkvæmt könnuninni nú vilja bæði fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki og færri vilja fækka en í sumarkönnuninni. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum nema ferðabjónustu voru bjartsýnni á ráðningar en í sumarkönnuninni. Almennigur virðist einnig vera nokkuð bjartsýnn varðandi atvinnuhorfur og hafa væntingar til atvinnuástandsins samkvæmt væntingavísitölu Gallups í október ekki mælt hærri frá því í sama mánuði árið 2007.

### Aukin vinnuafslsnotkun frekar en framleiðniaukning í efnahagsbatanum

Eins og segir hér að ofan hefur fjölgun heildarvinnustunda verið mikil á árinu. Á fyrri hluta ársins var hagvöxtur þó meiri en sem nemur fjölgun heildarvinnustunda og því mælist aukning í framleiðni vinnuafsls sem er umfram það sem sést hefur á síðustu misserum en framleiðni vinnuafsls hefur nánast staðið í stað sl. fimm ár. Núverandi bataskeið er því töluvert ólíkt fyrri bataskeiðum varðandi hægna bata í framleiðni (mynd IV-20). Þessi þróun er að vísu í takt við það sem víða má sjá á meðal þróaðra hagkerfa á undanförunum árum (sjá umfjöllun í kafla IV í *Peningamálum* 2015/2). Í ár er spáð líðlega 1% framleiðniaukningu milli ára og gangi spáin eftir verður þróun næstu ára áþekkt því. Það er lítillega meiri framleiðniaukning en í síðustu spá þar sem spáð er meiri hagvexti, en umtalsvert minni aukning en sl. þrjátíu ár, þegar framleiðni jókst að jafnaði um hátt í 2% á ári.

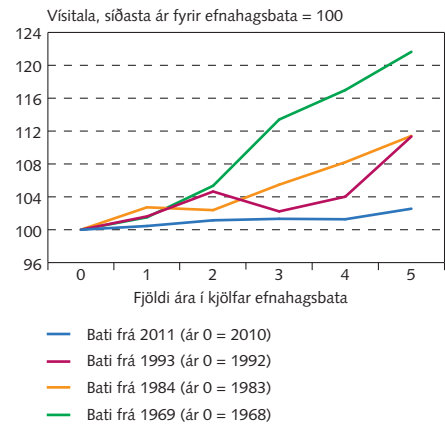
## Vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta

### Fyrirtækjum sem telja vera skort á starfsfólki hefur fjölgað töluvert

Slaki á vinnumarkaði virðist hafa verið töluvert minni á þriðja ársfjórðungi miðað við sama tíma í fyrra sökum kröftugrar eftirspurnar eftir vinnuafli á fyrri helmingi ársins (mynd IV-21). Á mælikvarða

Mynd IV-20

Framleiðni vinnuafsls í kjölfar efnahagssamdráttar<sup>1</sup>



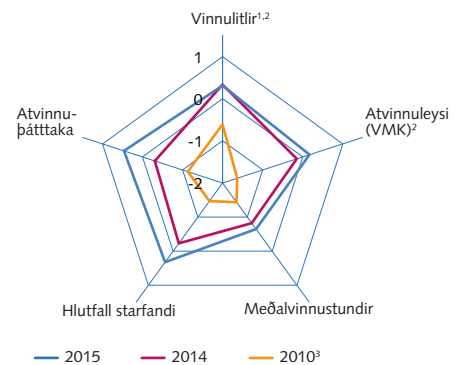
1. Verg landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum frá árinu 1991 en í hlutfalli af unnu ársverki fyrir þann tíma. Gögn fyrir 2015 eru byggð á spá *Peningamála* 2015/4. Samdráttarskeiðin fjögur eru tímabil þar sem marktækur samdráttur mælist í VLF.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-21

Mælikvarðar fyrir spennu á vinnumarkaði á þriðja fjórðungi ársins

Frávik frá meðaltali þriðja ársfjórðungs árunum 2003-2015 mælt í fjölda staðalfrávika



1. Fjöldi þeirra sem eru í hlutastarfi en vilja vinna meira í hlutfalli af mannfjölda. 2. Margfaldað með -1 til að neikvætt frávik frá meðaltali sýni spennu. 3. Árið sem bati hófst á vinnumarkaði.

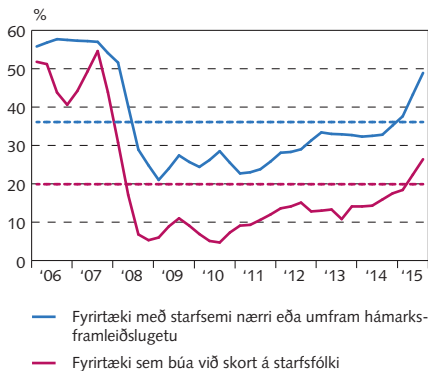
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

4. Atvinnuleysi eins og það er skráð hjá Vinnuástandstofnun (VMST) mældist minna eða 3% á þriðja fjórðungi ársins að teknu tilliti til árstíðar og minnkaði óverulega milli fjórðunga en um rúmlega ½ prósentu milli ára.

Mynd IV-22

Vísbendingar um notkun framleiðsluþátta<sup>1</sup>

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2015

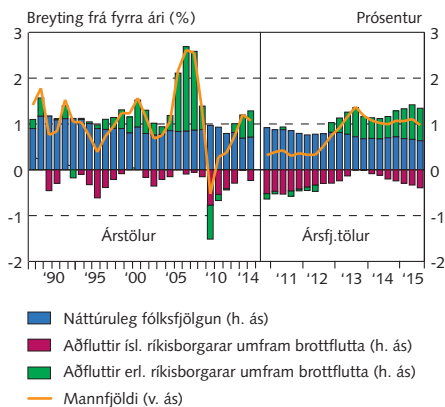


1. Samkvæmt viðhorfskönnun Gallups meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Árstíðarleiðrétt gögn. Tvisvar á ári er spurt um hvort starfsemi sé nærri eða umfram framleiðslugetu. Ársfjórðungsleg gögn eru fengin með línulegri brúun (e. interpolation). Brotalínur sýna meðalhluftöil tímabilsins.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-23

Framlag til breytinga í mannfjölda<sup>1</sup>

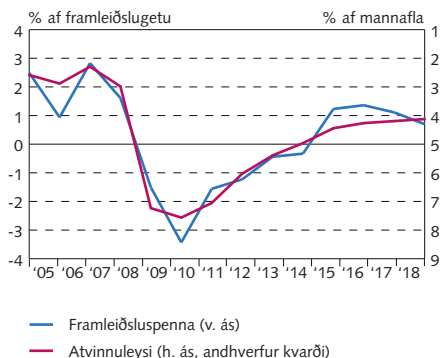


1. Tölur um mannfjölda eru á ársgrunni á tímabilinu 1987-2014 og ársfjórðungslegar frá 4. ársfjórðungi 2010.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-24

Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 2005-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

atvinnuleysis, atvinnuþátttöku, hlutfalls starfandi og vinnulítilla var slakinn horfinn ef miðað er við frávik frá meðaltali árána 2003-2015, en meðalfjöldi vinnustunda var hins vegar enn undir sögulegu meðaltali sínu.<sup>5</sup> Í ljósi þess hversu hægt meðalvinnustundum hefur fjölgað kann þó enn að vera eitthvert svigrúm til að mæta aukinni eftirspurn eftir vinnuafli án þess að það skapi enn frekari þrýsting á laun. Hlutfall fyrirtækja sem telur vera skort á starfsfólki hækkaði um sjö prósentur milli sumar- og haustkönnunar Gallups en í haustkönnuninni taldi um fjórðungur fyrirtækja sig búa við skort á starfsfólki (mynd IV-22). Þar sem þessar upplýsingar ná aðeins til ársins 2006 er meðaltal tímabilsins (43%) þó líklega ekki góður mælikvarði á eðlilega nýtingu framleiðsluþátta.

Niðurstöður haustkönnunarinnar vekja einnig þá spurningu hvort erfiðara sé orðið fyrir fyrirtæki að mæta skorti á starfsfólki með innflutningi vinnuafli en hreinn innflutningur erlendra ríkisborgara hefur verið töluverður á undanförunum árum (mynd IV-23). Þetta á sérstaklega við í ljósi mats fyrirtækja í byggingageiranum sem er sá geiri sem einna mest hefur mætt skorti á vinnuafli með innfluttu vinnuafli. Í haustkönnun Gallups töldu um 2/3 byggingafyrirtækja sig búa við skort á starfsfólki á sama tíma og rúmlega 70% fyrirtækja í greininni vildu fjölga starfsmönnum. Í ferðapjónustu, sem einnig hefur mætt skorti á starfsfólki með erlendu vinnuafli, töldu 40% fyrirtækja sig búa við skort á starfsfólki.

**Framleiðsluspenna hefur myndast**

Frá því að efnahagsbatinn hófst í kjölfar fjármálakreppunnar hefur vannýtt framleiðslugeta minnkað jafnt og þétt. Aukin nýting fjármagnsstofnsins og minnkandi atvinnuleysi á síðustu árum eru til marks um það. Vísbendingar úr viðhorfskönnunum benda sterklega til þess að framleiðsluspenna hafi einnig aukist eftir því sem liðið hefur á árið. Samkvæmt því sem kemur fram í haustkönnun Gallups voru mun fleiri fyrirtæki sem töldu sig búa við skort á starfsfólki en áður og þeim fyrirtækjum sem töldu erfitt að bregðast við aukinni eftirspurn fjölgaði (mynd IV-22). Talið er að slakinn í þjóðarbúskapnum hafi nánast horfið á síðasta ári og í ár er búist við því að landsframleiðslan vaxi hraðar en framleiðslugeta þjóðarbúskaparins og að framleiðsluspenna verði hátt í 1½% af framleiðslugetu (mynd IV-24). Er það heldur meiri spennan en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans.

5. Hagstofa Íslands birti nýlega ítarlegri sundurgreiningu á vinnuafli sem sýnir mögulega viðbót á vinnumarkaði. Um er að ræða þrjá hópa: vinnulitla sem eru þeir sem eru í hluta-starfi en vilja vinna meira og þá sem eru utan vinnnumarkaðar 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 í *Peningamálum* 2015/2).

## V Verðbólga

Verðbólga mældist 2% á þriðja ársfjórðungi þessa árs sem var nokkru minna en búist var við í síðustu spá *Peningamála*. Hún hefur þó heldur aukist undanfarna mánuði samanborið við fyrri hluta ársins, einkum vegna hækkunar á verði húsnæðis og innlendarar vöru og þjónustu. Lækkun olíuverðs á heimsmarkaði hefur hins vegar dregið verulega úr mældri verðbólgu. Innlendir verðbólguþrýstingur hefur aukist í kjölfar nýlegra kjarasamninga á vinnumarkaði þótt gengishækkun krónunnar og lækkun alþjóðlegs vöruverðs vegi upp á móti. Óvíst er þó hve varanleg þau áhrif eru auk þess sem töluverð óvissa er um þróun launakostnaðar á næstu misserum vegna hugsanlegrar endurskoðunar á kjarasamningum. Verðbólguvæntingar eru fyrir ofan verðbólguþrýsting Seðlabankans á flesta mælikvarða en þróun þeirra að undanförunu hefur gefið nokkuð misvísandi mynd.

### Nýleg verðbólguþróun

#### Verðbólga hefur mælst minni en búist var við

Verðbólga hefur verið undir markmiði síðan í byrjun ársins 2014. Hún mældist 2% á þriðja ársfjórðungi þessa árs sem var heldur minna en spáð var í ágústhefti *Peningamála*. Verðlag án húsnæðis hafði einungis hækkað um 0,6% á þriðja ársfjórðungi frá fyrra ári. Frávikið frá síðustu spá skýrist að mestu af gengishækkun krónunnar að undanförunu og meiri lækkun olíuverðs á heimsmarkaði en búist var við en lækkun innlends bensínverðs hafði töluverð áhrif á vísitölu neysluverðs á fjórðungnum. Einnig virðast verðlagsáhrif af nýlegum kjarasamningum vera minni hingað til en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans, líklega að hluta til vegna gengishækkunar krónunnar og batnandi viðskiptakjara undanfarna mánuði.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,07% í október frá fyrri mánuði eftir að hafa lækkað um 0,4% í september. Lækkun vísitölunnar var nokkuð óvænt og átti rætur sínar að rekja til mikillar lækkunar flugfargjalda. Helsti áhrifaþáttur í október var hækkun á verði húsnæðis. Ársverðbólga mældist 1,8% eða nánast óbreytt frá síðustu útgáfu *Peningamála* (mynd V-1). Ársverðbólga án húsnæðis hefur hjaðnað lítilliga síðan þá og var 0,3% í október. Verðbólga miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna (sem undanskilur einnig húsnæðiskostnað) hefur mælst heldur meiri undanfarna mánuði og var ársþéttun vísitölunnar 0,9% í september samanborið við 0,5% í júlí 2015.

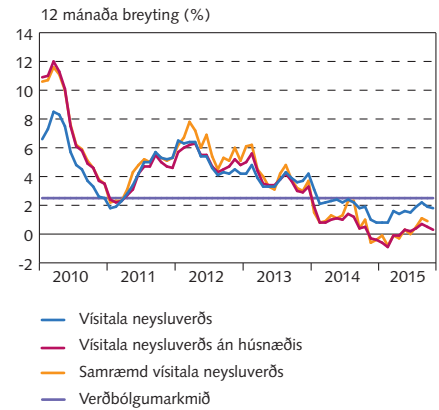
### Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

#### Innlendir þættir hafa verið megindrífkraftar verðbólgunnar

Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist frá því í ársbyrjun þótt hún sé enn lítil á flesta mælikvarða. Ársverðbólga miðað við kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðis-lána, var 1,9% í október og 0,6% ef markaðsverð húsnæðis er einnig undanskilið. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún sé á bilinu 2-4% og sé að meðaltali óbreytt frá því í júlí sl. (mynd V-2).

Mynd V-1

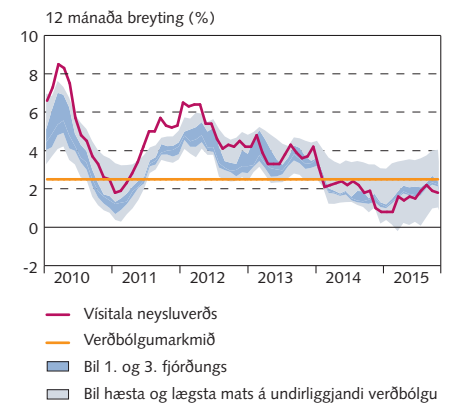
Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu  
Janúar 2010 - október 2015



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

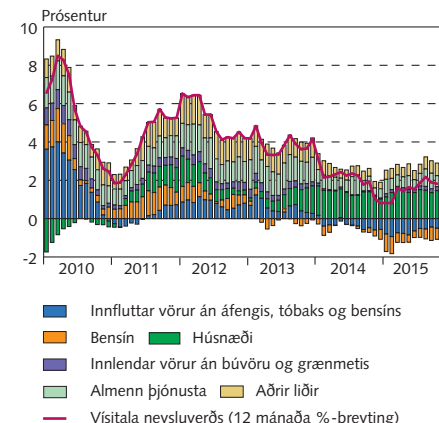
Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2010 - október 2015



1. Skyggða svæðið inniheldur ólíka mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum sem horfa fram hjá áhrifum sveiflukendra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og reiknaðar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalíkani.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Undirlitir verðbólgu  
Framlag til verðbólgu janúar 2010 - október 2015

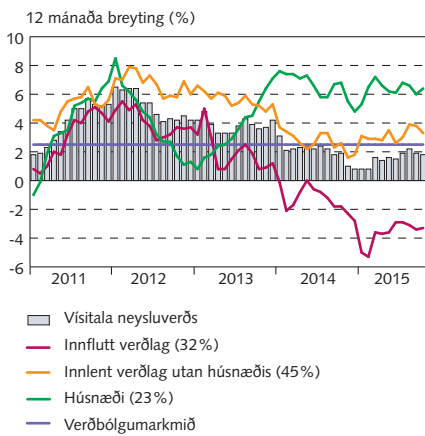


Heimild: Hagstofa Íslands.

## Mynd V-4

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

Janúar 2011 - október 2015



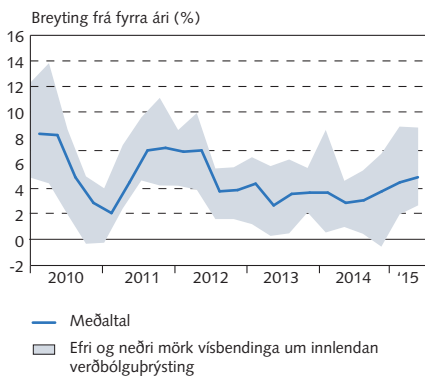
1. Innflutt verðbólga er nálgúð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálgúð með verði innlendrar vöru og almennrar og opinberrar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-5

Innlendur verðbólguþrýstingur<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2015



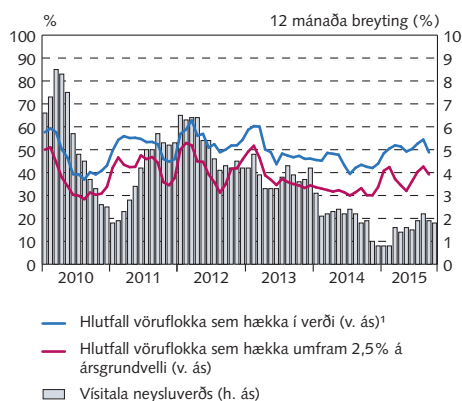
1. Efri og neðri mörk fimm vísibendinga um innlendan verðbólguþrýsting. Vísibendingarnar eru launakostnaður á framleidda einingu, verðvísitala landsframleiðslu, verð almennrar þjónustu, verð innlendrar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-6

## Dreifing verðhækkana vísitölu neysluverðs

Janúar 2010 - október 2015



1. Hlutfall vöruflokka sem hækka í verði er 3 mánaða miðsett meðaltal.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Megindrifkraftar aukinnar verðbólgu það sem af er ári hafa verið verðhækkningar innlendra þátta þ.e. húsnæðis, almennrar þjónustu og innlendrar vöru. Verðhækkun húsnæðis skýrði meira en  $\frac{3}{4}$  hluta ársverðbólgunnar í október og verðhækkningar á almennri þjónustu og innlendri vöru um  $\frac{2}{3}$  hluta hennar en verðlækkun innfluttrar vöru, einkum olíu, hefur dregið verulega úr verðbólgu (mynd V-3). Innlendur verðbólguþrýstingur virðist hafa aukist nokkuð undanfarna mánuði en innlend verðbólga (án húsnæðis) var 3,3% í október samanborið við 3% í júlí. Aftur á móti hafði verð á innfluttri vöru lækkað frá fyrra ári um 3,3% í október. Á þessa mælikvarða hefur því munurinn á innlendri og innfluttri verðbólgu aukist (mynd V-4). Mynd V-5 sýnir enn fremur að innlendur verðbólguþrýstingur á mælikvarða meðaltals nokkurra ólíkra þátta sem endurspeglar innlendan kostnað hafði á öðrum ársfjórðungi aukist jafnt og þétt frá miðju ári 2014. Áþekk þróun kemur í ljós ef dreifing verðhækkana á undirlíðum vísitölu neysluverðs er skoðuð nánar. Þar vekur athygli að þrátt fyrir að verðbólga mælist enn lítil hefur að meðaltali rúmlega helmingur undirlíða vísitölu neysluverðs hækkað í verði í hverjum mánuði það sem af er ári sem er svipað hlutfall og árið 2013 þegar meðalverðbólga var mun meiri eða 3,9% (mynd V-6).

