



PENINGAMÁL

2017 • 4

Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 4 Hraðari aðlögun hagvaxtar að langtímaleitnivexti
- 5 Kafli I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir
- 17 Kafli II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör
- 23 Kafli III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir
- 31 Kafli IV Eftirspurn og hagvöxtur
- 39 Kafli V Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta
- 43 Kafli VI Verðbólga
- 47 Rammagrein 1 Sveiflur í gengi krónunnar í alþjóðlegum samanburði
- 51 Rammagrein 2 Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns
- 54 Rammagrein 3 Samanburður á grunnspá og spá heildarjafnvægislíkans Seðlabankans
- 57 Rammagrein 4 Nýleg endurskoðun þjóðhagsreikninga
- 58 Rammagrein 5 Fjárlagafrumvarp ársins 2018
- 61 Rammagrein 6 Reynsla af spám Seðlabankans
- 67 Viðauki 1 Spátöflur

Markmið peningastefnu Seðlabanka Íslands er að stuðla að almennri efnahagslegri velferð á Íslandi. Það gerir Seðlabankinn með því að stuðla að stöðugu verðlagi sem er meginmarkmið hans. Í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 er þetta skýrt svo að Seðlabankinn stefni að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu 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 peningastefnunnendrar Seðlabankans byggjast á. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 101 Reykjavík

Sími: 569 9600, símréf: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

69. rit. 15. nóvember 2017

Prentun og bókbund: Oddi ehf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

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

Yfirlýsing peningastefnunefndar

15. nóvember 2017

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 4,25%.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í nóvemberhefti *Peningamála* hægir töluvert á hagvexti í ár og meira en bankinn spáði í ágúst. Spáð er 3,7% hagvexti í ár en í fyrra var hann 7,4%. Fer þar saman hægari vöxtur útflutnings, eftir hraðan vöxt undanfarin ár, um leið og nokkuð bætir í vöxt innflutnings.

Horfur eru á að verðbólga fari í markmið um mitt næsta ár og verði þar út spátímann. Dregið hefur úr verðhækkunum á húsnæðismarkaði en það mun stuðla að minni verðbólgu haldi þróunin áfram en á móti fjara áhrif hærra gengis út. Frá síðasta fundi peningastefnunar hefur gengi krónunnar hækkað. Þá hefur gengisflökt minnkað síðustu mánuði. Verðbólguvæntingar eru í ágætu samræmi við verðbólgu markmiðið og virðast gengissveiflur á árinu hafa haft tiltölulega lítil áhrif á verðbólgu og verðbólguvæntingar.

Vísbendingar eru um að spennan í þjóðarbúskapnum kunni að hafa náð hámarki. Hún verður þó áfram umtalsverð en það kallar á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Minni spenna og betri verðbólguhorfur eru í samræmi við það sem peningastefnunefndin gerði ráð fyrir í október og raunvextir bankans eru svipaðir og þeir voru eftir ákvörðunina þá. Núverandi aðhald peningastefnunnar virðist að svo stöddu duga til þess að verðbólga verði að jafnaði við markmið. Hvort það reynist rétt mun á komandi misserum ráðast af framvindu efnahagsmála, þ.m.t. stefnunni í opinberum fjármálum og niðurstöðu kjarasamninga.

Hraðari aðlögun hagvaxtar að langtímaleitnivexti

Alþjóðlegur efnahagsbati hefur sótt enn frekar í sig veðrið og nær nú til fleiri landa en áður. Aukinnar bjartsýni gætir um heimsbúskapinn þótt áhrif pólitískrar óvissu séu enn til staðar. Þrátt fyrir að alþjóðlegum efnahagsbata hafi vaxið ásmegin hefur hægt nokkuð á vexti útflutnings Íslands eftir hraðan vöxt á seinni hluta síðasta árs. Svo virðist sem lengri tíma hafi tekið að vinna upp framleiðslutap fyrir-tækja í sjávarútvegi eftir verkfall sjómanna í byrjun árs og að hraðar hafi hægt á vexti þjónustuútflutnings en gert var ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála*. Þá eru vísbendingar um að verðlag sjávarafurða, sem hefur verið helsta uppspretta viðskiptakjarabatans undanfarin ár, hafi gefið eftir á þriðja fjórðungi ársins og að viðskiptakjarabati verði því nokkru minni á árinu en áður var spáð. Því eru horfur á að hraðar muni draga úr viðskiptaafgangi en áður var talið.

Hægari vöxtur útflutnings gerir það að verkum að hagvaxtarhorfur fyrir árið í ár breytast frá fyrri spá bankans. Hagvöxtur var 4,3% á fyrri hluta ársins og hafði minnkað úr ríflega 10% á seinni hluta síðasta árs. Þetta var minni hagvöxtur en áður var gert ráð fyrir og nú er talið að hann verði 3,7% á árinu í heild í stað 5,2% í ágústspánni. Horfur um vöxt innlendrar eftirspurnar breytast hins vegar lítið og er því spáð að hún muni aukast um 6,3% frá fyrra ári, studd af miklum hækkunum ráðstöfunartekna og slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu ár breytast hins vegar lítið frá fyrri spá bankans. Talið er að á næsta ári verði hagvöxtur svipaður og í ár en að á honum hægi enn frekar í átt að langtímaleitnivexti þegar líður á spátímann. Hagvöxtur verður þó mikill á meginhluta spátímans og vel yfir sögulegu meðaltali og meðalhagvexti í helstu viðskiptalöndum.

Vísbendingar eru um að framleiðsluspenna sem tók að myndast snemma árs 2015 hafi náð hámarki. Sakir mikils hagvaxtar undanfarin ár og á meginhluta spátímans mun spennan þó ekki hverfa að fullu úr þjóðarbúskapnum fyrr en undir lok spátímabilsins. Verðbólga var 1,9% í október og hefur verið við eða undir markmiði í hátt á fjórða ár. Vísbendingar eru um að kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga í markmiðinu sé traustari en áður. Horfur eru á að verðbólga verði áfram undir markmiði fram á mitt næsta ár en að hún verði að meðaltali við markmið á spátímanum. Spáð er að verðbólga verði heldur minni en í ágústspánni meginhluta spátímans, fyrst og fremst vegna minni spennu í þjóðarbúinu og minni hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu en þá var gert ráð fyrir.

I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans¹

Alþjóðlegur hagvöxtur sækir í sig veðrið og nær til æ fleiri landa

Heimshagvöxtur mældist 3,2% í fyrra sem er sá minnsti frá alþjóðlegu fjármálakreppunni og hátt í ½ prósentu undir sögulegu meðaltali. Vísbendingar um bata hafa hins vegar orðið skýrari eftir því sem liðið hefur á þetta ár. Einnig virðist sem hagvöxtur sækir í sig veðrið og nái til æ fleiri landa. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir ráð fyrir að heimshagvöxtur muni ná langtímameðaltali sínu í ár og að heimsframleiðslan vaxi um 3,6% frá fyrra ári. Samkvæmt spá sjóðsins eykst heimshagvöxtur enn frekar á næstu árum og verður að meðaltali 3,7% á ári. Þetta eru betri horfur en sjóðurinn hafði áður gert ráð fyrir og er það í annað skiptið í röð sem hann endurskoðar spár sínar upp á við en á undangengnum árum hefur sjóðurinn kerfisbundið ofmetið alþjóðlegar hagvaxtarhorfur.

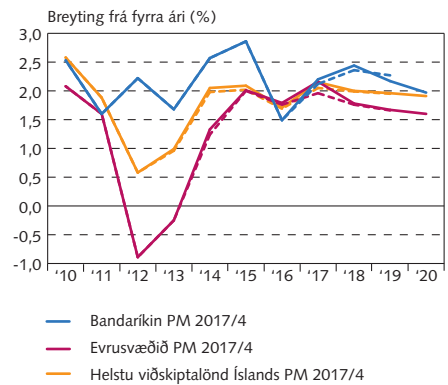
Samkvæmt grunnspánni er gert ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði 2,2% í ár og hafa horfur lítilla batnað frá ágústspá *Peningamála* (mynd I-1). Vegur þar þyngst kraftmeiri efnahagsbati á evrusvæðinu en hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum eru einnig taldar lítilla betri. Á móti vega vísbendingar um lakari hagvöxt í Bretlandi en áður var spáð. Líkt og í ágúst er talið að heldur hægi á hagvexti í helstu viðskiptalöndum á næsta ári og að hann verði um 2% á ári á næstu þremur árum. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

Óhagstæðari þróun viðskiptakjara í ár en áður var spáð en mat á gengishorfum lítið breytt

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötnuðu verulega árin 2014-2015 sem má fyrst og fremst rekja til lækkunar á alþjóðlegu olíu- og hrávöruverði og hagstæðrar þróunar verðs sjávarafurða (sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/2). Í fyrra stóð verðlag sjávarafurða hins vegar í stað í erlendum gjaldmiðlum og viðskiptakjör vöruviðskipta rýrnuðu um liðlega 2% þótt viðskiptakjör í heild hafi áfram batnað (mynd I-2). Horfur eru á að framhald verði á þessari þróun í ár: viðskiptakjör vöru rýrna um liðlega 2% til viðbótar en í heild batna þau um tæplega 1%. Þetta er óhagstæðari þróun en spáð var í ágúst og skýrist það fyrst og fremst af mun lakara verði sjávarafurða á þriðja fjórðungi ársins. Við bætist hraðari hækkun olíu- og hrávöruverðs en á móti vegur hagstæðari þróun álverðs. Samkvæmt spánni halda viðskiptakjör vöru áfram að rýrna á næstu árum en fyrir vörur og þjónustu standa þau nokkurn veginn í stað.

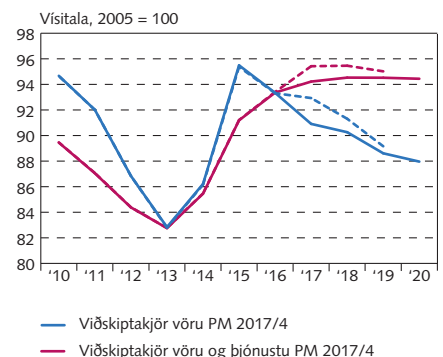
Sveiflur í gengi krónunnar jukust í sumar en þær hafa minnkað á ný eftir því sem gjaldeyrismarkaðurinn hefur náð að fóta sig betur í nýju umhverfi frjálsra fjármagnshreyfinga.² Viðskiptavegið meðal-

Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Heimildir: OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

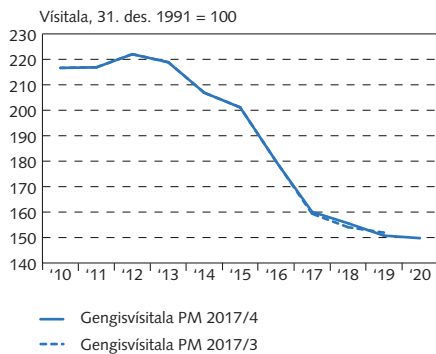
Mynd I-2
Viðskiptakjör 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

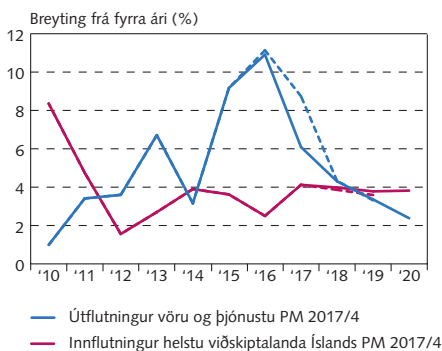
1. Greiningin í þessum *Peningamálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan nóvember.
2. Í rammagrein 1 er fjallað um gengissveiflur í sögulegu og alþjóðlegu samhengi. Rammagrein 2 fjallar um hina sérstöku bindiskyldu sem Seðlabankinn notar til að tempra fjármagnsinnflæði.

Mynd I-3
Gengi krónunnar 2010-2020¹



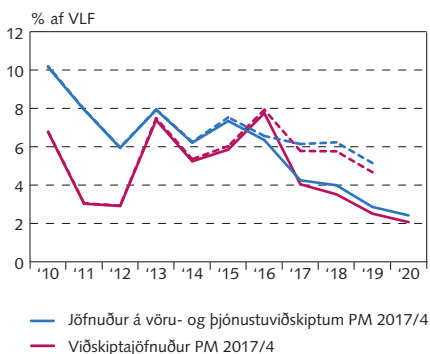
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Þróng viðskiptavog.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

gengi krónunnar lækkaði um liðlega 5% milli ársfjórðunga á þriðja fjórðungi ársins sem er mjög svipað því sem gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans. Eftir sem áður var gengi krónunnar ríflega 8% hærra gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla en á sama ársfjórðungi í fyrra. Líkt og í ágúst er talið að gengið hækki framan af spátímanum en að hækkinin verði töluvert minni en undanfarið ár (mynd I-3). Sem fyrr er hækkinin drifin áfram af hækkingi jafnvægisraungengi. Jafnvægisgengið er þó talið hækka heldur minna en áður var gert ráð fyrir í takt við lakari horfur um viðskiptakjör og spá um minni afgang á viðskiptum við útlönd eins og rakið er hér á eftir. Um þessar horfur og mat á jafnvægisraungengi er ávallt nokkur óvissa. Nánar er fjallað um þessa óvissu síðar í þessum kafla og um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

Hægari vöxtur útflutnings í ár og horfur á að viðskiptaafgangurinn minnki hraðar

Einn meginríkraftur efnahagsbata undanfarinna ára hefur verið gríðarlegur uppgangur íslenskrar ferðaþjónustu sem hefur staðið undir 10% meðalvexti útflutnings undanfarinna tveggja ára. Eftir því sem liðið hefur á árið hafa sést merki um að tekið sé að hægja á vextinum. Á fyrri hluta þessa árs jókst útflutningur vöru og þjónustu um ríflega 6% frá fyrra ári og horfur eru á að vöxturinn á árinu öllu verði svipaður. Það er þó eftir sem áður ágæt vöxtur, sérstaklega þegar haft er í huga að eftirspurn helstu viðskiptalanda hefur að meðaltali aukist um u.þ.b. 3% á ári undanfarin ár (mynd I-4). Vöxturinn er hins vegar nokkru minni en spáð var í ágúst og skýrist það annars vegar af því að þjónustuútflutningur jókst minna á fyrri hluta ársins en áður hafði verið talið og horfur eru á hægari vexti það sem eftir lifir árs. Hin skýringin á lakari horfum fyrir útflutning í ár er að svo virðist sem vöxtur útflutningsframleiðslu sjávarafurða á þriðja ársfjórðungi hafi verið mun minni en áður var talið og benda samtöl við aðila í sjávarútvegi til þess að hægari gengið að vinna upp framleiðslutap sem varð í kjölfar verkfalls sjómanna í ársbyrjun. Þá bætist við að kísilútflutningur verður minni í ár en áður hafði verið áætlað. Líkt og í fyrri spá bankans er talið að áfram muni hægja á vexti útflutnings á næstu árum.

Samspil hægari útflutningsvaxtar og minni viðskiptakjarabata gerir það að verkum að spáð er minni afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum í ár en áður hafði verið gert ráð fyrir. Í ágústspá bankans var talið að hann yrði um 6% af landsframleiðslu en nú er spáð 4,2% afgangi og skýrir hægari vöxtur útflutnings um þrjá fjórðu munarins (mynd I-5). Afgangurinn minnkar einnig hraðar á næsta ári vegna þess að hraðari vöxtur þjónustuinflutnings leggst þá á sömu sveif. Talið er að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum verði 4% á næsta ári og að hann verði kominn í 2½% árið 2020. Viðskiptajöfnuður þróast með áþekkingu hætti. Afgangur nam tæplega 8% af landsframleiðslu í fyrra en verður 4% í ár og 2% árið 2020. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Mikill vöxtur innlestrar eftirspurnar og horfur á hraðari vexti einkaneyslu en spáð var í ágúst

Kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur aukist um ríflega 9% á ári undan-

farin tvö ár og horfur eru á að hann aukist um tæp 8% í ár. Hefur hann þá aukist um ríflega þriðjung á fjórum árum og er orðinn meiri en hann var mestur fyrir fjármálakreppuna. Á sama tíma hefur hreinn auður heimila aukist um hátt í fjórðung á ári á föstu verði. Fjárhagsleg skilyrði heimila hafa því batnað verulega og endurspeglast það í kröftugum vexti einkaneyslu. Hún jókst um liðlega 7% í fyrra og 8,3% á fyrri hluta yfirstandandi árs samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Spá bankans um vöxt einkaneyslu í ár hefur því verið endurskoðuð upp á við og er nú gert ráð fyrir 7,9% vexti í stað 7,1% í ágústspá bankans (mynd I-6). Gert er ráð fyrir að heldur hægi á vexti einkaneyslu er líður á spátímann. Þrátt fyrir mikinn vöxt neysluútgjalda hafa heimilin náð að byggja upp töluverðan eigin sparnað enda hafa ráðstöfunartekjur vaxið enn hraðar. Áætlað er að heimilin hafi sparað um 10½% af ráðstöfunartekjum sínum í fyrra og að hlutfallið haldist svipað út spátímann.

Fjárfestingarumsvif hafa að sama skapi aukist hratt undanfarin ár. Í fyrra jókst atvinnuvegafjárfesting um ríflega 26% og kemur það í kjölfar tæplega 30% vaxtar árið 2015. Íbúðafjárfesting jókst einnig um hátt í þriðjung í fyrra og því jókst fjárfesting alls um tæplega 23% og nam hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu liðlega 21% sem er hið hæsta síðan árið 2008 og hátt í 1 prósentu yfir meðaltali undanfarins aldarfjórðungs. Fyrirséð var að hægja myndi á þessum mikla vexti í ár en áfram er samt gert ráð fyrir töluverðum vexti eða tæplega 9%. Eins og í ágústspá bankans er talið að heildarfjármunamyndun muni dragast lítillega saman á næsta ári vegna samdráttar í atvinnuvegafjárfestingu. Þetta endurspeglar hins vegar nokkurn samdrátt í fjárfestingu í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Í öðrum atvinnurekstri heldur fjárfesting hins vegar áfram að aukast um tæplega 10%. Gangi spáin eftir mun hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu haldast í liðlega 21% út spátímann (mynd I-7).

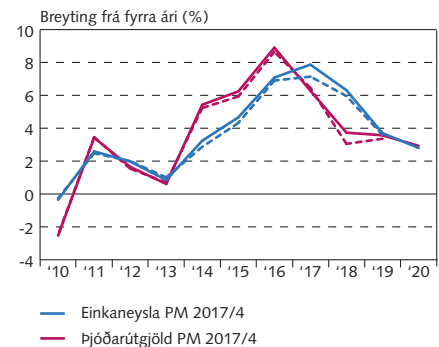
Neyslu- og fjárfestingarútgjöld jukust um 6,1% á fyrri hluta þessa árs. Á móti vó nokkur samdráttur birgða, sérstaklega í sjávarútvegi, og jukust því þjóðarútgjöld minna eða um 5,4%. Gert er ráð fyrir að vöxtur þjóðarútgjalda á árinu í heild verði 6,3% og kemur það í kjölfar 8,9% vaxtar í fyrra og hátt í 7% meðalvaxtar undanfarin þrjú ár (mynd I-6). Talið er að þjóðarútgjöld muni aukast um 3½% á ári næstu tvö ár en að vöxturinn minnki í um 3% árið 2020. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

Dregur hraðar úr hagvexti en áður var spáð

Hagvöxtur mældist 10,4% á seinni hluta árs 2016 en samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar hægði töluvert á vextinum á fyrri hluta þessa árs. Hann mældist 5,2% á fyrsta ársfjórðungi og minnkaði enn frekar í 3,4% á öðrum ársfjórðungi. Hjöðnun hagvaxtar var að nokkru leyti fyrirsjáanleg enda viðbúið að hægja myndi á hinum hraða vexti þjónustuútlutnings á seinni hluta síðasta árs, auk þess sem vitað var að áhrifa sjómannaferkfalls á útlutning og birgðastöðu sjávarafurða myndi gæta á fyrri helmingi ársins. Hjöðnunin var hins vegar nokkru meiri en gert hafði verið ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála* en þar var spáð 5,6% hagvexti á fyrri hluta þessa árs en samkvæmt

Mynd I-6

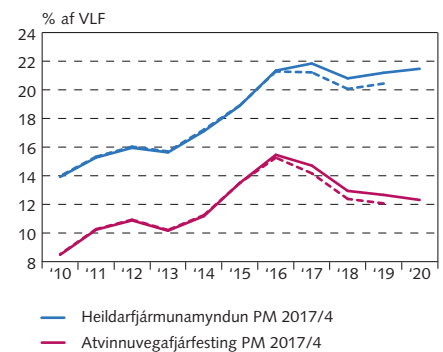
Einkaneysla og þjóðarútgjöld 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

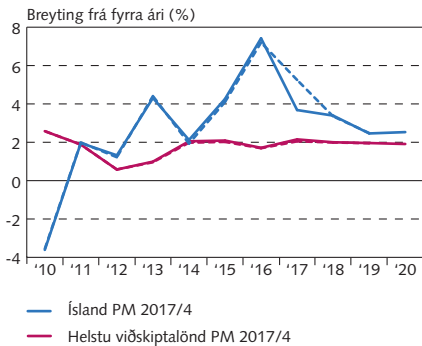
Mynd I-7

Fjármunamyndun 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum
2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst landsframleiðslan um 4,3%. Horfur fyrir þriðja ársfjórðung eru einnig lakari í ljósi vísbendinga um að vöxtur útflutnings hafi hjaðnað hraðar en þá var spáð. Nú er talið að hagvöxtur á þriðja fjórðungi verði liðlega 1% og rétt yfir 3% á seinni hluta ársins í stað tæplega 5% í ágústspá bankans. Hagvöxtur á árinu í heild verður því töluvert minni en þá var spáð eða 3,7% í stað 5,2% (mynd I-8). Horfur fyrir næstu ár hafa hins vegar lítið breyst. Á næsta ári er spáð 3,4% hagvexti, sem er áþekkur vöxtur og í ár, en að hann hjaðni síðan í átt að langtímahagvaxtargetu og verði u.þ.b. 2,5% á árunum 2019-2020.³

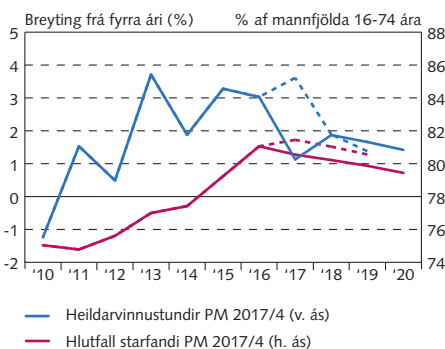
Eins og í fyrri spám bankans er hagvöxtur á öllu tímabilinu yfir meðalhagvexti í helstu viðskiptalöndum og gangi spáin eftir mun núverandi hagvaxtarskeið spanna áratug sem er lengsta hagvaxtarskeið frá upphafi mælinga sé miðað við hagvöxt á mann. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Vísbendingar um að tekið sé að hægja á vexti vinnuafleiftirspurnar og að framleiðsluspennan hafi náð hámarki

Frekari vísbendingu um að tekið sé að hægja á vexti efnahagssumsvifa má finna á vinnumarkaði en þar hefur hægt töluvert á fjölgun starfa samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Störfum fjölgaði um 1,8% á öðrum fjórðungi en á hinum þriðja stóð fjöldinn í stað. Fækkun meðalvinnustunda olli því að heildarvinnustundir drógust saman á þriðja ársfjórðungi í fyrsta sinn síðan árið 2012. Þetta er athyglisvert í ljósi þess að erlendum ríkisborgurum sem flytjast til landsins fjölga enn og að fólki á vinnualdri fjölga hratt. Líklegt er að þróunin endurspegli að einhverju leyti mælivanda í vinnumarkaðskönnuninni sem virðist ná seint eða illa til fjölda erlendra ríkisborgara sem hér starfar (sjá kafla V). Þótt túlka þurfi niðurstöður vinnumarkaðskönnunarinnar með nokkrum fyrirvara virðist þó ljóst að tekið sé að hægja á vexti vinnuafleiftirspurnar. Samkvæmt nýrri Gallup-könnun hefur hlutfall fyrirtækja sem vill fjölga starfsfólki umfram þau sem vilja fækka þeim heldur lækkað og hið sama má segja um hlutfall fyrirtækja sem búa við skort á vinnuafli eða segjast starfa við eða umfram full afköst. Áfram eru þessi hlutföll þó há í alþjóðlegum og sögulegum samanburði og enn eru töluvert fleiri fyrirtæki sem vilja fremur fjölga starfsfólki en fækka. Þá minnkar atvinnuleysi enn og mældist 2,3% á þriðja ársfjórðungi að teknu tilliti til árstíðar.

Talið er að heildarvinnustundum muni fjölga svipað það sem eftir lifir árs og raunin hefur verið það sem af er ári. Fjölgunin frá fyrra ári verður því liðlega 1% sem er töluvert minni fjölgun en spáð var í ágúst (mynd I-9). Hlutfall starfandi verður því tæplega 1 prósentu lægra í ár en áður var talið og helst munurinn út spátímann. Spáð er að atvinnuleysi verði um 2,6% að meðaltali í ár og hefur það þá lækkað um 0,4 prósentur frá fyrra ári og tæplega 6 prósentur frá því að það var hæst árið 2010. Talið er að mikill innflutningur vinnuafis haldi aftur

Mynd I-9
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Líkt og fjallað er um í rammagrein 3 eru spár með svo kölluðu heildarjafnvægislíkani notaðar til samanburðar við grunnspá bankans. Heildarjafnvægislíkanið spáir meiri hagvexti á næsta ári en minni hagvexti árið 2019. Fyrir spátímabilið í heild eru horfur hins vegar nánast eins. Verðbólguhorfur eru einnig mjög svipaðar en þar vegast á áhrif lægra gengis og minni launahækkana samkvæmt jafnvægislíkaninu en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

af launahækkunum og því sé jafnvægisatvinnuleysið heldur lægra en áður var talið. Mælt atvinnuleysi eykst því hægar á næstu árum en áður var spáð og verður rétt yfir 3% í lok spátímans (mynd I-10).

Endurskoðun Hagstofunnar á hagvexti undanfarinna ára gerir það að verkum að framleiðsluspenna er metin meiri í árslok 2016 en hún var metin í ágústspá bankans.⁴ Horfur á hægari hagvexti í ár valda því hins vegar að gert er ráð fyrir minni spennu í ár. Talið er að hún verði tæplega 2% af framleiðslugetu í lok árs sem er 1 prósentu minni spennu en spáð var í ágúst (mynd I-10). Líkt og þá er talið að spennan haldi áfram að minnka og verði nánast horfin í árslok 2020.

Eins og fjallað var um í *Peningamálum* 2017/2 byggist mat á framleiðsluspennu í þjóðarþáttum um þessar mundir á því að framleiðslugeta þess hafi vaxið hratt undanfarin ár og langt umfram langtímaleitni. Skýrist það af miklum innflutningi vinnuafis og framleiðslutækja. Talið er að vöxtur framleiðslugetu leiti líkt og hagvöxtur smám saman í langtímaleitni er líður á spátímann. Rétt er að hafa í huga að matið á framleiðslugetu og vexti hennar, og þar með á framleiðsluspennunni sjálfri, er ávallt háð nokkurri óvissu. Nánar er fjallað um vinnuþáttinn og nýtingu framleiðsluþátta þjóðarþáttanna í kafla V.

Verðbólga eykst er líður á næsta ár en helst nálægt verðbólguþáttum á spátímanum

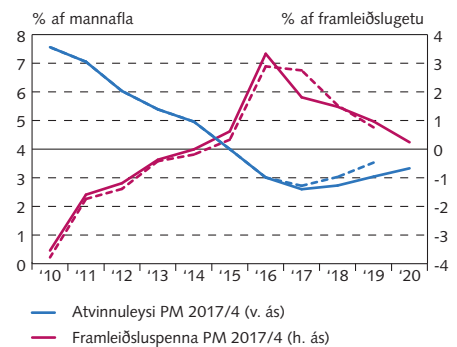
Verðbólga mældist 1,7% á þriðja ársfjórðungi og var óbreytt frá fyrri fjórðungi. Hún hefur verið á bilinu 1½-2% frá öðrum ársfjórðungi 2015 og við eða undir markmiði í tæp fjögur ár. Verðbólga jókst í október og mældist 1,9% en í mánuðinum á undan hafði hún hjaðnað og mælt 1,4%. Sem fyrr mælist verðbólga án áhrifa húsnæðiskostnaðar töluvert minni. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði lækkað um 2,3% í október frá sama tíma í fyrra en samræmda vísitalan var 2,7% lægri í september en í sama mánuði í fyrra.

Verðbólguvæntingar virðast í ágætu samræmi við verðbólguþáttum. Svo virðist sem kjölfesta þeirra í markmiðinu hafi styrkst eins og merkja má af tiltölulega takmörkuðum áhrifum gengislækkunar krónunnar sl. sumar á langtímaþæntingar. Eins og fjallað er um í nýbirtu riti bankans er það breyting frá fyrri árum þegar langtímaverðbólguvæntingar virtust næmari fyrir óvæntum efnahagsatburðum.⁵

Launavísitala Hagstofunnar hækkaði um 7,4% á þriðja ársfjórðungi frá sama fjórðungi í fyrra og talið er að launakostnaður muni hækka um riflega 6% að meðaltali í ár sem kemur í kjölfar riflega 9% hækkunar í fyrra og um 17% hækkunar undanfarin tvö ár. Þessar miklu launahækkunir hafa vegið á móti áhrifum innfluttrar verðhjöðunar og hækkunar á gengi krónunnar á verðbólgu. Aukin framleiðni vinnuafis vegur einnig á móti áhrifum launahækkana á verðbólgu

Mynd I-10

Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2010-2020¹



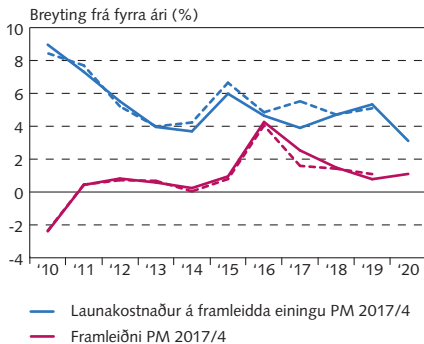
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

4. Hagstofan hefur endurskoðað hagvaxtartölur allt frá árinu 1997. Hagvöxtur undanfarinna þriggja ára er talinn vera 0,2 prósentum meiri en samkvæmt fyrri tölum og landsframleiðslan árið 2016 um 1½% hærra en í fyrri tölum (sjá rammagrein 4).

5. Í ritinu kemur einnig fram að frávik verðbólgu frá markmiði hafa minnkað verulega á undanföllum árum og eru stór frávik frá markmiði mun fátíðari en áður. Þá hafa sveiflur í verðbólgu og verðbólguvæntingum minnkað. Hefur það leitt til þess að sveiflur í langtímaraunvöxtum hafa einnig minnkað en það hefur stuðlað að því að draga úr sveiflum í efnahagsumsvifum og gengi krónunnar. Sjá Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólguþáttum: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, *Sérítt* nr. 11.

Mynd I-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2010-2020¹



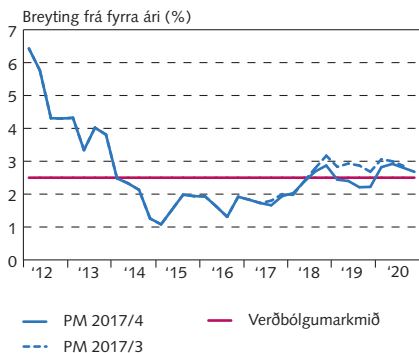
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga¹

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2020



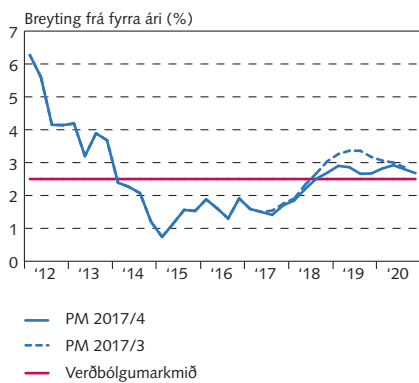
1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2017 - 4. ársfj. 2020.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta¹

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2020



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2017 - 4. ársfj. 2020.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

en samkvæmt opinberum tölum Hagstofunnar mældist óvenju mikill framleiðnivöxtur í fyrra eða yfir 4%. Líklegt er að um ofmat sé að ræða sem rekja má til vanmats á fjölgun erlendra starfsmanna á vinnu- markaði. Líklegt er að það hafi einnig áhrif á mat á framleiðnivexti á líðandi ári. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu upp á 4½% í fyrra og tæplega 4% í ár er því líklega vanmetin. Spáð er að framleiðni vinnuafns muni aukast um 1-1½% á ári á næstu tveimur árum og að launakostnaður á framleidda einingu hækki um u.þ.b. 5% á ári. Það er töluvert meiri hækkun en samrýmist markmiði um 2,5% verðbólgu til lengdar en þegar kemur fram á árið 2020 er gert ráð fyrir að hækkun launakostnaðar verði í betra samræmi við markmiðið. Horfur eru því á að launakostnaður á framleidda einingu hækki minna í ár en gert var ráð fyrir í ágúst og bætist það við endurskoðun á sögulegum tölum sem benda til að hækkunin hafi einnig verið heldur minni undanfarin þrjú ár (mynd I-11). Horfur fyrir næstu ár eru hins vegar áþekkar því sem gert var ráð fyrir í ágúst.

Samkvæmt grunnspánni eykst verðbólga í 1,9% á lokafjórðungi ársins. Gangi það eftir verður verðbólga á árinu öllu að meðaltali 1,8% og yrði það fjórða árið í röð sem meðalverðbólga er við eða undir 2%. Er það lengsta skeið svo lítillar og stöðugrar verðbólgu frá því í efna- hagskreppunni á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar. Grunnspáin gerir ráð fyrir að verðbólga þökist upp í markmið er líða tekur á næsta ár og að hún verði nálægt markmiðinu á meginhluta spátímans. Eins og rakið er í rammagrein 5 gerir fyrirbyggjandi fjárlagafrumvarp ráð fyrir nokkrum breytingum á óbeinum sköttum sem hafa munu áhrif á melda verðbólgu á næstu árum. Þar vegur þyngst lækkun á efra þrepi virðisaukaskatts í ársbyrjun 2019 sem skýrir lækkun mældrar verðbólgu frá fyrsta fjórðungi þess árs og þangað til að áhrif skatta- lækkunarinnar hverfa út úr árstakti verðbólgunnar ári síðar (mynd I-12). Án áhrifa skattalækkunarinnar helst verðbólga tiltölulega stöðug rétt fyrir ofan markmið frá lokaársfjórðungi næsta árs en þökast í átt að því þegar líður að lokum spátímabilsins (mynd I-13). Horfur eru því á að verðbólga verði minni en spáð var í ágúst á meginhluta spátímans og skýrist það fyrst og fremst af því að talið er að framleiðsluspenna verði minni og að launakostnaður á framleidda einingu hækki minna en áður var talið. Nánar er fjallað um óvissuþætti verðbólguþáttarinnar hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um innlenda hag- stjórningu og ytra umhverfi íslensks þjóðarbúskaðar. Hún byggist einnig á mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir er forsendum um innlenda hagstjórn lýst. Einnig eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissuþættir og rakið hvernig breytingar á ýmsum lykilfor- sendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem er frábrugðin því sem grunnspáin gerir ráð fyrir.

Stefnan í opinberum fjármálum og peningastefnan

Samkvæmt grunnspánni slaknar nokkuð á aðhaldi í opinberum fjármálum í ár. Hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður minnkar um 1,5% af landsframleiðslu og bætist það við svipaða slökun árin 2015-2016 (sjá kafla IV og rammagrein 5). Miðað við fyrirbyggjandi fjárlagafrumvarp eru hins vegar horfur á auknu aðhaldi á næsta ári. Þetta eru svipaðar horfur og gert var ráð fyrir í máhefti *Peningamála*.

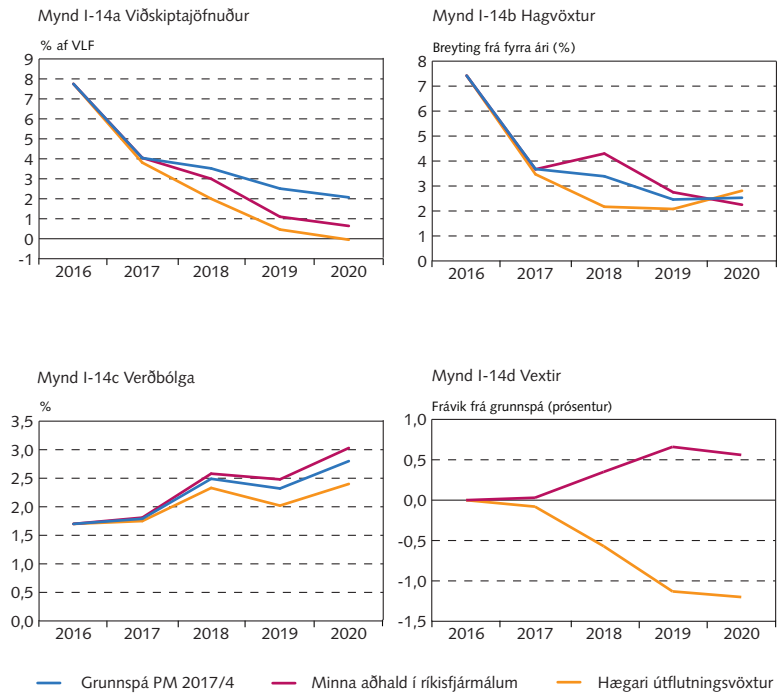
Nafnvextir Seðlabankans hafa lækkað undanfarið ár í takt við vísbendingar um traustari kjölfestu verðbólguvæntinga í markmiði bankans. Meginvextir Seðlabankans voru 4,25% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* og höfðu lækkað um 1 prósentu frá sama tíma í fyrra og 1,5 prósentur frá ágúst í fyrra (sjá kafla III). Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir þróist á spátímanum í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sé í samræmi við verðbólgu markmiðið til meðallangs tíma.

Ríkisútgjöld gætu orðið nokkru meiri en gert er ráð fyrir í grunnspá

Nokkur óvissa er um afdrif fyrirbyggjandi fjárlagafrumvarps og stöðu ríkisfjármála í kjölfar stjórnarslita og yfirlýsinga frambjóðenda í aðdraganda nýafstaðinna kosninga. Frumvarpið felur í sér að aðhaldsstig ríkisfjármála eykst á næsta ári þar sem hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður batnar. Í kosningabaráttunni voru hins vegar settar fram margvíslegar hugmyndir um aukin útgjöld eða lækkun skatta, í mörgum tilfellum án þess að ljóst væri í hvaða mæli slíkar breytingar eru fjármagnaðar og í hvaða mæli þeim er ætlað að koma fram á næsta ári eða síðar á kjörtímabilinu. Í þessu samhengi er mikilvægt að hafa í huga að þótt hagvöxtur sé hægari en hann var í fyrra er hann enn mikill. Framleiðsluþættir eru fullnýttir og spenna því enn nokkur í þjóðarþúinu og horfur á að svo verði áfram bróðurpart spátímans. Minna aðhald í ríkisfjármálum mun því óhjákvæmilega hafa í för með sér að vextir og gengi krónunnar verða hærra en ella hefði verið.

