



# PENINGAMÁL

2016•4

## Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 4 Horfur á að verðbólga verði við markmið út spátímann
- 5 Kafli I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir
- 17 Kafli II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör
- 23 Kafli III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir
- 31 Kafli IV Innlent raunhagkerfi
- 41 Kafli V Verðbólga
- 47 Rammagrein 1 Fjármagnsflæði og nýtt fjárstreymistæki Seðlabankans
- 54 Rammagrein 2 Húsnæðisliðurinn í vísitölu neysluverðs
- 58 Rammagrein 3 Reynsla af spám Seðlabankans
- 63 Rammagrein 4 Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum
- 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 neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.

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

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

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

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

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

Ritstjórn:

Þórarinn G. Pétursson, formaður

Harpa Jónsdóttir

Rannveig Sigurðardóttir

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Elís Pétursson

Hörður Garðarsson

66. rit. 16. nóvember 2016

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

## 16. nóvember 2016

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánum, verða því áfram 5,25%.

Samkvæmt grunnsþá Seðlabankans sem birtist í nóvemberhefti *Peningamála* stefnir í mikinn hagvöxt á þessu og næsta ári og eru horfur á kröftugri vexti umsvifa en bankinn spáði í ágúst. Í ríkari mæli en áður er hagvöxturinn borinn uppi af innlendri eftirspurn, sem jókst um tæplega 10% á fyrri hluta þessa árs. Þá heldur störfum áfram að fjölga hratt, atvinnuleysi að minnka og skýrari merki eru um að hraður vöxtur eftirspurnar sé farinn að reyna á þanþol innlendra framleiðslu-þátta. Á móti vegur meiri aðflutningur erlends vinnuafis.

Verðbólga mældist 1,8% í október og hefur haldist undir markmiði um tæplega þriggja ára skeið þrátt fyrir miklar launahækkunir og öran vöxt eftirspurnar. Viðskiptakjarabati, lítil alþjóðleg verðbólga og hækkun gengis krónunnar hafa vegið á móti áhrifum launahækkana á verðbólgu. Aðhaldssöm peningastefna hefur einnig leikið mikilvægt hlutverk við að halda aftur af verðbólgu og tryggja verðbólguvæntingum traustari kjölfestu. Þetta hefur hún gert með því að hægja á vexti eftirspurnar, beina hluta mikillar hækkunar tekna og auðs í sparnað og halda aftur af útlánvexti. Með þessu móti hefur peningastefnan stutt við gengi krónunnar sem hefur lækkað innflutningsverð enn frekar og beint hluta kröftugrar eftirspurnar út úr þjóðarbúskapnum.

Samkvæmt nýrri verðbólguþá bankans er útlit fyrir að verðbólga verði undir markmiði fram á mitt næsta ár en verði síðan á bilinu 2½-3% út spátímann. Þetta er töluverð breyting frá fyrri spá bankans og skýrist að verulegu leyti af því að í grunnsþánni er gengi krónunnar spáð en ekki byggt á þeirri tæknilegu forsendu að það verði óbreytt allt spátímabilið. Verðbólguhorfur hafa þó einnig batnað, einkum til skemmri tíma lítið. Breytt verðbólguþá gefur þó ekki jafnmikið tilefni til viðbragða peningastefnunnar og ætla mætti vegna þess að peningastefnunefnd hefur byggt ákvarðanir sínar að undanfögnu á mati sem tók tillit til þess að töluverðar líkur voru á hækkun gengis krónunnar.

Undanfarna mánuði hefur Seðlabankinn keypt hlutfallslega minna af gjaldeyrisinnstreyminu en hann gerði fyrr á þessu ári. Peningastefnunefnd telur að óbreyttu rétt að halda áfram á þeirri braut.

Ákvörðun peningastefnunar um óbreytta vexti er tekin með hliðsjón af fyrirliggjandi spá og áhættumati nefndarinnar. Má þar sérstaklega nefna óvissu um stefnuna í ríkisfjármálum, en aðhald hennar hefur slaknað nokkuð undanfarnir tvö ár og óljóst er á þessu stigi hver efnahagsstefna næstu ríkisstjórnar verður. Þá gætir óróa á vinnumarkaði, ekki síst í kjölfar nýlegs úrskurðar um hækkun launa þjóðkjörinna fulltrúa. Að auki gætir áfram óvissu um áhrif losunar fjármagnshafna, en vel hefur gengið fram til þessa. Við bætist óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur.

Þótt kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþá markmiðið virðist halda áfram að styrkjast og aðhald peningastefnunnar hafi að einhverju leyti aukist í gegnum hækkun gengis krónunnar, kalla kröftugur vöxtur eftirspurnar og ofangreindir óvissuþættir á varkárni við ákvörðun vaxta. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

## Horfur á að verðbólga verði við markmið út spátímann

Horfur eru á að vöxtur heimsframleiðslunnar minnki í ár frá fyrra ári og verði hinn minnsti síðan árið 2009. Talið er að tímabili minnkandi hagvaxtar sé lokið í nýmarkaðsríkjum en hagvöxtur í þróuðum ríkjum virðist ekki vera að ná sér á strik. Hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa heldur versnað og munar þar mest um lakari horfur í Bretlandi í kjölfar þjóðaratkvæðagreiðslu um úrsögn úr Evrópusambandinu. Líkt og áður er talin meiri hættu á að mat á alþjóðahorfum reynist of bjartsýnt.

Á sama tíma er krafturinn í innlendum efnahagsbúskap mikill og hefur sótt í sig veðrið. Þjóðarútgjöld jukust um tæplega 10% milli ára á fyrri hluta ársins og þar af jókst einkaneysla um hátt í 8% og fjárfesting um tæplega þriðjung. Hagvöxtur var því 4,1% sem er áþekkur vöxtur og í fyrra. Talið er að þjóðarútgjöld muni vaxa um tæplega 9% á árinu í heild sem yrði mesti vöxtur þeirra á einu ári síðan árið 2006. Líkt og í ágústspá bankans yrði hagvöxtur þá um 5% sem er mesti hagvöxtur hér á landi frá árinu 2007. Spáin fyrir næstu ár litast mjög af því að núverandi grunnspá er gert ráð fyrir að gengi krónunnar hækki á spátímanum en sé ekki óbreytt frá spádegi. Eðlilegt er að horfið sé frá þessari tæknilegu forsendu um óbreytt gengi í ljósi þess að almenn losun fjármagnshafta er hafin. Samkvæmt spánni mun gengið halda áfram að hækka um tæplega 5% út spátímann og verður því við lok hans hátt í 14% hærra en miðað var við í ágústspá *Peningamála*. Hækkandi gengi krónunnar hægir að öðru óbreyttu á hagvexti og breytir samsetningu hans. Hagvöxtur verður í ríkari mæli borinn upp af innlendri eftirspurn en á móti verður útflutningsvöxtur hægari og eftirspurnin beinist frekar að innflutningi. Viðskiptaafgangurinn verður því minni en ella. Þrátt fyrir neikvæð áhrif gengishækkunar á hagvöxt og ytri áföll eins og lakari horfur um loðnuveiði er gert ráð fyrir kröftugum hagvexti á næsta ári eða 4,5%. Vegur þar þungt ör vöxtur ferðaþjónustu, áhrif launahækkana undanfarinna missera og vaxandi eigið fé heimila og fyrirtækja. Þá fjölgar störfum ört og atvinnuleysi er lítið. Við bætast örvandi áhrif slökunar í ríkisfjármálum en á móti vegur aðhaldssöm peningastefna. Talið er að smám saman hægi á hagvexti er líður á spátímann og hann leiti í langtíma leitnivöxt sem er talinn vera um 2¾%.

Svo mikill vöxtur eftirspurnar er farinn að reyna á þanþol þjóðarbúsins. Atvinnuþátttaka vex hratt og er orðin jafn mikil og þegar hún var mest fyrir fjármálakreppuna. Farið er að bera á skorti á vinnuafli og nú er gert ráð fyrir meiri innflutningi þess en í ágústspánni. Þrátt fyrir meiri hagvöxt er framleiðsluspennan því talin verða heldur minni á spátímanum en áður var gert ráð fyrir.

Verðbólga mældist 1,8% í október og verðbólguvæntingar virðast á flesta mælikvarða í ágætu samræmi við verðbólgu markmið bankans. Samkvæmt spánni eykst verðbólga í 2,1% á síðasta fjórðungi þessa árs. Horfur eru á að hún verði komin í markmið á fyrri hluta næsta árs og haldist á bilinu 2½-3% það sem eftir lifir spátímans. Þetta er mikil breyting frá fyrri spá og skýrist að verulegu leyti af því að nú er gert ráð fyrir áframhaldandi hækkun á gengi krónunnar á meginhluta spátímabilsins. Gengishækkunin nær þannig að vega upp áhrif innlends verðbólguþrýstings, bæði með því að lækka verð innfluttrar vöru og þjónustu en einnig með því að beina innlendri eftirspurn að nokkru leyti út úr þjóðarbúskapnum.

# I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

## Grunnspá Seðlabankans<sup>1</sup>

### Áfram spáð hægum hagvexti meðal helstu viðskiptalanda

Samkvæmt nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins eru horfur á að vöxtur heimsframleiðslunnar verði 3,1% í ár og minnki milli ára annað árið í röð. Gangi spáin eftir yrði það minnsti hagvöxtur í heiminum síðan árið 2009 og fimmta árið í röð þar sem hann er undir langtíma-meðaltali sínu. Spá sjóðsins gerir ráð fyrir að hagvöxtur aukist lítillega á næsta ári og verði um 3½% að meðaltali á næstu þremur árum. Þar munar fyrst og fremst um aukinn hagvöxt í nýmarkaðsríkjum en hagvöxtur í þróuðum ríkjum helst lífill.

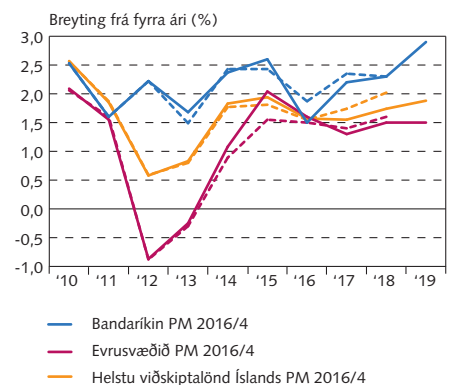
Hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda hefur verið hægur um nokkurt skeið. Hann var að meðaltali um 1,6% á fyrri hluta þessa árs og samkvæmt grunnspánni verður vöxturinn svipaður á árinu í heild (mynd I-1). Hagvaxtarhorfurnar hafa lítið breyst frá ágústspá *Peningamála*, því að horfur á lakari hagvexti í Bandaríkjunum vega á móti heldur meiri vexti í nokkrum öðrum iðnríkjum. Horfur eru á svipuðum hagvexti á næstu tveimur árum en spáð er að hann verði kominn í 1,9% árið 2019. Þetta er minni hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda en spáð var í ágúst og er spáð minni hagvexti í nær öllum þróuðum ríkjum. Mestu munar um að gert er ráð fyrir að hagvöxtur í Bretlandi árið 2018 verði 0,8 prósentum minni en áður var talið og bætist það við fyrri endurskoðun á hagvexti næsta árs í kjölfar þjóðaratkvæðagreiðslu í Bretlandi um úrsögn úr Evrópusambandinu (ESB). Nú er talið að hagvöxtur þar verði einungis 0,9% á næsta ári sem er 1,3 prósentum minni vöxtur en spáð var í vor. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

### Gert ráð fyrir áframhaldandi hækkun á gengi krónunnar

Verð á útflutningsafurðum Íslendinga hefur hækkað töluvert undanfarin tvö ár í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (mynd I-2). Viðskiptakjör hafa því batnað um tæplega 10% og horfur eru á að þau batni um tæplega 3% til viðbótar í ár. Þrátt fyrir meiri hækkun alþjóðlegs olíuverðs og óhagstæðari verðþróun sjávar- og álafurða en vænst var í ágúst er þetta meiri bati viðskiptakjara en þá var spáð, sem má að mestu leyti rekja til hagstæðari þróunar verðlags annars inn- og útflutnings. Talið er að viðskiptakjör batni áfram á næsta ári en líkt og í ágúst er því spáð að þau rýrni lítillega á seinni hluta spátímans. Eins og rakið er síðar í þessum kafla gæti spáin um þróun viðskiptakjara reynst of bjartsýn í ljósi horfa um alþjóðlegt útflutningsverð og lakan hagvöxt meðal helstu viðskiptalanda.

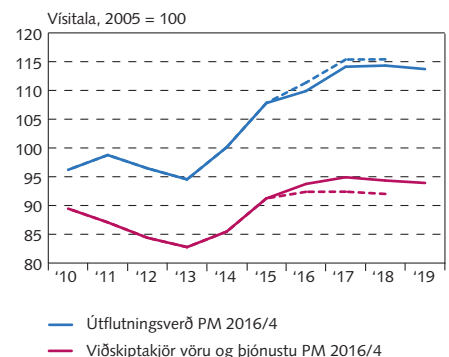
Gengi krónunnar hefur hækkað töluvert undanfarið. Miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu var það um 13% hærra á þriðja fjórðungi þessa árs en það var á sama tíma í fyrra. Eins og rakið er í kafla III hefur innstreymi skammtímafjármagns inn á innlandan skuldabréfa-

Mynd I-1  
Alþjóðlegur hagvöxtur 2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

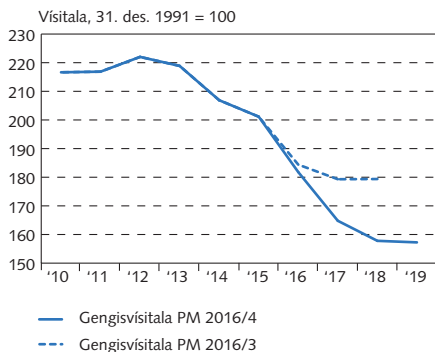
Mynd I-2  
Útflutningsverð og viðskiptakjör 2010-2019<sup>1</sup>



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

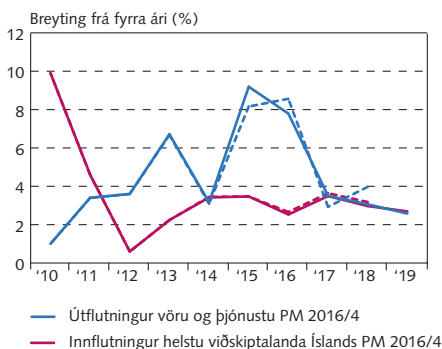
1. Greiningin í þessum *Peningámálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan nóvember.

Mynd I-3  
Gengi krónunnar 2010-2019<sup>1</sup>



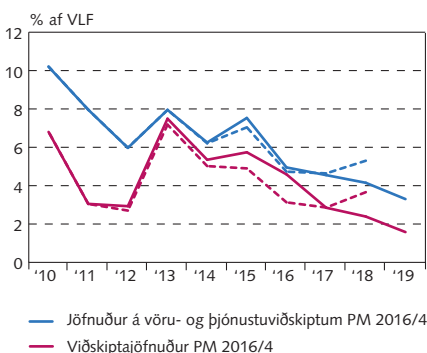
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Þróng viðskiptavog.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4  
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn  
2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5  
Viðskiptajöfnuður 2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

markað í meginatriðum stöðvast eftir að Seðlabankinn hóf að beita nýju fjárstreymistæki til að vinna á móti óhóflegu fjármagnsinnstreymi í leit að hærri ávöxtun (sjá einnig rammagrein 1). Gengishækkunina undanfarið má einkum rekja til myndarlegs afgangar á viðskiptum við útlönd vegna bættra viðskiptakjara og mikillar aukningar í umsvifum í ferðþjónustu en einnig til aukinnar ásóknar erlendra aðila í innlendar eignir. Eins og rakið er í rammagrein 3 í *Peningamálum 2016/2* er því líklegt að gengishækkunin endurspegli að nokkru leyti aðlögun að herra jafnvægisgengi.

Þótt ekki sé útilokað að gengi krónunnar lækki tímabundið þegar losað er um fjármagnshöftin er talið að það haldi áfram að hækka yfir spátímann (mynd I-3).<sup>2</sup> Gert er ráð fyrir að viðskiptavegin gengisvísitala verði tæplega 165 stig á næsta ári. Samkvæmt spánni hækkar gengi krónunnar um 4½% til viðbótar það sem eftir lifir spátímans og er í lok hans tæplega 14% herra en gert var ráð fyrir í ágúst. Raungengið heldur því áfram að hækka. Miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði það um 4% í fyrra og horfur eru á að það hækki um 11½% til viðbótar í ár og álíka mikið á næsta ári. Hækkunin miðað við hlutfallslegan launakostnað er enn meiri. Nánar er fjallað um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

### Horfur á hægari útflutningsvexti er liður á spátímann

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um liðlega 9% í fyrra sem er 1 prósentu meiri vöxtur en fyrri tölur Hagstofu Íslands fyrir árið sýndu. Hraðari vöxt má rekja til þess að útflutt þjónusta jókst ríflega 2 prósentum meira en áður var áætlað, sem skýrist fyrst og fremst af fyllri upplýsingum um útflutta ferðþjónustu. Horfur um útflutningsmagn í ár hafa lítið breyst frá ágústspá bankans og grunnáhrif frá fyrra ári valda því að útflutningur eykst tæplega 1 prósentu hægar en þá var spáð (mynd I-4). Minni aflaheimildir í loðnu gera það að verkum að útflutningur sjávarafurða er talinn dragast saman um 2% á næsta ári í stað þess að aukast um 3½%. Á móti vegur hins vegar að horfur eru á meiri vexti útfluttrar þjónustu og ýmissar iðnaðarvöru. Talið er að nokkuð dragi úr vexti útflutnings árin 2018-2019 í takt við hækkandi raungengi og hægán vöxt alþjóðlegra efnahagssumsvifa.

Afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum mældist 7,5% af landsframleiðslu í fyrra en líkt og í ágústspánni er talið að hann minnki í 5% í ár (mynd I-5). Samkvæmt spánni minnkar afgangurinn áfram á næstu árum og verður minni en spáð var í ágúst. Það endurspeglar fyrst og fremst breytt mat á aðlögun þjóðarbúsins að langtíma hagvaxtargetu, sem nú gerist að nokkru leyti með hækkun á gengi krónunnar. Eins og áður hefur verið rakið gerðu fyrri grunnspar ráð fyrir óbreyttu gengi á spátímanum en nú er gert ráð fyrir hækkun þess. Hækkunin beinir vexti innlendar eftirspurnar út úr þjóðarbúskapnum sem kemur fram í meiri vexti innflutnings um leið og hún dregur úr erlendra eftirspurn

2. Ólíkt spám bankans undanfarið er nú birt grunnspar þar sem gengi krónunnar breytist á spátímanum í takt við ákvörðun gengisins samkvæmt þjóðhagslíkani bankans. Sjá Ásgeir Danielsson, 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* nr. 71. Síðar í þessum kafla er sýndur samanburður á grunnspar og fráviksdæmi sem gerir ráð fyrir óbreyttu gengi á spátímanum.

eftir útfluttri vöru og þjónustu. Afgangur á viðskiptajöfnuði er einnig talinn minnka: hann fer úr 4½% af landsframleiðslu í ár í 1½% árið 2019. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

### Mikill vöxtur innlestrar eftirspurnar drifinn áfram af örum vexti neyslu- og fjárfestingarútgjalda

Einkaneysla jókst um hátt í 8% á fyrri hluta ársins frá sama tíma í fyrra og horfur eru á að vöxturinn á árinu í heild verði 7½% sem er um 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í ágúst (mynd I-6). Hefur einkaneysla ekki vaxið svo hratt frá árinu 2005 en ólíkt því sem þá var hafa útgjöld heimila ekki aukist umfram það sem tekjur og efnahagur þeirra getur staðið undir. Þvert á móti hefur sparnaður heimila aukist undanfarið misseri. Kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur vaxið verulega og hraðar undanfarið tvö ár en áður var talið. Hreinn auður heimila hefur að sama skapi aukist mikið. Þá hefur störfum fjölgað hratt og bjartsýni heimila aukist. Áfram er gert ráð fyrir kröftugum vexti einkaneyslu á næsta ári eða 6½% en spáð er að heldur hægi á vextinum er líður á spátímam þótt hann sé nokkru meiri en í ágústspánni. Samkvæmt spánni draga heimilin lítillga úr sparnaði sínum í ár og á næsta ári en hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu verður áfram undir sögulegu meðaltali.

Fjárfesting hefur aukist verulega í ár og nær aukningin til nánast allra tegunda fjárfestingar. Fjárfesting atvinnuveganna jókst um liðlega 37% á fyrri hluta ársins og fjárfesting í íbúðarhúsnæði um liðlega fjórðung. Aukningin er sérstaklega mikil í atvinnugreinum tengdum flutningum og ferðþjónustu. Fjárfesting í heild jókst því um tæplega þriðjung á fyrri helmingi ársins sem er nokkru meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans. Horfur eru á að fjárfesting á árinu í heild aukist um ríflega 22% í stað liðlega 18% vaxtar í ágústspánni. Frá næsta ári hægir á vexti fjárfestingar líkt og í fyrri spám bankans en hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu er nálægt langtímameðaltali út spátímam (mynd I-7).

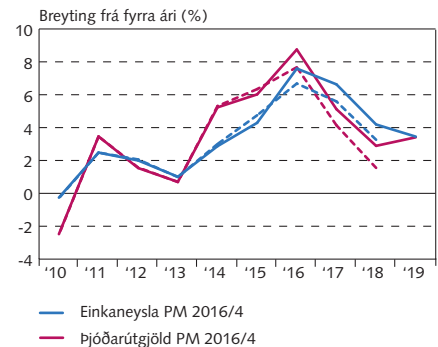
Á fyrri hluta ársins jukust þjóðarútgjöld um 9,4% frá sama tíma í fyrra og talið er að vöxturinn á árinu í heild verði 8,7% sem er 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í ágúst og sá mesti sem hefur mælst á einu ári síðan árið 2006 (mynd I-6). Horfur eru einnig á miklum vexti á næsta ári en frá árinu 2018 verður hann áþekkur langtímaleitni-vexti innlestrar eftirspurnar. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

### Spáð er um 5% hagvexti í ár og horfur á meiri vexti á næsta ári en spáð var í ágúst þrátt fyrir horfur um hækkandi gengi krónu

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var hagvöxtur 4,1% á fyrri hluta þessa árs. Er það svipaður vöxtur og á öllu árinu í fyrra og meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans, en þá var spáð 3,6% hagvexti á fyrri hluta ársins. Skýrist fráviknið af meiri innlendri eftirspurn en á móti vegur neikvæðara framlag utanríkisviðskipta. Efnahagssumsvif hafa því verið þröttmikil undanfarið ár. Um mitt ár hafði landsframleiðslan vaxið um 22% frá því að hún varð minnst snemma árs 2010 samkvæmt árstíðarleiðréttum tölum Seðlabankans og var tæplega 6% meiri en hún varð mest í aðdraganda fjármála-kreppunnar.

Mynd I-6

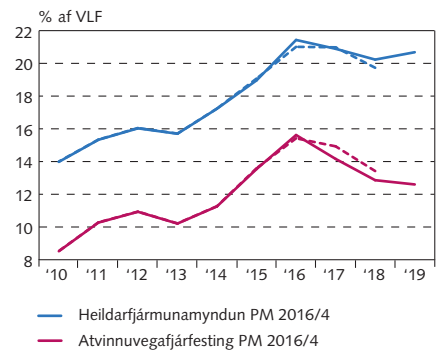
Einkaneysla og þjóðarútgjöld 2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotallinur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

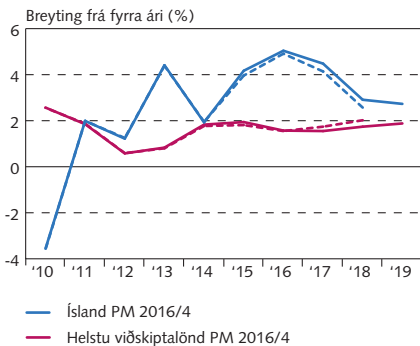
Mynd I-7

Fjármunamyndun 2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotallinur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8

Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum 2010-2019<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Talið er að hagvöxtur hafi sótt enn frekar í sig veðrið á þriðja ársfjórðungi og verið um 6¾%. Samkvæmt spánni verður hann 5% á árinu í heild sem er áþekkur vöxtur og spáð var í ágúst (mynd I-8). Sem fyrr leggst á eitt mikill vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar en á móti vegur neikvætt framlag utanríkisviðskipta þrátt fyrir tæplega 8% vöxt útflutnings.

Gengishækkun krónunnar veldur því að hagvaxtarhorfur versna að öðru óbreyttu (sjá samanburð á grunnspá við fráviksdæmi með lægra gengi síðar í þessum kafla). Samsetning hagvaxtarins breytist einnig þar sem herra gengi og minni verðbólga sem af því leiðir gera það að verkum að kaupmáttur ráðstöfunartekna eykst hraðar sem styður við meiri vöxt einkaneyslu. Að auki beinir herra gengi útgjalda- vextinum að innfluttri vöru og þjónustu og hægir á vexti útflutnings. Hagvöxtur verður því í meira mæli drifinn áfram af innlendri eftirspurn og framlag utanríkisviðskipta til vaxtarins verður neikvæðara.

Þrátt fyrir herra gengi og ytri áföll, eins og neikvæð áhrif þjóð- aratkvæðagreiðslu um útgöngu Bretlands úr ESB og loðnubrest (sem samtals eru talin draga úr hagvexti næsta árs um sem nemur ¾ prósentum), valda mikill kraftur innlestrar eftirspurnar og horfur á áframhaldandi miklum vexti í ferðamannaiðnaði því að hagvöxtur á næsta ári er talinn verða um ½ prósentu meiri en spáð var í ágúst eða 4½%. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur leiti smám saman að langtímaleitni og verði um 3% árið 2018 og 2¾% árið 2019. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

### Störfum fjölgar hratt og atvinnuþátttaka er orðin álíka mikil og hún var mest fyrir fjármálakreppuna

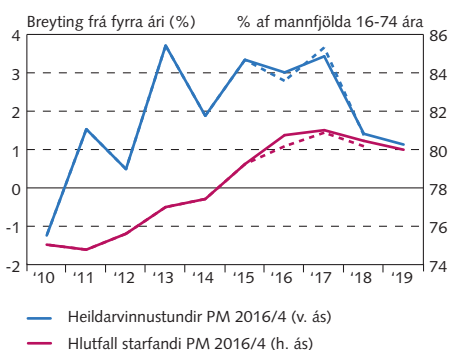
Á þriðja ársfjórðungi hafði starfandi fólki á vinnumarkaði fjölgað um 4,5% frá fyrra ári. Á sama tíma fækkaði meðalvinnustundum þeirra sem eru við störf um 1,2%, sem endurspeglar líklega hagræðingar- aðgerðir fyrirtækja í kjölfar kostnaðarsamra kjarasamninga í fyrra. Heildarvinnustundum fjölgaði því um 3,2% milli ára, sem er í samræmi við ágústspá bankans. Fólki á vinnualdri hefur einnig fjölgað mikið, m.a. vegna innflutnings á erlendu vinnuafli. Atvinnuþátttaka er nú orðin áþekkt því sem hún var mest í ársbyrjun 2007 sem vegur á móti áhrifum fjölgunar starfa á atvinnuleysi. Þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu mældist atvinnuleysi 3,1% á þriðja ársfjórðungi og hafði minnkað um 1 prósentu frá sama tíma í fyrra. Langtímaatvinnuleysi hefur einnig minnkað mikið og er nánast horfið.

Það sem af er ári hefur heildarvinnustundum fjölgað um 2,7% frá sama tíma í fyrra og gert er ráð fyrir að fjölgunin á árinu í heild verði 3% sem er lítill meira en spáð var í ágúst (mynd I-9). Gert er ráð fyrir 3½% fjölgun á næsta ári en að nokkuð hægi á henni frá árinu 2018 þegar hagvöxtur leitar í langtíma leitnivöxt. Í ár er því útlit fyrir að hlutfall starfandi hækki verulega milli ára annað árið í röð. Gangi þetta eftir verður hlutfallið um 81% af mannfjölda á vinnualdri í ár og á næsta ári en lækkar síðan smám saman í 80% er líður á spátímann. Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla IV.

### Atvinnuleysi minnkar og framleiðsluspenna eykst en innflutningur á vinnuafli léttir á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti

Samkvæmt spánni verður atvinnuleysi að meðaltali 3,1% í ár sem er

Mynd I-9

Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi 2010-2019<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



lítillega minna en spáð var í ágúst. Horfur eru á svipuðu atvinnuleysi á næsta ári en að það þökist síðan upp í það stig sem talið er samræmast lítilli og stöðugri verðbólgu (mynd I-10).

Eftir því sem atvinnuleysi hefur minnkað hefur orðið erfiðara fyrir fyrirtæki að ráða starfsfólk og gætir vaxandi skorts á vinnuafli í nánast öllum atvinnugeirum. Vísendingar eru því um vaxandi spennu í þjóðarbúinu og líkt og í fyrri spám bankans er talið að framleiðslu-slaki hafi horfið í fyrra og að framleiðsluspenna verði líðlega 2% af framleiðslugetu í ár (mynd I-10). Skorti á vinnuafli hefur hins vegar að nokkru leyti verið mætt með innflutningi á vinnuafli sem eykur framleiðslugetu þjóðarþúsins og léttir á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti. Gert er ráð fyrir meiri innflutningi vinnuafli á spátímanum en í ágústspánni. Framleiðsluspennan verður því minni frá næsta ári en þá var spáð. 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.

### Áframhaldandi hækkun gengis krónunnar lækkar verðbólguþá bankans frá því sem var í ágúst

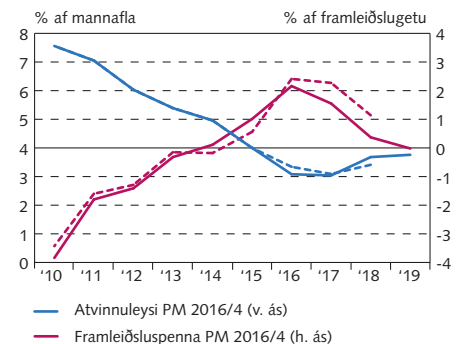
Verðbólga mældist 1,8% í október og stóð því í stað frá september. Hún hafði hins vegar tvöfaldast á milli ágúst og september en í raun var aukningin ekki svo mikil því að í ljós hefur komið að Hagstofan gerði mistök við mælingu verðbólgu frá því í mars og að í raun var ársverðbólga 0,1-0,3 prósentum meiri í hverjum mánuði þar til í september þegar mistökin uppgötvaðust. Mæld verðbólga hefði því átt að vera 1,2% í ágúst og aukast um 0,6 prósentur í september (mynd I-11).<sup>3</sup> Ofspá Seðlabankans á verðbólgu á fyrri hluta ársins var því nokkru minni en áður hafði verið talið.

Verðbólga hefur verið undir verðbólguþámiðinu í hátt á þriðja ár. Eins og rakið er í rammagrein 5 í *Peningamálium* 2016/2 má að miklu leyti rekja það til verðhjöðunar innfluttrar vöru og þjónustu og hækkandi gengis krónunnar. Verðbólga mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðis hefur verið töluvert minni enda hefur verðhjöðnun innfluttrar vöru og þjónustu og hækkun á gengi krónunnar meiri áhrif á þann mælikvarða á verðbólgu en á verðvísitölur sem innihalda húsnæðiskostnað (sjá rammagrein 2). Án húsnæðis lækkaði vísitala neysluverðs um 0,5% frá fyrra ári og hefur verðbólga á þennan mælikvarða því verið samfelld undir 1% í líðlega tvö ár.

Verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja til eins og tveggja ára hafa haldið áfram að lækka og virðast, líkt og væntingar markaðsaðila, í ágætu samræmi við verðbólguþámið. Kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga í markmiði virðist einnig hafa styrkst enn frekar.

Sem fyrr er meginuppsprettu innlands verðbólguþrýstings að finna á vinnumarkaði en miklar launahækkunarir í síðustu kjarasamningum geta knúið fyrirtæki til að velta hluta kostnaðaraukans út í verð-

Mynd I-10

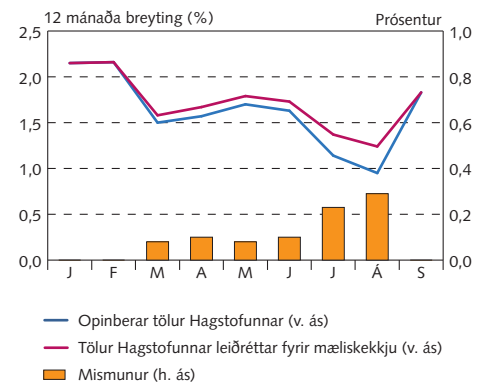
Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2010-2019<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-11

Verðbólga - opinber og leiðrétt

Janúar 2016 - september 2016

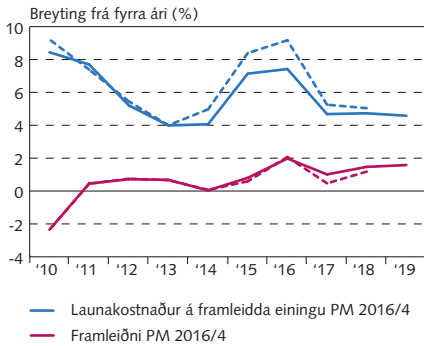


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Í samræmi við sameiginlega yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 sendi Seðlabankinn ríkisstjórninni sérstaka greinargerð hinn 9. september sl. í tilefni af því að verðbólga fór niður fyrir 1% neðri fráviksmörk verðbólguþámiðsins (greinargerðin er endurbirt sem rammagrein 4). Hefði verðbólga verið rétt mæld í ágúst hefði hins vegar ekki þurft að senda slíka greinargerð og áreitaði Seðlabankinn það í bréfi til ríkisstjórnarinnar hinn 14. október sl.

Mynd I-12

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2010-2019<sup>1</sup>



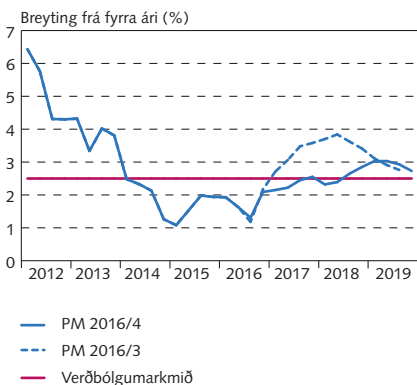
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Verðbólga<sup>1</sup>

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2019



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2016 - 4. ársfj. 2019.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

lag og auka einnig tekjur heimila og eftirspurn þeirra. Launavísitala Hagstofunnar hækkaði um 11% frá fyrra ári á þriðja ársfjórðungi og talið er að launakostnaður fyrirtækja hækki um 9½% á árinu í heild sem er nokkru minni hækkun en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Líkt og í ágúst er búist við að heldur dragi úr launahækkunum á næstu árum. Þótt spá um hraðari framleiðnivöxt valdi því að launakostnaður á framleidda einingu aukist hægar en spáð var í ágúst, eru áfram horfur á að hann aukist töluvert umfram það sem getur samrýmst verðstöðugleika til lengri tíma litið (mynd I-12).

Verðbólga var 1,3% að meðaltali á þriðja fjórðungi ársins sem var í takt við það sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að hún aukist á fjórða ársfjórðungi og verði 2,1% og má að nokkru leyti rekja aukninguna til óhagstæðra grunnáhrifa frá fyrra ári. Þegar kemur fram á næsta ár vikur núverandi grunnspá hins vegar í veigamiklum atriðum frá fyrri spá bankans. Í stað þess að halda áfram að aukast og ná hámarki í 3¾% á fyrri hluta árs 2018 eins og spáð var í ágúst helst verðbólga á bilinu 2½-3% út spátímann (mynd I-13). Meginástæða þessarar breytingar liggur í því að núverandi spá byggist ekki á þeirri tæknilegu forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt á spátímanum heldur er gert ráð fyrir að það haldi áfram að hækka á meginhluta spátímans (sjá samanburð á verðbólguþáttum með mismunandi gengisferlum hér á eftir). Fyrir vikið verður miðlun aðhaldsstigs peningastefnunnar í gegnum gengisfarveg hennar virkari sem nær að halda innlendum verðbólguþrýstingi lengur í skefjum en fyrri spár bankans hafa gefið kost á. Þessu til viðbótar er talið að framleiðsluspennan verði minni en spáð var í ágúst og hækkun launakostnaðar á framleidda einingu minni. Sem fyrr eru verðbólguhorfur háðar fjölda óvissuþátta. Nánar er fjallað um þá hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla V.

## Helstu óvissuþættir

Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. 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 óvissuþættir spárinnar.

### Eru alþjóðahorfur enn á ný of bjartsýnar?

Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að hagvöxtur í heiminum sæki lítilla sig veðrið er líður á spátímann og að heldur dragi úr vægi ýmissa þeirra þátta sem hafa haldið aftur af bata heimsbúskaparins og aukið á óvissu um efnahagshorfur víða um heim. Þetta er í takt við fyrri spár og mat helstu alþjóðastofnana. Þær spár hafa hins vegar ítrekað reynst of bjartsýnar og ýmiss konar óvissuþættir og hættur eru enn fyrir hendi. Nokkurs titrings gætti á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í kjölfar ákvörðunar Breta í júní og á ný eftir óvænta niðurstöðu í bandarísku forsetakosningunum. Óróinn var þó minni en í upphafi árs (mynd I-14). Þjóðhagsleg áhrif ákvörðunar Breta eiga líklega enn eftir að koma fram og verði niðurstaðan sú að aðgengi Bretlands

að innri markaði ESB skerðist verulega gætu áhrifin á heimsbúskapinn verið vanmetin. Hið sama gildir um áhrif óvæntrar niðurstöðu í bandarísku forsetakosningunum. Vaxandi efasemda virðist einnig gæta meðal almennings í mörgum þróuðum ríkjum um kosti opinna hagkerfa og frjálsra alþjóðaviðskipta og vaxi verndarstefnu fiskur um hrygg gæti það hægt enn frekar á alþjóðlegum efnahagsbata (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*, kafli 2, október 2016). Aðlögun kínverska hagkerfisins að sjálfbærum hagvaxtarferli hefur þar að auki reynt á bæði heima fyrir og á heimsbúskapinn og þótt bjartsýni um skammtímahorfur í Kína hafi heldur aukist gæti snörp lækkun eignaverðs í Kína reynt mjög á viðnámsþrótt fjármálakerfisins þar í landi. Þótt olíuverð hafi hækkað undanfarið er það enn lágt í sögulegu samhengi og hefur það, ásamt lágu verði annarrar hrávöru, reynt mjög á efnahag fjölda nýmarkaðsríkja. Þá gætu fjármálaleg skilyrði sem þau standa frammi fyrir þrengst á ný. Sem fyrr gætir einnig nokkurs vonleysis víða um að þróuðum ríkjum takist að koma efnahag sínum af stað með hefðbundnum hagstjórnartækjum.