Aðrar vísibendingar benda einnig til þess að kostnaðarþrýstingur hafi aukist. Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hafði hækkað um 4,3% á þriðja ársfjórðungi frá því á sama tíma í fyrra samanborið við 3,3% á öðrum fjórðungi. Samkvæmt niðurstöðum haustkönnunar Gallups sem gerð var í ágúst og september sl. þjuggust um 42% stjórnenda fyrirtækja við því að verð á vöru og þjónustu fyrirtækisins myndi hækka á næstu sex mánuðum samanborið við 37% í vorkönnuninni í mars sl. Að sama skapi töldu tæplega 60% stjórnenda að verð á aðföngum fyrirtækisins myndi hækka á næstu sex mánuðum samanborið við 50% í mars (mynd V-7).

### Gengishækkun krónunnar og lækkun alþjóðlegs vöruverðs vegur upp á móti auknum kostnaðarþrýstingi

Aukinn innlendan verðbólguþrýstingur má að töluverðu leyti rekja til þeirra launahækkana sem samið var um í nýlegum kjarasamningum. Hins vegar virðist sem gengishækkun krónunnar á undanförunum mánuðum auk lækkunar á verði innfluttrar vöru hafi hingað til leitt til þess að verðlagsáhrifin af þessum kostnaðarhækkunum hafi enn sem komið er mælist lítil. Ekki er útilokað að áhrif gengishækkunar krónunnar til lækkunar verðlags séu nú meiri en oft áður þar sem gengishækkunina má að mestu leyti rekja til grunnefnahagsþátta (e. economic fundamentals) og hún hefur átt sér stað þrátt fyrir mikil gjalddeyriskaup Seðlabankans (sjá kafla III). Í ljósi þess gætu fyrirtæki talið gengishækkunina varanlegri en t.d. á fyrri þensluskeiðum.

Samsetning verðbólgunnar minnir þó töluvert á stöðuna á árunum 2003-2005 þegar mæld verðbólga var lítil m.a. vegna þess að gengi krónunnar hækkaði og innflutt verðbólga var lítil á sama tíma og innlendur verðbólguþrýstingur, sem kom m.a. fram í miklum hækkunum á húsnæðisverði, var töluverður. Þegar gengi krónunnar gaf eftir árið 2006 jókst verðbólga hratt. Í ljósi mikils verðbólguþrýstings frá vinnumarkaði núna og vaxandi framleiðsluspennu í þjóðarþúskapnum eru því nokkrar líkur á að mæld verðbólga endurspegli ekki að fullu



þann undirliggjandi verðbólguþrýsting sem er fyrir hendi. Horfur eru því á að verðbólga aukist á ný þegar áhrif lækkunar alþjóðlegs vöruverðs fjara út (sjá umfjöllun um áhættumat verðbólgu í kafla I).

### Launakostnaðar líklega vanmetinn

Hagstofa Íslands birti í september sl. endurskoðaðar tölur um launakostnað á grundvelli þjóðhagsreikninga fyrir árin 2007-2014. Tölur þjóðhagsreikninga fyrir laun og launatengd gjöld breytast gjarnan nokkuð við hverja endurskoðun (mynd V-8). Endurskoðunin nú sýnir að laun á ársverk voru að meðaltali heldur hærri á þessum árum en áður var talið, en áhrif endurskoðunarinnar eru nokkuð misjöfn eftir árum. Hlutfall launakostnaðar (þ.e. launa og launatengdra gjalda) af vergum þáttatekjum var 62,2% í fyrra og hafði hækkað um ríflega 2 prósentur milli ára (mynd V-9). Hlutfallið var þá orðið 1,3 prósentum hærri en tuttugu ára sögulegt meðaltal og gangi grunnspáin eftir verður það orðið álíka hátt árið 2018 og það var hæst árin 2006-2007 í aðdraganda fjármálakreppunnar.

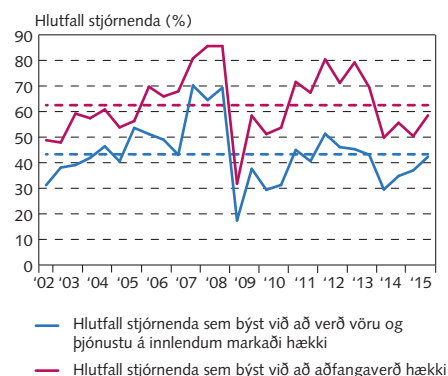
Launahækkunarir sem kveðið er á um í nýgerðum kjarasamningum hafa komið fram í launavísitölunni í takt við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá og launaskrið verið svipað (sjá nánari umfjöllun um hvernig launaþróun er metin í rammagrein 4). Launavísitalan hækkaði um 3,5% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og nam hækkun hennar frá þriðja fjórðungi síðasta árs 7,9%.

Úrskurður gerðardóms vegna bróðurpartar félaga í Bandalagi háskólanna og Félags íslenskra hjúkrunarfræðinga kvað á um töluvert meiri launahækkunarir en voru í þeim samningum sem gerðir hafa verið á almennum vinnumarkaði á undanförunum mánuðum sem þó gerðu ráð fyrir verulegum launahækkunum. Kostnaðarauki vegna samninga sem gerðir voru við stór félög opinberra starfsmanna í lok október er svipaður og úrskurður gerðardóms. Það reynir því á endurskoðunarákvæði kjarasamninganna á almennum vinnumarkaði en ein af forsendum þeirra samninga var að launastefna þeirra yrði stefnumarkandi fyrir aðra kjarasamningagerð. Viðræður hafa því verið í gangi meðal forsvarsmanna á almennum og opinberum vinnumarkaði þar sem reynt hefur verið að komast að samkomulagi um breytingar á launum og réttindum og leitast þannig við að koma í veg fyrir að samningum verði sagt upp í febrúar nk. en þá reynir á endurskoðunarákvæði samninganna. Skrifað hefur verið undir samkomulag um breytt vinnubrögð við gerð kjarasamninga en ekki hefur náðst endanleg niðurstaða um hvað gert verður í tengslum við endurskoðun kjarasamninga í febrúar á næsta ári. Allar hugmyndir sem ræddar hafa verið á þessum vettvangi hafa í för með sér meiri hækkun launakostnaðar en gert var ráð fyrir í ágústspánni og hefur í forsendum núverandi spár að hluta verið tekið mið af þessum hugmyndum. Einnig eru hækkunarir í samningum opinberra starfsmanna meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá vegna úrskurðar gerðardóms og þeirra samninga sem gerðir voru við félög ríkisstarfsmanna í lok október.

Eins og í síðustu spá er gert ráð fyrir að hækkunin verði afturvirk frá byrjun maí sl. Laun munu því hækka meira á samningstímabilinu en spáð var í ágúst. Náist hins vegar endanlegt samkomulag á vinnumarkaði í þá veru sem þar hefur verið á borðinu munu laun hækka meira en nú er spáð. Miðað við þá spennu sem virðist vera

Mynd V-7

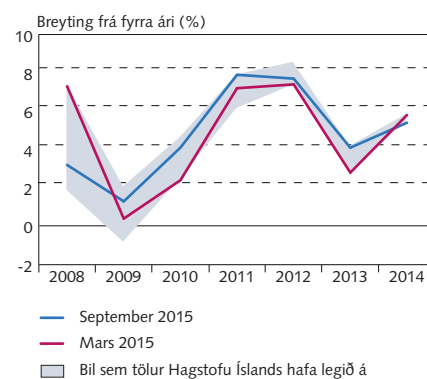
Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð á næstu sex mánuðum 2002-2015<sup>1</sup>



1. Brotalínur sýna meðaltöl frá 2002. Heimild: Gallup.

Mynd V-8

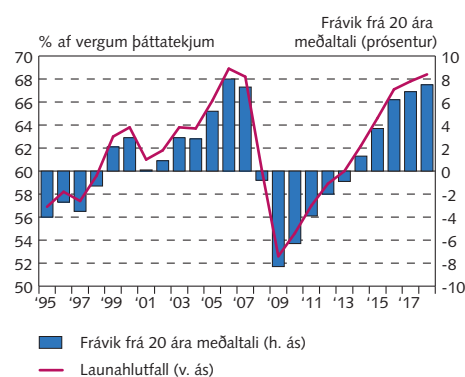
Laun á ársverk



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

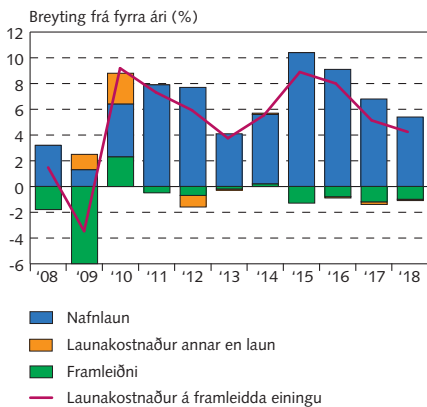
Hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum 1995-2018<sup>1</sup>



1. 20 ára meðaltal er 60,9% (1997 grunnur). Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-10

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2018<sup>1</sup>

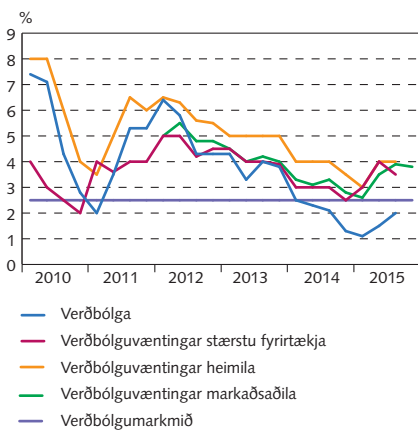


1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-11

Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2015

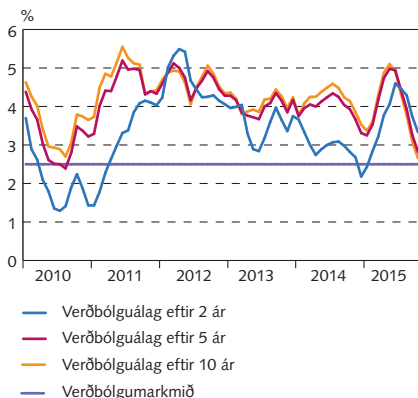


Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-12

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði<sup>1</sup>

Janúar 2010 - október 2015



1. Framvirkt verðbólguálag út frá vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa (mánaðleg meðaltöl). Álagið er vísing um væntingar um ársverðbólgu eftir tvö, fimm og tíu ár. Heimild: Seðlabanki Íslands.

að myndast á vinnumarkaði gæti launaskrið einnig verið vanmetið í spánni. Þótt laun hækki heldur meira í ár en gert var ráð fyrir í ágúst er hækkunin milli ársmeðaltala svipuð þar sem nýjar tölur Hagstofunnar sýna að laun voru að meðaltali hærri árið 2014 en fyrri tölur sýndu. Launakostnaður á framleidda einingu eykst því um 9% í ár eins og í ágústspánni en heldur meira á næsta ári eða 8,1% í stað 7,4% (sjá kafla IV og mynd V-10).

## Verðbólguvæntingar

## Töluverð óvissa um þróun verðbólguvæntinga

Verðbólguvæntingar höfðu hækkað töluvert á flesta mælikvarða við útgáfu síðustu *Peningamála*. Hins vegar hefur þróun þeirra síðan þá verið nokkuð misvísandi sem gæti átt rætur að rekja til aukinnar óvissu um innlenda verðlagsþróun. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, hefur lækkað síðan í ágúst. Þótt lækkun álagsins endurspeglir líklega að einhverju leyti hækkun á gengi krónunnar, litla alþjóðlega verðbólgu og minni svartsýni um verðbólguþróun í kjölfar kjarasamninga en mátti sjá í aðdraganda samninganna er erfitt að túlka þróun verðbólguálagsins þar sem það litast einnig af miklu innflæði fjármagns að undanförunu sem hefur leitt til þess að ávöxtunarkrafa á löngum óverðtryggðum ríkisskuldabréfum hefur lækkað töluvert (sjá kafla III og rammagrein 1). Verðbólguálag eftir tvö ár var að meðaltali um 3,3% í október og hafði lækkað um 1 prósentu síðan í ágúst. Þetta á hins vegar ekki við um verðbólguvæntingar markaðsaðila til skamms tíma. Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í lok október, rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, bjuggust þeir við 3,8% verðbólgu eftir eitt ár sem er 0,1 prósentu minna en í síðustu könnun í ágúst (mynd V-11). Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár námu 4% og hafa hækkað um ½ prósentu síðan í ágúst. Þessar niðurstöður benda því til þess að einungis megi rekja lítinn hluta lækkunar verðbólguálagsins til raunverulegrar lækkunar verðbólguvæntinga.

Svipaða sögu er að segja af stjórnendum fyrirtækja sem gerðu ráð fyrir að verðbólga yrði 3,5% eftir eitt ár í haustkönnun Gallups og lækkuðu verðbólguvæntingar þeirra um ½ prósentu síðan í sumar. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára hækkuðu hins vegar lítillega en námu einnig 3,5%. Heimilin virðast vænta ívið meiri verðbólgu á næstu misserum en verðbólguvæntingar þeirra til eins og tveggja ára voru 4% í könnun sem var framkvæmd í september og voru óbreyttar síðan í sumar.

## Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila hafa lítið breyst

Vísing um langtímaverðbólguvæntingar gefa einnig nokkuð ólíka mynd af þróun verðbólguvæntinga. Markaðsaðilar búast við að verðbólga verði að meðaltali tæplega 3½% á næstu tíu árum sem er svipað og þeir gerðu ráð fyrir í ágúst. Hins vegar hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði eftir tíu ár lækkað og var að meðaltali 2,7% í október eða rúmlega 1 prósentu lægra en í ágúst (mynd V-12). Hér koma einnig fram ofangreind áhrif innflæðis erlends fjármagns á innlendan skuldabréfamarkað. Að auki er möguleiki á að skammtímaáhrifaþættir, sem hafa leitt til þess að verðbólga hefur reynst minni en búist var við, smitist að einhverju leyti út í langtímaverðbólguvæntingar.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hækkaði skarpt á fyrri hluta ársins sem virðist einkum hafa endurspeglað hækkanði verðbólguvæntingar markaðsaðila og aukna óvissu um verðbólguáhrif þeirra kjarasamninga sem framundan voru (sjá rammagrein 2 í *Peningamálum* 2015/2). Í upphafi sumars tók álagið hins vegar að lækka á ný (mynd 1). Kjarasamningar höfðu nýlega verið samþykktir fyrir meirihluta almenna vinnumarkaðarins þar sem samið var um umtalsverðar launahækkanir, sem þó voru minni en margir höfðu óttast í ljósi hárra launakrafna. Óvissa um verðbólguhorfur var því talin hafa minnkað og peningastefnunefnd Seðlabankans hafði þegar brugðist við auknum verðbólguþrýstingi með hækkun vaxta og skilaboðum um frekari hækkun þeirra.

Undanfarnar vikur hefur það síðan lækkað enn frekar og er álagið á lengri bréf nú lægra en það var í upphafi árs og langtíma-vextir ríkisbréfa orðnir svipaðir og meginvextir Seðlabankans (mynd 2). Vaxtaferillinn er því orðinn niðurhallandi (myndir 3 og 4). Hvað skýrir þessa snörpu lækkun ávöxtunarkröfu óverðtryggðra bréfa og þar með lækkun verðbólguálags á markaði? Og hvaða áhrif getur þróun sem þessi haft á framkvæmd og miðlun peningastefnunnar?

### Áhrifaþættir ávöxtunarkröfu óverðtryggðra skuldabréfa

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðs ríkisbréfs samanstendur af þremur meginþáttum: væntingum um þróun skammtímaraunvaxta yfir líftíma bréfsins, verðbólguvæntingum á sama tímabili og áhættuálagi. Breytingar á ávöxtunarkröfunni geta því endurspeglað breytingar í einum eða fleirum þessara þátta. Það er ekki einhlítt að meta niðurbrot ávöxtunarkröfunnar í þessa einstöku þætti né heldur að túlka breytingar á þeim. Þetta á ekki síst við um áhættuálagið þar sem það nær í reynd yfir ólíkar tegundir álags, þ.e. verðbólguáhættuálag (e. inflation risk premium), skuldaraáhættuálag (e. credit risk premium) og seljanleikaálag (e. liquidity premium). Áhættuálagið getur jafnframt verið mismunandi eftir líftíma skuldabréfanna og er jafnan hærra á langtímaskuldabréfum vegna meiri óvissu um framtíðarþróun undirliggjandi áhrifaþátta, m.a. verðbólgu, efnahagsumsvifa og vaxta. Ávöxtunarkrafa lengri skuldabréfa inniheldur því svokallað líftímaálag (e. term premium), þ.e. þá viðbótarávöxtun sem fjárfestar krefjast til að fjárfesta í lengri skuldabréfum umfram það að fjárfesta í röð styttri bréfa sama útgefanda. Líftímaálagið er yfirleitt jákvætt og vaxtaferillinn því oftast upphallandi. Það getur hins vegar breyst, m.a. ef mat fjárfesta á áhættu lengri skuldabréfa breytist eða eftirspurn eftir lengri bréfum breytist að gefnu framboði þeirra.

### Verðbólguvæntingar hafa að öllum líkindum lækkað ...

Niðurhallandi vaxtaferill vegna áðurnefndrar lækkunar ávöxtunarkröfu óverðtryggðra bréfa getur að einhverju leyti endurspeglað væntingar um að skammtímaraunvextir verði nokkru lægri á næstu árum en vænst var fyrr á árinu. Ólíklegt verður þó að teljast að sá þáttur vegi þungt í þessari lækkun kröfu lengri bréfa enda almennt áfram búist við kröftugum hagvexti og aukinni spennu í þjóðarbúskapnum þótt nýleg verðbólguþróun hafi reynst hagstæðari en vænst hafði verið. Þannig bendir nýleg könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila ekki til þess að þeir vænti þess að skammtímaraunvextir verði mun lægri til lengri tíma lítið en í fyrri könnun.