Til að sýna möguleg áhrif aukins slaka í ríkisfjármálum á þjóðarþúinu er hér sýnt fráviksdæmi þar sem útgjöld ríkissjóðs aukast miðað við það sem virðast vera neðri mörk þeirra kosningaloforða sem kynnt voru í aðdraganda kosninga. Miðað er við að samneysluútgjöld aukist um u.þ.b. 16 ma.kr. árlega, tekjutilfærslur til heimila um 6 ma.kr. og fjárfestingarútgjöld ríkisins um 20 ma.kr. en þessi viðbótarútgjöld samsvara því að færa hlutfall þessara útgjalda af landsframleiðslu nokkurn veginn upp í meðaltal áranna fyrir fjármálakreppuna. Samtals nemur útgjaldaaukinn u.þ.b. 42 ma.kr. á ári eða sem svarar 1,7% af landsframleiðslu síðasta árs. Gert er ráð fyrir að þessi áform komi til framkvæmda frá og með næsta ári. Þessu til viðbótar er gert ráð fyrir að hætt verði við að færa ferðaþjónustutengda starfsemi í efra þrep virðisaukaskattkerfisins árið 2019 sem samsvarar um 18 ma.kr. viðbótarslökun í ríkisfjármálum eða sem nemur 0,7% af landsframleiðslu síðasta árs. Samtals fela þessar aðgerðir í sér að sá afgangur á hinu opinbera sem grunnspáin gerir ráð fyrir hverfi á næsta ári og snúist í halla frá árinu 2019.

Mynd I-14
Frávíksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Eins og sjá má á mynd I-14 hefur þessi viðbótarslökun á aðhaldi ríkisfjármála í för með sér að heildareftirspurn í þjóðarbúinu eykst þótt hagvaxtaráhrifin séu minni en sem nemur umfangi útgjaldaaukans þar sem hluti aukinnar eftirspurnar beinist að innfluttri vöru og þjónustu.⁶ Á móti vegur einnig að auknum slaka í ríkisfjármálum er mætt með aðhaldssamari peningastefnu sem dregur úr eftirspurn einkaaðila til að skapa rými fyrir aukna eftirspurn hins opinbera og hækkar gengi krónunnar sem beinir enn meiri hluta eftirspurnarinnar út úr þjóðarbúinu. Viðskiptaafgangurinn hverfur því hraðar og er nánast horfinn árið 2020. Hagvöxtur verður um 1 prósentu meiri á næsta ári og um 0,3 prósentum meiri árið 2019 en þegar frá líður deyrja áhrif örvunar- aðgerðanna út. Meiri hagvöxtur en í grunnspá hefur í för með sér að meiri framleiðsluspenna byggist upp og verðbólga verður því heldur meiri. Á móti vegur hins vegar að vextir Seðlabankans verða um ½ prósentu hærrí frá og með næsta ári.

Aukin bjartsýni í alþjóðlegum efnahagsmálum en óvissa enn nokkur

Þótt alþjóðlegar efnahagshorfur batni enn og aukinnar bjartsýni gæti um efnahagshorfur til skemmri tíma eru þeir óvissuþættir sem litað hafa alþjóðleg efnahagsmál undanfarin misseri enn til staðar. Nokkuð dró úr óvissu á evrusvæðinu í kjölfar forsetakosninga í Frakklandi sl.

6. Rétt er að hafa í huga að þótt aukin fjárfesting í innviðum geti aukið langtímahagvaxtar- getu þjóðarbúsins eru skammtímaáhrif þeirra á heildareftirspurn í meginatriðum þau sömu og annarra slökunaraðgerða þegar spenna er enn í þjóðarbúinu. Því er mikilvægt að vandað sé til tímasetningar slíkra framkvæmda svo að ábati þeirra sé sem mestur og óæskileg þensluáhrif sem minnst.

vor en sem fyrr er erfitt að ráða í stefnu bandarískra stjórnvalda í fjölda mála og viðræður breskra stjórnvalda og Evrópusambandsins um útgöngu Breta úr sambandinu og framtíðarfyrirkomulag sambands þeirra virðast lítið þokast áfram. Þrátt fyrir þessa óvissupætti hefur nokkurrar bjartsýni gætt á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og undirliggjandi sveiflur í hlutabréfaverði eru sögulega litlar. Hins vegar hefur kostnaður við að tryggja sig fyrir stórum áföllum með valréttarsamningum farið stigvaxandi í takt við aukna óvissu í alþjóðamálum (mynd I-15).⁷

Mat á útflutningshorfum gæti reynst of bjartsýnt

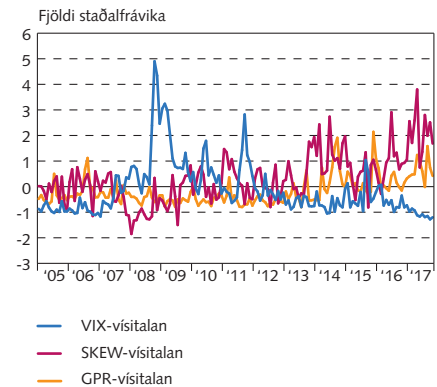
Útflutt þjónusta hefur vaxið hröðum skrefum undanfarin ár sem fyrst og fremst má rekja til hins hraða vaxtar ferðaþjónustu. Að meðaltali hefur útflutt þjónusta vaxið um tæplega 11% á ári undanfarin fimm ár á meðan vöruútflutningur hefur einungis vaxið um líðlega 3% á ári. Mikill vöxtur þjónustuútflutnings hefur gert það að verkum að hlutdeild Íslands í heimsviðskiptum með þjónustu hefur vaxið hratt undanfarin ár á sama tíma og hlutdeild annarra þróaðra ríkja hefur almennt farið minnkandi (mynd I-16). Vísbendingar eru hins vegar um að tekið sé að hægja á vextinum og að hann verði hægari á næstunni en áður var spáð þrátt fyrir hagstæðari horfur um heimsviðskipti og eftirspurn helstu viðskiptalanda. Eftir sem áður byggist grunnspáin á því að þjónustuútflutningur vaxi hraðar en í öðrum þróuðum ríkjum meginhluta spátímans og að hlutdeild Íslands í heimsviðskiptum með þjónustu aukist því áfram.⁸

Áætlanir um vöxt útflutnings gætu hins vegar reynst of bjartsýnar. Mynd I-14 sýnir fráviksdæmi þar sem hlutdeild Íslands í heimsviðskiptum með þjónustu helst u.þ.b. óbreytt út spátímans frá því sem hún var í fyrra. Þessi forsenda hefur áhrif strax á fjórða ársfjórðungi í ár sem leiðir til þess að útflutningur vex heldur hægari í ár en í grunnspánni. Útflutningsvöxtur er tæplega 3 prósentum minni á næsta ári og tæplega 1½ prósentu minni árið 2019. Afgangur á viðskiptajöfnuði minnkar því enn hraðar en í grunnspánni og er horfinn árið 2020. Hagvöxtur er jafnframt töluvert minni á næstu tveimur árum eða um 1¼ prósentu minni á næsta ári og um ½ prósentu minni árið 2019, þótt á móti vegi minni innflutningur en í grunnspánni sem skýrist af minni innlendum tekjum og innflutningi aðfanga fyrir útflutningsstarfsemina. Á móti neikvæðum hagvaxtaráhrifum vegur einnig lægra gengi krónunnar og það vegur einnig á móti áhrifum minni framleiðsluspennu á verðbólgu. Þar leggjast lægri vextir Seðlabankans á sömu sveif en þeir eru orðnir 1¼ prósentu lægri en í grunnspánni árið 2020. Fráviksdæmið sýnir því hvernig sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi draga úr samdráttaráhrifum ytra áfalls.

Mynd I-15

Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum¹

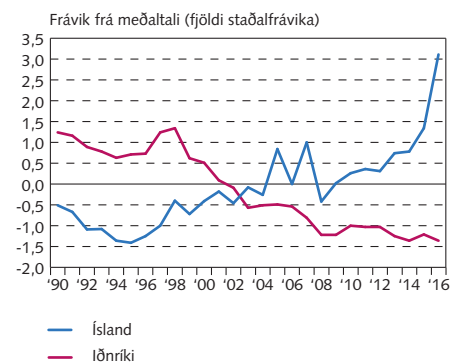
Janúar 2005 - október 2017



1. VIX-vísitalan mælir undirliggjandi sveiflur í hlutabréfaverði en SKEW-vísitalan kostnað við að verjast miklum lækunum hlutabréfaverðs. VIX og SKEW eru reiknaðar út frá valréttarsamningum á S&P500-hlutabréfa-vísitölum. GPR-vísitalan mælir óvissu í alþjóðlegum stjórns- og efnahagsmálum. Myndin sýnir frávik frá meðaltali janúar 2000 til október 2017 mælt með fjölda staðalfrávika.
Heimildir: D. Caldara og M. Iacoviello (2017), Thomson Reuters.

Mynd I-16

Hlutdeild í þjónustuviðskiptum 1990-2016¹



1. Vægi í heimsviðskiptum með þjónustu. Frávik frá 30 ára meðaltali (1987-2016) mælt með fjölda staðalfrávika.
Heimild: Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD).

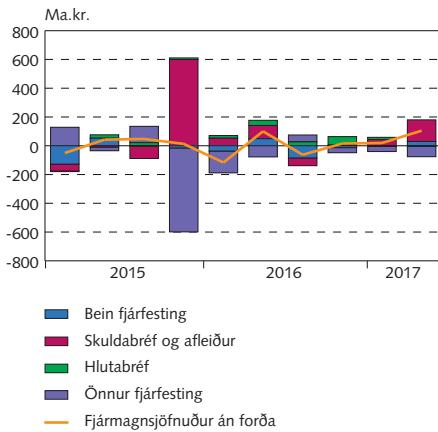
7. GPR-vísitalan er mælikvarði á óvissu í alþjóðlegum stjórns- og efnahagsmálum fengin með rafrænni leit í alþjóðlegum fjölmiðlum. Sjá D. Caldara og M. Iacoviello, (2017), "Measuring geopolitical risk", Board of Governors of the Federal Reserve System, *Working Paper*, ágúst 2017.

8. Samkvæmt tölum World Tourism Organization er gert ráð fyrir að ferðalög og samgöngur muni vaxa um líðlega 2% á ári á næstu árum í þróuðum ríkjum (UNWTO *Tourism Highlights*, 2017). Áætla má að það samsvari u.þ.b. 2% árlegum vexti þjónustuútflutnings þar sem ferðalög og samgöngur vega þungt í heildarútflutningi þjónustu.

Mynd I-17

Fjármagnsflæði utan gjaldeyrisforða¹

1. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2017

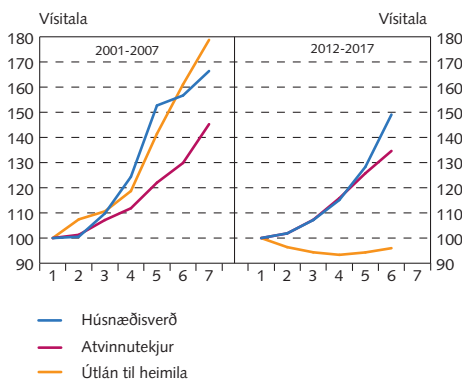


1. Fjármagnsjöfnuður án breytinga á gjaldeyrisforða Seðlabankans og heint fjármagnsflæði til beinnar fjárfestingar, verðbréfafjárfestingar (skuldabréfa, afleiða og hlutabréfa) og annarrar fjárfestingar. Stórar hreyfingar á fjórða ársfjórðungi 2015 endurspeglja uppgjör slitabúa föllnu fjármálagjafirtekkjanna.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-18

Húsnæðisverð, tekjur og útlán í tveimur húsnæðisverðsuppsveiflum¹



1. Myndin sýnir húsnæðisverð í hlutfalli við almennt verðlag, kaupmát atvinnutekna (ráðstöfunartekna utan fjármagnstekna) eftir skatt og útlán til heimila á föstu verði (leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda frá árinu 2009). Sýnd eru tvö hækkunarskeið húsnæðisverðs þar sem fyrsta ár tímabilsins (ár 1) er sett jafnt 100. Tölur fyrir 2017 byggjast á fyrstu þremur fjórðungum ársins.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Gengishorfur óvissar

Samkvæmt grunnspá heldur gengi krónunnar áfram að hækka framan af spátímanum. Þessi tæknilega forsenda um þróun gengis krónunnar á spátímanum litast annars vegar af horfum um hagvöxt og vaxtamun gagnvart útlöndum og hins vegar af mati á jafnvægisraungengi krónunnar. Allir þessir þættir eru háðir mikilli óvissu.

Líklegt er að jafnvægisraungengið hafi hækkað undanfarin misseri. Skýrist það einkum af batnandi viðskiptakjörum og hröðum vexti útflutnings sem ýtti undir viðskiptaafgang og bætti ytri stöðu þjóðarbúsins (sjá t.d. rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2). Endurskoðað mat á jafnvægisraungengi bendir til þess að raungengið sé nálægt jafnvægisgildi sínu eða jafnvel eitthvað undir því. Þetta mat er hins vegar háð töluverðri óvissu eins og áður segir. Þá gæti jafnvægisraungengið lækkað á ný verði þjóðarþúið fyrir ytri áföllum, eins og t.d. því sem lýst er hér að framan í frávíkisdæmi með lakari útflutningshorfum.

Til viðbótar við framangreinda óvissuþætti er einnig óvissa um fjármagnsstrauma til og frá landinu sem gæti haft áhrif á gengisþróunina til skemmri tíma. Frá því að fjármagnshöft voru losuð fyrr á þessu ári hafa ekki sést merki um stórfellt fjármagnsútfærslu en þó má e.t.v. sjá einhverjar vísbendingar um aukið útfærslu á öðrum ársfjórðungi þessa árs (mynd I-17). Ekki er óeðlilegt að fjárfestar, hvort sem það eru heimili, fyrirtæki eða lífeyrissjóðir, vilji auka vægi erlendra eigna í eignasöfnum sínum og því muni aukið fjármagn streyma úr landi sem myndi að öðru óbreyttu lækka gengi krónunnar, a.m.k. til skemmri tíma.

Snörp leiðrétting húsnæðisverðs ólíkleg nema í samhengi við utanaðkomandi efnahagsáfall

Húsnæðisverð hefur hækkað mikið undanfarin misseri en tekið er að hægja á hækkun þess. Frá því að hækkunarferlið hófst árið 2012 hefur raunverð húsnæðis hækkað um hátt í 50%, sem er svipuð hækkun og varð á tímabilinu 2003-2007 en heldur minni sé horft til alls hækkunarskeiðsins 2001-2007. Eins og mynd I-18 sýnir er grundvöllur hækkunarinnar nú allt annar en þá. Nú hækkar húsnæðisverð samfara mikilli hækkun ráðstöfunartekna og án þess að á bak við hana sé hröð aukning skulda sem einkenndi fyrra skeiðið þegar húsnæðisverð hækkaði töluvert umfram tekjur. Það sem skilur einnig á milli þessara tveggja hækkunarskeiða er að hinn mikli tekjuauki undanfarinna ára hefur að miklu leyti verið knúinn áfram af utanaðkomandi búhnykkjum, m.a. viðskiptakjarabatanum (mynd I-19). Orsakir hækkunar ráðstöfunartekna á fyrra skeiðinu var hins vegar ekki að finna í utanaðkomandi búhnykkjum heldur í ósjálfbærri hækkun innlendra tekna fjármagnaðri með erlendu lánsfé.

Hið ólíka samspil húsnæðisverðs, ráðstöfunartekna og lántöku til húsnæðisverka er líklegt til að leika lykilmotverk í þróun húsnæðisverðs á næstu misserum. Erfitt er að sjá húsnæðisverð hækka áfram með áþekkingu hraða og framan af þessu ári án þess að lánveitingar til húsnæðisverka taki verulega við sér, sérstaklega í ljósi þess að horfur eru á að framboð af nýju húsnæði aukist töluvert og að hægja muni á vexti ráðstöfunartekna. Að sama skapi er snörp leiðrétting húsnæðisverðs, eins og varð í lok fyrra hækkunarskeiðsins, ólíkleg. Án

frekari búhnykkja er því líklegast að áfram muni hægja á hækkun húsnæðisverðs og húsnæðismarkaðurinn leita jafnvægis. Hraðari hjöðnun útflutningsvaxtar, eins og lýst er í frávíkisdæmi hér að framan, eða rýrnun viðskiptakjarabata (sjá frávíkisdæmi með lakari viðskiptakjörum í *Peningamálum* 2016/4) gætu hraðað þessari aðlögun.

Helstu óvissupættir verðbólguhorfa þeir sömu og áður

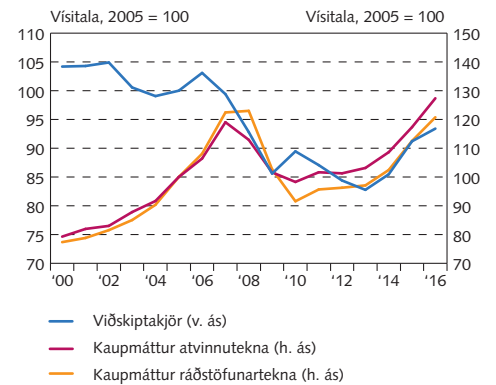
Álitamálin sem rakin eru hér að framan undirstrika að verbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem lýst er í grunnspá bankans. Færa má rök fyrir því að verðbólga geti orðið meiri en í grunnspá bankans. Þannig er atvinnuleysi t.d. mjög lítið og margir kjarasamningar verða fljótlega lausir. Samningsbundnar launahækkunarir gætu því orðið meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir og launaskrið gæti verið vanmetið. Þar sem svigrúm innlendra fyrirtækja, sérstaklega fyrirtækja í útflutnings- og samkeppnisgreinum, er líklega takmarkað eða uppuríð er hætta á að miklar launahækkunarir fari hraðar og í ríkari mæli út í verðlag en í kjölfar síðustu kjarasamninga þegar viðskiptakjarabati jók svigrúm fyrirtækja við að taka á sig kostnaðarhækkunarir. Forsenda grunnspár um áframhaldandi hækkun á gengi krónunnar út næsta ár og hægari hækkunarir húsnæðisverðs gæti einnig reynst röng. Þá gæti spennan í þjóðarþúinu verið vanmetin, m.a. vegna þess að vöxtur framleiðslugetu þess sé ofmetinn, en talið hefur verið að hann hafi verið töluvert yfir sögulegu meðaltali undanfarið vegna mikils innflutnings framleiðsluþátta. Spennan í þjóðarþúinu gæti einnig reynst vanmetin slakni meira á aðhaldi í opinberum fjármálum en grunnspáin gerir ráð fyrir. Allt þetta gæti reynt á nýfengna kjölfestu verðbólguvæntinga.

Verðbólga gæti einnig orðið minni en búist er við í grunnspánni. Gengi krónunnar gæti hækkað meira en spáin gerir ráð fyrir, t.d. ef ytri skilyrði reynast hagfeldari. Hægari alþjóðlegur hagvöxtur og veikari bati heimsmarkaðsverðs hrávöru og olíu gæti hægð enn frekar á innlendum efnahagssumsvifum og dregið á langinn áhrif innfluttrar verðhjöðnunar á verðbólgu hér á landi. Hjöðnun hækkana húsnæðisverðs gæti einnig orðið hraðari en gert er ráð fyrir. Þá gætu áhrif aukinnar alþjóðlegrar samkeppni á svigrúm innlendra smásölufyrirtækja til verðhækkana verið vanmetin. Þótt í grunnspánni sé leitast við að taka tillit til áhrifa mikils innflutnings framleiðsluþátta á framleiðslugetu þjóðarþúsins, gæti framleiðslugetan samt sem áður verið vanmetin og verðbólguþrýstingur sem rekja má til stöðu hagsveiflunnar því ofmetinn.

Til að endurspeglar þessa óvissupætti sýnir mynd I-20 óvissubíl spárinnar, þ.e. það bil sem taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan á næstu þremur árum (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 verðbólguþrýstingurinnar talin u.þ.b. samhverf. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1¼-4% að ári liðnu og á bilinu 1½-4% í lok spátímans.

Mynd I-19

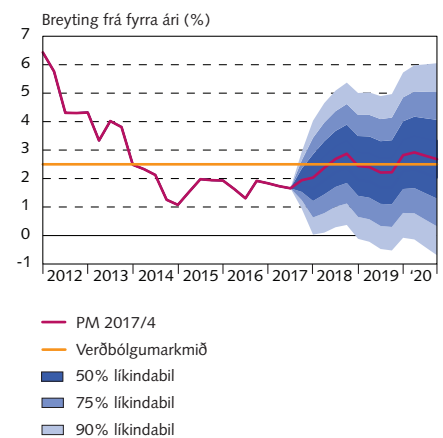
Viðskiptakjör og ráðstöfunartekjur heimila 2000-2016¹



1. Atvinnutekjur eru ráðstöfunartekjur utan fjármagnstekna. Atvinnutekjur og ráðstöfunartekjur eru eftir skatt.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-20

Verðbólguþrýstingur og óvissumat
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2020



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Aukinnar bjartsýni gæti um efnahagshorfur á heimsvísu og hafa hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands batnað lítillega frá því í ágústspá *Peningamála*. Búist er við að framhald verði á auknum vexti fjárfestingar í helstu iðnríkjum og að það bæti meira í vöxt alþjóðaviðskipta en áður var gert ráð fyrir. Alþjóðleg verðbólga hefur aukist samhliða hækkun orku- og hrávöruverðs en undirliggjandi verðbólga er víða lítil. Viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa batnað verulega undanfarin tvö ár en sjávarafurðaverð virðist hafa gefið eftir á þriðja ársfjórðungi og því eru horfur á minni viðskiptakjarabata í ár en áður var spáð. Raungengi lækkaði á þriðja ársfjórðungi eftir að hafa hækkað nær sleitulaust frá árslokum 2013. Það mælist samt hærra en fyrir ári og er hækkunin undanfarin misseri talin endurspeglja aðlögun þjóðarbúsins að hærra jafnvægisraungengi samhliða bættri ytri stöðu þjóðarbúsins.

Alþjóðleg efnahagsþróun

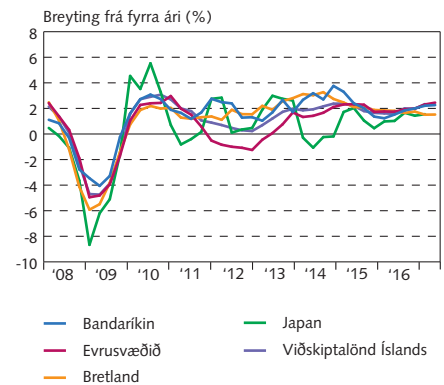
Hraðari efnahagsbati í helstu viðskiptalöndum ...

Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands var 2,2% á fyrri helmingi þessa árs sem er lítillega meiri vöxtur en búist var við í ágústspá *Peningamála*. Þetta er ríflega ½ prósentu meiri hagvöxtur en á sama tímabili í fyrra og hefur vöxturinn sótt í sig veðrið jafnt og þétt frá miðbiki síðasta árs samhliða vaxandi umsvifum beggja vegna Atlantsála (mynd II-1). Stoðir efnahagsbatans hafa reynst styrkar á evrusvæðinu og í Bandaríkjunum en í Bretlandi hefur hagvöxtur hægt og bítandi gefið eftir. Þar mældist hagvöxtur á fyrri helmingi ársins hinn minnsti í sex ár. Þrátt fyrir það mælist atvinnuleysi hið lægsta í fjórutíu ár og hefur fjölgun starfa verið umfram væntingar (mynd II-2). Skilyrði á vinnumarkaði hafa batnað víða annars staðar. Þannig hefur atvinnuleysi minnkað umfram væntingar á evrusvæðinu og í Bandaríkjunum þar sem það hefur ekki mælst minna síðan árið 2001 og í Japan hefur það ekki verið minna í tæplega aldarfjórðung. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum hefur einnig verið að taka við sér. Á Norðurlöndunum hefur hagvöxtur almennt verið ágætur, þó síst í Noregi þar sem áhrifa mikillar viðskiptakjararýrnunar í kjölfar lækkunar olíuverðs gæti enn.

... og hagvísar gefa tilefni til að ætla að framhald verði á efnahagsbatanum

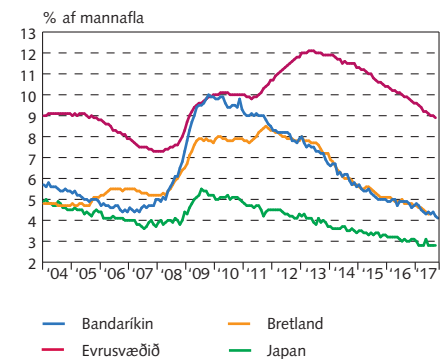
Frá útgáfu *Peningamála* í ágúst hafa hagvísar fyrir evrusvæðið reynst umfram væntingar (mynd II-3), sérstaklega þeir sem snúa að framleiðslugreinum og vinnumarkaði. Mælikvarðar á bjartsýni neytenda og fyrirtækja hafa í kjölfarið náð nýjum hæðum og ekki mælst hærra frá því fyrir fjármálakreppu. Stígandi bati hefur verið á útlánavexti til einkageirans frá árinu 2014 og er hann loks orðinn jákvæður í öllum kjarnaríkjum svæðisins. Búist er við áframhaldandi bata atvinnuvega- og íbúðafjárfestingar og gefa leiðandi vísbendingar um hagvöxt til kynna að vöxtur landsframleiðslu verði álíka mikill og á fyrri helmingi ársins þegar hann mældist sá mesti í tvö ár (mynd II-4).

Mynd II-1
Alþjóðlegur hagvöxtur
1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2017



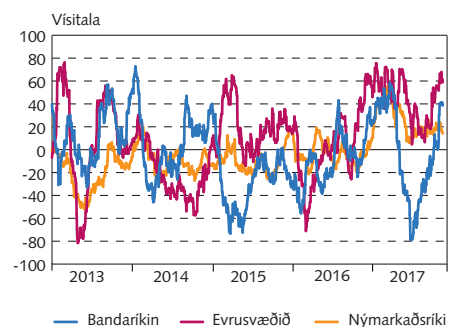
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2
Atvinnuleysi¹
Janúar 2004 - október 2017



1. Árstíðarleiðréttar tölur.
Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-3
Vísitala óvæntra hagvísar¹
Daglegar tölur 1. janúar 2013 - 10. nóvember 2017

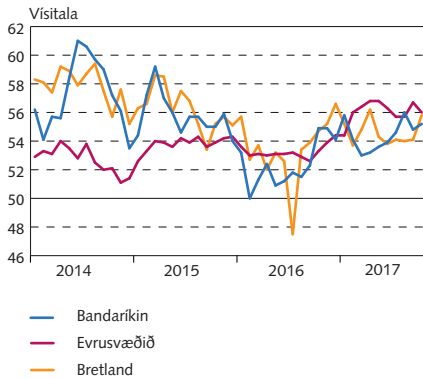


1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru jákvæðari en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.
Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-4

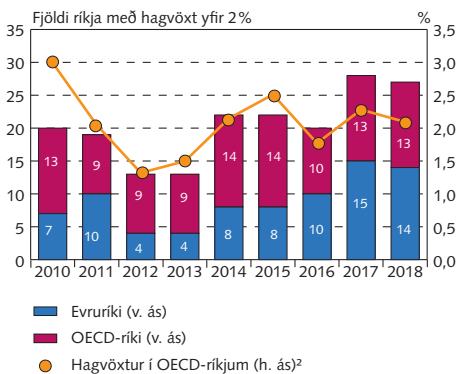
Leiðandi vísbendingar um hagvöxt¹

Janúar 2014 - október 2017



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: Thomson Reuters.

Mynd II-5

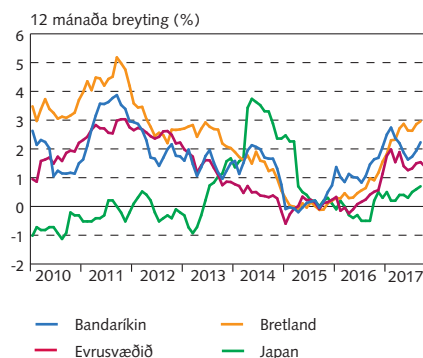
Hagvaxtarþróun meðal OECD-ríkja¹

1. Að Litháen, Mólta og Kýpur meðtöldum þar sem þau heyrta til evrusvæðisins en eru ekki í OECD, alls 38 lönd. 2. Gildin fyrir árin 2017-18 byggjast á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, október 2017).
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD.

Mynd II-6

Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2010 - október 2017



Heimild: Thomson Reuters.

Leiðandi vísbendingar gefa til kynna að það bæti í vöxtinn í Bandaríkjunum og hafa hagvísar verið litillega umfram væntingar frá því í byrjun október. Í Bretlandi hafa heimilin hins vegar ekki verið jafn svartsýn um efnahagshorfur frá þjóðaratkvæðagreiðslunni um útgöngu Breta úr Evrópusambandinu (ESB). Leiðandi vísbendingar um hagvöxt gefa til kynna að hagvöxtur þar verði áfram álíka veikburða þótt aukinn útflutningur muni eitthvað vega á móti hægari vexti einkaneyslu.

Betri horfur um hagvöxt í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum ...

Í spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá því í október sl. er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði heldur meiri í ár en sjóðurinn spáði í vor. Skýrist það helst af bættum horfum um hagvöxt í Evrópu, Japan, Rússlandi og Kína en á móti vega horfur um minni hagvöxt á Indlandi og í Bretlandi. Sjóðurinn gerir einnig ráð fyrir minni hagvexti í Bandaríkjunum en hann hafði áður spáð og er ástæðan að nú er ekki gert ráð fyrir jafn miklum slaka í ríkisfjármálum. Talið er að hagvöxtur á heimsvísu verði 3,6% á þessu ári en í fyrra var hann einungis 3,2% sem er minnsti vöxtur í heimsbúskapnum frá samdráttarárinu 2009. Aukinnar bjartsýni gæti um efnahagshorfur til skemmri tíma en sjóðurinn telur enn nokkra hættu á að hagvöxtur til lengri tíma litið verði minni en spáð er. Væntir sjóðurinn þess að heimshagvöxtur aukist í 3,7% á næsta ári, þótt það hægi á hagvexti í þróuðum ríkjum og þeim sem eru með hagvöxt yfir 2% fækki lítillega (mynd II-5). Hægir einkum á hagvexti í Japan og á evrusvæðinu þar sem áfram er búist við að lítill framleiðnivöxtur og mikil skuldsetning hins opinbera og einkaaðila haldi aftur af vextinum.

... og útlit fyrir litillega meiri hagvöxt á þessu ári meðal helstu viðskiptalanda Íslands

Gert er ráð fyrir að hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda Íslands verði að meðaltali 2,2% í ár, sem er 0,1 prósentu meiri vöxtur en búist var við í ágúst. Vegur þar þyngst að spáð er meiri hagvexti á evrusvæðinu, í Bandaríkjunum og á Norðurlöndunum en á móti vega lakari horfur fyrir Bretland. Til næstu tveggja ára eru horfur hins vegar óbreyttar samanborið við ágústspána.

Alþjóðaviðskipti hafa haldið áfram að sækja í sig veðrið frá miðbiki síðasta árs samhliða auknum vexti fjárfestingar í helstu iðnríkjum. Innflutningur helstu viðskiptalanda eykst einnig og líkt og í ágúst er gert ráð fyrir 4,1% vexti innflutnings viðskiptalandanna í ár. Horfur eru á svipuðum vexti á næstu árum.

Verðbólga hefur aukist minna en spáð var þrátt fyrir kröftugri efnahagsumsvif

Verðbólga í helstu iðnríkjum hefur verið lítillega undir væntingum. Vaxandi efnahagsumsvif og bati á vinnumarkaði hafa enn sem komið er haft fremur lítil áhrif á launapróun og er það talin helsta ástæða þess að undirliggjandi verðbólga mælist víðast hvar lítil.¹ Hún er þó farin

1. Sjá t.d. kafla 2 í riti Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, *World Economic Outlook*, október 2017.

að þokast upp á við í flestum viðskiptalöndum. Á evrusvæðinu hefur undirliggjandi verðbólga aukist frá því fyrir ári en þó minna en víðast hvar annars staðar. Undirliggjandi verðbólga er því enn langt undir 2% verðbólguþröskulmiði Seðlabanka Evrópu (ECB). Í Bandaríkjunum stefnir undirliggjandi verðbólga upp í markmið seðlabankans en í Bretlandi er hún yfir markmiði Englandsbanka. Mældist undirliggjandi verðbólga þar 2,7% í september og hefur ekki verið meiri síðan árið 2012. Verðbólga hefur einnig þokast upp á við á Norðurlöndunum, sérstaklega í Svíþjóð þar sem hún mældist yfir 2% verðbólguþröskulmiði sænska seðlabankans á þriðja ársfjórðungi í fyrsta sinn síðan árið 2011. Þrátt fyrir að undirliggjandi verðbólga sé heldur að aukast í viðskiptalöndunum hefur mæld verðbólga hjaðnað eftir því sem liðið hefur á árið og grunnáhrif hækkaða hrávöru- og olíuverðs í fyrra fallið úr mælingum tólf mánaða verðbólgu (mynd II-6). Horfur eru á lítilla minni verðbólgu í viðskiptalöndunum á spátímanum en búist var við í ágúst, sérstaklega í nýmarkaðsríkjum, en hún er einnig eilittu minni á evrusvæðinu.

Eignaverð hefur haldið áfram að hækka og fjármálaleg skilyrði að batna ...

Hlutabréfaverð í þróuðum ríkjum hefur hækkað samhliða því að efnahagsbatanum hefur vaxið ásmegin og aukinnar bjartsýni gætir um efnahagshorfur. Pólitísk óvissa hefur þó haft áhrif á eignaverð á Spáni en að öðru leyti hafa sveiflur í eignaverði verið tiltölulega litlar að undanfögnu og fjármálaleg skilyrði batnað. Til marks um það hefur vaxtaálag á skuldabréf fyrirtækja ekki verið lægra frá því fyrir fjármálakreppuna (mynd II-7). Fjármagnsflæði í áhættumeiri fjárfestingarkosti hefur aukist í kjölfarið og innflæði fjármagns til nýmarkaðsríkja sömuleiðis. Stöðugleikinn á eignamörkuðum gæti þó reynst hverfull, t.d. gæti aukin spennan í alþjóðastjórnáttum eða vaxandi ójafnvægi í fjármálakerfi Kína raskað honum.

... og búist er við hægu vaxtahækkunarferli á meðal þróaðra ríkja

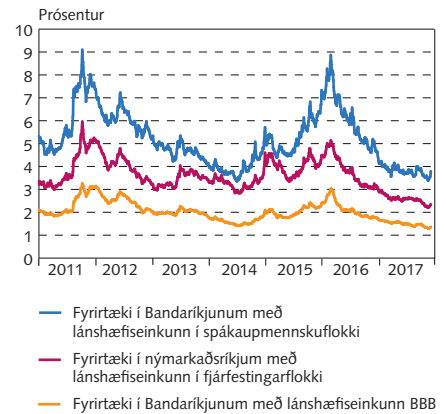
Seðlabanki Evrópu hefur haldið vöxtum óbreyttum og ákvað bankinn í lok október að framlengja mánaðarleg skuldabréfakaup bankans en áætlað hafði verið að þeim lyki í desember. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur hins vegar hækkað vexti fjórum sinnum frá því í desember 2015 og nýlega hófu Englandsbanki og Kanadabanki einnig að hækka vexti. Seðlabankar annarra þróaðra ríkja hafa hins vegar haldið aðhaldsstigi peningastefnunnar óbreyttu frá því í ágúst. Nýlega hafa seðlabankar nokkurra nýmarkaðsríkja, eins og Brasilíu, Rússlands og Indónesíu, lækkað vexti samhliða betri verðbólguhorfum. Raunvextir í þróuðum ríkjum eru áfram víðast hvar mjög lágir enda áfram töluverður slaki í þjóðarbúskap flestra þeirra þótt hagvöxtur sé byrjaður að taka við sér (mynd II-8).

Framvirkir vextir benda til þess að ekki sé búist við að ECB hækki vexti fyrr en árið 2019 (mynd II-9). Markaðsaðilar vænta þess hins vegar að seðlabanki Bandaríkjanna hækki vexti aftur í desember en í framhaldinu er áfram búist við hægu vaxtahækkunarferli. Það hefur endurspeglast í lækkun langtímavaxta og höfðu þeir í byrjun september ekki verið lægri frá forsetakosningunum þar í landi fyrir

Mynd II-7

Vaxtaálag á skuldabréf fyrirtækja¹

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 10. nóvember 2017

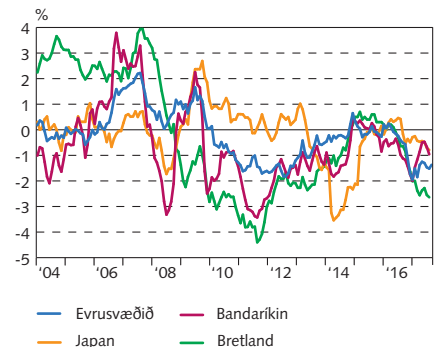


1. Skuldabréfavisitölur Bank of America Merrill Lynch.
Heimild: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-8

Raunvextir seðlabanka

Janúar 2004 - október 2017

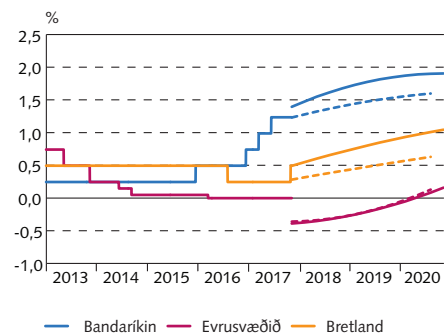


Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-9

Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum¹

Janúar 2013 - desember 2020

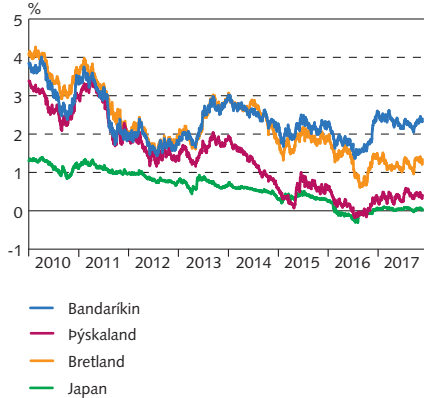


1. Daglegar tölur 1. janúar 2013 til 10. nóvember 2017 og ársfjórðungslegar tölur 4. ársfj. 2017 til 4. ársfj. 2020. Bandarískir vextirnir eru efrir mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Heilar línur sýna framvirka ferla frá 10. nóvember 2017 en brotalínur frá 18. ágúst 2017.
Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-10

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í nokkrum iðnríkjum

1. janúar 2010 - 10. nóvember 2017

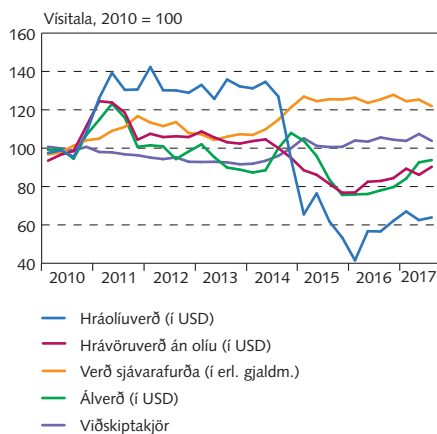


Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-11

Hrávöruverð og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2017



1. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadal. Viðskiptakjör fyrir 3. ársfjórðung 2017 byggjast á grunnspá PM 2017/4.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ári (mynd II-10). Á síðustu vikum hafa þeir þó hækkað á nýjan leik eftir að tillögur Bandaríkjaforseta um umfangsmiklar lækkanir skatta á fyrirtæki voru gerðar opinberar. Langtímavextir hafa einnig hækkað í Bretlandi en í Þýskalandi og Japan eru þeir nánast óbreyttir. Þrátt fyrir aukinn vaxtamun Bandaríkjanna og Bretlands gagnvart evrusvæðinu hefur gengi evru hækkað gagnvart Bandaríkjadal og bresku pundi. Í byrjun september fór gengi evru gagnvart Bandaríkjadal yfir 1,2 í fyrsta sinn í þrjú ár. Hefur evran styrkst jafnt og þétt frá því í vor samhliða batnandi efnahagsskilyrðum á gjaldmiðlasvæðinu en gengi Bandaríkjadal hefur gefið eftir í kjölfar væntinga um hægari hækkun vaxta í Bandaríkjunum. Þá er pundið um 11% lægra gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu en það var fyrir þjóðaratkvæðagreiðsluna um útgöngu Breta úr ESB sumarið 2016.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Lakari horfur um verð sjávarafurða en á móti vegur meiri hækkun álverðs

Hagstæð verðþróun sjávarafurða hefur verið einn meginhrifkraftur mikils viðskiptakjarabata undanfarinna ára. Á öðrum ársfjórðungi hækkaði verðið um ríflega 1% í erlendum gjaldmiðlum frá sama fjórðungi í fyrra og hafði þá hækkað um ríflega fimmtung frá miðju ári 2013 (mynd II-11). Bráðabirgðatölur benda hins vegar til þess að verðið hafi lækkað nokkuð á þriðja ársfjórðungi í stað þess að hækka áfram eins og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Það breytir horfum um verð sjávarafurða fyrir árið í heild en nú er gert ráð fyrir að verðið standi í stað frá fyrra ári en í ágústspánni var gert ráð fyrir 2,5% verðhækkun. Horfur um verð sjávarafurða á næstu árum eru hins vegar lítið breyttar frá ágústspá bankans.