Eins og í fyrri spám bankans gætu alþjóðahorfur samkvæmt grunnspánni því reynt of bjartsýnar. Eftirspurn eftir helstu útflutningsafurðum gæti því orðið minni en spáð er. Aukin pólitísk óvissa í heiminum eða snörp hækkun olíuverðs gæti einnig leitt til viðsnúnings í ferðamannaíðnaði og áhrif nýlegrar hækkunar gengis á hann gætu verið vanmetin.<sup>4</sup> Þá gætu horfur um þróun útflutningsverðs verið ofmetnar og viðskiptakjör því orðið lakari en gert er ráð fyrir í grunnspánni (sjá umfjöllun hér á eftir).

### Gengisspár ávallt háðar óvissu

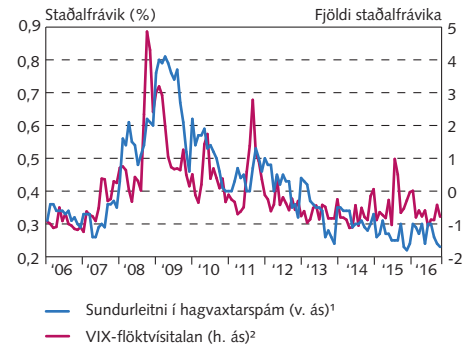
Í grunnspánni er gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldi áfram að hækka á spátímanum. Það er breyting frá gengisforsendu grunnspáa undanfarinna ára en þær hafa byggst á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt frá þeim tíma sem spáin er gerð. Hefur það endurspeglad að fjármagnshöft hafa verið við lýði en þau hafa að hluta aftengt þá efnahagslegu krafta sem venjulega ákvarða gengi gjaldmiðla. Nú þegar hillir undir endanlega losun haftanna er eðlilegt að taka þessa tæknilegu forsendu grunnspárinna til endurskoðunar og byggja grunnspána á gengisferli sem getur tekið breytingum yfir spátímann.

Eftir sem áður er ákaflega erfitt að spá fyrir um þróun gengis gjaldmiðla. Stutt er síðan lögfest voru veigamikil skref til losunar hafta á heimili og fyrirtæki og sækist þau eftir að byggja hratt upp erlendar eignir er snörp aukning í útflæði ekki útilokuð.<sup>5</sup> Eins og rakið er hér á eftir gæti viðskiptakjarabati undanfarinna ára einnig snúist við, ef t.d. verð helstu útflutningsafurða gefur eftir. Þá gæti óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum grafið undan gengi krónunnar en mikilli alþjóðlegri óvissu fylgir jafnan flótti í öruggar fjáreignir sem oft veldur því að litlir gjaldmiðlar eiga undir högg að sækja. Gengishækkunin undanfarin

Mynd 1-14

### Óvissa í hagvaxtarspám og flókt í hlutabréfaverði

Janúar 2006 - nóvember 2016



1. Vegið meðaltal staðalfráviks í hagvaxtarspám þeirra spáaðila sem Consensus Forecasts tekur saman fyrir G7-ríkin (vegið með kaupmáttarleiðréttri landsframléiðslu). 2. Afleitt flókt S&P 500-hlutabréfavisitöluinnar (Chicago Board Option Exchange). Frávik frá meðaltali janúar 2000 til október 2016 mælt með fjölda staðalfrávika.

Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond.

4. Í *Fjármálastöðugleika* 2016/2 er lýst mögulegum áhrifum alvarlegrar alþjóðlegrar efnahagskreppu sem kæmi fram í miklum samdrætti í ferðamannaíðnaði á þjóðarþvíð og fjármálakerfið.

5. Eins og kemur fram í greiningu bankans er það hins vegar ekki endilega líklegasta þróunin. Sjá „Greining á mögulegu útflæði við losun fjármagnshafta“, Seðlabanki Íslands, 19. ágúst 2016.

misseri hefur í meginatriðum endurspeglad mikinn þrótt í innlendum þjóðarbúskap og hærra vaxtastig en í nágrannalöndum sem hann hefur kallað fram. Að því leyti sem krafturinn verður meiri, t.d. vegna þess að útflutningsvöxtur verður meiri en grunnspáin felur í sér, gæti gengi krónunnar hækkað enn meira en grunnspáin gerir ráð fyrir. Þá er rétt að hafa í huga að gengisspáin litast einnig af mati á þróun jafnvægisraungengis á spátímanum. Það er talið hafa hækkað nokkuð undanfarið (sjá t.d. rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2) en um það mat og sumar forsendur þess ríkir óvissa.

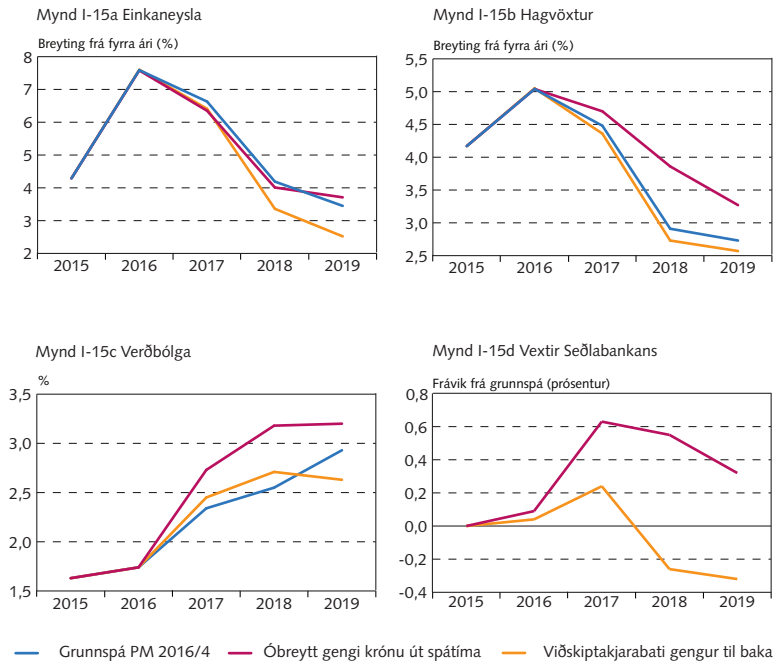
Einn megingalli spágerðar sem byggist á óbreyttu gengi er að með því er horft framhjá mikilvægum þætti aðlögunar þjóðarbúskaparins að langtíma hagvaxtargetu og farvegi miðlunar peningastefnunnar út í raunhagkerfið. Við núverandi aðstæður, þegar hagvöxtur er umfram langtíma hagvaxtargetu og þrýstingur er til aukinnar verðbólgu á spátímanum ættu vextir Seðlabankans að hamla með beinum hætti gegn verðbólgu með því að hækka gengi krónunnar sem lækkar verð innflutnings og óbeint með því að hægja á innlendri eftirspurn og beina hluta hennar út úr þjóðarbúskapnum. Spá með óbreyttu gengi lokar fyrir hluta þessarar aðlögunar sem endurspeglast í því að verðbólguþáttur verða hærri en ella og að hærri vaxtaferil virðist þurfa á spátímanum til að halda verðbólgu í markmiði.

Nýr gengisferill hefur töluverð áhrif á grunnspána, ekki bara á verðbólguhorfur heldur einnig mat á hagvexti og samsetningu hans. Mynd I-15 sýnir samanburð á núverandi grunnspá og fráviksdæmi sem gerir ráð fyrir óbreyttu gengi út spátímann. Eins og sjá má leiðir lægri gengisferill til þess að einkaneysla vex heldur hægar en í grunnspánni yfir meginhluta spátímans. Endurspeglar það bæði minni kaupmátt heimila en líka áhrif þess að lægra gengi kallar á hærri vexti Seðlabankans. Þrátt fyrir lítilla hægari vöxt innlendar eftirspurnar er hagvöxtur hins vegar nokkru meiri í fráviksdæminu: hann er um ¼ prósentu meiri á næsta ári og hátt í 1 prósentu meiri árið 2018. Skýrist það af því að lægra gengi bæði eykur útflutning og dregur úr innflutningi. Framleiðsluspenna er því meiri og ýtir undir innlandan verðbólguþrýsting til viðbótar við áhrif lægra gengis á verðbólgu. Á móti þessu vegur aðhaldssamari peningastefna og eru vextir Seðlabankans orðnir um ½ prósentu hærri en í grunnspá frá og með næsta ári.

### Gæti viðskiptakjarabati undanfarinna ára gengið til baka?

Viðskiptakjör bötunðu um tæplega 10% á árunum 2014-2015 og horfur eru á að þau batni um tæplega 3% til viðbótar í ár. Eins og rakið er í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/2 er þetta mesti bati sem orðið hefur í viðskiptakjörum meðal OECD-ríkja og er munurinn sérstaklega sláandi þegar þróunin hér á landi er borin saman við þróunina hjá öðrum þróuðum hrávöruútflytjendum. Öll þessi ríki, utan þeirra sem eru olíuframleiðendur, hafa notið töluverðs búhnykks vegna lækkunar á heimsmarkaðsverði á olíu undanfarin ár. Ísland sker sig úr í þessum hópi vegna þess að sjávarafurðaverð hefur hækkað mikið í hlutfalli við alþjóðlegt matvælaverð og hrávöruverð almennt (sjá kafla II í *Peningamálum* 2016/2). Þetta sést einnig á mynd I-16 sem sýnir hlutfallslega þróun verðlags útflutnings Íslands miðað við verðlag útflutnings helstu viðskiptalanda. Þar sést glögglega hve

## Mynd I-15 Frávíkisdæmi



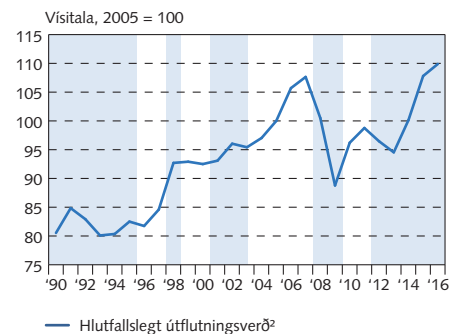
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útflutningsverð Íslands hefur hækkað hlutfallslega undanfarið og hve óvenjulegt það er: á tímabilum hægra alþjóðlegra efnahagssumsvifa stendur hlutfallslegt útflutningsverð venjulega í stað eða lækkar en í þeim litla hagvexti sem hefur verið í heimsbúskapnum frá árinu 2012 hefur útflutningsverðið hækkað um ríflega 11% og er áætlað að það hækki um ríflega 16% á árunum 2014-2016.

Eftir svo miklar hækkanir er nærtækt að spyrja hversu varanleg hin hagstæða þróun sé og hvort hætta sé á að viðskiptakjarabatinngangi að einhverju leyti til baka á spátímanum, sérstaklega í ljósi þess að áfram er gert ráð fyrir tiltölulega hægum umsvifum í heimsbúskapnum. Yrði sú raunin er ljóst að efnahagssumsvif yrðu lakari en felst í grunnspánni þar sem verðmæti innlendrar framleiðslu lækkar í hlutfalli við erlenda framleiðslu. Hækkun innlendrar tekna og auðs undanfarið gæti því að einhverju leyti gengið til baka sem drægi úr eftirspurn og hagvexti. Þetta sést betur á mynd I-15 sem sýnir möguleg áhrif þess að viðskiptakjör versni um samtals 9% á næstu þremur árum í stað þess að batna um ½% eins og í grunnspánni.<sup>6</sup>

Viðskiptakjararyrnunin leiðir til þess að innlend eftirspurn vex hægar á spátímanum en í grunnspánni: einkaneysla vex lítilega hægar á næsta ári en í grunnspánni en frá árinu 2018 er vöxtur hennar orðinn hátt í 1 prósentu minni. Að nokkru leyti beinast minni neysluútgjöld að innfluttri vöru og þjónustu og því eru áhrifin á hagvöxt

## Mynd I-16 Útflutningsverð og alþjóðlega hagsveiflan 1990-2016<sup>1</sup>



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Skyggða svæðið sýnir ár þar sem heimshagvöxtur er undir 25 ára meðaltali (1992-2016). Spáin fyrir heimshagvöxt 2016 er spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, október 2016). 2. Grunnspá Seðlabankans 2016. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

6. Eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamálu* 2015/4 leiðir hækkan á gengi krónunnar að óbreyttu til bættra viðskiptakjara. Samkvæmt grunnspánni hækkar gengi krónunnar um 17% á tímabilinu 2014-2016 sem ætti að leiða til 4% viðskiptakjarabata samkvæmt tölfræðimatínu sem birt er í rammagreininni. Frávíkisdæmið sem hér er birt gerir því ráð fyrir að sá hluti 13% viðskiptakjarabatans sem er umfram það sem rekja má til gengishækkunarinnar gangi til baka á næstu þremur árum.

vægari. Hann er þó hátt í 0,2 prósentum minni á ári frá árinu 2018. Viðskiptakjararýrnunin gerir það einnig að verkum að afgangurinn á viðskiptum við útlönd minnkar mikið en áhrifin á verðbólgu eru tiltölulega lítil enda vegast þar á áhrif lægra gengis krónunnar og minni innlendar eftirspurnar. Þegar líður á tímabilið tekur peningastefnan einnig að vega á móti samdráttaráhrifum framboðsskellsins og eru vextir Seðlabankans orðnir um ¼ prósentu lægri en í grunnspá árið 2018.

### **Aðhald í ríkisfjármálum gæti minnkað meira en grunnspá gerir ráð fyrir**

Halli á ríkissjóði nam tæpum 6 ma.kr. í fyrra eða sem nemur 0,3% af landsframleiðslu og samkvæmt grunnspá eru horfur á að hann verði heldur meiri í ár þegar horft er framhjá áhrifum uppgjörs slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja á afkomu ríkissjóðs. Afgangur á frumjöfnuði, þ.e. heildarjöfnuði að frátöldum fjármagnsjöfnuði, var töluvert meiri í fyrra eða 3,2% af landsframleiðslu. Hann minnkaði hins vegar um 1 prósentu frá fyrra ári og áætlað er að hann minnki enn frekar í ár þegar horft er framhjá einskisáhrifum. Þegar tekið er tillit til stöðu hagsveiflunnar felur þetta í sér nokkra slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum eins og rakið er í kafla IV. Ekki liggur fyrir frumvarp til fjárlaga fyrir næsta ár og því erfitt að meta hverjar horfurnar eru. Grunnspáin byggist því á fyrri áætlunum stjórnvalda og þeim samþykktum sem lágu fyrir í lok síðasta þings. Óvissa er því mikil um stöðu ríkisfjármála og hvernig þeim verður beitt í hagstjórnarlegu tilliti. Það er ekki síst vegna fjölmargra loforða um aukin fjárútgjöld og lækkingu skatta sem gefin voru í aðdraganda nýafstaðinna kosninga. Hætta er því á að aðhald í opinberum fjármálum minnki enn frekar á næstunni. Líkt og reynslan kennir og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* væri það afar óheppilegt á sama tíma og nauðsynlegt er að opinber fjármál leggjast á sömu sveif og peningastefnan til að hægja á vexti innlendar eftirspurnar við þær aðstæður sem nú eru uppi í þjóðarbúskapnum. Þannig yrði áraunin á peningastefnuna meiri en það eykur hættuna á neikvæðum hliðaráhrifum óheppilegrar hagstjórnarblöndu peninga- og ríkisfjármála. Eins og sjá má í frávíkisdæmi í *Peningámálum 2016/2* leiðir minna aðhald í ríkisfjármálum til þess að innlend eftirspurn vex hraðar sem kallar á hærri vexti Seðlabankans til að vega á móti auknum verðbólguþrýstingi. Þá verður viðskiptaafgangurinn minni og gengi krónunnar herra sem veikir samkeppnisstöðu útflutningsgreinanna enn frekar.

### **Verðbólguhorfur gætu breyst ef efnahagsþróunin bregður frá því sem grunnspáin gerir ráð fyrir**

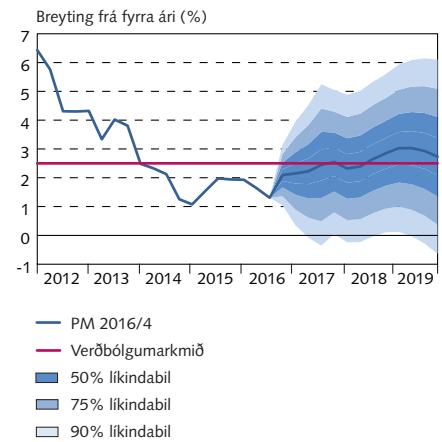
Óvissuþættirnir sem lýst er hér að ofan undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólga gæti t.d. reynst meiri ef heimilin auka einkaneyslu meira en grunnspáin gerir ráð fyrir. Þá gæti endurskoðun kjarasamninga í byrjun næsta árs haft í för með sér meiri launahækkunir en gert er ráð fyrir í grunnspánni og mikil spennan á vinnumarkaði leitt til meira launaskriðs en spáð er. Svigrúm og vilji fyrirtækja til að taka á sig kostnaðarhækkunir í kjölfar kjarasamninga gætu einnig verið ofmetin. Lítið framboð húsnæðis, vaxandi útleiga íbúða til ferðamanna og mikill innflutningur vinnuafis gætu einnig leitt til

hraðari hækkunar húsnæðisverðs en gert er ráð fyrir en það myndi auka melda verðbólgu beint í gegnum húsnæðislið vísitölu neysluverðs og óbeint í gegnum kröftugri eftirspurn vegna aukins auðs húsnæðiseigenda. Eftirspurnarþrýstingur gæti einnig reynst vanmetinn ef það slaknar enn meira á aðhaldi ríkisfjármála í kjölfar nýafstaðinna kosninga. Nýfengin kjölfesta verðbólguvæntinga gæti að sama skapi reynst skammvinn og flosnað upp á ný ef t.d. gengi krónunnar lækkaði snögglega.

Verðbólga gæti einnig verið ofmetin í spánni. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu t.d. reynst of bjartsýnar og því gætu efnahagsumsvif hér á landi verið ofmetin og innflutt verðhjöðnun reynst þrálátari en gert er ráð fyrir, a.m.k. á meðan gengi krónunnar gefur ekki verulega eftir. Þá gæti gengið hækkað enn meira og framleiðnivöxtur gæti leitað hraðar upp í leitnivöxt en grunnspáin felur í sér. Grunnspáin gæti einnig vanmetið að hve miklu leyti fyrirtæki muni taka á sig kostnaðarhækkanir vegna kjarasamninga með enn frekari hagræðingu ef t.d. samkeppnisþrýstingur er meiri en áætlað er.

Mynd I-17 endurspeglar ofangreinda óvissupætti verðbólgu-spárinnar 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 hún verði innan næstu þrjú ár (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Óvissa um verðbólguhorfur er talin svipuð og hún var metin í ágúst. Líkt og þá er líkindadreifing verðbólgu-spárinnar í meginatriðum talin samhverf. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1½-3½% að ári liðnu og á bilinu 1⅓-4% í lok spátímans.

Mynd I-17  
Verðbólgu-spá og óvissumat  
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2019



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.





## II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Nokkuð hefur fjarað undan efnahagsbatanum í helstu viðskiptalöndum Íslands frá miðbiki árs í fyrra og búist er við að tímabil veikburða hagvaxtar og lítillar verðbólgu verði nokkru lengra en gert var ráð fyrir í ágústspá Seðlabankans. Horfur eru á að hagvöxtur í heiminum verði hinn minnsti í ár frá því á samdráttarárinu 2009 og að alþjóðaviðskipti verði enn í sögulegri lægð. Órói á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hefur verið minni en í upphafi árs þrátt fyrir nokkurn titring í tengslum við óvænt kosningaúrslit beggja vegna Atlantsála, hrávöruverð hefur hækkað það sem af er ári og efnahagshorfur nýmarkaðsríkja skánað. Horfur um viðskiptakjör Íslands eru betri en í ágústspánni en mikil hækkun raungengis veikir samkeppnisstöðu þjóðarbúsins.

### Alþjóðleg efnahagsþróun

#### Fjarað hefur undan efnahagsbata helstu viðskiptalanda ...

Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands var 1,6% á fyrri helmingi ársins í takt við ágústspá Seðlabankans. Það er ½ prósentu minni vöxtur en á sama tímabili í fyrra þegar hagvöxtur hafði sótt í sig veðrið um tveggja ára skeið í kjölfar þess að samdráttarskeiðinu á evrusvæðinu lauk. Frá miðbiki árs 2015 hefur því fjarað undan efnahagsbatanum í viðskiptalöndunum. Hagvöxtur hefur t.d. minnkað nokkuð á evrusvæðinu og í Bretlandi, en þó sér í lagi í Bandaríkjunum (mynd II-1). Þar var hagvöxtur tæplega tvöfalt minni á fyrstu þremur ársfjórðungunum í ár samanborið við í fyrra, einkum vegna lítillar fjárfestingar, en vöxtur einkaneyslu hefur verið ágætur enda þróttmikill bati á vinnumarkaði.

#### ... en hagvísar hafa skánað lítillega í Bandaríkjunum

Frá útgáfu *Peningamála* í ágúst hafa hagvísar fyrir Bandaríkin heilt á lítið reynst nokkru verri en markaðsaðilar höfðu vænst (mynd II-2) en leiðandi vísbendingar gefa hins vegar til kynna að hagvaxtarhorfur hafi aðeins skánað upp á síðkastið (mynd II-3). Áhrif óvæntrar niðurstöðu í bandarísku forsetakosningunum eiga enn eftir að koma fram, auk þess sem óvissa ríkir um hækkanir Seðlabanka Bandaríkjanna á vöxtum næstu misserin. Undirstöður hagvaxtar eru engu að síður styrkari vestanhafs en á evrusvæðinu og í Japan þar sem enn er glímt við arfleifð fjármálakreppa og minni tiltrú virðist vera til staðar á getu hagstjórnaraðila til að styðja við efnahagsbata.

Hagvísar í Bretlandi hafa batnað í kjölfar snarpra fyrstu viðbragða við ákvörðun Breta í sumar um að ganga úr Evrópusambandinu (ESB). Því virðist sem gengislækkun breska pundins og örvunaraðgerðir Englandsbanka hafi aukið tiltrú og stutt við eftirspurn. Á hinn bóginn fjölgar vísbendingum um að efnahagslegur aðskilnaður Breta frá ESB gæti orðið sársaukafullur, þótt formlegar samningaviðræður um umgjörð viðskipta og fjármála í kjölfar útgöngu Breta séu ekki hafnar.

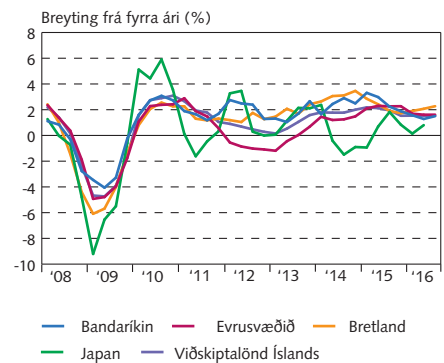
#### Heimshagvöxtur með minnsta móti í ár ...

Í nýrri hagvaxtarspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem gefin var út í október sl., er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði lítillega minni í ár en í fyrra eða einungis 3,1%. Gangi spáin eftir verður þetta minnsti

Mynd II-1

#### Alþjóðlegur hagvöxtur

1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2016

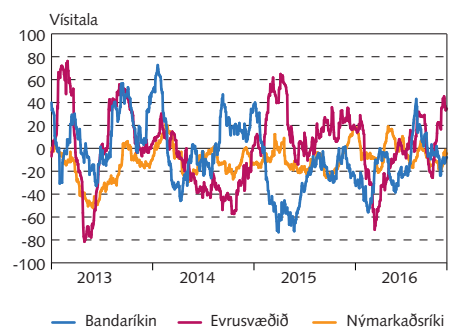


Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2

#### Vísitala óvæntra hagvísar<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2013 - 11. nóvember 2016



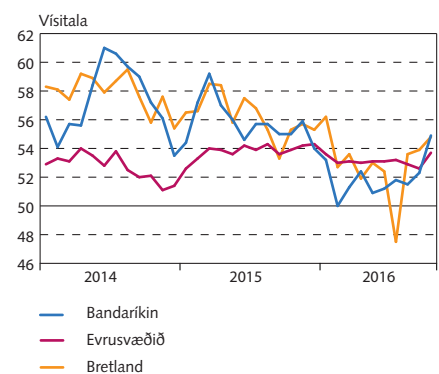
1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru betri en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísar séu jákvæðir eða neikvæðir.

Heimild: Macrobond.

Mynd II-3

#### Leiðandi vísbendingar um hagvöxt<sup>1</sup>

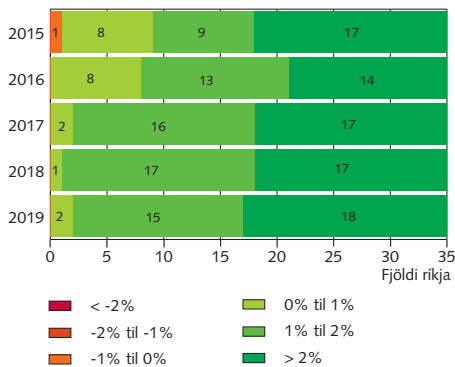
Janúar 2014 - október 2016



1. Vísitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 táknar það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 táknar það samdrátt.

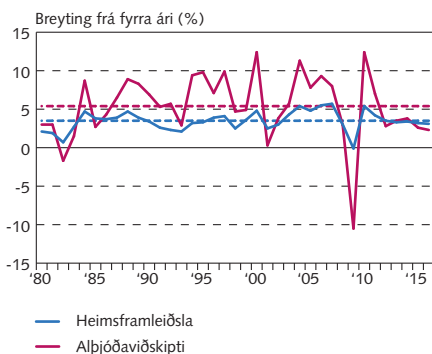
Heimild: Bloomberg.

Mynd II-4  
Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

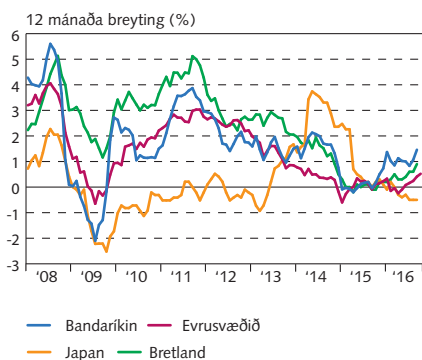
Mynd II-5  
Heimsframléiðsla og alþjóðaviðskipti  
1980-2016<sup>1</sup>



1. Brotalínur sýna meðaltal árunum 1980-2015. Gildi ársins 2016 byggjast á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, október 2016).

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-6  
Verðbólga í nokkrum iðnríkjum  
Janúar 2008 - október 2016



Heimild: Macrobond.

vöxtur í heimsbúskapnum frá samdráttarárinu 2009. Horfur í þróuðum ríkjum hafa versnað að mati sjóðsins. Hann býst við að hagvöxtur í þróuðum ríkjum verði einungis 1,6% í ár og að ríki með meira en 1% hagvöxt verði færri en sjóðurinn áætlaði í vor (mynd II-4). Hins vegar telur sjóðurinn að skeið minnkandi hagvaxtar í nýmarkaðsríkjum sé á enda runnið. Þar vegur þungt að sjóðurinn er bjartsýnni um skammtímahagvaxtarhorfur í Kína en áður og að landið verði því áfram, ásamt öðrum ríkjum Asíu, megináflvaki heimshagvaxtar á komandi árum. Bættar horfur meðal stórra hrávöruútflytjenda sem hafa glímt við mikinn samdrátt að undanfögnu, einkum Brasilíu og Rússlands, hafa einnig sitt að segja en bati í þróun alþjóðlegs hrávöruverðs og aukin fjármagnsflæði það sem af er ári hafa örvað efnahagslíf þessara ríkja. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn væntir þess að framhald verði á þessari þróun og heimshagvöxtur aukist í 3,4% á næsta ári, þótt hagvöxtur í þróuðum ríkjum aukist lítið.

### ... og horfur á minni hagvexti á spátímabilinu meðal helstu viðskiptalanda Íslands

Gert er ráð fyrir að hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda Íslands verði 1,6% í ár, sem eru nær óbreyttar horfur frá því í ágúst. Þar vegast á nokkru lakari hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum og betri horfur á evrusvæðinu og í Bretlandi. Horfur til næstu tveggja ára hafa hins vegar versnað samanborið við ágústspána, ekki síst vegna þess að búist er við að aðskilnaður Bretlands frá ESB verði nokkru harkalegri en áður var vænst, sem komi niður á efnahagssumsvifum á Bretlandseyjum og meginlandi Evrópu.

### Verri horfur um alþjóðaviðskipti og eftirspurn helstu viðskiptalanda

Undanfarin ár hafa einkennst af veikburða vexti alþjóðaviðskipta. Á árunum 2012-2015 nam meðalvöxtur þeirra 3,2%, sem er undir meðalvexti heimsframléiðslunnar á sama tímabili og einungis tæpur helmingur af langtíma leitnivexti þeirra (mynd II-5). Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir ráð fyrir að vöxtur alþjóðaviðskipta verði einungis 2,3% í ár, sem er tæpri ½ prósentu minni vöxtur en sjóðurinn gerði ráð fyrir í júlí. Í sögulegu tilliti hefur svo lítil vöxtur nær einungis mælst á samdráttartímum í heimsbúskapnum en sjóðurinn telur lítinn vöxt efnahagssumsvifa og þá sérstaklega fjárfestingar skýra öðru fremur lítinn vöxt alþjóðaviðskipta á undanfögnu árum (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*, kafli 2, október 2016). Horfur um eftirspurn í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa sömuleiðis versnað. Í ár er einungis gert ráð fyrir 2,5% vexti innflutnings viðskiptalanda, sem er lækkun um prósentu frá fyrra ári.

### Verðbólga enn sem fyrr lítil

Ársverðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist eingöngu 0,6% í fyrra enda lækkaði olíuverð um tæpan helming og annað hrávöruverð um tæpan fimmting á árinu, auk þess sem framléiðsluslaki var enn til staðar í flestum ríkjanna. Samkvæmt tölum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins var verðbólga á árinu 2015 undir langtímaverðbólguvæntingum í 85 af 120 ríkjum og í fimmtingi tilvika var um verðhjöðnun að ræða (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*, kafli 3, október

2016). Verðbólga hefur víðast hvar sótt hægt og bitandi í sig veðrið eftir því sem hrávöruverð hefur hækkað og grunnáhrifa mikilla lækkana hættir að gæta í mælingum tólf mánaða verðbólgu (mynd II-6). Í september sl. var verðbólgan 1,5% í Bandaríkjunum, 0,4% á evrusvæðinu og 0,9% í Bretlandi, en á sama tíma í fyrra mældist í öllum tilvikum lítills háttar verðhjöðnun. Heilt á litið eru horfur á lítilla minni verðbólgu í viðskiptalöndunum á spátímanum en búist var við í ágúst.

### Sveiflur á alþjóðlegum fjármálamörkuðum

Tíðar sviptingar hafa átt sér stað á alþjóðlegum fjármálamörkuðum undanfarið misseri, ekki síst í fyrra og í upphafi þessa árs. Þessar sviptingar hafa einkum tengst áhyggjum af efnahagsþróuninni í Kína, veikburða efnahagsbata í þróuðum ríkjum og langvarandi áraun á peningastefnuna, sem hefur notið takmarkaðs stuðnings frá annarri hagstjórn. Aukins stöðugleika hefur þó gætt frá upphafi ársins ef frá er talinn skammvinnur órói sem gætti sl. sumar í kjölfar þjóðar- atkvæðagreiðslunnar í Bretlandi og á ný í kjölfar niðurstöðu bandarísku forsetakosninganna. Áhyggjur af skammtímahorfum í kínverskum þjóðarbúskap virðast almennt hafa minnkað og markaðsaðilar vænta þess að peningastefna helstu seðlabanka heims muni áfram örva eftirspurn lengur en áður var vænst (mynd II-7). Áhættu- og vaxtaálag hefur því almennt farið lækkandi (myndir II-8 og II-9), hrávöruverð hækkað nokkuð eftir miklar lækkanir þar á undan (mynd II-10) og fjármagnsinnflæði til nýmarkaðsríkja aukist á nýjan leik. Fjármálaleg óvissa hefur því minnkað frá því í ágúst þótt áfram sé ástandið á alþjóðlegum mörkuðum óvenjulegt, samanber verulegt umfang úti- standandi ríkisskuldabréfa fjölda landa með neikvæða ávöxtunarkröfu, auk þess sem óvissu gætir um aðgerðir nýs forseta Bandaríkjanna í efnahagsmálum.

### Útflutningsverð og viðskiptakjör

#### Verð sjávarafurða hefur hækkað mikið á undanförunum árum og áfram er búist við lítills háttar hækkunum ...

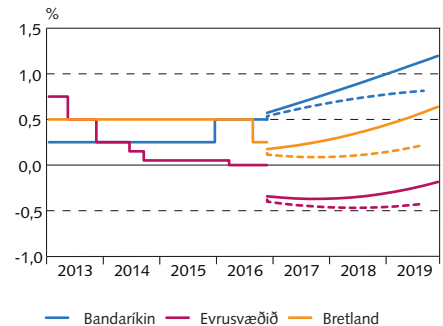
Verð á sjávarafurðum hækkaði um tæplega fimmtung í erlendum gjaldmiðlum á árunum 2014-2015. Það sem af er ári hefur hægt á verðhækkuninni þótt verðlag botnfiskafurða hafi þokast upp, sérstaklega ferskra og landfrystra afurða. Í ár er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða muni hækka um 1% í erlendum gjaldmiðlum, sem er heldur minni hækkun en búist var við í síðustu spá. Horfurnar eru hins vegar lítilla betri þegar litið er lengra fram á veginn en heilt á litið er gert ráð fyrir um 2% hækkun verðlags sjávarafurða út spátímabilið (mynd II-10).

#### ... en þróun álverðs það sem af er ári hefur verið óhagstæðari

Álverð hefur lækkað talsvert það sem af er ári og er þá sama hvort horft er til þróunar álverðs á alþjóðlegum mörkuðum eða álags á verð sem álfyrirtækin hér njóta vegna framleiðslu á verðmætara áli. Því er áætlað að álverð í Bandaríkjadöllum að teknu tilliti til álagsins verði 14% lægra í ár en í fyrra, sem er tæpum 2 prósentum meiri lækkun en í ágústspánni. Gert er ráð fyrir að álverð hækki samtals um 5% á næstu þremur árum (mynd II-10).

Mynd II-7

Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum<sup>1</sup>  
Janúar 2013 - nóvember 2019

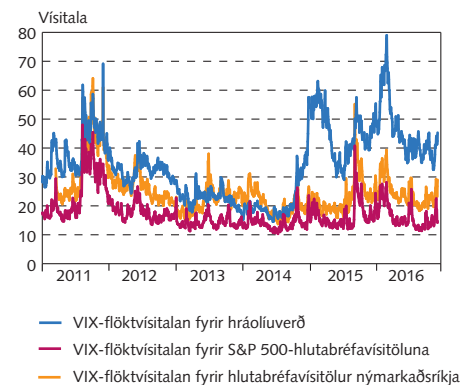


1. Daglegar tölur 1. janúar 2013 til 11. nóvember 2016 og ársfjórðungs- legar tölur 4. ársfj. 2016 til 4. ársfj. 2019. Bandarísku vextirnir eru efrí mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir ECB. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Over- night Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Heilar línur sýna framvirka ferla frá 11. nóvember 2016 en brotalínur frá 19. ágúst 2016.  
Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-8

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

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 11. nóvember 2016

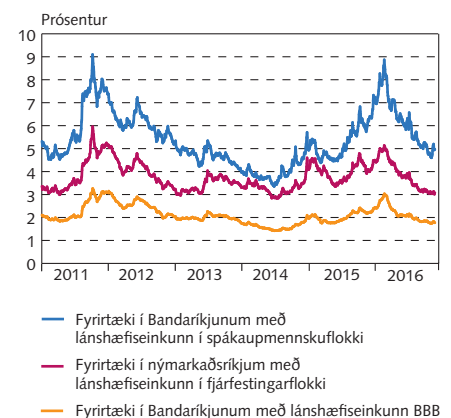


1. VIX-flöktvísitölur sýna afleitt flökt fjármálaafurða.  
Heimild: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-9

Vaxtaálag á skuldabréf fyrirtækja<sup>1</sup>

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 11. nóvember 2016

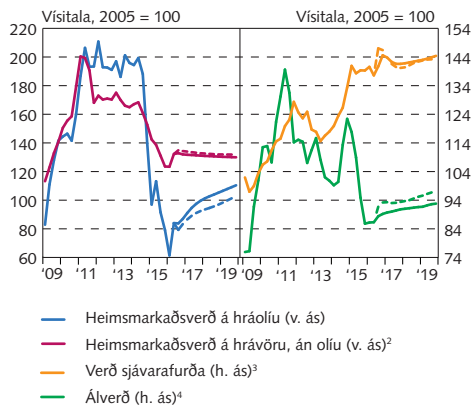


1. Skuldabréfavisitölur Bank of America Merrill Lynch.  
Heimild: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-10

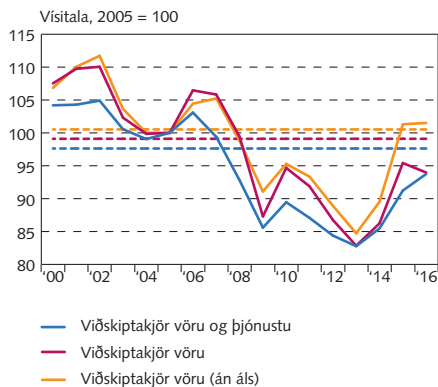
Verð á sjávarafurðum, áli, olíu og hrávöru<sup>1</sup>

1. ársfj. 2009 - 4. ársfj. 2019



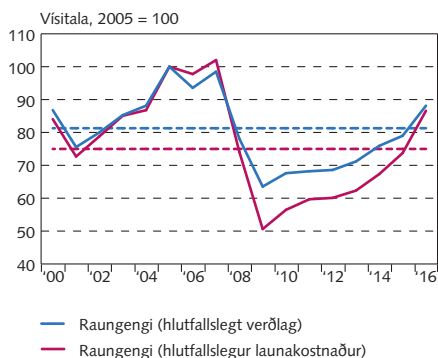
1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2016 - 4. ársfj. 2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. 2. Verð á hrávöru án olíu í USD. 3. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. 4. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadals.  
Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

Viðskiptakjör vöru og þjónustu 2000-2016<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2016. Brotalínur sýna 25 ára meðaltöl (1992-2016).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Raungengi 2000-2016<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2016. Brotalínur sýna 25 ára meðaltöl (1992-2016).  
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

## Búist er við herra olíuverði en í ágústspánni ...

Heimsmarkaðsverð á olíu hefur sveiflast á bilinu 47-50 Bandaríkjadalir á tunnu sl. sex mánuði eftir að það hækkaði um riflega helming frá því að það náði lágmarki í janúar sl. Olíuverð hækkaði reyndar nokkuð skarpt í september eftir að OPEC-ríkin ákváðu að setja á framleiðslu-takmarkanir til að vega á móti offramboði á olíumarkaði en hækkunin hefur gengið að nokkru leyti til baka á síðustu vikum. OPEC-ríkin funda á ný í þessum mánuði en mikil óvissa er um niðurstöðu þess fundar og áhrif hennar á heimsmarkaðsverð á olíu. Horfur eru á herra verði en í ágúst og því búist við minni lækkun á þessu ári en þá var áætlað og meiri hækkunum á næstu árum (mynd II-10).