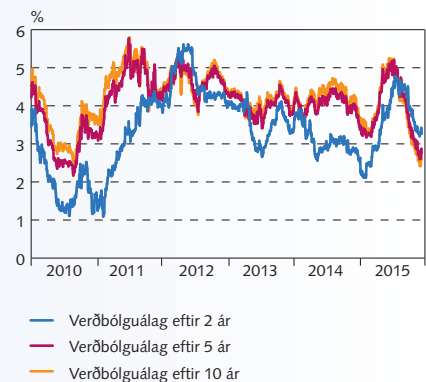
Önnur skýring á lækkun ávöxtunarkröfu lengri skuldabréfa gæti verið lækkun verðbólguvæntinga markaðsaðila til lengri tíma enda virðist ótti fjárfesta um aukna verðbólgu í kjölfar kjarasamninga hafa minnkað þar sem verðbólga hefur reynst minni en spár, m.a. Seðlabankans, bentu til. Þess sjást einnig merki í könnun bankans á væntingum markaðsaðila sem bendir til þess að þeir vænti heldur minni verðbólgu á næstunni en þeir gerðu áður. Hins vegar gefur könnunin til kynna að þeir vænti meiri verðbólgu eftir tvö ár og

## Rammagrein 1

### Nýlegar sviptingar á innlendum skuldabréfamarkaði: fjármagnsinnflæði og lækkun óverðtryggðra langtíma vaxta

Mynd 1

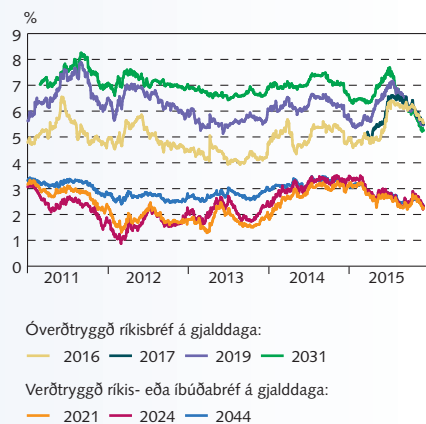
Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði<sup>1</sup>  
Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 30. október 2015



1. Framvirkt verðbólguálag út frá vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Álagið er vísing um væntingar um ársverðbólgu eftir tvö, fimm og tíu ár.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

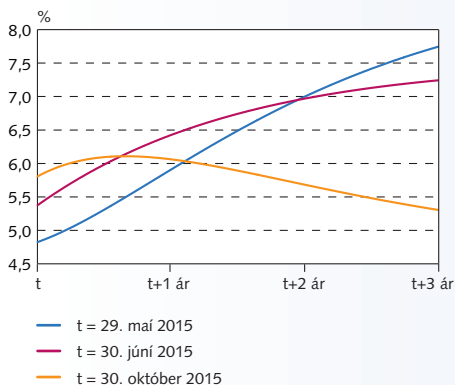
Mynd 2

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa  
Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 30. október 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

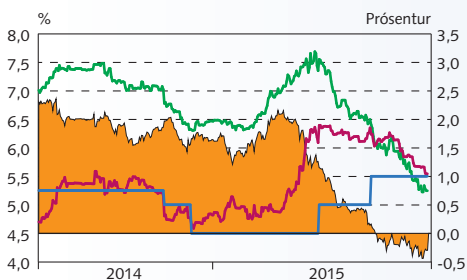
Framvirkir vextir á fjármálamarkaði<sup>1</sup>

1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Meginvextir Seðlabankans og ávöxtunarkrafa  
óverðtryggðra ríkisbréfa

Daglegar tölur 21. maí 2014 - 30. október 2015



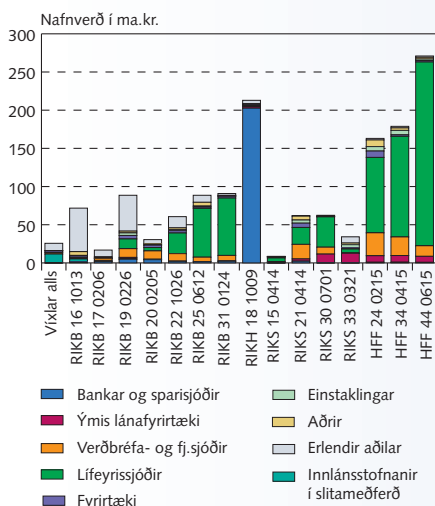
— Meginvextir Sí (vextir á 7 daga bundnum  
innlánnum) (v. ás)  
— Ríkisbréf á gjalddaga 2016 (v. ás)  
— Ríkisbréf á gjalddaga 2031 (v. ás)  
— Vaxtamunur á ríkisbréfum á gjalddaga  
2031 og 2016 (h. ás)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Eigendur ríkisverðbréfa og íbúðabréfa

Staðan 31. maí 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

að verðbólguvæntingar þeirra til lengri tíma hafi lítið breyst. Því er erfitt að sjá að breytingar á væntingum fjárfesta um þróun skammtímaráunvaxta eða verðbólguvæntinga til lengri tíma lítið leiki stórt hlutverk í mikilli lækkun langtímaáunvaxta undanfarið. Líklegri skýring virðist vera breyting á áhættuálagi lengri óverðtryggðra vaxta.

### ... en kröfulækkunin skýrist líklega að stórum hluta af lægra líftímaálagi ...

Erfitt er að sjá að óvissa um verðbólguhorfur til langs tíma hafi minnkað mikið frá því fyrir á þessu ári og því virðist lækkun verðbólguáálagi ekki leika stórt hlutverk í að skýra mikla lækkun ávöxtunarkröfu lengri óverðtryggðra ríkisbréfa. Hún kann hins vegar að hluta til að skýrast af lækkun skuldaraáálagi vegna aukinnar bjartsýni um stöðu ríkissjóðs m.a. í kjölfar birtingar aðgerða-áætlunar stjórnvalda um losun fjármagnshafna í byrjun júní sl. og hækkunar stóru alþjóðlegu matsfyrirtækjanna á lánsþæfismati ríkissjóðs í kjölfarið. Vænst er að losun fjármagnshafna hafi í för með sér lækkun skulda ríkissjóðs samhliða greiðslu stöðugleikaframlags og/eða -skatts slitabúa fallinna fjármálaframtækja sem kann, ásamt nýju fjárlagafrumvarpi, að hafa ýtt undir væntingar um minna framboð ríkisbréfa. Væri lækkun skuldaraáálagi veigamikil skýring á lækkun ávöxtunarkröfu lengri óverðtryggðra bréfa mætti hins vegar ætla að það hefði minni áhrif á halla vaxtaferilsins en hefur orðið raunin, auk þess sem verðtryggðir skuldabréfavextir ættu einnig að lækka með svipuðum hætti en þeir vextir hafa lækkað mun minna frá því í júní sl. Meiri áhrif á lengri óverðtryggð skuldabréf kunna þó að skýrast af meira framboði og seljanleika þeirra en sambærilegra verðtryggðra skuldabréfa (sjá umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamáli* 2015/2) og einnig því að stærstur hluti styttri óverðtryggðra bréfa er í eigu erlendra aðila með eignir sem eru læstar inni af fjármagnshöftunum en þeir eru líklegir til að vilja halda í ríkisbréf sín eftir að höftin voru hert í mars sl. sem heimilaði þeim eingöngu að fjárfesta í ríkisvixlum (mynd 5).

Að öllu samanteknu virðist því fyrst og fremst mega rekja mikla lækkun langtímaáunvaxta til aukinnar ásóknar erlendra fjárfesta í óverðtryggð langtímaskuldabréf ríkissjóðs frá því seint í sumar sem hefur þrýst niður líftímaálagi þeirra.<sup>1</sup> Nýfjárfesting þessara aðila í lengri óverðtryggðum ríkisskuldabréfum hefur numið tæplega 49 ma.kr. frá maílokum enda hefur áhættuleiðréttur vaxtamunur við útlönd sjaldan verið meiri (myndir 6 og 7). Þannig eru vextir hærri hér á landi og efnahagssumsvif meiri en í flestum öðrum iðnríkjum ásamt því að gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt og lánsþæfismat ríkissjóðs batnað. Kaup erlendra aðila á lengri ríkisskuldabréfum hafa því verið umtalsverð að undanfögnu. Til viðbótar kann takmarkaður seljanleiki á innlendum skuldabréfamarkaði að hafa ýkt verðáhrifin auk þess sem eftirspurn innlendra aðila kann að hafa aukist í kjölfarið vegna væntinga um áframhaldandi nýfjárfestingu erlendra aðila á sama tíma og lánsfjárför ríkissjóðs minnkar við losun fjármagnshafna.<sup>2</sup>

1. Þetta er einnig í samræmi við álit meirihluta svarenda í könnun Seðlabankans þar sem þeir voru spurðir um hverja þeir töldu vera megin undirliggjandi ástæðu lækkunar verðbólguálagins til lengri tíma á skuldabréfamarkaði frá því um mitt sumar. Meiri áhrif á óverðtryggð vexti en verðtryggð endurspeglar því líklega einnig minni áhuga erlendra fjárfesta á síðarnefndu bréfunum þar sem minni hefð er fyrir slíkum skuldabréfum erlendis (verðtryggðir skuldabréfamarkaðir eru enn hlutfallslega mjög litlir erlendis þótt útgáfa hafi farið vaxandi). Einnig gætu álitamál um ríkisábyrgð verðtryggðra skuldabréfa íbúðalánasjóðs hafa dregið úr áhuga þeirra.
2. Snörp lækkun kröfunnar fram í miðjan ágúst kann einnig að stafa að hluta til af því að lífeyrissjóðir, sem eru stærstu eigendur lengri ríkisbréfa, séu tregir til að selja bréf á hærri kröfu en 6,1% þar sem það myndi veikja tryggingafræðilega stöðu þeirra. Að sama skapi gæti framboð bréfanna hafa aukist við það að krafan fór niður fyrir 6,1% sem dregur úr þrýstingi til lækkunar kröfunnar.

Ein helsta birtingarmynd aukinnar ásóknar erlendra fjárfesta í ríkisbréf og væntinga um minna framboð á þeim er því lækun líftímaálags á overðtryggða skuldabréfamarkaðnum sem veldur því að vaxtaferillinn flest út og verður jafnvel niðrhallandi þrátt fyrir að almennt sé vænst frekari hækkunar skammtíma vaxta á komandi miss-erum. Þessi þróun torveldar miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn og beinir henni í auknum mæli um gengisfarveginn. Hann er að mörgu leyti skrykkjóttari en vaxtafarvegurinn þar sem gengið hefur tilhneigingu til að ofrísa með tilheyrandi hættu á snarpri leiðréttingu. Sú þróun getur síðan átt neikvætt samspil við áhættu í fjármálakerfinu eins og gerðist hér á árunum fyrir fjármálakreppuna.<sup>3</sup> Veikari miðlun í gegnum vaxtafarveginn torveldar einnig mat á verðbólguvæntingum meðal markaðsaðila út frá þróun vaxta á skuldabréfamarkaði.

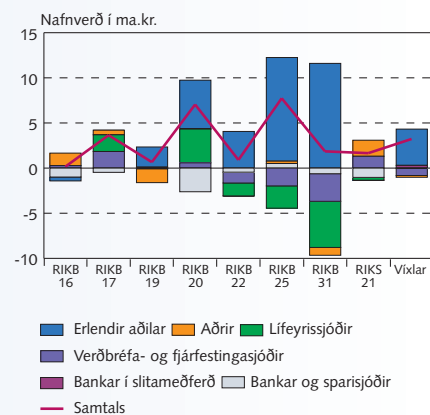
### ... sem líklega endurspeglar smitáhrif alþjóðlegrar þróunar

Þróunin er þó ekki einskorðuð við Ísland og hefur líftímaálag á alþjóðlegum skuldabréfamörkuðum verið í metlæggðum undanfarin misseri, m.a. vegna umfangsmikilla skuldabréfakaupa seðlabanka (e. quantitative easing) helstu iðnríkja til að lækka markaðsvexti til miðlungs- og langs tíma eftir að skammtíma vaxtir hafa verið lækkaðir að áætluðum þölmörkum.<sup>4</sup> Þótt ástæður lækkunar líftímaálagsins séu aðrar en hér á landi er líklegt að áhrif þessara alþjóðlegru aðgerða hafi tekið að smitast inn á innlendan skuldabréfamarkað þegar innlendar aðstæður tóku að batna, eins og þær birtust t.d. í batnandi skuldastöðu ríkissjóðs og herra lánshæfismati, þar sem erlendir fagfjárfestar í langtímaskuldabréfum leita hingað til að finna betri ávöxtun en í boði er í öðrum iðnríkjum.<sup>5</sup> Af þessari ástæðu er Seðlabankinn að skoða möguleikann á að beita einnig öðrum stjórn-tækjum en vaxtatekinu til að tryggja efnahagslegan stöðugleika og verðbólgu í samræmi við verðbólgu markmið bankans.<sup>6</sup>

3. Sjá Már Guðmundsson (2015), „Financial integration and central bank policies in small, open economies: what are the lessons from the crisis?“, ræða flutt á ráðstefnu *Singapore Economic Review*, ágúst 2015. Nánari fræðilegan bakgrunn og tölfraeðirannsóknir er að finna í Már Guðmundsson (2008), „Financial globalisation: key trends and implications for the transmission mechanism of monetary policy“, *BIS Papers*, nr. 39.
4. Lækun líftímaálags í þessum ríkjum leggst því á sveif með peningastefnunni við að yta undir efnahagsbata og koma verðbólgu upp í markmið þótt aðlögun álagsins geti reynst erfið viðureignar síðar meir. Eins og hér á landi verður mat á verðbólguvæntingum erfiðara (sjá Ciccarelli, M., og J. A. Garcia, 2015, „International spillovers in inflation expectations“, *ECB Working Paper Series*, nr. 1857).
5. Sjá t.d. umfjöllun um áhrif aðgerða helstu seðlabanka á lítil þróuð ríki og nýmarkaðsríki í Hofmann, B., og E. Takáts (2015), „International monetary spillovers“, *BIS Quarterly Review*, september 2015, 105-118.
6. Sjá t.d. Seðlabanki Íslands (2010), „Peningastefnan eftir höft“, *Sérít nr. 4*, Seðlabanki Íslands (2012), „Varúðarreglur eftir fjármagnshöft“, *Sérít nr. 6* og ræðu Más Guðmundssonar sem vísað er í hér að ofan.

Mynd 6

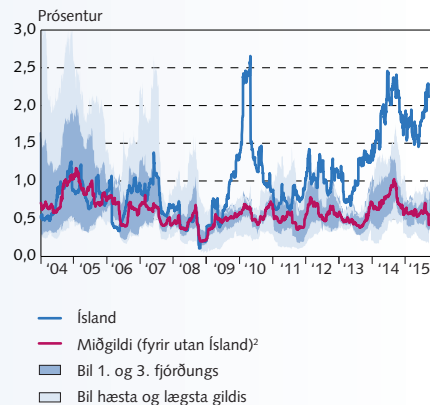
Breyting á eignarhaldi ríkisverðbréfa  
31. maí 2015 - 30. september 2015



Mynd 7

Áhættuleiðréttur vaxtamunur Íslands auk nokkurra annarra hávaxtagjaldmiðla gagnvart evrusvæðinu<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2004 - 30. október 2015



1. Hlutfall vaxtamunar 3 mánaða millibankavaxta og 3 mánaða staðalfrávíks daglegra gengisbreytinga. 2. Brasíla, Nýja-Sjáland, Suður-Afrika og Tyrkland.

## Áhrif gengisbreytinga á utanríkisviðskipti og viðskiptakjör

Raungengið hefur hækkað undanfarið og horfur eru á að það hækki enn frekar þegar áhrif nýgerðra kjarasamninga koma að fullu fram. Meðalhækkun raungengis miðað við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu gæti því orðið um 10% í ár, að mestu leyti vegna töluvert meiri hækkana innlends launakostnaðar en að meðaltali í helstu viðskiptalöndunum. Seðlabankinn hefur ítrekað fjallað um áhrif svo mikilla launahækkana á innlenda verðbólgu og hvernig peningastefnan þurfi að bregðast við til að tryggja verðstöðugleika til lengri tíma litið.

Minna hefur hins vegar verið fjallað um áhrif svo mikillar kostnaðarhækkunar á samkeppnisstöðu þjóðarþúsins og utanríkisviðskipti. Líklegt er að raungengishækkunin muni að öðru óbreyttu grafa undan samkeppnisstöðunni og draga úr útflutningi. Á sama tíma mun hún lækka verð innflutnings og minnka afgang á viðskiptum við útlönd þótt á móti vegi hagstæðari viðskiptakjör. Í þessari rammagrein er reynt að leggja mat á hversu mikil áhrif ofangreindrar raungengishækkunar gætu orðið, byggt á sögulegu sambandi utanríkisviðskipta og gengisbreytinga.

### Fræðilegur bakgrunnur

Til að leggja mat á áhrif hærra raungengis á utanríkisviðskipti þarf annars vegar að skoða hvernig gengisbreytingar hafa áhrif á verð inn- og útflutnings og hins vegar hvernig þær verðbreytingar hafa áhrif á magn inn- og útflutnings. Til að meta þessi áhrif er stuðst við hefðbundið fræðilegt líkan af utanríkisviðskiptum sem rekja má til Krugmans (1987). Samkvæmt þessu líkani er útflytjendum (bæði íslenskum útflytjendum sem selja til útlanda og erlendum framleiðendum sem selja til Íslands) mögulegt að selja afurðir sínar á ólíku verði á mismunandi markaðssvæðum, þ.e. að stunda það sem kallað er *markaðsverðlagning* (e. pricing-to-market). Þeir hámarka því hagnað með því að ákvarða afurðaverð með hliðsjón af verði samkeppnisaðila á sama markaði og almennum eftirspurnaraðstæðum á þeim markaði. Hlutfall afurðaverðs í erlendum gjaldmiðli og verðlags í viðskiptalöndum ræðst því af raungengi Íslands gagnvart viðskiptalöndum og innlendum framleiðslukostnaði, sem í sinni einföldustu mynd má lýsa með eftirfarandi jöfnu (hér og í því sem eftir fylgir eru lágstafir látnir tákna náttúrulegan lógariþma viðkomandi breytu):

$$(1) (px + e - wp) = \beta(p + e - wp) + \eta(ulc - p)$$

þar sem  $px$  er útflutningsverð í krónum,  $e$  er gengi krónunnar (mælt sem verð erlendra gjaldmiðla gagnvart einni krónu),  $wp$  er almennt verðlag í viðskiptalöndum,  $p$  er almennt verðlag á Íslandi og  $ulc$  er launakostnaður á framleidda einingu á Íslandi.  $px + e = pxf$  er því útflutningsverð í erlendum gjaldmiðli og  $p + e - wp$  er raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag.  $\beta$  mælir því áhrif gengisbreytinga á útflutningsverð, þ.e. það sem kalla má „gengisleka“ (e. exchange rate pass-through) útflutningsverðs.