Álverð á alþjóðlegum mörkuðum hefur haldið áfram að hækka eftir snarpa hækkun í ágúst sem varð í kjölfar lokunar nokkurra álvera í Kína. Lokun álveranna er liður í aðgerðum stjórnvalda þar í landi til að draga úr mengun og gerir það að verkum að álframleiðsla Kína dregst saman um 10% í ár. Það hefur töluverð áhrif á heimsframleiðslu áls enda Kína stærsti álframleiðandi í heiminum. Verð áls hefur verið um og yfir 2.100 Bandaríkjadalir á tonnið en leita þarf aftur til ársins 2011 til að finna sambærilega verðþróun á alþjóðamörkuðum. Framvirkt verð og mat greiningaraðila bendir til þess að verðið haldi áfram að hækka. Vaxandi eftirspurn er eftir áli framleiddu úr endurnýjanlegum orkugjöfum sem almennt er selt á hærra verði en annað ál en undir það fellur allt ál sem framleitt er hér á landi. Áætlað er að verð til innlendra álframleiðenda hækki um tæp 19% í ár og ríflega 5% til viðbótar á því næsta (mynd II-11). Þetta er nokkru hærra verð en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans.

Eldsneytisverð hefur hækkað meira en í ágústspánni

Oliuverð hækkaði í kjölfar þess að fellibyljir settu mark sitt á olíuframleiðslu í Bandaríkjunum. Fór verðið yfir 60 Bandaríkjadali á tunnu í lok október, sem er hæsta gildi sem Brent-hráolía hefur náð í tvö ár (mynd II-11). Olíubirgðir í helstu framleiðslulöndum hafa minnkað og búist er við að aukin eftirspurn eftir eldsneyti vegna betri hagvaxtarhorfa á heimsvísu styðji við olíuverð. Gert er ráð fyrir að olíuverð verði 19%

hærra í ár en í fyrra sem er heldur meiri hækkun en spáð var í ágúst. Bæði framvirkt verð og spár greiningaraðila á olíumarkaði benda til þess að olíuverð muni hækka um tæplega 3% á ári að meðaltali það sem eftir lifir spátímans.

Hrávöruverð án olíu hefur einnig hækkað meira en búist var við

Hrávöruverð án olíu hækkaði nokkuð umfram væntingar á þriðja fjórðungi ársins. Hækkunin var drifin áfram af verðhækkun málma en verð á matvöru stóð í stað frá fyrri ársfjórðungi. Verðhækkunin hefur að einhverju leyti gengið til baka á undanförunum vikum og matvæla-verð hefur lækkað lítillega á ný. Hrávöruverð án olíu hafði á þriðja fjórðungi hækkað um 9% frá fyrra ári en verðið er ennþá talsvert lægra en það var áður en það tók að lækka um mitt ár 2014 (mynd II-11). Gert er ráð fyrir að verð hrávöru án olíu hækki um líðlega 8% á þessu ári sem er ríflega 2 prósentum meiri hækkun en spáð var í ágúst.

Viðskiptakjör hafa batnað verulega undanfarin þrjú ár en útlit er fyrir að þau muni standa í stað á næstu misserum

Viðskiptakjör hafa batnað nær óslitið frá upphafi árs 2014. Benda bráðabirgðatölur Hagstofunnar til þess að á öðrum ársfjórðungi hafi viðskiptakjör batnað um 3,8% frá fyrra ári og er það ríflega ½ prósentu meiri bati en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* (mynd II-11). Viðskiptakjör hafa þá batnað um tæplega 17% frá upphafi árs 2014. Vísbendingar eru hins vegar um að viðskiptakjör hafi rýrnað á þriðja ársfjórðungi í kjölfar fyrrnefndrar lækkunar verðs sjávarafurða. Viðskiptakjarabatinn á árinu í heild verður því tæplega 1% sem er 1,3 prósentum minni bati en búist var við í ágúst. Leggst þar á sömu sveif óhagstæðari þróun sjávarafurðaverðs og meiri hækkun verðlags innfluttrar hrávöru og eldsneytis en á móti vegur hagstæðari þróun álverðs. Horfur fyrir næstu ár breytast hins vegar lítið.

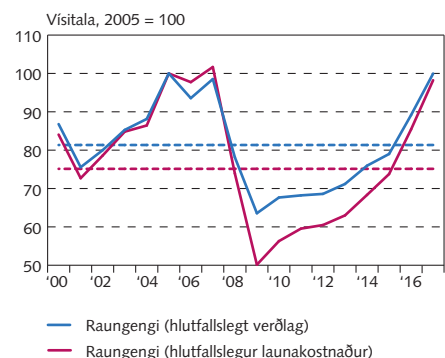
Raugengi lækkaði milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi ...

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi eftir nær samfellda hækkun frá árslokum 2013. Það var þó 3% hærra í október en á sama tíma í fyrra og um 17% hærra en að meðaltali undanfarinn aldarfjórðung (mynd II-12). Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* er talið að þessi mikla hækkun raugengis endurspegli hærra jafnvægisraugengi, þ.e. þess raugengis sem samrýmist innra og ytra jafnvægi þjóðarbúsins (sjá t.d. rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2). Vísbendingar um hækkun jafnvægisraugengis má t.d. sjá í viðvarandi og miklum viðskiptaafgangi þrátt fyrir mikla hækkun raugengis. Horfur á minni viðskiptakjarabata og hraðari minnkun viðskiptaafgangs (sjá einnig kafla IV) leiðir til þess að nú er áætlað að jafnvægisraugengið verði ekki eins hátt á næstu misserum og áður var talið.

... og samkeppnisstaða þjóðarbúsins versnaði

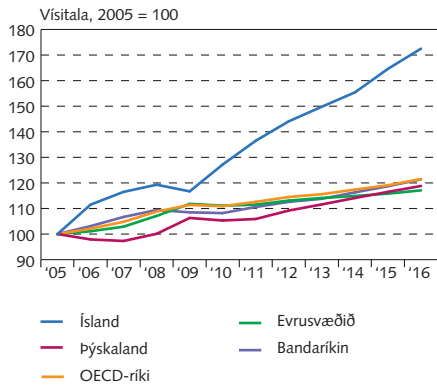
Gangi spá *Peningamála* eftir mun raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækka um líðlega 12% í ár en miðað við hlutfallslegan launakostnað á framlidda einingu er hækkunin meiri eða ríflega 16%. Launakostnaður fyrirtækja á Íslandi hefur hækkað umtalsvert meira en

Mynd II-12
Raugengi 2000-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017. Brotalínur sýna 25 ára meðaltöl (1992-2016).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13

Launakostnaður á framleidda einingu
í þróuðum ríkjum 2005-2016

Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

í helstu samkeppnislöndum á síðustu árum og samkeppnisstaða inn-
lendra fyrirtækja í útflutningi og samkeppnisrekstri því rýrnað (mynd
II-13).

III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Meginvextir Seðlabankans hafa verið lækkaðir frá *Peningamála* í ágúst og hafa einungis einu sinni verið lægri frá því að verðbólgu-markmið var tekið upp árið 2001. Raunvextir bankans hafa einnig lækkað og er taumhald peningastefnunnar svipað og um mitt ár 2015. Aðrir vextir á markaði hafa í meginatriðum lækkað í takt við vexti bankans og vaxtamunur við útlönd hefur minnkað. Innflæði fjármagns á innlandan skuldabréfamarkað hefur haldið áfram frá apríl sl. en er enn sem komið er tiltölulega lítið. Áhættuálag á ríkissjóð hefur lítið breyst og er með því lægsta sem það hefur verið frá árinu 2008. Gengi krónunnar er heldur hærra nú en um síðustu áramót og hefur dregið úr gengissveiflum sem jukust í kjölfar losunar fjármagnshafta. Vöxtur víðs peningamagns er áfram kröftugur og útlánvöxtur hefur tekið við sér, þótt hann sé enn tiltölulega hægur. Húsnæðisverð hefur hækkað mikið en dregið hefur úr hækkuninni frá byrjun sumars. Á sama tíma hefur verð hlutabréfa lækkað. Eiginfjárstaða heimila og fyrirtækja hefur haldið áfram að batna sem og fjármála- og skilyrði einkageirans.

Peningastefnan

Nafnvextir Seðlabankans hafa lækkað ...

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundi sínum í ágúst sl. að halda vöxtum bankans óbreyttum en á fundinum í október var ákveðið að lækka þá um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á bundnum innlánum til sjö daga, voru því 4,25% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála*. Vextirnir hafa verið lækkaðir um 1,5 prósentur frá því í ágúst í fyrra og hafa einungis einu sinni verið lægri frá því að verðbólgu-markmiðið var tekið upp árið 2001 (mynd III-1). Samþykktir vextir í útboðum ríkis- og bankavísla hafa þróast í takt við meginvexti bankans sem og vextir á millibankamarkaði með krónur. Það sem af er ári hefur velta á millibankamarkaði aukist og vægi lána til einnar viku aukist á kostnað daglánaviðskipta.

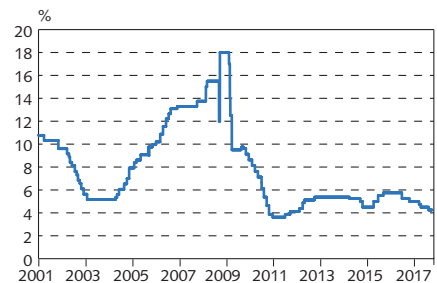
... sem og raunvextir bankans

Slaknað hefur á taumhaldi peningastefnunnar á undanförunum miss-erum samhliða lækkun meginvaxta. Skammtímaverðbólguvæntingar hafa þokast lítillega upp á við þótt þær virðast áfram í ágætu samræmi við verðbólgu-markmið bankans (sjá nánar í kafla VI). Raunvextir Seðlabankans eru nú 1,8% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum (tafla III-1) og hafa ekki verið lægri í u.þ.b. tvö ár. Þeir hafa lækkað um 0,5 prósentur frá því í ágúst sl. og um 1,4 prósentur frá því í ágúst í fyrra. Raunvextir bankans miðað við núverandi ársverðbólgu hafa einnig lækkað. Þeir eru nú 2,3% og eru helmingi lægri en þeir voru í ágúst í fyrra og hafa ekki verið jafn lágir síðan í febrúar 2014. Lækkun raunvaxta bankans hefur heilt yfir miðlast yfir í raunvexti á markaði (mynd III-2). Eins og rakið er síðar í þessum kafla hefur hún síst miðlast yfir í vexti verðtryggðra lána lánastofnana þótt breytilegir vextir verðtryggðra lána ýmissa lífeyrissjóða hafi lækkað. Miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn virðist því vera í eðlilegu horfi.

Mynd III-1

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

Daglegar tölur 3. janúar 2001 - 10. nóvember 2017



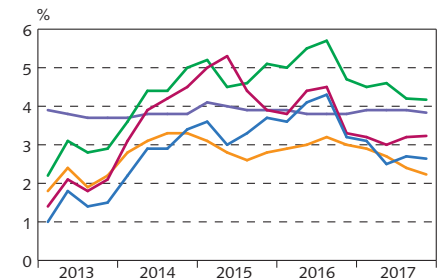
1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlánun fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á viðskiptareikningum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7 daga bundnum innlánun frá 21. maí 2014.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Raunvextir Seðlabanka Íslands og raunvextir á markaði¹

1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2017²



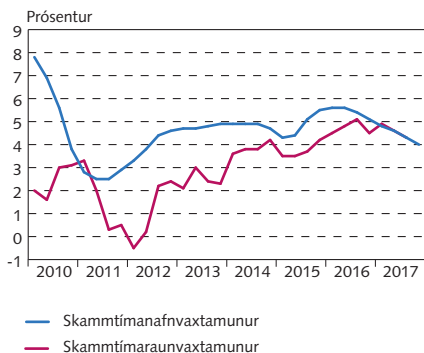
— Raunvextir Seðlabankans
— Raunvextir óverðtryggðra skuldabréfa³
— Vextir verðtryggðra skuldabréfa⁴
— Raunvextir óverðtryggðra húsnæðislána með breytilegum vöxtum⁵
— Vextir verðtryggðra húsnæðislána⁵

1. Miðað við ársverðbólgu hvers tíma. 2. Gögn til og með 10. nóvember 2017. 3. 5 ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferli. 4. 5 ára vextir út frá metnum raunvaxtaferli. 5. Einfalt meðaltal lægstu útlánsvaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eru fastir frá 5 árum og allt upp í allan lánstímann.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Vaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum¹
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2017²

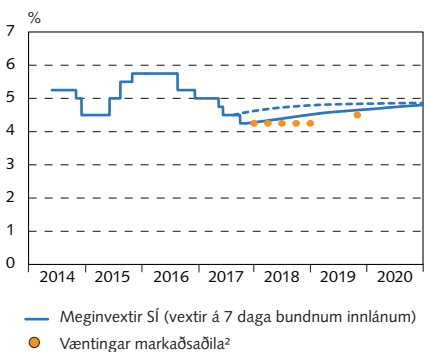


1. Mismunur meginvaxta Seðlabanka Íslands og vegins meðaltals meginvaxta seðlabanka helstu viðskiptalanda. Raunvextir miðast við ársverðbólgu hvers tíma. 2. Gögn til og með 10. nóvember 2017. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Meginvextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra¹

Daglegar tölur 1. júní 2014 - 31. desember 2020

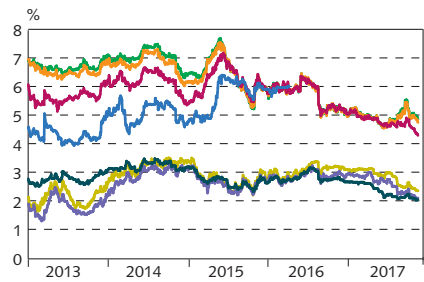


1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotna línan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2017/3. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlánvaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 30. október - 1. nóvember sl. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2013 - 10. nóvember 2017



Óverðtryggð ríkisbréf á gjalddaga:
— 2016 — 2019 — 2025 — 2031
Verðtryggð ríkis- eða íbúðabréf á gjalddaga:
— 2021 — 2024 — 2044

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vaxtamunur við útlönd hefur minnkað enn frekar

Nafnvaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum hefur minnkað á undanförunum misserum samfara lækkingu meginvaxta. Munurinn er nú svipaður og hann var þegar efnahagsbatinn hóf að sækja í sig veðrið hér á landi og leiðir skildu við hagvaxtarþróun í helstu viðskiptalöndum (mynd III-3). Raunvaxtamunurinn miðað við núverandi ársverðbólgu hefur einnig minnkað og er nú svipaður og hann var á fjórða ársfjórðungi 2015. Aðhald peningastefnunnar er því enn töluvert meira hér á landi en í öðrum þróuðum ríkjum og skýrist sem fyrr af ólíkri stöðu hagsveiflunnar. Þrátt fyrir að svo virðist sem hægt hafi á hagvexti í ár og framleiðsluspennan hafi minnkað er hún eftir sem áður töluvert meiri hér en í öðrum þróuðum ríkjum. Hér hafa vöxtur eftirspurnar og launahækkanir einnig verið umtalsvert meiri og atvinnuleysi minna.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (10/11 '17)	Breyting frá PM 2017/3 (18/8 '17)	Breyting frá PM 2016/4 (11/11 '16)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	2,3	-0,4	-1,1
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	1,8	-0,9	-1,4
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	1,2	-0,8	-1,5
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs ²	1,7	-0,4	-1,3
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs ³	2,0	-0,3	-0,9
verðbólguvaxta Seðlabankans ⁴	1,5	-0,6	-1,3
Meðaltal	1,8	-0,5	-1,2

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 hlupandi meðaltal). 4. Spá Seðlabanka um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Markaðsaðilar vænta óbreyttra vaxta

Samkvæmt niðurstöðu ársfjórðungslegrar könnunar Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í byrjun nóvember sl. búast þeir við að meginvextir bankans haldist óbreyttir í 4,25% til loka næsta árs en að vextirnir verði 4,5% eftir tvö ár (mynd III-4). Áþekka niðurstöðu má lesa út úr framvirkum vöxtum.

Markaðsvextir og áhættuálag

Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hefur sveiflast undanfarið

Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði er lítillega lægri nú en hún var rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í ágúst (mynd III-5).¹ Hún hefur hins vegar sveiflast nokkuð síðan. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,6 prósentur um miðjan september sl. sem virðist að mestu leyti hafa tengst stjórnarslitunum 14. september sl. Hækkaði krafa lengri bréfa mest og jókst vaxtamunur þeirra og styttri ríkisbréfa um allt að 0,5 prósentur. Hækkunin gekk að hluta til baka eftir birtingu vísitölu neysliverðs undir lok septembermánaðar og enn frekar eftir vaxtalækkingu Seðlabankans í byrjun október. Aukinn vaxtamunur lengri og skemmri óverðtryggðra ríkisbréfa hefur því gengið til

1. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfsins með gjalddaga árið 2019 hefur hins vegar lækkað meira og vaxtamunur við önnur ríkisbréf aukist. Mismunandi þróun á því og öðrum stuttum ríkisbréfum skýrist líklega af því að væntingar markaðsaðila hafa breyst vegna áætlaða ríkissjóðs um endurkaup á bréfinu og hefur það haft áhrif á verðlagningu þess.

baka og er ávöxtunarkerill þeirra orðinn tiltölulega flatur á ný. Minni sveiflur voru í ávöxtunarkröfu verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára hækkaði því tímabundið en mælist nú líkt og í ágúst um 2½-3%. Ávöxtunarkrafa sértryggðra skuldabréfa viðskiptabankanna hefur þróast með áþekkum hætti frá því í ágúst.

Þessar hreyfingar á skuldabréfamarkaði skýrast líklega aðallega af tímabundinni hækkun áhættuálags sakir aukinnar óvissu í kjölfar stjórnarslitanna ásamt væntingum markaðsaðila um að peningastefnunefnd bankans myndi halda vöxtum hærri en ella vegna þeirrar óvissu sem myndaðist í stjórnálagum. Það kann einnig að vera að verðbólguvæntingar hafi hækkað en hafi það gerst bendir nýleg könnun bankans meðal markaðsaðila til þess að hækkunin hafi verið tímabundin (sjá umfjöllun í kafla VI).

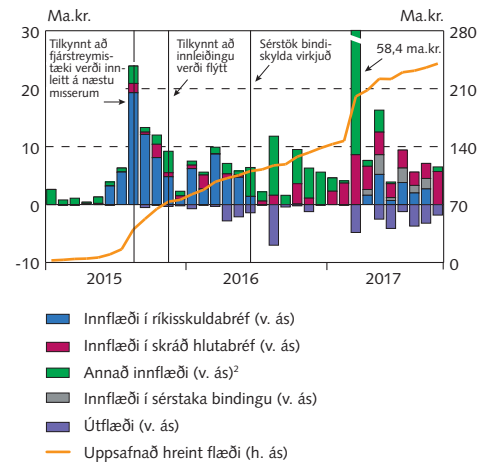
Innflæði á skuldabréfamarkað hefur haldið áfram en er enn sem komið er tiltölulega lítið

Nýtt innstreymi erlends gjaldeyris til nýfjárfestingar á innlendum skuldabréfamarkaði hefur verið nokkuð stöðugt frá því að það hófst á ný í apríl sl. en það er enn sem komið er minna en það var áður en fjárstreymistæki bankans var virkjað í júní í fyrra (mynd III-6).² Innstreymi í tengslum við fjárfestingu á innlendum skuldabréfamarkaði hefur verið um 26,4 ma.kr. frá því í apríl, þar af hefur um 15,8 ma.kr. verið ráðstafað til kaupa á ríkisbréfum en 10,6 ma.kr. hafa farið í sérstaka bindingu. Á sama tíma hefur orðið aukning á útlæði fjármagns sem hafði áður komið inn sem nýfjárfesting á skuldabréfamarkað og nam það 8,4 ma.kr. Hreint innflæði sem ráðstafað hefur verið í innlend skuldabréf hefur því einungis numið 7,4 ma.kr. frá apríl sl. (sjá töflu 1 í rammagrein 2). Innstreymi fjármagns í skráð hlutabréf, sem fellur ekki undir hina sérstöku bindiskyldu bankans, hefur haldist svipað að undanförunu en innstreymi í aðrar eignir hefur minnkað.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hefur lítið breyst
Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs lækkuðu á fyrri hluta ársins í kjölfar hækkana Standard & Poor's (S&P) á láns-hæfiseinkunn ríkissjóðs og höfðu ekki verið lægri frá ársbyrjun 2008 (mynd III-7). Álagið hefur haldist svipað síðan þá þrátt fyrir að mats-fyrirtækið Fitch Ratings hafi í byrjun júlí sl. hækkað mat sitt á láns-hæfi ríkissjóðs úr BBB+ í A- með jákvæðum horfum. Öll þrjú fyrirtækin sem meta láns-hæfi ríkissjóðs hafa þar með fært láns-hæfiseinkunn ríkissjóðs í A-flokk. Vaxtaálag í alþjóðlegum útgáfum innlendra viðskiptabanka hefur einnig lækkað á árinu. Nýleg hækkun S&P á láns-hæfiseinkunn stóru viðskiptabankanna þriggja úr BBB í BBB+ með stöðugum horfum mun líklega hafa áhrif til frekari lækkunar álagsins.

Mynd III-6

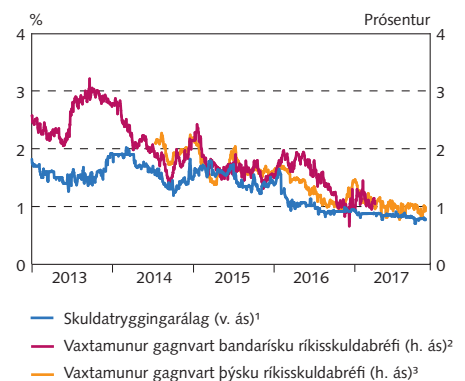
Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar¹
Janúar 2015 - október 2017



1. Fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlenda gjaldeyri hjá fjármálfyrirtæki hér á landi. Sjá nánar í lögum nr. 87/1992, um gjald-eyrisráð. 2. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupa erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs
Daglegar tölur 2. janúar 2013 - 10. nóvember 2017

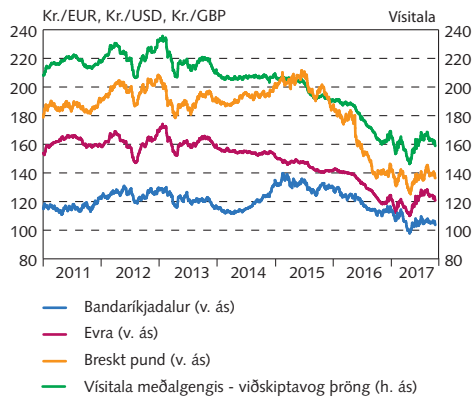


1. Fimm ára skuldbindingar í USD. 2. Bréf á gjalddaga árið 2020 í USD. 3. Bréf á gjalddaga árið 2020 í EUR.
Heimild: Bloomberg.

2. Fjallað er nánar um fjárstreymistækið og áhrif þess í rammagrein 2.

Mynd III-8

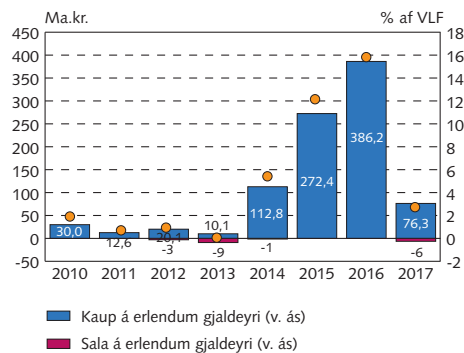
Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu
Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 10. nóvember 2017



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Inngrip Seðlabanka Íslands á millibanka-
markaði með gjaldeyri 2010-2017¹



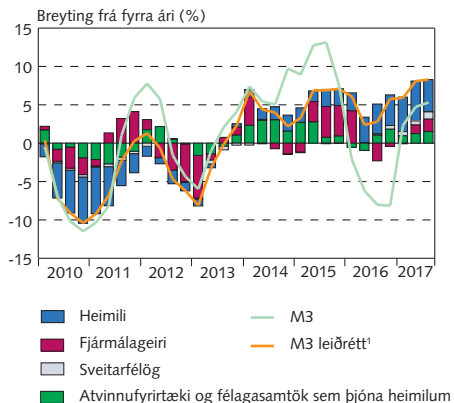
1. Gögn til og með 10. nóvember 2017. 2. Grunnspá Seðlabankans fyrir VLF á árinu 2017.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Peningamagn

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2017



1. Leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gengi krónunnar

Gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt undanfarið eftir lækkun í sumar ...

Gengi krónunnar lækkaði um 5,5% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins. Dregið hefur úr viðskiptaafgangi á árinu miðað við síðasta ár auk þess sem hreint útstreymi fjármagns, utan forðahreyfinga, hefur aukist. Þar vegur þungt niðurgreiðsla erlendra skulda og aukning erlendar verðbréfaeignar, einkum lífeyrissjóða.³

Gengi krónunnar hefur hækkað um 1,8% frá því um síðustu áramót en er 4,5% hærra gagnvart vísitölu meðalgengis en það var rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í ágúst (mynd III-8). Velta á gjaldeyrismarkaði hefur verið aðeins minni undanfarna mánuði samanborið við fyrri hluta ársins enda hafa gjaldeyriskaup Seðlabankans frá upphafi sumars verið hverfandi. Er það í takt við yfirlýst markmið bankans um að hætta reglubundnum gjaldeyriskaupum og beita inngripum fyrst og fremst til að draga úr óhóflegum skammtímasveiflum í gengi krónunnar. Hrein kaup bankans námu um 69,9 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins sem nemur rúmlega fimmtungi þess sem keypt var á sama tímabili í fyrra (mynd III-9). Gengissveiflur jukust nokkuð í byrjun þessa árs og enn frekar eftir að fjármagnshöft voru að mestu leyti losuð í mars sl. en þær hafa minnkað á ný (sjá rammagrein 1).

... og virðast markaðsaðilar vænta óbreytts gengis á næstu misserum

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila vænta þeir þess að meðaltali að gengi krónunnar verði nánast óbreytt að ári liðnu. Er það lítil breyting frá síðustu könnun sem framkvæmd var í ágúst sl. en í könnunum sem framkvæmdar voru þar áður höfðu þeir gert ráð fyrir frekari gengishækkun.

Peningamagn og útlán

Umframlausafé innlánsstofnana hefur dregist lítillega saman ...

Seðlar og mynt í umferð hafa vaxið í takt við vöxt nafnvirðis landsframleiðslu og hefur hlutfallið haldist í um 2½-3% frá árinu 2010. Umframlausafé innlánsstofnana þ.e. innstæður þeirra á viðskiptareikningum í Seðlabankanum umfram álagða bindiskyldu, hefur hins vegar dregist lítillega saman undanfarna mánuði.

... en vöxtur víðs peningamagns er enn kröftugur

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var 8,3% á þriðja ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja. Það er svipaður ársvöxtur og var á fjórðungnum á undan og þriðji ársfjórðungurinn í röð þar sem M3 vex hraðar en nafnvirði landsframleiðslunnar. Vöxturinn byggist á breiðari grunni en áður þar sem hann helgast ekki lengur

3. Hafa verður í huga að gjaldeyrisflæðið þarf ekki að endurspeglar að fullu hreyfingar á fjármagnsjöfnuði vegna tímamismunar í gjaldeyrisflæði og mótlægum færslum t.a.m. geta útflutningsfyrirtæki stýrt hvenær gjaldeyrissinnflæði vegna útflutnings á sér stað. Þá geta viðskipti á gjaldeyrismarkaði verið milli innlendra aðila og koma þau þá ekki fram á fjármagnsjöfnuði sem mælir viðskipti á milli innlendra og erlendra aðila. Sá möguleiki er einnig fyrir hendi að innlendir og erlendir aðilar geri upp viðskipti í krónum.

nánast eingöngu af vexti innlána heimila. Sem fyrr vege þau þó þyngst í ársvexti M3 (mynd III-10).

Útlánavöxtur til innlendra aðila hefur aukist ...

Þrátt fyrir aukinn hagvöxt undanfarin ár hafa útlán til heimila og fyrirtækja vaxið lítið á sama tíma og innlán hafa aukist umtalsvert. Mögulega skýrir endurskipulagning skulda í kjölfar fjármálaáfallsins og aukin hlutdeild eigin fjár í fjármögnun fyrirtækja þessa þróun. Nú virðist hins vegar aukning inn- og útlána fylgjast meira að. Útlán lánakerfisins til innlendra aðila jukust um 5½% að nafnvirði á þriðja fjórðungi ársins miðað við sama tíma í fyrra sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda en á fyrstu tveimur fjórðungum ársins var vöxturinn rétt um 3½%. Ársaukning var heldur meiri á þriðja ársfjórðungi ársins ef stofn lána í erlendum gjaldeyri er reiknaður á föstu gengi eða um 6½% (mynd III-11).

... sérstaklega í lánum til fyrirtækja ...

Útlánaaukningin á árinu skýrist sem fyrr að mestu leyti af meiri útlánum til heimila og atvinnufyrirtækja. Útlán lánakerfisins til atvinnufyrirtækja jukust að nafnvirði um tæplega 7% á þriðja ársfjórðungi miðað við sama tíma í fyrra og hefur vöxturinn ekki verið meiri frá því rétt eftir fjármálakreppuna. Vöxturinn er enn meiri eða um 9½% ef stofn lána í erlendum gjaldeyri er reiknaður á föstu gengi. Líkt og undanfarna mánuði hefur útlánaaukningin einkum verið til fyrirtækja í byggingariðnaði, fasteignafélaga og atvinnugreina tengdra ferðaþjónustu enda fjárfestingarumsvif mest í þeim geirum (sjá kafla IV). Vægi útlána til ferðaþjónustu hefur aukist töluvert á undanförunum árum og er nú svo komið að þau vege svipað í útlánasöfnum bankanna og útlán til sjávarútvegsins.

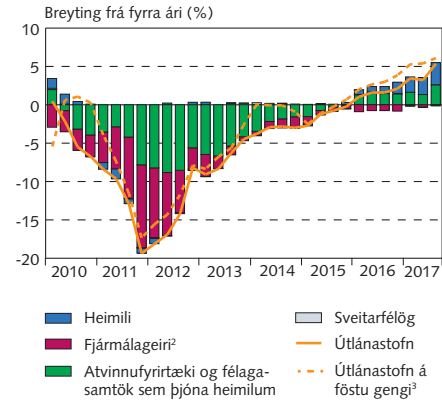
... en einnig til heimila

Útlánavöxtur til heimila hefur aukist undanfarið ár og vege útlán lífeyrissjóða þar þyngst. Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda stækkaði stofn útlána lánakerfisins til heimila um tæplega 5½% á milli ára á þriðja fjórðungi ársins. Verðtryggð lán vege enn þyngst í nýjum lánum til heimila en hlutdeild óverðtryggðra lána í nýjum lánum viðskiptabankanna hefur aukist á undanförunum mánuðum. Þrátt fyrir að lífeyrissjóðir hafi veitt mest af nýjum lánum undanfarna mánuði nema útlán þeirra einungis rúmlega 15% af heildarútlánastofni lánakerfisins til heimila. Líkt og fjallað er um í *Peningamálu* 2016/4 er hlutfall sjóðfélagalána af hreinni eign sjóðanna tiltölulega lágt í sögulegu samhengi. Á sama tíma og erlend fjárfesting lífeyrissjóða hefur aukist hafa ný sjóðfélagalán líklega vegið þungt í sjóðstreymi margra sjóða. Sjóðfélagalán, skuldabréf útgefin af Íbúðalánasjóði og kaup lífeyrissjóða á sértryggðum skuldabréfum viðskiptabanka er hægt að nota sem mælikvarða á áhættu sjóðanna tengda íbúðarhúsnæði. Þau nema nú um þriðjung af hreinni eign lífeyrissjóða og eru nú nálægt meðaltali undanfarinna tíu ára (mynd III-12). Staða sjóðanna er þó ólík og hafa nokkrir þeirra þegar þrengt lántökuskilyrði.

Mynd III-11

Útlán lánakerfis til innlendra aðila og framlag geira¹

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2017

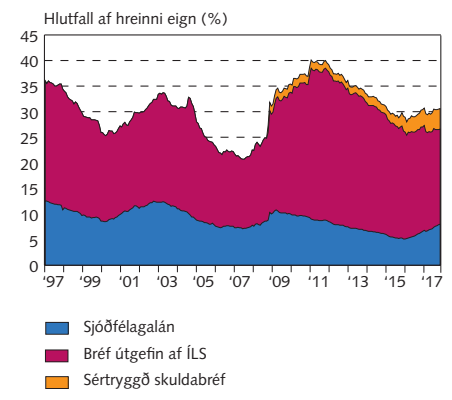


1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Eingöngu sjóðfélagalán meðalinn hjá lífeyrissjóðum. 2. Án útlána til innlánsstofnana og fallinna fjármálfyrirtækja. 3. Stofn útlána í erlendum gjaldeyri er reiknaður miðað við vistölu meðalgengis í september 2017.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

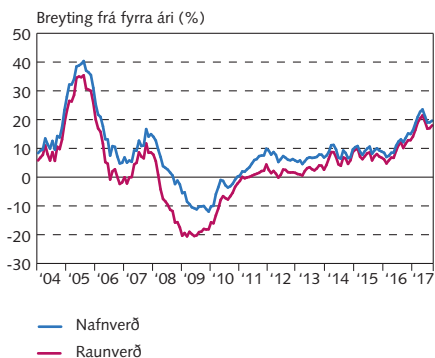
Fjármögnun lífeyrissjóða á íbúðamarkaði

Janúar 1997 - september 2017



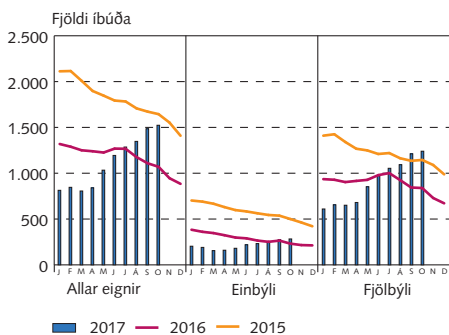
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13
Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu
Janúar 2004 - september 2017



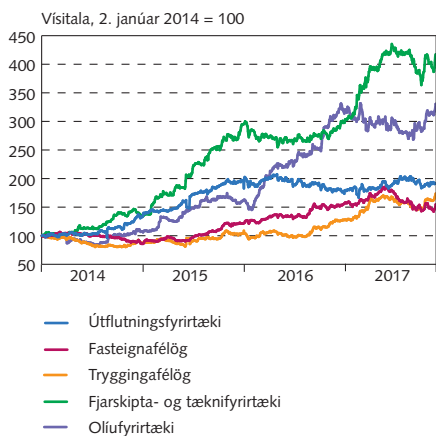
Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands.

Mynd III-14
Fjöldi íbúða til sölu á höfuðborgarsvæðinu¹
Janúar 2015 - október 2017



1. Mánaðarlegt meðaltal auglýsinga á fasteignavef mbl.is. Komið er í veg fyrir margtölu sömu eignar með því að nota fastanúmer.
Heimild: Fasteignavefur Morgunblaðsins.

Mynd III-15
Gengi hlutabréfa fyrirtækja eftir tegund
atvinnurekstrar¹
Daglegar tölur 2. janúar 2014 - 10. nóvember 2017



1. Meðaltal breytinga gengis hlutabréfa skráðra fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar, leiðrétt fyrir arðgreiðslum og hlutafjárteknum.
Heimild: Nasdaq Iceland.

Eignaverð og fjármálaleg skilyrði

Drögið hefur úr hækkun húsnæðisverðs ...

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 19,6% milli ára í september og leiguverð um tæplega 14% samkvæmt upplýsingum frá Þjóðskrá Íslands. Takmarkað framboð minni íbúða og aukin eftirspurn, studd af hækkun raunlauna og fjölgun starfa, ýttu undir hækkunarhrinu sem hófst á seinni hluta síðasta árs og náði árshækkun húsnæðisverðs hámarki í maí sl. í 23,5% (mynd III-13). Eignum til sölu á höfuðborgarsvæðinu hefur fjölgað töluvert frá því í apríl en vísbendingar eru um að nokkur fjöldi nýbygginga og minni íbúða sem hafa verið í skammtímaleigu til ferðamanna séu nú komnar í söluferli (mynd III-14). Aukinn fjöldi eigna á sölu kann einnig að skýrast að hluta af minni eftirspurn en þinglýstum kaupsamningum hefur fækkað um tæplega 12% á fyrstu níu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var rúmlega 3 mánuðir í september og hafði nánast tvöfaldast á einu ári. Til samanburðar má nefna að meðalsölutíminn var um 19 mánuðir árið 2010. Þessar vísbendingar gefa til kynna að mögulega dragi úr hækkun íbúðaverðs á næstunni.

Samfara verðhækkun húsnæðis undanfarin misseri hefur gætt vaxandi misvægis milli húsnæðisverðs og efnahagsþátta sem alla jafnan ráða þróun þess. Húsnæðisverð hefur t.a.m. hækkað um tæplega 50% að raunvirði frá árinu 2012 en eins og rakið er í kafla I er hækkunarferillinn um margt ólíkur þeim ferli sem átti sér stað á árunum 2001-2007. Hækkun atvinnutekna var þó áþekkt á báðum tímabilum en útlánþróunin afar ólík en verðhækkunin á árunum fyrir fjármálakreppuna fór saman við hraðvaxandi lántöku heimila. Í núverandi uppsveiflu hafa heimilin þvert á móti nýtt batnandi efnahag til að greiða niður skuldir.

... en hlutabréfaverð hefur lækkað undanfarið eftir nokkra hækkun á fyrri hluta ársins

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI8, er nú 1,6% lægri en við útgáfu *Peningamála* í ágúst. Hlutabréfaverð hækkaði nokkuð á fyrri hluta ársins en tók að lækka undir lok sumars í kjölfar birtingar uppgjöra annars ársfjórðungs en þau voru ýmist í samræmi við eða undir væntingum markaðsaðila. Hlutabréfaverð lækkaði enn frekar í kjölfar ríkisstjórnarslita í september en sú lækkun gekk að hluta til baka í kjölfar vaxtalækkunar Seðlabankans í október. Gengi bréfa útflutningsfyrirtækja hefur lækkað sl. mánuði en mestar hækkunir hafa verið á meðal tryggingafélaga og olíufyrirtækja. Gengi bréfa fasteignafélaga hækkaði þegar uppgjör þeirra voru birt í nóvember en það hafði lækkað nokkuð mánuðina á undan í kjölfar vísbendinga um að hægt hafi á hækkunum húsnæðisverðs (mynd III-15). Nýbirt uppgjör fyrir þriðja fjórðung ársins voru flest ýmist í samræmi við eða aðeins undir væntingum markaðsaðila.