## ... en lægra hrávöruverði án olíu

Alþjóðlegt hrávöruverð án olíu hækkaði lítillega milli ára á þriðja árs-fjórðungi eftir að hafa lækkað samfleytt í riflega þrjú ár þar á undan. Matvælavæð hefur hækkað nokkuð það sem af er ári vegna áhrifa hlýsjávarstraumsins El Niño en hækkunin reyndist nokkru minni en áður hafði verið búist við. Á hinn bóginn hefur hægt á lækkun verðs málma og ýmissa landbúnaðarvara. Gert er ráð fyrir að hrávöru-verð án olíu muni lækka um tæp 3% á þessu ári í stað 2% í síðustu *Peningamállum* (mynd II-10).

## Viðskiptakjör batna meira á seinni hluta ársins en spáð var í ágúst

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötnuðu samanlagt um 10% á árunum 2014 og 2015. Á öðrum fjórðungi þessa árs bötnuðu þau um 2,3% milli ára samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands og er það heldur minni bati en gert var ráð fyrir í ágúst. Búist er við kröftugri bata á seinni hluta ársins en áætlað var í ágúst og því tæplega 3% bata á árinu í heild (mynd II-11). Það er nokkru meira en spáð var í ágúst þrátt fyrir meiri hækkun olíuverðs og óhagstæðari verðþróun sjávar- og álafurða. Skýrist það að mestu leyti af hagstæðari þróun verðlags á öðrum inn- og útflutningi. Eins og sést á mynd II-11 er viðskiptakjarabatinn enn meiri þegar eingöngu er horft til viðskiptakjara vöruviðskipta án áls en á þann mælikvarða hafa þau batnað um 20% á árunum 2014-2016. Líkt og í ár er gert ráð fyrir meiri viðskiptakjara-bata á næsta ári en spáð var í ágúst. Óvissa hefur hins vegar aukist vegna slaks alþjóðlegs efnahagsbata (sjá nánar í kafla I).

## Raungengi hefur hækkað mikið að undanfögnu ...

Raungengi á mælikvarða hlutfallslegs verðlags hefur hækkað mikið að undanfögnu. Á þriðja ársfjórðungi var það hið hæsta síðan í lok árs 2007. Milli ára hækkaði raungengið um 13,3%. Þar af hækkaði nafngengi krónunnar um 12,9% en verðbólga var um 0,3 prósentum meiri hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndunum. Raungengið er nú orðið um 11% herra en það hefur verið að meðaltali undanfarin 25 ár.

## ... sem veikir samkeppnisstöðu þjóðarbúsins

Gangi spá bankans eftir mun raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækka um 11½% í ár (mynd II-12). Hækkun raungengis á mælikvarða hlutfallslegs launakostnaðar á framleidda einingu verður hins vegar

mun meiri í ljósi verulegra launahækkana eða um 17½%. Á undanförnum árum hefur hækkun launakostnaðar innlendra fyrirtækja verið umtalsvert meiri en í helstu samkeppnislöndum, sem er til þess fallið að veikja samkeppnisstöðu þjóðarbúsins. Eins og fjallað er um í kafla I er ekki lengur gert ráð fyrir óbreyttu nafngengi út spátímabilið og því eru nú horfur á meiri hækkun raungengis en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*.



## III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Bæði nafn- og raunvextir Seðlabankans hafa lækkað frá *Peningamálum* í ágúst og er taumhald peningastefnunnar orðið svipað og á fyrri hluta þessa árs. Markaðsaðilar vænta þess að meginvextir bankans verði lækkaðir um 0,25 prósentur til viðbótar fyrir lok þessa árs. Aðrir vextir á markaði hafa lækkað í takt við vaxtalækkun bankans og virðist sem minna tilefni sé til að efast um skilvirkni miðlunar peningastefnunnar um vaxtafarveginn en var áður en nýtt fjárstreymistæki bankans var virkjað í júní sl. Áhættuálag á ríkissjóð hefur lækkað og ekki verið lægra frá árinu 2008. Gengi krónunnar hefur haldið áfram að hækka þrátt fyrir umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans. Hægt hefur á vexti peningamagns í umferð þrátt fyrir áframhaldandi kröftugan vöxt innlendirar eftirspurnar og útlánavöxtur hefur verið lítill. Hlutabréfaverð hefur lækkað það sem af er ári eftir miklar hækkanir á síðasta ári en íbúðaverð hefur hækkað. Fjármáleg skilyrði einkageirans hafa á heildina litið batnað. Skuldahlutfall heimila og fyrirtækja hefur lækkað og eiginfjárlutföll þeirra eru hærri en þau voru fyrir fjármálakreppuna. Þá hafa stór skref verið stigin í átt að fullri losun fjármagnshafta sem breyta töluvert fjármálegum skilyrðum heimila og fyrirtækja.

### Peningastefnan

#### Nafnvextir Seðlabankans hafa lækkað ...

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundi sínum í ágúst sl. að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur en hélt þeim óbreyttum á októberfundi sínum. Meginvextir Seðlabankans voru því 5,25% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* (mynd III-1). Skammtíamvextir á millibankamarkaði hafa lækkað í takt við meginvextina en velta á millibankamarkaði jókst á haustmánuðum eftir að hafa verið nánast engin mánuðina á undan. Vextir í útboðum bankavísla hafa einnig fylgt þróun vaxta Seðlabankans og verið svipaðir meginvöxtunum. Samþykktir vextir í útboðum ríkisvísla hafa hins vegar áfram haldist lágir og eru nú rúmlega ½%. Helstu eigendur ríkisvísla eru afluandskrónueigendur en þeir hafa takmarkaða fjárfestingarkosti.

#### ... og raunvextir bankans einnig

Taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, hefur veikt frá *Peningamálum* í ágúst og er nú svipað og á fyrri hluta þessa árs. Raunvextir bankans miðað við tólf mánaða verðbólgu hafa lækkað um 1,2 prósentur frá því í ágúst og eru nú 3,4% (tafla III-1). Lækkunin er minni ef miðað er við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum eða 0,1 prósentu, í 3%. Vaxtalækkun Seðlabankans í ágúst hefur í meginatriðum miðlast út í aðra vexti og virðist hafa dregið úr hnökrum á miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn sem tók að gæta á seinni hluta síðasta árs (sjá umfjöllun hér á eftir).

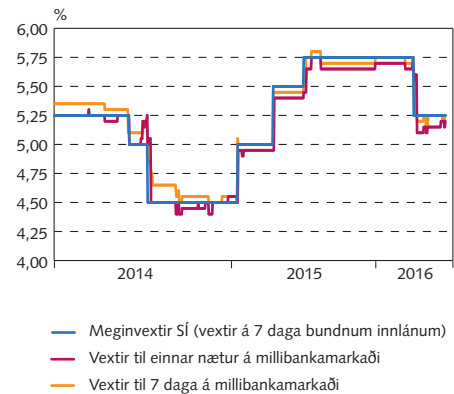
#### Markaðsaðilar vænta frekari lækkunar meginvaxta

Samkvæmt könnun á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun nóvember sl. búast þeir við að meginvextir bankans verði

Mynd III-1

Meginvextir Seðlabanka Íslands og skammtíamarkaðsvextir

Daglegar tölur 2. júní 2014 - 11. nóvember 2016

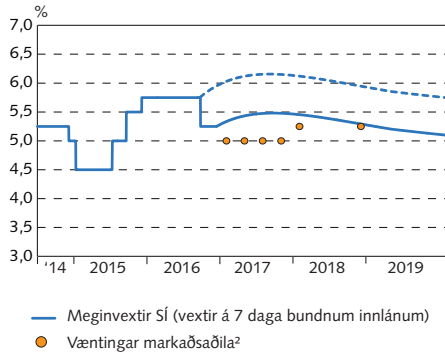


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Meginvextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. júní 2014 - 31. desember 2019



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Brotta línan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2016/3. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlanavaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 31. október - 2. nóvember 2016.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

lækkaðir í 5% fyrir lok þessa árs en að þeim verði haldið óbreyttum lungann úr næsta ári (mynd III-2). eru þetta lægri vextir en þeir væntu í samsvarandi könnun í ágúst sl. en lækun vaxta bankans í ágúst kom þeim á óvart og höfðu þeir gert ráð fyrir henni í nokkrum skrefum á næsta ári. Framvirkir vextir benda hins vegar í meginatriðum til óbreyttra vaxta út spátímann.<sup>1</sup>

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

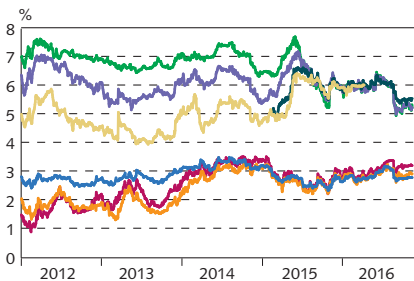
	Núverandi aðhaldsstig (11/11 '16)	Breyting frá PM 2016/3 (19/8 '16)	Breyting frá PM 2015/4 (30/10 '15)
Raunvextir miðað við: <sup>1</sup>			
Ársverðbólgu	3,4	-1,2	-0,2
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	3,2	0,5	1,3
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	2,7	0,2	1,3
verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins árs <sup>2</sup>	3,0	-0,4	1,4
verðbólguvæntingar á fjármálamarkaði til eins árs <sup>3</sup>	3,0	-0,2	0,4
verðbólguþspá Seðlabankans <sup>4</sup>	2,8	0,2	0,7
Meðaltal	3,0	-0,1	0,8

1. Miðað við vexti 7 daga bundinna innlána fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum. 2. Út frá könnun á væntingum markaðsaðila. 3. Verðbólguálag eftir eitt ár út frá mismun óverðtryggðra og verðtryggðra vaxtarófsins (5 daga hlauðandi meðaltal). 4. Spá Seðlabanka um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2012 - 11. nóvember 2016



Óverðtryggð ríkisbréf á gjalddaga:  
— 2016 — 2017 — 2019 — 2031  
Verðtryggð ríkis- eða íbúðabréf á gjalddaga:  
— 2021 — 2024 — 2044

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Markaðsvextir og áhættuálag

### Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hefur lækkað í takt við meginvexti bankans ...

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa er nú á bilinu 5,2-5,5% eða allt að 0,8 prósentum lægri en fyrir útgáfu *Peningamála* í ágúst (mynd III-3). Ávöxtunarkrafa flestra ríkisbréfa lækkaði í samræmi við vaxtalækkun Seðlabankans í ágúst. Krafa lækkaði enn frekar frá birtingu vísitölu neysluverðs í ágúst fram í byrjun september þegar Moody's hækkaði láns hæfiseinkunn ríkissjóðs úr Baa2 í A3. Þessi þróun gekk að nokkru leyti til baka eftir birtingu vísitölu neysluverðs í september þegar í ljós kom að verðbólga framan af árinu hafði verið vanmetin í tölum Hagstofu Íslands (sjá nánar í kafla V). Vaxtamunur lengri og styttri ríkisbréfa hefur lækkað enn frekar frá því í ágúst og mælist nú um 0,3 prósentur. Á sama tíma hefur krafa sambærilegra verðtryggðra bréfa lækkað um 0,2-0,3 prósentur, í 2,8-3,2%, og verðbólguálag til næstu fimm og tíu ára hefur lækkað um ½ prósentu og mælist um u.þ.b. 2,2% (sjá einnig kafla V).

### ... og virðist miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn komin í eðlilegt horf

Innstreymi erlends fjármagns á innlendan skuldabréfamarkað hefur nánast stöðvast frá því að bankinn tók í notkun nýtt fjárstreymis-tæki í byrjun júní sl. (sjá rammagrein 1). Á seinni hluta síðasta árs streymdi mikið erlent fjármagn inn á skuldabréfamarkaðinn sem leiddi til lækkunar vaxta á óverðtryggðum ríkisbréfum. Eftirspurnin beindist mest að lengri bréfum sem þrýsti niður líftímaálagi (e. term premia) þeirra. Nú eru ástæður lækkunar skuldabréfavaxta líklega aðrar og

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



virðast lækking verðbólguvæntinga markaðsaðila og væntingar þeirra um lægri vexti Seðlabankans vega þar þyngst. Er það í samræmi við niðurstöður nýlegrar könnunar á væntingum markaðsaðila. Verðbólga hefur haldist lítil og undir markmiði í hátt á þriðja ár, vextir bankans hafa verið lækkaðir og í ágústyfirlýsingu peningastefnufndar kom fram að hún telur útlit fyrir að hægt sé að halda verðbólgu við markmið til miðlungslangs tíma litið með lægri nafnvöxtum en hún hafði áður talið. Líklegt er að lækking skuldabréfavaxta endurspegli einnig bætt láns hæfi ríkissjóðs og lækking áhættuálags á skuldbindingar hans. Ef breyttar væntingar markaðsaðila eru meginástæða þessarar þróunar á skuldabréfamarkaði er minna tilefni til að efast um skilvirkni miðunar peningastefnunnar um vaxtafarveginn, ólíkt því sem var í fyrra þegar skuldabréfavextir lækkuðu þrátt fyrir að vextir Seðlabankans væru hækkaðir og yfirlýsingar peningastefnufndar bentu til þess að þeir yrðu hækkaðir enn frekar (sjá umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálamálum* 2015/4).

### Áhættuálag á ríkissjóð hefur lækkað og ekki verið lægra frá árinu 2008

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað á þessu ári í takt við bætt láns hæfismat ríkissjóðs hjá alþjóðlegum matsfyrirtækjum og minni óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Vaxtamunur á skuldabréfi ríkissjóðs útgefnu í Bandaríkjadöllum og sambærilegu bréfi ríkissjóðs Bandaríkjanna hefur haldið áfram að minnka og er allt að ½ prósentu minni nú en í ágúst en munurinn er svipaður miðað við Þýskaland. Vaxtamunurinn hefur aldrei verið jafn lítill og mælist nú um 1 prósentu (mynd III-4). Ávöxtunarkrafa þessara skuldbindinga ríkissjóðs hefur lækkað talsvert á undanförunum miss-erum í takt við alþjóðlega þróun, einkum á evruútgáfu ríkissjóðs sem mælist nú um ½%. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum er nú um 0,9% og hefur ekki mælst jafn lágt síðan í ársbyrjun 2008. Álagið á ríkissjóð er nú svipað og á önnur ríki með sambærilega láns hæfiseinkunn (mynd III-5).

Vaxtaálag í alþjóðlegum skuldabréfaútgáfum innlendra viðskiptabanka hefur einnig lækkað á árinu í takt við lækking áhættuálags á ríkissjóð og alþjóðlega þróun. Mældist álag á nýlegar evruútgáfur viðskiptabanka um 2 prósentur og hefur lækkað um ½ prósentu frá sambærilegum útgáfum fyrr á þessu ári. Hækkun Standard & Poor's á láns hæfiseinkunn innlendra viðskiptabanka undir lok október sl. mun líklega hafa áhrif til frekari lækkunar álagsins. Þá eru vísendingar um að aðgengi annarra innlendra fyrirtækja að erlendu lánsfé hafi batnað.

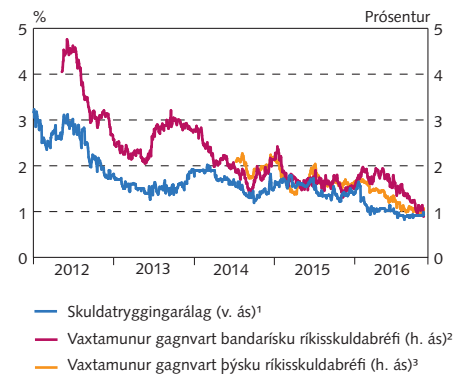
### Gengi krónunnar

#### Gengi krónunnar hefur hækkað þrátt fyrir umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans ...

Gengi krónunnar hefur hækkað um 7,6% gagnvart vísitölu meðalgengis frá birtingu *Peningamála* í ágúst og er vísitalan nú um 164 stig (mynd III-6). Á sama tímabili hefur gengi krónunnar hækkað um 9,2% gagnvart bresku pundi, 4,2% gagnvart Bandaríkjadal og 8% gagnvart evru. Umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans hafa haldið aftur af hækkun krónunnar. Það sem af er þessu ári námu hrein kaup bankans

Mynd III-4

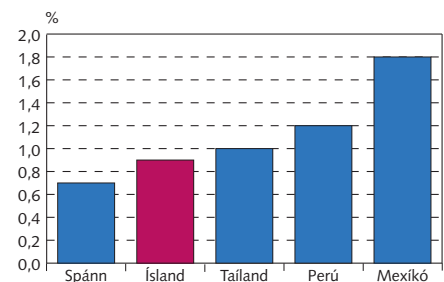
Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs  
Daglegar tölur 2. janúar 2012 - 11. nóvember 2016



1. Fimm ára skuldbindingar í USD. 2. Bréf á gjalddaga árið 2022 í USD. 3. Bréf á gjalddaga árið 2020 í EUR.  
Heimild: Bloomberg.

Mynd III-5

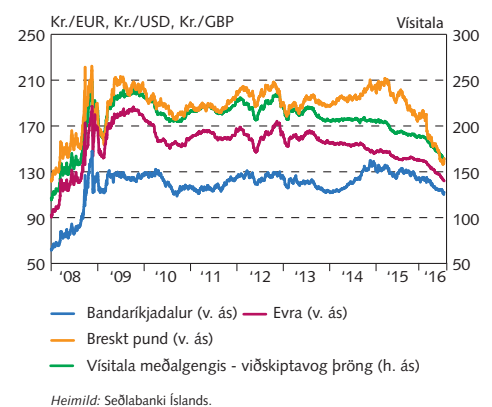
Áhættuálag á Ríkissjóð Íslands og annarra ríkja með sambærilega láns hæfiseinkunn



1. Myndin sýnir skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands í USD hinn 11. nóvember sl. auk álags á önnur ríki með sömu láns hæfiseinkunn hjá a.m.k. tveimur af þeim þremur alþjóðlegu matsfyrirtækjum sem meta láns hæfi ríkissjóðs.  
Heimild: Bloomberg.

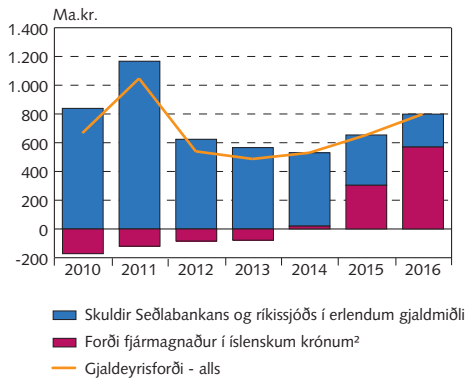
Mynd III-6

Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu  
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 11. nóvember 2016



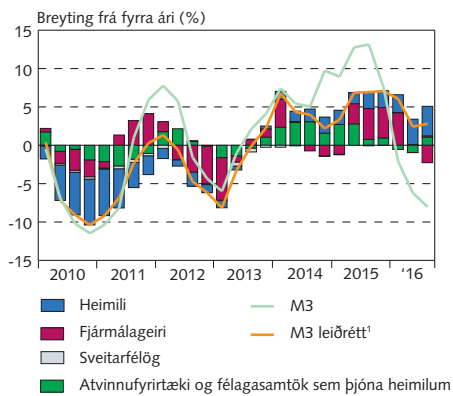
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7  
Gjaldeyrisforði Seðlabankans 2010-2016<sup>1</sup>



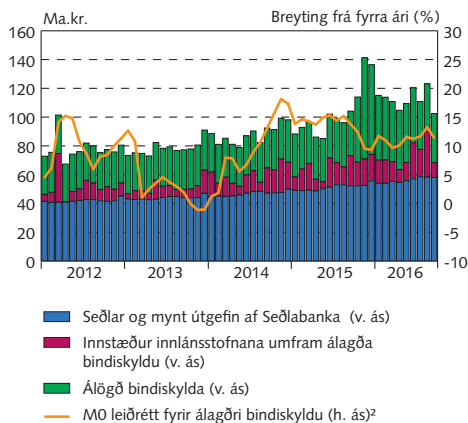
1. Staðan í lok október 2016. 2. Gjaldeyrisforði að frádrægun skuldum Seðlabankans og ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8  
Peningamagn í umferð  
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2016



1. Leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9  
Samsetning grunnfjár Seðlabankans (M0)<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - september 2016



1. Mánaðarleg meðaltöl. 2. Tölf mánaða hreyfanlegt meðaltal. Heimild: Seðlabanki Íslands.

u.þ.b. 352 ma.kr. sem er meira en á öllu árinu 2015. Auk þess hafa lífeyrissjóðir keypt 59 ma.kr. af gjaldeyri á árinu í tengslum við sérstaka heimild þeirra til fjárfestingar erlendis.

Gengishækkunina og gjaldeyriskaup bankans að undanfögnu má líklega að mestu leyti rekja til afgangss á viðskiptum við útlönd sem stafar af bættum viðskiptakjörum og auknum umsvifum í ferðaþjónustu en einnig til aukinnar ásóknar erlendra aðila í innlendar eignir (sjá rammagrein 1). Að nokkru leyti endurspeglar gengishækkunin því aðlögun gengis að hærra jafnvægisgengi (sjá rammagrein 3 í *Peningamálum 2016/2*).

### ... og gjaldeyrisforðinn er nú í ágætu samræmi við viðmið bankans

Seðlabankinn hefur um hríð spornað gegn hækkan á gengi krónunnar með inngripum á millibankamarkaði með gjaldeyri. Er það í samræmi við yfirlýst markmið inngripanna sem er að draga úr gengissveiflum og byggja upp gjaldeyrisforða fjármagnaðan innanlands í aðdraganda losunar fjármagnshafta. Vegna mikilla gjaldeyriskaupa Seðlabankans á undanfögnu árum hefur gjaldeyrisforði bankans stækkað umtalsvert og er í ágætu samræmi við viðmið bankans um stærð hans í aðdraganda losunar fjármagnshafta (mynd III-7).

## Peningamagn og útlán

### Hægt hefur á ársvexti víðs peningamagns ...

Þrátt fyrir áframhaldandi kröftugan vöxt innlestrar eftirspurnar hefur heldur hægt á vexti peningamagns í umferð. Sé leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð jókst vítt skilgreint peningamagn (M3) um 2,4% milli ára á öðrum fjórðungi ársins og 2,8% á þeim þriðja sem er heldur minni aukning en var fjóra fjórðunga þar á undan (mynd III-8). Skýrist hægari vöxtur einkum af samdrætti í innlánnum annarra fjármálfyrirtækja en innlánsstofnana en á móti hefur ársvöxtur innlána heimila verið kröftugri og stafar aukningin að stærstum hluta af vexti almenns sparifjár og bundinna innlána.<sup>2</sup>

### ... en umframlausafé innlánsstofnana helst stöðugt

Seðlar og mynt í umferð hafa aukist að undanfögnu í takt við fjölgun erlendra ferðamanna á landinu en hlutfall seðla og myntar í umferð af landsframleiðslu hefur haldist tiltölulega stöðugt á undanfögnu árum nálægt 2½%. Umframlausafé innlánsstofnana í Seðlabankanum, þ.e. innstæður þeirra á viðskiptareikningi í bankanum umfram álagða bindiskyldu, hefur hins vegar haldist tiltölulega stöðugt á bilinu 10-20 ma.kr. að jafnaði í hverjum mánuði (mynd III-9).

### Útlánvöxtur til innlestra aðila er enn hægur ...

Ólíkt því sem var í síðustu efnahagsuppsveiflu er útlánaaukning enn sem komið er tiltölulega hæg þrátt fyrir töluverða aukningu í innlendri eftirspurn. Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda jukust útlán lánakerfis til innlestra aðila um 1,8% að nafnvirði milli ára á þriðja ársfjórðungi (mynd III-10). Það er svipaður ársvöxtur og var

2. Nánari umfjöllun um þróun peningamagns í kjölfar fjármálakreppunnar má finna í rammagrein III-1 í *Peningamálum 2014/2*.

á fyrri hluta ársins eftir samfellda lækkun frá öðrum fjórðungi ársins 2010. Aukningin er hins vegar nokkru meiri sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðlum eða um 2,9%. Útlánaaukningin á árinu skýrist sem fyrr að stærstum hluta af auknum útlánum til fyrirtækja, einkum þjónustufyrirtækja en einnig fyrirtækja í bygginga- og mannvirkjagerð. Þá hafa útlán lánakerfis, einkum lífeyrissjóða, aukist í gegnum kaup á fyrirtækjaskuldabréfum en þó heldur minna en undanfarin ár.<sup>3</sup> Ætla má að útlán til innleindra aðila að viðbætti eign lánakerfis í fyrirtækjaskuldabréfum hafi aukist um tæplega 3% milli ára á þriðja fjórðungi ársins. Þessi aukning er í samræmi við visbendingar úr nýlegri fjárfestingarkönnun Seðlabankans meðal atvinnufyrirtækja sem gefur til kynna að sá hluti innlendrar fjárfestingar sem er fjármagnaður með lánsfé hafi aukist nokkuð á þessu ári (sjá einnig kafla IV).

### ... þrátt fyrir töluverða aukningu útlána lífeyrissjóða til heimila

Útlán lífeyrissjóða til heimila hafa aukist töluvert undanfarið ár í kjölfar þess að margir sjóðir rýmkuðu lántökuskilyrði, fjölguðu lánakostum og buðu betri vaxtakjör en sambærileg lán viðskiptabanka. Stofn sjóðfélagalána hafði fram að þessum breytingum dregist saman, að hluta til sakir skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Stofn sjóðfélagalána hefur aukist um fjórðung milli ára og er hlutdeild þeirra í aukningu útlána til heimila orðin svipuð og hjá viðskiptabönkunum þremur (mynd III-11). Þrátt fyrir það er hlutfall sjóðfélagalána af hreinni eign sjóðanna enn sögulega lágt. Á móti auknum útlánum lífeyrissjóða og innlánsstofnana hefur stofn útlána íbúðalánasjóðs til heimila haldið áfram að dragast saman og er samanlögð útlánaaukning lánakerfis til heimila því enn tiltölulega lítil.

## Eignaverð og fjármálaleg skilyrði

### Mikil hækkun húsnæðisverðs ...

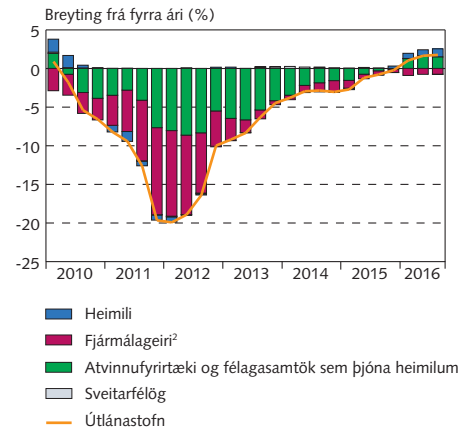
Samkvæmt tölum Þjóðskrár Íslands hækkaði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu um 12% milli ára í september. Mikill innflutningur á erlendu vinnuafli, auknar ráðstöfunartekjur heimila og lítið framboð eigna á húsnæðismarkaði, m.a. vegna lítillar íbúðafjárfestingar undanfarin ár og stóruaukinnar útleigu íbúða til ferðamanna, hafa stuðlað að þessari hækkun.<sup>4</sup> Áhrif mikillar aukningar skammtímaútleigu húsnæðis til erlendra ferðamanna eru mismikil eftir svæðum en mest eru þau miðsvæðis á höfuðborgarsvæðinu. Velta kaupsamninga á höfuðborgarsvæðinu var 7,1% meiri á fyrstu níu mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra en heldur hefur hægt á aukningunni frá því í upphafi árs. Nýjum kaupendum á íbúðum fer fjölgandi og var nærri fjórðungur kaupenda á íbúðamarkaði á öðrum fjórðungi ársins fyrstu kaupendur en hlutfallið var um 20% í fyrra. Þrátt fyrir mikla hækkun húsnæðisverðs undanfarin ár hefur hlutfall þess af tekjum og bygg-

3. Nokkur óvissa ríkir hins vegar um áreiðanleika þessara talna vegna endurflokkunar sem hefur verið gerð í samræmi við nýjan þjóðhagsreikningastaðal.  
4. Samkvæmt niðurstöðum Lúðvíks Elíassonar (2016), „Icelandic boom and bust: immigration and the housing market“, *Housing Studies* (væntanleg), má ætla að hröð fólksfjölgun undanfarin þrjú ár, sérstaklega vegna mikils innflutnings vinnuafli, skýri um fimmtung 35% verðhækkunar húsnæðis frá árinu 2013.

Mynd III-10

### Útlán lánakerfis til innleindra aðila og framlag geira<sup>1</sup>

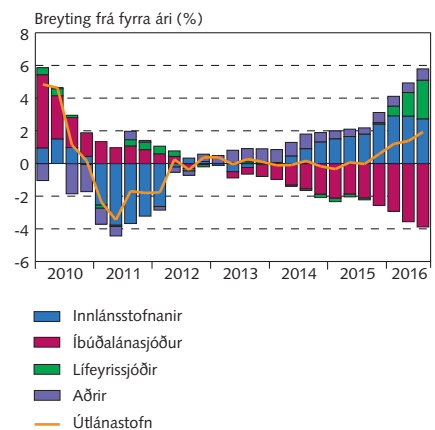
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2016



Mynd III-11

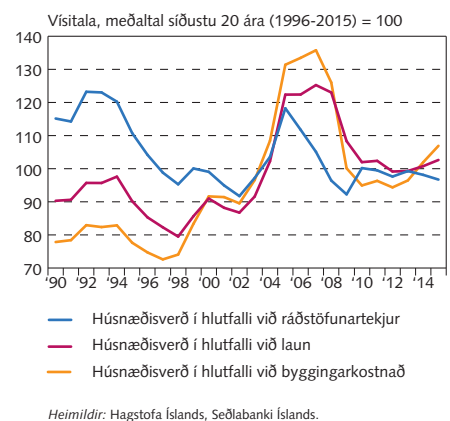
### Útlán lánakerfis til heimila<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2016



Mynd III-12

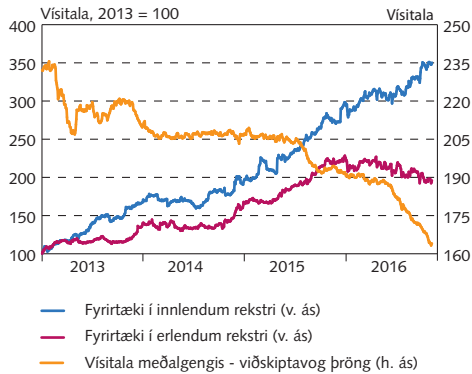
### Húsnæðisverð, laun, ráðstöfunartekjur og byggingarkostnaður 1990-2015



Mynd III-13

Gengi hlutabréfa og vísitala meðalgengis gagnvart krónu<sup>1</sup>

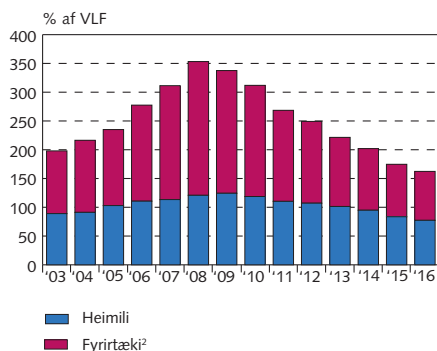
Daglegar tölur 2. janúar 2013 - 11. nóvember 2016



1. Meðaltal breytinga gengis hlutabréfa fyrirtækja í OMXI8 sem þjónusta eða framleiða vörur að mestu fyrir innanlandsmarkað annars vegar og fyrirtækja í vöru- og þjónustuútlutningi hins vegar.  
Heimildir: Nasdaq Iceland, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-14

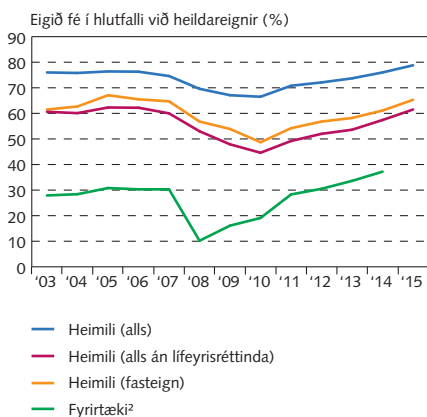
Skuldir heimila og fyrirtækja 2003-2016<sup>1</sup>



1. Skuldir við fjármálafyrirtæki og útgefnar markaðsskuldabréf. Talan fyrir 2016 er skuldastaða í lok júní 2016 í hlutfalli við áætlun SI fyrir VLF á árinu 2016. 2. Án fjármálafyrirtækja og eignarhaldsfélaga.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-15

Eiginfjárhlutföll heimila og fyrirtækja 2003-2015<sup>1</sup>



1. Samkvæmt upplýsingum úr skattframtölum utan lífeyris- og verðbréfaeignar heimila sem er tekin úr fjármálareikningum Hagstofunnar. 2. Atvinnufyrirtæki utan lyfjaframleiðslu, fjármála- og váttryggingarstarfsemi.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

ingarkostnaði haldist tiltölulega stöðugt við meðaltöl undanfarinna tuttugu ára (mynd III-12). Horfur eru á áframhaldandi hækkun hús-næðisverðs á spátímanum.

### ... en hlutabréfaverð hefur lækkað

Hlutabréfaverð hefur haldið áfram að lækka frá útgáfu *Peningamála* í ágúst. Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hefur lækkað um rúm 2% frá því í ágúst og um tæp 9% það sem af er þessu ári eftir samfellda hækkun í fyrra. Þessa lækkun má að mestu leyti rekja til fárra fyrirtækja í erlendum rekstri sem hafa mikið vægi í OMXI8 og endurspeglar hún líklega að einhverju leyti áhrif gengishækkunar krónunnar á afkomu þeirra (mynd III-13). Uppgjör flestra fyrirtækja hafa verið í takt við væntingar og hefur hækkun launakostnaðar litað nokkuð afkomu þeirra. Í nýlegri könnun Samtaka atvinnulífsins meðal aðildarfélaganna sinna kemur t.d. fram að um 82% þeirra fyrirtækja sem svöruðu töldu að síðustu kjarasamningar hefðu haft nokkur eða mjög mikil áhrif á rekstur fyrirtækisins og um 18% þeirra fækkuðu starfsfólki í kjölfarið. Þá taldi þriðjungur þeirra að hækkun gengis krónunnar hefði haft mjög neikvæð eða nokkuð neikvæð áhrif á reksturinn og var hlutfallið talsvert hærra á meðal fyrirtækja í vöruútlutningi og ferðaþjónustu. Þrátt fyrir hækkandi launakostnað hefur gengi bréfa fyrirtækja sem starfa að mestu innanlands lækkað undanfarið sem má líklega rekja til aukins vaxtar innlendrar eftirspurnar.

### Veigamikil skref stigin í átt að losun fjármagnshafta

Hinn 21. október sl. tóku lög um breytingar á lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, gildi og miða þau að losun fjármagnshafta á heimili og fyrirtæki. Breytingarnar eru liður í áætlun stjórnvalda um losun fjármagnshafta og fela í sér auknar heimildir til fjármagnshreyfinga á milli landa og gjaldeyrisviðskipta. Við gildistöku laganna varð bein fjárfesting erlendis heimil en þó háð staðfestingu Seðlabankans. Lögin heimila einnig fjárfestingu í fjármálagerningum útgefnum í erlendum gjaldeyri fyrir allt að 30 m.kr. sem mun hækka í 100 m.kr. við áramót. Þá heimila lögin einstaklingum að kaupa eina fasteign erlendis á ári og nokkrar aðrar sértækar takmarkanir eru afnumdar eða rýmkaðar. Með þessum breytingum eru stigin veigamikil skref í átt að endanlegri losun fjármagnshafta sem munu hafa töluverð áhrif á fjármálagleg skilyrði heimila og fyrirtækja.

### Hlutfall skulda einkageirans af landsframleiðslu lækkar áfram ...

Þrátt fyrir að nafnvirði skulda heimila og fyrirtækja hafi aukist lítillega á fyrri hluta ársins hafa þær lækkað í hlutfalli af vergri landsframleiðslu sem vex með auknum efnahagsumsvifum. Hlutfall skulda fyrirtækja af landsframleiðslu lækkaði um 6 prósentur á fyrri hluta þessa árs og nam um 85% af áætlaðri landsframleiðslu 2016 (mynd III-14). Skuldahlutfall heimila lækkaði um 6½ prósentu á fyrri hluta ársins í rúmlega 77% af landsframleiðslu, að hluta vegna skuldalækkunar- aðgerða stjórnvalda. Í lok október sl. var bein uppsöfnuð höfuðstóls-lækkun fasteignaveðlana um 73,5 ma.kr. og 27,2 ma.kr. hefur verið greiddur inn á lán í gegnum svokallaða séreignarsparnaðarleið.

### ... og eiginfjárlutföll þeirra eru orðin hærri en þau voru fyrir fjármálakreppuna

Samkvæmt nýjum tölum frá Hagstofunni námu eignir heimila um 392% af landsframleiðslu í árslok 2015 (þar af voru lífeyriseignir 176%) og hefur hlutfallið haldist svipað undanfarin ár. Eigið fé heimila hefur hins vegar aukist með lækkun skulda. Nam það um 80% af heildareignum í lok árs 2015 og var um 12 prósentum herra en í árslok 2010 og er herra en það var hæst fyrir fjármálakreppuna (mynd III-15). Þá sýna tölur Hagstofunnar einnig að 7.300 heimili höfðu neikvætt eigið fé í fasteign í árslok 2015 sem er svipaður fjöldi og í árslok 2007 en um 4.200 færri heimili en í árslok 2014 og um 17.700 færri en í árslok 2010 þegar fjöldinn var hvað mestur. Eiginfjárstaða fyrirtækja hefur einnig farið batnandi. Samkvæmt tölum Hagstofunnar var eiginfjárlutfall þeirra í lok árs 2014 um 37% samanborið við 10% í lok árs 2008 og var 6½ prósentu herra en það var hæst fyrir fjármálakreppuna.