Með sama hætti endurspeglar útflutt magn eftirspurnarhlið útflutningsmarkaðar og ræðst hann af hlutfallslegu verði útflutningsins (þ.e. raungenginu) og almennri eftirspurn í viðskiptalöndum Íslands:

$$(2) x = \phi(px + e - wp) + \sigma wd$$

þar sem  $x$  er útflutningur og  $wd$  er erlend eftirspurn.  $\phi$  mælir því verðteygni útflutnings, þ.e. áhrif breytinga hlutfallslegs útflutningsverðs í erlendum gjaldmiðli á eftirspurn eftir útfluttum afurðum Íslendinga.

Innflutningshlið utanríkisviðskipta má leiða fram með nákvæmlega sama hætti, enda er innflutningur til Íslands spégilmynd

útflutnings viðskiptalanda okkar hingað til lands. Innflutningsverð í hlutfalli við innlent verðlag ákvarðast því af raungengi og innlendri eftirspurn:

$$(3) (pm - p) = \alpha(p + e - wpx) + \delta d$$

þar sem  $pm$  er innflutningsverð í krónum,  $wpx$  er útflutningsverð viðskiptalanda Íslands og  $d$  er innlend eftirspurn.  $\alpha$  mælir því gengisleka innflutningsverðs. Að lokum ákvarðast innflutningsmagn af hlutfallslegu verði innflutnings og innlendri eftirspurn:

$$(4) m = \gamma(pm - p) + \mu d$$

þar sem  $m$  er innflutningur.  $\gamma$  mælir því verðteygni innflutnings, þ.e. áhrif breytinga hlutfallslegs innflutningsverðs í krónum á eftirspurn eftir útfluttum afurðum frá viðskiptalöndum Íslendinga.

### Mat á teygnistikum utanríkisviðskipta

Ofangreindir teygnistikar eru metnir með ársfjórðungslegum gögnum frá fyrsta ársfjórðungi 1990 til lokafjórðungs 2014.<sup>1</sup> Þar sem gögnin eru ósístæð (e. non-stationary) er ekki hægt að nota hefðbundna aðfallsgreiningu við mat á stikum og staðalfrávikum þeirra. Þess í stað er hér notast við FMOLS-aðferð Phillips og Hansen (1990). Jöfnumatið inniheldur einnig fasta og árstíðargervibreytur. Tafla 1 tekur saman niðurstöðurnar.

Tafla 1 Mat á teygnistikum utanríkisviðskipta

Áhrifaþáttur	Stikamat	Staðalfrávik
Áhrif gengis á útflutningsverð ( $\beta$ )	0,129	0,057
Áhrif launakostnaðar á útflutningsverð ( $\eta$ )	0,411	0,090
Áhrif útflutningsverðs á útflutning ( $\phi$ )	-0,929	0,266
Áhrif erlendra eftirspurnar á útflutning ( $\sigma$ )	0,912	0,041
Áhrif gengis á innflutningsverð ( $\alpha$ )	-1,103	0,040
Áhrif innlendrar eftirspurnar á innflutningsverð ( $\delta$ )	0,621	0,019
Áhrif innflutningsverðs á innflutning ( $\gamma$ )	-0,442	0,089
Áhrif innlendrar eftirspurnar á innflutning ( $\mu$ )	0,966	0,102

Stikarnir eru allir tölfræðilega marktækir frá núlli og formerki þeirra og stærð er eins og búast mátti við. Hér er þó fyrst og fremst einblínt á áhrif gengisbreytinga á verð og magn inn- og útflutnings. Samkvæmt stikamatinu í töflu 1 veldur 1% varanleg gengishækkun því að innflutningsverð lækkar um 1,1% ( $= dp/dp = \alpha$ ). Gengisbreyting hefur því samsvarandi áhrif á innflutningsverðlag og gengislekinn í innflutningsverðlag því u.þ.b. fullkominn. Áhrif gengishækkunar á

1. Notast er við gagnagrunn þjóðhagslíkans Seðlabankans, QMM (sjá Ásgeir Danielsson o.fl., 2015). Fyrir útflutningsjöfnurnar (jöfnur 1 og 2) er  $x$  mælt með magni útflutnings vöru og þjónustu,  $px$  með verðvísitölu útflutnings vöru og þjónustu,  $e$  með viðskiptaveginni gengisvísitölu (mældri sem verð erlendra gjaldmiðla gagnvart einni krónu),  $w$  með viðskiptaveginni vísitölu neyslverðs í helstu viðskiptalöndum Íslendinga,  $wd$  með viðskiptaveginni vergri landsframléiðslu í helstu viðskiptalöndum Íslendinga,  $p$  með vísitölu neyslverðs og  $ulc$  með hlutfalli launakostnaðar og framléiðni á heildarvinnustund. Fyrir innflutningsjöfnurnar (jöfnur 3 og 4) er  $m$  mælt með innflutningi vöru og þjónustu,  $pm$  með verðvísitölu innflutnings vöru og þjónustu og  $wpx$  með viðskiptavegnum útflutningsverði helstu viðskiptalanda. Að lokum kom best út að mæla  $d$  í jöfnu (3) með þjóðar-útgjöldum en með vergri landsframléiðslu í jöfnu (4). Þetta er einnig í samræmi við það sem gert er í rannsókn Alþjóðagjalddeyrissjóðsins (2015). Í innflutningsjöfnunni er einnig bætt við hlutfalli alþjóðaviðskipta af heimsframléiðslu sem mælikvarða á áhrif vaxandi sérhæfingar í alþjóðaviðskiptum (sjá Ásgeir Danielsson o.fl., 2015).

útflytningaerfiðing er hins vegar minni. Útflytningaerfiðing í erlendum gjaldmiðli hækkar um 0,13% ( $= dp_x/de = \beta$ ) en í krónum talið lækkar það hins vegar um 0,87% ( $= dp_x/de = \beta - 1$ ). Útflytjendur ná því að velta hluta gengishækkunarinnar yfir á erlenda kaupendur en að mestu leyti þurfa þeir að taka á sig hækkunina í gegnum lakari afkomu. Gengisleki innlands útflytningaerfiðingar er því nokkuð frá því að vera fullkominn.

Verðákvörðun innflytningaerfiðingar ber því merki þess sem kallað er framleiðendaverðlagning (e. producer currency pricing), þ.e. útflytjendur til Íslands ákvarða verð afurða sinna til Íslands í eigin gjaldmiðli og verð í krónum endurspeglar því að fullu gengisbreytingar krónunnar. Verðákvörðun útflytningaerfiðingar Íslendinga má hins vegar frekar lýsa sem afurðamarkaðsverðlagningu (e. local currency pricing), þ.e. íslenskir framleiðendur verðleggja vörur sínar að mestu leyti í gjaldmiðli þess lands sem þeir eru að flytja til og taka á sig gengisbreytingar í gengi krónunnar í gegnum eigin afkomu. Stikamatið bendir þó til þess að verðákvörðun hluta útflytningaerfiðingar út frá framleiðendaverðlagningu.

Þessar niðurstöður koma e.t.v. ekki á óvart í ljósi þess hve íslenskur þjóðarbúskapur er lítill: það getur verið hlutfallslega kostnaðarsamt fyrir erlenda seljendur vöru til Íslands að kanna markaðsaðstæður hér á landi og innfluttar vörur eru oft ekki í samkeppni við innlenda framleiðslu svipaðrar vöru heldur einungis við aðrar sambærilegar innfluttar vörur sem verða fyrir sams konar áhrifum af gengisbreytingum (sjá t.d. umfjöllun í kafla 3 í Seðlabanki Íslands, 2012). Smæð þjóðarbúskaparins gerir það einnig að verkum að íslenskir útflytjendur eru í meginatriðum verðtakar á erlendum mörkuðum og hafa því lítið svigrúm til að breyta verði í erlendum gjaldmiðli í kjölfar gengisbreytinga krónunnar.

Stikamatið í töflu 1 sýnir að áhrif gengisbreytinga á inn- og útflytningaerfiðing eru mismikil og því hefur gengishækkunin áhrif á viðskiptakjör, þ.e. hlutfallslegt verð út- og innflytninga. Samkvæmt stikamatinu veldur 1% varanleg gengishækkun því að viðskiptakjör þjóðarbúsins batna um 0,23% ( $= \beta - 1 - \alpha$ ). Á móti kemur hins vegar að gengishækkunin dregur úr útflytningi en gerir innflytning ódýrari. Matið í töflu 1 gefur til kynna að 1% varanleg gengishækkun valdi um 0,12% samdrætti í útflytningi ( $= dx/de = \phi\beta$ ) en að innflytningur aukist um 0,49% ( $= dm/de = \alpha\gamma$ ). Þessi áhrif eru í meginatriðum svipuð og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2015) fær í nýlegu mati á teygnistikum utanríkisviðskipta fyrir 60 lönd yfir tímabilið 1980-2014. Samkvæmt mati sjóðsins er verðteygni innflytningaerfiðingar á þessum tímum sem fæst fyrir Ísland ( $\gamma$  er -0,30 í stað -0,44) en verðteygni útflytningaerfiðingar er hins vegar nokkru minni ( $\phi$  er -0,32 í stað -0,93). Hins vegar fær sjóðurinn meiri gengisleka að jafnaði yfir í útflytningaerfiðing ( $\beta$  er 0,55 í stað 0,13) en nokkru minni gengisleka í innflytningaerfiðing ( $\alpha$  er -0,61 í stað -1,10). Áhrif gengishækkunar á viðskiptakjör verða því áþekkt (0,16% í stað 0,23%). Matið er einnig áþekkt því sem fæst í þjóðhagslíkani Seðlabankans fyrir þann hluta utanríkisviðskipta þar sem teygnistíkar eru metnir en fyrir aðra hluta utanríkisviðskipta eru spár bankans byggðar á upplýsingum utan líkansins, t.d. eru spár um útflytning sjávarafurða byggðar á upplýsingum um leyfilegt aflamark sem ákvarðast óháð efnahagslegum grunnþáttum annars útflytningaerfiðingar eins og lýst er í jöfnu (2).

#### Áhrif 10% raungengishækkunar á utanríkisviðskipti

Ofangreint mat er hægt að nota til að meta áhrif þeirrar 10% hækkunar raungengis sem gæti orðið í ár á verð og magn út- og innflytningaerfiðingar og þar með á viðskiptakjör og viðskiptajöfnuð. Í dæminu er gert ráð fyrir að raungengishækkunin samanstafi af 2,5% hækkun nafngengis krónunnar og 7,5% hækkun innlands kostnaðar um-



fram erlendun.<sup>2</sup> Samkvæmt stikamatinu í töflu 1 leiðir það til 3,5% lækkunar innflutningsverðs en 1,3% hækkunar útflutningsverðs í erlendum gjaldmiðli. Í krónum talið lækkar útflutningsverð hins vegar um 1,2% og viðskiptakjör batna því um 2,3%. Raungengishækkunin veldur því hins vegar að útflutningur dregst saman um 1,2% en innflutningur eykst um 4,9%. Þótt viðskiptakjör batni verða utanríkisviðskiptin því nokkru óhagstæðari og versnar vöru- og þjónustu-jöfnuður um sem nemur 1,5 prósentum af landsframleiðslu. Áhrifin á hreinan útflutning (magn útflutnings umfram magn innflutnings) eru meiri og versnar hann um sem nemur 2 prósentum af landsframleiðslu á föstu verði.<sup>3</sup>

Þetta eru hins vegar langtímaáhrif raungengisbreytingarinnar. Til skemmri tíma geta þau verið meiri eða minni. Til að meta skammtímaáhrifin og þann tíma sem það tekur langtímaáhrifin að koma fram er hægt að meta jöfnukerfið á svokölluðu villuleiðréttingarformi (e. error correction form).<sup>4</sup> Mynd 1 sýnir áhrif raungengishækkunarinnar yfir fimmtán ára tímabil. Eins og sjá má eru langtímaáhrifin að stærstu leyti komin fram tveimur árum eftir hækkunina. Einnig sjást vísbendingar um yfirskot í áhrifum á útflutningsmagn og verð í erlendum gjaldmiðli og í viðskiptakjörum.

### Hefur útflutningur þróast í takt við það sem vænta mátti í kjölfar fjármálakreppunnar?

Miklar sviptingar urðu í innlendum og alþjóðlegum efnahagsmálum í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar sem hófst árið 2007 en brast á hér á landi af fullum krafti ári síðar. Í kjölfarið drógust alþjóðaviðskipti verulega saman: þannig minnkaði viðskiptavegin eftirspurn helstu viðskiptalanda Íslands um 14% frá miðju ári 2008 til miðs árs 2009 og á sama tíma lækkaði hlutfallslegt verð útflutnings Íslendinga um ríflega 20%. Þessi mikla raungengislækkun dró verulega úr neikvæðum áhrifum minni alþjóðlegrar eftirspurnar fyrir íslensk útflutningsfyrtæki með því að gera innlendan útflutning samkeppnishæfari og draga þannig úr samdráttaráhrifum efnahagskreppunnar, auk þess sem hún studdi við afkomu þeirra og vó á móti áhrifum verðlækkunar sem varð á erlendum mörkuðum.

Þrátt fyrir þessar miklu sviptingar og mikinn samdrátt alþjóðaviðskipta hélt útflutningur frá Íslandi áfram að vaxa. Það er hins vegar áhugavert að skoða hvort vöxturinn hafi verið í takt við það

2. Hér er eingöngu fjallað um þessa áhrif gengisbreytingar á utanríkisviðskipti og því eru ekki tekin með möguleg óþétt áhrif hennar á innlenda eftirspurn og tekjur.

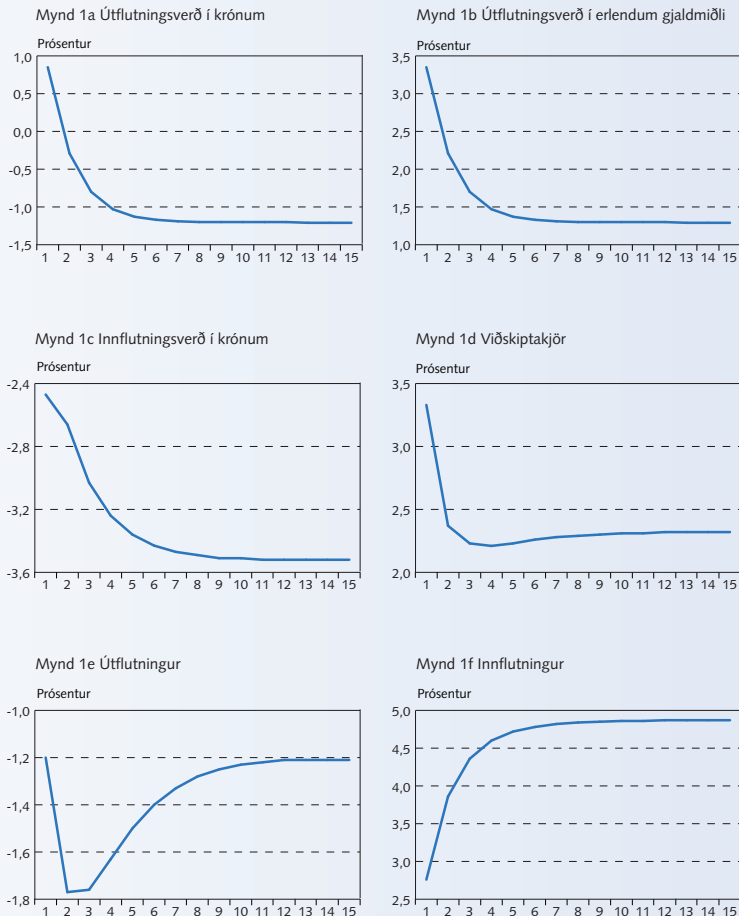
3. Hægt er að sýna fram á að áhrif gengisbreytingar á vöru- og þjónustujöfnuð eru  $[-1 + \beta(1 + \phi)]h_x - \alpha(1 + \gamma)h_m$  þar sem  $h_x$  og  $h_m$  eru hlutföll verðmætis út- og innflutnings í nafnvirði vergrar landsframleiðslu (notast er við meðaltal árunna 1990-2014). Áhrif á framlag utanríkisviðskipta fást með sama hætti þar sem hlutföllin endurspegla raun- í stað nafnstærðir. Út frá þessu má einnig leiða Marshall-Lerner-skilyrðið sem lýsir því hvaða skilyrði teygistíkar inn- og útflutnings þurfi að uppfylla þannig að gengishækkun leiði til minni viðskiptaafgangs, þ.e. að  $\beta(1 + \phi) - \alpha(1 + \gamma) - 1 < 0$  (sem gerir ráð fyrir að í jafnvægi séu verðmætahlutföllin u.þ.b. þau sömu). Miðað við stikamatið í töflu 1 fæst gildið -0,38 og því er Marshall-Lerner-skilyrðið uppfyllt. Ef gert er ráð fyrir fullum gengisleka í inn- og útflutningsverð ( $\beta = 1$  og  $\alpha = -1$ ) fæst skilyrðið í sinni einföldu og betur þekktu útgáfu:  $\phi + \gamma + 1 < 0$ .

4. Á sem einfaldastan hátt má lýsa villuleiðréttingarlíkaninu sem ( $\Delta$  táknar breytingu stærða)  $\Delta y_t = \rho_0 + \rho_1 \Delta y_{t-1} + \dots + \rho_n \Delta y_{t-n} + \kappa_1 \Delta z_t + \dots + \kappa_m \Delta z_{t-m} - \lambda(y_{t-1} - \pi z_{t-1})$  þar sem  $y$  er innri stærðin sem á að skýra (verð eða magn inn- eða útflutnings) og  $z$  eru skýristærðirnar í jöfnum (1)-(4). Síðasti liður jöfnunnar inniheldur því frávik frá langtímafrávæginu sem jöfnur (1)-(4) lýsa og  $\lambda$  lýsir því hversu mikið af þessu frávik er „leiðrétt“ á hverjum ársfjórðungi. Jafna á þessu formi er metin fyrir verð og magn inn- og útflutnings með sömu skýristærðum og langtímasamböndin auk árstíðargervibreyta. Jöfnurnar fyrir útflutningsverð og innflutningsmagn innihalda einnig gervibreytu sem tekur gildið 1 á fjórða ársfjórðungi 2008 en 0 annars. Innflutningsverðjafnan inniheldur sambærilega gervibreytu fyrir fyrsta ársfjórðung 2009. Þessar jöfnur skýra frá 65% (útflutningsverð) til 95% (innflutningsverð) af breytileika verðstærðanna og frá 75% (útflutningsmagn) til 83% (innflutningsmagn) af breytileika magnstærðanna.