Á fyrstu tíu mánuðum ársins nam velta á aðalmarkaði u.þ.b. 550 ma.kr. sem er um 13% meiri velta en á sama tíma í fyrra. Innstreymi erlends fjármagns á innlandan hlutabréfamarkað hefur aukist talsvert á árinu (sjá mynd III-6). Nam það tæpum 40 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins en var um 11 ma.kr. á síðasta ári.

Skuldahlutfall einkageirans hefur litið breyst að undanfögnu ...

Hlutfall skulda fyrirtækja af landsframleiðslu hefur haldist tiltölulega stöðugt í um 83% frá ársbyrjun 2016 (mynd III-16). Hlutfall skulda heimila var um mitt þetta ár einnig svipað og í fyrra eða um 76%, þótt skuldir þeirra hafi hækkað um 3,7% að nafnvirði milli ára á öðrum fjórðungi ársins. Skuldir einkageirans námu 159% af áætlaðri landsframleiðslu 2017 um mitt þetta ár sem er um 1 prósentu lægra hlutfall en í árslok 2016.

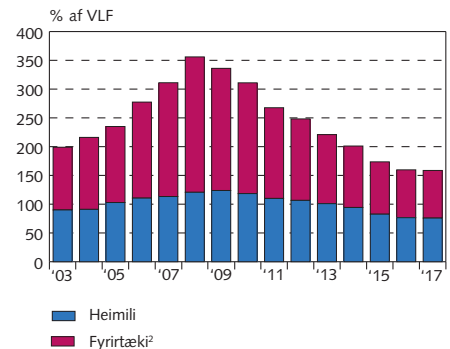
... en eiginfjárlutföll heimila og fyrirtækja hækkuðu enn frekar í fyrra og eru hærra en þau voru fyrir fjármálakreppuna

Samkvæmt nýbirtum tölum Hagstofu Íslands og tölum frá Nasdaq verðbréfamíðstöð höfðu eignir heimila í hlutfalli við landsframleiðslu lækkað lítillega í fyrra og námu um 383% í árslok 2016 (207% fyrir utan eignir í lífeyrissjóðum). Hrein eign heimila, þ.e. eignir umfram skuldir, hélt hins vegar áfram að hækka milli ára og nam 305% af landsframleiðslu í lok árs 2016. Eiginfjárlutfall heimila hafði því áfram hækkað og var í árslok 2016 um 3 prósentum hærra en það var hæst fyrir fjármálakreppuna (mynd III-17). Heimilum með neikvætt eigið fé í húsnæði fækkaði einnig í fyrra líkt og heimilum með íþyngjandi skuldastöðu (mynd III-18). Heimilum sem búa við slíkar aðstæður hefur fækkað umtalsvert frá því að þau voru flest árið 2010 og er fjöldinn nú svipaður og hann var á árunum 2005-2006. Eiginfjárstaða fyrirtækja hefur einnig farið batnandi að undanfögnu en aðeins hægði á hækkuðum á eiginfjárlutfalli þeirra árið 2016. Samkvæmt tölum Hagstofunnar var eiginfjárlutfall þeirra í lok síðasta árs um 42% samanborið við 40% í lok árs 2015 en þá hafði hlutfallið hækkað að meðaltali um 4 prósentur milli ára frá árinu 2009. Hlutfallið er nú orðið ríflega 11 prósentum hærra en það var hæst fyrir fjármálakreppuna og náði bætt eiginfjárstaða til flestra atvinnugreina.

Vanefndir heimila minnka áfram og gjaldþrotum fyrirtækja fækkar

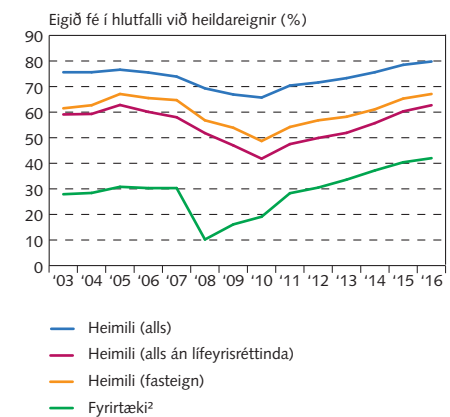
Hlutfall útlána heimila í vanefndum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur og Íbúðalánasjóði hefur lækkað enn frekar undanfarna mánuði og mældist 3,2% af heildarútlánum í lok september sl. samanborið við 5,3% á sama tíma fyrir ári. Einstaklingum á vanskilaskrá Creditinfo hafði einnig fækkað um 5% milli ára í október. Hlutfall útlána fyrirtækja í vanefndum við lánastofnanirnar mældist aftur á móti 8,9% í september og hefur það verið nokkuð stöðugt og sveiflast á bilinu 8-9% undanfarið ár. Þá fækkaði fyrirtækjum á vanskilaskrá um 5% milli ára í október. Gjaldþrotum fyrirtækja fækkaði einnig mikið á fyrstu níu mánuðum ársins samanborið við sama tíma fyrir ári en þau voru óvenju mörg árið 2016 vegna tafa við skráningu gjaldþrota vegna verkfalls hjá Sýslumanninum á höfuðborgarsvæðinu árið 2015 (mynd III-19). Þeim hefur þó einnig fækkað miðað við árin á undan. Nýskráningum fyrirtækja hefur einnig fækkað lítillega á árinu miðað við í fyrra.

Mynd III-16
Skuldir heimila og fyrirtækja 2003-2017¹



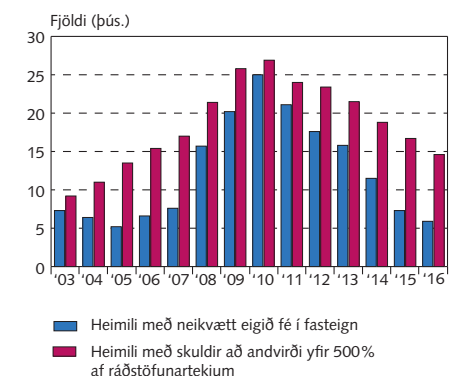
1. Skuldir við fjármálfyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Talan fyrir 2017 er skuldastaða í lok júní 2017 í hlutfalli við spá Seðlabankans fyrir VLF á árinu 2017. 2. Án fjármálfyrirtækja (þar með talið eignarhaldsfélaga).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-17
Eiginfjárlutföll heimila og fyrirtækja 2003-2016¹



1. Samkvæmt upplýsingum úr skattframtölum utan lífeyrissjóttinda heimila og annarrar verðbréfaeignar en hlutabréfa sem eru teknar úr fjármála-reikningum Hagstofunnar. Hlutabréfaeign heimila er tekin frá Nasdaq verðbréfamíðstöð. 2. Atvinnufyrirtæki utan lyfjaframleiðslu, fjármála- og váttryggingarstarfsemi.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Nasdaq verðbréfamíðstöð.

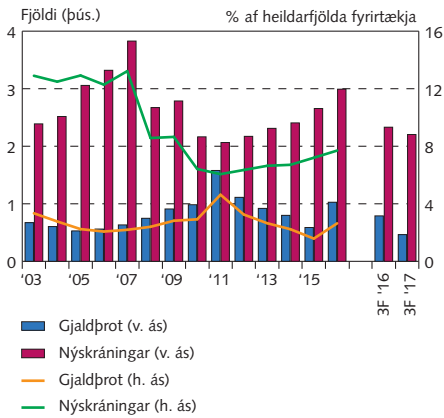
Mynd III-18
Heimili með neikvætt eigið fé í fasteign og íþyngjandi skuldastöðu 2003-2016



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd III-19

Gjaldþrot og nýskráningar fyrirtækja
2003-2017

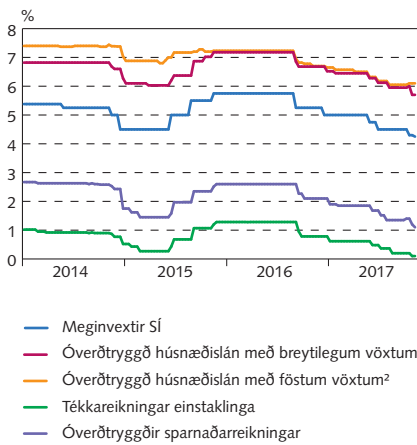


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd III-20

Meginvextir Seðlabanka Íslands og
vextir viðskiptabanka¹

1. janúar 2014 - 1. nóvember 2017



1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta íbúðalána hjá Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka. 2. Vextir fastir í 3-5 ár.

Heimildir: Arion banki, Íslandsbanki, Landsbankinn, Seðlabanki Íslands.

Vextir óverðtryggðra lána hafa lækkað í takt við vexti Seðlabankans

Vextir óverðtryggðra inn- og útlána lánastofnana hafa heilt yfir lækkað í takt við vaxtalækkanir Seðlabankans frá því í ágúst í fyrra (mynd III-20). Vextir sambærilegra verðtryggðra lána hafa hins vegar lítið breyst á undanförunum misserum utan breytilegra vaxta sjóðfélagalána hjá hluta lífeyrissjóða sem hafa lækkað um allt að 1 prósentu frá ágúst í fyrra. Vextir lífeyrissjóðslána eru sem fyrr heldur lægri en á sambærilegum lánnum viðskiptabanka. Hluti lífeyrissjóða hefur þó hert lítillega útlánareglur sínar að undanförunu, m.a. með lökkun hámarksveðhlutfalls og með því að gera enn ríkari kröfur um veð ef um endurfjármögnun eldri lána er að ræða.

IV Eftirspurn og hagvöxtur

Á þessu ári er útlit fyrir að draga muni úr hinum mikla hagvexti sem mælt hefur á síðustu tveimur árum. Tveir af burðarásum hagvaxtar síðustu ára, atvinnuvegafjárfesting og þjónustuútflutningur, skila hóflegu framlagi til hagvaxtar í ár en eftirspurn heimila vex með auknum krafti. Samhliða því að hægt hefur á vexti þjónustuútflutnings hefur innflutningur vaxið ört. Því er framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt. Mikill innflutningur endurspeglar að nokkru leyti hraðan vöxt tekna heimila og hagfellda þróun efnahagsreikninga þeirra á undanförunum misserum en einnig lægra innflutningsverð sökum gengishækkunar krónunnar. Sterk staða heimila hefur einnig veruleg áhrif á eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði og fjárfestingu í íbúðarhúsnæði sem horfur eru á að verði helsti vaxtarbroddur fjármunamyndunar á næstunni. Nokkuð hefur slaknað á aðhaldi opinberra fjármála í ár, þriðja árið í röð, en aukin óvissa ríkir um horfur í opinberum fjármálum.

Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

Dregur hraðar úr hagvexti en búist var við

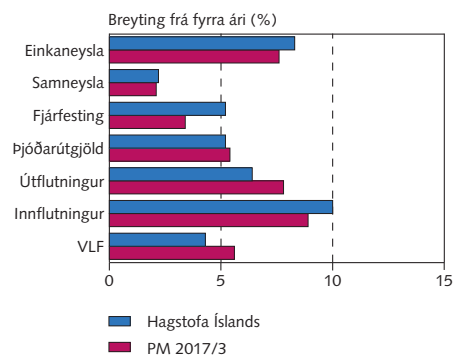
Eftir mikinn hagvöxt á síðasta ári dró nokkuð úr honum á fyrri hluta þessa árs samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands.¹ Var hann 4,3% á árshlutanum en á seinni hluta síðasta árs var hann 10,4%. Líkt og undanfarið voru meginþrákraftar hans einkaneysla og þjónustuútflutningur. Helstu skýringar hægari hagvaxtar voru þær að nokkuð hægði á vexti atvinnuvegafjárfestingar auk þess sem útflutningur jókst töluvert hægar en áður. Útgjöld til neyslu og fjárfestingar jukust samtals um 6,1% milli ára á fyrstu sex mánuðum ársins en vegna neikvæðs framlags birgðabreytinga, sem rekja má að miklu leyti til áhrifa af verkfalli sjómanna framan af árinu, var vöxtur þjóðarútgjalda tæplega 1 prósentu minni eða 5,2%. Vöxtur útflutnings á fyrri hluta ársins einkenndist af hægari vexti ferðaþjónustuútflutnings, áhrifum af verkfalli sjómanna auk þess sem aðrir liðir þjónustuútflutnings voru heldur lakari en við var búist. Innflutningur jókst umtalsvert meira en útflutningur og því var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt um nærri 1½ prósentu.

Í ágústspá *Peningamála* var áætlað að hagvöxtur á fyrri hluta ársins yrði 5,6% eða ríflega 1 prósentu meiri en Hagstofan áætlar nú (mynd IV-1). Frávikið í spánni má helst rekja til þess að þar var búist við betri nýtingu ónýttts fiskveiðikvóta sem myndi leiða til hagfelldara framlags birgðabreytinga auk þess sem annar þjónustuútflutningur reyndist lakari en spáð var. Á móti þessu vó að einkaneysla og fjárfesting atvinnuveganna var heldur sterkari en spáð var. Vöxtur þjóðarútgjalda í heild var þó mjög áþekkur því sem spáð var í ágúst.

Ráðstöfunartekjur heimila hafa aukist um þriðjung frá því að efnahagsbatinn hófst

Í nýlegum tölum Hagstofunnar yfir ráðstöfunartekjur heimila má sjá að tekjur heimila hafa aukist verulega á síðustu árum. Frá því að þær

Mynd IV-1
Þjóðhagsreikningar fyrri hluta 2017

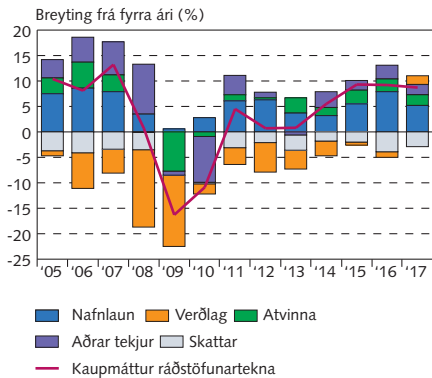


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Þjóðhagsreikningar voru einnig endurskoðaðir allt aftur til ársins 1997 (sjá rammagrein 4).

Mynd IV-2

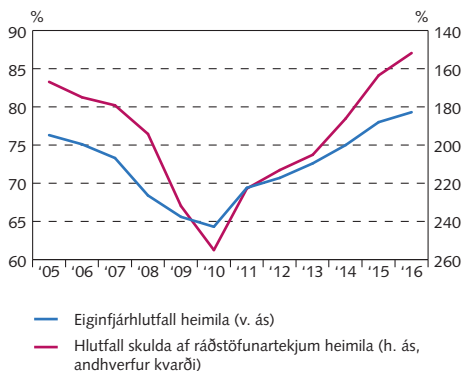
Kaupmáttur ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2005-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að vege saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirliða gefur því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna námundunar og þar sem fullkomið tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

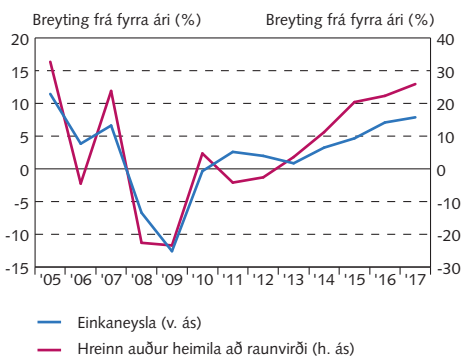
Eiginfjár- og skuldahlutföll heimila 2005-2016



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

Einkaneysla og auður heimila 2005-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017. Hreinn auður er samtala húsnæðis- og fjárhagslegs auðs heimila (utan lífeyrisréttinda) að frádrögnum skuldum heimila (árslokatölur).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

voru minnstar að raunvirði í kjölfar fjármálakreppunnar hafa þær aukist um þriðjung en á sama tíma hefur einkaneysla vaxið um ríflega fimmtung. Sparnaður heimila hefur því aukist nokkuð og var í fyrra 10,5% af ráðstöfunartekjum. Á síðasta ári jukust ráðstöfunartekjur um 9,2% að raunvirði sem er nánast sami vöxtur og árið áður (mynd IV-2). Miklar launahækkunar skýra þennan vöxt en á sömu sveif leggst mikil fjölgun starfa. Aðrar tekjur, eins og fjármagnstekjur, hafa einnig vaxið en þær vege minna í aukningu ráðstöfunartekna nú en þær gerðu á árunum fyrir fjármálakreppuna. Sömu þættir skýra einnig mikinn vöxt kaupmáttar ráðstöfunartekna í ár og við bætist að verð neysluvara lækkar milli ára en á fyrri hluta ársins lækkaði verðvísitala einkaneyslu um 1,8% frá fyrra ári.

Eiginfjárstaða heimila hefur styrkst mikið

Eiginfjárstaða heimila hefur á síðustu árum styrkst mikið eftir verulega ágjöf í kjölfar fjármálakreppunnar. Að raungildi jókst eigið fé heimila um rúman fimmtung á síðasta ári en sé horft aftur til ársins 2010 þegar eiginfjárstaða heimilanna var lægst hefur aukningin verið yfir 50%.² Endurspeglar þessi mikla hækkun hreins auðs heimila hraða hækkun húsnæðisverðs undanfarin ár ásamt því að skuldir þeirra hafa lækkað talsvert á tímabilinu samhliða kröftugum vexti ráðstöfunartekna (mynd IV-3). Áframhaldandi kröftug hækkun húsnæðisverðs í ár gerir það að verkum að horfur eru á að hrein eign hækki álíka mikið að raunvirði í ár og í fyrra.

Batnandi fjárhagsstaða og tekjuaukning heimila örva vöxt einkaneyslu

Á fyrri hluta ársins jókst einkaneysla um 8,3% frá sama tíma í fyrra en frá seinni hluta ársins 2015 hefur verið stífgandi í vexti einkaneyslu. Fyrirnefnd þróun tekna og eiginfjárstöðu heimila skýrir þessa þróun að verulegu leyti (mynd IV-4). Í samanburði við síðustu spár bankans fyrir líðandi ár hefur einkaneysla vaxið meira en spáð var. Frávikið má að verulegu leyti skýra með því að ráðstöfunartekjur í fyrra uxu meira en gert var ráð fyrir.

Leiðandi vísbendingar um þróun einkaneyslu benda til þess að þróunin á þriðja ársfjórðungi hafi verið áþekkt framvindunni á fyrri hluta ársins. Í ágústspá bankans var búist við að heldur myndi hægja á vexti einkaneyslu á seinni hluta ársins en í ljósi vísbendinga og nýrra gagna um tekjur heimila er nú spáð að minna hægi á vextinum og að hann verði 7,9% á árinu í heild (mynd IV-5). Hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu hækkar þá úr rúmlega 49% í fyrra í 51% í ár. Hlutfallið er þó enn töluvert undir sögulegu meðaltali. Þrátt fyrir mikinn vöxt einkaneyslu helst sparnaður heimila nánast óbreyttur í rúmlega 10% af ráðstöfunartekjum.

Hægt hefur á vexti atvinnuvegafjárfestingar

Eftir kröftugan vöxt á undanfönum þremur árum hefur hægt á vexti atvinnuvegafjárfestingar. Á fyrri hluta þessa árs var aukningin rúm-

2. Þetta byggist á gögnum Seðlabankans. Þau eru ólík gögnum Hagstofunnar að því leyti að verðbréfaeign er reiknuð á markaðsvirði í tölum Seðlabankans en á nafnvirði í tölum Hagstofunnar.

lega 1% sem er litlu meira en spáð var í ágústhefti *Peningamála*. Þessi litli vöxtur litast af um 4% samdrætti í stóriðjutengdri fjárfestingu og í fjárfestingu í skipum og flugvélum. Önnur atvinnuvegafjárfesting jókst hins vegar um 4% sem er heldur meiri vöxtur en fjárfestingarkönnun Seðlabankans sem gerð var í maí sl. gaf til kynna. Könnunin nær aftur á móti aðeins til um 100 stærstu fyrirtækja landsins og gæti þetta frávík bent til þess að fjárfestingarútgjöld minni fyrirtækja hafi verið hlutfallslega meiri en þeirra stærri. Hins vegar er þróunin í ár í anda þess sem könnun bankans og aðrar vísbendingar hafa bent til, þ.e. að tekið sé að hægja á vexti atvinnuvegafjárfestingar enda hefur hún vaxið um fimmtung á ári undanfarin þrjú ár.

Fyrirtæki búast við svipaðri fjárfestingu í ár og í fyrra en aukningu á næsta ári ...

Ný fjárfestingarkönnun bankans sýnir eins og vorkönnunin að á heildina litið gera fyrirtæki ráð fyrir svipuðum útgjöldum til fjárfestingar í ár og í fyrra (tafla IV-1). Nokkrar breytingar voru þó innan einstakra atvinnugreina frá síðustu könnun. Mestu munar um fjárfestingu fyrirtækja í ferðaþjónustu og flutningum en samkvæmt núverandi áætlunum er búist við að fjárfesting þeirra aukist um rúm 4% milli ára í ár en í könnuninni í vor bjuggust fyrirtæki í þessum greinum við að aukningin yrði 18%. Þá búast sjávarútvegsfyrirtæki ekki við jafn miklum samdrætti og þau gerðu í vor. Samkvæmt könnuninni eykst fjárfesting hlutfallslega mest í fjármála- og tryggingastarfsemi á árinu og einnig talsvert í iðnaði en könnunin bendir til minnkandi fjárfestingar í öðrum greinum.

Tafla IV-1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja (án skipa og flugvéla)^{1, 2}

Stærstu 101 fyrirtæki Upphæðir í ma.kr.	2016	2017	2018	Breyting	Breyting
				2016-2017 (%) (síðasta könnun)	2017-2018 (%) (síðasta könnun)
Sjávarútvegur (17)	15,4	13,6	10,5	-11,7 (-42,9)	-22,9
Iðnaður (16)	4,6	5,1	7,9	9,3 (7,4)	56,8
Verslun (22)	8,0	7,2	6,5	-9,2 (-12,5)	-10,4
Flutningar og ferðaþj. (8)	44,0	45,8	50,6	4,1 (18,0)	10,3
Fjármál/tryggingar (9)	3,7	5,3	6,3	42,3 (38,7)	18,1
Fjölm. og upplýsingat. (7)	7,5	7,4	7,4	-2,1 (2,5)	0,1
Þjónusta og annað (22)	18,1	15,8	15,4	-12,3 (-1,2)	-2,7
Alls 101 (102)	101,4	100,3	104,5	-1,1 (1,8)	4,2

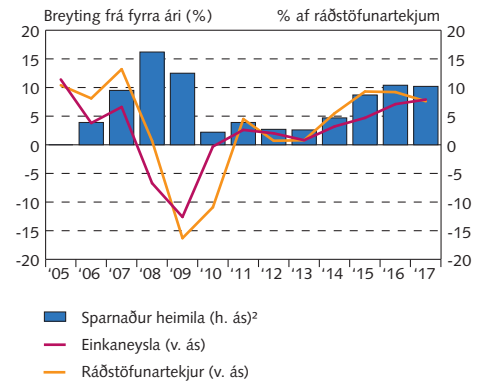
1. Innan sviga eru tölur úr síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 102 fyrirtækja fyrir árin 2016-2017 (*Peningamál* 2017/2). Birtur er paraður samanburður milli ára en þar sem breyting getur orðið á úrtaki milli kannana getur það haft áhrif á niðurstöðuna. 2. Fylgihlutum flugvéla og skipa hefur verið bætt við.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Í könnuninni er einnig spurt um fjárfestingaráform fyrir næsta ár og benda svör fyrirtækja til þess að fjárfesting muni aukast á ný. Þar munar mestu um áætlanir fyrirtækja í ferðaþjónustu og flutningum sem telja að útgjöld til fjárfestingar verði um 10% meiri en í ár. Sjávarútvegsfyrirtæki búast áfram við að draga úr fjárfestingarútgjöldum en hlutfallslega verður aukningin mest á meðal fyrirtækja í iðnaði. Á heildina litið gefur könnunin til kynna að fjárfestingarútgjöld fyrirtækja muni aukast um liðlega 4% frá fyrra ári.

Mynd IV-5

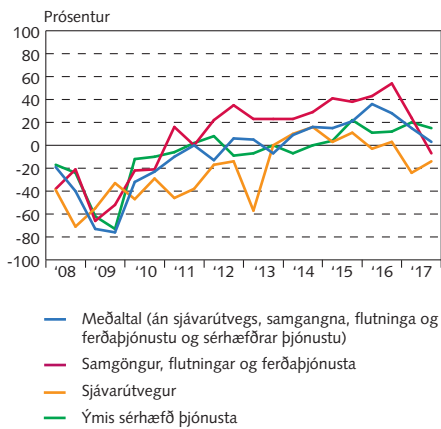
Einkaneysla, kaupmáttur ráðstöfunartekna og sparnaður heimila 2005-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017. 2. Nokkur óvissa er um tölur Hagstofunnar um eiginlegt tekjustig heimila sem snýr að því að ráðstöfunartekjuuppgjörð byggist ekki á samstæðuuppgjöri tekju- og efnahagsreiknings. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur þar sem tölur Hagstofunnar eru hækkaðar með hlöðsón af áætluðum útgjöldum heimilanna yfir langt tímabil.

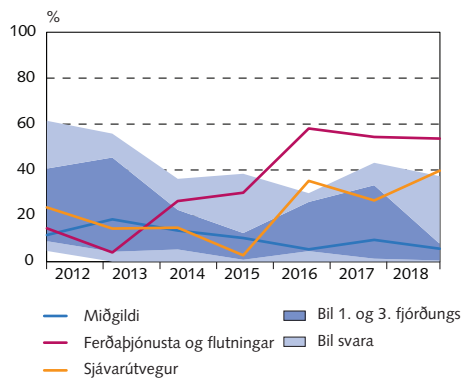
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Fjárfesting: skoðanavægi eftir atvinnugreinum¹

1. Skoðanavægi er hlutfall fyrirtækja sem telja að fjárfesting verði meiri í ár en í fyrra að frádregnu hlutfalli þeirra sem telja að hún verði minni. Heimild: Gallup.

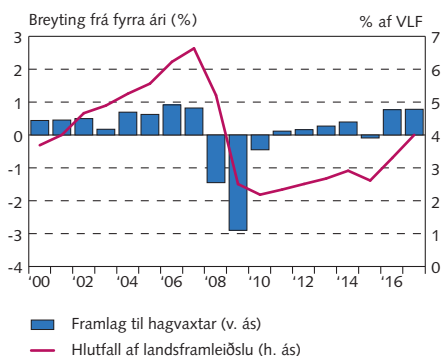
Mynd IV-7

Fjárfestingaráform fyrirtækja: hluti fjárfestingar fjármagnaður með lánsfé 2012-2018¹

1. Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja, að undanskildum flugvélum og skipum. Miðgildi og bil eru án ferðaþjónustu, flutninga og sjávarútvegs.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Íbúðafjárfesting 2000-2017¹

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

Könnun Gallup á stöðu og framtíðarhorfum meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins sem framkvæmd var í september gefur áþekkar niðurstöður. Samkvæmt henni voru fyrirtæki sem töldu að fjárfesting þessa árs yrði meiri en í fyrra álíka mörg og fyrirtæki sem töldu að hún yrði minni. Mest breyting varð á viðhorfum stjórnenda í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu en fleiri töldu að draga myndi úr fjárfestingu á þessu ári en að hún muni aukast (mynd IV-6). Í Gallup-könnuninni voru niðurstöður hjá fyrirtækjum í sérhæfðri þjónustu aftur á móti nokkuð ólíkar niðurstöðum í könnun Seðlabankans. Samkvæmt könnun Gallup hyggjast talsvert fleiri fyrirtæki í sérhæfðri þjónustu auka fjárfestingu á árinu fremur en draga úr henni.

...og fyrirtækin áætla að hlutfall fjárfestingar sem fjármögnuð er með lánsfé verði u.þ.b. óbreytt á næsta ári

Samkvæmt fjárfestingarkönnuninni búast fyrirtæki við að fjármagna tæplega 40% fjárfestingar í ár með lánsfé. Þetta er áþekkt hlutfall og í fyrra og búist er við svipuðu hlutfalli á næsta ári. Hlutdeild lánsfjár í fjármögnun fjárfestingar nú er töluvert hærri en hún var fram til ársins 2016 þegar hlutfallið var á bilinu 20-30%. Hlutfallið er sem fyrr hæst á meðal fyrirtækja í ferðaþjónustu og flutningum en það hækkaði einnig talsvert hjá fyrirtækjum í annari þjónustu og hjá verktökum. Lánsfjármögnun reyndist ekki jafn mikil í sjávarútvegi á þessu ári og fram kom í síðustu könnun (mynd IV-7).

Hóflegur vöxtur atvinnuvegafjárfestingar í ár en samdráttur árið 2018

Talið er að atvinnuvegafjárfesting muni aukast um liðlega 3% í ár. Horfur eru á tiltölulega litlum vexti í fjárfestingu í orkufrekum iðnaði og fjárfesting í skipum og flugvélum dregst saman um fimmtung. Almenn atvinnuvegafjárfesting eykst hins vegar um liðlega 8%. Það er aðeins minni vöxtur en spáð var í ágúst og vegast þar á meiri vöxtur það sem af er ári en áður var spáð og vísbendingar um minni fjárfestingarútgjöld samkvæmt fjárfestingarkönnun bankans. Einnig eru vísbendingar um aukna fjárfestingu verktaka í atvinnuhúsnæði sem könnun bankans nær ekki að fanga. Á næsta ári er útlit fyrir að atvinnuvegafjárfesting muni dragast saman um tæplega 7% en samdráttinn má rekja til fjárfestingar í stóriðju, skipum og flugvélum. Almenn atvinnuvegafjárfesting heldur hins vegar áfram að aukast um tæplega 10% milli ára.

Mikill vöxtur íbúðafjárfestingar

Mikil eftirspurn heimila og verðþróun fasteigna hefur á undanförunum misserum ýtt undir fjárfestingu í íbúðarhúsnæði. Hún jókst um tæplega 30% í fyrra og var framlag íbúðafjárfestingar til hagvaxtar í fyrra nálægt því sem það var á árunum fyrir fjármáلاكreppu þegar mikið var byggt af nýju húsnæði. Íbúðafjárfesting jókst enn frekar á fyrri hluta þessa árs og nam aukningin tæplega 29% sem er í samræmi við ágústspána. Horfurnar fyrir árið í heild hafa því lítið breyst. Talið er að íbúðafjárfesting aukist um tæplega fjórðung í ár frá fyrra ári og að hlutfall hennar af landsframleiðslu verði komið í 4% langtímeðaltal sitt (mynd IV-8). Á næsta ári er einnig gert ráð fyrir kröftugum vexti

íbúðafjárfestingar. Talið er að hún aukist um rúmlega 18% milli ára sem er svipaður vöxtur og gert var ráð fyrir í ágúst.

Hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu helst svipað á spátímanum

Vöxtur heildarfjármunamyndunar hefur verið verulegur undanfarin misseri. Meðalvöxtur undanfarinna þriggja ára er yfir 19% á ári og samtals hefur hún aukist um tvo þriðju frá árinu 2012 og hefur hlutfell fjárfestingar í landsframleiðslu aukist um 5½ prósentu á sama tímabili. Á fyrri hluta þessa árs hægði á vextinum en hann var þó rúmlega 5%. Horfur fyrir árið í heild hafa lítið breyst frá ágústspá bankans og búist er við að vöxturinn verði tæplega 9% (mynd IV-9). Áætlað er að fjárfesting muni svo til standa í stað á næsta ári en gangi spáin eftir mun hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu lækka úr tæplega 22% í ár í um 21% á næsta ári og haldast þar það sem eftir lifir spátímans.

Minni hagvöxtur í ár þrátt fyrir aukna eftirspurn heimila

Eins og áður hefur komið fram mældist 4,3% hagvöxtur á fyrri hluta þessa árs og horfur eru á að hann verði töluvert minni á árinu öllu en hann mældist í fyrra. Á síðasta ári skilaði fjármunamyndun meira en 4 prósentum til hagvaxtar og framlag utanríkisviðskipta var neikvætt um minna en 1 prósentu. Breytingar í þessum tveimur liðum skýra að miklu leyti að hagvöxturinn minnkar úr 7,4% á síðasta ári í 3,7% í ár. Framlag fjármunamyndunar helmingast og framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður neikvætt um meira en 2 prósentur (mynd IV-10). Þetta er 1½ prósentu minni hagvöxtur en spáð var í ágúst og skýrist frávikid fyrst og fremst af því að horfur eru á að hægja muni hraðar á vexti ferðaþjónustu auk þess sem áhrif verkfalls sjómanna í byrjun árs á útflutning sjávarafurða og birgðastöðu í sjávarútvegi virðast ætla að vara lengur en áður var gert ráð fyrir. Á móti vega horfur um hraðari vöxt einkaneyslu. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu ár eru hins vegar áþekkar því sem spáð var í ágúst. Talið er að hagvöxtur verði 3,4% á næsta ári en 2,5% frá árinu 2019.

Hið opinbera

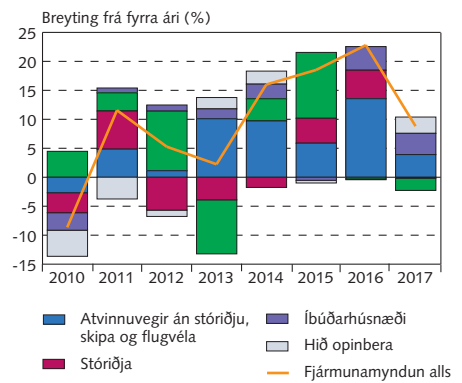
Áfram gert ráð fyrir hóflegum vexti samneyslu

Á fyrri hluta ársins var vöxtur samneyslu 2,2% sem er í takt við ágústspána og aðeins umfram það sem verið hefur á síðustu árum. Búist er við að vöxturinn á seinni hluta ársins verði nær vexti undanfarinna ára og verði 1½% á árinu í heild. Gert er ráð fyrir að þróun samneyslu ríkissjóðs og sveitarfélaga verði með áþekktum hætti út spátímabilið þótt vöxturinn verði meiri meðal sveitarfélaganna.

Fjárfesting hins opinbera jókst um 5,6% á fyrri hluta ársins sem var heldur minna er áætlað var. Á seinni hluta ársins er spáð að verulega muni bæta í fjárfestinguna sem rekja má til þess að á fyrri helmingi ársins var fjárfesting lítil miðað við sögulegt meðaltal auk þess sem flóðin á Austurlandi leiddu til aukinnar fjárfestingar á þriðja ársfjórðungi. Gangi áætlunin eftir verður vöxturinn á árinu tæplega 23%. Fjárfestingarútgjöld skýra því meginþorra tæplega 4% aukningar eftirspurnar hins opinbera í ár (mynd IV-11). Fjárfesting hins opinbera var komin í 3,2% af landsframleiðslu í fyrra og er áætlað að

Mynd IV-9

Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2010-2017¹

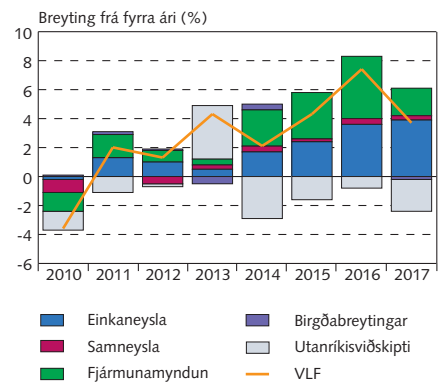


1. Grunnspá Seðlabankans 2017.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2017¹

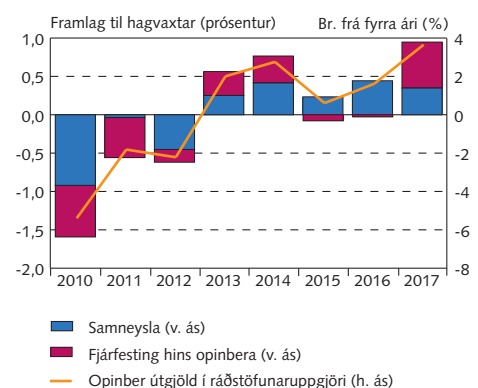


1. Grunnspá Seðlabankans 2017.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11

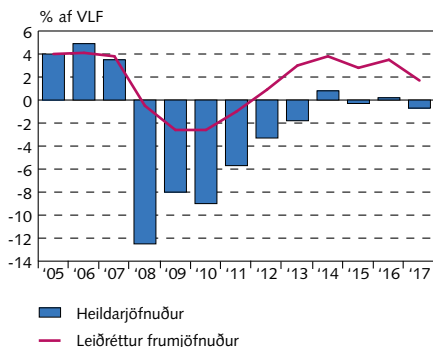
Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

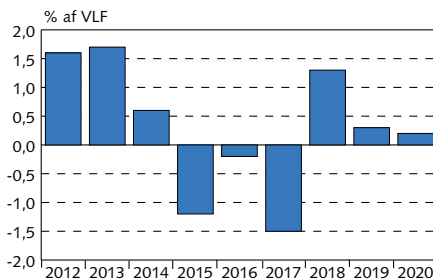
Mynd IV-12

Afkoma ríkissjóðs 2005-2017¹

1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþjéttum og -gjöldum (t.d. stöðugleikaframlögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðisskuldna og arðgreiðslum). Árin 2016 og 2017 er heildarjöfnuður leiðréttur fyrir einkisþjéttum og -gjöldum, þ.e.a.s. stöðugleikaframlögum, arðgreiðslum umfram fjárlög og flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðisskuldna. Grunnspá Seðlabankans 2017.

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

Mynd IV-13

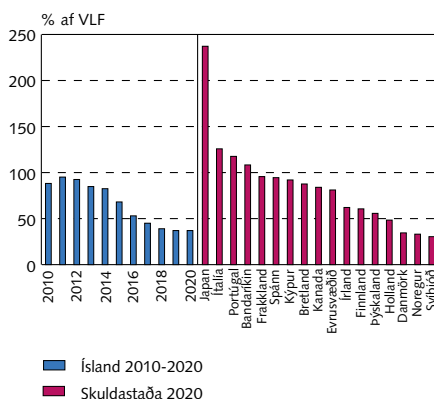
Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2012-2020¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþjéttum og -gjöldum (t.d. arðgreiðslum og flýtingu niðurgreiðslu verðtryggðra húsnæðisskuldna).

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

Mynd IV-14

Vergar skuldir hins opinbera



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

hlutfallið aukist lítils háttar í ár og verði komið í 3,4% í lok spátímans sem er um 0,7 prósentum undir meðaltali sl. aldarfjórðungs.

Afkoma ríkissjóðs í ár áþekk fyrri mati

Fjárlög ársins 2017 voru afgreidd með 25 ma.kr. afgangi. Útgjöld ríkisins á árinu hafa reynst 20 ma.kr. meiri en gert var ráð fyrir. Á móti hafa arðgreiðslur úr viðskiptabönkum í eigu ríkisins verið auknar. Þær hafa numið alls 35 ma.kr. á árinu sem er rúmlega 20 ma.kr. umfram fjárlög. Afkoman fyrir árið 2017 mun því líklega reynast nærri því sem lagt var af stað með í fjárlögum ársins 2017 (mynd IV-12).