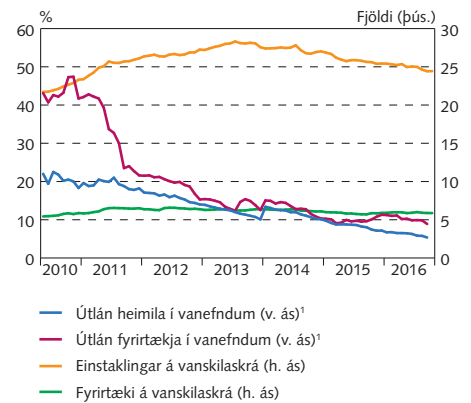
### Vanefndir heimila og fyrirtækja minnka en gjaldþrotum fyrirtækja fjölga í takt við aukinn fjölda nýskráninga

Hlutfall útlána heimila í vanskilum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur og íbúðalánasjóði hefur lækkað og mældist 5,4% í lok september sl. samanborið við 8% á sama tíma fyrir ári (mynd III-16). Einstaklingum á vanskilaskrá Creditinfo hefur einnig fækkað lítillega. Hlutfall útlána fyrirtækja í vanskilum við lánastofnanirnar hækkaði undir lok síðasta árs en hefur nú lækkað aftur og mældist 8,9% í september, 2,4 prósentum lægra en í upphafi árs. Fjöldi fyrirtækja á vanskilaskrá hefur verið nánast óbreyttur það sem af er ári. Gjaldþrot fyrirtækja á árinu eru fleiri en allt síðasta ár og er það í fyrsta skipti síðan árið 2011 sem gjaldþrotum fjölga milli ára. Að stærstu leyti endurspeglar það væntanlega hraða fjölgun fyrirtækja en nýskráningum þeirra hefur einnig fjölgað hratt (mynd III-17).

### Lántökukostnaður hefur farið lækkandi

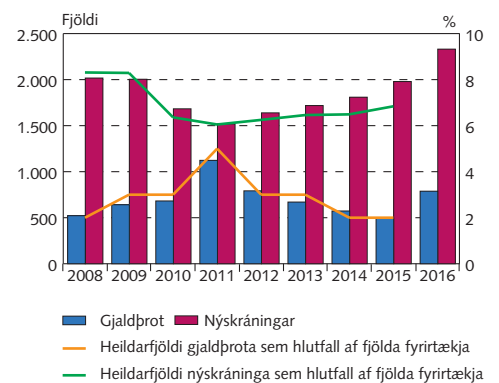
Vextir óverðtryggðra innlána og íbúðalána viðskiptabanka og lífeyrisjóða lækkuðu í takt við vaxtalækkun Seðlabankans í ágúst sl. en vextir verðtryggðra húsnæðislána bankanna og lífeyrissjóða hafa hins vegar haldist nánast óbreyttir (mynd III-18). Lántökugjald hefur í mörgum tilvikum lækkað undanfarna mánuði sem getur liðkað fyrir lántöku og aukið líkur á endurfjármögnun lána eftir því sem vextir íbúðalána lækka. Þá hefur framboð íbúðalána aukist undanfarið ár þar sem lífeyrissjóðir hafa sótt meira á íbúðalánamarkað eins og áður hefur verið rakið.

Mynd III-16  
Vanefndir í lánakerfinu  
Maí 2010 - október 2016



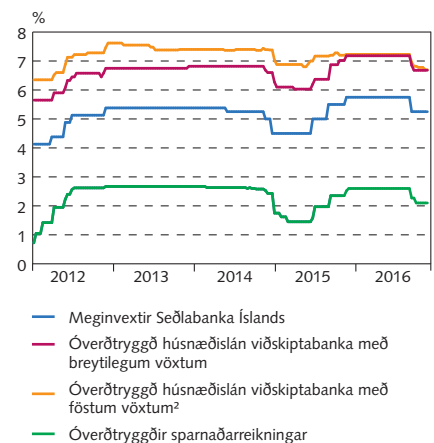
1. Útlán í vanefndum (e. non-performing loans) hjá þremur stærstu viðskiptabönkunum og íbúðalánasjóði skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum, í frýstingu eða greiðsla talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er í vanefndum eru öll lán viðkomandi talin í vanefndum (e. cross default method). Hækkunin milli mánaða í janúar 2014 skýrist nánast eingöngu af úrbótum sem gerðar voru á lánaafnsskýrslu íbúðalánasjóðs og því ekki um raunverulega hækkun að ræða. Móðurfélag, bókfært virði. Heimildir: Creditinfo, Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-17  
Gjaldþrot og nýskráningar fyrirtækja  
2008-2016<sup>1</sup>



1. Fjöldi gjaldþrota og nýskráninga fyrirtækja á fyrstu níu mánuðum hvers árs. Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd III-18  
Meginvextir Seðlabanka Íslands  
og vextir viðskiptabanka<sup>1</sup>  
1. janúar 2012 - 11. nóvember 2016



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



## IV Innlent raunhagkerfi

Á fyrri hluta ársins jókst landsframleiðslan um 4,1% milli ára. Vöxtur innlestrar eftirspurnar og útflutnings dreif hagvöxtinn áfram. Viðskiptakjör hafa batnað mikið og hafa aukið tekjur og hreinan auð sem hefur aukið eftirspurn heimila ásamt minnkandi aðhaldi í ríkisfjármálum. Horfur eru á að hagvöxtur verði 5% í ár og 4½% á því næsta og að vöxtur þjóðarútgjalda verði enn hraðari. Innflutningur hefur einnig vaxið hratt samhliða vexti innlestrar eftirspurnar og hækkun raungengis. Því mun ganga nokkuð hratt á viðskiptaafganginn. Staðan á vinnumarkaði dregur dóm af kröftugum efnahagssumsvifum og hefur vinnuafseftirspurn aukist hratt undanfarið og atvinnuleysi minnkað. Skortur er á vinnuafli í flestum atvinnugreinum og aukinn fjöldi fyrirtækja segist starfa við fulla framleiðslugetu. Innflutningur vinnuafls hefur hins vegar létt á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti. Nú er talið að innflutningurinn verði minni en áður var áætlað og því muni framleiðsluspennan aukast meiri en áður var búist við. Lítil framleiðnivöxtur undanfarin ár vekur hins vegar upp spurningar um það hvort langtímahagvaxtargeta þjóðarþúsins sé ofmetin.

### Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

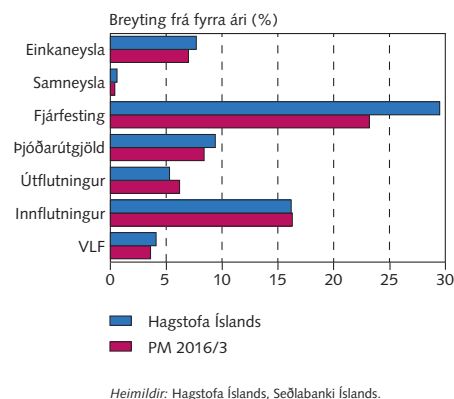
#### Innlend eftirspurn hefur verið þróttmeiri en gert var ráð fyrir í ágúst ...

Hagvöxtur var 4,1% á fyrri hluta ársins og var einkum borinn uppi af kröftugum vexti eftirspurnar einkaaðila. Neysla og fjárfesting jukust samtals um 10,2% á árshelmingnum sem er nokkru meira en áætlað var í ágústspá bankans og munar þar mestu um þróttmeiri atvinnuvegafjárfestingu og einkaneyslu. Þótt vöxtur útflutnings hafi verið hraður, óx innflutningur enn hraðar vegna örs vaxtar þjóðarútgjalda og hækkunar raungengisins. Framlag utanríkisviðskipta var því neikvæðara en spáð var í ágúst. Þrátt fyrir það reyndist hagvöxtur á fyrri hluta ársins 0,5 prósentum meiri en gert hafði verið ráð fyrir (mynd IV-1).

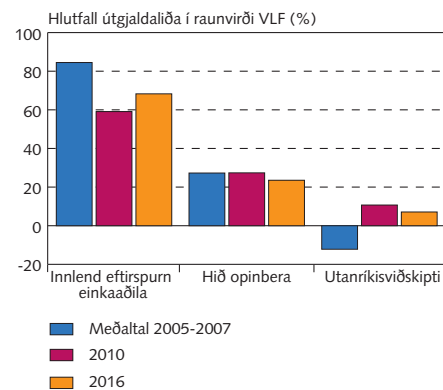
Frá því að landsframleiðslan varð minnst í kjölfar fjármálakreppunnar hefur hún aukist um 22% og er því næstum 6% meiri en hún varð mest í aðdraganda kreppunnar. Hins vegar er samsetning landsframleiðslunnar talsvert ólík því sem var á síðustu árunum fyrir fjármálaáfallið. Í kjölfar þess minnkaði vægi innlestrar eftirspurnar einkaaðila samhliða samdrætti einkaneyslu og fjárfestingar. Í efnahagsbataferlinu hefur útflutningur leikið stórt hlutverk en eftir því sem liðið hefur frá fjármálaáfallinu hefur þáttur einkaneyslu og fjárfestingar aukist og vægi í landsframleiðslunni vaxið (mynd IV-2).

... og búist við mesta hagvexti í ár frá því að efnahagsbatinn hófst Horfur fyrir seinni helming ársins litast einkum af því að gert er ráð fyrir að útflutningur sæki í sig veðrið og því muni heldur bæta í hagvöxtinn þótt framlag utanríkisviðskipta haldist enn neikvætt. Á móti vegur að búist er við nokkru minni aukningu atvinnuvegafjárfestingar þótt vöxtur þjóðarútgjalda verði áfram mikill. Gangi þetta eftir verður 5% hagvöxtur í ár þrátt fyrir töluvert neikvætt framlag utanríkisviðskipta, en það yrði mesti hagvöxtur frá árinu 2007 (mynd IV-3). Á

Mynd IV-1  
Þjóðhagsreikningar fyrir hluta 2016

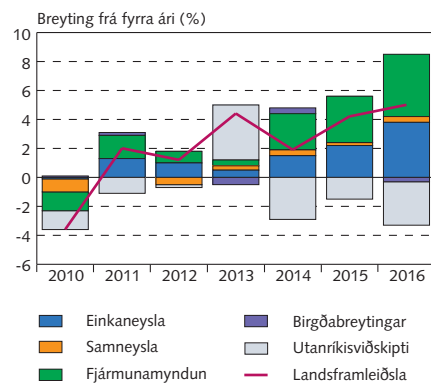


Mynd IV-2  
Samsetning VLF fyrir og eftir fjármálakreppu<sup>1</sup>



1. Innlend eftirspurn einkaaðila samanstendur af einkaneyslu og fjárfestingu atvinnuveganna og í íbúðarhúsnæði. Hið opinbera samanstendur af samneyslu og fjárfestingu hins opinbera. Utanríkisviðskipti er útflutningur umfram innflutning. Grunnspá Seðlabankans 2016.

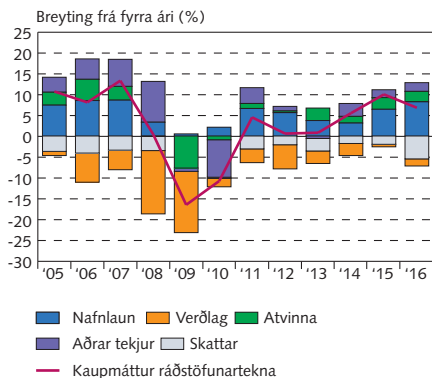
Mynd IV-3  
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016.

Mynd IV-4

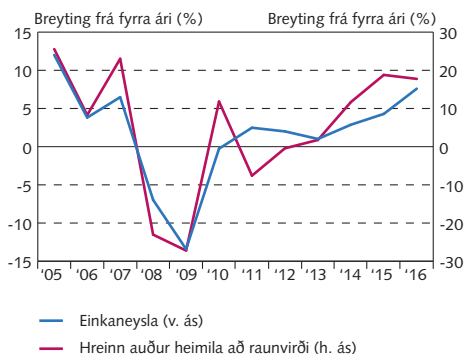
Kaupmáttur ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2005-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2016. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að veita saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirliða gefur því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna námundunar og þar sem fullkomni tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

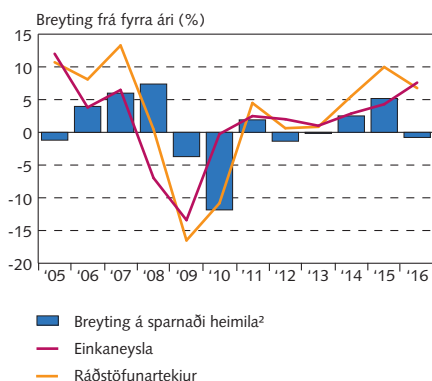
Einkaneysla og auður heimila 2005-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016. Hreinn auður er samtala húsnæðis- og fjárhagslegs auðs heimila (utan lífeyrisréttinda) að frádrögnum skuldum heimila (árslokatalur).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2005-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016. 2. Breyting á hlutfalli ráðstöfunartekna og einkaneyslu.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

næstu árum er gert ráð fyrir að einkaneysla verði sá liður innlendar eftirspurnar sem leggi mest til hagvaxtar auk þess sem talið er að nokkuð dragi úr neikvæðu framlagi utanríkisviðskipta. Spáð er 4½% hagvexti á næsta ári en nærri 3% á næstu tveimur árum þar á eftir. Þetta er heldur meiri hagvöxtur en spáð var í ágúst.

### Staða heimila hefur styrkst verulega ...

Á undanförunum misserum hefur staða heimila batnað mikið en á síðasta ári jókst kaupmáttur ráðstöfunartekna um 10%. Skiptir þar mestu máli veruleg hækkun nafnlauna og hærra atvinnustig auk lítillar verðbólgu. Þetta er mesta kaupmáttaraukning heimila frá árinu 2007. Í fyrria höfðu ráðstöfunartekjur aukist um 23% að raunvirði frá árinu 2010 þegar þær voru minnstar í kjölfar fjármálakreppunnar. Þrátt fyrir þessa miklu aukningu voru þær í fyrria um 8½% lægri en á árinu 2008 þegar þær voru hæstar. Athyglisvert er að sjá hversu takmarkaðan þátt aðrar tekjur, þ.á m. fjármagnstekjur, eiga í aukningu ráðstöfunartekna á síðustu árum samanborið við árin 2005-2007 (mynd IV-4). Bætt staða heimila kemur einnig fram í eiginfjárstöðu þeirra. Milli árunna 2014 og 2015 hækkaði hreinn auður heimila um tæplega 19% að raunvirði (mynd IV-5). Það má að miklu leyti rekja til eiginfjárstöðu þeirra í húsnæði þar sem hækkun fasteignaverðs og lækkun skulda spila saman (sjá einnig kafla III).

### ... og eftirspurn þeirra hefur aukist

Ofangreind þróun hefur haldið áfram í ár og heimilin eru bjartsýn um eigin hag. Á seinni hluta síðasta árs tók einkaneysla að vaxa hraðar en landsframleiðslan og hefur sú þróun haldið áfram á þessu ári. Vöxtur einkaneyslu á fyrri hluta ársins var þannig 7,7% og hefur ársvöxtur hennar á einstökum ársfjórðungum ekki verið jafn mikill og hann var á öðrum fjórðungi síðan á fyrsta fjórðungi ársins 2008. Vísendingar eru ennfremur um að þessi þróun hafi haldið áfram á þriðja ársfjórðungi en í spánni er áætlað að einkaneysla muni aukast um 7,6% í ár sem er umtalsverð hækkun frá fyrri áætlun bankans. Gangi þetta eftir hefur einkaneyslan vaxið um tæplega 15% á tímabilinu 2014-2016 eða sem nemur um 5% að meðaltali á ári. Á sama tíma hefur hreinn auður heimila vaxið um tæplega 19% að raunvirði á ári og skýrir um fimmtung einkaneysluvaxtarins.

Undanfarin tvö ár hefur sparnaður heimila aukist töluvert þrátt fyrir hraðan vöxt einkaneyslu (mynd IV-6). Samkvæmt spánni draga heimilin úr sparnaði sínum í ár og á næsta ári en hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu verður áfram undir sögulegu meðaltali.

### Atvinnuvegafjárfesting jókst mikið á fyrri hluta ársins

Fjárfesting atvinnueganna hefur sótt verulega í sig veðrið á undanförunum tveimur árum og vægi hennar í landsframleiðslu aukist. Eftir fjármálakreppuna hélst hlutdeild atvinnuvegafjárfestingar í landsframleiðslunni nærri 10% fram á árið 2014 en eftir það hefur hún aukist hratt. Á fyrri hluta ársins nam hlutdeildin 17% af landsframleiðslu eftir rúmlega 37% magnaukningu fjárfestingar frá fyrria ári. Meginhluta aukningarinnar má rekja til almennrar atvinnuvegafjárfestingar en greinilegt er að aukin eftirspurn heimila og mikil umsvif í ferðamannaíðnaðinum skapa aukna fjárfestingarþörf meðal fyrirtækja.



Eins og áður hefur verið greint frá í *Peningamálum* hefur samsetning atvinnuvegafjárfestingar breyst á undanförunum tveimur árum þar sem mannvirkjagerð hefur leikið vaxandi hlutverk. Er það í samræmi við vísendingar úr viðhorfskönnunum meðal stjórnenda, þ.e.a.s. mat þeirra á efnahagshorfum og þörf fyrir starfsfólk. Því má gera ráð fyrir að fjárfesting í mannvirkjagerð verði áfram mikil á þessu ári.

### Útlit fyrir meiri atvinnuvegafjárfestingu í ár en áður var spáð ...

Áfram er gert ráð fyrir miklum vexti atvinnuvegafjárfestingar á þessu ári þótt hann verði heldur minni en á síðasta ári (mynd IV-7). Ástæða þess að dregur úr vextinum milli ára er að fjárfesting í skipum og flugvélum eykst minna eftir að hafa aukist um 79% á síðasta ári. Á móti vegur að heldur bætir í aðra fjárfestingu atvinnuveganna, einkum almenna atvinnuvegafjárfestingu sem áætlað er að muni standa undir ¾ aukningar atvinnuvegafjárfestingar í ár (mynd IV-8). Í samanburði við fyrri spá er búist við heldur minni stóriðjufjárfestingu í ár en að aðrir liðir vaxi hraðar. Heilt á litið er gert ráð fyrir liðlega 27% vexti atvinnuvegafjárfestingar í ár sem er rúmum þremur prósentum meiri vöxtur en spáð var í ágúst og skýrist það að mestu leyti af því að fjárfesting á fyrri hluta ársins var meiri en spáð var. Fjárfestingarkönnun bankans gefur jafnframt til kynna að fyrirtæki fjármagni aukin fjárfestingarútgjöld í vaxandi mæli með lánsfé.

### ... en að verulega muni hægja á vextinum á næsta ári

Í fjárfestingarkönnun bankans kemur fram að innan flestra atvinnugreina er búist við meiri fjárfestingarumsvifum í ár miðað við í fyrra (tafla IV-1). Innan ferða- og flutningageirans er gert ráð fyrir mestri aukningu en innan þjónustugeirans er búist við samdrætti. Á heildina litið er búist við nærri fimmtungs aukningu en það er heldur minna en sambærileg könnun gaf til kynna í vor. Í fyrsta sinn er nú spurt um áætlanir fyrir fjárfestingu ársins 2017 en þar munar mestu um að innan sjávarútvegsins er búist við umtalsverðum samdrætti annarrar fjárfestingar en fjárfestingar í skipum. Á heildina litið gefur könnunin til kynna að samdráttur verði í almennri atvinnuvegafjárfestingu á næsta ári og því er í spánni gert ráð fyrir að verulega dragi úr vexti atvinnuvegafjárfestingar í heild sinni.<sup>1</sup>

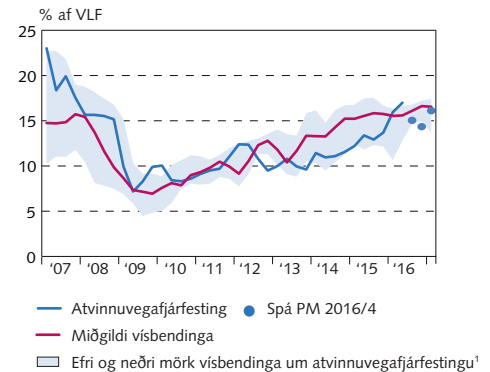
### Íbúðafjárfesting vex hraðar út spátímam en áður var gert ráð fyrir

Íbúðafjárfesting jókst um 17% á fyrri helmingi ársins frá sama tíma í fyrra en spáð var 13% aukningu í ágúst. Frekari vísendingar eru um að íbúðafjárfesting vaxi meira á þessu ári en gert var ráð fyrir í ágúst en í nýrri talningu Samtaka iðnaðarins sem framkvæmd var í september er áætlað að byrjanir á árunum 2016-2018 verði fleiri en áður var talið. Því er gert ráð fyrir að íbúðafjárfesting muni vaxa um 18% á þessu ári sem er um 10 prósentum meiri vöxtur en í ágústspánni. Á næstu tveimur árum er búist við rúmlega fimmtungs aukningu hvort ár að meðaltali. Undir lok spátímans er því búist við að hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu verði um 4,7%, sem er ríflega ½ prósentu yfir langtímameðaltali þess.

Mynd IV-7

### Vísendingar um atvinnuvegafjárfestingu

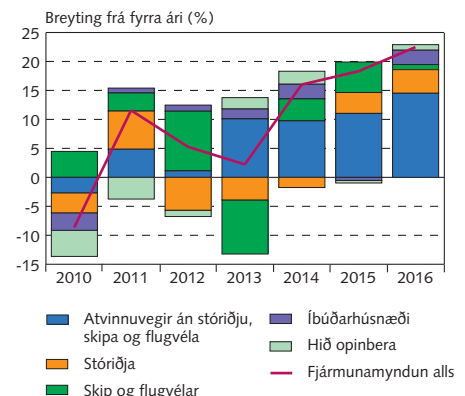
1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2017



1. Vísendingarnar eru innflutningur fjárfestingarvöru á föstu verði og svör við fjórum spurningum úr könnun Gallups meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þær spurningar snúa að mati stjórnenda á efnahagshorfum til sex mánaða, hvernig þeir telja innlenda eftirspurn eftir vörum eða þjónustu þeirra fyrirtækis munu þróast á næstu 6 mánuðum, hvort þeir telji fjárfestingu þeirra fyrirtækis munu aukast á liðandi ári samanborið við fyrra ár og hvort framlegð fyrirtækisins muni aukast milli ára. Við matið á bilinu eru allar stærðir endurskilaðar 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.

Mynd IV-8

### Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2010-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Þar sem um er að ræða fyrstu könnun á fjárfestingaráformum næsta árs ber að taka henni með þeim fyrirvara að fjárfestingaráætlanir fyrirtækja kunna enn að vera í vinnslu.

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

Stærstu 102 fyrirtækin Upphæðir í ma.kr.	2015	2016	2017	Breyting 2015-2016 (%) (síðasta könnun)	Breyting 2016-2017 (%)
Sjávarútvegur (17)	12,2	13,7	9,3	12,0 (28,1)	-32,3
Iðnaður (17)	4,3	4,8	5,3	11,6 (8,1)	10,8
Verslun (23)	7,4	9,0	8,2	22,0 (7,1)	-9,4
Flutningar og ferðaþj. (8)	18,2	28,2	26,5	55,0 (86,9)	-6,0
Fjármál/tryggingar (9)	4,1	5,4	7,2	32,2 (51,7)	31,8
Fjölm. og upplýsingat. (7)	7,3	7,1	7,4	-2,5 (-0,4)	4,1
Þjónusta og annað (21)	16,4	15,0	14,2	-8,5 (-5,2)	-5,3
Alls 102 (98)	69,9	83,3	78,1	19,1 (30,6)	-6,3

1. Innan sviga er samanburður við síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 101 fyrirtækis fyrir árin 2015-2016 (Peningamál 2016/2).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Fjárfesting verður nálægt langtímameðaltali á spátímanum

Af undirliðum landsframléiðslunnar skilaði fjárfesting næstmestu framlagi til hagvaxtar á árunum 2011-2015 á eftir útflutningi en hlutfall fjárfestingar af landsframléiðslu var langt undir langtímameðaltali fyrst eftir fjármálakreppuna. Á fyrri hluta ársins jókst fjárfesting í heild um riflega 23% frá fyrra ári og nam hún um 22½% af landsframléiðslu sem er um 1½ prósentu yfir langtímameðaltali. Spáð er að fjárfesting verði áfram veigamesta framlag undirþáttar til hagvaxtar í ár og að hlutdeild hennar í hagvexti nemi rúmlega 4 prósentum. Er líður á spátímann er gert ráð fyrir að hægi á atvinnuvegafjárfestingunni en á móti komi aukinn þróttur íbúðafjárfestingar. Gangi spáin eftir mun hlutfall fjármunamyndunar af landsframléiðslu nema 21% við lok spátímans.

### Hið opinbera

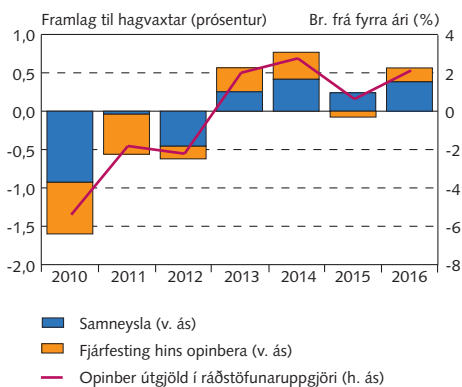
#### Gert ráð fyrir hóflegum vexti samneyslu

Frá árinu 2013 hefur raunvöxtur samneyslu verið 1,2% á ári að meðaltali. Nafnvöxtur samneyslunnar hefur hins vegar verið mun meiri eða 7,8% á ári. Þessi mikli nafnvöxtur hefur haft áhrif á afkomu hins opinbera og krafist meira aðhalds en ella til þess að ná afkomumarkmiðum. Það hefur tekist að því marki að aldrei fyrr hefur raunvöxtur samneyslu verið jafn lítill á uppgangstímum. Í spánni er gert ráð fyrir 1,6% vexti í ár og svipuðum vexti á næstu árum (mynd IV-9).

Ársvöxtur fjárfestingar hins opinbera hefur að sama skapi verið tiltölulega hóflegur eða um 7½% á ári frá árinu 2013 eftir að hafa dregist saman um rúman helming á árunum 2008-2012. Í síðustu spá *Peningamála* var gert ráð fyrir að opinber fjárfesting ykist í takt við vöxt efnahagsumsvifa þannig að hlutfall hennar af landsframléiðslu héldist í um 3% út spátímann. Forsendur hafa hins vegar breyst með samþykkt nýrrar samgönguáætlunar. Í henni er gert ráð fyrir viðbótarfjárfestingu sem nemur 0,4% af landsframléiðslu á ári umfram það sem fimm ára fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar gerði ráð fyrir. Því mun fjárfesting vaxa hraðar á næsta ári en undanfarin ár. Við þetta bætist að árið 2019 hefst vinna við nýjan Landspítala sem gert er ráð fyrir í fjármálaáætluninni.

Mynd IV-9

Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Fjárlagafrumvarp ekki enn verið lagt fram

Fjárlagafrumvarp ársins 2017 hefur ekki enn verið lagt fram og ekki liggur fyrir stefna nýrrar ríkisstjórnar um ríkisfjármálin næstu árin.<sup>2</sup> Í þessum *Peningamálum* hefur því helst verið byggt á fimm ára fjármálastefnu og -áætlun fráfarandi ríkisstjórnar. Sú ríkisstjórn vék nýlega frá fjármálaáætlun sinni í tveimur veigamiklum atriðum: annars vegar með áðurnefndri samgönguáætlun og hins vegar með auknu fjármagni til almannatrygginga. Báðar þessar aðgerðir eru ófjármagnaðar og minnka aðhaldsstig ríkisfjármála.

### Afkoma ríkissjóðs versnar frá fyrra mati

Samantögd kostnaðaráhrif af breytingum á samgönguáætlun og almannatryggingum nema rúmlega 20 ma.kr. á ári eða tæplega 1% af landsframleiðslu. Afkomuhorfur versna því frá fyrra mati Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* 2016/2 í maí sl. Óvíst er hvort gripið verði til sértækra tekjuöflunaraðgerða til að fjármagna þessar aðgerðir og er því gert ráð fyrir að halli verði á rekstri ríkissjóðs og hins opinbera út spátímenn. Afgangur verður þó á frumjöfnuði en á sama tíma og vaxtajöfnuður batnar hratt minnkar frumjöfnuður úr 1,9% af landsframleiðslu í ár í 1,1% árið 2019. Um afkomuspána ríkir hins vegar mikil óvissa í ljósi þess að fjárlagafrumvarp ársins 2017 liggur ekki fyrir (sjá einnig umfjöllun um óvissuþætti í kafla I).

### Hvert er aðhaldsstig fjármálastjórnar á hverjum tíma?

Almennt ríkir nokkuð breið samstaða um að góð fjármálastjórn hins opinbera lúti sjálfvirkri sveiflujöfnun sem stjórn aðhaldsstiginu á hverjum tíma og að ekki eigi að stjórna aðhaldinu með sértækum aðgerðum. Þar sem skattbyrði hér á landi vex með tekjum eykst skattbyrðin í uppsveiflu og öfugt í niðursveiflu. Hlutfall tekna hins opinbera af landsframleiðslu er því að öðru óbreyttu vaxandi í uppsveiflu. Útgjöld hins opinbera dragast hins vegar að öðru óbreyttu saman í uppsveiflu þar sem útgjöld til ýmissa bótaflokka minnka og nafnvirði annarra útgjalda sveiflast að jafnaði ekki til jafns við hagsveifluna. Afkoma hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu batnar því jafnan í uppsveiflu og versnar í niðursveiflu. Án sérstakra aðgerða í opinberum fjármálum ætti hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður því að haldast óbreyttur yfir hagsveifluna þar sem öll frávik í afkomu skýrast af hagsveiflunni. Í því felst að allar útgjaldaáávarðanir hafa í för með sér slökun á aðhaldi opinberra fjármála nema þær séu að fullu fjármagnaðar. Hið sama gildir um sértæka lækkun tekna sem ekki fylgir samsvarandi útgjalda-lækkun. Í þessu felst einnig að hagsveifluleiðrétt afkoma getur versnað þótt mæld afkoma batni og aðhaldsstig opinberra fjármála slaknað þótt hið opinbera skili meiri afgangi.

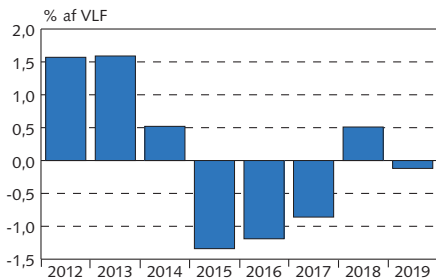
### Slökun á aðhaldi ríkisfjármála þrjú ár í röð

Að undanskildum stöðugleikaframlögum er áætlað að afkoma ríkissjóðs versni á þessu ári en að hún batni hins vegar að öðru óbreyttu á næstu tveimur árum. Eins og fjallað er um síðar í þessum kafla er

2. Af þessum sökum er ekki birt sérstök úttekt á fjárlagafrumvarpi næsta árs eins og hefðbundið er að gera í nóvemberhefti *Peningamála*.

Mynd IV-10

Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2012-2019<sup>1</sup>

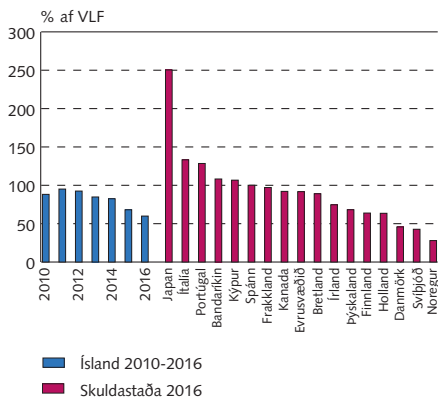


1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einskisþis tekjum og gjöldum (t.d. stöðugleikaframlögum og flýtingu niðurgreiðslu verðtrygðra húsnæðislána).

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

Mynd IV-11

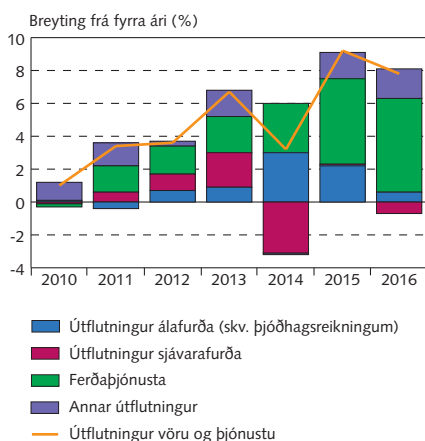
Vergar skuldir hins opinbera



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

Mynd IV-12

Útflutningur og framlag undirliða 2010-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

slakinn í þjóðarþúinu talinn hafa horfið í fyrra og að vaxandi framleiðsluspennu gæti í ár. Hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður versnar því um 1,2% af landsframleiðslu í ár og kemur sú tilslökun til viðbótar við slökun aðhalds í fyrra um 1,3% af landsframleiðslu og nemur slökunin því samtals 2,5% af landsframleiðslu á árunum 2015-2016 (mynd IV-10). Þetta er í takt við fyrra mat bankans. Samkvæmt spánni er gert ráð fyrir enn frekari slökun á næsta ári eða sem nemur tæplega 1% af landsframleiðslu. Grunnspáin gerir ráð fyrir að ríkisfjármálin verði í meginatriðum hlutlaus yfir árin 2018-2019.

### Skuldir hins opinbera lækka en ekki jafn mikið og fjármálaáætlun gerir ráð fyrir

Samkvæmt fjármálaáætluninni sem var lögð fram sl. vor er gert ráð fyrir hraðri niðurgreiðslu skulda. Í þeirri áætlun var gert ráð fyrir sölu á 30% hlut ríkisins í Landsbankanum á kjörtímabilinu. Af þeirri sölu varð hins vegar ekki. Afkomuhorfur hafa jafnframt versnað þannig að frumjöfnuður minnkar. Einnig varð ekkert úr því að greitt yrði inn á skuld ríkissjóðs við A-deild Lífeyrissjóðs ríkisstarfsmanna líkt og gert var ráð fyrir í frumvarpi til laga sem ekki náðist að afgreiða fyrir þinglok. Því gerir grunnspáin ráð fyrir hægari lækkingu skulda hins opinbera en fjármálaáætlunin gerir ráð fyrir (mynd IV-11).

### Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

#### Horfur á kröftugum vexti útflutnings á þessu ári ...

Eins og fjallað var um hér að framan hefur útflutningur gegnt lykilhlutverki í efnahagsbatanum, einkum sakir þróttmikils þjónustuútflutnings tengds ferðapjónustu (mynd IV-12). Á fyrri hluta ársins hélt sú þróun áfram en útflutningur jókst um 5,3% milli ára. Vöxtur þjónustuútflutnings var þó hægari en spáð var í ágúst sem skýrist að hluta af því að Hagstofan endurskoðaði þjónustuútflutning síðasta árs auk þess sem vöxtur nokkurra undirliða hans var veikari en við var búist. Þótt á móti vegi heldur meiri vöxtur vöruútflutnings var vöxtur heildarútflutnings um 1 prósentu minni á fyrri hluta ársins en áætlað var í ágúst.

Samkvæmt utanríkisviðskiptatölum Hagstofunnar hefur verðmæti vöruútflutnings fyrstu níu mánuði ársins dregist nokkuð saman frá sama tímabili í fyrra samhliða hækkun á gengi krónunnar. Í ár er gert ráð fyrir að minna verði flutt út af bæði áli og sjávarafurðum en áætlað var í ágúst. Á móti kemur að annar vöruútflutningur hefur verið meiri en talið var en hann jókst um nærri fjórðung milli ára á fyrri helmingi ársins. Á heildina litið er spáin um vöruútflutning mjög lík síðustu spá þótt samsetningin sé talsvert breytt.

Á fyrri hluta ársins jókst þjónustuútflutningur um 9% og búist er við að vöxturinn haldi áfram á seinni hluta ársins. Brottförum erlendra ferðamanna frá Keflavíkurflugvelli á fyrstu níu mánuðum ársins fjölgaði um þriðjung frá sama tíma í fyrra auk þess sem sætanýting og fjöldi farþega jókst hjá stærstu flugfélögum landsins. Vegna endurskoðunar Hagstofunnar á tölum fyrir árið í fyrra gætir þó nokkurra grunnáhrifa í ár en umfang þjónustuútflutningsins er áþekkt því sem var í ágústspánni. Á heildina litið er spáð um 8% vexti útflutnings vöru og þjónustu í ár sem er tæplega 1 prósentu minni vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst.

### ... en meiri vexti innflutnings samfara þróttmeiri innlendri eftirspurn

Á síðustu misserum hefur innflutningur vaxið ört samhliða miklum vexti innlendrar eftirspurnar og heldur hefur bætt í vöxtinn á þessu ári. Á fyrri hluta ársins jókst innflutningur um rúm 16% milli ára sem er mesti ársvöxtur innflutnings síðan á fyrri helmingi ársins 2006. Vöxturinn er nokkru meiri en vöxtur innlendrar eftirspurnar á sama tímabili og birtist í auknum innflutningi varanlegra neysluvara og fjárfestingarvara og fjölgun utanlandsferða Íslendinga en auk almennra áhrifa sterkari eftirspurnar má ætla að hækkun raungengis stuðli að enn meiri innflutningi en ella. Utanríkisviðskiptatölur Hagstofunnar benda til áframhaldandi vaxtar í vöruinnflutningi á seinni hluta ársins en innflutningur neysluvara og fjárfestingarvara hefur aukist töluvert það sem af er ári. Fólksbílainnflutningur hefur aukist einna mest. Kemur þar tvennt til, nokkur endurnýjunarþörf eftir langt tímabil lítillar endurnýjunar og fjölgun ferðamanna með tilheyrandi fjölgun bíla í eigu bílaleigna. Tölur frá Ferðamálastofu um brottfarir Íslendinga frá Keflavíkurflugvelli og könnun Gallup á fyrirhuguðum utanlandsferðum landsmanna gefa jafnframt til kynna að innflutt ferðapjónusta muni aukast álíka mikið á milli ára og ráð var fyrir gert í síðustu spá. Það er í takt við aukinn kaupmátt heimila. Á heildina litið er því áætlað að innflutningur vöru og þjónustu muni vaxa um 15¾% í ár sem er 1 prósentu meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst sem er í takt við áþekka endurskoðun á vexti þjóðarútgjalda.