## Mynd 1

## Áhrif 10% varanlegrar raungengishækkunar

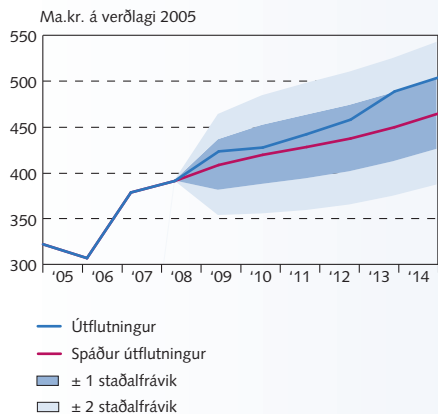
X-ásinn sýnir áhrif í lok hvers árs



Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Mynd 2

## Útflutningur vöru og þjónustu 2005-2014



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

sem sögulegt samband útflutnings við ákvörðunarstærðir sínar gefur tilefni til að ætla eða hvort útflutningsvöxtur hafi verið hægari en ella, t.d. vegna þess að bankakreppan hér á landi og truflunin sem hún hafði í för með sér í erlendri greiðslumiðlun hafi grafið undan erlendum viðskiptasamböndum og gert útflytjendum erfiðara um vik að afla sér lánaþyrngreiðslu (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2015). Því hefur einnig oft verið haldið fram í innlendri efnahagssumræðu að fjármagnshöft sem sett voru á hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar hafi valdið svipuðum vandamálum og því dregið úr útflutningi miðað við það sem ella hefði orðið. Til að skoða þetta nánar er ofangreint líkan notað til að spá fyrir um þróun útflutnings vöru og þjónustu frá fyrsta ársfjórðungi 2009 til lokafjórðungs ársins í fyrra. Mynd 2 sýnir spána og samanburð við raunverulega þróun. Eins og sjá má hefur útflutningsjafnan vanspáð útflutningi í kjölfar fjármálakreppunnar, þótt munurinn sé innan við eitt staðalfrávik og því ekki tölræðilega marktækur.

Ekki er því að sjá að bankakreppan hafi grafið undan útflutningsvexti síðustu ára. Ekki er heldur hægt að sjá merki um að fjármagnshöftin hafi gert hið sama, þótt auðvitað sé ekki hægt að segja til um hver útflutningsvöxturinn hefði getað verið án haftanna.

Með þessu er því ekki verið að segja að höftin valdi engum skaða til lengri tíma lítið, heldur einfaldlega að ekki sé hægt að sjá að þau hafi dregið úr útflutningi á þeim tíma sem liðinn er frá því að fjármálakreppan skall á. Að hluta til gæti skýringin verið sú að hér er horft til útflutnings vöru og þjónustu en kröftug aukning hefur orðið í þjónustuútflutningi síðustu ár sem að miklu leyti tengist vaxandi vinsældum Íslands sem áfangastaðar ferðamanna. Mynd 3 sýnir því samsvarandi spá fyrir vöruútflutning einan og sér.<sup>5</sup> Eins og myndin sýnir dróst vöruútflutningur nokkuð saman árið 2010 en hefur vaxið nokkuð síðan. Spáin frá ársbyrjun 2009 hefur fylgt þessari þróun vel eftir: útflutningsþróunin hefur reyndar verið heldur hagstæðari en spáin gerir ráð fyrir en skekkjan er vel innan eins staðalfráviks. Hér er því heldur ekki að finna skýr merki þess að bankakreppan eða fjármagnshöftin hafi grafið undan útflutningi.

### Heimildir

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2015). Exchange rates and trade flows: Disconnected? Kafli 3 í *World Economic Outlook*, október 2015.

Ásgeir Daniélsson, Bjarni G. Einarsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson, Signý Sigmundardóttir, Jósef Sigurðsson og Rósa Sveinsdóttir (2015). QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy. Version 3.0. Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, væntanlegur.

Krugman, P., (1987). Pricing to market when the exchange rate changes. Í S. Arndt and J. Richardson (ritstj.), *Real-Financial Linkages Among Open Economies*. Cambridge: MIT Press.

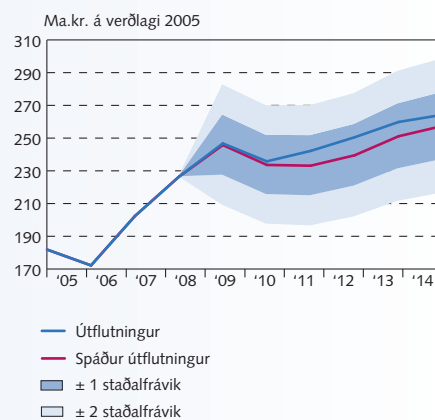
Phillips, P. C. B., og B. E. Hansen (1990). Statistical inference in instrumental variables regressions with I(1) processes. *Review of Economic Studies*, 57, 99-125.

Seðlabanki Íslands (2012). Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum. *Sérrit* nr. 7.

5. Jafnan fyrir vöruútflutning er metin frá árinu 1997 en gögn fyrir þann tíma liggja ekki fyrir á ársfjórðungsgrunni í gagnagrunni þjóðhagslíkansins. Jöfnunatið er mjög áþekkt því sem fæst fyrir útflutning í heild. Sambærileg niðurstaða fæst þegar eingöngu er horft til vöruútflutnings án útflutnings áls, sjávarafurða, flugvéla og skipa.

Mynd 3

Útflutningur vöru 2005-2014



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Rammagrein 3

# Fjárlagafrumvarp ársins 2016

Í langtímaáætlun í ríkissjóðmálum sem birt er í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2016 er gert ráð fyrir stöðugum afgangi á frumjöfnuði fram til ársins 2019. Gert er ráð fyrir lakari afkomu á frumjöfnuði en í frumvarpi síðasta árs. Á sama tíma er stefnt að minni halla á fjármagnsjöfnuði sem skilar sér í betri heildarafkomu. Niðurstöðu langtímaáætlunar má sjá í töflu 1. Samkvæmt frumvarpinu er stefnt að afgangi á heildarjöfnuði árið 2016 sem nemur 0,7% af vergri landsframleiðslu.

Tafla 1 Áætluð afkoma ríkissjóðs til ársins 2019

Ma.kr.	Áætlun			
	2016	2017	2018	2019
Heildartekjur	696,3	731,0	748,8	787,4
Par af skatttekjur	646,5	681,9	696,4	735,1
Heildargjöld	681,0	689,2	714,7	739,6
Rekstrargjöld	284,9	299,9	313,0	329,7
Fjármagnskostnaður	74,4	68,4	68,7	62,9
Tilfærsluútgjöld	265,7	278,7	289,7	302,0
Viðhald	10,1	10,5	10,7	10,7
Fjárfesting	45,9	31,7	32,7	34,3
Heildarjöfnuður ríkissjóðs með flýtingu <sup>1</sup>	15,3	41,8	34,1	47,8
Sem hlutfall af VLF (%)	0,7	1,7	1,3	1,7
Bati frá fyrra ári	-0,3	1,0	-0,4	0,4
Heildarjöfnuður ríkissjóðs án flýtingar <sup>1</sup>	15,3	21,7	34,1	47,8
Sem hlutfall af VLF (%)	0,7	0,9	1,3	1,7
Bati frá fyrra ári	-0,3	0,2	0,4	0,4
Frumtekjur	679,7	694,2	730,5	770,0
Frumgjöld	606,6	620,8	646,1	676,7
Frumjöfnuður ríkissjóðs án flýtingar <sup>1</sup>	73,1	73,4	84,4	93,3
Sem hlutfall af VLF (%)	3,1	3,0	3,2	3,3
Bati frá fyrra ári	-0,6	-0,1	0,2	0,2
Vaxtatekjur	16,6	16,6	18,2	17,4
Vaxtagjöld	74,4	68,4	68,7	62,9
Fjármagnsjöfnuður	-57,8	-51,8	-50,4	-45,5
Sem hlutfall af VLF (%)	-2,5	-2,1	-1,9	-1,6

1. Flýting niðurgreiðslu verðtryggðra húsnæðisskulda gerir það að verkum að gjöldin færðast fram til 2014 en tekjurnar eru áfram innheimtar árið 2017 sem orsakar misræmi milli tekna og gjalda. Frumjöfnuður er hér sýndur án áhrifa flýtingar.

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

Í fjárlagafrumvarpinu kemur fram að afkoma ríkissjóðs í ár verði nokkru betri en gert var ráð fyrir í fjárlögum ársins 2015. Nú stefnir í að afgangur á heildarjöfnuði nemi 1% af landsframleiðslu í ár í stað 0,2% og að afgangur á frumjöfnuði verði 3,7% af landsframleiðslu í stað 3,1%. Jafnframt er áætlað að handbært fé frá rekstri, sem er mikilvægur mælikvarði á getu ríkissjóðs til að greiða niður skuldir, verði jákvætt um 14,6 ma.kr. í stað áætlunar fjárlaga um að það yrði neikvætt um 7,7 ma.kr.

Efnahagsþróunin hefur að ýmsu leyti verið með öðrum hætti en gert var ráð fyrir í forsendum fjárlaga ársins 2015. Innlend eftirspurn og launabreytingar eru meiri en áætlað var. Það hefur haft jákvæð áhrif fyrir tekjuöflun ríkissjóðs en fyrstu átta mánuði ársins hafa t.d. skattar af tekjum og hagnaði vaxið á greiðslugrunni um 13% frá fyrra ári. Á rekstrargrunni er gert ráð fyrir að tekjur verði 4% yfir tekjuáætlun fjárlaga. Helstu efnahagsforsendur sem liggja til grundvallar nýju fjárlagafrumvarpi taka mið af þjóðhagssþá sem sýnir heldur minni hagvöxt en grunnspá *Peningamála* nú.

Í áætluninni í frumvarpinu um skuldastöðu ríkissjóðs er gert ráð fyrir hagfelldari þróun en í fyrri áætlunum. Hlutfall heildarskulda ríkissjóðs af landsframleiðslu hefur lækkað hratt frá árinu 2011 þeg-

ar það náði hámarki í 85%. Miðað við forsendur frumvarpsins um þróun skulda ríkissjóðs mun skuldahlutfallið einnig lækka töluvert á næstu árum. Gert er ráð fyrir að vaxtagjöld ríkissjóðs lækki um tæplega 14 ma.kr. fram til ársins 2019. Í fjárlagafrumvarpi ársins 2015 var hins vegar gert ráð fyrir að fjármagnsjöfnuður versnaði, færi úr 60 ma.kr. halla árið 2014 í 65-67 ma.kr. halla á árunum 2015-2018. Nú er gert ráð fyrir að halli á fjármagnsjöfnuði nemi í kringum 58 ma.kr. í ár og á því næsta en minnki svo um 6 ma.kr. árið 2017 og um aðra 2 ma.kr. árið 2018. Vegna fyrirhugaðrar sölu á hlutafé munu arðgreiðslur frá Landsbankanum lækka á móti.

### Tekjuhlíð

Breytingar á tekjuhlíð frá fyrri áætlunum koma til vegna skattabreytinga og endurmats á tekjum af skattstofnum á grundvelli nýrrar þjóðhagsspár fjárlagafrumvarpsins. Áætlaðar heildartekjur næsta árs hækka um 31,2 ma.kr. frá því sem gert var ráð fyrir í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2015 og nema 696,3 ma.kr. og þar af nemur hækkun skatttekna 37,3 ma.kr. Frá hausti 2014 til hausts 2016 hefur almennt endurmat skattstofna styrkt tekjuhlíðina um 51,6 ma.kr. en kerfisbreytingar á árunum 2015 og 2016 draga tekjurnar aftur niður um rúma 7 ma.kr. hvort ár. Tryggingargjald mun lækka um 0,14 prósentur um næstu áramót og er það síðasta áformaða lækkunin í bili. Tekjuskattur einstaklinga lækkar um leið og skattþrepum er fækkað um eitt eins og lofað var í tengslum við gerð kjarasamninga í vor og er áætlað að það kosti 11 ma.kr. á ári frá og með árinu 2017. Á sama tíma eru krónutölugjöld hækkuð að hámarki um 2,5% um næstu áramót. Áhrif niðurfellingar á tollum um næstu áramót á vísitölu neysluverðs, þegar tollar á fatnaði og skóm eru felldir niður, eru talin

Tafla 2 Yfirlit um tekjuáætlun ríkissjóðs 2015-2019 á rekstrargrunni

% af VLF	2015	2016	2017	2018	2019
Heildartekjur	31,4	29,9	29,3	28,3	28,2
Skatttekjur	28,4	27,7	27,4	26,3	26,4
Frumtekjur	30,6	29,2	28,7	27,6	27,6
Vaxtatekjur	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
<i>Án óreglulegra liða</i>					
Heildartekjur	31,0	29,6	29,1	28,1	28,0
Skatttekjur	28,0	27,5	27,2	26,1	26,2
Frumtekjur	30,1	28,9	28,4	27,4	27,4

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

Tafla 3 Yfirlit um áætlun tekjuáhrif skattkerfisbreytinga frá hausti 2013 á tekjuáætlun 2015-2019

% af VLF	2015	2016	2017	2018	2019
Skattabreytingar frá hausti 2013					
Skattabreytingar á 143. löggjafarþingi	1,0	0,5	0,5	-0,4	-0,4
þ.a. hækkun bankaskatts	1,5	1,1	1,0	0,1	0,1
Skattabreytingar á 144. löggjafarþingi	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Skattabreytingar í fjárlagafrumvarpi 2016	0,0	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5
Skattabreytingar alls	0,8	0,0	-0,3	-1,2	-1,1
þ.a. hækkun bankaskatts	1,5	1,1	1,0	0,1	0,1
þ.a. annað	-0,7	-1,1	-1,3	-1,3	-1,2
Fyrri ráðstafanir:					
Brottfall eldri tímabundinna ákvæða	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
Skattabreytingar og brottfall skatta alls	0,4	-0,4	-0,7	-1,6	-1,5
þ.a. annað en bankaskattur	-1,1	-1,6	-1,8	-1,7	-1,6

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

nema u.þ.b. 0,5% til lækkunar vísitölunnar. Þegar tollar á sérvöru lækka einnig um þar næstu áramót er talið að áhrifin muni nema samanlagt u.þ.b. 1% skili aðgerðirnar sér að fullu út í verðlag. Skatttekjur munu vaxa um 5,2% milli áætlunar fyrir árið 2015 og fjárlagafrumvarps fyrir árið 2016 en það samsvarar 1,8% aukningu að raunvirði en lækkun í hlutfalli af landsframleiðslu úr 28,4% í 28%. Tekjuáætlun ríkissjóðs má sjá í töflu 2.

Töluverðar kerfisbreytingar hafa verið gerðar frá hausti 2013 í tíð þessarar ríkisstjórnar. Að undanskildum bankaskatti sem eynamerktur var ákveðnu verkefni nemur samanlögð tekjulækkun þessara kerfisbreytinga samtals 1,6% af landsframleiðslu árið 2016. Uppsöfnuð tekjuáhrif árána þar á eftir sem hlutfall af landsframleiðslu eru svipuð. Áætlað er að tekjur af bankaskatti nemi 1,1% af landsframleiðslu. Í töflu 3 er betur hægt að sjá sundurliðuð áhrif breytinganna. Taflan sýnir áætluð áhrif aðgerða á tekjur á hverju ári fyrir sig. Lækkun krónutölugjalda að raunvirði er meðtalin. Eldri tímabundin ákvæði sem falla brott eru t.d. auðlegðarskattur og orkuskattur á rafmagn.

Tafla 4 Horfur í ríkisfjármálum fyrir árið 2016 – breytingar frá voráætlun

Rekstrargrunnur	Ma.kr.
<i>Afkoma ríkissjóðs 2016 skv. voráætlun 2015</i>	
Frumjöfnuður	71,5
Vaxtajöfnuður	-60,5
Heildarjöfnuður	11,0
<i>Breytingar á afkomu ríkissjóðs árið 2016 frá ríkisfjármálaáætlun vorið 2015</i>	
<i>Breytingar á frumtekjum</i>	
Skattar á tekjur einstaklinga	0,9
Tekjuskattur lögaðila	7,8
Virðisaukaskattur	1,5
Áfengisgjald	3,1
Tryggingargjald	2,8
Aðrar breytingar á tekjum	-1,5
Samtals breytingar á frumtekjum	14,6
<i>Breytingar á frumgjöldum</i>	
Aukið útgjaldasvigrúm umfram forsendur voráætlunar	3,5
Dregið úr aðhaldi frá forsendum voráætlunar	3,3
Endurmat á launa- og gengisforsendum	11,3
Framlög til Íbúðalánasjóðs	-1,0
Niðurfærsla verðtryggðra húsnæðislána	-2,9
Aðrar breytingar á gjöldum	-1,2
Samtals breytingar á frumgjöldum	13,0
<i>Breytingar á vaxtajöfnuði</i>	
Uppgreiðsla á láni til Seðlabanka Íslands	4,0
Niðurgreiðsla erlendra lána	3,7
Aðrar breytingar á vaxtagjöldum (hærra vaxtastig o.fl.)	-4,5
Lægri vaxtatekjur af veittum almennum lánum	-1,2
Hærra vaxtatekjur af bankareikningum ríkissjóðs í Seðlabanka Íslands	1,2
Aðrar breytingar á vaxtatekjum	-0,2
Samtals breytingar á vaxtajöfnuði	3,0
Samtals breytingar á heildarjöfnuði	4,6
<i>Afkoma ríkissjóðs 2016 skv. ríkisfjármálaáætlun haustið 2015</i>	
Frumjöfnuður	73,1
Vaxtajöfnuður	-57,8
Heildarjöfnuður	15,3

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið.

## Gjaldahlið

Nokkurs aðhalds er gætt á gjaldahlið. Flestir rekstrarmálaflokkar hækka um 1% að raunvirði en ellilífeyrir, lyf og lífeyrisskuldbindingar vaxa meira. Gert er ráð fyrir að aðhaldsmarkmið í útgjaldarömmum fyrir árið 2016 verði 0,5% fyrir skólakerfi og heilbrigðis- og öldrunarstofnanir en 0,75% fyrir aðrar stofnanir og verkefni. Þetta gerir það að verkum að dregið er úr aðhaldi frá voráætlun sem nemur 3,3 ma.kr. en auk þess er útgjaldasvigrúm aukið um 3,5 ma.kr. frá því sem var í voráætlun og verður því 7,5 ma.kr. Á móti þessu vegur lækkun útgjalda vegna nokkurra óreglulegra liða frá voráætlun um 5,1 ma.kr. Að samanlögðu hækka frumgjöld því um 13 ma.kr. frá voráætluninni. Rekstrargjöldin sem hlutfall af landsframleiðslu lækka hins vegar um 0,5 prósentur. Það sama á við um rekstrar- og neyslu-tilfærslur en þær lækka um 0,6 prósentur af landsframleiðslu.

Í frumvarpinu er miðað við að launaliður ríkissjóðs hækki um 9,5% árið 2016 sem felur í sér endurmat á launaforsendum fjárlaga 2015, einkum vegna áætlaðra launahækkana á seinni helmingi þessa árs, sem hafa áhrif á ársgrundvelli á launakostnað ársins 2016. Á árunum 2017-2019 er gert ráð fyrir 3,7-4,7% hækkun launakostnaðar sem er nokkuð umfram verðbólguþá. Sú forsenda var sett fyrir úrskurð gerðardóms í málum Bandalags háskólamanna og Félags hjúkrunarfræðinga en gera má ráð fyrir auknum útgjaldaþrýstingi vegna hans. Óvissa var um niðurstöður kjarasamninga og þess vegna var m.a. mynduð óskipt fjárheimild sem á að gefa svigrúm til að mæta frávikum, einkum í tengslum við launa-, gengis- og verðlagsforsendur frumvarpsins og til að mæta ófyrirséðum skuldbindingum sem kunna að falla til á hverju ári. Þessi fjárheimild nemur u.þ.b. 6 ma.kr.