Áfram slökun ríkisfjármála í ár en aðhald aukið á því næsta

Þegar metið er hvort aðhald í ríkisfjármálum sé að aukast eða minnka er horft til þess hvernig afkoma ríkissjóðs þróast að teknu tilliti til áhrifa hagsveiflunnar á afkomuna og án áhrifa einkisþjéttu eins og t.a.m. fyrrnefndrar viðbótarútgreiðslu arðs (sjá nánar í rammagrein 5). Slaknað hefur á aðhaldi ríkisfjármála á undanförunum tveimur árum sem skýrist bæði af auknum útgjöldum og lækkingu tekna. Einnig er búist við að slökun verði á aðhaldi í ár en gert er ráð fyrir að hún muni nema 1,5% af landsframleiðslu (mynd IV-13). Slökunin þessi þrjú ár nemur því alls 2,9% af landsframleiðslu. Á næsta ári gengur þetta að hluta til baka en þá eykst aðhaldið um sem nemur 1,3% af landsframleiðslu. Miðað við fyrirbyggjandi áætlanir er hins vegar útlit fyrir að ríkisfjármál verði nokkurn veginn hlutlaus árin 2019 og 2020. Þetta eru áþekkar horfur og gert var ráð fyrir í *Peningamálum 2017/2* þegar síðast var lagt mat á aðhaldsstig opinberra fjármála.

Aukin óvissa um þróun skuldastöðu hins opinbera

Við mat á þróun skuldastöðu hins opinbera er í meginatriðum stuðst við fjármálaáætlun fráfarandi ríkisstjórnar en í henni var lögð mikil áhersla á hraða lækkingu skulda. Samkvæmt þeirri áætlun eiga skuldir hins opinbera að lækka úr 53% af landsframleiðslu í fyrri í 37% árið 2020 (mynd IV-14). Þar til að ný ríkisstjórn gefur út nýja langtímaáætlun í ríkisfjármálum ríkir hins vegar óvissa um þetta mat því að lækkingin sem fjármálaáætlun síðustu ríkisstjórnar kvað á um er umfram það sem kveðið er á um í fjármálareglum laga um opinber fjármál, en samkvæmt þeim skulu skuldir ekki vera umfram 30% af landsframleiðslu og ef svo er skulu 5% af því sem umfram er vera greidd niður á ári hverju þar til að fjármálareglan hefur verið uppfyllt.

Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

Hraðar dregur úr vexti útflutnings en áður var spáð

Eftir um 10% vöxt á ári síðustu tvö ár hefur hægt nokkuð á vexti útflutnings á þessu ári. Á fyrri hluta ársins var vöxturinn 6,4% sem var heldur minna en búist var við í ágústhefti *Peningamála*. Þróun vöruútflutnings var í takt við það sem spáð var en vöxtur útfluttrar þjónustu var minni einkum vegna samdráttar í öðrum þjónustuútflutningi (t.d. útflutningi kvikmyndafyrirtækja og annarri sérfræðiþjónustu). Þá sýna gögn Hagstofunnar að heldur hefur hægt á örum vexti ferðalagaliðar þjónustuútflutnings á undanförunum árum og eins voru útgjöld á hvern ferðamann minni á fyrri hluta ársins en á sama tíma í fyrri (mynd

IV-15). Minni vöxtur ferðalagaliðar þjónustuútflutnings er þó í samræmi við spá bankans í ágúst.

Horfur eru á að þjónustuútflutningur vaxi hægar á seinni hluta ársins en gert var ráð fyrir í ágúst og eru það helst liðir sem flokkast til annarrar útfluttrar þjónustu sem skýra þá breytingu. Ferðalaga- og samgönguliðir þjónustuútflutnings breytast hins vegar lítið frá fyrri spá en samkvæmt spánni hægir á vexti þeirra milli ára, þótt áfram verði hann töluverður. Einnig er gert ráð fyrir að vöruútflutningur aukist hægar í ár en áður var talið. Skýrist það fyrst og fremst af þrálátari áhrifum sjómannaverkfallsins en gert hafði verið ráð fyrir að þau myndu ganga til baka innan ársins. Hægar virðist ganga að vinna upp framleiðslutap verkfallsins og sjávarútvegsfyrirtæki áttu enn nokkrar veiðiheimildir við lok síðasta fiskveiðiárs sem þau hafa flutt yfir á yfirstandandi fiskveiðiár sem hófst í september síðastliðnum. Úr því sem komið er er ekki gert ráð fyrir því að þessar heimildir verði nýttar á þessu ári. Þetta hefur þau áhrif að horfur fyrir vöxt vöruútflutnings í ár, og raunar einnig fyrir þróun birgðabreytinga, eru lakari en í fyrri spám. Annar vöruútflutningur vex einnig töluvert hægar en áður var spáð einkum vegna hnökra í framleiðslu kísilframleiðslufyrirtækisins United Silicon.

Á heildina lítið er spáð nokkuð kröftugum vexti útflutnings í ár þótt horfur séu á minni vexti en spáð var í ágúst. Gert er ráð fyrir að hann aukist um liðlega 6% sem er 2½ prósentu minni vöxtur en spáð var í ágúst (mynd IV-16). Horfur eru á að það hægji á vexti vöruútflutnings á næsta ári en að framhald verði á ágætum vexti þjónustuútflutnings enda gera áætlanir tveggja stærstu flugfélaga landsins ráð fyrir ríflega fjórðungs aukningu sætaframboðs. Talið er að útflutningur í heild aukist um ríflega 4% en að hægja muni á vextinum er líður á spátímanum.

Mikill vöxtur innflutnings samhliða kröftugri innlendri eftirspurn ...

Ör vöxtur innlestrar eftirspurnar og hátt gengi krónunnar hafa ýtt undir vöxt innflutnings. Á fyrri hluta ársins jókst innflutningur um 10% milli ára sem var meiri vöxtur en búist var við. Þar munaði mestu um nærri 19% vöxt þjónustuinnflutnings sem hefur vaxið mikið síðustu misserin.

Gert er ráð fyrir að vöxtur þjóðarútgjalda hafi náð hámarki á síðasta ári en fari jafnt og þétt minnkandi á spátímanum. Þetta endurspeglast í spánni fyrir innflutning. Talið er að hann muni aukast um liðlega 12% í ár en að vöxturinn muni minnka í ríflega 5% á næsta ári. Að nokkru leyti stafar hin snarpa hjóðnun vaxtar innflutnings af minni innflutningi á skipum og flugvélum á næsta ári. Án þeirra viðskipta eykst innflutningur um liðlega 8% á næsta ári og 3-4% á ári á árunum þar á eftir.

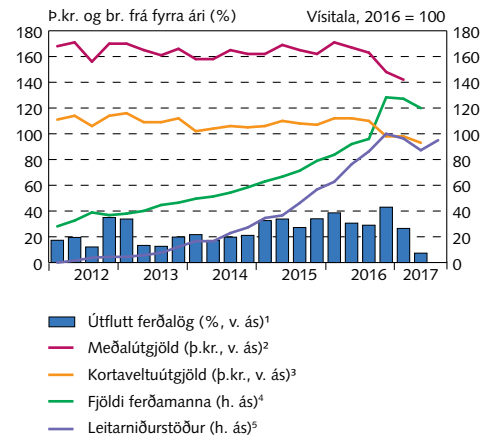
... og horfur á töluvert neikvæðu framlagi utanríkisviðskipta til hagvaxtar í ár

Frá árinu 2013 hefur framlag utanríkisviðskipta verið neikvætt þrátt fyrir öran vöxt útflutnings, því að innflutningur hefur vaxið enn hraðar. Á fyrri hluta ársins var framlagið neikvætt um sem nemur 1½ pró-

Mynd IV-15

Vísbendingar um umsvif í ferðþjónustu

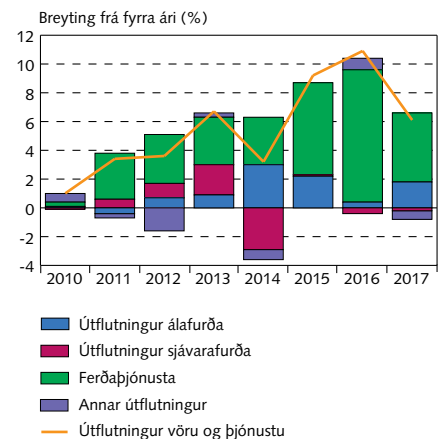
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017



1. Ársbreyting útfluttra ferðalaga á föstu verðlagi. 2. Árstíðarleiðrétt meðalútgjöld innanlands á ferðamann samkvæmt gögnum um þjónustuútflutning. 3. Árstíðarleiðrétt kortaveltuútgjöld á hvern ferðamann (án millilandaflugs og opinberra gjalda). 4. Árstíðarleiðréttar brottfarir erlendra ferðamanna um Keflavíkurlugvöll. 5. Þáttalíkan sem tekur saman tíðni fimm ólíkra leitarniðurstöðna sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google-leitarvélinni (árstíðarleiðrétt).
Heimildir: Google Trends, Hagstofa Íslands, Isavia, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

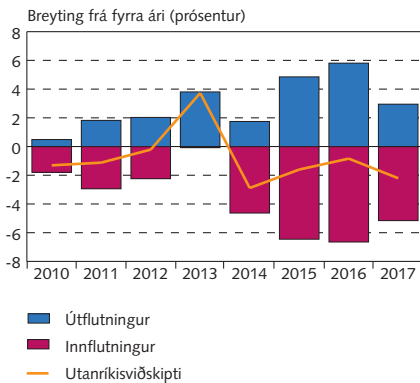
Útflutningur og framlag undirliða 2010-2017¹



1. Áútflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Ferðþjónusta er samtala á „ferðalögum“ og „farþegaflutningum með flugi“. Grunnspá Seðlabankans 2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

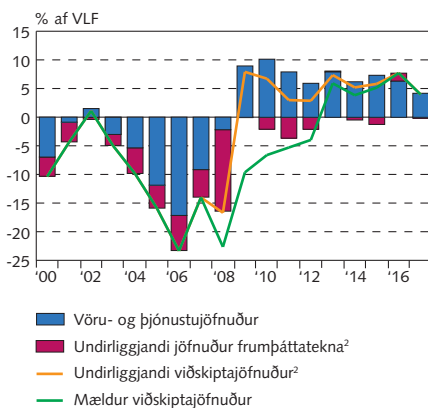
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar
2010-2017¹



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

Mynd IV-18

Viðskiptajöfnuður 2000-2017¹



1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2017. 2. Án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumþáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálafyrirtækja.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

sentu og á árinu í heild er búist við að framlagið verði neikvætt um 2,2 prósentur (mynd IV-17). Það er töluvert neikvæðara framlag en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans og er meginskýring þess að spáð er minni hagvexti á árinu en í ágústhefti *Peningamála*. Talið er að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði áfram neikvætt á næstu árum sem einnig er heldur óhagfelldara en áður var gert ráð fyrir.

Horfur á minni viðskiptaafgangi en spáð var í ágúst

Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum á fyrri hluta ársins var 1,7% af landsframleiðslu sem er heldur minni afgangur en spáð var í ágúst. Á sama tíma í fyrra nam afgangurinn 2,4% af landsframleiðslu en á árinu í heild var hann 6,3%. Áætlað er að afgangur þjónustuviðskipta á þessu ári verði svipaður og í fyrra en búist er við talsvert meiri halla á vöruviðskiptum. Afgangurinn í heild verður þá 4,2% af landsframleiðslu sem er tæplega 2 prósentum minni afgangur en búist var við í ágúst. Minni vöxtur útflutnings er helsta ástæða breyttra horfa en á sömu sveif leggjast lakari viðskiptakjör (sjá kafla II). Horfur eru einnig á að afgangurinn minnki nokkru hraðar er líður á spátímann en búist var við í ágúst, einkum vegna kröftugri vaxtar innflutnings á næsta ári, og að afgangurinn verði 2,4% af landsframleiðslu árið 2020.

Afgangur á viðskiptajöfnuði var um 190 ma.kr. í fyrra eða sem nam 7,8% af landsframleiðslu. Hefur afgangurinn aðeins einu sinni áður mælst meiri, árið 2009 þegar hann var 8% af landsframleiðslu (mynd IV-18). Á fyrri helmingi þessa árs minnkaði jöfnuður frumþáttatekna frá því í fyrra en þróun hans á öðrum ársfjórðungi var þó hagstæðari en áætlað var vegna einskiptisarðsemi af erlendri fjárfestingu innlends fyrirtækis. Þrátt fyrir betri niðurstöðu á fyrri helmingi ársins en búist var við er gert ráð fyrir sambærilegum afgangi af jöfnuði frumþáttatekna í ár og spáð var í ágúst. Áfram er búist við að afgangur frumþáttatekna minnki á næsta ári þótt vaxtaálag á erlendar fjárskuldbindingar innlendra fyrirtækja hafi haldið áfram að lækka og erlendar skuldir minnkað enn frekar. Uppfærð gögn um frumþáttatekjur sýna að afgangur launaliðar, sem samanstendur af launum Íslendinga erlendis að frátöldum launum erlendra aðila hér á landi, hefur minnkað hraðar frá árinu 2015 en áður var talið og skýrist það af hækkandi gengi krónunnar og fjölgun erlendra starfsmanna hér á landi. Horfur eru á að afgangur viðskiptajafnaðar í ár nemi 4% af landsframleiðslu í stað 5,8% í ágúst og að afgangurinn minnki í rúm 2% árið 2020 (mynd IV-18). Gangi spáin eftir minnkar þjóðhagslegur sparnaður úr ríflega 29% af landsframleiðslu í fyrra í tæplega 26% af landsframleiðslu í ár og er útlit fyrir að hann haldi áfram að minnka er líður á spátímann og verði 23½% árið 2020.

V Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta

Vísbendingar af vinnumarkaði benda flestar til þess að vöxtur vinnuafseftirspurnar hafi náð hámarki en verði þó áfram kröftugur. Heildarvinnustundum fækkaði á þriðja fjórðungi ársins en í ágústspá *Peningamála* var gert ráð fyrir áframhaldandi vexti. Aðrar vísbendingar benda hins vegar til áframhaldandi aukningar vinnuafseftirspurnar. Atvinnuleysi heldur áfram að minnka og enn vill tæplega fimmtungur forsvarsmanna fyrirtækja fjölga starfsfólki frekar en fækka því. Hlutfall fyrirtækja sem telja sig búa við skort hefur einnig haldist svipað undanfarið eitt og hálf ári þrátt fyrir töluverðan innflutning á vinnuafli. Líklegt er að nokkur hluti erlends vinnuafls sem hingað kemur til tímabundinna starfa sé ekki talinn með eða komi seint fram í opinberum tölum og að þær feli þess vegna í sér vanmat á fjölgun starfa og því einnig ofmat á framleiðnivexti. Áfram er töluverð spennan á vinnumarkaði og í þjóðarbúinu í heild. Framleiðsluspennan virðist þó hafa náð hámarki.

Vinnumarkaður

Vinnumarkaðskönnun bendir til að störfum sé hætt að fjölga ...

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) hægði á fjölgun heildarvinnustunda á öðrum ársfjórðungi eftir kröftugan vöxt fjórðungana þar á undan (mynd V-1). Á þriðja fjórðungi ársins mælir VMK síðan 1,3% fækkun heildarvinnustunda milli ára þar sem fjöldi starfandi fólks stóð í stað og meðalvinnuvikan styttest. Er þetta í fyrsta skipti frá því á þriðja ársfjórðungi 2012 sem heildarvinnustundum fækkar. Þetta er töluvert frávik frá ágústspá *Peningamála* en þar var gert ráð fyrir liðlega 3% fjölgun heildarvinnustunda.

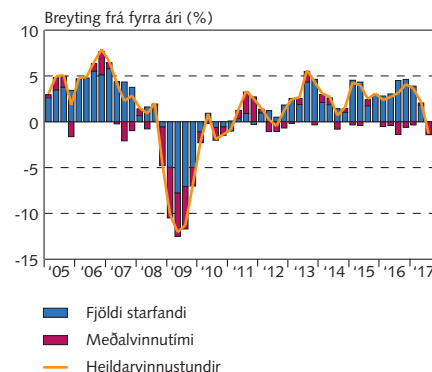
Atvinnuþátttaka minnkaði milli ára bæði á öðrum og þriðja fjórðungi ársins eftir að hafa aukist samfelld frá seinni hluta árs 2014, en í lok síðasta árs var hún jafn mikil og hún varð mest fyrir fjármálakreppuna. Hlutfall starfandi lækkaði einnig eftir samfellda hækkun frá því á síðasta fjórðungi ársins 2011.

Þessar niðurstöður eru nokkuð á skjön við aðrar vísbendingar um vinnumarkaðinn en eins og fjallað er um hér á eftir benda þær allar til þess að vinnuafseftirspurn vaxi áfram en hægar en áður. Líklegt er að þessar niðurstöður endurspegli að einhverju leyti það að VMK nái ekki nægilega vel utan um fjölda erlendra starfsmanna sem kemur til landsins. Fólki á aldrinum 16-74 ára fjölgaði um 2,5% á fjórðungnum eða um 6.000 manns og kemur það allvel heim og saman við tölur um fjölgun erlendra ríkisborgara samkvæmt þjóðskrá. Á sama tíma var fjöldi starfandi hins vegar óbreyttur milli ára. Í ljósi þess að atvinnuþátttaka meðal erlendra ríkisborgara hefur jafnan verið mikil verður að telja líklegt að bróðurparturinn af þeim erlendu ríkisborgurum sem hingað koma fari í vinnu. Þessu til viðbótar gefur könnunin til kynna að fólki utan vinnumarkaðar fjölgi um tæplega 19% milli ára sem er töluvert meiri fjölgun en varð í kjölfar fjármálakreppunnar. Þegar skoðað er í hvaða hópum utan vinnumarkaðar fjölga mest kemur í ljós að hátt í helmingur fjölgunarinnar skýrist af 75% aukningu meðal þeirra sem segjast hafa farið af vinnumarkaði vegna veikinda (mynd

Mynd V-1

Atvinna og vinnutími¹

1. ársfj. 2005 - 3. ársfj. 2017

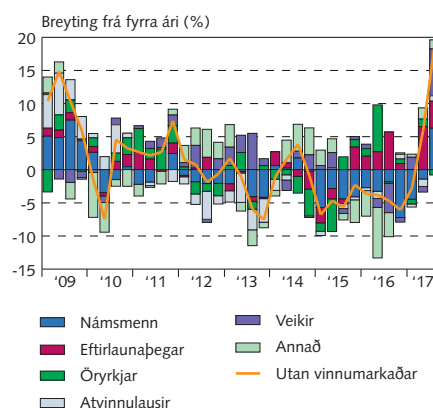


1. Ársfjórðungsleg meðaltöl mánaðarlegra gagna.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-2

Utan vinnumarkaðar og framlag eftir hópum

1. ársfj. 2009 - 3. ársfj. 2017

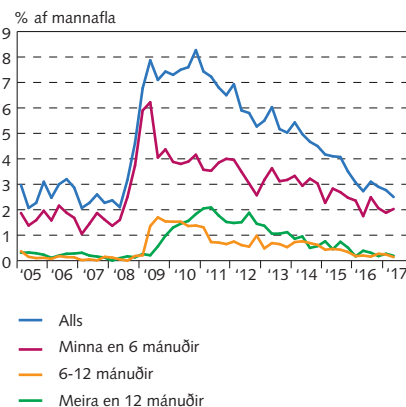


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Atvinnuleysi eftir lengd¹

1. ársfj. 2005 - 3. ársfj. 2017

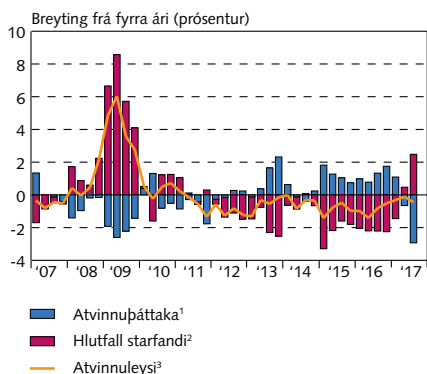


1. Árstíðarleiréttar tölur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

Framlag til breytinga á atvinnuleysi

1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2017

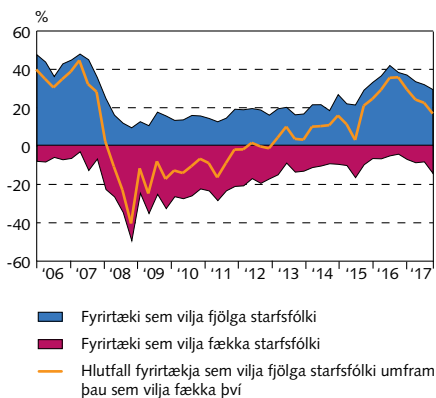


1. Fjöldi á vinnumarkaði sem hlutfall af mannfjölda 16-74 ára.
 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 16-74 ára. Aukning í hlutfalli starfandi kemur fram sem neikvætt framlag til breytinga á atvinnuleysi. 3. Hlutfall atvinnulausra af vinnuafli. Vegna námunundunar er samanlagt framlag ekki endilega jafnt heildarbreytingunni.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Fyrirtæki sem hyggja á starfsmanna-
breytingar á næstu 6 mánuðum¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2017

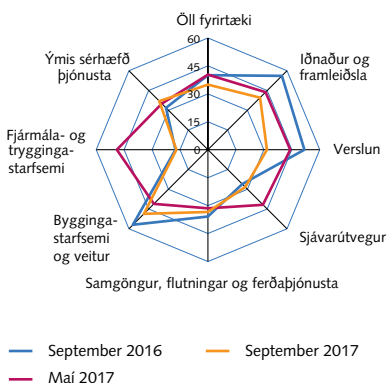


1. Árstíðarleiddar tölur.
 Heimild: Gallup.

Mynd V-6

Fyrirtæki sem telja að skortur sé á
starfsmönnum¹

Hlutfall fyrirtækja (%)



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

V-2). Hvorki er sennilegt að fólki utan vinnumarkaðar hafi fjölgað meira en í kjölfar fjármálakreppunnar né að þeim sem segjast hafa farið af vinnumarkaði vegna veikinda hafi skyndilega fjölgað verulega á þriðja ársfjórðungi. Bendir þetta til að um sé að ræða úrtaksvanda í VMK.

... en atvinnuleysi heldur áfram að minnka

Atvinnuleysi heldur áfram að minnka og mældist 2,3% á þriðja fjórðungi ársins að teknu tilliti til árstíðar sem er 0,4 prósentum minna en á öðrum ársfjórðungi og 0,7 prósentum minna en á sama tíma í fyrra (mynd V-3). Atvinnuleysi minnkaði þrátt fyrir að hlutfall starfandi hafi lækkað og skýrist það af því að atvinnuþáttaka minnkaði enn meira (mynd V-4). Skammtímaatvinnuleysi hefur jafnframt minnkað og langtímaatvinnuleysi er nánast horfið.

Vísendingar um áframhaldandi vöxt vinnuafseftirspurnar

Samkvæmt haustkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins er einnig útlit fyrir að vinnuafseftirspurn vaxi áfram því að fyrirtæki sem vildu fjölga starfsfólki voru 17 prósentum fleiri en hin sem vildu fækka að teknu tilliti til árstíðar. Líklegt er þó að áfram hægi á vexti eftirspurnar en hlutfall fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka var tæpum 6 prósentum lægra í haustkönnuninni en í sumarkönnuninni. Hlutfallið hafði hækkað hratt frá miðju ári 2015 fram á mitt ár 2016 þegar það tók að lækka aftur (mynd V-5) en það var þó enn tæpum 10 prósentum fyrir ofan sögulegt meðaltal.

Í nær öllum atvinnugreinum virðist draga úr vexti vinnuafseftirspurnar hvort sem miðað er við sumarkönnunina eða þá sem var gerð fyrir ári. Þó vilja um 40 prósentum fleiri fyrirtæki í ferðaþjónustu fjölga starfsfólki en fækka samkvæmt haustkönnuninni en það er um 17 prósentum fleiri fyrirtæki en í sumarkönnuninni. Ólíkt niðurstöðum sumarkönnunarinnar gætti nokkurrar svartsýni í sjávarútvegi því að fyrirtæki sem hugðust fækka starfsfólki voru 15 prósentum fleiri en fyrirtæki sem vildu fjölga. Þá hefur dregið töluvert úr þörf byggingarfyrirtækja á að fjölga starfsfólki sem skýrist líklega af því að þau hafa reynt að mæta þörfinni með innflutningi vinnuafis.

Vísendingar um nýtingu framleiðslupáttá

Enn er mikill skortur á starfsfólki ...

Þótt færri byggingarfyrirtæki telji sig nú þurfa að fjölga starfsfólki er skortur á starfsfólki enn mestur í byggingarstarfsemi samkvæmt haustkönnun Gallup. Nærri helmingur stjórnenda byggingarfyrirtækja taldi að skortur væri á starfsfólki en rúmlega einn af hverjum þremur stjórnendum í könnuninni í heild sem er litlu lægra hlutfall en verið hefur undanfarið eitt og hálf ár (mynd V-6). Í öðrum greinum en byggingariðnaði var hlutfallið á bilinu 17-40%.

... þrátt fyrir verulegan innflutning á vinnuafli

Hlutfall fyrirtækja sem telur vera skort á starfsfólki hefur lítið breyst undanfarin misseri þrátt fyrir mikinn innflutning á erlendu vinnuafli. Tölur um búferlaflutninga benda til áframhaldandi fjölgunar erlends starfsfólks í landinu þótt því fjölgi hægar en á öðrum fjórðungi ársins.

Þannig fjölgaði erlendum ríkisborgurum á aldrinum 20-59 ára um 1,2% af mannfjölda á sama aldri á þriðja fjórðungi ársins en á fyrstu þremur fjórðungum ársins nam fjölgunin 3,4% en var 1,8% á sama tíma í fyrra. Jafnframt sýna tölur Vinnuálastofnunar (VMST) að starfsfólki starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja heldur áfram að fjölga (mynd V-7). Samkvæmt tölum VMST fyrir þriðja fjórðung fjölgaði starfsmönnum sem komu hingað á vegum þessara fyrirtækja um rúmlega 700 manns milli fjórðunga og var orðið 1¼% af fjölda starfandi en hlutfallið var tæplega 1% á fjórðungnum á undan.

Líklegt að opinberar tölur vanmeti fjölgun starfa og ofmeti framleiðnivöxt

Eins og rakið var hér að framan og í *Peningamálum 2017/2* er fjöldi erlendra starfsmanna líklega vanmetinn í tölum VMK. Úrtak könnunarinnar nær eingöngu til einstaklinga sem eru í þjóðskrá og því með lögheimili á Íslandi. Hluti erlendra vinnuaflsins kemur hins vegar tíma-bundið til landsins og er því ekki í þjóðskrá. Einnig er líklegt að erlendir ríkisborgarar sem skrá búsetu hér á landi komi seint og jafnvel ekki fram í úrtaki VMK sem gæti skýrt hvers vegna starfandi fólki fjölgar ekki í takt við mannfjölda. Líklegt er að vanmatið hafi aukist undanfarin tvö ár vegna þess hve erlendum starfsmönnum hefur fjölgað hratt.

Vöxtur framleiðni er mældur sem vöxtur landsframleiðslu á hverja unna stund. Sé vöxtur heildarvinnustunda vanmetinn í VMK er framleiðnivöxtur því jafnframt ofmetinn (sjá umfjöllun í *Peningamálu 2017/2*). Samkvæmt tölum Hagstofunnar jókst framleiðni vinnuafls um 4,3% í fyrra en í nokkur ár þar á undan var framleiðnivöxturinn mjög hægur (sjá *Peningamál 2016/2*). Vanmat á fjölgun heildarvinnustunda í ár leiðir einnig til þess að framleiðnivöxtur mælist meiri í ár. Hann er nú áætlaður 2½% sem er um 1 prósentu meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans.

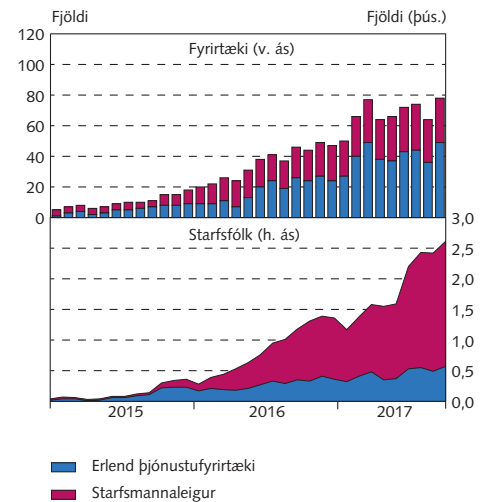
Áfram mun reyna á framleiðsluþættina þrátt fyrir hægari hagvöxt

Samkvæmt haustkönnun Gallup meðal stjórnenda taldi um helmingur þeirra fyrirtækja sín eiga í erfiðleikum með að mæta óvæntri eftirspurn (mynd V-8). Þótt þetta sé heldur lægra hlutfall en í síðustu könnun og þeirri sem var gerð fyrir ári er það enn hátt og ríflega 10 prósentum yfir sögulegu meðaltali.

Flest bendir því til þess að áfram muni reyna á framleiðsluþætti þjóðarbúsins þótt hægt hafi á vexti efnahagsumsvifa. Mikill innflutningur vinnuafls og annarra framleiðsluþátta dregur úr spennunni í efnahagslífinu. Talið er að framleiðsluspenna hafi verið heldur meiri í fyrra en áður var talið sem endurspeglar endurskoðun Hagstofunnar á fyrri áætlunum um hagvöxt undanfarinna ára (sjá rammagrein 4). Horfur eru hins vegar á töluvert minni hagvexti í ár en spáð var í ágúst (sjá kafla IV). Þá er einnig talið að jafnvægisatvinnuleysi hafi minnkað heldur meira en áður var gert ráð fyrir í ljósi hins mikla innflutnings vinnuafls. Því er talið að framleiðsluspennan hafi þegar náð hámarki og verði tæplega 2% af framleiðslugetu í lok þessa árs sem er um 1 prósentu minni spenna en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans.

Mynd V-7

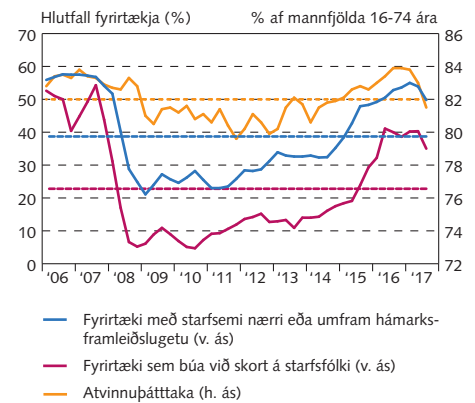
Starfsmannaleigur, erlend þjónustufyrirtæki og starfsfólk þeirra
Janúar 2015 - september 2017



Heimild: Vinnuálastofnun.

Mynd V-8

Nýting framleiðsluþátta og atvinnuþáttaka¹
1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2017



1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðsluþátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins en atvinnuþáttaka samkvæmt vinnuáskönnun Hagstofunnar. Árstíðarleiðréttar tölur. Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilsins.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

VI Verðbólga

Verðbólga á þriðja fjórðungi þessa árs var 1,7% sem var lítillega minna en áætlað var í ágústspá *Peningamála*. Hækkun húsnæðisverðs hefur verið megindrífkraftur verðbólgu en hægt hefur á verðhækkunum undanfarna mánuði. Gengi krónunnar hefur lækkað síðan í byrjun júní sl. eftir töluverða hækkun framan af ári. Áhrif gengislækkunarinnar á verðlag virðast hingað til hafa verið takmörkuð. Það gæti að hluta skýrst af því að bætt kjölfesta verðbólguvæntinga valdi því að skammtímasveiflur í gengi hafi minni áhrif á verðmyndun en áður, en auk þess kann aukin samkeppni á smásölumarkaði að hafa átt hlut að máli. Þótt hægt hafi á hækkun launa það sem af er þessu ári eru launahækkunarir enn töluverðar. Verðbólguvæntingar hafa lækkað á nokkra mælikvarða frá því í ágúst en eru almennt í ágætu samræmi við verðbólguþáttmiðið.

Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga hefur verið undir markmiði í tæplega fjögur ár

Verðbólga mældist 1,7% á þriðja ársfjórðungi en í ágústspá *Peningamála* var spáð að hún yrði 1,8%. Hækkun húsnæðisverðs hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs á fjórðungnum en lækkun á flugfaragjöldum og verði innfluttrar vöru vó á móti.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,5% í október frá fyrri mánuði og mældist ársverðbólga 1,9% (mynd VI-1).¹ Hún er lítillega meiri en við síðustu útgáfu *Peningamála* og hefur verið á bilinu 1½-2% undanfarið ár og við eða undir markmiði í nær fjögur ár. Helsti áhrifaþáttur lækkunar vísitöluverðs í október var veruleg lækkun matvöruverðs. Húsnæðisverð lækkaði hins vegar lítillega milli mánaða og er það í fyrsta sinn í meira en tvö ár. Verðbólga á mælikvarða sem undanskilja húsnæðiskostnað mældist sem fyrr mun minni en verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði í október lækkað um 2,3% frá fyrra ári. Í september hafði samræmda neysluverðsvísitalan lækkað um 2,7% milli ára en hún undanskilur einnig kostnað vegna eigin húsnæðis.

Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

Hægt hefur á hækkun húsnæðisverðs ...

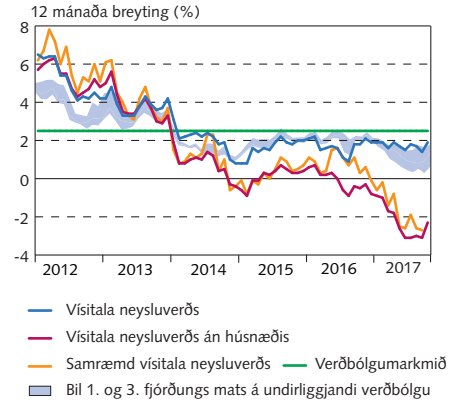
Undirliggjandi verðbólga hefur aukist á flesta mælikvarða frá útgáfu síðustu *Peningamála* að undanskilinni kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa. Ársverðbólga miðað við hana var 2,1% í október eða 0,3 prósentum minni en í júlí sl.² Hún hefur verið um og undir 2½% í þrjú ár. Tölfræðilegir mælikvarðar benda flestir til þess að undirliggjandi verðbólga sé á bilinu ½-2% og að hún hafi að meðaltali aukist um 0,3

1. Í september 2017 var eitt ár liðið síðan Hagstofa Íslands leiðrétti mistök sem áttu sér stað við útreikning vísitölu neysluverðs á tímabilinu mars til ágúst 2016 og ollu því að verðbólga var vanmetin á þessu tímabili og ofmetin á sama tímabili 2017. Mistökini hafa því ekki lengur áhrif á ársverðbólgu sem ykir hjöðnun verðbólgu milli ágúst og september í ár.
2. Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflукенndra matvöru-liða, bensíns, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðisliána.

Mynd VI-1

Mæld og undirliggjandi verðbólga¹

Janúar 2012 - október 2017



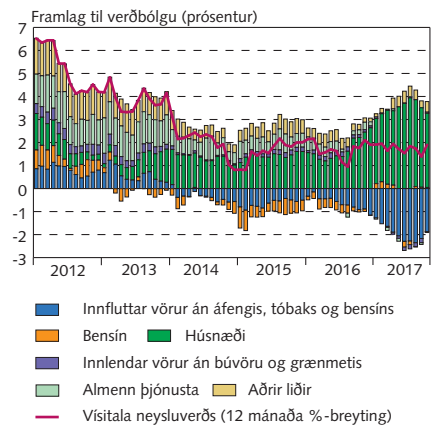
1. Skyggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölu þar sem horft er fram hjá áhrifum óbeinna skatta, sveiflукенndra matvöru-liða, bensíns, opinberra þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalíkan.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

Undirlíðir verðbólgu

Janúar 2012 - október 2017

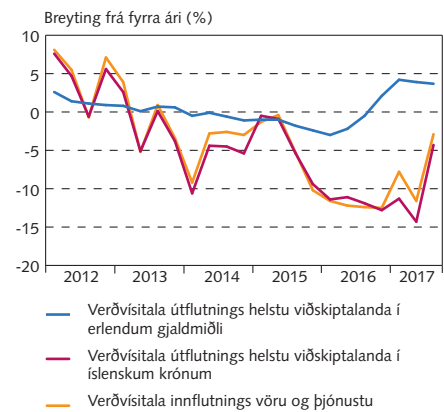


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3

Innflutningsverð og alþjóðlegt útflutningsverð¹

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017



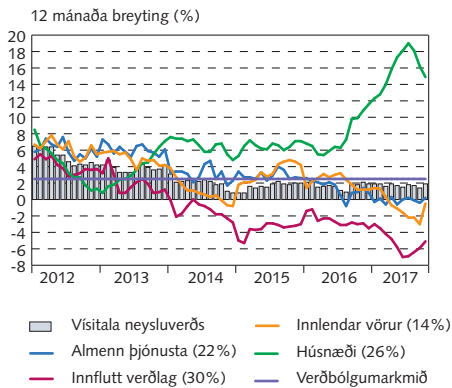
1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2017.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-4

Innlend og innflutt verðbólga¹

Janúar 2012 - október 2017



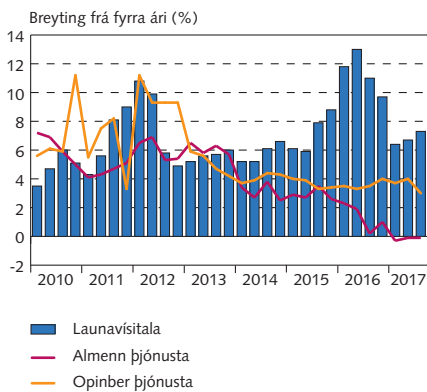
1. Innlutt verðbólga er nálgðuð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensíns og annarrar innfluttrar vöru. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-5

Laun og verðlag þjónustu

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2017

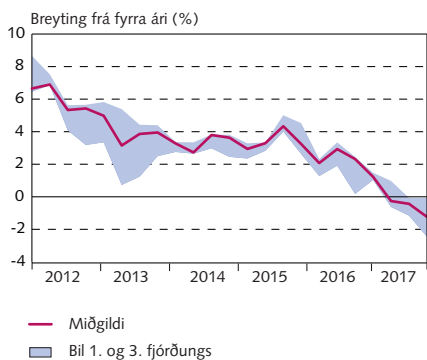


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-6

Innlendur verðbólguþrýstingur¹

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017



1. Skyggða svæðið inniheldur fimm vísbendingar um innlenda verðbólguþrýsting. Vísbendingarnar eru launakostnaður á framleidda einingu (hreyfanlegt meðaltal), verðvísitala VLF, verð almennrar þjónustu, verð innlendar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2017 fyrir verðvísitölu VLF og launakostnað á framleidda einingu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

prósentur frá því í júlí (mynd VI-1). Undirliggjandi verðbólguþrýstingur virðist því fara vaxandi þótt þróunin sé ekki einhlít.

Hækkun húsnæðisverðs á undanförunum misserum hefur verið megindrífkraftur verðbólgu (mynd VI-2). Árshækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs náði hámarki í 19% síðastliðið sumar en hún nam tæplega 15% í október. Vísbendingar eru um að hægja muni enn frekar á hækkun húsnæðisverðs á næstu misserum enda er raunverð húsnæðis í sögulegu hámarki, hægt hefur á veltu kaupsamninga og framboð íbúðarhúsnæðis fer vaxandi (sjá kafla III).