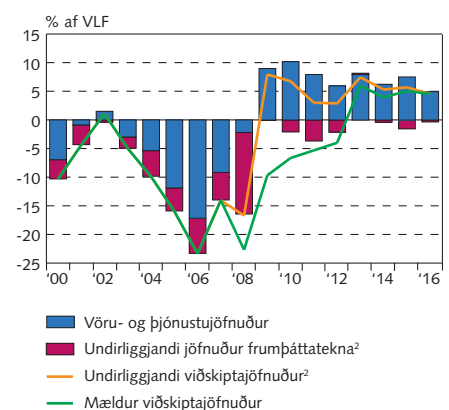
### Dregur úr neikvæðu framlagi utanríkisviðskipta á spátímanum

Eins og fjallað var um hér að framan hafa bæði út- og innflutningur aukist mikið á þessu ári. Líkt og alla jafnan þegar innlend eftirspurn vex mikið er vöxtur innflutnings það mikill að framlag utanríkisviðskipta í heild verður neikvætt. Samkvæmt spánni verður það neikvætt um sem nemur 3 prósentum af landsframleiðslu í ár eða áþekkt því sem það var árið 2014. Gert er ráð fyrir að heldur hægi á bæði út- og innflutningsvexti er líður á spátímann og að framlag utanríkisviðskipta verði í meginatriðum hlutlaust.

### Afgangur á viðskiptum við útlönd meiri á þessu ári en áætlað var í ágúst en minni út spátímann

Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum nam um 7,5% af landsframleiðslu í fyrra. Það sem af er þessu ári hefur afgangurinn minnkað og gert er ráð fyrir að hann verði um 5% af landsframleiðslu á árinu í heild sem er áþekkt því sem spáð var í ágúst. Um 44 ma.kr. afgangur var á viðskiptajöfnuði á fyrri hluta ársins eða sem samsvarar 3,9% af landsframleiðslu sem er svipað og á sama tíma í fyrra. Gert er ráð fyrir að viðskiptaafgangurinn verði um 4½% af landsframleiðslu á árinu í heild og að hann minnki því um tæplega 1 prósentu frá því í fyrra (mynd IV-13). Þetta er hins vegar nokkru meiri afgangur en gert var ráð fyrir í ágústspánni sem skýrist aðallega af betri horfum um jöfnuð frumþáttatekna og rekstrarframlaga. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að viðskiptaafgangurinn minnki í um 3% af landsframleiðslu á næsta ári og enn frekar er líður á spátímann. Afgangurinn í lok spátímans verður töluvert minni en áður hefur verið spáð, enda er nú gert ráð fyrir herra gengi krónunnar en í fyrri spá (sjá umfjöllun í kafla I). Gangi

Mynd IV-13  
Viðskiptajöfnuður 2000-2016<sup>1</sup>

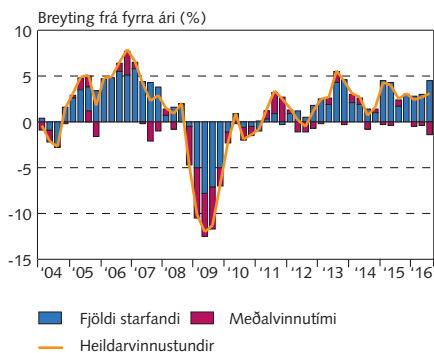


1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2016. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slitameferð og áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis á jöfnuð frumþáttatekna fram til ársins 2012. Einnig hefur verið leiddrétt fyrir óbeint mældri fjármálþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slitameferð. Eftir uppgjör slitabúanna í árslok 2015 er ekki lengur munur á mældum og undirliggjandi viðskiptajöfnuði. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14

## Atvinna og vinnutími

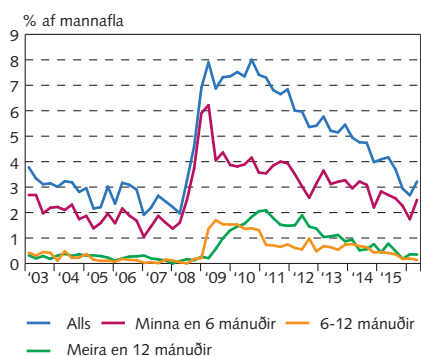
1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2016



Mynd IV-15

Atvinnuleysi eftir lengd<sup>1</sup>

1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2016



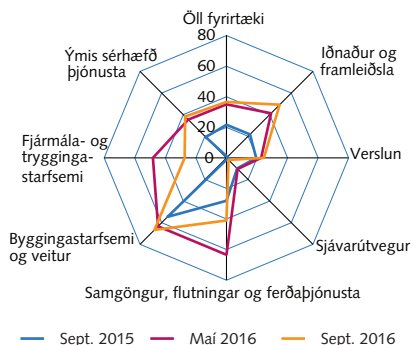
1. Árstíðarleiðrétta tölur.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki umfram þau sem vilja fækka því næstu 6 mánuði<sup>1</sup>

Hlutfall fyrirtækja (%)



1. Árstíðarleiðrétta tölur.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

spáin eftir verður þjóðhagslegur sparnaður um fjórðungur af landsframleiðslu í ár en minnkar í liðlega 22% í lok spátímans.

## Vinumarkaður

## Kröftugur vöxtur vinnuafleiftirspurnar ...

Á undanförunum misserum hefur vinnuafslnotkun aukist umtalsvert í takt við aukin efnahagsumsvif og atvinnuleysi hefur minnkað hratt. Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum jafn mikið milli ára á þriðja fjórðungi og gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans eða um 3,2%. Fjölgun heildarvinnustunda má rekja til 4,5% fjölgunar starfandi fólks en á móti styttest meðalvinnuvikan um 1,2% (mynd IV-14). Líklega má skýra styttri vinnuviku að undanföru að einhverju leyti með því að fyrirtæki hafi valið að fækka dýrum yfirvinnutímum í kjölfar kostnaðarsamra kjarasamninga og fjölga frekar starfsfólki. Áhrif mikillar aukningar kaupmáttar launa koma líklega einnig fram í aukinni atvinnuþátttöku og fækkun fólks utan vinnumarkaðar. Á þriðja ársfjórðungi jókst atvinnuþátttaka um 1,2 prósentur frá fyrra ári og er hún orðin álíka mikil og hún varð mest í ársbyrjun 2007. Hlutfall starfandi hækkaði því um tæplega 2 prósentur og nálgast hlutfallið óðfluga það sem það var hæst fyrir fjármálakreppuna. Árstíðarleiðrétta atvinnuleysi mældist 3,1% á þriðja fjórðungi ársins og minnkaði um 1 prósentu milli ára (mynd IV-15).<sup>3</sup>

## ... og stjórnendur gera áfram ráð fyrir mikilli fjölgun starfsfólks

Útlit er fyrir að vinnuafleiftirspurn verði áfram þróttmikil. Samkvæmt haustkönnun Gallup vildu t.d. tæplega þriðjungi fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka á næstu sex mánuðum (mynd IV-16). Þetta er svipaður fjöldi og í sumarkönnuninni, en 15 prósentum fleiri fyrirtæki en í könnuninni sem gerð var fyrir ári. Hlutfallið hefur ekki verið hærra frá því á árinu 2007 og það sama á við um fjölda fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki á næstu mánuðum. Aðeins 4,5% fyrirtækja vilja fækka starfsfólki og hefur það hlutfall ekki verið lægra frá því á fyrri hluta árs 2007.

Í ferðapjónustu fækkaði hins vegar fyrirtækjum sem vildu fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka því frá sumarkönnuninni, jafnvel að teknu tilliti til árstíðar. Þetta gæti bent til þess að hluti fyrirtækja í greininni hafi náð að ráða til sín það starfsfólk sem þurfti en gæti einnig verið vísending um að hærra gengi krónunnar sé farið að hafa áhrif á rekstur ferðapjónustufyrirtækja sem væri í samræmi við vísendingar úr könnun Samtaka atvinnulífsins meðal aðildarfélaganna sinna frá því í ágúst. Eftirspurn eftir vinnuafli í byggingarstarfsemi er hins vegar jafn kröftug og hún var í sumarkönnuninni, en þar vildu tæplega 70 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki en fækka á næstu sex mánuðum og hefur hlutfallið verið svipað undanfarið ár.

## Hægur framleiðnivöxtur í kjölfar fjármálakreppunnar ...

Þrátt fyrir mikinn hagvöxt og skort á vinnuafli hefur framleiðnivöxtur verið hægur hér á landi undanfarið ár. Hægur vöxtur er þó

3. Atvinnuleysi eins og það er skráð hjá Vinnumálastofnun (VMST) mældist enn minna eða 2,4% á þriðja fjórðungi ársins að teknu tilliti til árstíðar og minnkaði um 0,6 prósentur milli ára.

ekki eingöngu bundinn við Ísland því að svipaða þróun hefur mátt sjá í flestum þróuðum ríkjum frá aldamótum en einnig nýlega í mörgum nýmarkaðsríkjum (mynd IV-17). Ekki hefur reynst auðvelt að skýra þessa þróun. Fyrst eftir fjármálakreppuna var nærtækt að benda á að fyrirtæki hafi reynt að halda í fólk sem það hafði þjálfað upp þrátt fyrir að verkefni hefðu dregist saman en sú skýring á síður við núna þegar efnahagsbatinn hefur tekið við sér eða er langt á veg kominn eins og hér á landi. Þá hefur verið bent á að fjárfesting hafi víða verið lítil í kjölfar fjármálakreppunnar og hefur mikilli skuldsetningu fyrirtækja og óvissu um efnahagshorfur helst verið kennt um. Einnig hefur verið bent á að víða um heim hafi lágframléiðnfyrirtækjum sem ekki eigi sér rekstrargrundvöll verið haldið gangandi með lágum vöxtum eða opinberum stuðningi til að halda uppi atvinnustiginu. Hér á landi hefur einnig verið bent á að samsetning framléiðslunnar hafi breyst á síðustu árum, þannig að vægi greina þar sem framléiðni er minni hafi aukist.

... en þróunin hófst í raun fyrr

Eins og mynd IV-17 sýnir hafði hægt á framléiðnivexti í flestum þróuðum ríkjum áður en fjármálakreppan skall á. Þetta gerist þrátt fyrir miklar framfarir í tölvu- og stafrænni tækni. Þótt ekki sé útilokað að áhrif hennar eigi enn eftir að koma fram eða að hún hafi gert mælingu framléiðni erfiðari en áður, gæti þetta bent til dýpri og kerfislagari vanda. Ef það er t.d. rétt eins og haldið hefur verið fram að búið sé að nýta þær nýjungar sem auðvelt hefur verið að nýta gæti þessi þróun verið varanleg. Einnig kann munurinn á framléiðniþróun milli fyrirtækja sem standa misvel tæknilega að hafa aukist þar sem ný tækni breiðist ekki út jafn greiðlega og áður og fyrirtæki sem eru leiðandi í tækniþróun ná til sín æ stærri hluta heimsmarkaðarins í krafti þess forskots sem þau hafa.<sup>4</sup> Hægari framléiðnivöxtur undanfarin ár gæti því verið vísbending um hægari framléiðnivöxt til lengri tíma. Sé það einnig raunin hér á landi gæti það bent til þess að hagvaxtargeta þjóðarbúskaparins sé ekki eins mikil og almennt er gert ráð fyrir.

Vísbendingar um nýtingu framléiðsluþátta

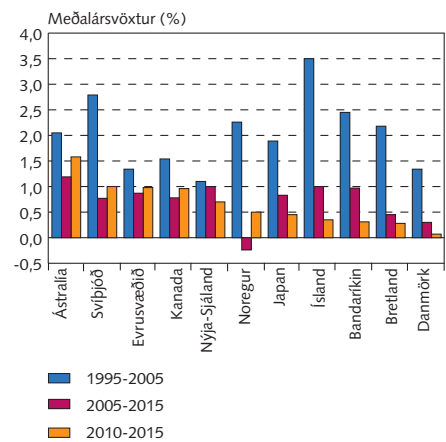
Áþekkur skortur á vinnuafli og í byrjun sumars ...

Svipað hlutfall fyrirtækja taldi sig búa við skort á starfsfólki í haustkönnun Gallup og í sumarkönnuninni eða 40% en þróunin var mismunandi eftir atvinnugreinum (mynd IV-18). Fyrirtækjum sem telja sig búa við skort á starfsfólki fjölga frá sumarkönnuninni í sérhæfðri þjónustu, iðnaði og verslun en fækkar í öðrum atvinnugreinum. Hlutfall fyrirtækja í ferðaþjónustu sem telja sig búa við skort lækkar milli kannana en var hins vegar óbreytt milli ára. Rétt er þó að hafa í huga að hlutfallið er mjög hátt eða um 40% og í byggingastarfsemi, verslun og iðnaði er hlutfallið 50-60%.

... og vaxandi spennu gætir á vinnumarkaði, ...

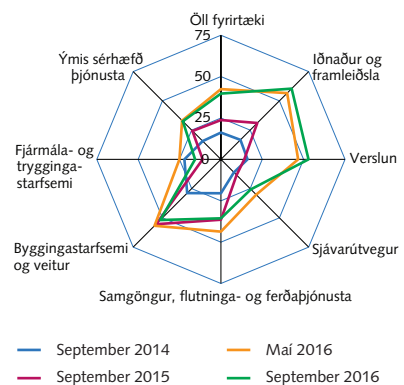
Vaxandi spennu gætir á vinnumarkaði sökum kröftugrar eftirspurnar eftir vinnuafli. Eins og áður hefur komið fram er atvinnuþátttaka orðin

Mynd IV-17  
Framleiðni í völdum iðnríkjum<sup>1</sup>



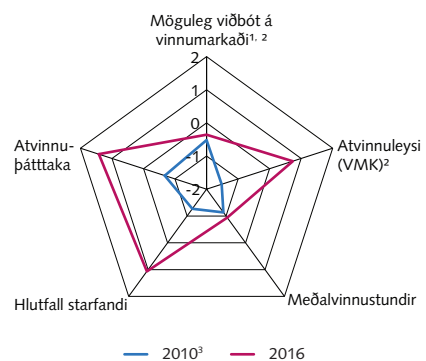
1. Framleiðni mæld sem VLF á föstu verðlagi á hverja unna stund. Vöxtur til 2014 fyrir Japan og Nýja-Sjáláland.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-18  
Fyrirtæki sem telja að skortur sé á starfsmönnum<sup>1</sup>  
Hlutfall fyrirtækja (%)



1. Árstíðarleiðréttar tölur.  
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-19  
Mælikvarðar fyrir spennu á vinnumarkaði fyrstu 3 fjórðunga ársins  
Frávik frá meðaltali árunna 2003-2016 mælt í fjölda staðalfrávika



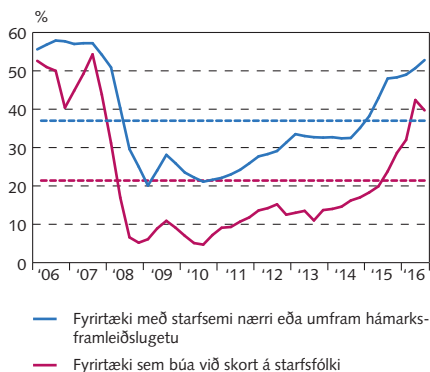
1. Þeir sem eru tilbúnir að hefja störf innan tveggja vikna en eru ekki að leita að vinnu, að leita að vinnu en ekki tilbúnir að hefja störf á næstu tveimur vikum og aðilar í hlutastarfi sem vilja vinna meira í hlutfalli af fjölda fólks á vinnufærum aldri.  
2. Stöðluð gildi margfölduð með -1 til að neikvætt frávik frá meðaltali sýni spennu. 3. Árið sem bati hófst á vinnumarkaði.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

4. Um þessi sjónarmið og önnur því tengd er m.a. fjallað í nýlegri skýrslu OECD *The Productivity-Inclusive Nexus* sem gerð var fyrir ráðherrafund aðildarríkjanna í júní 2016.

Mynd IV-20

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

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2016

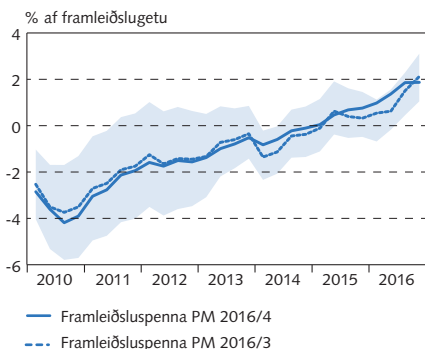


1. Samkvæmt viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Árstiðarleiðrétt gögn. Spurt er um hvort starfsemi sé nærri eða umfram framleiðslugetu tvisvar á ári. Ársfjórðungsleg gögn eru fengin með línulegri brúun (e. interpolation). Brotalínur sýna meðalhlotföll tímabilsins.  
Heimildir: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

Mynd IV-21

Framleiðsluspenna<sup>1</sup>

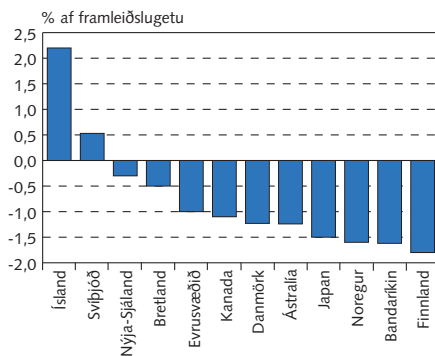
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016



1. Skyggða bilið sýnir ±1 fimm ára staðalfrávik. Grunnspá Seðlabankans 2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-22

Áætluð framleiðsluspenna 2016 í völdum iðnríkjum<sup>1</sup>



1. Mat Fjárlagaskrifstofu Bandaríkjaþings fyrir Bandaríkin, breska fjármálaráðuneytisins fyrir Bretland, Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins fyrir evrusvæðið og Finnland og seðlabanka Danmerkur, Íslands, Kanada, Noregs, Nýja-Sjálands og Svíþjóðar fyrir viðkomandi lönd. Fyrir önnur lönd er byggt á mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, október 2016).  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, breska fjármálaráðuneytið, Fjárlagaskrifstofa Bandaríkjaþings, Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins, seðlabankar Danmerkur, Kanada, Noregs, Nýja-Sjálands og Svíþjóðar, Seðlabanki Íslands.

áþekk því sem hún varð mest í byrjun árs 2007 og hlutfall starfandi stefnir í fyrra hámark. Meðalfjöldi vinnustunda og mælikvarðinn á mögulega viðbót á vinnumarkaði eru hins vegar enn undir sögulegu meðaltali.<sup>5</sup> Það gæti því enn verið eitthvert svigrúm til að mæta aukinni eftirspurn eftir vinnuafli með lengingu vinnuvikunnar, innflutningi vinnuafls eða aukinni þátttöku þeirra sem eru tilbúnir að vinna en eru ekki að leita að vinnu (mynd IV-19).

... sem hefur að hluta verið mætt með innflutningi vinnuafls ...

Hlutfall fyrirtækja sem telja sig búa við skort hefur verið það hátt undanfarið ár að líklega er erfitt fyrir þau að mæta skorti á starfsfólki nema með innflutningi vinnuafls, enda hefur hreinn innflutningur erlendra ríkisborgara numið um 2,5% af mannfjölda undanfarin tvö ár. Hlutfall erlendra ríkisborgara af mannfjölda hefur einnig aukist töluvert frá árinu 2013 og var um síðustu áramót orðið 8% sem er tæplega ½ prósentu hærra en það varð hæst þegar fjármálakreppan skall á.

... og því eykst framleiðsluspenna ekki eins mikið og áður hafði verið áætlað

Vísendingar úr viðhorfskönnun meðal stjórnenda gefa til kynna að það sé álíka miklum erfiðleikum háð að manna störf og mæta óvæntri eftirspurn og var í vor en á síðasta ári tók að þrengja töluvert að fyrirtækjum hvað þetta varðar (mynd IV-20). Það er í samræmi við mat bankans að slakinn sem myndaðist í kjölfar fjármálakreppunnar hafi snúist í spennu (mynd IV-21). Hagvöxtur á síðustu árum hefur verið umtalsverður og talið er að hann hafi verið meiri en sem nemur vexti framleiðslugetu þjóðarþúsins um nokkurt skeið. Nokkuð hefur þó létt á áraun á innlenda framleiðsluþætti með innflutningi vinnuafls. Er nú talið að vinnuafli verði flutt inn í ríkari mæli en áður hefur verið gert ráð fyrir og því eykst framleiðsluspennan ekki eins mikið og í ágústspánni þótt spáð sé heldur meiri hagvexti en þá. Talið er að framleiðsluspennan aukist fram á mitt næsta ár en minnki síðan smám saman á ný eftir það. Eins og sést á mynd IV-22 er staðan töluvert ólík því sem þekktist meðal annarra þróaðra ríkja en þar hefur ríkt þrálátur slaki.

5. Þeir sem eru í hlutastarfi en vilja vinna meira (oft nefndir vinnulitir), þeir sem eru að leita að vinnu en geta ekki hafið störf innan tveggja vikna og þeir sem geta hafið störf innan tveggja vikna en eru ekki að leita sér að vinnu teljast sem möguleg viðbót á vinnumarkaði.



## V Verðbólga

Verðbólga var 1,3% á þriðja fjórðungi þessa árs sem er í takt við ágústspá *Peningamála* og hefur verið undir verðbólguþakmiði Seðlabankans í hátt á þriðja ár. Húsnæðisverð hækkar enn og er sem fyrr helsti drifkraftur verðbólgunnar. Þrátt fyrir kröftugan efnahagsbata og umtalsverðar launahækkunir undanfarnin misseri hefur innlend verðbólga haldist lítil þar sem viðskiptakjarabati og gengishækkun krónunnar hafa vegið á móti. Undanfarna mánuði hefur hins vegar dregið úr alþjóðlegri verðhjöðnun og olíuverð hækkað og er útlit fyrir að sú þróun haldi áfram næstu misseri. Langtímaverðbólguvæntingar hafa smám saman þokast niður á við og virðist kjölfesta verðbólguþakmiðs Seðlabankans hafa styrkst.

### Nýleg verðbólguþróun

#### Verðbólga er undir þakmiði en hefur aukist frá útgáfu síðustu *Peningamála*

Verðbólga hefur verið undir þakmiði samfleytt í nær þrjú ár. Hún mældist 1,3% á þriðja ársfjórðungi sem var í takt við ágústspá *Peningamála* en hefur aukist nokkuð síðan. Að hluta má rekja melda aukningu til mistaka Hagstofu Íslands við útreikning vísitölu neysluverðs á tímabilinu mars til ágúst sl. sem voru leiðrétt í september. Vegna mistakanna var hækkun reiknaðrar húsaleigu fyrir marsmánuð ekki höfð til grundvallar við útreikning vísitölunnar í mars heldur í apríl. Þannig varð til eins mánaðar tímatoft á þessum lið í vísitölunni. Mistökin uppgötvuðust í september og voru leiðrétt með því að leggja hækkunir reiknaðrar húsaleigu bæði í ágúst og september til grundvallar septembermælingunni. Verðbólga var því í raun vanmetin á tímabilinu og voru áhrifin mest í júlí og ágúst. Verðbólga í ágúst hefði því átt að mælast 1,2% en ekki 0,9% eins og tölur Hagstofunnar sögðu og fór verðbólga því aldrei niður fyrir 1% neðri fráviksmörk verðbólguþakmiðsins.

Vísitala neysluverðs var óbreytt frá fyrri mánuði í október og mældist ársverðbólga 1,8% eins og í október í fyrra (mynd V-1). Helstu áhrifaþættir í október voru hækkun húsnæðisverðs og lækkun verðlags innfluttrar vöru. Vísitala neysluverðs án húsnæðis lækkaði hins vegar um 0,5% frá fyrra ári. Verðbólga miðað við samræmda vísitölu neysluverðs, sem undanskilur einnig húsnæðiskostnað, mældist 1,1% í september sl.

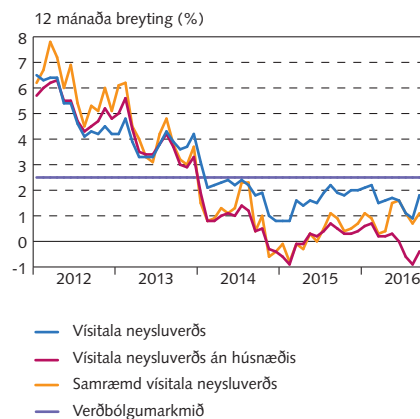
### Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísibendingar um verðbólguþrýsting

#### Hækkandi húsnæðisverð er ein helsta birtingarmynd innlands verðbólguþrýstings ...

Undirliggjandi verðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, hefur haldist undir eða við verðbólguþakmið síðan snemma árs 2014. Mældist hún 2,1% í október sl. og hefur aukist frá útgáfu *Peningamála* í ágúst. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu segja svipaða

Mynd V-1

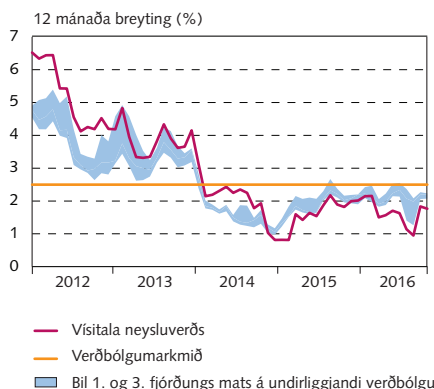
Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu  
Janúar 2012 - október 2016



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - október 2016

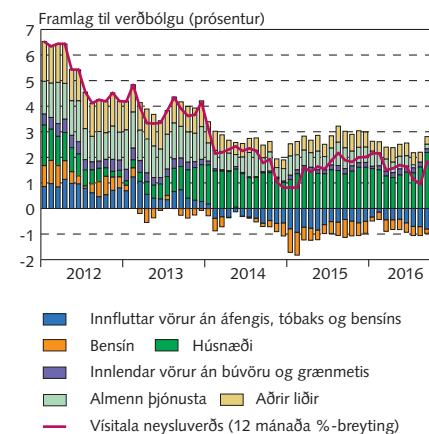


1. Skyggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölu sem horfa fram hjá áhrifum sveiflukenndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vögu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalíkani.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

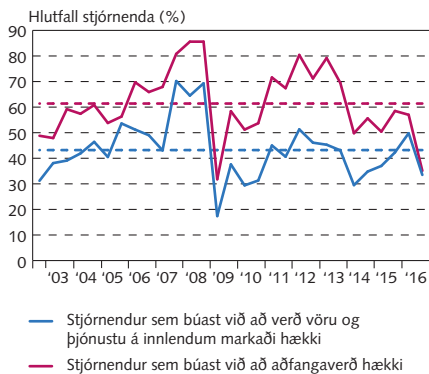
Undirlíðir verðbólgu  
Janúar 2012 - október 2016



Heimild: Hagstofa Íslands.

## Mynd V-4

Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð á næstu 6 mánuðum 2002-2016<sup>1</sup>

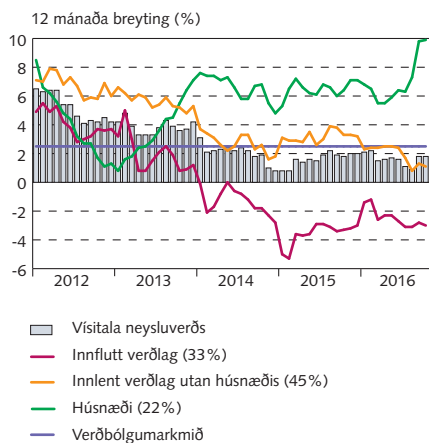


1. Brotlínur sýna meðaltöl frá árinu 2002.  
Heimild: Gallup.

## Mynd V-5

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

Janúar 2012 - október 2016



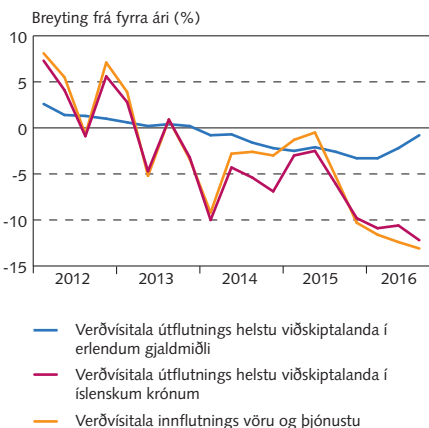
1. Innflutt verðbólga er nálguð með verði innfluttrar mat- og drykkjavöru, nýrra bíla og varahluta, bensíns og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálguð með verði innlendra vöru og almennrar og opinberar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-6

Innflutningsverð og alþjóðlegt útflutningsverð<sup>1</sup>

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2016



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

sögu. Flestir þeirra benda til þess að hún hafi verið um 2% í október (mynd V-2).<sup>1</sup>

Enn sem komið er sjást ekki afgerandi merki um vaxandi almannan innlendan verðbólguþrýsting þrátt fyrir aukinn kaupmátt og kröftugan efnahagsbata. Þess sjást þó skýrari merki í þróun húsnæðisverðs sem hefur verið helsti drifkraftur verðbólgu undanfarin misseri (mynd V-3). Þar vegur takmarkað framboð einnig þungt en fjárfesting í íbúðarhúsnæði hefur verið fremur lítil og mikil aukning hefur verið í útleigu íbúða til ferðamanna, sérstaklega á höfuðborgarsvæðinu (sjá kafla III). Fleiri vísbendingar um að spenna sé að aukast á húsnæðismarkaði má sjá í haustkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þar kemur fram að um 60% fyrirtækja í byggingastarfsemi búast við að innlent afurðaverð þeirra muni hækka á næstu sex mánuðum. Hins vegar virðast greinar sem reiða sig í ríkari mæli á innflutning ekki telja sömu ástæðu til að hækka verð á næstunni. T.d. þjuggust aðeins 13% fyrirtækja í verslun við að hækka verð á næstu sex mánuðum en í fyrri könnun bjóst tæplega helmingur þeirra við að þurfa að hækka verð. Á heildina litið lækkar hlutfall fyrirtækja sem telja þörf á að hækka verð úr 50% í fyrri könnun í 34% nú (mynd V-4). Sömu sögu er að segja um væntingar stjórnmenda til aðfangaverðs en 35% þeirra þjuggust við verðhækkunum aðfanga á næstu sex mánuðum samanborið við 57% í mars sl.

## ... en herra gengi krónunnar vegur á móti

Eins og fjallað er um í rammagrein 5 í *Peningamálum* 2016/2 hefur hækkun á gengi krónunnar og lækking á verði innfluttrar vöru verið meginástæða þess að verðbólga hefur verið undir markmiði síðan snemma árs 2014. Þróunin hefur lagst á sveif með aðhaldssamri peningastefnu við að halda aftur af verðbólguþrýstingi frá vinnumarkaði. Framlag innflutts verðlags hefur enn nokkur áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs (mynd V-5) þótt olíuverð hafi nýverið tekið að hækka og dregið hafi úr verðlækkunum útflutnings helstu viðskiptalanda í erlendum gjaldmiðlum (mynd V-6). Á móti vegur hækkun á gengi krónunnar sem hefur leitt til þess að árslækkun útflutningsverðs helstu viðskiptalanda í krónum hefur haldist í ríflega 10% allt þetta ár og hefur innflutningsverð þróast með áþekkingu hætti.

Hægt hefur á ársþækkun innlands verðlags án húsnæðis frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Í október nam hækkun þess 1,1% en meðalhækkunin fyrstu sex mánuði ársins var 2,4%. Þar vegur þungst liðurinn almenn þjónusta sem hækkaði einungis um 0,9% í október. Frá og með júlí sl. hefur framlag almennrar þjónustu til ársverðbólgu verið afar lágt í sögulegu samhengi. Hins vegar hefur opinber þjónusta hækkað meira í verði en almenn þjónusta (mynd V-7). Laun eru í flestum tilvikum stærsti kostnaðarliður þjónustufyrirtækja og mætti því búast við að afurðaverð í þjónustugeirunum hefði hækkað meira en raun ber vitni þegar horft er til launahækkana undanfarið. Þar gæti þó sennilega talsverðra áhrifa af gengishækkun krónunnar því

1. Rétt er að benda á að vegna mistaka Hagstofunnar var undirliggjandi verðbólga einnig vanmetin á tímabilinu mars til ágúst sl. Að sama skapi munu opinberar tölur Hagstofunnar ófmeta verðbólgu (hvort sem lítið er til vísitölu neysluverðs, kjarnavísitalna eða tölfræðimælikvarða) yfir sama tímabil á næsta ári.

að þótt þjónustugreinar séu almennt mannaflsfrekari en aðrar greinar nota þær einnig innflutt aðföng.<sup>2</sup> Lækkandi aðfangaverð hefur auðveldað innlendum fyrirtækjum að taka á sig aukinn launakostnað án þess að hækka verð og þannig haldið aftur af verðbólgu. Innlendum verðbólguþrýstingur virðist hins vegar hafa aukist frá því í byrjun árs, þótt hann sé enn hóflegur á flesta mælikvarða (mynd V-8). Sem fyrr eru það helst vísbendingar af vinnumarkaði sem benda til aukins verðbólguþrýstings sem sést af því að launakostnaður á framleidda einingu hefur hækkað langt umfram aðra mælikvarða á innlenda verðbólguþrýsting.

### Laun talin hafa hækkað meira árið 2015 en bráðabirgðatölur Hagstofunnar gefa til kynna ...

Laun samkvæmt launavísitölunni hafa hækkað í takt við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá og launaskrið hefur verið svipað og spáð var. Launavísitalan hækkaði um 1,6% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og nam hækkun hennar frá sama fjórðungi síðasta árs 11%. Ef lítið er til sögulegrar reynslu er launaskrið enn óverulegt miðað við hversu stór hluti fyrirtækja telur sig búa við skort á starfsfólki. Líklegt er að lítið launaskrið skýrist af því að atvinnurekendur flytja inn vinnuafli í stað þess að keppa um starfsmenn með yfirboðum í launum (sjá kafla IV).

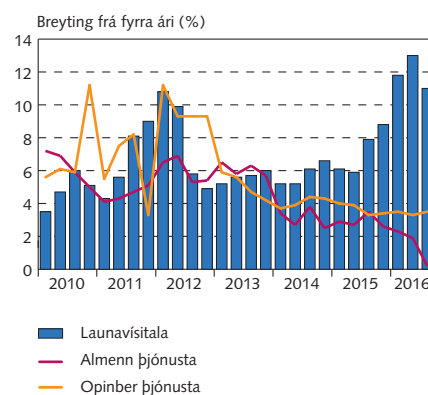
Eins og fjallað var um í rammagrein 2 í *Peningamálum 2016/2* sýndu fyrstu áætlanir Hagstofunnar í mars um hækkun launa og launatengdra gjalda að hækkun launa á tímameiningu hafi verið 5,5% árið 2015 sem er um helmingi minna en þau 10,4% sem gert hafði verið ráð fyrir í spá *Peningamála* í febrúar. Mat Hagstofunnar í september sl. á hækkun launa í fyrra var óbreytt frá marsbirtingunni og er lágt í ljósi mikilla umsaminnna launahækkana og rímar illa við áætlanir samningsaðila sem byggðar eru á þeim. Hækkunin er einnig minni en hækkun launavísitölunnar milli ára, sem nam 7,2%, en telja verður ólíklegt að laun á tímameiningu hafi hækkað minna en launavísitalan í ljósi vanmats hennar á launahækkunum á árinu 2015 (sjá rammagrein 4 í *Peningamálum 2015/4*). Tölur Hagstofunnar gefa til kynna að launahlutfallið hafi lækkað um tæplega 1 prósentu árið 2015 sem verður einnig að teljast ólíklegt miðað við sögulegt samband framleiðsluspennu og launahlutfalls. Í ljósi vaxandi spennu í þjóðarþúinu ætti launahlutfallið að jafnaði að vera að hækka en ekki lækka (mynd V-9). Ef lítið er til þróunar launahlutfallsins frá því að það tók að hækka aftur árið 2010 hefur það hækkað að meðaltali um 1,6 prósentur á ári. Hefði hlutfallið hækkað jafn mikið í fyrra hefðu laun á tímameiningu hækkað um 10,2%, en 7,3% hækkun hefði þurft til að launahlutfallið héldist óbreytt milli ára í fyrra. Þá birti Hagstofan í september tölur um ráðstöfunartekjur heimilageirans sem eru að mestu byggðar á skattframtölum einstaklinga, en samkvæmt þeim tölum hækka laun á tímameiningu á árinu 2015 töluvert meira en samkvæmt framleiðsluþrýsting.

2. Samkvæmt aðfanga-afurðatölum (e. input-output) OECD frá árinu 2011 (<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=IOTS>) nam hlutfall erlendra aðfanga í almennum þjónustugreinum hér á landi allt að 15%. Hlutfallið var í flestum tilfellum talsvert lægra í opinberri þjónustu (t.d. um 5% í menntun og opinberri stjórnsýslu) sem skýrir að einhverju leyti af hverju verð opinberra þjónustu hefur hækkað meira en þjónustu á almennum markaði.

Mynd V-7

### Laun og verðlag þjónustu

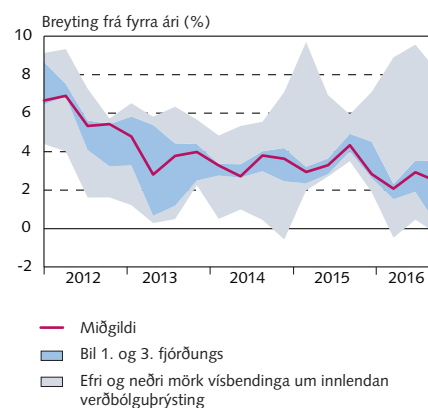
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2016



Mynd V-8

### Innlendum verðbólguþrýstingur<sup>1</sup>

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2016

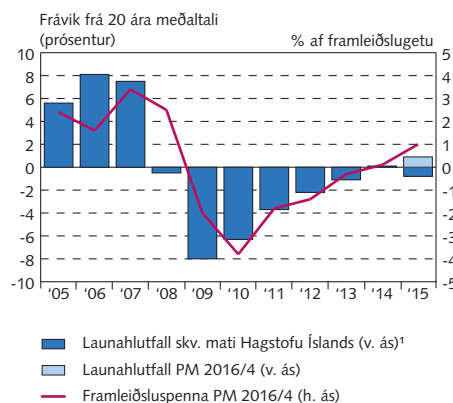


1. Skyggða svæðið inniheldur fimm vísbendingar um innlenda verðbólguþrýsting. Vísbendingarnar eru launakostnaður á framleidda einingu (hreyfanlegt meðaltal), verðvísitala landsframleiðslu, verð almennrar þjónustu, verð innlendrar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2016 fyrir verðvísitölu landsframleiðslu og tímabilið 2015-2016 fyrir launakostnað á framleidda einingu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

### Launahlutfall og framleiðsluspenna 2005-2015

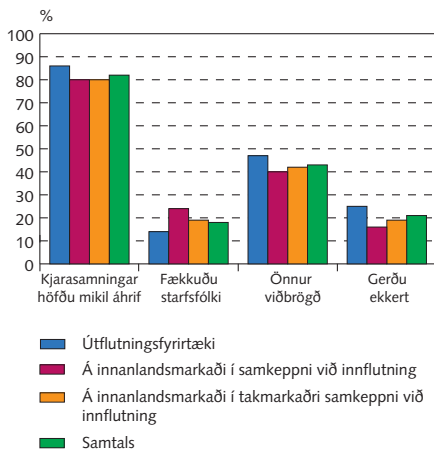


1. Hlutfall launa og launakostnaðar af vergus þáttatekjum. 20 ára meðaltal er 60,8% (1995-2014, 1997-grunnur).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-10

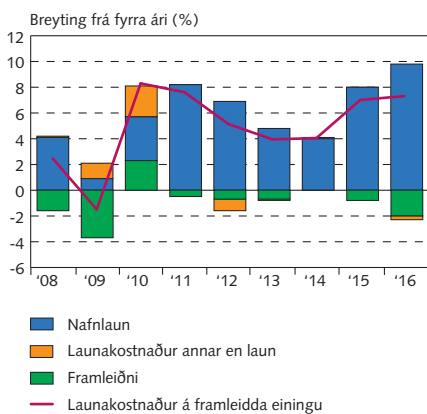
Áhrif kjarasamninga á rekstur fyrirtækja og viðbrögð þeirra



Heimild: Samtök atvinnulífsins.