Það markmið sem sett var í voráætlun um að viðhalda sama fjárfestingarstigi á tímabilinu sem svarar til 1,2% af landsframleiðslu heldur gildi sínu og er framlengt. Það felur í sér svigrúm, sem myndast frá og með árinu 2017, til nýrra fjárfestingarverkefna sem komi í stað þeirra sem lokið er á tímabilinu. Í töflu 4 má sjá yfirlit yfir þær breytingar sem verða á afkomu ríkissjóðs árið 2016 frá voráætlun ríkisfjármála í apríl til afkomu samkvæmt fjárlagafrumvarpi ársins 2016.

## Rammagrein 4

# Forsendur um þróun launa í spám Seðlabankans

Við gerð þjóðhagsspáa Seðlabankans eru notaðar tölur úr framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga Hagstofu Íslands fyrir laun og launatengd gjöld. Þar sem þessar tölur birtast með nokkurri töf er einnig byggt á mati sérfræðinga bankans á nýlegri þróun launa þar sem notast er við margvíslega mælikvarða á innlendri launaþróun, m.a. launavísitölu Hagstofunnar. Mat sérfræðinga bankans á launaþróun á spátímanum byggist síðan á áætlunum um kostnað vegna kjarasamninga á öllum vinnumarkaðnum og forsendum um almennt launaskrið. Reynslan hefur sýnt að það eru einkum tveir þættir sem valda skekkjum í áætlunum bankans á sögulegri launaþróun: annars vegar endurskoðun á þjóðhagsreikningum Hagstofunnar sem hafa verið endurskoðaðir bæði til lækkunar og hækkunar og því leitt til bæði of- og vanmats á launaþróun og hins vegar hefur launaskrið verið vanmetið.

### Tölur þjóðhagsreikninga

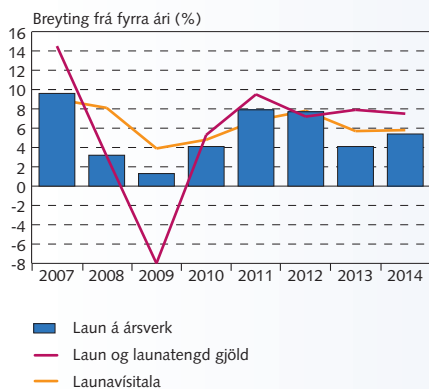
Við mat á heildarlaunakostnaði byggir bankinn á gögnum Hagstofunnar um þróun launakostnaðar í framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga. Þar sem þessar tölur endurspeglar heildarlaunakostnað að meðtöldum launatengdum gjöldum eru laun án launatengdra gjalda fundin með því að leiðrétta tölur Hagstofunnar með áætlun sem bankinn gerir um þróun launatengdra gjalda (fyrst og fremst þróun lífeyrissjóðsframlags atvinnurekenda og tryggingargjalds). Til að fá laun sem verð á vinnueiningu eru þau síðan umreiknuð yfir í ársverk með gögnum um fjölda starfandi og meðalvinnutíma úr vinnu- markaðskönnun Hagstofunnar. Þar sem framleiðsluuppgjör Hagstofunnar er einungis til á ársgrundvelli er launaröðinni síðan skipt upp á ársfjórðunga með tölfræðiaðferðum sem tryggja að ársþróun launa stemmi við ársgögn Hagstofunnar en að þróunin innan ársins verði sem næst breytingum á launavísitölunni.<sup>1</sup>

Seðlabankinn notar launagögn úr framleiðsluuppgjöri Hagstofunnar fremur en að nota launavísitölu Hagstofunnar beint við mat á innlendri launaþróun. Ástæðan er sú að launavísitalan sýnir einungis breytingar á reglulegum launum (grunnlagvinnulaunum, vaktálagi, álagsgreiðslum, kostnaðargreiðslum og afkastatengdum bónusgreiðslum sem gerðar eru upp á hverju útborgunartímabili) þeirra einstaklinga sem eru í sama starfi, hjá sama fyrirtæki og í sömu atvinnugrein en tekur ekki tillit til mikilvægra þátta sem hafa einnig áhrif á launakostnað fyrirtækja (eins og yfirvinnugreiðslur, uppmælingar, ákvæðisgreiðslur og ýmsar aðrar greiðslur sem ekki eru gerðar upp á hverju útborgunartímabili) auk breytinga í samsetningu vinnuafslins. Eins og sjá má á mynd 1 getur munað nokkru á milli þessara mælikvarða á innlendri launaþróun, enda eru þeir að mæla ólíka hluti.

Einn galli við að byggja á framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga er að sögulegar tölur þjóðhagsreikninga geta breyst í hvert skipti sem ný endurskoðun liggur fyrir enda aðeins bráðabirgðatölur í byrjun, og liggja þessar tölur jafnan ekki fyrir í endanlegri mynd fyrr en eftir nokkur ár. Hagstofan birtir nýjar tölur um laun og launatengd gjöld í mars á hverju ári, við birtingu fyrstu talna fyrir liðið ár. Í fyrra voru þær hins vegar uppfærðar í september þegar nokkuð umfangsmikil staðlabreyting þjóðhagsreikninga tók gildi og einnig í ár vegna nýrra gagna. Nýjasta endurskoðun Hagstofunnar sýnir að laun og launatengd gjöld voru 1,6% hærrí í fyrra en áður birtar tölur sýndu (mynd 2).

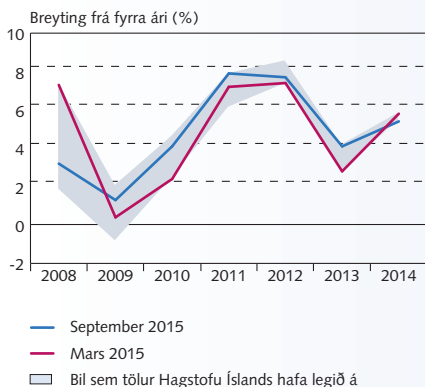
Endurskoðun sögulegra talna er ýmist til lækkunar eða lækkunar og sýnir enga augljósa kerfisbundna hegðun. Sem dæmi má

Mynd 1  
Mismunandi mælikvarðar á þróun launa



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Laun á ársverk



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Útkoman er launaröð sem ætíð má finna í gagnagrunni þjóðhagslíkans Seðlabankans sem birtur er með *Peningamálum* hverju sinni.



taka árið 2008 en það ár breyttist einna mest við endurskoðun þjóðhagsreikninga í september sl. Fyrstu tölur fyrir árið 2008 voru birtar í mars 2009 og sýndu 8,3% hækkun launa og launatengdra gjalda milli ára (mynd 3). Á þeim rúmu sex árum sem eru liðin síðan fyrstu tölur birtust fyrir árið 2008 hefur matið breyst í hvert sinn sem nýjar tölur birtust og oft verulega. Samkvæmt nýjustu tölum fyrir árið 2008 hafa laun og launatengd gjöld hækkað um 3,1% milli ára eða 5,2 prósentum minna en samkvæmt fyrstu birtu tölum og 4,1 prósentu minna en talið var í mars sl. Sá munur sem er á þeim tölum sem notaðar voru í þeirri spá sem birt var fyrir uppfærslu þjóðhagsreikninga og nýjustu uppfærslu er því helsti skekkjuvaldur áætlunar launa fyrir liðandi ár.

### Áætlun launa á spátímanum

Til að áætla launaþróun á nýliðnum tíma og á spátímanum er lagt mat á kjarasamningsbundnar hækkanir launa bæði á almennum og opinberum vinnumarkaði, hækkanir í tengslum við framkvæmd samninga og launaskrið. Við mat á kostnaðaráhrifum umsaminna launahækkana er stuðst við kostnaðarmat samningsaðila sem segja má að gefi gólfíð á matinu. Síðan er lagt mat á hvernig umsamdar hækkanir munu koma fram í tengslum við framkvæmd kjarasamninga í fyrirtækjum og stofnunum m.a. með því að ræða við fyrirtæki, stofnanir og stéttarfélög. Sem dæmi má nefna að í síðasta kjarasamningi var m.a. samið um að frá grunnlaunahækkun ársins í ár skyldi draga þær launahækkanir sem starfsmaður hefði fengið frá febrúar 2014. Það er hins vegar líklegt að einhverjir atvinnurekendur framkvæmi kjarasamninginn með öðrum hætti. Hafi starfsmaður t.d. fengið hækkun á tímabilinu vegna þess að hann hefur tekið að sér aukin verkefni eru sennilega fáir atvinnurekendur sem draga þá hækkun frá við útreikning á launahækkun starfsmannsins.

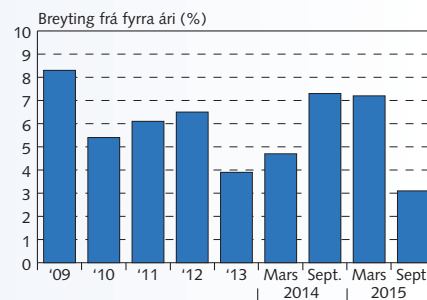
Einnig er lagt mat á áætlað launaskrið á spátímabilinu. Ekki er til nein ein skilgreining á hvað nákvæmlega er átt við með orðinu *launaskrið*. Samkvæmt íslensku alfræðiorðabókinni er launaskrið „hækkun launa umfram ákvæði kjarasamninga, af völdum yfirborgana“. Samkvæmt þessari skilgreiningu væri það launaskrið sem nefnt var í dæminu hér að framan um kostnað við framkvæmd samninga. Við mat Seðlabankans á launaskriði á spátímanum er einnig horft til allra annarra þátta sem gætu haft áhrif á launaþróun en samningsbundinna hækkana og kostnaðar við framkvæmd samningsins. Þættir eins og bónusar og álagsgreiðslur skipta hér máli, en mestu skiptir þó hvort og þá hve mikill slaki eða spenna er á vinnumarkaði.<sup>2</sup>

### Mismunandi niðurstaða eftir því hvaða forsendur eru notaðar

Til að skýra ferlið við mat á launaþróun frekar er hægt að skoða hvaða áhrif mismunandi forsendur hafa á hækkun launa milli ársmeðaltala 2014-2015. Útgangspunkturinn er mat bankans á hækkun launa í ár en í spánni sem birt er í þessu hefti *Peningamála* er gert ráð fyrir að laun hækki um 10,4% milli ársmeðaltala. Þetta er sama hækkun og var í spánni sem birt var í ágúst þrátt fyrir að nú sé gert ráð fyrir að laun hækki meira í ár en þá var áætlað og er skýringin sú að nýjar tölur Hagstofunnar sýna að laun voru að meðaltali hærri 2014 en fyrri tölur höfðu sýnt. Ef hins vegar væri gengið út frá tölum Hagstofunnar eins og þær voru fyrir endurskoðun hefði hækkunin milli ársmeðaltala orðið 10,9% eða 0,5 prósentum meiri en í ágústspánni. Ef miðað væri við þróun launavísitölunnar árið 2014 en ekki þjóðhagsreikninga væri hækkunin milli ársmeðaltala í ár hins vegar 10,1%.

Mynd 3

Laun og launatengd gjöld árið 2008 eftir birtingarári



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2. Seðlabankinn hefur haft tilhneigingu til að vanmeta launaskrið sem hefur orsakað skekkjur í spám bankans.

Fram til ársins 2014 hefur verið nánast regla að launahækkunir tóku gildi í þeim mánuði sem samningurinn var undirritaður. Í samningum sem gerðir hafa verið síðan þá hefur reglan hins vegar verið að hækkunir taki gildi mun fyrr. Þær koma hins vegar ekki fram í launavísitölu Hagstofunnar fyrr en búið er að samþykkja kjarasamninginn og farið er að greiða eftir honum. Þegar launahækkunir á árinu eru metnar er hins vegar réttara að miða við þann tíma sem hækkunir taka gildi en ekki þann tíma sem þær koma fram í launavísitölunni og er það gert í mati bankans. Væri hins vegar miðað við hvenær hækkunin kemur fram í launavísitölunni yrði hækkunin milli ársmeðaltala 9% í stað 10,4%, en hækkunin milli ársmeðaltala á næsta ári yrði hins vegar meiri í staðinn eða 11,1% en ekki 9,1% eins og gert er ráð fyrir í spánni nú.

Að lokum er rétt að hafa í huga að við mat á launahækkunum á árinu er ekki nóg að horfa á umsamdar prósentuhækkunir í nýjum samningum heldur verður að horfa til þess að laun hafa þegar hækkað nokkuð á árinu, hvort sem það er vegna framkvæmdar eldri kjarasamninga eða launaskriðs. Þannig hafði launavísitalan t.d. þegar hækkað um 2,2% á árinu (frá desember 2014 til maí 2015) þegar fyrstu áhrif nýrra kjarasamninga komu fram í launavísitölunni í júní og um 4,6% ef miðað er við meðaltal ársins 2014.

Megintæki Seðlabankans við spágerð og efnahagsgreiningu er ársfjórðungslegt þjóðhagslíkan bankans, QMM (e. Quarterly Macroeconomic Model). Líkan þetta er í stöðugri endurskoðun og er reglulega uppfært með hliðsjón af nýjum gögnum og reynslu við spágerð og greiningu. Nýja útgáfan (útgáfa 3.0) felur í sér nokkra endurskoðun á fyrri útgáfu sem kom út haustið 2011 (útgáfa 2.2).<sup>1</sup> Í þessari rammagrein eru helstu breytingar líkansins raktar.

### Breytingar í nýrri útgáfu líkansins

Þjóðhagslíkön þarfnast stöðugs viðhalds og endurskoðunar, bæði vegna framfara í hagfræði og hagamælingum en einnig vegna þess að ný gögn gefa tilefni til þess að endurmeta efnahagssambönd líkansins. Í þetta sinn eru notuð gögn fram til fjórða fjórðungs ársins 2012 en fyrri útgáfa notaði gögn fram til ársloka 2006. Alla jafna ætti að líða skemmra á milli endurmats á þjóðhagslíkönunum en í þetta sinn hefði þurft að taka með gögn fyrir tímabil þar sem bankakerfi með gífurlegar erlendar eignir og skuldir féll og fjármagnshöft voru sett á til að skýla innlendu fjármála- og peningakerfi í kjölfar alvarlegrar fjármálakreppu. Alla jafna batnar mat á stuðlum í jöfnum líkans ef byggt er á meiri gögnum. Þó geta skyndilegir atburðir sem ekki tengjast undirliggjandi gangverki þjóðarbúskaparins við venjulegar aðstæður, en hafa mjög mikil áhrif á lykilstærðir þegar atburðirnir eiga sér stað, dregið úr spágetu líkansins.

Við endurmat á efnahagssamböndum í útgáfu 3.0 er byggt á nýjustu gögnum frá Hagstofu Íslands um helstu þjóðhagsstærðir. Í þeim tölum sem Hagstofan birti í september í fyrra breyttust þessi gögn mikið vegna breytinga á aðferðafræði þjóðhagsreikninga.<sup>2</sup> Hingað til hefur Hagstofan birt gögn samkvæmt nýju aðferðinni frá og með árinu 1997. Þessi breyting ein og sér hefði gert það nauðsynlegt að endurmeta líkanið.

Önnur mikilvæg breyting á líkani lýtur að vinnumarkaði en í nýju útgáfunni er stuðst við Vinnumarkaðsskönnun Hagstofunnar á atvinnuleysi í stað skráðs atvinnuleysis frá Vinnumálastofnun. Einnig er stuðst við mælingar Hagstofunnar á fjölda starfandi og fjölda á vinnumarkaði. Þá hefur verið bætt við líkanið jöfnu sem spáir fyrir um þróun fjölda vinnustunda, auk þess sem jafnvægisatvinnuleysi er ekki lengur ytri stærð sem er að mestu föst.<sup>3</sup>

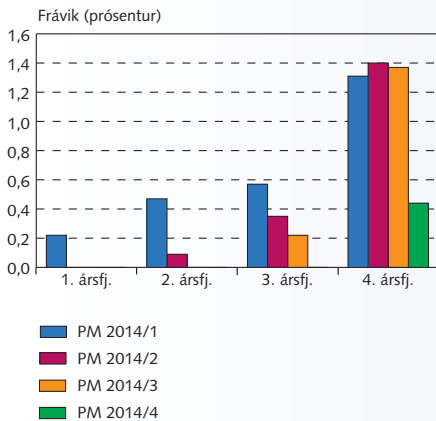
Aðrar breytingar lúta mest að út- og innflutningi. Sumar eru til komnar vegna breytinga á aðferðafræði Hagstofunnar, t.d. varðandi skráningu á innlendri starfsemi sem þjónustu þegar erlendum kaupandi (t.d. áls) á hráefnið sem unnið er úr. Önnur breyting sem skiptir nokkru er að innflutningur er nú skýrður með veginni innlendri eftirspurn þar sem vægi einstakra þátta hennar, einkaneyslu, fjárfestingu og samneyslu, ræðst af áætluðum hlut erlendra aðfanga í framleiðslunni. Aðrar breytingar eru minni háttar.

1. Handbók líkansins ásamt nánari upplýsingum um líkanið og gagnagrunn þess má finna á <http://www.seðlabanki.is/peningastefna/efnahagsspa/>.
2. Fjallað er um breytta aðferðafræði Hagstofunnar í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2014/4.
3. Fjallað er um aðferðina við matið á jafnvægisatvinnuleysi í rannsóknarritgerð Bjarna G. Einarssonar og Jósefs Sigurðssonar, „How “natural” is the natural rate? Unemployment and hysteresis in Iceland“. Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 64.

## Rammagrein 6

# Reynsla af spám Seðlabankans

Mynd 1  
Ársfjórðungsleg verðbólga árið 2014 og spár Peningamála



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Í þjóðhagslíkönunum er búin til einföld mynd af þjóðarbúskapnum. Ef vel tekst til lýsa jöfnur líkansins þeim efnahagssamböndum sem mestu máli skipta en óhjákvæmilega verður að sleppa mörgum sem minna máli skipta. Gögnin eru einnig háð einhverjum mæliskekkjum. Þegar spáarnar eru gerðar þarf að byggja á bráðabirgðatölum fyrir nýliðna tíð, gögn sem liggja ekki fyrir í endanlegri mynd fyrr en jafnvel nokkrum árum síðar. Af þessu leiðir að það verða nær alltaf einhverjar skekkjur í þjóðhagsspám. Athugun á skekkjum í eldri spám gefur hugmynd um þá óvissu sem er í nýju spánni. Þetta nýtist við frekari þróun á haglíkönun Seðlabankans, notkun þeirra við spágerðina, endurbætur á vinnubrögðum við greiningu almennt og framsetningu spáa.