... og betri kjölfesta verðbólguvæntinga ásamt aukinni samkeppni vegið upp á móti áhrifum gengislækkunar krónunnar

Viðvarandi lækkun á verði innfluttrar vöru í krónum sem rekja má til hækkunar á gengi krónunnar og lítillar alþjóðlegrar verðbólgu hefur á undanförunum þremur árum vegið upp á móti hækkun húsnæðisverðs og áhrifum aukins innlends kostnaðarþrýstings vegna launahækkana. Gengi krónunnar hefur hins vegar sveiflast nokkuð það sem af er þessu ári. Þegar það var hæst í byrjun júní sl. hafði það hækkað um 10½% frá áramótum en rétt fyrir útgáfu *Peningamála* hafði það lækkað á ný en var þó 1,8% hærra en í ársbyrjun. Samhliða því hefur dregið úr lækkunum á verði innfluttrar vöru og þjónustu og er áætlað að það hafi lækkað um tæplega 3% frá fyrra ári á þriðja ársfjórðungi en á sama tíma í fyrra nam árslækkun innflutningsverðs ríflega 12% (mynd VI-3). Verð innfluttrar vöru í vísitölu neysluverðs hafði í október lækkað um rúmlega 5% milli ára samanborið við tæplega 7% í júlí sl. (mynd VI-4).

Gengislækkun krónunnar frá því í júní kom í kjölfar töluverðrar hækkunar framan af ári. Vísbendingar eru um að betri kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið og aukin samkeppni vegna aukinnar netverslunar og innkomu alþjóðlegra smásölurisa á innlenda smásölu-markað hafi í einhverjum mæli dregið úr áhrifum gengislækkunarinnar á verðlag.³ Verðlag innfluttrar vöru af ýmsu tagi, líkt og fatnaði, skóm og húsgögnum, hefur t.d. lækkað frá því í júní sl. þrátt fyrir gengislækkun krónunnar. Verð á matvöru hafði einungis hækkað um 1,4% á sama tíma og verð á raftækjum um 0,5%. Mikil hækkun verðlags bæði innlendar og innfluttrar vöru í október bendir hins vegar til þess að gengisáhrifin hafi komið fram í ríkari mæli og að dregið hafi úr áhrifum aukinnar samkeppni. Einnig er mögulegt að aukinn skammtímabreytileiki gengis krónunnar leiði til þess að fyrirtæki bíði lengur með að breyta verði á vöru og þjónustu sinni.

Innlendur verðbólguþrýstingur hefur verið hóflegur ...

Innlendur verðbólguþrýstingur hefur verið hóflegur undanfarin misseri þrátt fyrir töluverða hækkun launakostnaðar á framleidda einingu (myndir VI-5 og VI-6). Verð innlendar vöru í vísitölu neysluverðs hefur lækkað um 0,5% sl. tólf mánuði og verð almennrar þjónustu einungis hækkað um 0,2%. Þessir undirlíðir vísitölnnar hafa enn-

3. Samkvæmt fréttatilkynningu frá Hagstofunni 11. september 2017 er verið að meta áhrif breytinga á innkaupum heimila vegna nýrra verslana sem hafa tekið til starfa á vísitölu neysluverðs. Verði ástæða til koma þær breytingar fram í gildi vísitölu neysluverðs í desember nk.

fremur lækkað frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hefur einnig lækkað töluvert frá fyrra ári. Hagfelld gengisþróun undanfarið ár skýrir stóran hluta af verðhjöðnun innlendrar vöru þar sem kostnaður innfluttra aðfanga hjá innlendum fyrirtækjum hefur minnkað. Einnig hefur aukin samkeppni haft áhrif, ekki eingöngu á verðlag innlendrar vöru á smásölumarkaði, heldur einnig á t.d. flugfargjöld sem hafa lækkað mikið vegna aukinnar samkeppni í farþegaflugi til og frá landinu.

Niðurstöður úr haustkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins bentu til þess að rúmlega þriðjungur þeirra taldi þörf á að hækka verð á eigin afurðum á næstu sex mánuðum sem var lítillega hærra hlutfall en í vorkönnuninni (mynd VI-7). Mun meiri breyting var milli kannana á væntingum stjórnenda fyrirtækja um þróun aðfangaverðs þar sem rúmlega helmingur þeirra bjóst við hækkan aðfangaverðs á næstu sex mánuðum samanborið við 38% í síðustu könnun og nálgast hlutfallið sögulegt meðaltal sitt. Þar gætir líklega áhrifa gengislækkunar krónunnar undanfarna mánuði. Í ljósi þess er athyglisvert að í könnuninni kom einnig fram að um 60% stjórnenda töldu launakostnað hafa mest áhrif til verðhækkunar á eigin afurðum og 15% þeirra nefndu aðfangaverð. Ennfremur taldi fjórðungur stjórnenda að aðfangaverð hefði næstmest áhrif til verðhækkana (mynd VI-8).

... þótt launahækkunar séu enn miklar

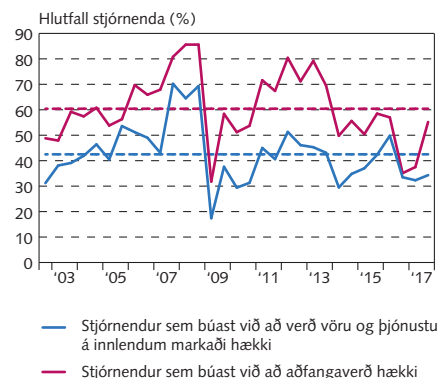
Laun á vinnustund hækkuðu um ríflega 9% í fyrra samkvæmt tölum Hagstofunnar sem er í takt við ágústspá bankans. Launahækkunar á árunum 2014-2015 voru hins vegar lítillega minni en áður var gert ráð fyrir.⁴ Það sem af er þessu ári hefur heldur hægt á hækkan launa þótt hún sé enn töluvert. Þannig hækkaði launavísitala Hagstofunnar um 2,1% milli ársfjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og var hækkanin 7,4% frá sama fjórðungi í fyrra. Launahækkunar sem kveðið er á um í síðustu kjarasamningum hafa komið fram í launavísitölunni líkt og gert var ráð fyrir í síðustu spá en launaskrið verið heldur meira en þar var áætlað.

Þótt kjarasamningar flestra háskólahópa hjá ríkinu séu lausir hefur lítill gangur verið í samningaviðræðum eftir að upp úr stjórnarsamstarfinu slitnaði í september sl. Því hafa ekki verið gerðar breytingar á mati á launaþróuninni í ár eða á spátímanum. Sem fyrr er gert ráð fyrir að þeir samningar sem gerðir verða á vinnumarkaði verði í samræmi við hið svokallaða SALEK-samkomulag og því komi ekki til endurskoðunar kjarasamninga á almennum vinnumarkaði á næsta ári.

Talið er að laun og launatengd gjöld hækki um ríflega 6% í ár sem er 0,7 prósentum minni hækkan en gert var ráð fyrir í ágúst. Framleiðnivöxtur leggst á sömu sveif því að hann er talinn verða um 1 prósentu meiri en áður var spáð vegna hægari fjölgunar heildarvinnustunda. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar því um tæplega

Mynd VI-7

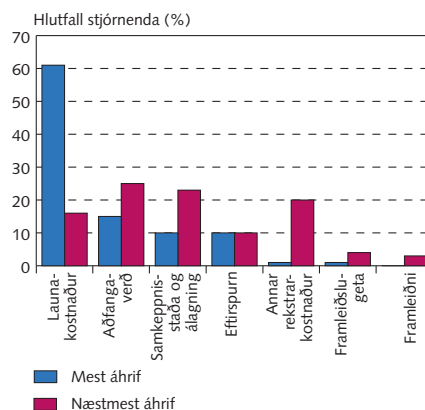
Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð næstu 6 mánuði 2002-2017¹



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

Mynd VI-8

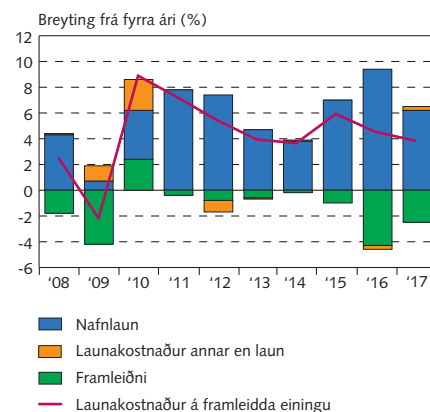
Verðákvæðanir fyrirtækja¹
September 2017



1. Stjórnendur voru spurdir hver af eftirtöldum þáttum hefur mest/næstmest áhrif til hækkanar á verði á vöru eða þjónustu fyrirtækisins, horft til næstu sex mánaða. Heimild: Gallup.

Mynd VI-9

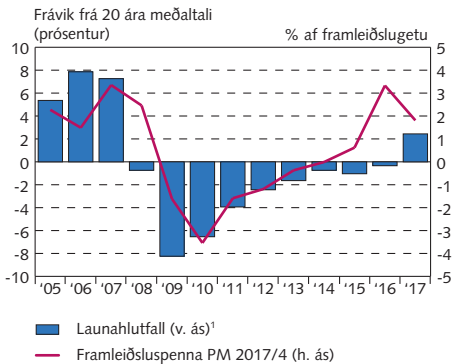
Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2017¹



1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkanar á launakostnaði á framleidda einingu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

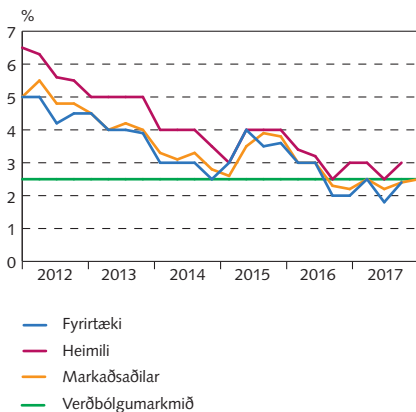
4. Hagstofan hefur endurskoðað fyrra mat á þróun launa og launatengdra gjalda allt aftur til ársins 1997. Seðlabankinn hefur stuðst við tölur Hagstofunnar um þróun launa og launatengdra gjalda fram til ársins 2014 en byggt á eigin áætlunum um þróunina árið 2015 þar sem talið var að tölur Hagstofunnar hefðu vanmetið raunverulegar launahækkunar ársins. Nú hefur Hagstofan endurskoðað fyrri tölur fyrir árið 2015 og telur laun og launatengd gjöld hafa hækkað um 7% í stað 6,5% áður. Það er mun nær 7,2% hækkan launavísitölunnar á árinu og fyrra mati bankans en það gerði ráð fyrir 7,5% hækkan.

Mynd VI-10
Launahlutfall og framleiðsluspenna
2005-2017



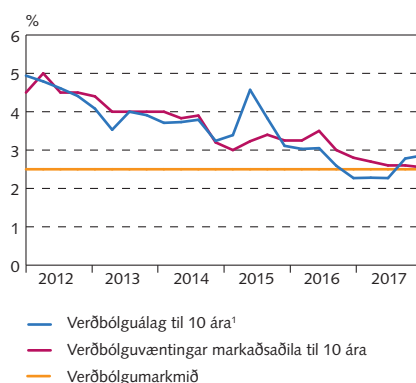
1. Hlutfall launa og launakostnaðar af vergus þáttatekjum. 20 ára meðaltal er 61% (1997-2016, 1997-grunnur). Grunnspá Seðlabankans 2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-11
Verðbólguvæntingar til 1 árs
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2017



Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-12
Langtímaverðbólguvæntingar
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2017



1. Talan fyrir 4. ársfjórðung 2017 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

4% frá fyrra ári sem er 1½ prósentu minna en áður var talið (mynd VI-9). Eins og fjallað er um í kafla V er líklegt að framleiðnivóxtur í fyrra og í ár sé ofmetinn og því er hækkun launakostnaðar á framleidda einingu líklega vanmetin. Miðað við spá um hækkun launa í ár heldur launahlutfallið áfram að hækka og verður 63,5% í ár sem er 2½ prósentu yfir sögulegu meðaltali (mynd VI-10).

Verðbólguvæntingar

Skammtímaverðbólguvæntingar hafa hækkað ...

Verðbólguvæntingar til eins og tveggja ára hafa hækkað á nokkra mælikvarða frá síðustu útgáfu *Peningamála* (mynd VI-11). Samkvæmt haustkönnun Gallup gerðu stjórnendur fyrirtækja ráð fyrir að verðbólga yrði 2,4% að ári liðnu og höfðu verðbólguvæntingar þeirra hækkað um 0,6 prósentur frá sambærilegri könnun í sumar. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru hins vegar óbreyttar í 3%. Verðbólguvæntingar heimila námu 3% til eins árs og höfðu hækkað um 0,5 prósentur. Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár höfðu einnig hækkað og námu 3,2%.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila hafa hins vegar lítið breyst. Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í byrjun nóvember þjuggust markaðsaðilar við að verðbólga yrði 2,5% bæði eftir eitt og tvö ár. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til skamms tíma, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, var í október að meðaltali rúmlega 2% til tveggja ára eða óbreytt frá því í ágúst.⁵

... en virðast, eins og langtímaverðbólguvæntingar, í ágætu samræmi við verðbólguþáttur

Þótt skammtímaverðbólguvæntingar hafi hækkað á suma mælikvarða eru þær í meginatriðum í samræmi við verðbólguþáttur. Hið sama má segja um langtímaverðbólguvæntingar. Samkvæmt nóvemberkönnun Seðlabankans þjuggust markaðsaðilar við því að verðbólga yrði um 2,5% að meðaltali á næstu fimm og tíu árum. Væntingar þeirra hafa því lítið breyst frá því að þær þokuðust í markmið seint á síðasta ári og virðast þær því hafa staðið af sér umrótíð sem varð í sumar þegar gengi krónunnar lækkaði nokkuð.⁶ Verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði hækkaði hins vegar tímabundið í september en eins og rakið er í kafla III er eins líklegt að það hafi endurspeglad tímabundna hækkun áhættuálags á skuldabréfamarkaði. Hækkun álagsins hefur síðan að hluta gengið til baka og hefur tíu ára álagið verið að meðaltali 2,9% það sem af er fjórða ársfjórðungi (mynd VI-12).

5. 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.
6. Umfjöllun um vísbendingar um traustari kjölfestu verðbólguvæntinga má finna í Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólguþáttur: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, *Sérít* nr. 11.

Því er oft haldið fram að sveiflur í gengi krónunnar séu mun meiri en sveiflur í gjaldmiðlum annarra þróaðra landa. Innlendur gjaldeyrismarkaður er vissulega lítill og komið hafa tímabil þar sem sveiflur hafa verið miklar. Þær voru t.d. miklar í aðdraganda fjármálakreppunnar þegar ójafnvægið í innlendum þjóðarþúskap var mikið og þær jukust töluvert í fjármálakreppunni þegar gengi krónunnar féll verulega. Á tímabilum þegar jafnvægi er ágætt í þjóðarþúsku virðast sveiflur í gengi krónunnar hins vegar vera áþekkar og sveiflur í gengi annarra þróaðra ríkja og löng tímabil mikilla gengishækkana, eins og hefur verið hér á landi undanfarin ár, eru einnig vel þekkt í öðrum löndum. Þá virðist sem geta krónunnar til að jafna hagsveiflur hafi eflst á undanförunum árum.

Gengissveiflur jukust í kjölfar losunar hafta en hafa minnkað á ný
Eins og mynd 1 sýnir hafa daglegar sveiflur í gengi krónunnar aukist frá áramótum. Staðalfrávik daglegra breytinga á gengi krónunnar gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu var að meðaltali um 0,2% árin 2015-2016 en í byrjun þessa árs fór það að hækka og sveiflur jukust enn frekar eftir að fjármagnshöft voru að mestu leyti losuð 14. mars sl. Þrjátíu daga staðalfrávik daglegra gengisbreytinga fór hæst í tæplega 1,5% er leið á síðasta sumar en síðustu mánuði hefur það tekið að minnka á ný og var í lok október komið niður í um 0,5% sem er svipað og t.d. staðalfrávik breska pundins og nýsjá-lenska dalsins. Niútíu daga staðalfrávik er áfram hærra en það hefur verið á undanförunum árum en það er einnig tekið að minnka, þótt það gerist hægar en í tilfelli þrjátíu daga staðalfráviksins, eðli máls samkvæmt.

Gengissveiflur krónunnar í alþjóðlegum samanburði
Mynd 2 sýnir gengissveiflur krónunnar gagnvart gengisvísitölu allt frá árinu 1995 og samanburð við gengissveiflur í öðrum þróuðum ríkjum. Sýnd eru þrjátíu daga staðalfrávik en niúti daga staðalfrávik segja sömu sögu. Eins og sjá má á myndinni þekkjast sveiflur svipaðar og í íslensku krónunni einnig í öðrum gjaldmiðlum og þær aukast gjarnan töluvert í tengslum við stóráföll í alþjóðlegum efnahagsmálum eins og Asíu-kreppuna og alþjóðlegu fjármálakreppuna en einnig í tengslum við ýmiss konar umrót í alþjóðamálum, eins og t.d. skuldakreppuna á evrusvæðinu og þjóðaratkvæðagreiðsluna í Bretlandi sumaríð 2016.

Eins og búast má við eru sveiflur í gengi krónunnar nokkru minni en annarra gjaldmiðla á fastgengistímabilinu fram til ársins 2001 en þær eru einnig tiltölulega hóflegar á tímabilinu sem fjármagnshöft voru við lýði. Sveiflur voru hins vegar meiri á flotgengistímabilinu áður en fjármagnshöft voru innleidd. Það virðist þó fyrst og fremst litast af árunum í aðdraganda fjármálakreppunnar þegar ójafnvægið í þjóðarþúskapnum var mjög mikið og sveiflur í eignaverði verulegar. Á fyrstu árum verðbólgu markmiðsins er ekki að sjá að gengissveiflur séu mikið úr takti við það sem þekktist erlendis. Það sést betur á mynd 3 sem sýnir samanburð á gengissveiflum krónunnar við þær norsku og sænsku – en bæði Noregur og Svíþjóð byggja peningastefnu sína einnig á verðbólgu markmiði. Fram á árið 2005 eru sveiflur í gengi krónunnar áþekkar því sem þar þekktist en þegar líður á árið fer að skilja á milli. Sveiflur í gengi íslensku krónunnar voru að jafnaði heldur minni en þeirra norsku og sænsku á meðan fjármagnshöft voru við lýði en það snýst við eftir að þau voru að mestu leyti losuð. Undanfarið hafa sveiflurnar hins vegar verið áþekkar. Svipaða sögu er að segja þegar sveiflur í gengi krónunnar eru bornar saman við sveiflur í gjaldmiðlum hrávöruútflýgjenda eins og Ástralíu og Nýja-Sjálands en þar hafa gengissveiflur löngum verið mjög svipaðar að stærð og hér á landi (mynd 4). Hið

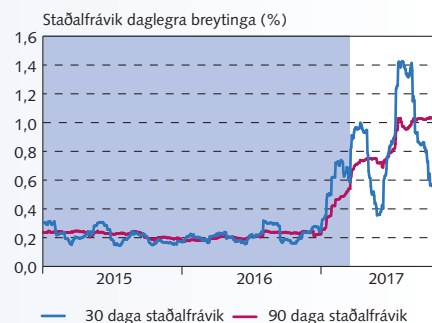
Rammagrein 1

Sveiflur í gengi krónunnar í alþjóðlegum samanburði

Mynd 1

Sveiflur í gengi krónunnar¹

1. janúar 2015 - 30. október 2017

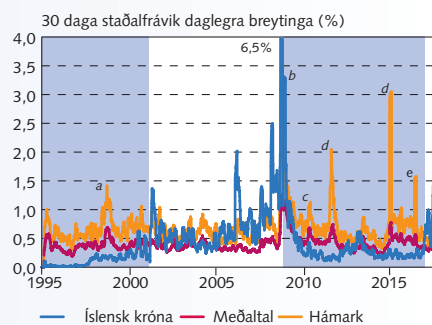


1. Gengi krónu gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Skyggða svæðið sýnir tímabil fjármagnshafta. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Gengissveiflur: gjaldmiðlar iðnríkja¹

1. janúar 1995 - 30. október 2017

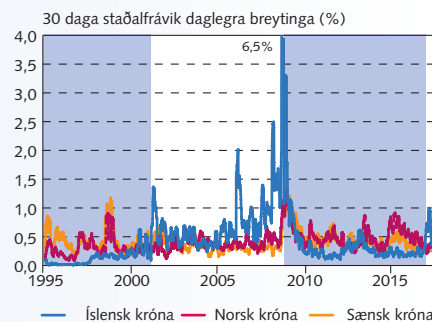


1. Gengi gjaldmiðla gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu (frá JP-Morgan fyrir aðra gjaldmiðla en ISK). Meðaltal og hámark sveiflna AUD, CAD, CHF, DKK, EUR (ECU fyrir 1999), GBP, JPY, NOK, NZD, SEK og USD. Fyrri skyggða svæðið sýnir fastgengistímabilið og seinna skyggða svæðið tímabil fjármagnshafta. Nokkur tímabil aukinna gengissveiflna eru einnig merkt inn á myndina: a. Asíu-kreppan. b. Alþjóðlega fjármálakreppan. c. Skuldakreppan á evrusvæðinu. d. Miklar sveiflur í tengslum við upphaf og endi tilraunar svissneska seðlabankans við að hemja hækkun svissneska frankans. e. Þjóðaratkvæðagreiðsla Breta um útgöngu úr ESB. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Gengissveiflur: norrænar krónur¹

1. janúar 1995 - 30. október 2017

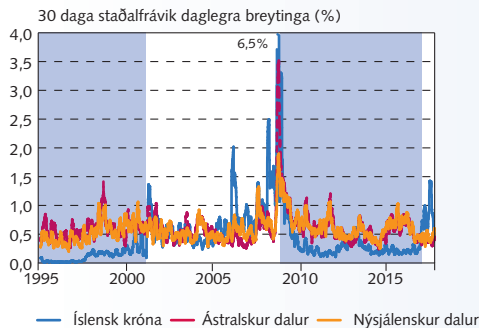


1. Gengi gjaldmiðla gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu (frá JP-Morgan fyrir aðra gjaldmiðla en ISK). Fyrri skyggða svæðið sýnir fastgengistímabilið og seinna skyggða svæðið tímabil fjármagnshafta. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

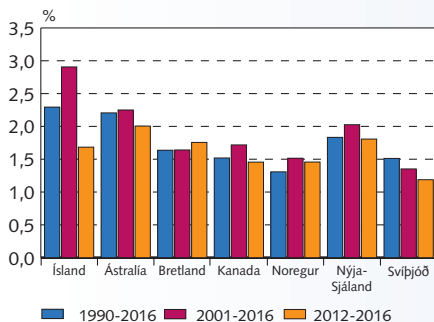
Gengissveiflur: hrávörugjaldmiðlar¹

1. janúar 1995 - 30. október 2017



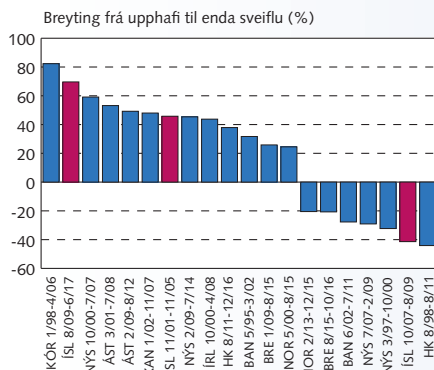
1. Gengi gjaldmiðla gagnvart viðskiptavæðinni gengisvísitölu (frá JP-Morgan fyrir aðra gjaldmiðla en ISK). Fyrsta skyggða svæðið sýnir fastgengistímabilið og seinna skyggða svæðið tímabil fjármagnshatta. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Sveiflur í raungengi 1990-2016¹

1. Staðalfrávik mánaðarbreytinga í raungengi (hlutfallslegt verðlag). Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Tuttugu gengissveiflur í iðnríkjum frá árinu 1995¹

1. Breytingar í raungengi frá hápunkti (lágpunkti) til lágpunkts (hápunkts). Löndin eru Ástralía (ÁST), Bandaríkin (BAN), Bretland (BRE), Hong Kong (HK), Írland (ÍRL), Ísland (ÍSL), Kanada (KAN), Noregur (NOR), Nýja-Sjáland (NYS) og Suður-Kórea (KÓR). Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Seðlabanki Íslands.

sama sést þegar sveiflur í raungengi landa sem fylgja sams konar peningastefnu og gert er hér á landi eru bornar saman. Eins og mynd 5 sýnir eru sveiflur í mánaðarlegum breytingum raungengis meiri hér á landi þegar litið er á allt tímabilið frá árinu 2001 en það litast mjög af hrúni gjaldmiðilsins í fjármálakreppunni. Á síðustu fimm árum hafa sveiflurnar verið áþekkar hér á landi og í samanburðarlöndunum.

Langar sveiflur í raungengi eru tiltölulega algengar ...

Þegar fjallað er um gengissveiflur er ekki nóg að líta einungis til skammtímasveiflna eins og sveiflna milli daga eða mánaða. Gengi gjaldmiðla hefur einnig tilhneingingu til að hækka eða lækka yfir löng tímabil og þessar löngu sveiflur eru ekki síður mikilvægar, t.d. fyrir útflutningsfyrirtæki sem hyggjast sækja á nýja markaði. Frá árinu 1995 má finna þrjár slíkar sveiflur í gengi krónunnar (sjá Seðlabanki Íslands, 2017): frá nóvember 2001 til nóvember 2005 þegar raungengið hækkaði um ríflega 45%, tímabilið frá október 2007 til ágúst 2009 þegar það lækkaði um ríflega 41% og nýjasta tímabilið frá ágúst 2009 til júní í ár þegar það hækkaði um tæplega 70%. Eins og mynd 6 sýnir þekkjast svo stórar og langvinnar raungengissveiflur einnig í öðrum þróuðum ríkjum. Þetta sést jafnvel betur á mynd 7 sem sýnir þróun raungengis í þessum tveimur hækkunarferlum í samanburði við nokkur önnur ríki.

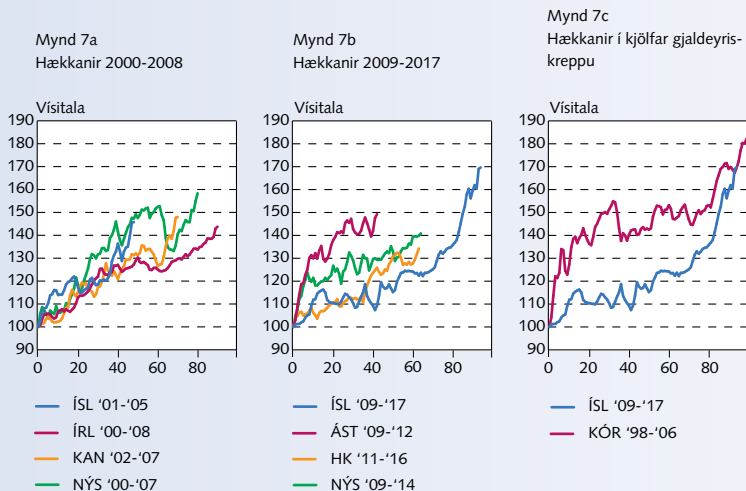
Mynd 7a sýnir hækkunarferlið á fyrri hluta aldarinnar í aðdraganda fjármálakreppunnar. Eins og sjá má var hækkun raungengis hér á landi áþekkt því sem var á svipuðum tíma í Kanada og Nýja-Sjálandi. Hækkunin er einnig mjög svipuð og var á Írlandi, sem þó var innan evrusvæðisins. Mynd 7b sýnir nýjasta hækkunarferlið eftir fjármálakreppuna. Þar sést að raungengi fjölda annarra gjaldmiðla hækkaði einnig mikið á þessum tíma. Þetta á sérstaklega við um gjaldmiðla hrávöruflytjenda eins og Ástralíu og Nýja-Sjáland, en jafnvel land eins og Hong Kong sem byggir gengisstefnu sína á myntráði stóð frammi fyrir mikilli hækkun raungengis þótt hún væri ekki eins mikil og varð hér á landi. Að hluta endurspeglar þessi mikla raungengishækkun hér á landi að þjóðarbúið er að koma upp úr djúpri efnahagskreppu í kjölfar fjármálakreppunnar. Það er ekki óvanalegt að raungengi sem lækkaði mikið í gjaldeyriskreppu eins og þeirri íslensku hækki mikið í kjölfarið. Þetta sést á mynd 7c sem sýnir nýjasta hækkunarferlið í samanburði við hækkun raungengis Suður-Kóreu í kjölfar banka- og gjaldeyriskreppunnar þar í landi á seinni hluta tíunda áratugar síðustu aldar.¹ Raungengið hækkaði um ríflega 80% í Suður-Kóreu yfir ríflega átta ára tímabil en um 70% hér á landi yfir tæplega átta ára tímabil.

... og geta verið nauðsynlegur hluti aðlögunar þjóðarbúsins að efnahagsáföllum og búhnykkjum

Þegar fjallað er um gengissveiflur er mikilvægt að gera greinarmun á milli gengisbreytinga sem endurspeglar breytingar á undirliggjandi efnahagsaðstæðum í hverju landi í samanburði við umheiminn og gengissveiflna sem eru umfram það. Þær síðarnefndu eru til þess fallnar að ýkja hagsveiflur en þær fyrrnefndu eru í raun æskilegur hluti aðlögunar þjóðarbúsins að efnahagslegum áföllum og búhnykkjum. Dæmi um slíkt væri t.d. utanaðkomandi efnahagsáfall eins og aflabrestur eða rýrnun viðskiptakjara. Í kjölfar slíkra áfalla ætti gengi krónunnar að lækka að öðru óbreyttu sem gerir það að verkum að verð innlendrar framleiðslu lækkar í hlutfalli við verð samþærilegrar framleiðslu erlendis. Það vegur á móti samdráttaráhrifum efnahagsáfallsins og gerir það að verkum að áhrif þess á atvinnu

1. Í báðum þessum löndum hafði raungengið lækkað um 40% í kreppunni.

Mynd 7 Langar raungengishækkanir í nokkrum iðnríkjum¹



1. Myndirnar sýna þróun raungengis frá upphafi til loka hækunarferils (upphafsmánuður = 0) í nokkrum iðnríkjum: Íslandi (nóv. 2001 - nóv. 2005 og ágúst 2009 - júní 2017), Ástralíu (feb. 2009 - ágúst 2012), Hong Kong (ágúst 2011 - des. 2016), Írlandi (okt. 2000 - apríl 2008), Kanada (jan. 2002 - nóv. 2007), Nýja-Sjáland (okt. 2000 - júlí 2007 og feb. 2009 - júlí 2014) og Suður-Kóreu (jan. 1998 - apríl 2006).

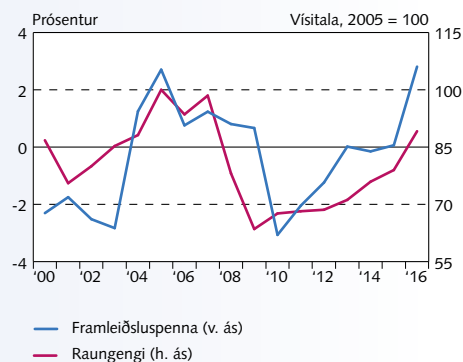
Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Seðlabanki Íslands.

og innlend efnahagssumsvif verða minni en ella. Þar að auki gerir gengislækkunin það að verkum að innlend raunlaun verða lægri en ella sem bætur samkeppnisstöðu þjóðarbúsins sem veitir þjóðarbúskapnum viðspyrnu í kjölfar efnahagsáfallsins. Þá verður innflutt vara og þjónusta dýrari en það gerir það að verkum að hærra hlutfall innlendrar eftirspurnar beinist að innlendri framleiðslu sem styður einnig við efnahagsbatann. Hið sama gerist þegar efnahagssumsvif aukast í kjölfar utanaðkomandi búhnykks, eins og t.d. bættra viðskiptakjara og aukins útflutnings, eða í kjölfar hagstjórnarlegrar örvunar eftirspurnar, eins og t.d. slökunar á aðhaldi opinberra fjármála. Í því tilviki ætti gengið að hækka að öðru óbreyttu og vega þannig á móti auknum efnahagssumsvifum með því að hægja á útflutningi og beina hluta efnahagsbatans út úr landinu með því að auka hlutfallslega eftirspurn eftir innfluttri vöru og þjónustu.² Þetta samspil gengis og hagsveiflu undanfarin ár sést ágætlega á mynd 8: hún sýnir hvernig gengið lækkaði í kjölfar fjármálakreppunnar sem vó á móti samdrættinum og fæddi af sér fyrstu vísa efnahagsbatans. Með kröftugum hagvexti undanfarin tvö ár hefur efnahagsbatinn sótt verulega í sig veðrið í samanburði við helstu viðskiptalönd og þá hefur raungengið hækkað skarpt til að vega á móti áhrifum þessa og þannig stuðlað að því að hægja á batanum í átt að sjálfbærum langtímavexti þjóðarbúsins.

Gengissveiflur undanfarinna ára frekar til þess fallnar að jafna hagsveiflur en að ýkja þær

Því má færa rök fyrir því að gengissveiflur undanfarinna ára hafi frekar stuðlað að því að jafna hagsveiflur hér á landi og séu því af hinu góða, þótt þær hafi reynt á viðnámsþrótt fyrirtækja og atvinnugreina sem standa frammi fyrir breyttum ytri aðstæðum. Það hefur hins vegar ekki ávallt verið þannig: stundum hafa þær frekar verið til þess fallnar að auka þær (sjá umfjöllun í Seðlabanki Íslands, 2012, kafli 13). Það virðist hins vegar vera að breytast (Seðlabanki Íslands, 2017): fram til ársins 2007 má að mestu leyti rekja gengissveiflur til svokallaðra „nafnskella“, eins og t.d. ófyrirséðra aðgerða í pen-

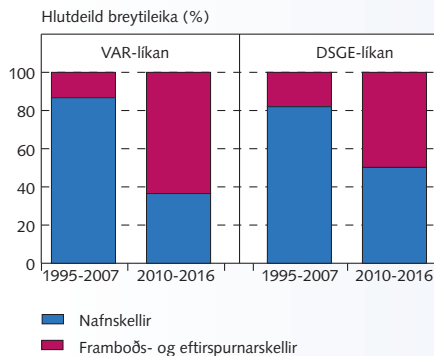
Mynd 8
Hagsveiflan og raungengið 2000-2016¹



1. Mismunur framleiðsluspenna á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Heimild: Seðlabanki Íslands (2017).

2. Sjá t.d. fráviksdæmi í *Peningamállum* 2017/2 sem lýsir mikilvægu hlutverki herra gengis í aðlögun þjóðarbúsins að búhnykkjum undanfarinna ára.

Mynd 9

Sundurgreining gengissveiflna¹

1. Undirliggjandi kerfisskellir metnir annars vegar með kerfisformi VAR-likans og hins vegar með DSGE-likani Seðlabankans. Sjá skýringar í meginexta.

Heimild: Seðlabanki Íslands (2017).

ingamálum, sveiflna í veltuhraða peninga og skella sem rekja má til gengisins sjálf (eins og t.d. sveiflna í áhættupóknun krónunnar), en einungis að litlu leyti til viðbragða við hagsveiflum sem drifnar eru áfram af breytingum á framboðs- eða eftirspurnaraðstæðum þjóðarbúsins (mynd 9).³ Undanfarin ár virðist mega sjá breytingar á þessu. Breytingar á framboðs- og eftirspurnaraðstæðum þjóðarbúsins skýra nú mun stærri hluta gengissveiflna en áður og því virðist sem sveiflujöfnun gengis krónunnar hafi aukist. Tímabilið er hins vegar stutt og því er rétt að fara varlega við að draga of miklar ályktanir af þessum niðurstöðum. Þá er rétt að hafa í huga að á þessu tímabili eru fjármagnshöft við lýði sem drógu úr gengissveiflum sem drifnar eru áfram af spákaupmennsku. Ekki er því útilokað að vægi slíkra sveiflna aukist eitthvað á ný nú þegar höftin hafa verið losuð.

Samantekt

Skammtímasveiflur í gengi krónunnar jukust nokkuð í kjölfar þess að fjármagnshöft voru losuð á fyrri hluta þessa árs en hafa hjaðnað á ný og eru nú áþekkar því sem þær voru á fyrri hluta fyrsta áratugar þessarar aldar þegar einnig var ágætt innra og ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Þær eru einnig svipaðar því sem þekkist meðal gjaldmiðla annarra þróaðra ríkja. Lengri gengissveiflur þekkjast einnig þar sem raungengi hækkar eða lækkar samfelld yfir löng tímabil. Þrjár slíkar sveiflur má finna í íslenskum gögnum frá árinu 1995 en svipaðar sveiflur má einnig finna í raungengi annarra þróaðra ríkja, sérstaklega ríkja sem reiða sig mikið á hrávöruútflutning eða ríkja sem ganga í gegnum bataskeið í kjölfar banka- og gjaldeyriskreppu. Gengishækkun undanfarinna ára virðist í meginatriðum endurspegla hraðan efnahagsbata hér á landi í samanburði við helstu viðskiptalönd og svo virðist sem gengið sinni betur sveiflujöfnunarhlutverki sínu nú en það gerði á árum áður.

Heimildir

Seðlabanki Íslands (2012), „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, *Sérít nr. 7*.

Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði: Reynsla á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, *Sérít nr. 11*.

3. Kerfisskellirnir eru annars vegar metnir út frá VAR-likani og hins vegar DSGE-likani Seðlabankans (sjá nánari skýringar í Seðlabanki Íslands, 2017). Notast er við privitt VAR-likan sem inniheldur landsframleiðslu og samneyslu (báðar stærðir í hlutfalli við evrusvæðið) og gengi krónu gagnvart evru. Til að bera kennsl á kerfisskellina er gert ráð fyrir því að framboðsskellir hafi langtímaáhrif á allar þrjár stærðirnar, eftirspurnarskellir hafi langtímaáhrif á samneyslu og gengi krónunnar en að nafnskellirnir hafi einungis langtímaáhrif á gengi krónunnar. Í DSGE-likaninu eru nafnskellir samtala skella í alþjóðlegri verðbólgu, innlendra peningastefnu og áhættupóknun í gengi krónunnar, eftirspurnarskellir samtala skella í alþjóðlegri eftirspurn, eftirspurn hins opinbera, smekk innlendra neytenda og fjárfestingartækni og framboðsskellir samtala skella í innlendra og alþjóðlegri verðálagningu og innlendis og alþjóðlegir tækniskellir.

Í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/4 var gerð grein fyrir nýju fjárstreymistæki Seðlabankans sem kynnt var til sögunnar í júní 2016. Það felur í sér sérstaka bindingu á hluta nýs innstreymis erlends gjaldreyris sem berst til landsins. Framkvæmd hinnar sérstöku bindiskyldu byggist á lögum um gjaldeyrismál, nr. 87/1992, en lagagrundvöllur hennar felst í bráðabirgðaákvæði III í lögnum. Með reglum nr. 490/2016, um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris, sem tóku gildi 4. júní 2016, var heimild Seðlabankans til að setja á sérstaka bindiskyldu nýtt án þess þó að fullnýta þær heimildir sem lögin veittu.¹ Samkvæmt núgildandi reglum skal binda 40% af nýju innflæði erlends gjaldeyris vegna fjárfestingar í skráðum skuldabréfum og víxlum útgefnum í krónum auk hávaxtainnstæðna, á vaxtalausum reikningi í Seðlabankanum í eitt ár.