Mynd V-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirlíða 2008-2016<sup>1</sup>

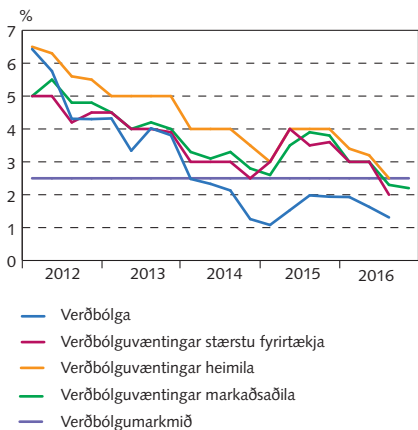


1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-12

Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2016



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hagstofunnar eða um 7,4% milli ára sem er í takt við hækkun launavísitölunnar. Að lokum bendir könnun Samtaka atvinnulífsins meðal aðildarfélaga sinna til þess að algengara hafi verið að fyrirtæki hafi gripið til annarra aðgerða til að draga úr kostnaði vegna umsaminna launahækkana en að segja upp fólki (mynd V-10). Nefna mörg þeirra að þau hafi dregið úr yfirvinnu, en það gæti skýrt að laun á vinnustund hafi ekki hækkað eins og fyrstu áætlanir gerðu ráð fyrir.

Í ljósi þessara vísbendinga er áfram gert ráð fyrir að laun hafi hækkað meira í fyrra en bráðabirgðatölur framleiðsluuppgjörs Hagstofunnar benda til. Talið er að þau hafi hækkað um 8% í fyrra sem er minna en gert var ráð fyrir í ágúst. Þetta hefur í för með sér að launahlutfallið er talið hafa verið um 61½% af vergum þáttatekjum í fyrra og hafa hækkað um ¾ prósentur frá árinu 2014.

### ... og áfram horfur á mikilli hækkun launakostnaðar í ár

Ekki hafa verið gerðar breytingar á mati á launaþróuninni í ár eða á spátímanum frá síðustu spá og er því gert ráð fyrir sambærilegum hækkunum milli fjórðunga og þá var. Þar sem talið er að laun hafi hækkað minna í fyrra en talið var í ágúst verður hækkunin milli ársmeðaltala einnig minni í ár. Gert er ráð fyrir að laun hækki um tæplega 10% milli ársmeðaltala í ár og að launahlutfallið hækki í um 64½% sem er 3½ prósentu umfram meðaltal síðustu tuttugu ára. Á móti miklum launahækkunum vegur tæplega 2% framleiðnivöxtur. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar því um 7½% í ár sem er um 1½ prósentu minni vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst (mynd V-11). Eins og áður er ekki gert ráð fyrir að endurskoðun kjarasamninga í febrúar á næsta ári leiði til frekari launahækkana en þegar hefur verið samið um. Blikur virðast þó á lofti hvað það varðar og þá gæti launaskrið einnig verið vanmetið í ljósi þeirrar spennu sem hefur myndast á vinnumarkaði.

## Verðbólguvæntingar

### Skammtímaverðbólguvæntingar nálgast verðbólgu markmið ...

Verðbólguvæntingar til eins og tveggja ára hafa lækkað talsvert undanfarin misseri samfara hjóðnun verðbólgu (mynd V-12). Samkvæmt könnun Gallup í september á verðbólguvæntingum heimila lækkuðu þær verulega milli kannana og hafa aldrei mælst lægri. Verðbólguvæntingar þeirra til eins árs mælast nú 2,5% og lækkuðu um 0,7 prósentur milli kannana. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára lækkuðu um 1 prósentu milli kannana og eru nú 3%. Svipaða sögu er að segja af stjórnendum fyrirtækja en verðbólguvæntingar þeirra til eins árs hafa ekki mælst lægri ef undan eru skildar kannanir strax í kjölfar fjármálakreppunnar. Gera þeir ráð fyrir að verðbólga verði 2% eftir eitt ár sem er lækkun um 1 prósentu frá sambærilegri könnun í maí. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru 3% og lækkuðu um ½ prósentu frá könnuninni sem var framkvæmd í mars og hafa aldrei mælst lægri.

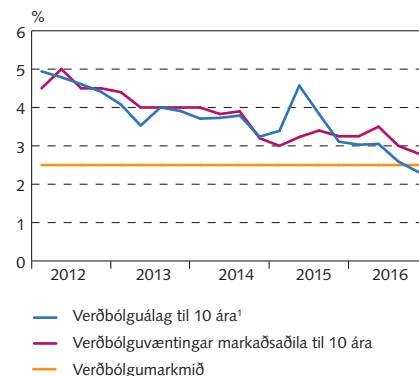
Verðbólguvæntingar markaðsaðila hafa einnig lækkað undanfarið. Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í byrjun nóvember bjuggust markaðsaðilar við að verðbólga yrði 2,2% eftir ár sem er svipað og þeir gerðu ráð fyrir í sambærilegri könnun í ágúst. Verð-

bólguvæntingar þeirra til tveggja ára eru 3% sem er óbreytt frá því í ágúst. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til skamms tíma, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, lækkaði einnig í kjölfar vaxtalækkunar Seðlabankans í ágúst en hækkaði aftur eftir birtingu á verðbólguálagi Hagstofunnar í september. Meðaltal verðbólguálags til eins og tveggja ára var 2,4% í október sl.<sup>3</sup>

### ... og kjölfesta langtíma verðbólguvæntinga í verðbólgu markmiði virðist styrkjast

Verðbólguvæntingar markaðsaðila til langs tíma hafa smám saman þokast niður í verðbólgu markmið bankans. Samkvæmt nóvemberkönnun bankans vænta markaðsaðilar um 2,8% verðbólgu að meðaltali á næstu tíu árum sem er lækkun um 0,2 prósentur frá fyrri könnun (mynd V-13). Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði segir svipaða sögu en tíu ára álagið hefur verið um 2,4% það sem af er fjórða ársfjórðungi. Athyglisvert er að vaxtalækkun Seðlabankans í ágúst og leiðrétting á mistökum Hagstofunnar við mælingu vísitölu neysluverðs höfðu mun minni áhrif á verðbólguálag til langs tíma en til skamms tíma. Bendir það, ásamt nýlegri þróun verðbólguvæntinga og verðbólguálags, til þess að verðbólguvæntingum hafi verið sköpuð traustari kjölfesta.

Mynd V-13  
Langtíma verðbólguvæntingar  
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2016



1. Talan fyrir 4. ársfjórðung 2016 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Varlega þarf þó að fara í túlkun á álaginu þar sem það inniheldur einnig áhættuþóknun sem tengist seljanleika bréfanna auk áhættuþóknunar vegna óvissu um verðbólgu.



Í byrjun júní sl. kynnti Seðlabanki Íslands nýtt stjórnæki til sögunnar, svokallað fjárstreymistæki (e. capital flow management measure), sem er gagngert ætlað að tempra og hafa áhrif á samsetningu fjármagnsflæðis til landsins. Stjórnækið byggist á reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris í samræmi við nýtt bráðabirgðaákvæði laga nr. 87/1992, um gjaldeyrisráð.<sup>1</sup> Stjórnækinu er ætlað að draga úr tímabundinni áhættu tengdri óhóflegu fjármagnsinnflæði, styðja við aðra þætti innlendrar hagstjórnar og stuðla með því að þjóðhagslegum og fjármálalegum stöðugleika. Í kjölfar þess að tækið var virkjað hefur dregið verulega úr fjármagnsflæði inn á innlendan skuldabréfamarkað og vísbendingum fækkað um bresti í miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn. Fjárstreymistækið tekur mið af núgildandi regluverki gjaldeyrisráða en vinna stendur yfir við að undirbúa endanlega útfærslu tækisins og varanlegan lagalegan grundvöll þess.

### Frelsi fjármagnshreyfinga hefur löngum sveiflast í takt við breytingar á viðhorfum til ábata og áhættu þeirra

Hversu umfangsmikið og sveiflukennt alþjóðlegt fjármagnsflæði er hefur breyst í árunna rás og m.a. ráðist af mismiklu frjálstræði. Það hefur síðan átt rætur að rekja til breytilegra viðhorfa til almenns ábata og áhættu af fjármagnshreyfingum (Reinhart o.fl., 2008, 2016). Frjálstræðinu óx almennt ásmegin í kjölfar falls Bretton-Woods-gengissamstarfsins á áttunda áratug síðustu aldar og allt fram að alþjóðlegu fjármálakreppunni sem hófst árið 2007. Tíðar kreppur í nýmarkaðsríkjum vegna skyndilegra straumhvarfa fjármagnsflæðis (e. sudden stop crises) breyttu ekki í meginatriðum þeirri þróun enda taldar skýrast einkum af veikburða stofnanaumgjörð og misráðinni hagstjórn í þessum ríkjum og skipta því síður máli í þróuðum ríkjum (Obstfeld, 1998, Calvo o.fl., 2006; sjá einnig rammagrein IV-1 í *Peningamáli* 2008/3). Notkun fjárstreymistækja hafði þó tilhneigingu til að aukast í ýmsum nýmarkaðsríkjum í kjölfar þessara kreppa.

Á andanförunum árum hefur pendúllinn sveiflast nokkuð til baka og kastljósið beinst í auknum mæli að þeirri áhættu sem getur fylgt fjármagnsflæði þrátt fyrir ýmsa vel þekkta ábata þess. Um leið hefur skapast aukin samstaða um að stjórnvöld, jafnvel í þróuðum ríkjum, geti við tiltekna aðstæður þurft tímabundið á sér-tækum stjórnækjum að halda til að draga úr slíkri áhættu (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2011a, 2012).<sup>2</sup> Þetta endurspeglar m.a. aukinn skilning á þeirri hættu sem felst í því að á meðan á óhóflegu innstreymi (e. inflow surge) stendur virðast innlendir efnahagsreikningar styrkjast vegna meðfylgjandi hækkunar eignaverðs og gengis. Er það til þess fallið að kynda undir enn frekari eftirspurn og áhættusækni uns veikleikar koma að lokum upp á yfirborðið, tiltrú brestur, viðsnúningur verður í fjármagnsflæði og efnahagssamdráttur og jafnvel fjármálaáfall skellur á (mynd 1).<sup>3</sup>

1. Samanber 2. gr. laga nr. 42/2016, um breytingu á lögum um gjaldeyrisráð, lögum um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum og lögum um sérstakan skatt á fjármálafyrirtæki, sem tóku gildi 2. júní sl. og reglur nr. 490/2016, um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris 4. júní sl., með breytingum 16. júní og 31. október.

2. Þar sem verulegt fjármagnsústreymi með tilheyrandi efnahagssamdrætti og jafnvel fjármálakreppu fylgir oft í kjölfar mikils innflæðis er jafnan talið æskilegra að bregðast við innstreyminu í tæka tíð, t.d. með beitingu fjárstreymistækja, í stað þess að reisa skorður við ústreyminu þótt slíkt geti við vissar aðstæður reynst nauðsynlegt eins og raunin var hér á landi (sjá einnig Jeanne og Korinek, 2013).

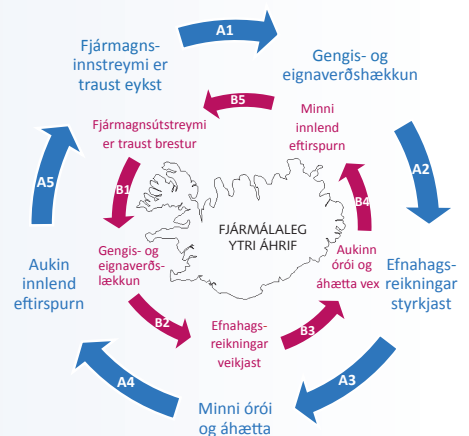
3. Framvinda af þessu tagi er dæmi um fjármálaleg ytri áhrif fjármagnsflæðis (e. pecuniary externalities) sem birtast t.d. í tilhneigingu til óhóflegrar erlendar skuldsetningar þar sem markaðsaðilar taka ekki tillit til kerfislægra áhrifa viðskipta sinna á eignaverðs- og gengisþróun sem síðan valda öðrum aðilum sem komu ekki að viðskiptunum, og jafnvel almenningi öllum, fjárhagslegum skaða. Tilvist slíkra ytri áhrifa má nota sem rök fyrir hagstjórnarinngripum til að leiðrétta markaðsbrest af þessu tagi (Korinek, 2011).

## Rammagrein 1

### Fjármagnsflæði og nýtt fjárstreymistæki Seðlabankans

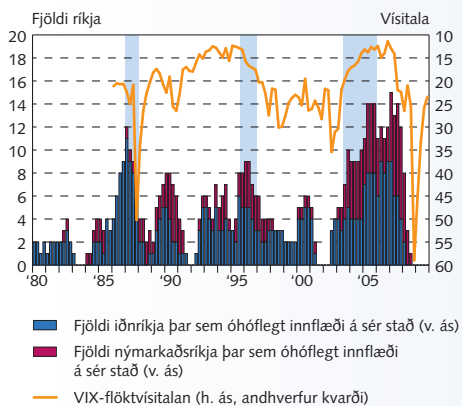
Mynd 1

Sjálfvandi hringrás breytinga í fjármagnsflæði, áhættusækni og stærð efnahagsreikninga<sup>1</sup>



1. Myndin byggist að hluta á Korinek (2011) og Bruno og Shin (2015).

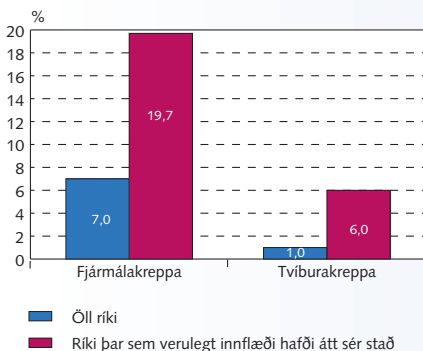
Mynd 2  
Skeið óhóflegs fjármagnsinnflæðis<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir fjölda ríkja þar sem óhófleg aukning á sér stað í fjármagnsinnflæði skv. skilgreiningu Forbes og Warnock (2012a). Skyggð svæði sýna þau tímabil sem eru skilgreind sem skeið óhóflegrar aukningar í fjármagnsinnflæði til Íslands. VIX-vísitalan er algengur mælikvarði á áhættusækni og óvissu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Heimildir: Forbes og Warnock (2012a), Macrobond, Seðlabanki Íslands.

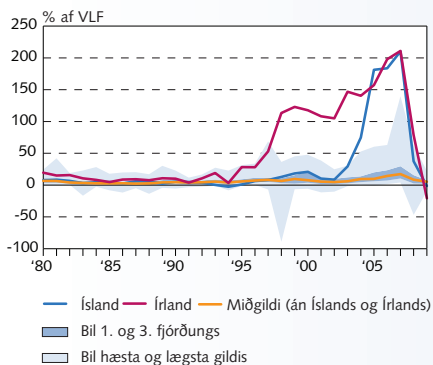
Mynd 3  
Fjármagnsinnflæði og fjármálakreppu<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir hlutfall tilvika þar sem fjármálakreppa átti sér stað í 53 nýmarkaðsríkjum á tímabilinu 1980-2014, bæði heilt á lítið og þar sem óhóflegt innflæði hafði átt sér stað í aðdragandanum.

Heimildir: Ghosh, Ostry og Quereshi (2016), Seðlabanki Íslands.

Mynd 4  
Alþjóðlegur samanburður á fjármagnsinnflæði 1980-2009<sup>1</sup>



1. Fjármagnsinnflæði frá erlendum aðilum endurspeglar hrein kaup erlendra aðila á innlendum eignum á hvernju ári og birstir því í auknum kröfum á innlenda aðila. Flæði er mælt í Bandaríkjadólu og sýnt sem hlutfall af VLF miðað við metinn leitniferil hennar skv. HP-sú.

Heimildir: Broner, T. Didier og Schmukler (2013).

## Áhætta tengd fjármagnsinnflæði er mismikil eftir aðstæðum ...

Fjármagnsinnstreymi fylgir mismikil áhætta. Hún fer eftir aðstæðum og ræðst einkum af umfangi og samsetningu innflæðisins og notkun þeirrar fjármögnunar sem það felur í sér, ásamt viðnámsþrótti innlendra fjármálamarkaða og efnahagsreikninga gagnvart auknu innflæði og þeim sveiflum sem geta fylgt flæðinu (Ostry o.fl., 2011, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2011a). Tímabil óhóflegs innflæðis koma gjarnan í bylgjum (mynd 2) og tengjast einkum alþjóðlegum fjármálaskilyrðum (e. push factors) en einnig innlendum þáttum (e. pull factors) (Reinhart og Rogoff, 2008, Forbes og Warnock, 2012a, Broner o.fl., 2013). Fjármagnsinnstreymi er einnig misáhættu- og -ábatasamt fyrir landið sem fjármagnið flæðir til eftir því um hvers konar fjármagn er að ræða (Hogghart o.fl., 2016). Bein erlend fjárfesting er t.a.m. almennt talin ákjósanlegt og áhættulítið form innstreymis enda byggist hún gjarnan á langtímaviðskiptasambandi og felur í sér miðlun á þekkingu og tækni.<sup>4</sup> Vaxtamunarviðskiptum og öðru spákaupmennskufleði virðist hins vegar fylgja hverfandi þjóðhagslegur ábati en um leið meiri áhætta, ekki síst við aðstæður þar sem markaðir eru tiltölulega grunnir og viðnámsþróttur innlendra efnahagsreikninga er ófullnægjandi.

## ... og getur verið þjóðhagslegs og/eða fjármálalegs eðlis

Áhætta vegna fjármagnsinnstreymis getur einkum verið tvenns konar eftir áhrifum þess á þjóðarbúskapinn og fjármálakerfið. Hún getur verið þjóðhagslegs eðlis, t.d. tengd ofrís innlends gjaldmiðils, ósjálfbærum vexti eftirspurnar með tilheyrandi viðskiptahalla, óhóflegum og skekkjandi tilflutningi framleiðsluþátta á milli geira eða aukinni áraun á innlenda hagstjórn. Hún getur einnig verið fjármálalegs eðlis þegar umfang innstreymisins er slíkt að það kyndir undir útlána- og eignaverðsbólur eða ósjálfbærni í stærð eða samsetningu erlends efnahagsreiknings þjóðarbúsins með tilheyrandi kerfisáhættu sem ógnar fjármálastöðugleika (Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2011a, Ostry o.fl., 2011, og Ahrend o.fl., 2012). Loks getur áhætta tengd innstreymi verið hvort tveggja í senn, þjóðhagslegs og fjármálalegs eðlis. Samkvæmt rannsókn Ghosh o.fl. (2016) lauk um fimmtungu tilvika þar sem innstreymi til nýmarkaðsríkja var óhóflegt á undanförunum áratugum með fjármálakreppu, sem gæti gefið til kynna að líkur á fjármálaáfalli séu nærri þrefalt meiri í ríkjum þar sem innstreymi er óhóflegt (mynd 3).

## Nær fordæmalaust umfang fjármagnsflæðis gegndi veigamiklu hlutverki í síðustu fjármálakreppu hér á landi ...

Í aðdraganda síðustu fjármálakreppu átti sér stað fjármagnsflæði (mynd 4 sýnir innflæðið) sem var nær fordæmalaust að umfangi og kynti undir verulegt þjóðhagslegt og fjármálalegt ójafnvægi. Gróf það um leið undan áhrifamætti peningastefnunnar með því að gera vaxtafarveg hennar ógreiðfærari (mynd 5), beina miðluninni um ófyrirsjáanlegan gengisfarveg og hvetja til skuldsetningar í erlendum gjaldmiðli. Þessi atburðarás endaði með alvarlegustu fjármálakreppu í sögu landsins og innleiðingu víðtækra fjármagnshafta (sjá nánari umfjöllun í Bjarni G. Einarsson o.fl., 2015, 2016a, 2016b, m.a. um sterk smitáhrif alþjóðlegra fjármálaskilyrða á innlendan þjóðarbúskap og fjármálakerfi á liðlega aldarlöngu tímabili).

4. Þegar fjárfesting í einu landi á 10% eða meira hlutfé í fyrirtæki í öðru landi kallast það bein erlend fjárfesting (e. foreign direct investment, FDI). Nýleg grein Blanchard og Acalin (2016) bendir þó á mælivanda við mat á beinni erlendri fjárfestingu sem geti gert það að verkum að inn í hana mælist einnig skammtíamfjármagnsflæði.



### ... og áskoranir vegna fjármagnsinnflæðis sögðu til sín á ný í kjölfar birtingar losunaráætlunar stjórnvalda í fyrra

Á þeim liðlega átta árum sem liðin eru frá falli bankakerfisins hefur verið undið ofan af fyrrgreindu ójafnvægi, hagstjórnarumbætur á ýmsum sviðum kynntar til sögunnar og innlendir efnahagsbati sótt í sig veðrið.<sup>5</sup> Um leið hefur stærstu hindrunum fyrir losun fjármagnshafna, þ.e. þeim er tengjast uppgjöri slitabúa fallinna fjármálagfyrirtækja og útistandandi aflandskrónum, ýmist verið rutt úr vegi eða þær aðgreindar með þeim hætti að unnt var að taka stór skref og frekari skref eru áformuð um næstu áramót í átt til almennrar losunar fjármagnshafna. Í kjölfar kynningar á endurskoðaðri losunaráætlun stjórnvalda í júní í fyrra tók þegar að gæta aukins innstreymis á skuldabréfamarkað með þeim afleiðingum að langtímavextir og líftímaálag (e. term premia) lækkuðu (mynd 6 og mynd 12 hér á eftir) þrátt fyrir vaxtahækkanir Seðlabankans (sjá umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2015/4). Miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn virtist því vera tekin að breyta á ný og færast í auknum mæli yfir í óvissan og sveiflukenndan gengisfarveg. Áskoranir vegna innflæðis, sem hefur verið litlum takmörkunum háð frá árinu 2009, sögðu því til sín áður en höft á útlæði höfðu verið losuð að nokkru marki. Það kom nokkuð á óvart og vinnu við þróun nýs fjárstreymis-tækis fyrir Seðlabankann var því hraðað.<sup>6</sup>

### Vinna við þróun fjárstreymistækisins tók einkum mið af ráðleggingum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, ...

Við þróun nýs fjárstreymistækis fyrir Seðlabankann var horft til ráðlegginga Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, reynslu annarra ríkja og innlendra efnahagsaðstæðna. Árið 2012 gaf sjóðurinn í fyrsta sinn út almennar leiðbeiningar (e. institutional view) um hvernig skuli bregðast við sviptingum í fjármagnsstreymi og standa að losun fjármagnshafna. Samkvæmt þeim getur verið ráðlegt að beita fjárstreymistækjum við tiltekna aðstæður, t.d. þegar verulegt innstreymi á sér stað, þjóðhagsleg eða fjármálag áhætta er tekin að byggjast upp og svigrúm til hefðbundinna hagstjórnarviðbragða, svo sem í formi herts aðhalds í peninga- og/eða ríkisfjármálum, er af skornum skammti. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn leggur áherslu á að fjárstreymistækjum sé ekki ætlað að koma í stað hefðbundinna hagstjórnarviðbragða heldur frekar að styðja við þau þegar aðstæður krefjast (mynd 7). Loks leggur sjóðurinn áherslu á að gagnsæi, skilvirkni og sem minnst mismunur einkenni notkun og hönnun fjárstreymistækja, auk þess sem undið sé ofan af notkun þeirra um leið og aðstæður leyfa vegna óæskilegra hliðarverkana sem þau geta valdið (Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2012).

### ... reynslu annarra ríkja af notkun fjárstreymistækja ...

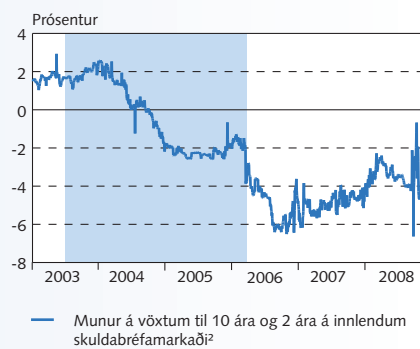
Umtalsverð óvissa ríkir um hversu árangursrík fjárstreymistækni eru í ljósi takmarkaðrar reynslu. Það eru helst ríki í Suður-Asíu og Suður-Ameríku sem hafa notað fjárstreymistækni á undanförunum árum, einkum í formi sérstakrar bindiskyldu eða skatts á innflæði fjármagns

- Meðal nýrra stjórnækja eru lausafjárreglur og fjármögnunarhlutfall í erlendum gjaldmiðlum sem er ætlað að styrkja viðnámsþrótt fjármálagfyrirtækja gagnvart lausafjár-áfallum og takmarka getu þeirra til að taka óhóflega gjaldmiðla- og gengisáhættu. Þótt þau hafi áhrif á fjármagnsflæði teljast þau vart fjárstreymistækni skv. viðmiðunum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins nema við skilyrði þegar innflæði er talin mikilvæg uppspretta kerfisáhættu sem þurfi að bregðast við. Annað stjórnækni sem hefur verið beitt í auknum mæli eru inngríp á gjaldeyrismarkaði, sem geta unnið gegn áhrifum innflæðis á gengi.
- Þróun slíks tækis hafði m.a. verið boðuð í Seðlabanki Íslands (2010, 2012). Í ársfundaræðu seðlabankastjóra í mars 2016 kom enn fremur fram að æskilegt væri að lagalegur grundvöllur slíks tækis myndi liggja fyrir áður en fyrirhugað aflandskrónuútböð færi fram.

Mynd 5

Innlend vaxtaþróun á tímabili óhóflegs skuldainnflæðis til Íslands<sup>1</sup>

Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 30. desember 2008



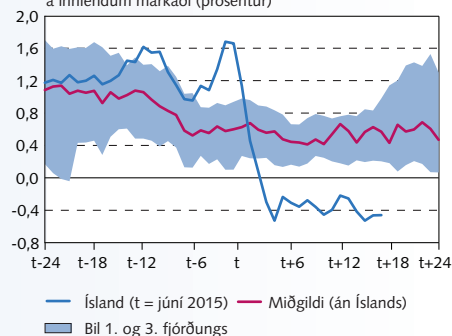
1. Skyggða svæðið sýnir tímabil óhóflegrar aukningar í skuldainnflæði frá erlendum aðilum til Íslands. 2. Út frá metnum nafnvaxtaferli. Við matið er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa.

Heimildir: Forbes og Warnock (2012b), Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Vaxtamunur á innlendum skuldabréfamarkaði á skeiðum óhóflegs skuldainnflæðis í litlum, þróuðum og opnum hagkerfum<sup>1</sup>

Mismunur ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa til 10 og 2 ára á innlendum markaði (prósentur)

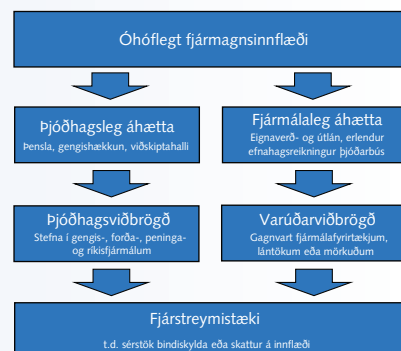


1. Byggt á mati Forbes og Warnock (2012b) á óhóflegum skuldainnflæðis-skeiðum. Upphafsmánuður innflæðisskeiðs er einkennur með t. Gögnin ná yfir 22 skuldainnflæðisskeið þar sem seðlabankar voru í stýrivaxta-hækkunarferli er skeiðið hófst.

Heimildir: Forbes og Warnock (2012b), Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Notkun fjárstreymistækja til að bregðast við þjóðhagslegri og/eða fjármálaglegri áhættu



Heimildir: Ostry o.fl. (2011), Seðlabanki Íslands.

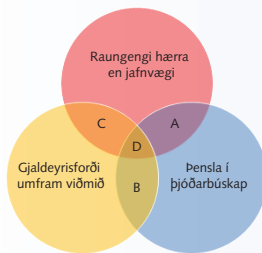
Mynd 8  
Notkun fjárstreymistækja í ýmsum ríkjum

Skattur á innflæði	Binding á innflæði
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Brasilía 1993-1997, 2009-2013</li> <li>• Suður-Kórea 2010-</li> <li>• Tailand 2010-</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Chile 1991-1998</li> <li>• Kólumbía 1993-1998, 2007-2008</li> <li>• Tailand 1995-1996, 2006-2008</li> <li>• Króatía 2004-2008</li> <li>• Indónesía 2010-</li> <li>• Tyrkland 2010-</li> </ul>

Heimild: Seðlabanki Íslands.

(mynd 8) en m.a. vegna tvísköttunarsamninga er skattaútfærslan oft torveld í framkvæmd. Sé reynt að draga saman helstu lærdóma af reynslu annarra ríkja má einkum nefna eftirfarandi:<sup>7</sup> Takmarkaðar vísbendingar eru um að notkun fjárstreymistækja hafi dregið úr umfangi innflæðis og þar með hækkun á gengi innlands gjaldmiðils. Ótvíræðar vísbendingar eru hins vegar um að notkun fjárstreymistækja stuðli að breyttri samsetningu innflæðis og dragi þar með úr áhættu því tengdri, þótt útlánþensla og miklar eignaverðshækkunarir hafi engu að síður átt sér stað í sumum tilvikum. Nokkrar vísbendingar eru um að notkun fjárstreymistækja hafi aukið svigrúm peningastefnunnar til að beita innlendum vöxtum en þær eru þó ekki einhlítar. Þá virðist árangur af notkun fjárstreymistækja ráðast að verulegu leyti af burðum stjórnvalda til að framfylgja notkun þeirra með skilvirkum hætti og koma í veg fyrir undanskot. Loks er mikilvægt að hafa í huga að vegna ólíkrar stofnanaumgjörðar og annarra aðstæðna þarf að fara varlega í að yfirfæra lærdóma af notkun slíkra tækja á önnur ríki.

Mynd 9  
Stefnuviðbrögð við ólíkar aðstæður þegar fjármagnsinnflæði veldur þjóðhagslegri áhættu



A: Aðstæður til að bregðast við innstreymi með (stýfðum) inngripum á gjaldeyrismarkaði til að koma gjaldeyrisforða í æskilega stærð og draga úr þrýstingi til gengishækkunar.

B: Aðstæður til að bregðast við innstreymi með því að leyfa gengi gjaldmiðilsins að hækka að jafnvægisraungengi og draga þannig úr þenslu af völdum innstreymis.

C: Aðstæður til að bregðast við innstreymi með lækku vaxta þar sem engin þensla er og þannig hægt að draga úr vaxtunni við útlönd.

D: Hverfandi svigrúm fyrir hefðbundin viðbrögð við innstreymi þar sem raungengið er of sterkt, þensla er í efnahagslífinu og gjaldeyrisforði stærri en þörf er á.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2012).

### ... og á innlendum efnahagsaðstæðum

Við þróun fjárstreymistækis Seðlabankans var talið mikilvægt að hönnun og ákvörðun um virkjun þess væri byggð á vönduðu mati á innlendum efnahagsaðstæðum. Þar skipti sköpum að meta hvort aðstæður væru þannig að þörf væri á slíku tæki og hvaða útfærsla væri þá líkleg til að henta íslenskum þjóðarbúskap og fjármálakerfi. Fjögur atriði vógu þungt í þessu sambandi.

Í fyrsta lagi var þjóðhagsleg áhætta þegar tekin að byggjast upp í kjölfar þess að áætlun stjórnvalda um losun fjármagnshafta var kynnt um miðbik árs í fyrra, eins og fjallað var um að framan. Hún birtist helst í því að brestir virtust teknir að myndast í miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn. Kerfisáhætta af völdum innstreymis var enn lítil enda umfang þess takmarkað og svigrúm til að herða frekar á öðrum varúðartækjum. Þó var ljóst að þær aðstæður gætu breyst á skömmum tíma, t.d. í tengslum við aflandskrónuútbóðið sem fór fram um miðjan júní sl.

Í öðru lagi virtist svigrúm til hefðbundinna hagstjórnarviðbragða við vaxandi þjóðhagslegri áhættu af völdum óhófligs innflæðis á hröðu undanhaldi eftir því sem leið á yfirstandandi ár: aukinnar þenslu gætti í þjóðarbúskapnum, raungengi fór ört hækkandi og gjaldeyrisforði stefndi í að fara yfir æskileg stærðarviðmið yrði (stýfðum) inngripum áfram beitt í ríku mæli (mynd 9).<sup>8</sup>

Í þriðja lagi voru vaxandi hvatar til vaxtamunarviðskipta enda skildi sífellt meira á milli innlendrar og alþjóðlegrar efnahagsþróunar. Aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafa reyndar verið sérstakar um nokkra hríð og hefur umfang erlendra ríkisskuldabréfa með neikvæða ávöxtunarkröfu aukist ört. Það var því skiljanlegt að vaxandi áhuga gætti meðal erlendra fjárfesta á innlendum skuldabréfum og líklegt var að hann gæti aukist enn frekar ef þörf væri á auknu peningalegu taumhaldi innanlands. Hættan var því að spákaupmennska af þessu tagi yrði á ný umfangsmikil og myndi reynast innlendri stofnanaumgjörð ofviða.<sup>9</sup>

7. Sjá t.d. umfjöllun í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2011a,b, 2012), Ostry o.fl. (2011), Habermeier o.fl. (2011), Baba og Kokenyne (2012), og Bruno o.fl. (2015).

8. Þrátt fyrir að svigrúm væri til að auka aðhald í ríkisfjármálum var ekki útlit fyrir að sú yrði raunin þegar vinna við þróun fjárstreymistækisins stóð sem hæst á vormánuðum, þvert á móti að frekari slökun væri framundan (sjá umfjöllun í kafla IV í *Peningamálum* 2016/2).

9. Innflæði vegna vaxtamunarviðskipta felur í sér auknar skammtímaskuldbindingar þjóðarbúsins og því er æskilegra að bregðast við því með uppbyggingu gjaldeyrisforða og temprun slíks innstreymis en með því að hvetja til aukins útlæðis og láta skammtímafjármögnun af þessu tagi standa undir aukningu erlendra langtímaeigna (t.d. lífeyrissjóða) með tilheyrandi mun á líftíma eigna og skulda á erlendum efnahagsreikningi þjóðarbúsins.

Loks var ljóst að taka þyrfti tillit til þess að stór skref væru framundan við losun fjármagnshafta. Því gæti þurft á fjárstreymistæki að halda til að draga úr áhættu meðan á losunarferlinu stæði, ekki síst í ljósi aflandskrónuútbóðsins sem þá stóð fyrir dyrum, en einnig almennt þar sem aukið spákaupmennskuinnflæði í tengslum við vaxtamunarviðskipti getur aukið hættu á enn meira útlæði en ella í kjölfar frekari skrefa í átt til almennrar losunar hafta.

Í ljósi alls þessa taldi Seðlabankinn þörf á fjárstreymistæki og að rétt væri að virkja það strax til að tempra innflæði, einkum í tengslum við vaxtamunarviðskipti með skuldabréf og lánveitingar, sem einnig myndi draga úr hnökrum sem mögulega gætu myndast í miðlun peningastefnunnar í þeirri aðlögun þjóðarbúskaparins sem framundan var og draga úr áhættu tengdri næstu skrefum við losun fjármagnshafta. Ljóst þótti að lagasetning án meðfylgjandi virkjunar fjárstreymistækisins hefði getað hvatt til aukins skammtímainnflæðis áður en tækið var virkjað.

### Fjárstreymistæki í formi bindingar á tiltekið innflæði ...

Útfærsla fjárstreymistækis Seðlabankans byggist á þekktari aðferð til að tempra fjármagnsflæði og því mati á efnahagsaðstæðum sem fjallað var um hér að framan.<sup>10</sup> Um leið var leitast við að tryggja að tækið væri sveigjanlegt, markvisst og skilvirkt svo að auðvelt væri að bregðast við breyttum aðstæðum.

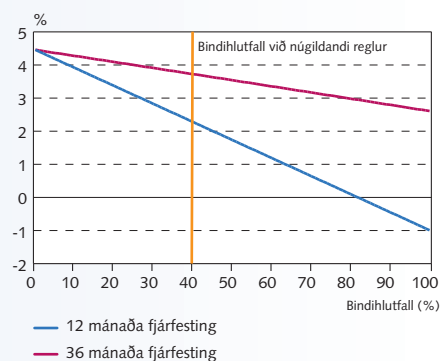
Lagagrundvöllur fjárstreymistækisins felst í nýju bráðabirgða-ákvæði laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál (sbr. 2. gr. laga nr. 42/2016), sem heimilar Seðlabankanum að setja reglur um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris í tengslum við tiltekna fjármuni, einkum skuldabréf, víxla og innstæður. Heimildir bankans við útfærslu tækisins markast þannig af lagarammanum en útfærslan sjálf hverju sinni af reglum hans sem þurfa að hljóta samþykki ráðherra. Fimm lykiltæki tækisins móta útfærsluna á hverjum tíma, þ.e. bindigrunnur, -tími og -hlutfall (sem tiltaka í tengslum við hvaða fjármuni skuli binda í tilgreindan tíma tiltekið hlutfall nýs innstreymi erlends gjaldeyris), vextir (sem bindifjárhæðin skal njóta) og uppgjörsgjaldmiðill bindifjárins. Samkvæmt núgildandi reglum, þar sem heimildir laganna eru ekki að fullu nýttar, er bindigrunnurinn einkum skráð skuldabréf og víxlar auk tiltekinna innstæðna, binditíminn eitt ár, bindihlutfallið 40% og bindifjárhæðin vaxtalaus og gerð upp í krónum.