### Þjóðhags- og verðbólguþáttir Seðlabankans

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

Framvinda peningastefnunnar á spátímanum er lykilforsenda í hverri spágerð. Í þjóðhagslíkaninu er peningastefnan ákveðin með framsýnni peningastefnureglu þar sem vextir Seðlabankans ákvarðast út frá væntu fráviki verðbólgu frá verðbólguþáttum og framleiðsluspennu. Þessi regla tryggir að vextir bankans stýri verðbólgu að markmiði við lok spátímans, sé hún frábrugðin því. Peningastefnureglan í þjóðhagslíkaninu var valin þannig að fórnarkostnaður við að tryggja að verðbólga sé við markmið sé sem minnstur.<sup>1</sup>

### Verðbólguþáttir Seðlabankans fyrir árið 2014

Verðbólga hjaðnaði töluvert árið 2014 frá fyrra ári. Meðalverðbólga ársins var 2% en var 3,9% árið áður. Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta var einnig 2%. Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* var megindrífkraftur verðbólgu síðasta árs hækkun íbúðaverðs en verðlækkun innfluttrar vöru og þjónustu, lækkun olíuverðs og hækkun á gengi krónunnar vó á móti.

Mynd 1 sýnir hvernig til tókst við að spá verðbólgu innan ársins. Ársverðbólgu hvers ársfjórðungs var í öllum tilfellum ofspáð. Frávikið á síðasta ársfjórðungi litast mjög af ófyrirséðri lækkun olíuverðs á síðustu mánuðum ársins: í febrúarhefti *Peningamála* var gert ráð fyrir liðlega 6% lægra olíuverði á síðasta fjórðungi ársins en á sama tíma ári fyrr en reyndin varð hátt í 30% lækkun milli ára. Tafla 1 sýnir að meðalverðbólgu ársins var ofspáð í öllum *Peningámálum* ársins en spáin verður nákvæmari þegar líða tekur á árið og meiri upplýsingar eru til staðar, en var þó enn ofmetin um 0,2 prósentur á síðasta ársfjórðungi.

1. Nánar er fjallað um þjóðhagslíkan Seðlabankans í rammagrein 5. Sjá auk þess umfjöllun í Ásgeir Daniellsson, Bjarni G. Einarsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson, Signý Sigmundardóttir, Jósef Sigurðsson og Rósa Sveinsdóttir (2015), „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy – Version 3.0“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, væntanlegt.

Tafla 1 Verðbólguþá fyrir árið 2014

Breyting frá fyrra ári (%)	Peningamál				Endanleg útkoma
	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	
Verðbólga	2,7	2,5	2,4	2,2	2,0
Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta	2,6	2,4	2,4	2,1	2,0

### Skekkjur í verðbólguþá yfir lengra tímabil

Við mat á verðbólguþá til lengri tíma er horft á meðalskekkju spánna og staðalfrávik spáskekkjunnar. Meðalskekkja sýnir meðalfrávik spánna frá mældri verðbólgu. Meðalskekkjan gefur vísbendingu um hvort bjögun, þ.e. kerfisbundið ofmat eða vanmat, er fyrir hendi. Staðalfrávik er mælikvarði á breytileika spáskekkjunnar og þar með óvissuna í spánni. Spáskekkjan eykst jafnan eftir því sem spáð er lengra fram í tímann.

Tafla 2 Skekkjur í verðbólguþá Seðlabankans frá 1. ársfj. 1994

%	Einn ársfj.	Tveir ársfj.	Þrjú ársfj.	Fjórir ársfj.
Meðalskekkja	0,0	-0,2	-0,6	-1,0
Staðalfrávik	0,6	1,6	2,2	2,5

Tafla 2 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólguþá Seðlabankans allt að fjóra ársfjórðunga fram í tímann frá árinu 1994 til og með ágústspánni í ár, þ.e. samtals í 81 spá. Samkvæmt töflunni hefur verðbólgu verið vanspáð tvo til fjóra ársfjórðunga fram í tímann og því meira sem lengra er horft fram á veginn. Meðalskekkjur spánna þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann reyndust vera tölfræðilega marktækar frá núlli miðað við 5% öryggismörk sem þýðir að spánnar voru bjagaðar niður á við. Hins vegar finnst ekki marktæk bjögun í skekkjum í spám einn og tvo ársfjórðunga fram í tímann. Meðalskekkjan þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann litast mikið af reynslu árána 2008 og 2009. Ef horft er fram hjá spám sem gerðar eru fyrir þau ár minnkar meðalskekkjan um 0,3 prósentur þrjá ársfjórðunga fram í tímann en um 0,4 prósentur fyrir fjóra ársfjórðunga. Meðalskekkjan þrjá fjórðunga fram í tímann verður einnig tölfræðilega ómarktæk frá núlli miðað við 5% öryggismörk en meðalskekkjan fjóra fjórðunga fram í tímann er enn tölfræðilega marktæk.

Tafla 3 Skekkjur í verðbólguþá Seðlabankans frá 2. ársfj. 2001

	Fjöldi mælinga	Meðalskekkja (%)	Staðalfrávik (%)
Fjórir ársfjórðungar fram í tímann	52	-1,2	2,7
Átta ársfjórðungar fram í tímann	48	-2,1	3,9
Tólf ársfjórðungar fram í tímann	22	-1,1	2,1

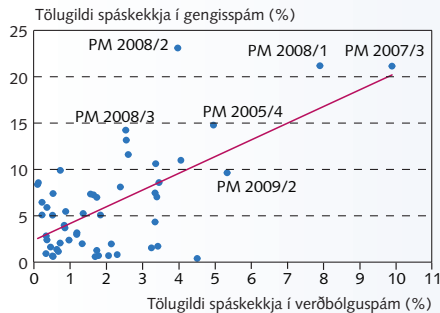
Frá því að verðbólguþá var tekið upp í mars árið 2001 hefur Seðlabankinn birt verðbólguþá tvö ár fram í tímann og þrjú ár fram í tímann frá mars 2007. Tafla 3 sýnir meðalskekkju og staðalfrávik spáskekkja frá því að bankinn tók upp verðbólguþá. Samanburður staðalfráviks eins árs spáskekkju í töflu 2 annars vegar og í töflu 3 hins vegar sýnir að staðalfrávik eins árs spáskekkja er meira eftir að bankinn tók upp verðbólguþá í samanburði við allt tímabilið, enda hafa sveiflur í verðbólgu þar til nýlega verið mun meiri eftir að flotgengisstefnan var tekin upp en hún var á tímum fastgengisstefnunnar á tíunda áratug síðustu aldar.<sup>2</sup> Einnig er rétt að

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

Mynd 2

Spáskekkjur í verðbólguþátt Seðlabankans og frávik meðalgengis frá spáðu gengi 2001-2014

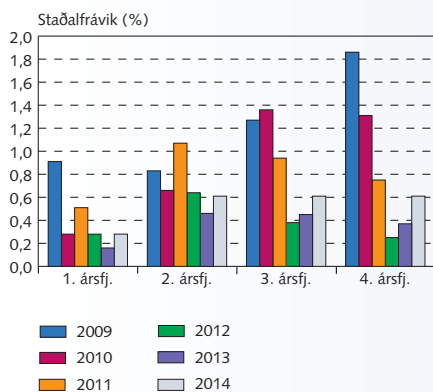
Spár eitt ár fram í tímann



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálu* 2009-2014<sup>1</sup>

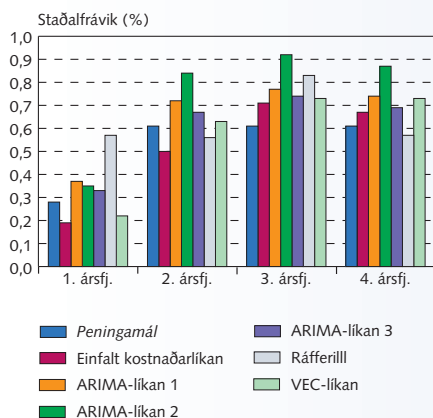


1. Fyrsti ársfjórðungurinn sem er spáð er fjórðungurinn þegar *Peningamál* eru birt. Annar ársfjórðungurinn er næsti fjórðungur eftir birtingu *Peningamála*. Þriðji ársfjórðungurinn er fjórðungurinn þar á eftir.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálu* og ýmsum einföldum líkönum árið 2014<sup>1</sup>



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

hafa í huga að núverandi þjóðhagslíkan var ekki tekið í notkun fyrr en í ársbyrjun 2006 og að bankinn gerði ekki spár um þróun gengis krónunnar og vaxta bankans fyrr en á árinu 2007.<sup>3</sup> Síðustu ár hafa þjóðhags- og verðbólguþátt Seðlabankans byggst á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist nær óbreytt út spátímann. Reynslan sýnir að stórar skekkjur í verðbólguþátt á Íslandi eru yfirleitt tengdar sveiflum í gengi krónunnar, líkt og sjá má á mynd 2, en fylgni milli tölugilda spáskekkja í verðbólgu og gengi er 0,64.

Að síðustu eru spár bankans á undanföllum árum bornar saman á mynd 3. Staðalfrávik spáskekkja var að meðaltali 0,5% árið 2014 sem er heldur slakari árangur en árin 2012 og 2013 þar sem staðalfrávik spáskekkja var 0,4%. Spáskekkjurnar voru töluvert meiri þegar spáð var þrjú og fjóra ársfjórðunga fram í tímann árið 2014 en undanfarin tvö ár. Litast sá munur af ófyrirséðum lækkunum olíuverðs undir lok árs 2014. Spáskekkjurnar eru áberandi meiri fyrir spár um síðasta ársfjórðung ársins 2014 og fyrsta ársfjórðung ársins 2015 en þá komu áhrif lækkunar olíuverðs inn í verðlag og verðbólga því ofmetin.

### Samanburður á nokkrum aðferðum við að spá verðbólgu

Einföld tímaraðalíkon sem spá verðbólgu eru einnig notuð við spágerðina. Til að meta árangur verðbólguþátt Seðlabankans er hægt að bera saman spáskekkjur í spám bankans og spáskekkjur þessara einföldu tímaraðalíkana (mynd 4).<sup>4</sup> Til viðmiðunar eru þrjú ARIMA-likön, einfalt kostnaðarlíkan, ráfferill og VEC-likan.<sup>5</sup> Þegar lítið er yfir árið 2014 sést að spár bankans reyndust bestar þrjú og fjóra ársfjórðunga fram í tímann. Einfalt kostnaðarlíkan og VEC-likan eru hins vegar með minni spáskekkjur þegar spáð er einn ársfjórðungur fram í tímann en einfalt kostnaðarlíkan nær bestum árangri þegar spáð er tvo ársfjórðunga fram í tímann. Þegar spáskekkjur til mislangs tíma eru bornar saman sést að spáskekkja í spá bankans er minnst einn ársfjórðungur fram í tímann en svipuð tvo til fjóra ársfjórðunga fram í tímann. Fyrir hin spálíkönin eykst spáskekkjan hins vegar þegar spáð er lengra fram á veginn.

Einnig getur verið upplýsandi að bera spárnar saman við spá þar sem gert er ráð fyrir sömu verðbólgu og á síðasta ársfjórðungi út spátímabilið. Slík spá hefði lægst spáskekkjuna ef breytingar í verðbólgu væru slembistærð með vænt gildi núll, þ.e. ef verðbólga fylgdi ráfferli (e. random walk). Einfaldar spáaðferðir af þessu tagi eru oft notaðar til viðmiðunar þegar verið er að meta gæði spáa. Góð spá ætti að vera nákvæmari en einfalda ráfferillspáin. Þegar spáð var einn ársfjórðungur fram í tímann kom í ljós að öll líkönin stóðu sig betur en einfalda ráfferillspáin. Ekki er sömu sögu að segja um spárnar

3. Sjá umfjöllun í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar (2007), „Birting eigin stýrivaxtaspar eykur áhrifamætt peningastefnu seðlabanka“, *Peningamál* 2007/1, 71-86.

4. Í öllum líkönum er þess gætt að þau hafi sömu upplýsingar um verðbólgu þegar spá fer fram. Við samanburðinn verður að hafa í huga að ekki er um fyllilega óháðar spár að ræða því að endanleg spá bankans hverju sinni tekur oft tillit til niðurstaðna einföldu tímaraðalíkananna, einkum til skamms tíma.

5. Samkvæmt einfalda kostnaðarlíkaninu ræðst verðbólga af sögulegri þróun launakostnaðar á framleidda einingu og innflutningsverðlags í innlendum gjaldmiðli. ARIMA-likan 1 er byggt á spám fyrir helstu undirliði vísitölu neysluverðs og þeir eru síðan vegnir saman í eina heildarvísitölu. Tölv undirliði vísitölu neysluverðs skiptast í búvörur án grænmetis, grænmeti, aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur, aðrar innlendar vörur, innfluttar mat- og drykkjarvörur, nýja bíla ásamt varahlutum, bensín, aðrar innfluttar vörur, áfengi og tóbak, húsnæði, opinbera þjónustu og að lokum aðra þjónustu. ARIMA-likan 2 spáir vísitölu neysluverðs beint en ARIMA-likan 3 spáir heildarvísitölu árið áhrifa óbeinna skatta og er metnum áhrifum af skattabreytingum bætt við. Umfjöllun um notkun ARIMA-likana við verðbólguþátt má t.d. finna í A. Meyler, G. Kenny og T. Quinn (1998), „Forecasting Irish inflation using ARIMA models“, Central Bank of Ireland, *Technical Paper*, nr. 3/RT/98. VEC-likanið (e. vector error correction model) er margvitt tímaraðalíkan sem tekur mið af þróun innflutningsverðlags, framleiðsluspennu og launakostnaðar.

tvo ársfjórðunga fram í tímann því að einungis einfalda kostnaðarlíkanið spáir betur en ráfferillinn. Þegar spáð var þrjá ársfjórðunga fram í tímann voru nær allar spár með minni spáskekkju en ráfferilsspáin. Aftur á móti skila öll líkönin lakari spá en ráfferillinn þegar spáð var fjóra ársfjórðunga fram í tímann. Uppsöfnuð spáskekkja ráfferilsins var 2,1% sem er svipað og fyrir spá bankans (2,2%).<sup>6</sup>

Eins og áður hefur komið fram var skekkjan í spánum sem birtar voru í *Peningamálum* minnst í samanburði við önnur líkön þegar spáð var þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann. Mynd 5 sýnir meðaltal spáskekkja árin 2011 til 2014. Þar sést að frá 2011 til 2014 var meðalspáskekkja *Peningamála* minnst þrjá og fjóra ársfjórðunga fram í tímann en einfalda kostnaðarlíkanið og ARIMA-líkan 3 ná í nokkrum tilfellum betri árangri við að spá til skemmri tíma. Ef skoðað er sérstaklega hvernig líkönin hafa spáð einn ársfjórðung fram í tímann síðustu ár (mynd 6) sést að einfalt kostnaðarlíkan spáir öll árin betur en spá *Peningamála*. Þetta getur verið vísbending um að horfa eigi meira til spáa með einfalda kostnaðarlíkaninu þegar spáð er einn ársfjórðung fram í tímann.

### Hagvaxtarspár Seðlabankans fyrir árið 2014

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

Nýir staðlar við þjóðhagsreikninga, ESA 2010, voru innleiddir af Hagstofu Íslands í september 2014. Einnig voru á sama tíma gerðar ýmsar endurbætur á gagnasöfnun og aðferðafræði. Vegna þessa voru söguleg gögn endurskoðuð aftur til ársins 1997. Nánar er fjallað um staðlabreytingarnar í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2014/4. Þessar staðlabreytingar leiddu til töluverðra breytinga á sögulegum þjóðhagsreikningum sem hafa þarf í huga þegar bornar eru saman eldri spár en frá *Peningamálum* 2014/4 við birta þjóðhagsreikninga Hagstofunnar frá september 2014. Spár sem gerðar voru fyrir *Peningamál* 2014/4 byggjast á tölum samkvæmt gömlu stöðlunum, ESA 95, og eðlilegt að kerfisbundinn munur sé á þeim og niðurstöðum nýju þjóðhagsreikninganna. Staðlabreytingin hefur engin áhrif á mælda verðbólgu en hagvöxtur frá árinu 1997 telst nú að meðaltali meiri en áður.

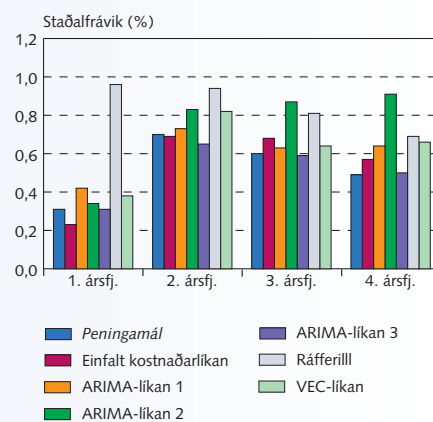
Hagstofa Íslands birtir bráðabirgðatölur um þjóðhagsreikninga fyrir hvern ársfjórðung rúmum tveimur mánuðum eftir lok fjórðungsins. Fyrstu tölur um fjórða ársfjórðung 2014 og árið í heild voru birtar í mars sl. og endurskoðaðar í september. Spár *Peningamála* og áætlanir Hagstofunnar fyrir breytingar helstu þjóðhagsstærða frá fyrra ári má sjá í töflu 4. Þegar *Peningamál* 2014/1 voru gefin út í febrúar 2014 lágu fyrir bráðabirgðatölur frá Hagstofunni um þjóðhagsreikninga fyrir þriðja ársfjórðung 2013. Spá bankans fyrir árið 2014 þurfti því að byggja á spá fyrir fjórða fjórðung ársins 2013.

Breytingar urðu á tölum Hagstofunnar frá birtingu bráðabirgðatalna í mars til endurskoðunar í september. Talsverð endurskoðun átti sér stað upp á við í fjárfestingu, sem skýrist af vanmati á starfsemi hins opinbera í bráðabirgðatölunum. Aftur á móti var einkaneysla ofmetin í bráðabirgðatölunum sem leiddi til þess að þjóðarútgjöld voru leiðrétt niður á við. Þessi endurskoðun hafði í för með sér að hagvöxtur á árinu 2014 varð 0,1 prósentu minni.