Markmið

Markmiðið með upptöku sérstöku bindiskyldunnar var að draga úr áhættu sem getur fylgt óhóflegu fjármagnsinnstreymi og stuðla að skilvirkari miðlun peningastefnunnar með því að leitast við að tempra innstreymi fjár erlendis frá og að hafa áhrif á samsetningu þess. Bindiskyldan er til þess fallin að draga úr áhættu sem mögulega tengist innstreymi í formi vaxtamunarviðskipta, þ.e. viðskipta sem hafa þann tilgang að reyna að hagnast á vaxtamun á milli Íslands og annarra landa. Innstreymi af þessum toga getur hindrað eðlilega miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn og haft óæskileg áhrif á gengi krónunnar og þannig grafið undan peningalegum og fjármálalegum stöðugleika. Með því að binda hluta innstreymis í eitt ár á reikningi sem ber enga vexti er dregið úr ábata viðskiptanna og eru áhrifin því meiri sem fjárfestar horfa til skemmri tíma. Þegar þessi sérstaka bindiskylda var tekin upp var umtalsverður vaxtamunur á milli Íslands og annarra landa og því mikill hvati til vaxtamunarviðskipta. Viðskipti af því tagi jukust til muna í kjölfar kynningar stjórnvalda í júní 2015 á aðgerðaáætlun til losunar fjármagnshafta (mynd 1 og tafla 1). Þetta innstreymi fjár leiddi m.a. til þess að langtímavextir lækkuðu þrátt fyrir aukinn hagvöxt og væntingar um vaxtahækkanir Seðlabankans á þeim tíma.

Áhrif

Upptaka sérstöku bindiskyldunnar skilaði í meginatriðum tilætluðum árangri. Innflæði fjármagns til nýfjárfestingar á innlendum ríkisskuldabréfamarkaði stöðvaðist nánast og heildarinnflæði minnkaði. Innflæði jókst hins vegar í eignir sem ekki falla undir sérstöku bindiskylduna eftir mitt sl. ár, einkum í beina erlenda fjárfestingu. Bindiskyldan hefur að öllum líkindum haft hverfandi áhrif þar á, enda meginhluti aukningarinnar vegna stórra langtímaverkefna sem fyrirhuguð voru áður en hún var tekin upp. Upptaka bindiskyldunnar kann þó að hafa haft einhver áhrif á innflæði á innlendan hlutabréfamarkað sem hefur aukist á þessu ári. Það er þó ekki einhlítt enda er sú fjárfesting eðlisolík fjárfestingu í ríkisskuldabréfum.

Eftir að bindiskyldan var sett á virðist miðlunarferli peningastefnunnar um vaxtafarveginn hafa færst í eðlilegra horf og skiluðu vaxtabreytingar Seðlabankans sér á innlendan ríkisskuldabréfamarkað á ný gagnstætt því sem gerðist t.d. á árinu 2015 (mynd 2).² Innflæði á innlendan ríkisskuldabréfamarkað jókst á ný í apríl

1. Reglur nr. 490/2016 tóku breytingum 16. júní 2016, 1. nóvember 2016 og 13. mars 2017.

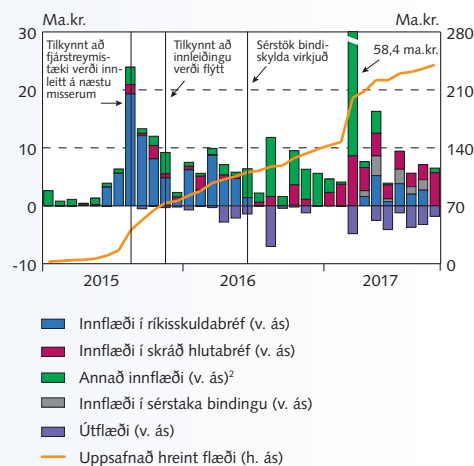
2. Þetta er einnig í samræmi við upplýsingar úr könnunum Seðlabankans meðal markaðsaðila. Samkvæmt könnun hans í nóvember 2015 töldu flestir þeirra lækkun á lengri enda vaxtarófsins þá um sumarið hafa tengst innflæði fjár inn á skuldabréfamarkaðinn. Ástæður lækunar skuldabréfavaxta í ágúst 2016 töldu flestir þeirra hins vegar tengjast lækun verðbólguvæntinga og væntingum um lægri vexti Seðlabankans samkvæmt könnun bankans í nóvember í fyrra.

Rammagrein 2

Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns

Mynd 1

Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar¹
Janúar 2015 - október 2017

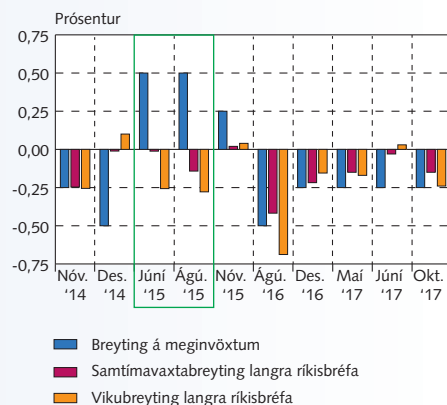


1. Fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlendan gjaldeyri hjá fjármálaráðgjafi hér á landi. Sjá nánar í lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál. 2. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupna erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

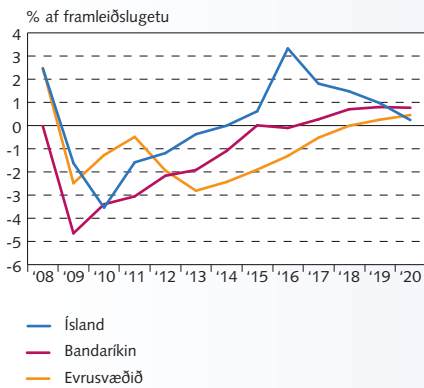
Mynd 2

Áhrif vaxtabreytinga á ávöxtunarkrófu lengri ríkisskuldabréfa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

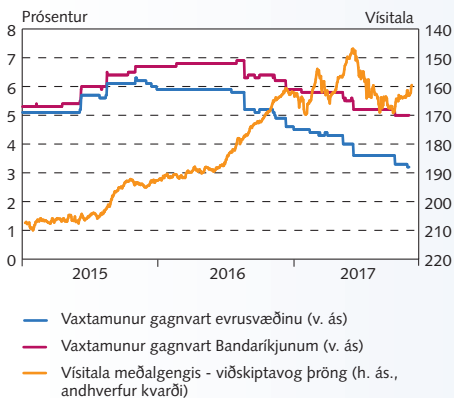
Mynd 3
Framleiðsluspenna 2008-2020¹



1. Mat Seðlabankans (*Peningamál 2017/4*) fyrir Ísland en Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, október 2017) fyrir Bandaríkin og evrusvæðið.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

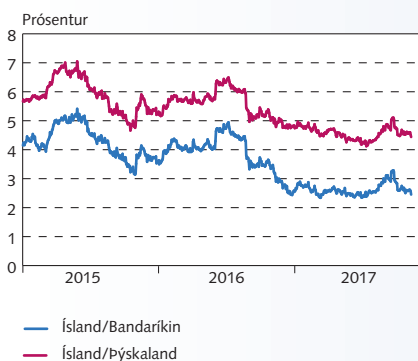
Mynd 4
Skammtíamavxtamunur og gengi krónu¹
2. janúar 2015 - 10. nóvember 2017



1. Vaxtamunur miðað við 3 mánaða millibankavexti.

Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Langtíamavxtamunur¹
2. janúar 2015 - 10. nóvember 2017



1. Munur á ávöxtunarkröfu 10 ára ríkisskuldabréfa.

Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

sl. eftir að fjármagnshöft höfðu að mestu leyti verið losuð en það hefur verið minna en það var áður en sérstaka bindiskyldan var sett á í júní 2016. Á sama tíma jókst útlæði fjármagns sem hafði áður komið inn sem nýfjárfesting á skuldabréfamarkað og hreint innflæði sem ráðstafað hefur verið í innlend ríkisbréf því einungis numið um 7,4 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum þessa árs. Aukið innflæði virðist a.m.k. enn sem komið er ekki hafa veikt miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn.

Framtíðarfyrirkomulag

Sérstakri bindiskyldu hefur nú verið beitt í nokkuð á annað ár og er nauðsynlegt að svo verði enn um sinn. Skammur tími er síðan fjármagnshöftum var að mestu aflétt og ekki má tefla árangrinum af vel heppnaðri losun þeirra í tvísýnu. Enn er þörf á peningastefnu hér á landi sem kallar á hærri vexti en í helstu viðskiptalöndum vegna ólíkrar stöðu hagsveiflunnar. Framleiðsluspenna er í íslenskum þjóðarbúskap en slaki í flestum öðrum þróuðum ríkjum (mynd 3) og útlit er fyrir að vextir á helstu gjaldmiðlasvæðum heims verði óvenju lágir um einhverja hríð (sjá nánar í köflum II og III). Því er líklegt að nokkur munur verði á næstu misserum á vöxtum á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Við áhrif vaxtamunarins bætist að á undanförunum mánuðum hafa stóru alþjóðlegu matsfyrirtækin þrjú hækkað láns-hæfiseinkunn Íslands en það gerir íslensk ríkisskuldabréf enn fýsilegri kost fyrir erlenda fjárfesta.

Mikil eftirspurn er á heimsvísu eftir eignum sem sameina háa vexti og tiltölulega hóflega áhættu. Íslenski skuldabréfa- og gjaldeyrismarkaðurinn er örsmár í samanburði við eftirspurnina. Því getur ráðstöfun örlítills hlutar alþjóðlegra eignasafna til kaupa á íslenskum áhættulitlum skuldabréfum alvarlega raskað grunnnum gjaldeyris- og skuldabréfamörkuðum hér á landi, truflað miðlun peningastefnunnar og valdið miklum sveiflum í gengi krónunnar líkt og gerðist í aðdraganda fjármálaáfallsins 2008. Líkur á verulegu og sveiflukenndu innflæði fjármagns af þessu tagi eru því nokkrar. Auk þess að geta raskað peningalegum og fjármálaglegum stöðugleika gæti slíkt innflæði torvelað framkvæmd peningastefnunnar um vaxtafarveginn. Reynslan frá árunum fram að falli fjármálakerfisins og setningu fjármagnshafta sýnir að hér er um raunverulega áhættu að ræða.

Munur skammtíam- og langtíamavaxta hér á landi annars vegar og í viðskiptalöndum hins vegar hefur minnkað frá því að sérstaka bindiskyldan var tekin upp (myndir 4 og 5). Það stafar bæði af lækkingu vaxta hér á landi og af vaxtahækkunum erlendis auk þess sem áhættuálag á Ísland hefur lækkað. Rætist spár um minnkandi framleiðsluspennu hér á landi á næstu misserum og að slaki hverfi í helstu viðskiptalöndum (mynd 3) ætti að verða framhald á þessari þróun og um leið styrkjast forsendur þess að unnt verði að draga úr bindiskyldunni.

Mikilvægt er að draga ekki úr sérstöku bindiskyldunni nema í áföngum sem taka tillit til aðstæðna. Yrði dregið úr henni of hratt kynni það að raska stöðugleika og grafa undan virkni peningastefnunnar. Það skiptir einnig máli að ekki er ljóst hver ávinningur þjóðarbúsins af fjárfestingu af því tagi sem sérstaka bindiskyldan hamlar er um þessar mundir. Lánsfjárefrtirspurn ríkissjóðs er lítil í sögulegu samhengi og hann þarf því strangt til tekið ekki á þessu lánsfæ að halda. Væri sérstaka bindiskyldan ekki til staðar þyrfti Seðlabankinn væntanlega að halda stærri gjaldeyrisforða en ella til að draga úr áhættu tengdri vaxtamunarinnflæði og mögulegu snöggu útlæði. Því fylgir töluverður kostnaður enda ávöxtun forðans á alþjóðlegum mörkuðum óvenju lág. Á sama tíma er vænt ávöxtun erlendra fjárfesta af kaupum á íslenskum ríkisskuldabréfum ágæt og enn meiri

eftir því sem sveiflur í gengi krónunnar eru minni. Til að draga úr áhættuleiðrættum vaxtamun þyrfti Seðlabankinn því að leyfa auknar gengissveiflur sem um leið eykur áhættu innlendra aðila. Við núverandi aðstæður má því jafnvel færa rök fyrir því að hreinn ávinningur þjóðarbúsins af slíku innflæði sé neikvæður.

Engu að síður er stefnt að því að lækka bindihlutfallið í núll svo fljótt sem aðstæður leyfa og að bindiskyldan verði að jafnaði ekki virk. Hins vegar hefur Seðlabankinn talið mikilvægt að geta gripið til hennar þegar nauðsyn krefur. Sérstaka bindiskyldan yrði því í þriðju víglínu stjórnþækja á eftir hefðbundinni hagstjórn og eindar- og þjóðhagsvarúðarstefnu.

Með hliðsjón af framansögðu er því nauðsynlegt að Seðlabankinn hafi til frambúðar lagalega heimild til þess að beita sérstakri bindiskyldu sem hægt væri að virkja með skömmum fyrirvara til þess að styðja við peningastefnu og þjóðhagsvarúð þegar hætta eykst á óhóflegu fjármagnsinnstreymi tengdu vaxtamunarviðskiptum með tilheyrandi áhættu fyrir innlendan þjóðarbúskap. Til þess að það verði mögulegt eftir að fjármagnshöft hafa verið losuð að fullu þarf að finna bindiskyldunni annan lagalegan grunn en í lögum um gjaldeyrismál, enda er hún fyrst og fremst stjórnþækja á sviði peningastefnu og þjóðhagsvarúðar. Þá þarf að tryggja virkni hennar eftir að afleiðuviðskipti með krónuna í spákaupmennskuskyni hafa verið heimiluð eins og full losun fjármagnshaftra mun fela í sér. Í Seðlabankanum er nú unnið að endurskoðun á tæknilegum grunni sérstöku bindiskyldunnar og undirbúningi tillagna að breytingu á lögum sem varða beitingu hennar.

Tafla 1 Innflæði (útfæði) fjármagns vegna skráðrar (seldrar) nýfjárfestingar (ma.kr.)¹

Ársfjórðungur	Ríkisskuldabréf	Sérstök binding ²	Skráð hlutabréf	Óskráð hlutafé ³	Annað ⁴	Samtals
2015:1	0,0 (0,0)		0,0 (0,1)	3,5 (0,0)	1,1 (0,0)	4,6 (0,1)
2015:2	3,2 (0,0)		0,2 (0,0)	1,7 (0,0)	0,4 (0,1)	5,6 (0,1)
2015:3	37,0 (0,3)		2,0 (0,0)	3,9 (0,0)	0,5 (0,1)	43,4 (0,5)
2015:4	13,8 (0,3)		3,6 (0,0)	4,2 (0,0)	1,9 (0,1)	23,5 (0,4)
2016:1	18,5 (0,7)		3,1 (0,0)	1,1 (0,0)	1,1 (0,1)	23,9 (0,9)
2016:2	10,3 (3,8)	0,0 (0,0)	1,5 (0,0)	5,4 (2,1)	2,1 (0,1)	19,3 (6,0)
2016:3	0,1 (7,0)	0,0 (0,0)	3,3 (0,0)	10,6 (0,0)	2,2 (0,0)	16,2 (7,1)
2016:4	0,0 (1,5)	0,1 (0,0)	4,7 (0,0)	12,5 (0,0)	4,1 (0,0)	21,3 (1,6)
2017:1	0,0 (2,4)	0,0 (0,0)	14,6 (2,4)	51,5 (0,0)	1,0 (0,0)	67,2 (4,9)
2017:2	7,4 (4,7)	4,9 (0,0)	10,2 (1,5)	4,6 (0,0)	0,4 (0,5)	22,7 (6,7)
2017:3	8,4 (3,7)	5,6 (0,0)	7,9 (3,5)	0,0 (0,8)	0,0 (0,0)	16,3 (8,1)
Samtals	98,8 (24,5)	10,7 (0,0)	51,2 (7,6)	98,9 (3,0)	15,0 (1,2)	264,0 (36,3)

1. Nýfjárfesting er fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlendan gjaldeyri hjá fjármálfyrirtæki hér á landi. Nýfjárfesting og sala hennar eru háðar tilkynningarskyldu til Seðlabanka Íslands skv. lögum nr. 87/1992 og reglum nr. 200/2017, um gjaldeyrismál. 2. Samkvæmt reglum Seðlabankans nr. 490/2016, með síðari breytingum. 3. Meginhluti nýfjárfestingar í óskráðu hlutafé er bein erlend fjárfesting nema á 1. ársfjórðungi 2017 sem kom nánast að öllu leyti til vegna kaupa erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka. 4. Fjármagnsflæði vegna nýfjárfestingar í fasteignum, innlánum, útlánunum, sjóðum og öðrum verðbréfum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein 3

Samanburður á grunnspá og spá heildarjafnvægislíkans Seðlabankans

Til grundvallar ákvörðunum í peningamálum þarf að liggja mat á ástandi og horfum í efnahagsmálum og fyrir slíkt mat þarf að reiða sig á haglíkön. Af þessum sökum er mikil vinna lögð í líkanasmíð innan Seðlabankans. Megintæki bankans hefur verið þjóðhagslíkan bankans, QMM (Quarterly Macroeconomic Model; sjá Ásgeir Daníelsson o.fl., 2015) en undanfarin ár hefur einnig verið unnið að þróun heildarjafnvægislíkans sem ber heitið DYNIMO (Dynamic Model of the Icelandic Economy; Seneca, 2010). Hér verður fjallað stuttlega um DYNIMO-líkanið og spár þess bornar saman við grunnspá bankans.

DYNIMO-líkanið og bakgrunnur þess

DYNIMO-líkanið er svokallað DSGE-líkan (DSGE stendur fyrir Dynamic Stochastic General Equilibrium). Meginleikar þess eru:

1. DSGE-líkön eru kvik (e. dynamic) þannig að gildi hagstærða og ákvarðanir einstaklinga, fyrirtækja og hagstjórnenda á einum tíma hafa áhrif yfir tíma;
2. Í DSGE-líkönnum eru frávik frá jafnvægisamböndum einstaka hagstærða ákvörðuð af slembistærðum sem einstaklingar, fyrirtæki og hagstjórnendur eru talin þekkja;
3. DSGE-líkön eru almenn jafnvægislíkön (e. general equilibrium) þar sem efnahagssambönd eru leidd út frá hagnaðar- og nytjahámörkun og þar sem jafnvægi ákvarðast á öllum mörkuðum samtímis.

Uppruna DSGE-líkana má finna í raunhagsveiflulíkönnum (e. real business cycle models) sem komu fram á áttunda og níunda áratug síðustu aldar (sjá t.d. Kydland og Prescott, 1982). Þessi tegund líkana gerir ráð fyrir því að öll verð séu fullkomlega sveigjanleg og aðlagist því strax að jafnvægi í kjölfar efnahagsskells. Fyrir vikið hafa nafnstærðir og peningastefna engin áhrif á raunstærðir en það virðist á skjön við mælingar og niðurstöður fjölda rannsókna. DSGE-líkönin byggjast á sömu grunnaðferðafræði en bregða frá raunhagsveiflulíkönunum á þann hátt að gera ráð fyrir að nafnstærðir, eins og laun og verðlag, séu tregbreytanlegar. Fyrir vikið er þessi tegund líkana gjarnan kölluð Ný-Keynesísk líkön. Þar við bætist að þau gefa sér einnig að fákeppni ríki á lykilmörkuðum, að aðlögunarkostnaður getur fylgt ákvörðunum og að áhættufælni gefi af sér áhættuþóknun sem hafi lykílahrif á vexti og gengi gjaldmiðla.¹

DYNIMO-líkanið og samanburður við QMM-líkanið

DSGE-líkön hafa notið vaxandi vinsælda meðal seðlabanka undanfarin ár og hóf Seðlabanki Íslands þróun slíks líkans árið 2008 og var fyrsta útgáfa þess birt í Seneca (2010). Frá þeim tíma hefur líkanið verið í stöðugri þróun og þess er vænst að það muni í vaxandi mæli hafa hlutverki að gegna við greiningar- og spávinnu innan bankans, ekki síst til að meta á hversu traustum grunni grunnspáin byggist.

DYNIMO-líkanið er í veigamiklum atriðum ólíkt meginspálíkani bankans, QMM, þótt bæði líkönin geri ráð fyrir því að einstaklingar séu framsýnir, þ.e. taki ákvarðanir út frá væntingum um framtíðarhorfur efnahagsmála. QMM-líkanið er í meginatriðum tölfræðilega metið þjóðhagslíkan sem tekur ekki tillit til ýmissa þvingana sem hið undirliggjandi heildarjafnvægi þvingar á efnahagssambönd. Ólíkt QMM-líkaninu er DYNIMO-líkanið þar að auki metið heildstætt. Stíkar þess byggjast ýmist beint á niðurstöðum rannsókna á undir-

1. Ágætt yfirlit yfir DSGE-líkön, eiginleika þeirra og notkun meðal seðlabanka er að finna í Sbordone o.fl. (2010).

liggjandi hegðunarsamböndum eða óbeint með því að nota slíkar niðurstöður til að velja fyrirframdreifingu (e. prior distribution) við mat á líkaninu með Bayesískum aðferðum.

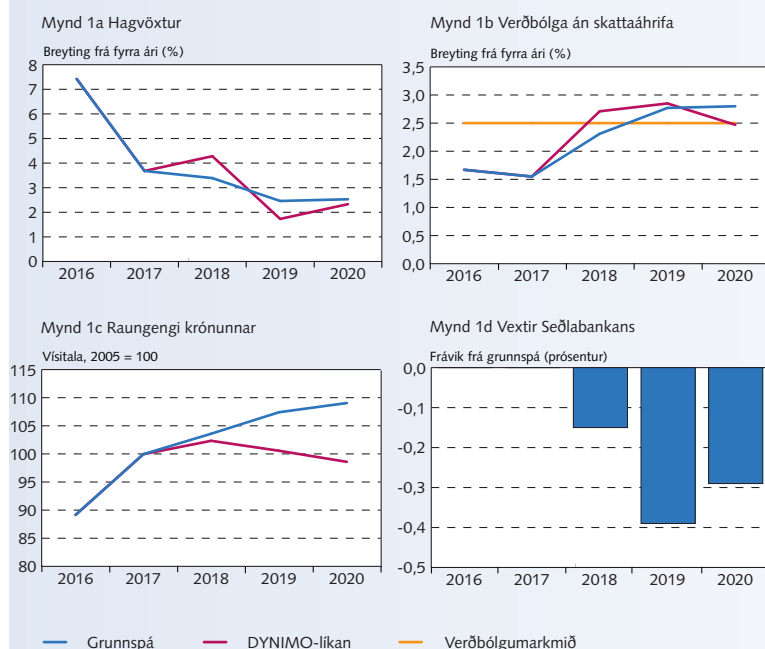
Grunnspár Seðlabankans byggjast á mati sérfræðinga og þeirri spá sem QMM-líkanið gefur. DYNIMO-líkanið og QMM-líkanið eru ólík að því leyti að í því fyrra er samleitni tryggð út frá uppbyggingu þess en í því seinna er þessi samleitni ekki eins fastnegld. Í QMM-líkaninu er hins vegar hægt að nota ítarlegri upplýsingar um íslenskan þjóðarbúskap og sníða jöfnur líkansins eftir íslenskum aðstæðum í meiri mæli og með auðveldari hætti en í DYNIMO-líkaninu. Sér í lagi er hægt að nota upplýsingar og forsendur um framtíðarþróun ytri stærða líkansins til að leiðbeina spám, t.d. áætlanir um breytingar á skattkerfi, umsamdar framkvæmdir stjórnvalda eða þekktar fyrirætlanir fyrirtækja um umfangsmikla fjárfestingu eins og kaup á skipum og flugvélum eða uppbyggingu í orkufrekum iðnaði. Mat á DYNIMO-líkaninu er einnig viðkvæmt fyrir breytingum á uppbyggingu framleiðslugeira og á jafnvægishegðun líkansins, því að yfirleitt er gert ráð fyrir að jafnvægisstærðir séu fastar yfir matstímabilið. QMM-líkanið er hins vegar metið yfir söguleg tímabil sem geta átt misvel við núverandi aðstæður. Það getur því verið viðkvæmt fyrir breytingum á undirliggjandi samböndum og því sem kallað hefur verið gagnrýni Lucasar (Lucas, 1976) eins og önnur líkön af þessari tegund. Líkönin hafa því sína kosti og galla.

Samanburður á spá með DYNIMO-líkaninu og grunnspá Seðlabankans

Fyrir útgáfu *Peningamála* eru bæði DYNIMO- og QMM-líkönin keyrð og spár þeirra bornar saman. Í þeirri spá sem hér er birt nýttir DYNIMO-líkanið sömu upplýsingar sérfræðinga um nærhorfur í einstökum geirum þjóðarbúsins og þróun í alþjóðlegum efnahagsmálum og nýttar voru við gerð grunnspár *Peningamála* 2017/4 með QMM-líkaninu. Mynd 1 sýnir samanburð á grunnspá og spá DYNIMO-líkansins.

Mynd 1

Samanburður á grunnspá og spá DYNIMO-líkans



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Eins og sjá má spáir DYNIMO-líkanið kröftugri hagvexti árið 2018 en gert er ráð fyrir í grunnspánni (mynd 1a) og skýrist meiri vöxtur fyrst og fremst af því að grunnspáin er heldur svartsýnni um þróun utanríkisviðskipta og viðskiptakjara. Þetta snýst hins vegar við árið 2019 þegar grunnspáin gerir ráð fyrir heldur meiri hagvexti en DYNIMO-líkanið. Horfur fyrir árið 2020 eru hins vegar mjög svipaðar og yfir tímabilið í heild eru spárnar nánast eins. Eins og sést á mynd 1b eru verðbólguhorfur samkvæmt báðum líkönum einnig mjög áþekkar. Hins vegar gerir DYNIMO-líkanið ekki ráð fyrir eins mikilli hækkun raungengis og felst í grunnspánni (mynd 1c), auk þess sem það felur í sér lítilla lægri vexti Seðlabankans (mynd 1d). Ástæðan fyrir því að verðbólguhorfur eru mjög áþekkar í spá DYNIMO-líkansins og í grunnspá þrátt fyrir spá um minni gengishækkun er sú að laun hækka minna árin 2019-2020 í spá DYNIMO-líkansins en í grunnspánni og vegur það á móti lægra gengi samkvæmt þeirri spá.² Það skýrir einnig af hverju verðbólga er ekki eins þrálát í lok spátímans og vextir heldur lægri samkvæmt spá DYNIMO-líkansins. Á heildina litið eru spárnar hins vegar mjög áþekkar.

Heimildir

- Ásgeir Daníelsson, 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 Papers*, nr. 71.
- Kydland, F. E., E. C. Prescott (1982). Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica*, 50, 1345-1370.
- Lucas, R. E., (1976). Econometric policy evaluation: A critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19-46.
- Sbordone, A. M., A. Tambalotti, K. Rao og K. Walsh (2010). Policy analysis using DSGE models: An introduction. Seðlabanki Bandaríkjanna, Federal Reserve Bank of New York Policy Review, október 2010, 23-43.
- Seneca, M., (2010). A DSGE model for Iceland. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 50.

2. Einn af lykilóvissuþáttum grunnspár lýtur að launaþróun næstu missera og mögulegum áhrifum launahækkana á verðbólgu. Samkvæmt DYNIMO-líkaninu gætu verðbólguáhrif launahækkana sem gert er ráð fyrir á næstu árum verið vanmetin í grunnspánni. Ef gert er ráð fyrir sömu launahækkunum í DYNIMO-spánni og í grunnspá verður verðbólga samkvæmt DYNIMO-líkaninu meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Vextir þurfa þá að vera hærrí til að hækka gengi krónunnar og framkalla meiri slaka í þjóðarþúinu til að veða þar á móti.

Samhliða birtingu þjóðhagsreikninga fyrir annan ársfjórðung í september sl. kynnti Hagstofa Íslands endurskoðun eldri gagna. Auk reglubundinnar endurskoðunar á nýlegum tölum þjóðhagsreikninganna var kynnt öllu umfangsmeiri endurskoðun einkaneyslu. Grundvöllur endurskoðunarinnar var endurbætt aðferðafræði við mat á nokkrum af undirliðum einkaneyslu. Liðurinn önnur fjármálaþjónusta var endurskoðaður aftur til ársins 1997 en útgjöld til trygginga auk viðbótarliða, þ.e. útgjöld Íslendinga erlendis og útgjöld erlendra manna hérlendis, voru endurskoðuð aftur til ársins 2013.

Framan af tímabilinu eru áhrif endurskoðunarinnar á einkaneyslu frekar hófleg en á árunum 1997-2008 mældist hún nú að jafnaði um 0,3% meiri á ári en fyrri tölur sögðu til um. Áhrifin aukast svo umtalsvert árið 2009 en samdrátturinn sem varð í kjölfar fjármálakreppunnar er nú talinn vera 0,8 prósentum minni en fyrri tölur höfðu gefið til kynna (mynd 1).

Einkaneysla síðustu þriggja ára er einnig talin hafa vaxið hraðar eða um 0,2-0,4 prósentum meira á ári en áður var talið. Uppsafnað er einkaneyslan rúmlega 2% meiri í fyrra en fyrri tölur höfðu bent til og hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu hækkar það ár úr 49,0% í 49,5%.

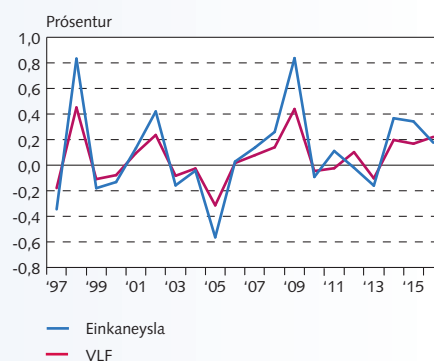
Endurskoðunin hefur einnig bein áhrif á hagvaxtarþróun tímabilsins. Til viðbótar við áhrif endurskoðunar á einkaneyslu verður hagvöxtur árána 2015 og 2016 fyrir umtalsverðum áhrifum af reglubundinni endurskoðun þjóðhagsreikninga, einkum á fjárfestingu og utanríkisviðskiptum. Hagvöxtur undanfarinna þriggja ára er nú talinn 0,2 prósentum meiri en fyrri tölur gáfu til kynna og mælist hagvöxtur í fyrra því 7,4% sem er þriðji mesti hagvöxtur á einu ári hér á landi undanfarinn aldarfjórðung. Þá er samdrátturinn í kjölfar fjármálakreppunnar metinn minni en áður var talið: nú er talið að landsframleiðslan hafi dregist saman um 6,5% árið 2009 í stað 6,9% í eldri tölum. Samdrátturinn árið 2010 er hins vegar metinn óbreyttur eða 3,6%. Uppsöfnuð áhrif endurskoðunarinnar á landsframleiðslu síðasta árs eru að raunvirði hennar var 1,2% meira en fyrri tölur sögðu til um (mynd 2).

Rammagrein 4

Nýleg endurskoðun þjóðhagsreikninga

Mynd 1

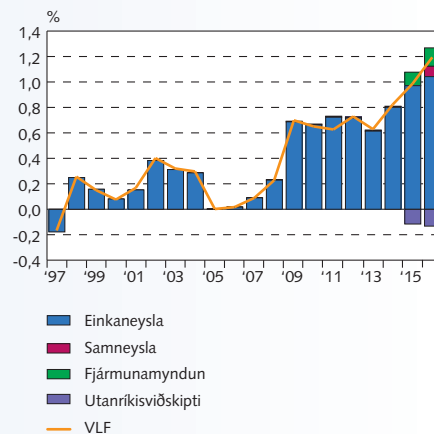
Áhrif endurskoðunar á vöxt einkaneyslu og hagvöxt¹



1. Mælt sem mismunur á ársbreytingu nýrra og eldri gagna.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Breyting landsframleiðslu og áhrif endurskoðunar undirliða



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Rammagrein 5

Fjárlagafrumvarp
ársins 2018

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2018 var lagt fram af fráfarandi ríkisstjórn í september sl. Frávik frá stefnunni sem mörkuð var í fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar frá sl. vori felast einkum í breyttum forsendum um þróun efnahagsmála. Í töflu 1 má sjá spá Hagstofu Íslands sem lögð var til grundvallar fjárlagafrumvarpinu og breytingar frá spá hennar sem miðað var við í fjármálaáætluninni. Spá *Peningamála* 2017/3 er einnig sýnd til samanburðar en hún var birt á svipuðum tíma og spáin sem lá til grundvallar frumvarpinu. Eins og sjá má breyttust efnahagsforsendur milli fjármálaáætlunar og fjárlagafrumvarps og gaf það tilefni til að endurmeta tekjur af skattstofnum til hækkunar og samtals lækka launa-, verðlags- og gengisbreytingar í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2018.

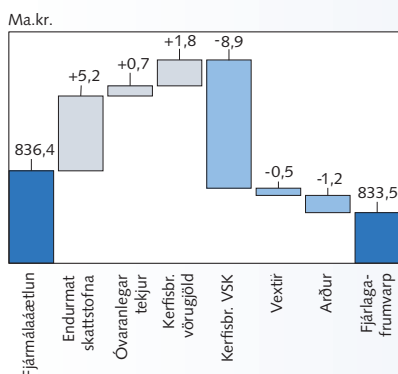
Tafla 1 Þjóðhagsforsendur fjárlagafrumvarps ársins 2018

	2018 (%)	Breytingar frá febrúar (prósentur)	PM 2017/3 (%)
Einkaneysla	5,2	1,3	6,0
Samneysla	1,3	-0,2	1,6
Fjármunamyndun	4,0	3,0	-0,7
Útflutningur	4,1	-0,1	4,3
Innflutningur	5,8	2,3	3,8
Verg landsframleiðsla	3,3	0,3	3,3
Neysluverðsvisitala	2,7	-0,5	2,6
Gengisvisitala	-3,1	-3,1	-3,3
Launavisitala	6,5	0,2	5,3

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 1

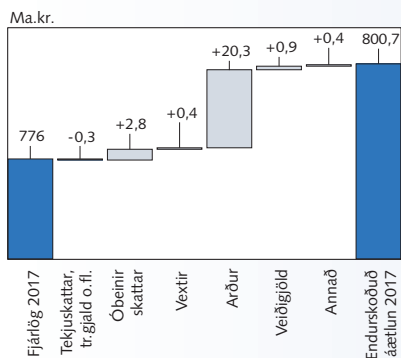
Breyting á áætluðum tekjum frá fjármálaáætlun til fjárlagafrumvarps 2018



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2018.

Mynd 2

Endurskoðun tekjuáætlunar frá fjárlögum 2017



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2018.

Til viðbótar hafa verið gerðar breytingar á ýmsum þáttum er lúta að stjórn ríkisfjármála. Í fjármálaáætluninni var gert ráð fyrir að hækkun á virðisaukaskatti á ferðapjónustutengda starfsemi tæki gildi 1. júlí 2018 og að almenna þrep virðisaukaskattsins yrði lækkað úr 24% í 22,5% 1. janúar 2019. Fjárlagafrumvarpið gerir hins vegar ráð fyrir að hækkun virðisaukaskatts á ferðapjónustutengda starfsemi verði frestað til 1. janúar 2019 en við það lækka áætlaðar tekjur ársins 2018 um tæpa 9 ma.kr. Hér er um að ræða sértæka aðgerð sem hefur í för með sér að slakað er á aðhaldi ríkisfjármála. Þrátt fyrir þessa breytingu felur frumvarpið í sér að tekjur lækka aðeins um tæpa 3 ma.kr. (mynd 1). Mismunurinn skýrist af 5,2 ma.kr. endurmati á tekjum af skattstofnum en einnig hefur mat á öðrum tekjum verið hækkað um 0,7 ma.kr. Kerfisbreytingar á vörgjöldum, sem einnig er sértæk aðgerð, eru taldar skila 1,8 ma.kr. tekjum til viðbótar. Loks lækka vaxtatekjur og arðgreiðslur um 1,7 ma.kr. Tekjuáhrif annarra breytinga á skattkerfinu á árinu 2018 má sjá í töflu 2, en samkvæmt henni leiða sértækar skattkerfisbreytingar til lækkunar á tekjum um samtals 3,9 ma.kr. á árinu.

Endurskoðun tekjuáætlunar fyrir árið 2017 hefur einnig áhrif á tekjuáætlun fjárlagafrumvarpsins fyrir árið 2018. Í fjárlögum 2017 voru tekjur áætlaðar 776 ma.kr. en sú áætlun hefur verið hækkuð um tæplega 25 ma.kr. eða um 3,2% (mynd 2). Þar af aukast tekjur af skattstofnum um 2,5 ma.kr. og munar þar mest um hækkun tekna af óbeinum sköttum. Vaxtatekjur eru nú taldar verða 400 m.kr. meiri en samkvæmt fjárlögum ársins 2017 en auknar arðgreiðslur frá viðskiptabönkum í eigu hins opinbera skýra 80% af hækkuninni. Áætlanir frumvarpsins benda til að auknar arðgreiðslur og hærri tekjur í ár en gert var ráð fyrir í fjárlögum ársins þýði að afkomumarkmiði fjárlaganna verði náð þrátt fyrir að útgjöld verði meiri en þau gerðu ráð fyrir.

Tafla 2 Tekjuáhrif skattbreytinga á ríkissjóð árið 2018

Lögfestar breytingar	Ma.kr.	Gildistaka
Stuðningur til kaupa á fyrstu íbúð	-0,7	1. júlí 2017
Samnýting skattþrepa samskattaðra einstaklinga	-0,8	.
Afnám afsláttar af vörugjöldum bílaleigubifreiða	2,0	1. jan. 2018
Þreföldun gistinguáttagjalds	1,0	1. sept. 2017
Samtals	1,5	
<i>Áformaðar lagabreytingar á haustþingi 2017</i>		
Tvöföldun kolefnisgjalds	3,2	1. jan. 2018
VSK-undanþága við innflutning nýrra rafmagnsbíla	-2,0	1. jan. 2018
Jöfnun á oliu- og bensingjaldi	1,4	1. jan. 2018
Jöfnun á áfengisgjaldi léttvins og bjórs	0,4	1. jan. 2018
Samtals	3,0	
<i>Lagabreytingar sem fallið hefur verið frá</i>		
Hækkun virðisaukaskatts á ferðaþjónustu upp í almenna þrepið	-8,9	
Samtals	-3,9	

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Ýmsar forsendur fjárlagafrumvarps fyrir árið 2018

Launaforsendur: Í forsendum fjárlaga 2017 var gert ráð fyrir 3,3% veginni meðalhækkun launa í ár þar sem tekið var tillit til þess að samningsbundin hækkun launa ríkisstarfsmanna tæki ekki gildi fyrr en í júní. Hækkunin reyndist 5,1% og hefur hún áhrif á launaforsendur fyrir árið 2018. Kjarasamningar þriðjungs starfsmanna ríkisins koma til endurskoðunar á yfirstandandi ári og byggist áætlun um launaþróun næsta árs á mati á niðurstöðum þeirra kjarasamninga. Í forsendum frumvarpsins er gert ráð fyrir 3% hækkun í þessum kjarasamningum og gildistöku 1. júní 2018. Er það samhljóða ákvæði í samningum stéttarfélaganna á almennum vinnumarkaði sem renna út í lok næsta árs. Vegin hækkun meðallauna árið 2018 er áætluð 2,1%.

Verðlagsforsendur: Í forsendum fjárlaga fyrir árið 2017 var gert ráð fyrir að verðbólga í ár næmi 2,4%. Hagstofan hefur endurskoðað spá sína og spáir nú 1,9% verðbólgu. Ekki er hefð fyrir því að lækka fjárheimildir vegna ofmats á verðbólgu í fjárlögum heldur kemur það sem umfram var til frádráttar á verðlagsuppfærslu næsta árs. Hagstofan spáir 2,7% verðbólgu á næsta ári og nemur verðlagsuppfærslan á öðrum rekstrargjöldum 2,2% að teknu tilliti til frádráttarins. Algengt er að rekstrarútgjöld nemi 20-30% af rekstrarveltu stofnana.

Gengisforsendur: Útreikningur í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2018 á kostnaði í erlendum gjaldmiðlum miðast við meðalgengi júlímánaðar 2017. Það er 7,7% lægra en gengið sem miðað var við í forsendum fjárlaga fyrir árið 2017 og veldur 1,5% lækkun á fjárheimildum stofnana.