### ... til að draga úr hvata til vaxtamunarviðskipta og stuðla að skilvirkari miðlun peningastefnunnar

Útfærslan er til þess fallin að draga úr áhættu tengdri innstreymi í formi vaxtamunarviðskipta en með því að binda hluta innstreymis í eitt ár á reikningi sem ber enga vexti er dregið úr ábata slíkra viðskipta og eru áhrifin því meiri sem fjárfestar horfa til skemmi tíma. Þannig er u.þ.b. helmingur vænts vaxtamunar eins árs fjárfestingar (án tillits til mögulegra gengisáhrifa) tekinn í burtu fyrir tilstilli bindingarinnar (mynd 10). Ábati langtímafjárfestingar verður hins vegar fyrir mun minni áhrifum og innstreymi vegna hlutabréfafjárfestingar og beinnar erlendarar fjárfestingar er algjörlega undanskilið. Þannig er tækinu ætlað að stuðla að áhættuminni samsetningu innstreymis og stuðla um leið að skilvirkari miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn og auka möguleika hennar til að viðhalda vaxtastigi sem er frábrugðið því sem það er erlendis, sé þess þörf til að halda verð-

10. Almennt má flokka fjárstreymistæki eftir því að hverju eða hverjum þau beinast (svo sem þátttakendum í fjármagnsviðskiptum miðað við búsetu þeirra, tilteknu flæði miðað við gjaldmiðil, tegund eða líftíma þess, eða að fjármálamörkuðum eða -fyrirtækjum) og þeirri temprun sem í tækinu felst (þ.e. hvort hún byggist á verð- eða magntakmörkunum).

Mynd 10  
Vaxtamunur á ári við mismunandi bindihlutfall og lengd fjárfestingar<sup>1</sup>



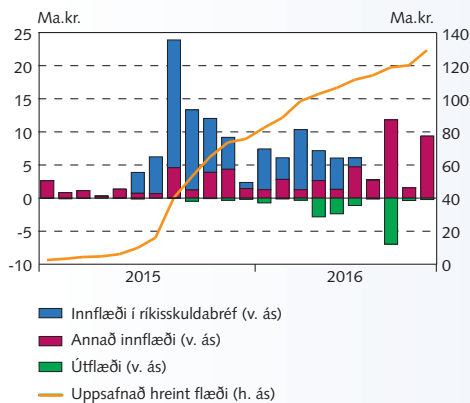
1. Byggt á eftirfarandi forsendum: Binditími 1 ár, innlendir vextir 5,5%, erlendir vextir 1%, vextir á bindifjárhæð 0%, áhættuálag 0%, óbreytt gengi.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

## Fjármagnsflæði

Janúar 2015 - október 2016

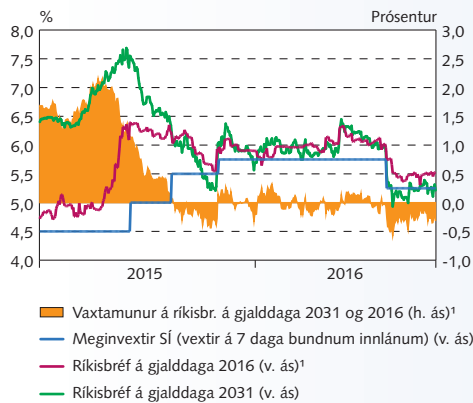


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

## Meginvextir Seðlabanka Íslands og ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2015 - 11. nóvember 2016



1. Ríkisbréf á gjalddaga 2017 notað frá 14. apríl 2016.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

bólgu í markmiði. Þar að auki er tækið tímabundið, þar sem hægt er að vinda ofan af því með einfaldri reglusetningu.

### Dregið hefur úr innstreymi í kjölfar þess að fjárstreymistækið var virkjað ...

Í kjölfar þess að fjárstreymistækið var virkjað í byrjun júní sl. hefur innstreymi á skuldabréfamarkað nánast stöðvast og heildarinnflæði fjármagns minnkað. Hins vegar hefur innflæði sem ekki fellur undir bindingu aukist samanborið við fyrri hluta ársins (mynd 11). Skýrist sú aukning að stærstum hluta af meira innflæði í formi beinnar erlendar fjárfestingar en einnig annarrar hlutabréfafjárfestingar.

Samsetning flæðisins hefur því breyst en of snemmt er að meta hvort sú breyting sé komin til að vera og hvert endanlegt framlag fjárstreymistækisins verður í því sambandi. Hins vegar er ljóst að því var ætlað að tempru innflæði, einkum inn á skuldabréfamarkað, og draga úr áhættu á meðan næstu skref væru stigin við losun hafta. Nú liggur fyrir að innflæði á skuldabréfamarkað hefur verið hverfandi frá því að tækið var virkjað, aflandskrónuútboðið er að baki og stór skref hafa þegar verið stigin í átt til almennrar losunar hafta. Því gæti verið tilefni til að meta hvort gera eigi breytingar á tækinu umfram þá breytingu sem verður að gera áður en almenn losun fjármagnshafta kemst á endastöð.<sup>11</sup> Í því tilliti skiptir einnig máli hvort dregið hafi úr þeirri þjóðhagslegu áhættu sem virtist hafa skapast í formi bresta í miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn.

### ... og vísbendingum fækkað um bresti í miðlun peningastefnunnar

Erfitt er að meta hver áhrif fjárstreymistækisins hafa verið á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisbréfa enda hafa mikilvægir drifkraftar hennar breyst á undanförunum mánuðum og erfitt er að meta hver þróunin hefði orðið ef tækið hefði ekki verið kynnt til sögunnar (sjá einnig kafla III). Jafnvel þótt tækið hafi verið virkjað hefur vaxtamunur langtíma- og skammtímaríkisskuldabréfa haldist lítill. Ávöxtunarkrafa lengri ríkisbréfa hækkaði vissulega strax í kjölfar þess að tækið var virkjað en sú hækkun gekk ört til baka og enn frekari lækkun hefur orðið að undanförunu (mynd 12).

Meðal þeirra krafa sem hér kunna að vera að verki er að langtímaerðbólguvæntingar hafa lækkað og væntingar um þróun vaxta Seðlabankans hafa sömuleiðis breyst. Í ágúst sl. tilkynnti peningastefnufnd bankans þannig um lækkun vaxta og gaf ennfremur til kynna að útlit væri fyrir að hægt yrði að halda verðbólgu við markmið með lægri vöxtum en áður var talið. Nefndin breytti einnig skilaboðum um næstu skref og taldi þau geta verið bæði til hækkunar og lækkunar vaxta en áður hafði hún talið líklegt að þörf væri á frekari hækkun vaxta. Lækkun ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði getur einnig að einhverju leyti endurspeglad áframhaldandi hækkun lánshæfismats ríkissjóðs og lækkun áhættuálags á skuldbindingar hans. Ólíkt þróun síðasta árs er því líklegt að meginástæða lækkunar langtíma vaxta á innlendum skuldabréfamarkaði séu breyttar væntingar markaðsaðila í takt við yfirlýsingar peningastefnufndar og breyttar efnahagshorfur í kjölfar jákvæðari þróunar en spár gerðu ráð fyrir. Því er ekki sama tilefni til að efast um skilvirkni miðlunar peningastefnunnar um vaxtafarveginn og fyrir ári síðan þegar vextir á skuldabréfamarkaði lækkuðu þrátt fyrir hækkun vaxta Seðlabankans og skilaboð peningastefnufndar um líklega frekari hækkun þeirra.

11. Nokkrar breytingar voru gerðar 31. október sl., m.a. þess efnis að einstaklingar eru undanþegnir þessari tilteknu bindiskyldu upp að tilteknu fjárhæðarmarki.

### Framtíðarfyrikomulag fjárstreymistækisins

Lagagrundvöllur núverandi útfærslu fjárstreymistækisins byggist á bráðabirgðaaðkvæði laga um gjaldeyrismál í tengslum við fjármagnshöftin. Sú leið var farin til að nýta þá umgjörð sem þar hafði verið sett upp fyrir innstreymi fjármagns, einkum á grundvelli nýfjárfestingar sem þarf að skrá sérstaklega sem auðveldar framkvæmd bindingarinnar. Í kjölfar almennrar losunar hafta þarf hins vegar að liggja fyrir varanlegri útfærsla á tækinu og lagalegri umgjörð þess, væntanlega í lögum nr. 36/2001, um Seðlabanka Íslands. Undirbúningur slíkrar umgjarðar er hafinn.

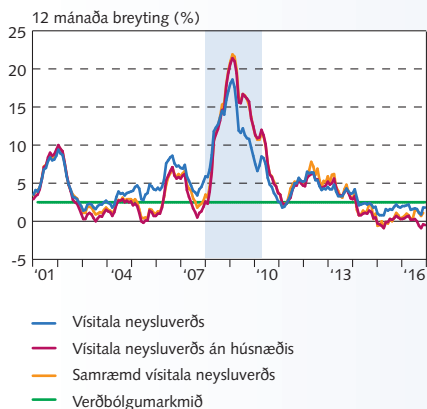
#### Heimildir

- Ahrend, R., A. Goujard og C. Schwellnus (2012). International capital mobility: Which structural policies reduce financial fragility? *OECD Economic Policy Papers*, nr. 02.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2011a). Recent experiences in managing capital inflows – Cross-cutting themes and possible guidelines. *IMF Policy Paper*, 14. febrúar 2011.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2011b). Asia and Pacific: Managing the next phase of growth. *IMF Regional Economic Outlook*, apríl 2011.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2012). The liberalization and management of capital flows: An institutional view. *IMF Policy Paper*, 14. nóvember 2012.
- Baba, C., og A. Kokenyne (2011). Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s. *IMF Working Paper*, nr. WP/11/281.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2015). The long history of financial boom-bust cycles – Part I: Financial crises. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 68.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2016a). The long history of financial boom-bust cycles – Part II: Financial cycles. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 72.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2016b). Small open economies in the vast ocean of global high finance. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 73.
- Blanchard, O., og J. Acalin (2016). What does measured FDI actually measure? Peterson Institute for International Economics *Policy Brief*, PB 16-17.
- Broner, F., T. Didier, A. Erce og S. L. Schmukler (2013). Gross capital flows: Dynamics and crises. *Journal of Monetary Economics*, 60, 113-133.
- Bruno, V., I. Shim og H. S. Shin (2015). Comparative assessment of macroprudential policies. *BIS Working Papers*, nr. 502.
- Calvo, G., A. Izquierdo og E. Talvi (2006). Sudden stops and Phoenix miracles in emerging markets. *American Economic Review*, 96, 405-410.
- Forbes, K. J., og F. E. Warnock (2012a). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88, 235-251.
- Forbes, K. J., og F. E. Warnock (2012b). Debt- and equity-led capital flow episodes. Í M. Fuentes og C. M. Reinhart (ritstj.) *Capital Mobility and Monetary Policy*, Santiago: Central Bank of Chile.
- Ghosh, A. R., J. D. Ostry og M. S. Qureshi (2016). When do capital inflow surges end in tears? *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106, 581-585.
- Habermeier, K., A. Kokenyne og C. Baba (2011). The effectiveness of capital controls and prudential policies in managing large inflows. *IMF Staff Discussion Note*, nr. SDN/11/14.
- Hoggarth, G., C. Jung og D. Reinhardt (2016). Capital inflows – the good, the bad and the bubbly. Bank of England *Financial Stability Paper*, nr. 40.
- Korinek, A., (2011). The new economics of prudential capital controls: A research agenda. *IMF Economic Review*, 59, 523-561.
- Obstfeld, M., (1998). The global capital market: Benefactor or menace? *Journal of Economic Perspectives*, 12, 9-30.
- Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, L. Laeven og A. Kokenyne (2011). Managing capital inflows: What tools to use? *IMF Staff Discussion Note*, nr. 11/06.
- Reinhart, C. M., og V. Reinhart (2008). Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present. Í J. Frankel og F. Giavazzi (ritstj.) *NBER International Seminar in Macroeconomics 2008*, Chicago: University of Chicago Press, 1-54.
- Reinhart, C. M., V. Reinhart og C. Trebesch (2016). Global cycles: Capital flows, commodities, and sovereign defaults, 1815-2015. *American Economic Review*, 106, 574-580.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. *Sérít* nr. 4.
- Seðlabanki Íslands (2012). Varúðarreglur eftir fjármagnshöft. *Sérít* nr. 6.

## Rammagrein 2

Húsnæðisliðurinn í  
vísitölu neysluverðs

Mynd 1

Verðbólga miðað við ólíka mælikvarða<sup>1</sup>  
Janúar 2001 - október 2016

1. Skyggða svæðið sýnir efnahagskreppuna sem endurspeglar tímabil nánast samfellds samdráttar landsframleiðslu (miðað við árstíðarleiðrétt gögn Seðlabankans) frá 1. ársfjórðungi 2008 til 1. ársfjórðungs 2010.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga, eins og hún er mæld með vísitölu neysluverðs, hefur verið meiri að undanfögnu en verðbólga mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðis eins og sést á mynd 1. Í október var verðbólga á fyrri mælikvarðann 1,8% en einungis -0,5% á þann seinni og munurinn því 2,3 prósentur. Vísitala neysluverðs hækkaði einnig meira en vísitala neysluverðs án húsnæðis á árunum fyrir fall fjármálakerfisins haustið 2008 enda hækkaði húsnæðisverð mikið á þessum tíma en annað verðlag minna, m.a. vegna hækkandi gengis krónunnar. Þetta snerist við í fjármálakreppunni þegar vísitala neysluverðs hækkaði minna en vísitala neysluverðs án húsnæðis en fjármálakreppan olli því að húsnæðisverð lækkaði á sama tíma og fall krónunnar hækkaði verð annarra vara.

Sé þróunin skoðuð yfir lengri tíma kemur í ljós að verð á húsnæði hefur að jafnaði hækkað meira en verð á öðrum vörum og þjónustu og þess vegna hefur vísitala neysluverðs hækkað meira að meðaltali en vísitala neysluverðs án húsnæðis. Sé t.d. horft til tímabilsins frá því að verðbólguþáttur var tekið upp í mars 2001 hefur ársverðbólga að meðaltali verið 5% mæld með vísitölu neysluverðs en 0,4 prósentum minni án húsnæðisliðar eða 4,6%. Munurinn er meiri síðustu fimm ár en á því tímabili hefur verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs verið 3% að meðaltali en 2,2% án húsnæðisliðarins. Ýmsar skýringar geta verið á því að þessar vísitölur mæli mismunandi verðbólgu kerfisbundið. Meðal nærtækra skýringa eru t.d. að framleiðnivöxtur í byggingariðnaði hafi verið hægari en í öðrum iðngreinum og að staðsetning húsnæðis hefur haft vaxandi áhrif á verð þess. Það síðartalda er einkum áberandi í stórum þéttbýliskjörnum.<sup>1</sup>

Þessi munur á vísitölu neysluverðs og vísitölu neysluverðs án húsnæðis hefur enn á ný vakið upp umræður um það hvor vísitalan gefi réttari mælingu á verðbólgu hér á landi og hvort eðlilegt sé að nota vísitölu neysluverðs sem viðmið verðbólguþáttur Seðlabanka Íslands. Réttilega hefur verið bent á að margir aðrir seðlabankar, t.d. Seðlabanki Evrópu (ECB) og Englandsbanki, miða verðbólguþáttur við verðvísitölu sem inniheldur ekki húsnæðis-kostnað þeirra sem búa í eigin húsnæði. Í þessari rammagrein verður farið yfir þau sjónarmið sem mestu skipta í þessu sambandi.

## Húsnæðisútgjöld í verðvísitölu neysluverðs

Fyrir þá sem búa í leiguhúsnæði er leigan verðin á þjónustu húsnæðisins, en kostnað vegna búsetu í eigin húsnæði þarf að áætla með einhverjum hætti. Hér á landi er það gert með því að reikna út svokallaðan „notendakostnað“, þ.e. þann árlega kostnað sem fylgir því að búa í eigin húsnæði.<sup>2</sup> Notendakostnaðurinn nær m.a. utan um viðhaldskostnað en þyngst vegur svokölluð „reiknuð húsaleiga“ þar sem reynt er að mæla kostnað við að búa í eigin húsnæði eins og um leigu væri að ræða. Til grundvallar reiknaðrar húsaleigu er þróun vaxta og markaðsvirði húsnæðis eins og þeir þættir endurspeglast í kaupsamningum.<sup>3</sup>

1. Reyndar má færa rök fyrir því að sá hluti verðs á húsnæði sem ræðst af staðsetningu þess eigi ekki að teljast með í útreikningi á verði húsnæðis í verðvísitölu vegna þess að ekki sé um að ræða verð á venjulegri þjónustu húsnæðisins heldur þjónustu sem lýtur að breytingu á öðrum kostnaði eins og ferðakostnaði og tíma.
2. Hér á landi er búseta í eigin húsnæði meiri en í mörgum nágrannaríkjum okkar. Í þeim útgjaldagrunni vísitölu neysluverðs sem Hagstofa Íslands tók í notkun í mars sl. námu útgjöld vegna eigin húsnæðis 14,9% af öllum útgjöldum en 5,5% útgjaldanna voru vegna leigu. Í grunninum frá árinu 2015 voru þessi hlutföll 15,6% og 5,4%.
3. Nánar er fjallað um mismunandi aðferðir við mat á húsnæðislið vísitölu neysluverðs í viðauka 1 í *Peningamálum* 2004/2. Sjá einnig umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2003/4, rammagrein 1 í *Peningamálum* 2004/3 og rammagrein 3 í *Peningamálum* 2005/2. Ítarleg umfjöllun um vísitölu neysluverðs og þ.m.t. húsnæðislið hennar er í grein Rósmundar Guðnasonar (2004).

### Hvaða mælingu á verðbólgu á að miða peningastefnuna við?

Þótt eðlilegt sé að vísitala neysluverðs endurspegli útgjöld vegna húsnæðis, geta ólík sjónarmið verið fyrir hendi þegar kemur að því að velja þá verðvísitölu sem peningastefnan miðast við. Almennt þarf verðvísitalan að byggjast á traustum og samfelldum gagnahæmildum og hún þarf að birtast tímanlega eftir að verðmælingin á sér stað. Sumir telja að miða eigi við verðvísitölu þar sem horft er fram hjá verði vara sem sveiflast mikið og að mestu óháð peningastefnunni, t.d. verði á landbúnaðarvörum þar sem veðurskilyrði geta haft mikil áhrif eða verði þeirrar innfluttu vöru sem ræðst af aðstæðum á heimsmarkaði, t.d. olíuverði (sjá t.d. umfjöllun í Þórarinn G. Pétursson, 2002). Flestir seðlabankar horfa því einnig á ýmsa mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu sem undanskilja þessa og aðra sambærilega útgjaldaþætti við mótun peningastefnunnar.<sup>4</sup>

Í dag telja flestir hagfræðingar að sú verðvísitala sem seðlabankar miða peningastefnuna við eigi að endurspegla sem best útgjöld almennings. Helsta ástæða þess að einhverjum mikilvægum útgjaldalið heimilanna er sleppt í útreikningi á verðvísitölu sem peningastefnan miðast við væri þá að erfitt getur reynst að afla áreiðanlegra gagna um verðþróun hans. Þetta á við um verð á húsnæði í sumum löndum en ekki hér á landi. Öllum upplýsingum um fasteignaviðskipti er safnað saman hjá Þjóðskrá sem birtir tölur um þróun verðs á íbúðarhúsnæði í landinu. Í sumum löndum hefur reynst erfitt að koma því á að þessum upplýsingum sé safnað í einn gagnabanka. Þar sem húsnæði er mjög sundurleit vara verður söfnun upplýsinga fyrir útreikning á vísitölum sem sýna þróun verðsins sérlega vandasöm.

Misjafnt er á milli landa hvaða verðvísitölu peningastefnan grundvallast á og að hve miklu leyti hún endurspeglar þróun húsnæðisverðs (sjá t.d. rammagrein 5 í *Peningamálum* 2003/4 og Hammond, 2010). Seðlabanki Bandaríkjanna miðar t.d. við verðvísitölu neysluútgjalda (e. personal consumption expenditure) frekar en vísitölu neysluverðs vegna þess að sú fyrrnefnda er talin byggjast á betri upplýsingum um skiptingu útgjalda heimilanna. Í báðum vísitölunum er meðtalinn kostnaður við að búa í eigin húsnæði, en hann mældur með mismunandi aðferðum. Stærsti munurinn á vísitölunum er þó að heilbrigðisútgjöldum heimilanna eru gerð betri skil í verðvísitölu neysluútgjalda. Nokkur önnur atriði eru einnig talin verðvísitölu neysluútgjalda til tekna.

Á hinum Norðurlöndunum sem reka sjálfstæða peningastefnu, Noregi og Svíþjóð, er húsnæðiskostnaður með í útreikningi á þeirri verðvísitölu sem peningastefnan miðast við en þó eru ólíkar aðferðir notaðar við að áætla verðbreytingar á kostnaði við búsetu í eigin húsnæði. Í Svíþjóð er notuð aðferð sem svipar til þeirrar aðferðar sem hér er notuð en í Noregi miðast verðbreytingar kostnaðar eigin húsnæðis við breytingar á húsaleigu.

ECB miðar í dag við samræmda vísitölu neysluverðs (e. harmonised index of consumer prices, HICP), þar sem húsnæðisútgjöld heimila sem leigja eru talin með en húsnæðisútgjöldum þeirra sem búa í eigin húsnæði er sleppt. Þessi vísitala er einnig reiknuð út í löndum utan evrusvæðisins, þar á meðal Íslandi. ECB er þeirrar skoðunar að endurbæta þurfi samræmdu vísitöluna þannig að hún nái einnig til kostnaðar vegna eigin húsnæðis sem bankinn segir að sé „eini mikilvægi hluti neysluútgjalda sem sé ekki með í samræmdu vísitölunni”.<sup>5</sup>

4. Fræðilegar rannsóknir gefa einnig til kynna að betra sé að miða peningastefnuna við innlenda verðbólgu (t.d. Clarida o.fl., 2002) eða mælikvarða á verðbólgu sem sýni hvað mesta tregðu (t.d. Aoki, 2001) eða jafnvel launabreytingar (t.d. Erceg o.fl., 2000).

5. Sjá <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> (undir flípanum „Concept“).

Englandsbanki miðar í dag við samræmdu verðvísitöluna og hefur gert það frá árinu 2003 en fram að því miðaði bankinn við vísitölu smásöluverðs (e. retail price index) sem inniheldur kostnað vegna eigin húsnæðis sem nam tæplega 10% af vísitölunni. Í greinargerð frá breska fjármálaráðuneytinu um þessar breytingar sem birtist í desember 2003 er gerð grein fyrir nokkrum kostum samræmdu vísitölnnar umfram vísitölu smásöluverðs og bent á að þótt „(verðbólgu)markmiðið taki mið af samræmdu vísitölunni er og verður húsnæðisverð mikilvægur þáttur í mati á þjóðhagslegri stöðu mála sem peningastefnan tekur mið af. Ennfremur ... er Evrópska tölfraeðistofnunin (e. Eurostat) að framkvæma athugun ... á því hvernig best sé að taka húsnæðiskostnaðinn með í samræmdu vísitöluna.“

### Ætti að breyta núverandi viðmiðun hér á landi?

Eins og kemur fram í grein Þórarins G. Péturssonar (2002) hefur vísitala neysluverðs jafnan sveiflast minna en samsvarandi vísitala án húsnæðis. Jafnframt virðist vísitalan með húsnæði vera betri fyrirboði um framtíðarverðbólgu en vísitalan án húsnæðis og því betri mælikvarði á innlandan verðbólguþrýsting en verðbólga án hans. Þetta sést glögglega á mynd 1 sem sýnir að verðbólga sem tekur tillit til húsnæðisliðarins mælist minni en verðbólga án húsnæðisliðarins á samdráttarskeiðum en meiri í efnahagsuppsveiflu. Þar sem vísitala neysluverðs nær betur að endurspeglar neysluútgjöld almennings en vísitala sem myndi horfa fram hjá þessum veigamikla útgjaldalið, var það niðurstaða stjórnvalda og Seðlabanka Íslands að miða við hana þegar verðbólguþrýstingur var tekið upp í mars 2001.

Í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar hefur þeirri skoðun vaxið fiskur um hrygg að peningastefnan eigi í meira mæli að huga að mögulegum bóllum í verði á eignum, t.d. fasteignum eins og húsnæði og jafnvel hlutabréfum. Með bóllum er hér átt við það þegar t.d. verð á húsnæði hækkar langt umfram byggingarkostnað eða verð á hlutabréfum hækkar langt umfram það sem arðsemi fyrirtækjanna gefur tilefni til, einungis vegna væntinga um frekari verðhækkunir í framtíðinni. Þeir sem telja að peningastefnan eigi að leitast við að hægja á slíkri þróun eignaverðs tala fyrir því að vextir séu hækkaðir meira en það sem til þarf til að halda verðbólgu í útgjaldaliðum heimilanna lítili. Þessi stefna er oft kölluð að „halla sér upp í vindinn“ (e. leaning against the wind). Þar sem peningastefnan hér á landi miðast við verðvísitölu sem inniheldur húsnæðislið sem verður fyrir áhrifum frá markaðsvirði húsnæðis, má því segja að slík sveiflujöfnun sé að einhverju leyti innbyggð í mótun peningastefnunnar.<sup>6</sup>

Nokkur rök hníga því að því að peningastefnan eigi að miðast við vísitölu neysluverðs með húsnæðisliðnum fremur en án hans, en eins og rakið er í riti Seðlabanka Íslands (2010) fylgja þessu fyrirkomulagi einnig gallar og í raun er ekkert því til fyrirstöðu að breyta viðmiðunarvísitölu verðbólguþrýstingsins kjósi stjórnvöld að gera það. Hægt væri að miða stefnuna við vísitölu neysluverðs án húsnæðis en líklega væri nærtækara að miða hana við samræmdu vísitölu neysluverðs þar sem sú vísitala byggist á alþjóðlega samræmdri aðferðafræði sem myndi auðvelda alþjóðlegan samanburð. Eins og vísitala neysluverðs án húsnæðis inniheldur sú vísitala ekki kostnað vegna eigin húsnæðis. Aðrar útgjaldavogir eru hins vegar ólíkar þar sem þær byggjast á mismunandi aðferðafræði. Verðbólga miðað við samræmdu vísitöluna hefur einnig mælst að meðaltali heldur minni

6. Eins og rakið er í Seðlabanki Íslands (2010) eru skoðanir skiptar hvað þetta varðar og sumir hagræðingar efast um að rétt sé að beita vaxtastefnu seðlabanka til að vinna gegn eignabólum og telja betra að beita öðrum stjórntækjum til þess.



en ef miðað er við vísitölu neysluverðs, þótt munurinn sé minni en á milli vísitalna neysluverðs með og án húsnæðis (sjá mynd 1).<sup>7</sup> Eins og fram hefur komið hér að framan stefnir Evrópusambandið að því að samræmd vísitala neysluverðs innihaldi einnig kostnað við að búa í eigin húsnæði og ECB telur það mikilvægt að svo verði.

#### Heimildir

- Aoki, K., (2001). Optimal monetary policy response to relative price changes. *Journal of Monetary Economics*, 48, 55-80.
- Breska fjármálaráðuneytið (2003). The new inflation target. Viðauki við bréf breska fjármálaráðherra til bankastjóra Englandsbanka 10. desember 2003.
- Clarida, R., J. Galí og M. Gertler (2002). A simple framework for international monetary policy analysis. *Journal of Monetary Economics*, 49, 877-904.
- Erceg, C. J., D. W. Henderson og A. T. Levin (2000). Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts. *Journal of Monetary Economics*, 46, 281-313.
- Hammond, G., (2010). State of the art of inflation targeting. Bank of England Centre for Central Banking Studies, *Handbook* nr. 29.
- Rósmundur Guðnason (2004). Hvernig mælum við verðbólgu? *Fjármálatíðindi*, 51, 33-54.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. *Sérít* nr. 4.
- Þórarinn G. Pétursson (2002). Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar. *Peningamál*, 2002/4, 52-61.

7. Verði þessu breytt getur verið eðlilegt að breyta einnig verðbólguþáttinum sjálfu, mæli hin nýja viðmiðun verðbólgu kerfisbundið aðra en vísitala neysluverðs gerir. Þannig má t.d. nefna að þegar bresk stjórnvöld breyttu mælikvarðanum á verðbólgu sem peningastefna Englandsbanka skyldi miða við árið 2003 var verðbólguþátturinn bankans einnig lækkað úr 2,5% í 2% enda hafði athugun leitt í ljós að samkvæmt samræmdu verðvísitölunni var verðbólgan nálægt ½ prósentu minni að meðaltali en hún var samkvæmt vísitölu smásöluverðs.

## Rammagrein 3

Reynsla af spám  
Seðlabankans

Nær alltaf verða einhverjar skekkjur í þjóðhagsspám. Þær geta verið tilkomnar vegna galla í líkönnum sem notuð eru við spágerðina en aðrar vegna skekkja í gögnum sem líkönin byggjast á. Þegar spáarnar eru gerðar þarf að byggja á bráðabirgðatölum fyrir nýliðna tíð, gögnum sem í sumum tilfellum eru birt í endanlegri mynd nokkrum árum síðar. Auk þess er ávallt eitthvað um ófyrirséða atburði sem ómögulegt er að spá fyrir um. Athugun á skekkjum í eldri spám gefur hugmynd um þá óvissu sem er í nýju spánni og nýtist einnig við frekari þróun á haglíkönnum Seðlabankans, notkun þeirra við spágerðina, endurbætur á vinnubrögðum við greiningu almennt og framsetningu spáa.

**Þjóðhags- og verðbólguþspár Seðlabankans**

Þjóðhags- og verðbólguþspár Seðlabankans eru gerðar fjórum sinnum á ári til þriggja ára í senn. Þær byggjast á ítarlegri greiningu á stöðu þjóðarbúsins hverju sinni. Forsendur um alþjóðlega efnahagsþróun byggjast m.a. á spám alþjóðastofnana og því sem lesa má út úr framvirku verði um þróun verðs á helstu hrávörutegundum. 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 mjög af mati sérfræðinga bankans, öðrum spálíkönnum og margvíslegum upplýsingum sem ekki eru til staðar í þjóðhagslíkaninu.

Framvinda peningastefnunnar á spátímanum er lykilmorfenda í hverri spágerð. Í þjóðhagslíkaninu er peningastefnan ákveðin með framsýnni peningastefnureglu þar sem vextir Seðlabankans ákvarðast út frá væntu fráviki verðbólgu frá verðbólguþspá og framleiðsluspennu. Þessi vaxtastefna tryggir að verðbólga verði nálægt markmiði í lok spátímans. Peningastefnureglan í þjóðhagslíkaninu var valin þannig að þjóðhagslegur kostnaður við að tryggja að verðbólga sé við markmið sé sem minnstur.<sup>1</sup>

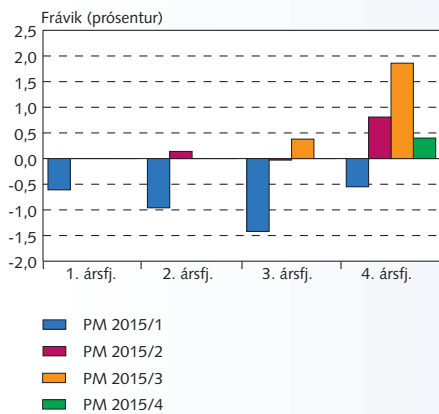
**Verðbólguþspár Seðlabankans fyrir árið 2015**

Verðbólga hjaðnaði árið 2015 frá fyrra ári. Meðalverðbólga ársins var 1,6% en var 2% árið áður. Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta var minni eða 1,2%. Þar eru undanskilin áhrif hækkingar neðra þreps virðisaukaskatts sem m.a. hækkuðu verð á mat og drykkjarvörum. Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* var megindrífkraftur verðbólgu síðasta árs hækking íbúðaverðs og innlendrar vöru og þjónustu en gengishækking krónunnar og alþjóðleg verðhjöðnun vögu þar á móti.

Mynd 1 sýnir hvernig til tókst við að spá verðbólgu innan ársins 2015. Spá *Peningamála* í byrjun árs gerði ráð fyrir minni verðbólgu árið 2015 en varð raunin. Spáin var gerð í kjölfar mikillar lækkunar olíuverðs og alþjóðlegrar verðhjöðunar og virðast þau áhrif hafa verið ofmetin. Eins og mynd 1 sýnir snýst þetta hins vegar við í kjölfar kjarasamninga þá um vorið þar sem samið var um miklar launahækkningar. Þetta sést einnig í töflu 1 sem sýnir að meðalverð-

Mynd 1

Skekkjur í spám *Peningamála* um verðbólgu á fjórðungum ársins 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Sjá umfjöllun í Ásgeir Danielsson, 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*, nr. 71. Nýjustu uppfærslu handbókar líkansins er hægt að nálgast hér: [http://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn---EN/Working-Papers/WP\\_71\\_net\\_nytt.pdf](http://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn---EN/Working-Papers/WP_71_net_nytt.pdf).

bólgu ársins var vanspáð í byrjun árs en það snýst í ofspá í vorhefti *Peningamála* sem ágerist enn frekar í ágústheftinu þegar birt er fyrsta grunnsþáin sem inniheldur mat á áhrifum kjarasamninganna. Matið litaðist mjög af því að verðbólguvæntingar höfðu hækkað ört í kjölfar samninganna og margt minnti á stöðuna í byrjun árs 2011 þegar verðbólga var lítil en jókst mjög hratt í kjölfar kjarasamninga þá um vorið. Eins og mynd 2 sýnir liggur ofmat verðbólgu í kjölfar kjarasamninganna að einhverju leyti í því að forsendur (eins og t.d. um alþjóðlega verðlagsþróun og gengi krónunnar) breyttust en meginástæða skekkjunnar liggur í mati sérfræðinga bankans á áhrifum kjarasamninganna á skammtíma verðbólgu sem byggðist á sögulegri reynslu á áhrifum mikilla launahækkana og mati út frá öðrum spálíkönum. Á sama tíma sýnir myndin glögglega að hrein líkanaspá með þjóðhagslíkani bankans byggð á nýjustu upplýsingum fer ansi nærri að sjá fyrir um þróun verðbólgu strax eftir kjarasamninginn (sjá einnig rammagrein 5 í *Peningamálum* 2016/2).

Tafla 1 Verðbólguþá fyrir árið 2015

Breyting frá fyrra ári (%)	Peningamál				Endanleg útkoma
	2015/1	2015/2	2015/3	2015/4	
Verðbólga	0,7	1,9	2,2	1,7	1,6
Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta	0,4	1,4	1,8	1,3	1,2

Seðlabankinn var þó ekki sá eini sem ofmat verðbólgu í kjölfar kjarasamninga. Á mynd 3 má sjá skekkjur í spám Seðlabankans og annarra spáaðila um verðbólgu á sama fjórðungi og viðkomandi spá birtist í *Peningamálum*. Allir aðilar vanmátu verðbólgu á fyrsta fjórðungi ársins 2015 en ofmátu hana þegar leið á árið. Skekkjur Seðlabankans við að spá verðbólgu á yfirstandandi ársfjórðungi árið 2015 reyndust þó meiri en annarra spáaðila.

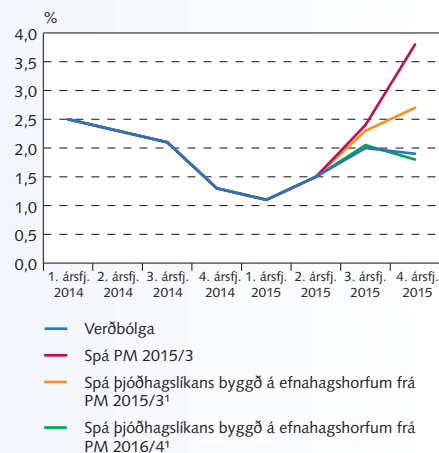
### Skekkjur í verðbólguþáum yfir lengra tímabil

Mynd 4 sýnir þróun skekkja í verðbólguþáum Seðlabankans einn, fjóra og átta ársfjórðunga fram í tímann frá öðrum ársfjórðungi 2001 til þriðja ársfjórðungs 2016. Spár tvö ár fram í tímann hafa verið birtar frá mars 2001 þegar verðbólguþámið var tekið upp. Spár um verðbólgu á fyrsta ársfjórðungi spátímans sýna hvorki tilhneigingu til of- né vanspár. Spáskekkjurnar aukast jafnan eftir því sem spáð er lengra fram í tímann. Í spám til eins árs er meira um vanspá en ofspá og það sama gildir um spár til tveggja ára. Spáskekkjan var mest fyrir árin 2008 og 2009 þegar verðbólga var verulega vanmetin sem litast mjög af mikilli lækkun á gengi krónunnar á þeim tíma. Meiri tilhneiging hefur verið til að vanmeta verðbólgu á árunum 2001-2013. Viðsnúningur verður árið 2014 þegar ofspár eru algengari sem má að hluta rekja til verðlækkunar olíuverðs, alþjóðlegrar verðhjöðunar og hækkunar á gengi krónunnar.

Tafla 2 sýnir meðalskekkju (sem gefur vísbendingu um kerfisbundið of- eða vanmat verðbólgu) og staðalfrávik spáskekkja (sem sýnir óvissuna í spánni) frá því að bankinn hóf birtingu verðbólguþáa tvö ár fram í tímann. Í mars 2007 hóf bankinn að birta spár þrjú ár fram í tímann. Eins og áður hefur komið fram var spáskekkjan mest fyrir árin 2008 og 2009 en í töflu 2 er horft fram hjá spám sem gerðar voru fyrir þau ár. Samkvæmt töflunni hefur verðbólga verið vanmetin þrjú til tólf ársfjórðunga fram í tímann og að jafnaði því meira sem lengra er horft fram á veginn. Meðalskekkjur spánna fjóra og átta ársfjórðunga fram í tímann reyndust vera tölfræðilega marktækar frá núlli miðað við 5% öryggismörk sem þýðir að spárnar voru bjagaðar niður á við. Hins vegar finnst ekki marktæk bjögun í skekkjum í spám til skemmri tíma en árs fram í tímann né í spám til þriggja ára.