Hagvöxtur fyrir árið 2014, samkvæmt nýjustu tölum Hagstofunnar, reyndist vera talsvert minni en spár höfðu gert ráð fyrir. Spár

Mynd 5

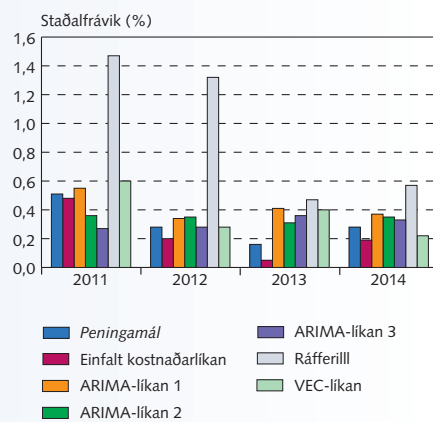
Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* og ýmsum einföldum líkönum 2011-2014<sup>1</sup>



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

Mynd 6

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* og ýmsum einföldum líkönum við spár fyrsta ársfj.<sup>1</sup>

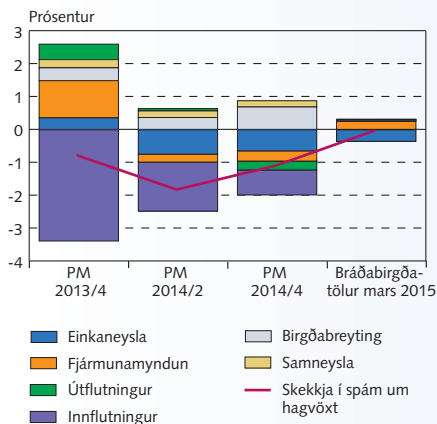


1. Fyrsti ársfjórðungurinn sem er spáð er fjórðungurinn þegar *Peningamál* eru birt.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

6. Uppsöfnuð spáskekkja er samanlögð spáskekkja yfir tímabilið. Tekið er algildi af spáskekkjunni á hverju tímabili til að gefa rétta mynd af árangrinum. Vanspáð gildi myndi annars vega á móti ofspáðu gildi sem veldur vanmati á spáskekkju.

Mynd 7

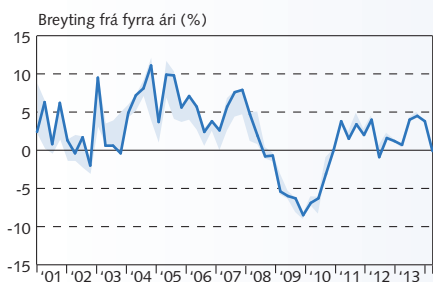
Framlag spáskekkju útgjaldaliða til spáskekkju í hagvexti 2014<sup>1</sup>



1. Miðað við rauntölur birtar í september 2015.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Endurskoðun á hagvexti

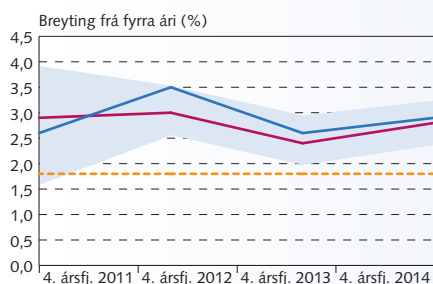


— Síðasta mat Hagstofunnar fyrir staðlabreytingu ESA 2010  
 ■ Bil hæsta og lægsta mats Hagstofunnar

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Spár um hagvöxt árið 2014



— Peningamál  
 — Meðaltal spáa  
 - - - - - Hagvöxtur árið 2014: 1,8%  
 ■ Bil hæsta og lægsta mats spáaðila

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Arion banki, ASÍ, Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins, Hagstofa Íslands, Íslandsbanki, Landsbankinn, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Þjóðhagsspár Peningamála og gögn Hagstofunnar fyrir árið 2014

Spátímabil frá:	2013/4	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	Bráðab. tölur (mars 2015)	Endursk. tölur (sept. 2015)
% frá fyrra ári	PM 2014/1	PM 2014/2	PM 2014/3	PM 2014/4	PM 2015/1		
Einkaneysla	4,6	4,4	4,4	4,3	3,6	3,7	3,1
Samneysla	0,6	0,9	1,1	1,0	0,9	1,8	1,8
Fjárfesting	5,4	19,0	22,2	17,6	13,7	13,7	15,4
Þjóðarútgjöld	3,6	5,6	5,8	5,3	4,4	5,3	5,2
Útflutningur	1,4	2,9	4,3	3,6	4,3	3,1	3,1
Innflutningur	3,1	6,4	8,9	8,3	9,4	9,9	9,8
Hagvöxtur	2,6	3,7	3,4	2,9	2,0	1,9	1,8

Peningamála 2014/1 til 2014/3 ofmátu hagvöxt um 0,8-1,9 prósentur miðað við niðurstöður þjóðhagsreikninga frá september sl. Hafa ber þó í huga að þetta ofmat orsakast að hluta til af áðurnefndum staðlabreytingum þar sem þessar spár byggjast á gögnum samkvæmt gömlu stöðlunum. Spár Peningamála 2014/4 til 2015/1, sem byggjast á gögnum samkvæmt nýju stöðlunum, ofmátu hagvöxt um 0,2-1,1 prósentu. Þessa skekkju má m.a. rekja til ofmats á útflutningi og vanmats á innflutningi. Mynd 7 sýnir hvernig skekkjur í spám um útgjaldaliðina skýra skekkjuna í spánum um hagvöxt ársins 2014. Þar sést að vanspá innflutnings skýrir stóran hluta skekkjunnar en spár um útflutning voru nokkuð nærri lagi. Birgðabreyting reyndist einnig vera vanmetin í spám bankans. Ofmat á einkaneyslu í spám Peningamála 2014/2 og 2014/4 vó þó á móti og varð spáskekkja í hagvexti því ekki eins mikil. Á myndinni má einnig sjá breytinguna á milli bráðabirgðatalna Hagstofunnar fyrir árið 2014 sem voru birtar í mars sl. og endurskoðaðra talna sem voru birtar í september sl. Þar sést að endurskoðun á einkaneyslu og fjármunamyndun leiddi til stærstu breytinganna.

Hér á landi, líkt og í öðrum löndum, eru sögulegar hagtölur endurskoðaðar reglulega og endanleg niðurstaða fæst því oft ekki fyrr en að nokkrum árum liðnum. Hér virðist tilhneigingin vera sú að yfirleitt eru hagtölur endurskoðaðar til hækkunar fremur en lækkunar.<sup>7</sup> T.d. var hagvöxtur árin 2001 til 2013 endurskoðaður um 1,8 prósentur að meðaltali frá fyrstu tölum til þeirra síðustu. Í rúmlega 60% tilfella var um hækkun að ræða. Mynd 8 sýnir þróunina í tölum Hagstofunnar um hagvöxt frá fyrsta fjórðungi ársins 2001 til fyrsta fjórðungs ársins 2014. Á árunum 2001 til 2009 var hagvöxtur endurskoðaður að meðaltali um 2,4 prósentur og í 78% tilfella til hækkunar. Frá árinu 2010 var endurskoðun hagvaxtar einungis um 0,6 prósentur að meðaltali og einungis í fjórðungi tilfella til hækkunar. Leiðrétting einkaneyslu niður á við á árunum 2010 til 2013 gæti að hluta til útskýrt þennan mun í endurskoðun hagvaxtar fyrir og eftir árið 2010.

#### Spár Seðlabankans í samanburði við spár annarra spáaðila

Á mynd 9 má sjá hagvaxtarspár Seðlabankans fyrir árið 2014 í samanburði við meðaltal spáa annarra aðila sem birta reglulega spár um íslenskan þjóðarþúskað. Spár Seðlabankans voru allar gerðar á fjórða ársfjórðungi á árunum 2011-2014. Meðaltalið samanstendur af síðustu spá hvers árs meðal sjö spáaðila: spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, Alþýðusambands Íslands (ASÍ), stóru viðskiptabankanna

7. Sjá t.d. Ásgeir Danielsson (2008), „Accuracy in forecasting macroeconomic variables in Iceland“, Seðlabanki Íslands Working Paper, nr. 39.



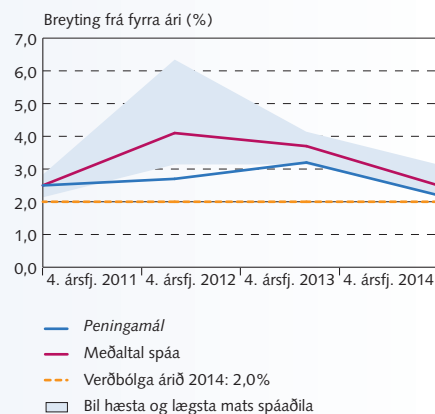
briggja, Hagstofunnar og framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins. Bil hæsta og lægsta spágildis þeirra er sýnt sem skyggt svæði. Þetta bil breiðkar jafnan þegar mikil óvissa ríkir um efnahagshorfur eða horft er lengra fram á veginn.

Ágætt samræmi er á milli hagvaxtarspáa Seðlabankans og spáa annarra aðila. Hagvaxtarspárnar eru þó nokkru fyrir ofan endanlegar tölur Hagstofunnar fyrir árið 2014. Þetta skýrist að einhverju leyti af því að einkaneysla og fjárfesting árið 2014 reyndist veikari en spáð var. Einnig var spáskekkja í utanríkisverslun, útflutningi var ofspáð og innflutningi vanspáð. Eins og áður var nefnt hefur Hagstofan innleitt nýja staðla við þjóðhagsreikningagerð sem ekki var tekið tillit til við gerð spánna sem hér eru skoðaðar og því getur hluti spáskekkjunnar verið tilkominn vegna þeirra.

Mynd 10 sýnir sama samanburð fyrir spáða verðbólgu fyrir árið 2014. Eins og sjá má spáði bankinn nokkru meiri verðbólgu á árinu en síðan reyndist. Spár Seðlabankans voru þó undir spám annarra spáaðila og nær hinu sanna gildi frá og með árslokum 2012. Þá spáði Seðlabankinn að verðbólga árið 2014 yrði 2,7% en meðaltal annarra spáa var 4,2%. Í árslok 2013 hækkaði Seðlabankinn verðbólguþá sína en aðrir spáaðilar lækkuðu spár sínar. Í lok árs 2014 lækkuðu Seðlabankinn og aðrir spáaðilar spár sínar um verðbólgu. Að meðaltali gerðu aðrir spáaðilar ráð fyrir að verðbólga yrði 2,5% eða 0,5 prósentum frá endanlegu gildi en Seðlabankinn spáði að verðbólga ársins 2014 yrði 2,2%. Eins og áður hefur komið fram reyndist meðalverðbólga ársins vera 2%.

Mynd 10

Spár um verðbólgu árið 2014



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Arion banki, ASÍ, Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins, Hagstofa Íslands, Íslandsbanki, Landsbankinn, Seðlabanki Íslands.



## Viðauki 1

# Spátöflur

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Einkaneysla	3,1 (3,7)	4,6 (4,2)	4,3 (4,6)	4,1 (4,4)	3,9
Samneysla	1,8 (1,8)	1,4 (1,8)	1,4 (1,3)	1,6 (1,0)	1,5
Fjármunamyndun	15,4 (13,7)	20,9 (22,5)	11,4 (8,0)	3,8 (3,8)	1,9
Atvinnuvegafjárfesting	16,3 (15,1)	29,1 (29,1)	12,3 (7,2)	-0,9 (-0,1)	-3,8
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	14,8 (14,9)	11,8 (17,9)	15,5 (13,7)	22,2 (18,0)	20,3
Fjárfesting hins opinbera	12,8 (7,5)	3,4 (4,6)	4,6 (5,5)	4,3 (4,7)	2,2
Þjódarútgjöld	5,2 (5,3)	7,2 (6,8)	4,4 (4,4)	3,4 (3,4)	2,9
Útflutningur vöru og þjónustu	3,1 (3,1)	6,8 (6,8)	4,7 (3,6)	2,9 (2,9)	1,5
Innflutningur vöru og þjónustu	9,8 (9,9)	12,1 (12,4)	7,3 (6,6)	3,9 (4,2)	1,9
Verg landsframléiðsla (VLF)	1,8 (1,9)	4,6 (4,2)	3,2 (3,0)	2,9 (2,8)	2,6
VLF á verðlagi hvers árs (þús.ma.kr.)	2,0 (2,0)	2,2 (2,2)	2,4 (2,4)	2,5 (2,5)	2,7
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	5,9 (6,0)	9,9 (10,6)	7,5 (8,2)	7,1 (6,6)	6,1
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	16,7 (16,6)	19,0 (19,1)	19,9 (19,6)	19,9 (19,8)	19,7
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	10,7 (10,9)	12,9 (13,0)	13,4 (13,2)	12,7 (12,7)	11,8
Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) <sup>2</sup>	21,5 (20,9)	23,4 (23,6)	22,1 (22,2)	21,3 (21,1)	20,4
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-3,0 (-3,0)	-2,1 (-2,2)	-0,9 (-1,2)	-0,3 (-0,5)	-0,1

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/3). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og undirliggjandi viðskiptajafnaðar.  
*Heimildir:* Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Útflutningsframléiðsla sjávarafurða	-12,1 (-12,1)	4,5 (6,8)	2,0 (3,0)	2,0 (2,0)	2,0
Útflutningsframléiðsla áls	1,8 (1,8)	4,0 (4,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	7,7 (7,7)	8,5 (8,5)	2,0 (2,0)	-3,0 (-2,9)	-1,0
Verð áls í USD <sup>2</sup>	2,1 (2,1)	-7,2 (-2,6)	-5,6 (-3,9)	3,9 (1,6)	2,1
Verð eldsneytis í USD <sup>3</sup>	-7,5 (-7,5)	-44,7 (-44,0)	-0,4 (7,5)	8,6 (4,8)	8,8
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	3,2 (3,4)	5,3 (5,7)	0,6 (0,6)	-1,3 (-1,3)	-1,0
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum <sup>4</sup>	1,1 (1,1)	0,7 (0,7)	1,5 (1,6)	1,9 (1,9)	2,0
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum <sup>4</sup>	1,7 (1,8)	1,7 (1,9)	2,0 (2,2)	2,2 (2,3)	2,4
Innflutningur helstu viðskiptalanda <sup>4</sup>	3,3 (3,3)	3,3 (3,8)	4,0 (4,3)	3,5 (3,5)	2,9
Skammtímavextir í helstu viðskiptalöndum (%) <sup>5</sup>	0,5 (0,5)	0,2 (0,2)	0,4 (0,4)	1,1 (1,4)	1,9

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/3). 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá frá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Þriggja mánaða peningamarkaðsvextir helstu viðskiptalanda Íslands samkvæmt spá OECD.  
*Heimildir:* Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Bloomberg, Consensus Forecasts, Global Insight, Hagstofa Íslands, New York Mercantile Exchange, Seðlabanki Íslands.

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Vöru- og þjónustujöfnuður	6,3 (6,4)	6,4 (6,7)	5,3 (5,5)	4,1 (4,1)	3,4
Mældur jöfnuður frumpáttatekna <sup>2</sup>	-2,9 (-2,2)	-3,6 (-3,0)	-3,1 (-2,3)	-2,7 (-2,2)	-2,8
Undirliggjandi jöfnuður frumpáttatekna <sup>3</sup>	-1,0 (-0,4)	-2,3 (-2,0)	-3,1 (-2,9)	-2,7 (-2,8)	-2,8
Mældur viðskiptajöfnuður <sup>2</sup>	3,4 (4,2)	2,8 (3,2)	2,2 (2,5)	1,4 (1,3)	0,6
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður <sup>3</sup>	4,8 (5,5)	3,9 (4,5)	2,2 (2,5)	1,4 (1,3)	0,6

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/3). 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. Frá og með fyrsta ársfjórðungi 2016 er áætluðum áhrifum af uppgjöri búa innlánsstofnana í slitameðferð bætt við.

*Heimildir:* Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Opinber fjármál<sup>1</sup>

	2014	2015	2016	2017	2018
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	0,9 (0,0)	0,4 (0,1)	0,3 (0,3)	1,2 (1,2)	0,7
Frumjöfnuður ríkissjóðs	4,4 (3,2)	3,4 (3,2)	2,7 (3,0)	3,3 (3,7)	2,6
Heildarjöfnuður hins opinbera	-0,1 (-0,2)	0,0 (-0,1)	0,2 (0,0)	0,6 (1,1)	0,4
Frumjöfnuður hins opinbera	3,6 (3,1)	3,1 (3,1)	2,8 (2,8)	2,8 (3,7)	2,4
Vergar skuldir hins opinbera	82 (82)	70 (74)	58 (69)	55 (64)	53
Hreinar skuldir hins opinbera <sup>2</sup>	56 (59)	52 (53)	38 (49)	35 (45)	35

1. Hlutfall af VLF á rekstrargrunni, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/2). 2. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádregnum sjóðum og bankainnstæðum.

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

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Atvinnuleysi (% af mannafla)	5,0 (5,0)	4,4 (4,2)	4,3 (4,2)	4,2 (4,3)	4,1
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	77,4 (77,4)	78,9 (78,7)	79,0 (78,9)	78,4 (79,0)	78,4
Heildarvinnustundir	1,9 (1,9)	3,3 (2,9)	2,4 (2,1)	1,7 (2,1)	1,7
Framleiðni vinnuaflls <sup>2</sup>	-0,1 (0,0)	1,3 (1,3)	0,8 (0,8)	1,2 (0,6)	1,0
Launakostnaður á framleidda einingu <sup>3</sup>	5,6 (5,9)	9,0 (9,0)	8,1 (7,4)	5,2 (5,5)	4,3
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	4,7 (6,2)	7,9 (7,6)	6,7 (5,1)	4,9 (4,7)	3,3
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-0,3 (0,0)	1,2 (1,1)	1,4 (1,2)	1,1 (0,9)	0,7

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Vísitala meðalgengis <sup>2</sup>	206,9 (206,9)	201,0 (205,7)	192,2 (205,4)	192,2 (205,4)	192,2
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	2,0 (2,0)	1,7 (2,2)	3,3 (4,3)	4,0 (4,1)	3,4
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	2,0 (2,0)	1,3 (1,8)	3,1 (4,3)	4,0 (4,1)	3,4

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/3). 2. Þröng viðskiptavog.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi		
2014:4	1,3 (1,3)	1,2 (1,2)	-0,4 (-0,4)
2015:1	1,1 (1,1)	0,7 (0,7)	0,4 (0,4)
2015:2	1,5 (1,5)	1,1 (1,1)	5,4 (5,4)
2015:3	2,0 (2,4)	1,6 (1,9)	2,6 (4,2)
	Spáð gildi		
2015:4	2,3 (3,8)	1,9 (3,4)	1,0 (5,3)
2016:1	2,7 (4,3)	2,6 (4,3)	1,9 (2,5)
2016:2	3,0 (4,4)	2,8 (4,4)	6,4 (5,5)
2016:3	3,3 (4,2)	3,1 (4,2)	3,9 (3,5)
2016:4	4,0 (4,2)	3,9 (4,2)	4,0 (5,2)
2017:1	4,1 (4,3)	4,1 (4,3)	2,2 (3,0)
2017:2	4,1 (4,1)	4,1 (4,1)	6,2 (4,7)
2017:3	3,9 (4,0)	3,9 (4,0)	3,4 (3,1)
2017:4	3,8 (3,8)	3,8 (3,8)	3,3 (4,3)
2018:1	3,6 (3,5)	3,6 (3,5)	1,7 (2,0)
2018:2	3,5 (3,3)	3,5 (3,3)	5,6 (3,7)
2018:3	3,3 (3,0)	3,3 (3,0)	2,6 (2,1)
2018:4	3,1	3,1	2,5

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.