Atvinnuleysisbætur og bætur Almannatrygginga: Í frumvarpinu er gert ráð fyrir að bætur hækki um 4,7% 1. janúar 2018. Gert er ráð fyrir að bætur til öryrkja og ellilífeyrisþega sem halda einir heimili hækki um 2,4% til viðbótar og verði 300.000 kr. frá og með sama tíma. Kostnaður af hækkun bóta nemur 6,7 ma.kr.

Samtals nema launa-, verðlags- og gengisbreytingar á fjárheimildum í fjárlagafrumvarpi ársins 2018, að meðtöldum hækkunum atvinnuleysisbóta og bóta Almannatrygginga, tæpum 18 ma.kr. (sjá töflu 3).

Lækkun á heildarútgjöldum frá fjármálaáætlun til fjárlagafrumvarps ársins 2018 nemur samtals 6,7 ma.kr. og er afkoman því 3,3 ma.kr. betri en fjármálaáætlun gerði ráð fyrir (mynd 3). Útgjöld eru

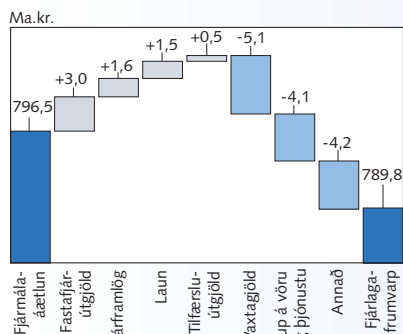
Tafla 3 Launa-, verðlags- og gengisbreytingar árið 2018

Rekstrargrunnur	Útgjöld ma.kr.
<i>Launaforsendur:</i>	
Endurmat á launaforsendum fjárlaga 2017	3,2
Áætlaðar launahækkningar 2018	6,7
Sérþókanir í kjarasamningum árána 2015 og 2016	0,1
Samtals launahækkningar	10,0
<i>Atvinnuleysisbætur og bætur Almannatrygginga</i>	
Almennar verðlagsforsendur	2,7
Gengisforsendur	-1,5
Samtals launa-, verðlags- og gengisbreytingar í fjárlagafrumvarpi 2018	17,9

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

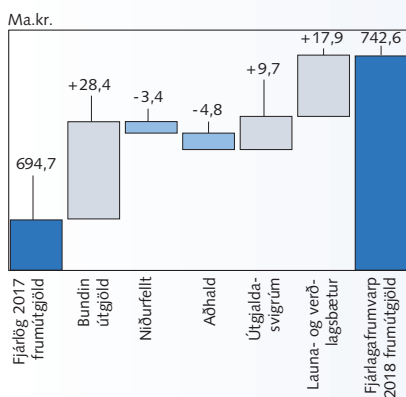
Breyting á útgjöldum frá fjármálaáætlun til fjárlagafrumvarps 2018



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2018.

Mynd 4

Breyting á frumútgjöldum frá fjárlögum 2017



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2018.

minni vegna lægri vaxta- og tilfærsluútgjalda og minni útgjalda til kaupa á vöru og þjónustu, þrátt fyrir að aukið sé við útgjöld til fasta-fjármuna, fjárframlaga og launa.

Hækkun á frumútgjöldum, þ.e. gjöldum án vaxtagjalda, frá fjárlögum ársins 2017 til fjárlagafrumvarps fyrir árið 2018 nema samtals 48 ma.kr. eða 7% að nafnvirði og 4,3% að raunvirði. Frumútgjöldin samkvæmt fjárlagafrumvarpi fyrir næsta ár eru 2,2 ma.kr. eða 0,3% meiri en gert var ráð fyrir í fjármálaáætlun. Vaxtagjöld lækka um 11 ma.kr. milli ára og því hækka heildarútgjöld minna en áætlað var eða um 36 ma.kr. sem samsvarar 4,7% hækkun að nafnvirði og 2,4% að raunvirði. Mynd 4 sýnir breytingar á frumútgjöldum frá fjárlögum 2017 til fjárlagafrumvarps 2018 eftir helstu tilefnum.

Hvernig er aðhaldsstig opinberra fjármála metið?

Þegar áhrif opinberra fjármála á heildareftirspurn eru metin þarf að leiðrétta fyrir þeim breytingum á afkomu þeirra sem beinlínis stafa af sveiflum í þjóðarbúskapnum. Hér er um það að ræða að skattbyrði vex með tekjum og því aukast tekjur hins opinbera, sérstaklega ríkissjóðs, í uppsveiflu. Á sama tíma minnka útgjöld til ýmissa velferðarmála eins og atvinnuleysis og styrkja og því batnar afkoman í uppsveiflu en versnar í niðursveiflu. Yfir hagsveifluna ætti frumjöfnuður leiðrétur fyrir áhrifum þessara sjálfvirku sveiflujafnara á afkomuna því að haldast óbreyttur. Verði breytingar á hagsveiflu-leiðrétum frumjöfnuði endurspeglar það því breytingar á aðhaldsstigi ríkisfjármála.

Hagsveifluleiðrétting frumjafnaðar felst í því að áætla hver afkoman væri ef þjóðarbúskapurinn er í jafnvægi. Það þýðir að hagsveifluleiðrétur frumjöfnuður er lakari en óleiðrétur jöfnuður þegar efnahagslífið er í uppsveiflu en betri þegar efnahagslífið er í niðursveiflu. Slökun á kostnaðaraðhaldi sem leiðir til aukinna frumútgjalda þýðir slökun á aðhaldi hins opinbera jafnvel þótt heildarafkomunni sé haldið óbreytt t.d. með útgreiðslu sérstakra arðgreiðslna úr viðskiptabönkunum þar sem þær arðgreiðslur eru ekki reglulegar frumtekjur. Aukin frumútgjöld leiða til meiri eftirspurnar og meiri spennu í þjóðarbúskapnum sem er réttlæt看leg þegar efnahagslífið er í niðursveiflu en síður þegar mikil spenna er til staðar. Í kafla I er sýnt fráviksdæmi sem lýsir áhrifum slökunar á aðhaldsstigi ríkisfjármála á eftirspurn, verðbólgu og vexti.

Efnahagsþróunin vikur jafnan að einhverju leyti frá því sem þjóðhagsspár gera ráð fyrir. Þjóðhagsspár *Peningamála* byggjast á líkönum sem draga upp einfalda mynd af þjóðarþúskapnum. Jöfnur líkansins lýsa þeim efnahagssamböndum sem mestu máli skipta en óhjákvæmilega verður að sleppa mörgum sem minna máli skipta. Þegar spárnar eru gerðar þarf að byggja á bráðabirgðatölum fyrir nýliðna tíð, áætlunum sem í sumum tilfellum geta tekið breytingum mörgum árum síðar. Auk þess sem spár eru háðar mæliskekkjum 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 haglíkönun Seðlabankans, notkun þeirra við spágerðina, endurbætur á vinnubrögðum við greiningu almennt og framsetningu spánna.

Þjóðhags- og verðbólguþáttur Seðlabankans

Þjóðhags- og verðbólguþáttur Seðlabankans eru gerðar fjórum sinnum á ári til þriggja ára í senn. Þær byggjast á ítarlegri greiningu á stöðu þjóðarþúskapins 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 þjóðarþúskapins 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 að miklu leyti af mati sérfræðinga bankans, öðrum spálíkönunum og margvíslegum upplýsingum sem ekki eru til staðar í þjóðhagslíkaninu. Heildarjafnvægislíkan bankans leikur einnig mikilvægt hlutverk í spágerðinni, ekki síst sem próf á hversu raunhæf grunnsþátturinn er (sjá rammagrein 3).

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

Verðbólguþáttur Seðlabankans fyrir árið 2016

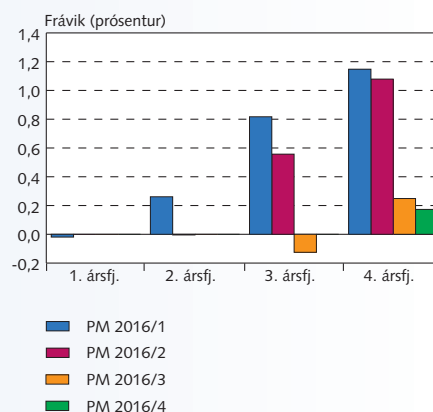
Verðbólga jókst lítillega árið 2016 frá fyrra ári. Meðalverðbólga ársins var 1,7% en var 1,6% árið áður. Þetta var þriðja árið þar sem verðbólga var undir verðbólgu markmiði bankans. Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta var einnig 1,7%. Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* var megindrifkraftur verðbólgu síðasta árs hækkun húsnæðisverðs en gengishækkun krónunnar og lítil alþjóðleg verðbólga vögu þar á móti.

Mynd 1 sýnir hvernig til tókst við að spá verðbólgu innan ársins 2016. Spá *Peningamála* á fyrri hluta árs gerði ráð fyrir meiri verðbólgu árið 2016 en varð raunin. Spáin byggðist á því að þegar

Rammagrein 6

Reynsla af spám Seðlabankans

Mynd 1
Skekkjur í spám *Peningamála* um verðbólgu á fjórðungum ársins 2016

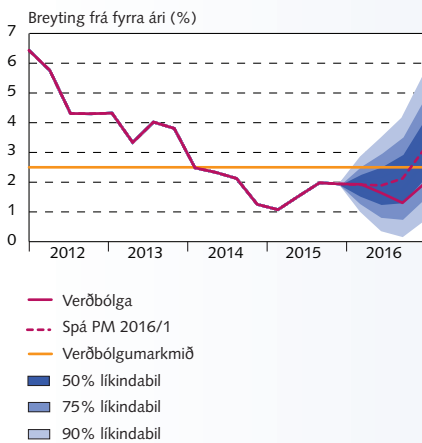


Heimild: Seðlabanki Íslands.

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.

Mynd 2

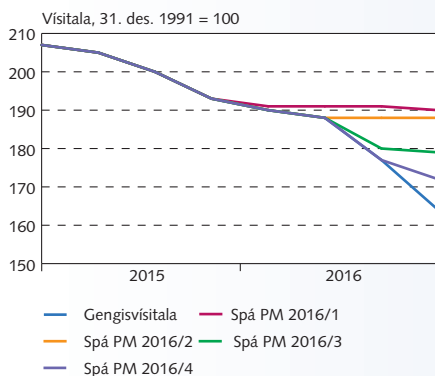
Óvissumat í verðbólguþá Peningamála 2016/1
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2016



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Gengisspár í Peningamála árið 2016¹



1. Þróng viðskiptavog.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

áhrif mikillar lækkunar innflutningsverðs tækju að fjara út myndi verðbólga aukast samhliða vaxandi framleiðsluspennu og miklum launahækkunum. Þegar líða tók á árið varð hins vegar ljóst að áhrif innfluttrar verðhjöðnunar yrðu þrálátari en áður var talið auk þess sem gengi krónunnar hækkaði töluvert meira en fyrri spár gerðu ráð fyrir. Þetta sést einnig í töflu 1 sem sýnir að meðalverðbólgu ársins var ofspáð í byrjun árs en spáin í *Peningamála* 2016/3 gekk eftir. Að hluta má rekja spáskekkju ársins 2016 til mistaka Hagstofu Íslands við útreikning vísitölu neysluverðs. Vegna mistakanna var hækkun reiknaðrar húsaleigu fyrir marsmánuð ekki tekin með í útreikning vísitölnnar í mars heldur í apríl. Þannig varð til eins mánaðar tímatöf á þessum lið í vísitölnni. Mistökinn uppgötvaðust í september og voru leiðrétt með því að taka hækkanir reiknaðrar húsaleigu bæði í ágúst og september með í septembermælingunni. Verðbólga var því í raun vanmetin á tímabilinu mars til ágúst um 0,1-0,3 prósentur og voru áhrifin mest á þriðja ársfjórðungi. Ofspá verðbólgu á árinu hefði því verið minni ef ekki hefði komið til þessara mistaka Hagstofunnar.

Tafla 1 Verðbólguþá fyrir árið 2016

Breyting frá fyrra ári (%)	Peningamál				Endanleg
	2016/1	2016/2	2016/3	2016/4	útkoma
Verðbólga	2,3	2,1	1,7	1,7	1,7
Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta	2,2	2,1	1,7	1,7	1,7

Mynd 2 sýnir óvissubíl verðbólguþáinnar í *Peningamála* 2016/1 og raunverulega verðbólgu. Þá var talin meiri hættu á að verðbólgu væri vanspáð en ofspáð, t.d. vegna nýgerðra kjarasamninga og örvunaraðgerða stjórnvalda sem gætu haft meiri eftirspurnaráhrif en fólst í grunnspánni. Þó var einnig talið að verðbólga gæti verið ofmetin og orðið minni en í grunnspánni ef alþjóðlegar efnahagshorfur myndu versna enn frekar eða ef gengi krónunnar myndi hækka og svigrúm fyrirtækja til að taka á sig aukinn kostnað yrði meira. Sú varð raunin og gengi krónunnar hækkaði meira en spár *Peningamála* gerðu ráð fyrir (mynd 3) en það vó á móti þeim þáttum sem taldir voru geta leitt til vanspár verðbólgu. Eins og sjá má reyndist verðbólga innan 50% bíls líkindadreifingar spárinnar á meginhluta tímabilsins. Þróun verðbólgu á árinu var því í ársbyrjun talin tiltölulega líkleg.

Skekkjur í verðbólguþá yfir lengra tímabil

Mynd 4 sýnir þróun skekkja í verðbólguþá Seðlabankans einn, fjóra og átta ársfjórðunga fram í tímann frá öðrum fjórðungi ársins 2001 til þriðja fjórðungs ársins 2017. 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- eða 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 í fjármálakreppunni. Spár um verðbólgu á árunum 2001-2013 vanmátu verðbólgu oftast en þær ofmátu hana. Viðsnúningur verður árið 2014 þegar ofspár eru algengari sem má að hluta rekja til lækkunar olíuverðs, alþjóðlegrar verðhjöðnunar 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. Í töflu 2 er horft fram hjá spám sem gerðar eru fyrir þau ár. Samkvæmt töflunni hefur verðbólgu samt sem áður verið vanspáð á þessu tímabili þegar horft er þrjú til tólf ársfjórðunga fram í tímann. Vanmatið í spám þrjá ársfjórðunga fram í tímann er lítið og ómarktækt en þegar spáð er fjóra og átta ársfjórðunga fram í tímann er vanmatið tölræðilega marktækt og nemur tæpri 1 prósentu í spám átta ársfjórðunga fram í tímann. Hins vegar finnst ekki marktæk bjögun í skekkjum í spám til þriggja ára.

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

%	Einn ársfj.	Tveir ársfj.	Þrjár ársfj.	Fjórir ársfj.	Átta ársfj.	Tólf ársfj.
Fjöldi mælinga	59	59	58	56	53	29
Meðalskekkja (%)	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,9	-0,3
Staðalfrávik (%)	0,3	1,1	1,7	2,0	2,1	1,7

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 2007.² Frá því að fjármagnshöft voru sett á þar til í spá *Peningamála* 2016/4 höfðu þjóðhags- og verðbólguþáttur Seðlabankans jafnframt byggst á þeirri forsendu að gengi krónunnar héldist óbreytt út spátímann. Reynslan sýnir að stórar skekkjur í verðbólguþáttum á Íslandi eru yfirleitt tengdar sveiflum í gengi krónunnar (mynd 5) en fylgni milli spáskekkja í verðbólgu og gengi er 0,73. Á myndinni sést að í þeim tilfellum þar sem gengi krónunnar reyndist lægra en spár gerðu ráð fyrir var verðbólgu vanspáð. Þetta á sérstaklega við um spár sem voru gerðar á tímum fjármálakreppunnar. Í þeim tilfellum þar sem gengi krónunnar reyndist hærra en spár gerðu ráð fyrir var verðbólgu iðulega ofspáð. Þetta á sérstaklega við um árið 2016 þar sem töluverðan hluta af skekkju í verðbólguþáttum má rekja til vanmats á gengishækkun krónunnar eins og rakið var hér að framan.

Hagvaxtarspár Seðlabankans fyrir árið 2016

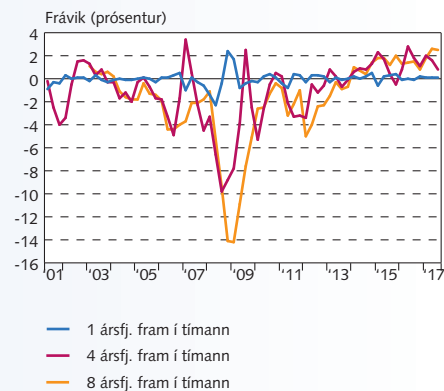
Til að fá betri mynd af árangri Seðlabankans við verðbólguþáttur þarf einnig að horfa til þess hvernig tekist hefur til við að spá fyrir um þróun raunhagkerfisins. Líklegt er að verðbólgu sé að jafnaði vanspáð á tímabilum þegar vexti almennrar eftirspurnar er einnig vanspáð og spennan í efnahagslífinu því vanmetin.

Hagstofan birtir bráðabirgðatölur um þjóðhagsreikninga fyrir hvern ársfjórðung rúmum tveimur mánuðum eftir lok fjórðungsins. Fyrstu tölur um fjórða ársfjórðung 2016 og árið í heild voru birtar í mars sl. og þær síðan endurskoðaðar í september. Spár *Peningamála* og áætlanir Hagstofunnar fyrir breytingar helstu þjóðhagsstærða frá fyrra ári má sjá í töflu 3. Þegar *Peningamál* 2016/1 voru gefin út í febrúar 2016 lágu fyrir bráðabirgðatölur frá Hagstofunni um þjóðhagsreikninga fyrir þriðja fjórðung ársins 2015. Spá fyrir árið 2016 þurfti því að byggja á spá fyrir fjórða fjórðung ársins 2015.

Breytingar urðu á tölum Hagstofunnar fyrir árið 2016 frá því að bráðabirgðatölur voru birtar í mars sl. og þar til að endurskoðaðar tölur voru birtar í september. Þjóðarútgjöld voru vanmetin í bráðabirgðatölum en þar ber helst að nefna að einkaneyslan var vanmetin um 0,2 prósentur en ársvöxtur hennar hefur ekki verið meiri síðan árið 2005. Samhliða útgáfu þjóðhagsreikninga í september voru

Mynd 4

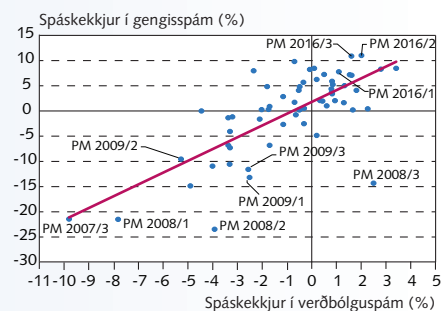
Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamála* 2. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2017



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 verðbólgu í *Peningamála* og frávik meðalgengis frá spáðu gengi 2001-2016
Spár eitt ár fram í tímann

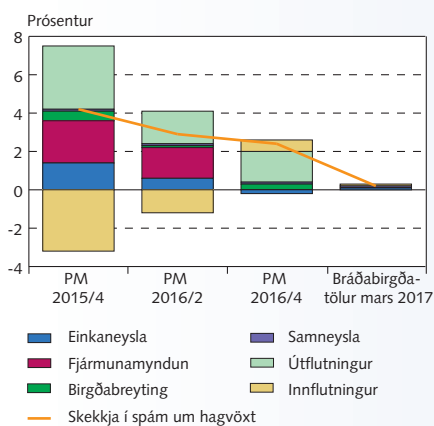


Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Sjá umfjöllun í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar (2007), „Birthing eigin stýrivaxtaspár eykur áhrifamátt peningastefnu seðlabanka“, *Peningamál* 2007/1, 71-86.

Mynd 6

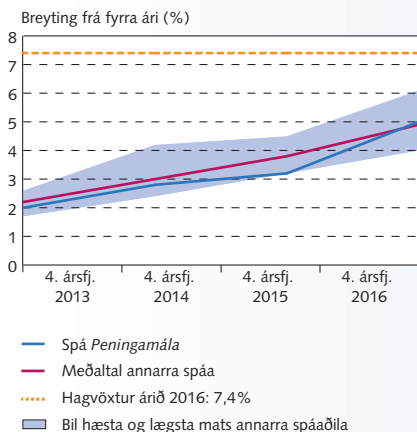
Framlag spáskekkju útgjaldaliða til spáskekkju í hagvexti ársins 2016¹



1. Miðað við rauntölur birtar í september 2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Spár um hagvöxt árið 2016



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

gerðar endurbætur á útreikningi einkaneyslu sem fólu almennt í sér meiri vöxt einkaneyslu. Útflutningur og innflutningur voru ofmetnir en vógu hvor á móti öðrum sem hafði því lítil áhrif á hagvaxtartölu ársins. Hagvöxtur í septemberbirtingu Hagstofunnar var því 7,4% sem er 0,2 prósentum meiri vöxtur en samkvæmt marsbirtingunni.

Tafla 3 Þjóðhagsspár *Peningamála* og gögn Hagstofunnar fyrir árið 2016

Spátímabil frá:	2015/4	2016/1	2016/2	2016/3	2016/4	Bráðab. - tölur (mars 2017)	Endursk. tölur (sept. 2017)
% frá fyrra ári	PM 2016/1	PM 2016/2	PM 2016/3	PM 2016/4	PM 2017/1		
Einkaneysla	5,3	6,0	6,7	7,6	6,2	6,9	7,1
Samneysla	1,4	1,5	1,4	1,6	1,2	1,5	1,9
Fjárfesting	12,4	14,1	18,2	22,5	23,2	22,7	22,8
Þjóðarútgjöld	5,2	6,3	7,7	8,7	8,4	8,7	8,9
Útflutningur	6,4	7,6	8,6	7,8	10,2	11,1	10,9
Innflutningur	8,7	11,7	14,6	15,7	15,5	14,7	14,5
Hagvöxtur	4,2	4,5	4,9	5,0	6,0	7,2	7,4

Hagvöxtur ársins reyndist vera mun meiri en spár gerðu ráð fyrir enda var hagvaxtarspá endurskoðuð til hækkunar í öllum útgáfum *Peningamála* árið 2016. Fráviknið á að mestu leyti rætur sínar að rekja til útflutnings því að ferðamannastraumur til landsins reyndist töluvert meiri en spár gerðu ráð fyrir. Á móti vó vanspá innflutnings í febrúar- og maíheftum *Peningamála* árið 2016. Hagvaxtarspá *Peningamála* 2016/1 var 3,2 prósentum lægri en hagvöxtur reyndist vera. Þessi vanspá varð minni eftir því sem leið á árið og var hagvexti vanspáð um 1,4 prósentur í *Peningamálum* 2017/1, sem byggðist á bráðabirgðagögnum fyrir þriðja ársfjórðung 2016. Mynd 6 sýnir hvernig skekkja í spám um útgjaldaliðina skýrir skekkju í spám um hagvöxt ársins.

Vexti einkaneyslu, sem var einstaklega mikill árið 2016, var vanspáð nema í *Peningamálum* 2016/4. Spá *Peningamála* um vöxt samneyslu var í svipuðum takti og bráðabirgðatölur Hagstofunnar en með endurskoðun þjóðhagsreikninga í september var samneyslan hækkuð um 0,4 prósentur. Það kemur ekki á óvart að spáskekkja fjármunamyndunar var mest af undirlíðum þjóðhagsreikninga. Fjárfesting er sveiflukennastali liður þjóðhagsreikninga og breytist einna mest í endurskoðunum Hagstofunnar.

Að fjármunamyndun undanskilinni var mest skekkja í spá um utanríkisverslun. Í *Peningamálum* 2015/4 var bæði útflutningi og innflutningi vanspáð. Skekkjan var hins vegar af svipaðri stærð og hafði því lítil áhrif á spáskekkju hagvaxtar. Í *Peningamálum* 2016/2 var vanspá útflutnings meiri en innflutnings sem leiddi til vanspár hagvaxtar umfram þá skekkju sem á rætur sínar að rekja til þjóðarútgjalda. Í *Peningamálum* 2016/4 var hins vegar bæði útflutningi vanspáð og innflutningi ofspáð, sem skýrir nær alla spáskekkju hagvaxtar í þeirri útgáfu, því að spá þjóðarútgjalda var nærri lagi.

Spár Seðlabankans yfir lengri tímabil í samanburði við spár annarra spáaðila

Á mynd 7 má sjá hagvaxtarspá *Peningamála* fyrir árið 2016 í samanburði við meðaltal spáa annarra aðila sem birta reglulega spár um íslenskan þjóðarbúskap. Spár bankans voru allar gerðar á fjórða ársfjórðungi á árunum 2013-2016. Meðaltalið samanstendur af síðustu spá hvers árs frá sjö spáaðilum: Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Alþýðusambandi Íslands (ASÍ), stóru viðskiptaböndunum þremur,

Hagstofunni og framkvæmdastjórn Evrópusambandsins.³ Bil hæsta og lægsta spágildis er sýnt sem skyggt svæði. Þetta bil breiðkar jafnan þegar mikil óvissa ríkir um efnahagshorfur. Að öllu jöfnu ættu hagspár að verða meira samhljóma þegar nær dregur spátímabilinu og ítarlegri upplýsingar liggja fyrir.

Ágætis samhljómur er milli spáa *Peningamála* og meðaltals spáa annarra aðila, enda vanspáðu allir aðilar hagvexti ársins. Spáskekkja Seðlabankans var nærri meðalspáskekkju annarra aðila og er svipaður stífgandi í hagvaxtarspám annarra aðila og í spám Seðlabankans. Þó er meðaltal spáa annarra aðila í lok árs 2016 2,5 prósentum lægra en hagvöxtur reyndist á árinu.

Mynd 8 sýnir sama samanburð verðbólgu spáa. Spár Seðlabankans um verðbólgu til lengri tíma hafa tilhneigingu til að koma betur út en spár annarra aðila. Þetta hefur reynt rétt á síðustu árum og er árið 2016 engin undantekning þar á: spár bankans eru nær endanlegri útkomu ársins en meðaltal annarra spáaðila allt tímabilið.

Spár Seðlabankans árið 2016 í alþjóðlegum samanburði

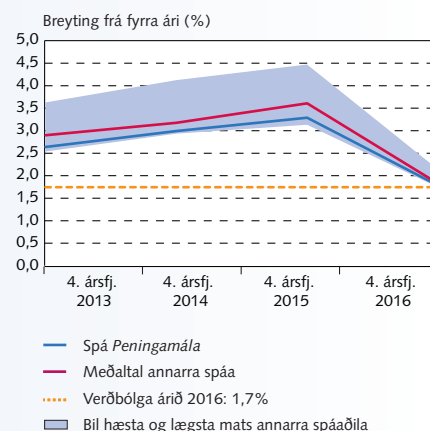
Að lokum getur verið gagnlegt að setja spár bankans í alþjóðleg samhengi. Verðbólga hefur verið mjög lítil um langa hríð víða í hinum þróaða heimi og hefur haldist lítil þótt alþjóðleg efnahagsbati hafi tekið við sér. Ofspá verðbólgu hefur því verið alþjóðleg ráðgáta um nokkra hríð.⁴ Eins og sjá má á mynd 9 reyndist verðbólga í flestum þróuðum ríkjum minni í fyrra en spáð var í árslok 2015. Verðbólga í Bretlandi og Noregi reyndist meiri en gert var ráð fyrir en það er að hluta til vegna gengislækkunar pundans og norsku krónunnar. Ofspá Seðlabankans er meiri en hjá öðrum löndum og tengist fyrst og fremst mikilli og ófyrirséðri gengishækkun sem varð á tímabilinu eins og áður hefur verið rakið.

Mynd 10 sýnir sambærilegan samanburð á hagvaxtarspám. Hagvöxtur fyrir árið 2016 reyndist ofmetinn í Bandaríkjunum, Svíþjóð og á Bretlandi en vanmetinn í hinum ríkjunum. Vanmatið var töluvert meira hér á landi en í öðrum löndum og tengist hinum óvenju stóru búhnykkjum sem þjóðarbúið varð fyrir, þ.e. miklum viðskiptakjarabata og gríðarlegum vexti í ferðapjónustu.

3. Ekki spá allir þessir aðilar þrjú ár fram í tímann og því byggist 2013-gildið í mynd 7 einungis á spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, Hagstofu Íslands og Landsbankans. Þetta skýrir að einhverju leyti hvers vegna bil hæsta og lægsta mats spáaðila er minna 2013 en 2014.

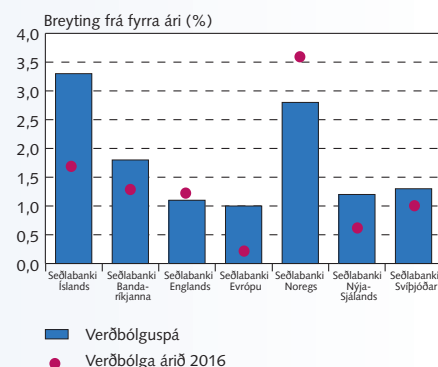
4. Sjá t.d. umfjöllun í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*: „The dog that didn't bark: has inflation been muzzled or was it just sleeping“ (kafli 3 í aprílhefti 2013) og „Global disinflation in an era of constrained monetary policy“ (kafli 3 í októberhefti 2016).

Mynd 8
Spár um verðbólgu árið 2016



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

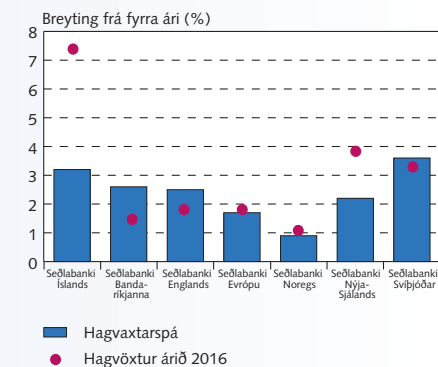
Mynd 9
Spár um verðbólgu árið 2016 í völdum iðnríkjum¹



1. Spár gerðar í lok árs 2015 að undanskilinni spá Seðlabanka Bandaríkja sem var gerð í júlí 2015. Spá Seðlabanka Englands er verðbólga á fjórða fjórðungi 2016 frá sama ársfjórðungi árið áður.

Heimildir: Seðlabanki Bandaríkja, Seðlabanki Englands, Seðlabanki Evrópu, Seðlabanki Noregs, Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Svíþjóðar, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10
Spár um hagvöxt árið 2016 í völdum iðnríkjum¹



1. Spár gerðar í lok árs 2015 að undanskilinni spá Seðlabanka Bandaríkja sem var gerð í júlí 2015.

Heimildir: Seðlabanki Bandaríkja, Seðlabanki Englands, Seðlabanki Evrópu, Seðlabanki Noregs, Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Svíþjóðar, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Viðauki 1

Spátöflur

Tafla 1 Landsframleiðsla og helstu undirliðir¹

	2016	2017	2018	2019	2020
Einkaneysla	7,1 (6,9)	7,9 (7,1)	6,3 (6,0)	3,7 (3,6)	2,8
Samneysla	1,9 (1,5)	1,5 (1,6)	1,6 (1,6)	1,5 (1,6)	1,8
Fjármunamyndun	22,8 (22,7)	8,8 (9,2)	-0,4 (-0,7)	5,5 (4,9)	4,5
Atvinnuvegafjárfesting	26,4 (24,7)	3,2 (4,8)	-6,8 (-6,2)	2,5 (1,7)	0,9
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	29,4 (33,7)	23,7 (25,3)	18,2 (17,9)	13,3 (12,6)	13,9
Fjárfesting hins opinbera	-1,0 (2,5)	22,9 (19,0)	6,1 (3,6)	6,4 (8,5)	3,7
Þjóðarútgjöld	8,9 (8,7)	6,3 (6,5)	3,7 (3,1)	3,6 (3,4)	2,9
Útflutningur vöru og þjónustu	10,9 (11,1)	6,1 (8,7)	4,3 (4,3)	3,4 (3,3)	2,4
Innflutningur vöru og þjónustu	14,5 (14,7)	12,2 (11,9)	5,2 (3,8)	5,9 (5,5)	3,3
Verg landsframleiðsla (VLF)	7,4 (7,2)	3,7 (5,2)	3,4 (3,3)	2,5 (2,5)	2,5
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	2.449 (2.422)	2.523 (2.555)	2.647 (2.695)	2.777 (2.834)	2.923
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	9,7 (9,4)	3,0 (5,5)	4,9 (5,5)	4,9 (5,1)	5,2
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	21,3 (21,2)	21,9 (21,2)	20,8 (20,0)	21,2 (20,4)	21,4
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	15,4 (15,2)	14,7 (14,1)	12,9 (12,3)	12,6 (12,0)	12,2
Þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) ²	29,2 (29,3)	25,8 (27,3)	24,3 (25,8)	23,7 (25,1)	23,5
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-0,8 (-0,8)	-2,2 (-0,8)	-0,2 (0,5)	-1,0 (-0,7)	-0,3

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/3). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og viðskiptajafnaðar. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur¹

	2016	2017	2018	2019	2020
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-2,0 (-2,0)	-0,9 (3,0)	2,0 (1,0)	1,7 (2,0)	2,0
Útflutningsframleiðsla áls ²	-3,3 (-3,3)	6,5 (6,0)	1,1 (1,0)	1,4 (1,5)	1,5
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	0,2 (0,2)	0,0 (2,5)	1,5 (1,0)	1,2 (1,0)	1,0
Verð áls í USD ³	-13,7 (-13,7)	18,9 (16,0)	5,7 (2,0)	-0,3 (-1,0)	1,7
Verð eldsneytis í USD ⁴	-15,7 (-15,7)	19,0 (16,0)	3,3 (4,0)	3,1 (5,0)	1,7
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	2,4 (2,4)	0,9 (2,2)	0,3 (0,0)	0,0 (-0,5)	-0,1
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁵	1,0 (1,0)	1,7 (1,7)	1,7 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	1,7 (1,7)	2,2 (2,1)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	1,9
Innflutningur helstu viðskiptalanda ⁵	2,5 (2,5)	4,1 (4,1)	4,0 (3,9)	3,8 (3,6)	3,8
Seðlabankavextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁶	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,4 (0,4)	0,5 (0,6)	0,7

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/3). 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 tölum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, Consensus Forecasts, Global Insight og OECD. 6. Spá byggð á framvirkum seðlabankavöxtum helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Tafla 3 Viðskiptajöfnuður og undirliðir hans¹

	2016	2017	2018	2019	2020
Vöru- og þjónustujöfnuður	6,3 (6,6)	4,2 (6,1)	4,0 (6,2)	2,9 (5,2)	2,4
Jöfnuður frumþáttatekna ²	1,4 (1,4)	-0,2 (-0,4)	-0,5 (-0,5)	-0,4 (-0,5)	-0,3
Viðskiptajöfnuður	7,8 (7,9)	4,0 (5,8)	3,5 (5,8)	2,5 (4,7)	2,1

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/3). 2. Reiknað samkvæmt staðli Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Jöfnuður frumþáttatekna að viðbættum hreinum rekstrarframlögum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Opinber fjármál¹

	2016	2017	2018	2019	2020
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	12,3 (17,2)	0,9 (0,9)	1,4 (1,0)	1,3 (0,8)	1,2
Frumjöfnuður ríkissjóðs	15,1 (20,3)	3,3 (3,3)	3,9 (3,4)	3,6 (3,0)	3,2
Frumjöfnuður ríkissjóðs án einkisliða ²	3,5 (3,3)	1,7 (2,5)	2,9 (3,1)	2,9 (2,8)	2,8
Heildarjöfnuður hins opinbera	12,7 (17,2)	1,1 (1,2)	1,6 (1,3)	1,5 (1,1)	1,4
Frumjöfnuður hins opinbera	15,6 (20,4)	3,8 (3,9)	4,6 (3,9)	4,3 (3,6)	3,8
Vergar skuldir hins opinbera	53 (54)	45 (45)	39 (42)	37 (39)	37
Hreinar skuldir hins opinbera ³	41 (42)	35 (35)	29 (32)	28 (30)	27

1. Hlutfall af VLF á rekstrargrunni, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/2). 2. Einkisliðir eru stöðugleikafamlögin, arðgreiðslur, sérstök innborgun í LSR A-deild og flýting niðurgreiðslu verðtryggðra lána. 3. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádregnum sjóðum og bankainnstæðum.

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

Tafla 5 Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta¹

	2016	2017	2018	2019	2020
Atvinnuleysi (% af mannafla)	3,0 (3,0)	2,6 (2,7)	2,7 (3,0)	3,0 (3,5)	3,3
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	81,1 (81,1)	80,6 (81,4)	80,2 (81,0)	79,9 (80,6)	79,4
Heildarvinnustundir	3,0 (3,0)	1,1 (3,6)	1,9 (1,9)	1,7 (1,4)	1,4
Framleiðni vinnuafis ²	4,3 (4,1)	2,5 (1,6)	1,5 (1,4)	0,8 (1,1)	1,1
Launakostnaður á framleidda einingu ³	4,6 (4,9)	3,9 (5,5)	4,7 (4,7)	5,3 (5,1)	3,1
Launahlutfall (% af vergum þáttatekjum)	60,7 (62,4)	63,5 (65,8)	65,5 (67,4)	67,4 (69,1)	67,7
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	9,2 (7,3)	7,6 (11,7)	6,3 (5,3)	5,6 (4,6)	2,2
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	3,3 (2,9)	1,8 (2,8)	1,5 (1,5)	1,0 (0,8)	0,2

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/3). 2. Hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda. 3. Hlutfall launakostnaðar og framleiðni vinnuafis.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Gengi krónunnar og verðbólga¹

	2016	2017	2018	2019	2020
Vísitala meðalgengis ²	179,9 (179,9)	160,1 (159,4)	155,6 (154,1)	150,8 (151,9)	149,8
Raugengi (hlutfallslegt verðlag) ³	89,2 (89,2)	100,0 (100,4)	103,6 (104,7)	107,4 (107,1)	109,0
Raugengi (hlutfallslegur launakostnaður) ³	85,4 (87,1)	98,2 (102,1)	104,1 (109,0)	110,8 (113,7)	112,2
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	1,7 (1,7)	1,8 (1,8)	2,5 (2,6)	2,3 (2,8)	2,8
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	1,7 (1,7)	1,5 (1,6)	2,3 (2,5)	2,8 (3,3)	2,8

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/3). 2. Þröng viðskiptavog (vísitala = 100 31. desember 1991). Vísitalan hefur verið endurreiknuð þannig að 2. janúar 2009 taki hún sama gildi og vísitala gengisskráningar sem hætt hefur verið að reikna. 3. Ársmeðaltal 2005 = 100.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 7 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi		
2016:4	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)
2017:1	1,8 (1,8)	1,6 (1,6)	0,0 (0,0)
2017:2	1,7 (1,7)	1,5 (1,5)	3,7 (3,7)
2017:3	1,7 (1,8)	1,4 (1,5)	1,0 (1,6)
	Spáð gildi		
2017:4	1,9 (2,0)	1,7 (1,8)	3,0 (2,7)
2018:1	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)	0,4 (-0,1)
2018:2	2,4 (2,4)	2,2 (2,3)	5,1 (5,5)
2018:3	2,7 (2,8)	2,5 (2,7)	2,3 (3,1)
2018:4	2,9 (3,2)	2,7 (3,0)	3,7 (4,2)
2019:1	2,4 (2,8)	2,9 (3,3)	-1,3 (-1,3)
2019:2	2,4 (2,9)	2,9 (3,4)	5,0 (5,9)
2019:3	2,2 (2,9)	2,7 (3,4)	1,5 (2,9)
2019:4	2,2 (2,7)	2,7 (3,2)	3,8 (3,4)
2020:1	2,8 (3,1)	2,8 (3,1)	1,1 (0,1)
2020:2	2,9 (3,0)	2,9 (3,0)	5,4 (5,6)
2020:3	2,8 (2,9)	2,8 (2,9)	1,0 (2,3)
2020:4	2,7	2,7	3,3

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2017/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