Mynd 2

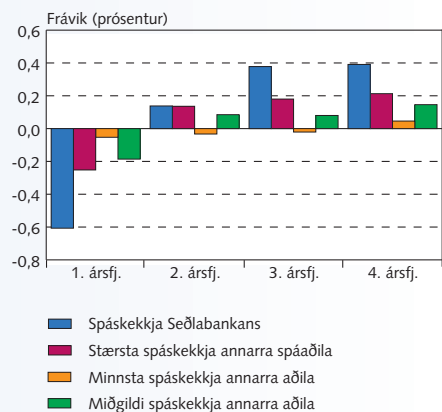
Verðbólguþá frá 3. ársfj. 2015 miðað við mismunandi upplýsingar



1. Verðbólgu spáð út frá verðbólguþá Seðlabankans. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* og spám greiningaraðila við spár 1. ársfj. 2015<sup>1</sup>

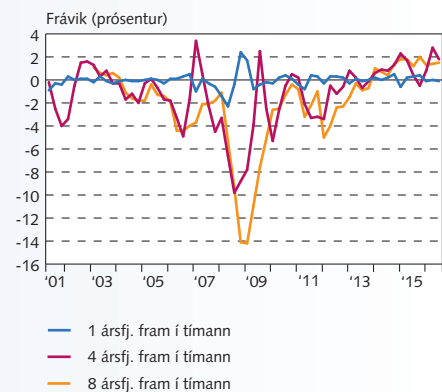


1. Fyrsti ársfjórðungurinn sem er spáð er fjórðungurinn þegar *Peningamál* eru birt. Heimildir: Arion banki, Hagstofa Íslands, IFS, Íslandsbanki, Landsbankinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum*<sup>1</sup>

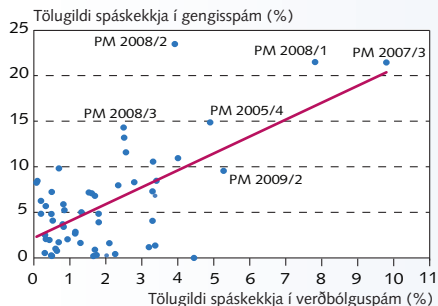
2. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2016



1. Fyrsti ársfjórðungurinn sem er spáð er fjórðungurinn þegar *Peningamál* eru birt. Fjórði ársfj. er þremur fjórðungum eftir birtingu *Peningamála*. Áttundi ársfj. er tveimur árum eftir birtingu. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

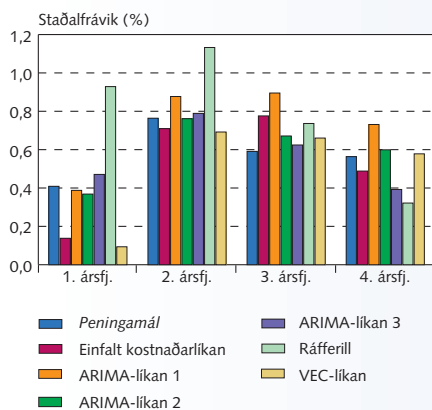
Spáskekkjur í verðbólguþátt Seðlabankans og frávik meðalgengis frá spáðu gengi 2001-2015  
Spár eitt ár fram í tímann



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Spáskekkjur verðbólgu í Peningamállum og ýmsum einföldum líkönum árið 2015<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.

Tafla 2 Skekkjur í verðbólguþátt Seðlabankans frá 2. ársfj. 2001

%	Einn ársfj.	Tveir ársfj.	Þrjár ársfj.	Fjórir ársfj.	Átta ársfj.	Tölf ársfj.
Fjöldi mælinga	55	55	54	52	49	25
Meðalskekkja (%)	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-1,1	-0,6
Staðalfrávik (%)	0,4	1,1	1,7	2,0	2,1	1,6

Einnig er rétt að 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>2</sup> Síðustu ár hafa þjóðhags- og verðbólguþátt Seðlabankans byggst á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt út spátímann. Reynolds sýnir að stórar skekkjur í verðbólguþátt á Íslandi eru yfirleitt tengdar sveiflum í gengi krónunnar (mynd 5), en fylgni milli tölugilda spáskekkja í verðbólgu og gengi er 0,64. Þetta á sérstaklega við um árið 2015 þar sem hluta af spáskekkju í verðbólgu má rekja til vanmats á gengi krónunnar. Ófyrirséðar gengisstyrkingar vógu á móti launahækkunum og ollu því að verðlag hækkaði ekki eins mikið og í spá bankans. Gengi krónunnar var til dæmis 6% hærra í lok árs 2015 en ágústspáin gerði ráð fyrir. Eins og fjallað er um í kafla I hefur gengisforsendu grunnspár verið breytt á ný þannig að framvegis byggist hún á breytilegu gengi.

### Samanburður á nokkrum aðferðum við að spá verðbólgu

Seðlabankinn notar einnig einföld tímaraðalíkön við mat á verðbólguhorfum, sérstaklega fyrir allra næstu fjórðunga. Til að meta árangur verðbólguþátt Seðlabankans er hægt að bera saman skekkjur í spám bankans og skekkjur í spám með þessum einföldu tímaraðalíkönum (mynd 6).<sup>3</sup> Til viðmiðunar eru þrjú ARIMA-líkan, einfalt kostnaðarlíkan og VEC-líkan.<sup>4</sup> Þegar litið er yfir árið 2015 sést að spár bankans reyndust bestar þrjú ársfjórðunga fram í tímann, en einfalt kostnaðarlíkan er hins vegar með minni spáskekkju en spár bankans þegar spáð er einn, tvo og fjóra ársfjórðunga fram í tímann.

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 lægstu spáskekkjuna ef breytingar í verðbólgu væru algerlega ófyrirséðar, þ.e. ef verðbólga fylgdi ráfferli (e. random walk). Sæmilegt spálíkan ætti því a.m.k. að spá betur en einfalda ráfferilsspáin. Þegar spáð var einn og tvo ársfjórðunga fram í tímann kom í ljós að öll líkönin stóðu sig betur en einfalda ráfferilsspáin.<sup>5</sup> Þegar spáð var þrjú ársfjórðunga fram í tímann voru

- Sjá umfjöllun í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar (2007), „Birthing eigin stýrivaxtaspar eykur áhrifamatt peningastefnu seðlabanka“, *Peningamál* 2007/1, 71-86.
- Í öllum líkönum er þess gætt að þau hafi sömu upplýsingar um verðbólgu. 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 úr einföldu tímaraðalíkönunum, einkum til skamms tíma.
- Samkvæmt einfalda kostnaðarlíkaninu ræðst verðbólga af sögulegri þróun launakostnaðar á framleiðda einingu og innflutningsverðlags í krónum. ARIMA-líkan 1 er byggt á spám fyrir helstu undirlíði vísitölu neysluverðs og þeir eru síðan vegnir saman í eina heildarvísitölu. Tölv undirlíði 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-líkan 2 spár vísitölu neysluverðs beint en ARIMA-líkan 3 spár heildarvísitölu á áhrifa óbeinna skatta og er metnum áhrifum af skattabreytingum bætt við. Umfjöllun um notkun ARIMA-líkana 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-líkanið (e. vector error correction model) er margvitt tímaraðalíkan sem tekur mið af þróun innflutningsverðlags, framleiðsluspennu og launakostnaðar.
- Vert er þó að nefna að ráfferilsspá fær takmarkaðri upplýsingar um verðbólgu á fyrsta ársfjórðungi sem spáð er, þar eð hin líkönin nýta þær upplýsingar sem fyrir liggja um verðbólgu á þeim mánuðum fjórðungsins sem liðnir eru þegar spáin er gerð.

nær allar spár með minni spáskekkju en ráfferilsspáin. Aftur á móti skila öll líkönin lakari spá en ráfferillinn þegar spád var fjóra ársfjórðunga fram í tímann. Eins og sést á mynd 7 heyrir þetta hins vegar til undantekninga: á árunum 2011 til 2015 var meðalspáskekkja *Peningamála* alltaf minni en spáskekkja ráfferilsins. Meðalspáskekkja *Peningamála* var einnig alltaf minnst þrjá ársfjórðunga fram í tímann borið saman við öll einföldu tímaráðalíkönin en það hallar heldur á spágetu bankans við spá um fyrsta ársfjórðung í samanburði við einfalt kostnaðarlíkan. Því gæti verið rétt að auka vægi slíkra líkana enn frekar við spár til svo skamms tíma.

### Hagvaxtarspár Seðlabankans fyrir árið 2015

Til að fá fyllri 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.

Hagstofa Íslands birtir fyrstu bráðabirgðatölur um þjóðhagsreikninga fyrir hvern ársfjórðung rúmum tveimur mánuðum eftir lok fjórðungsins. Fyrstu tölur um fjórða ársfjórðung 2015 og árið í heild voru birtar í mars sl. og endurskoðaðar tölur voru birtar í september. Spár *Peningamála* og áætlanir Hagstofunnar fyrir breytingar helstu þjóðhagsstærða frá fyrra ári má sjá í töflu 3. Þegar *Peningamál* 2015/1 voru gefin út í febrúar 2015 lágu einungis fyrir bráðabirgðatölur frá Hagstofunni um þjóðhagsreikninga fyrir þriðja fjórðung ársins 2014. Spá bankans fyrir árið 2015 þurfti því að byggja á spá fyrir fjórða fjórðung ársins 2014.

Breytingar urðu á tölum Hagstofunnar frá birtingu bráðabirgðatölna í mars til endurskoðunar í september. Útflutningur var vanmetinn í bráðabirgðatölunum, en á móti kom ofmat þjóðarútgjalda. Þetta hafði í för með sér að hagvöxtur reyndist 0,2 prósentum meiri í endurskoðuðu tölunum. Endurbætur á útreikningi einkaneyslu í septemberútgáfu Hagstofunnar ollu því að sögulegar tölur voru endurskoðaðar. Þetta útskýrir að hluta til minni vöxt einkaneyslu í endurskoðuðu tölunum.

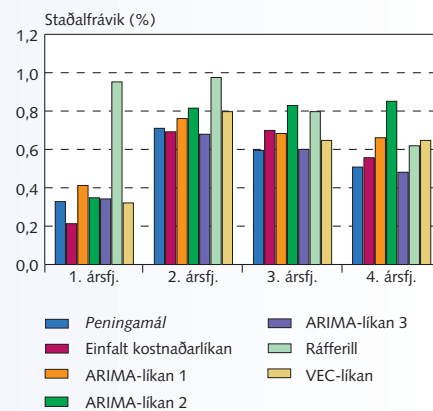
Tafla 3 Þjóðhagsspár *Peningamála* og gögn Hagstofunnar fyrir árið 2015

Spátímabil frá:	2014/4	2015/1	2015/2	2015/3	2015/4	Bráðab.- tölur	Endursk. tölur
% frá fyrra ári	PM 2015/1	PM 2015/2	PM 2015/3	PM 2015/4	PM 2016/1	(mars 2016)	(sept. 2016)
Einkaneysla	3,7	3,9	4,2	4,6	4,9	4,8	4,3
Samneysla	1,4	1,4	1,8	1,4	1,5	1,1	1,0
Fjárfesting	13,7	22,6	22,5	20,9	19,6	18,6	18,3
Þjóðarútgjöld	4,9	6,6	6,8	7,2	7,1	6,3	6,0
Útflutningur	5,3	6,9	6,8	6,8	6,7	8,2	9,2
Innflutningur	6,8	11,1	12,4	12,1	12,8	13,5	13,5
Hagvöxtur	4,2	4,6	4,2	4,6	4,1	4,0	4,2

Hagvöxtur árið 2015, samkvæmt nýjustu tölum Hagstofunnar, reyndist svipaður og spár bankans höfðu gert ráð fyrir en spáskekkjan var mest 0,5 prósentur á tímabilinu (mynd 8). Stærsta spáskekkjan í undirlitum þjóðarútgjalda var í fjárfestingu enda er það sá liður þjóðhagsreikninga sem jafnan er hvað mest sveiflukenndur og tekur jafnan langan tíma að fá á sig endanlega mynd í reikningunum. Í spá *Peningamála* 2015/2 vó vanmat á einkaneyslu að einhverju leyti á móti ofmati fjármunamyndunar en í lokaspá ársins voru allir undirlitir þjóðarútgjalda hins vegar ofmetnir. Bæði út- og innflutningur reyndust meiri en spár áætluðu en skekkjan

Mynd 7

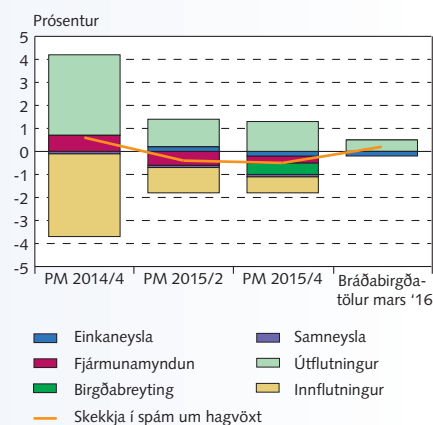
Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* og ýmsum einföldum líkönum 2011-2015<sup>1</sup>



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 8

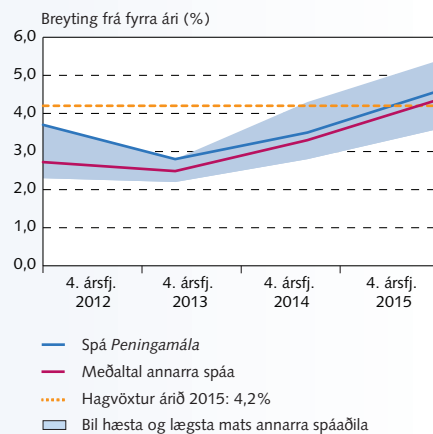
Framlag spáskekkju útgjaldaliða til spáskekkju í hagvexti ársins 2015<sup>1</sup>



1. Miðað við rauntölur birtar í september 2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

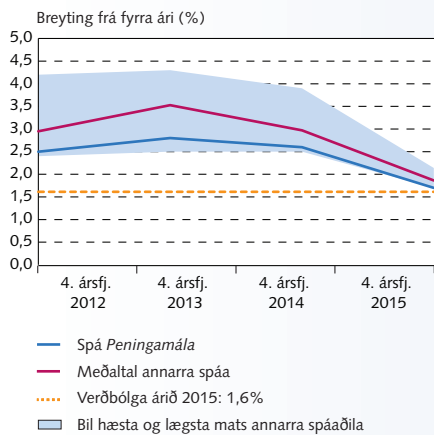
Spár um hagvöxt árið 2015



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

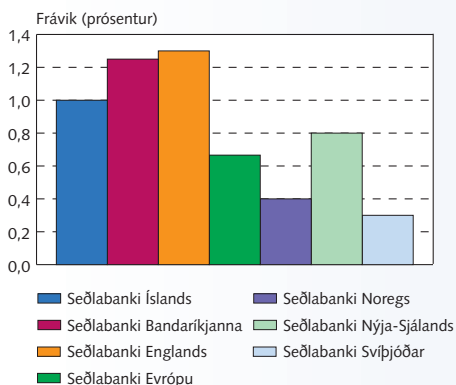
## Mynd 10

## Spár um verðbólgu árið 2015



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

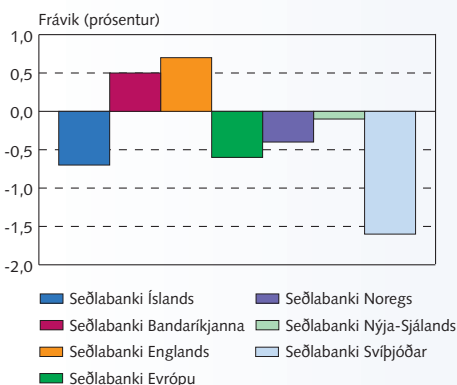
## Mynd 11

Skekkjur í spám um verðbólgu árið 2015 í völdum iðnríkjum<sup>1</sup>

1. Spár gerðar í lok árs 2014 að undanskilinni spá seðlabanka Bandaríkjanna sem var gerð í júlí 2014.

Heimildir: Seðlabanki Bandaríkjanna, seðlabanki Englands, Seðlabanki Evrópu, seðlabanki Noregs, Seðlabanki Nýja-Sjálands, seðlabanki Svíþjóðar, Seðlabanki Íslands.

## Mynd 12

Skekkjur í spám um hagvöxt árið 2015 í völdum iðnríkjum<sup>1</sup>

1. Spár gerðar í lok árs 2014 að undanskilinni spá seðlabanka Bandaríkjanna sem var gerð í júlí 2014.

Heimildir: Seðlabanki Bandaríkjanna, seðlabanki Englands, Seðlabanki Evrópu, seðlabanki Noregs, Seðlabanki Nýja-Sjálands, seðlabanki Svíþjóðar, Seðlabanki Íslands.

reyndist þó af svipaðri stærðargráðu og hafði því almennt lítil áhrif á skekkjur í spám um hagvöxt. Í spánni frá nóvember 2014 er vöxtur útflutnings verulega vanmetinn sem skýrist aðallega af vanmati á áhrifum aukins ferðamannastraums enda var spáskekkjan mikil í útfluttri þjónustu. Skekkjan í spám um vöruinnflutning vó þó á móti og reyndist framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtarspáskekkjunnar því aðeins vera 0,6 prósentur. Þessi skekkja í spám um utanríkisverslun minnkar síðan þegar nær dregur lokum ársins 2015.

## Spár Seðlabankans í samanburði við spár annarra spáaðila

Á mynd 9 má sjá hagvaxtarspá Seðlabankans fyrir árið 2015 í samanburði við meðaltal spáa annarra aðila sem birta reglulega spár um íslenskan þjóðarbúskap (Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Alþýðusamband Íslands, stóru viðskiptabankarnir þrír, Hagstofan og framkvæmdastjórn Evrópusambandsins). Spár Seðlabankans voru allar gerðar á fjórða ársfjórðungi á árunum 2012-2015 og er bil hæsta og lægsta spágildis annarra spáaðila sýnt sem skyggt svæði. Þetta bil breikkar jafnan þegar mikil óvissa ríkir um efnahagshorfur og eftir því sem spáð er til lengri tíma. Eins og myndin sýnir gera allir aðilar ráð fyrir meiri hagvexti eftir því sem líður á tímabilið og er ágætur samhljómur milli hagvaxtarspáa Seðlabankans og spáa annarra aðila en spáskekkja bankans er minni en meðaltal annarra spáaðila á öllu tímabilinu.

Mynd 10 sýnir sama samanburð verðbólguþspáa. Þrátt fyrir að meiri skekkja hafi jafnan verið í spám Seðlabankans einn ársfjórðung fram í tímann á árinu 2015 í samanburði við aðra spáaðila (mynd 3) hafa spár bankans lengra fram í tímann tilhneigingu til að koma betur út. Þetta sést á samanburði á spám fyrir árið 2015 en þar eru spár bankans nær endanlegri útkomu ársins en meðaltal annarra spáaðila allt tímabilið. Bil hæstu og lægstu spár þrengist talsvert þegar nær dregur lokum ársins 2015 enda var talsvert af gögnum um verðbólgu ársins komið fram þegar sú spá var gerð. Í árslok 2015 spáði Seðlabankinn 1,7% verðbólgu en meðaltal annarra aðila var 1,8%. Eins og áður hefur komið fram reyndist meðalverðbólga ársins 2015 vera 1,6%.

## Spár Seðlabankans árið 2015 í alþjóðlegum samanburði

Að lokum getur verið gagnlegt að setja spár bankans í alþjóðlegt samhengi, sérstaklega við eins óvenjulegar aðstæður og ríkt hafa í heimsbúskapnum þar sem farið hefur saman hægur hagvöxtur og lítil verðbólga, sem hefur m.a. endurspeglad mikla lækkun á heimsmarkaðsverði á olíu snemma á árinu. Eins og sjá má á mynd 11 reyndist verðbólga í þróuðum ríkjum árið 2015 minni en spáð var í árslok 2014 og er ofmatið í spám Seðlabankans af svipaðri stærðargráðu og í Bandaríkjunum, Bretlandi og Nýja-Sjálandi en heldur meira en á evrusvæðinu og í Noregi og Svíþjóð. Mynd 12 sýnir sama samanburð á hagvaxtarspám. Hagvöxtur fyrir árið 2015 reyndist ofmetinn í Bandaríkjunum og á Bretlandi en vanmetinn í hinum ríkjunum og er vanmatið svipað hér á landi og á evrusvæðinu og í Noregi.<sup>6</sup>

6. Vanspá Seðlabanka Evrópu á hagvexti á evrusvæðinu árið 2015 litast nokkuð af mikilli endurskoðun sem varð á hagvexti á Írlandi en hagvöxtur þar í landi árin 2014-2015 var endurskoðaður upp á við um ríflega 20 prósentur vegna breytinga á meðferð starfsemi alþjóðafyrirtækja sem þar starfa. Við það var hagvöxtur á evrusvæðinu fyrir árið 2015 endurskoðaður upp á við um 0,3 prósentur (sjá t.d. umfjöllun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í *World Economic Outlook*, október 2016, bls. 21).

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 26. ágúst sl., var tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 0,9% í ágúst. Verðbólga fór því niður fyrir neðri fráviksmörk verðbólgu markmiðsins sem eru 1%. Samkvæmt sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 er gert ráð fyrir að Seðlabankinn sendi ríkisstjórninni greinargerð víki verðbólga meira en 1½ prósentu frá markmiðinu. Fráviksmörkin fela ekki í sér aðra formlega kvöð af hálfu Seðlabankans en að senda frá sér greinargerð þar sem gera skal grein fyrir ástæðum fráviks frá 2½% verðbólgu markmiði, hve lengi bankinn áætli að fráviknið vari og eftir atvikum hvort hann telji ástæðu til að grípa til sérstakra aðgerða af þeim sökum.

### Verðbólguþróun undanfarið

Í lok árs 2014 fór verðbólga niður fyrir neðri fráviksmörk verðbólgu markmiðsins í fyrsta sinn frá upptöku þess. Það frávik reyndist þó ekki langvarandi því að einungis þremur mánuðum síðar var verðbólgan komin inn fyrir fráviksmörkin aftur. Síðan þá og þar til nýlega mældist verðbólga á bilinu 1½% til liðlega 2%, þ.e. undir verðbólgu markmiðinu en þó innan fráviksmarka. Verðbólga hefur nú hjaðnað þrjá mánuði í röð samhliða hækkun á gengi krónunnar og lítilli alþjóðlegri verðbólgu.

Verðbólga mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðis reyndist talsvert minni eða -0,9%, en síðan í ársbyrjun 2015 hefur verðbólga á þann mælikvarða verið undir 1%. Svo virðist sem undirliggjandi verðbólga hafi einnig farið minnkandi. Flestir mælikvarðar sem bankinn horfir til benda til þess að hún hafi verið á bilinu 1,3-2,1% í ágúst eða svipuð og í lok árs 2014, þegar mæld verðbólga var síðast undir fráviksmörkum. Undirliggjandi verðbólga jókst síðan líkt og mæld verðbólga.

Undanfarin misseri hafa verðhækkunarir á húsnæði verið helsti drifkraftur ársverðbólgunnar og nam árshækkun húsnæðisliðar vísitölnnar 7,3% í ágúst. Undanfarna mánuði hefur framlag innlendrar vöru til ársverðbólgu einnig aukist. Þannig hækkaði verð á innlendum vörum um 2,4% í ágúst frá sama tíma í fyrra. Á móti innlendum verðbólguþrýstingi vegur hækkun á gengi krónunnar, lækun olíuverðs og lítil alþjóðleg verðbólga. Verðlag innfluttrar vöru lækkaði í ágúst um 3,1% milli ára í krónum talið, þar af lækkaði bensínverð um 9,7%. Aðrar hrávörur hafa einnig lækkað í verði. Á öðrum ársfjórðungi lækkaði verðlag annarrar hrávöru en olíu um tæplega 12% í krónum talið frá sama fjórðungi í fyrra.

Eins og rakið er í *Peningamállum* 2016/3, sem birt voru 24. ágúst sl., hafa verðbólguvæntingar einnig smám saman farið lækkandi og virðist kjölfesta þeirra við verðbólgu markmiðið hafa styrkst. Í ársbyrjun 2012 virtust markaðsaðilar t.d. vænta 4½% verðbólgu á næstu tíu árum en þær höfðu lækkað í 3% í ársbyrjun 2015. Í kjölfar kjarasamninga þá um vorið hækkuðu verðbólguvæntingar tíma-bundið en voru á ný komnar niður í 3% í ágúst sl. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði sýnir áþekka þróun en það var um 5% í ársbyrjun 2012 og hafði lækkað í liðlega 3% snemma árs 2015. Það hækkaði á ný er leið á árið og var hæst um 4,8% um það leyti sem nýir kjarasamningar voru gerðir. Það hefur síðan lækkað á ný og var komið í markmið í byrjun september.

### Verðbólguhorfur

Síðasta verðbólguþá Seðlabankans var birt í *Peningamállum* 2016/3. Samkvæmt spánni verður verðbólga að meðaltali 1,2% á þriðja fjórðungi þessa árs en eykst síðan á ný í 2,2% á síðasta fjórðungi ársins. Verðbólguþá á ágúst mánaðar, sem var birt nokkrum dögum síðar en spáin, rímar ágætlega við nýjustu spá bankans.

## Rammagrein 4

### Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum

Samkvæmt henni eru töluverðar líkur á að verðbólga fari fljótlega aftur yfir neðri frávíkismörkin, jafnvel strax í næsta mánuði.

Eins og rakið er í *Peningamálum* 2016/3 virðist sem mikill viðskiptakjarabati undanfarin ár, lítil alþjóðleg verðbólga, gengishækkun krónunnar og aðhaldssöm peningastefna hafi að miklu leyti haldið aftur af kostnaðaráhrifum launahækkana undangenginna missera. Hækki gengi krónunnar hins vegar ekki frekar taka áhrif hennar smám saman að fjara út þegar líður á spátímann. Samkvæmt grunnspá *Peningamála* verður verðbólga komin í rúmlega 3% um mitt næsta ár en nær hámarki í 3,8% á fyrri hluta ársins 2018. Hún tekur síðan að hjaðna á ný og er gert ráð fyrir að hún verði komin niður fyrir 3% á fyrri hluta árs 2019. Rétt er að undirstrika að óvissa um gengisþróun á næstu misserum er meiri en verið hefur undanfarin ár í ljósi losunar fjármagnshafta.

Bankinn mun birta nýja þjóðhags- og verðbólguþspá í *Peningamálum* sem gefin verða út 16. nóvember nk. Þar verður ítarlegt mat lagt á efnahags- og verðbólguhorfur og helstu áhættuþætti spárinnar.

### Viðbrögð peningastefnunnar

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands tilkynnti hinn 24. ágúst ákvörðun sína um að lækka meginvexti Seðlabankans um 0,5 prósentur úr 5,75% í 5,25%. Eins og kemur fram í yfirlýsingu nefndarinnar telur hún að verðbólguhorfur hafi batnað þrátt fyrir að spenna sé byrjuð að myndast í þjóðarbúskapnum. Í ljósi hagstæðrar verðbólguþróunar, bættra verðbólguhorfa og vísbendinga um traustari kjölfestu langtímaverðbólguvæntinga er það mat nefndarinnar að hún geti haldið verðbólgu við markmið til millilangs tíma með lægri vöxtum en nefndin hafði áður talið.

Eftir sem áður telur nefndin þörf á nokkuð ströngu peningalegu aðhaldi svo að tryggja megi verðstöðugleika hér á landi til lengri tíma. Hagvöxtur er mikill og töluvert umfram langtíma leitnivöxt. Talið er að framleiðslulakinn í þjóðarbúskapnum hafi horfið í fyrra og að nokkurrar framleiðsluspennu sé tekið að gæta sem muni aukast fram á næsta ár. Atvinnuleysi er orðið lítið í sögulegu og alþjóðlegu samhengi og farið er að bera á skorti á vinnuafli. Launahækkanir hafa verið verulegar og langt umfram framleiðnivöxt. Launakostnaður á framleidda einingu hefur því hækkað umtalsvert og umfram það sem getur samrýmst 2½% verðbólgu til lengdar. Nafnvirði eftirspurnar hefur einnig vaxið hratt og jókst verg landsframleiðsla um líðlega 10% að nafnvirði í fyrra og um tæplega 7% á fyrri hluta þessa árs. Þótt hjöðnun verðbólguvæntinga vekir vonir um sterkari kjölfestu þeirra á enn eftir að koma í ljós hversu vel langtímaverðbólguvæntingar haldast við markmið þegar tímaþundnar sveiflur eiga sér stað í gengi og verðbólgu.

Aðstæður hér á landi eru að þessu leyti mjög ólíkar því sem þekktist í flestum öðrum iðnríkjum þótt verðbólga mælist svipuð um þessar mundir. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur verið töluvert undir væntingum og víða er enn töluverður slaki í þjóðarbúskapnum. Þá hafa laun í mörgum tilfellum lítið hækkað um langt skeið sem m.a. hefur verið dragbitur á vöxt eftirspurnar. Þessar aðstæður ásamt alþjóðlegri tilhneigingu til verðhjöðnunar hafa leitt til þess að verðbólgan í mörgum viðskiptalandanna hefur verið undir markmiði um langt skeið. Seðlabankar hafa því víða haft áhyggjur af því að verðbólguvæntingar lækki frekar og verði um langt skeið undir markmiði. Hér á landi hefur efnahagsbatinn hins vegar verið mun kraftmeiri en í viðskiptaríkjunum, hækkan launakostnaðar langt umfram það sem gerist í þróuðum ríkjum, slaki hefur snúist í spennu og þar til nýlega hafa verðbólguvæntingar verið fyrir ofan markmiðið. Allt þetta endurspeglast í hærra vaxtastigi hér á landi en í ýmsum nágrannaríkjum.



Í ljósi batnandi verðbólguhorfa og minnkandi verðbólguvæntinga taldi peningastefnunefndin á fundi sínum í ágúst eigi að síður tilefni til að lækka nafnvexti, enda höfðu raunvextir hækkað meira en nefndin hafði gert ráð fyrir í júní. Umtalsverð óvissa er um framvindu verðbólgu og verðbólguvæntinga á næstu misserum og framundan eru stór skref í losun fjármagnshafta. Því er ekki hægt að fullyrða um næstu skref nefndarinnar.



## Viðauki 1

### Spátöflur

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Einkaneysla	4,3 (4,8)	7,6 (6,7)	6,6 (5,6)	4,2 (3,3)	3,5
Samneysla	1,0 (1,1)	1,6 (1,4)	1,8 (1,5)	1,5 (1,5)	1,6
Fjármunamyndun	18,3 (18,6)	22,5 (18,2)	5,4 (5,3)	1,3 (-2,6)	5,5
Atvinnuvegafjárfesting	29,5 (29,5)	27,2 (23,9)	0,2 (2,7)	-3,2 (-6,2)	2,2
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	-3,1 (-3,1)	17,8 (8,1)	23,8 (22,9)	19,4 (10,6)	14,2
Fjárfesting hins opinbera	-2,5 (-1,1)	6,5 (4,1)	18,0 (3,9)	3,3 (2,8)	9,3
Þjóðarútgjöld	6,0 (6,3)	8,7 (7,7)	5,1 (4,1)	2,9 (1,5)	3,4
Útflutningur vöru og þjónustu	9,2 (8,2)	7,8 (8,6)	3,5 (2,9)	3,1 (4,0)	2,6
Innflutningur vöru og þjónustu	13,5 (13,5)	15,7 (14,6)	4,8 (2,8)	3,0 (1,9)	4,3
Verg landsframleiðsla (VLF)	4,2 (4,0)	5,0 (4,9)	4,5 (4,1)	2,9 (2,6)	2,7
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	2.214 (2.205)	2.403 (2.381)	2.576 (2.583)	2.706 (2.754)	2.858
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	10,3 (10,1)	8,5 (8,0)	7,2 (8,5)	5,0 (6,6)	5,6
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	19,0 (19,1)	21,4 (21,0)	20,8 (20,9)	20,2 (19,7)	20,6
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	13,5 (13,6)	15,5 (15,4)	14,1 (14,8)	12,8 (13,3)	12,5
Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) <sup>2</sup>	24,9 (24,1)	26,0 (24,4)	23,7 (23,7)	22,6 (23,4)	22,2
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-1,5 (-2,0)	-3,0 (-2,2)	-0,4 (0,2)	0,1 (1,1)	-0,5

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá Peningamála 2016/3). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og undirliggjandi viðskiptajafnaðar. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	0,6 (0,6)	-3,0 (-3,0)	-2,0 (3,5)	2,0 (2,0)	2,0
Útflutningsframleiðsla áls <sup>2</sup>	5,3 (5,3)	-2,0 (1,5)	5,0 (1,4)	1,5 (1,3)	1,5
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	10,9 (10,9)	1,0 (2,5)	1,0 (-1,0)	0,0 (0,0)	1,0
Verð áls í USD <sup>3</sup>	-6,4 (-6,4)	-14,1 (-12,3)	3,1 (4,3)	1,2 (1,3)	1,2
Verð eldsneytis í USD <sup>4</sup>	-47,2 (-47,2)	-17,0 (-19,1)	21,0 (16,6)	8,0 (6,0)	5,0
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	6,7 (6,8)	2,8 (1,2)	1,2 (0,0)	-0,6 (-0,4)	-0,4
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum <sup>5</sup>	0,6 (0,6)	1,0 (1,0)	1,7 (1,8)	1,9 (2,0)	1,9
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum <sup>5</sup>	1,9 (1,8)	1,6 (1,5)	1,6 (1,7)	1,7 (2,0)	1,9
Innflutningur helstu viðskiptalanda <sup>5</sup>	3,5 (3,5)	2,5 (2,7)	3,5 (3,6)	3,0 (3,2)	2,7
Skammtíamavextir í helstu viðskiptalöndum (%) <sup>6</sup>	0,2 (0,2)	0,1 (0,2)	0,2 (0,3)	0,5 (0,6)	0,8

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá Peningamála 2016/3). 2. Samkvæmt utanríkisverslunargögnum Hagstofunnar. 3. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 4. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 5. Spá byggð á Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Consensus Forecasts, Global Insight og OECD. 6. Þriggja mánaða peningamarkaðsvextir helstu viðskiptalanda Íslands samkvæmt spá OECD.

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

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Vöru- og þjónustujöfnuður	7,5 (7,0)	5,0 (4,7)	4,6 (4,6)	4,1 (5,3)	3,3
Mældur jöfnuður frumþáttatekna <sup>2</sup>	-2,4 (-2,8)	-0,4 (-1,6)	-1,7 (-1,8)	-1,8 (-1,6)	-1,7
Undirliggjandi jöfnuður frumþáttatekna <sup>3</sup>	-1,6 (-1,9)	-0,4 (-1,6)	-1,7 (-1,8)	-1,8 (-1,6)	-1,7
Mældur viðskiptajöfnuður <sup>2</sup>	5,1 (4,2)	4,6 (3,1)	2,9 (2,9)	2,4 (3,7)	1,6
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður <sup>3</sup>	5,7 (4,9)	4,6 (3,1)	2,9 (2,9)	2,4 (3,7)	1,6

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá Peningamála 2016/3). 2. Reiknað samkvæmt staðli Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Jöfnuður frumþáttatekna að viðbættum hreinum rekstrarframlögum. 3. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð fyrir árið 2015 en með nýlegu uppgjöri slitabúanna er ekki lengur munur á mældum og undirliggjandi viðskiptajöfnuði. Í þjónustujöfnuði hefur einnig verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slitameðferð.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Opinber fjármál<sup>1</sup>

	2015	2016	2017	2018	2019
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	-0,3 (0,0)	15,0 (15,5)	-0,3 (0,6)	-0,5 (0,9)	-0,5
Frumjöfnuður ríkissjóðs	3,2 (3,4)	17,9 (18,3)	1,7 (3,0)	1,4 (3,2)	1,1
Frumjöfnuður ríkissjóðs án einkisliða <sup>2</sup>	2,8 (3,0)	1,9 (2,2)	0,9 (2,2)	1,4 (3,2)	1,1
Heildarjöfnuður hins opinbera	-0,8 (-0,5)	14,9 (15,3)	-0,3 (0,4)	-0,6 (0,8)	-0,7
Frumjöfnuður hins opinbera	2,9 (3,0)	17,9 (18,2)	1,8 (2,9)	1,4 (3,1)	1,0
Vergar skuldir hins opinbera	68,1 (69)	60 (61)	56 (56)	48 (46)	44
Hreinar skuldir hins opinbera <sup>3</sup>	49,2 (50)	43 (44)	40 (40)	38 (36)	34

1. Hlutfall af VLF á rekstrargrunni, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/2). 2. Einkisliðir eru stöðugleikaframlögin og flýting niðurgreiðslu verðtryggðra lána. 3. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að fráregnum sjóðum og bankainnstæðum.

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

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Atvinnuleysi (% af mannafla)	4,0 (4,0)	3,1 (3,3)	3,0 (3,1)	3,7 (3,4)	3,8
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	79,2 (79,2)	80,7 (80,2)	81,0 (80,9)	80,5 (80,2)	80,0
Heildarvinnustundir	3,3 (3,3)	3,0 (2,8)	3,4 (3,7)	1,4 (1,4)	1,1
Framleiðni vinnuafis <sup>2</sup>	0,8 (0,6)	2,0 (2,1)	1,0 (0,5)	1,5 (1,2)	1,6
Launakostnaður á framleidda einingu <sup>3</sup>	7,1 (8,4)	7,4 (9,2)	4,7 (5,2)	4,7 (5,0)	4,6
Launahlutfall (% af vergum þáttatekjum)	61,6 (62,9)	64,1 (66,7)	65,4 (67,5)	67,1 (68,1)	68,2
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	10,0 (8,6)	6,8 (10,4)	5,8 (5,2)	3,8 (2,1)	4,3
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	1,0 (0,6)	2,2 (2,4)	1,6 (2,3)	0,4 (1,1)	0,0

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/3). 2. Hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda. 3. Hlutfall launakostnaðar og framleiðni vinnuafis.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Vísitala meðalgengis <sup>2</sup>	201,1 (201,1)	181,8 (184,4)	164,8 (179,3)	157,8 (179,4)	157,3
Raugengi (hlutfallslegt verðlag) <sup>3</sup>	79,0 (79,0)	88,1 (86,8)	97,7 (90,4)	102,7 (91,8)	104,1
Raugengi (hlutfallslegur launakostnaður) <sup>3</sup>	73,7 (74,0)	86,6 (86,9)	98,8 (93,0)	106,0 (95,9)	108,5
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	2,3 (3,2)	2,6 (3,6)	2,9
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	1,2 (1,2)	1,7 (1,7)	2,1 (3,2)	2,6 (3,6)	2,9

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/3). 2. Þróng viðskiptavog (vísitala = 100 31. desember 1991). 3. Ársmeðaltal 2005 = 100.

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 fyrra ársfjórðungi á ársgrundvelli)
<i>Mæld gildi</i>			
2015:4	1,9 (1,9)	1,5 (1,5)	-0,6 (-0,6)
2016:1	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	0,4 (0,4)
2016:2	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	4,1 (4,1)
2016:3	1,3 (1,2)	1,3 (1,2)	1,3 (0,8)
<i>Spáð gildi</i>			
2016:4	2,1 (2,2)	2,1 (2,2)	2,6 (3,4)
2017:1	2,1 (2,7)	2,0 (2,7)	0,6 (2,5)
2017:2	2,2 (3,1)	2,1 (3,1)	4,5 (5,6)
2017:3	2,4 (3,5)	2,2 (3,5)	2,2 (2,5)
2017:4	2,5 (3,6)	2,3 (3,6)	3,0 (3,8)
2018:1	2,3 (3,7)	2,3 (3,7)	-0,3 (3,0)
2018:2	2,4 (3,8)	2,4 (3,8)	4,7 (6,1)
2018:3	2,6 (3,6)	2,6 (3,6)	3,2 (1,6)
2018:4	2,9 (3,4)	2,9 (3,4)	3,8 (3,0)
2019:1	3,0 (3,1)	3,0 (3,1)	0,4 (1,8)
2019:2	3,0 (2,9)	3,0 (2,9)	4,7 (5,3)
2019:3	2,9 (2,8)	2,9 (2,8)	2,9 (1,0)
2019:4	2,7	2,7	3,0

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.