



PENINGAMÁL

2018•2

Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 4 Peningamál 2018/2
 - 5 Kafli I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir
 - 15 Kafli II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör
 - 21 Kafli III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir
 - 29 Kafli IV Eftirspurn og hagvöxtur
 - 39 Kafli V Vinumarkaður og nýting framleiðsluþátta
 - 43 Kafli VI Verðbólga
 - 47 Rammagrein 1 Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns og fjármögnunarskilyrði heimila og fyrirtækja
 - 51 Rammagrein 2 Ný tölfræði um vinnumagn og framleiðni
 - 53 Rammagrein 3 Nýr mælikvarði á nýtingu framleiðsluþátta
 - 55 Rammagrein 4 Undirliggjandi verðbólga metin með sameiginlegum þætti vísitölu neysluverðs
- 57 Viðauki 1 Spátöflur

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

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

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

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 101 Reykjavík

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

72. rit. 16. maí 2018

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

16. maí 2018

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 máíhefti *Peningamála* eru horfur á að hagvöxtur verði aðeins minni í ár en í fyrra. Fer þar saman hægari vöxtur útflutnings og minni vöxtur innlendrar eftirspurnar. Þetta er áþekkur hagvöxtur og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans og líkt og þá er talið að hann minnki frekar á næstu tveimur árum.

Verðbólga var 2,5% á fyrsta fjórðungi ársins og 2,3% í apríl. Undirliggjandi verðbólga er á svipuðu róli. Verðbólga hefur því í stórum dráttum verið í samræmi við 2½% verðbólguþætti Seðlabankans síðustu mánuði. Áfram hefur dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en gagnstæð áhrif gengisbreytinga krónunnar á verðbólgunu hafa dvínað. Líklegt er að þessi þróun haldi áfram á næstunni. Gengi krónunnar er nær óbreytt frá síðasta fundi peningastefnunefndar og gjaldeyrismarkaðurinn hefur áfram verið í ágætu jafnvægi. Hvorki verðbólguhorfur né verðbólguvæntingar hafa breyst að neinu marki frá síðasta fundi nefndarinnar.

Horfur eru á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Eigi að síður er áfram þörf fyrir peningalegt aðhald til að halda aftur af örum vexti innlendrar eftirspurnar. Dregið hefur úr hættu á ósjálfbærum launahækkunum til skamms tíma litið en undirliggjandi spenna á vinnu- markaði er enn til staðar.

Peningamál 2018/2¹

Enn bætir í hagvöxt í heiminum. Hann var 3,8% í fyrra og í helstu viðskiptalöndum mældist 2,4% vöxtur sem er sá mesti sem mælt hefur síðan árið 2010. Íslenskur þjóðarbúskapur hefur notið þessa bata og jókst útflutningur töluvert í fyrra og viðskiptakjör héldu áfram að batna. Bati ytri skilyrða hefur þó verið hægari en á árunum 2015-2016. Einkum hefur hægt á vexti útflutnings sem hefur verið mun hraðari en hagvöxtur í viðskiptalöndunum undanfarin ár.

Hægari bati ytri skilyrða hefur dregið úr hagvexti frá því að hann náði hámarki í 7,5% árið 2016. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var 3,6% hagvöxtur í fyrra eða áþekkur því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Hagvaxtarhorfur fyrir þetta og næstu tvö ár breytast einnig lítið. Talið er að hagvöxtur verði svipaður í ár og hann var í fyrra eða 3,3% en að hann minnki enn frekar á næstu tveimur árum og nálgist tæplega 3% langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins. Þar leggjast á sömu sveif hægari vöxtur útflutnings og neyslu- og fjárfestingarútgjalda einkaaðila en á móti vega aukin umsvif hins opinbera. Þrátt fyrir að einnig dragi úr vexti þjóðarútgjalda eru horfur á að þau muni áfram vaxa hraðar en hagvöxtur og því muni afgangurinn á viðskiptum við útlönd minnka áfram.

Kröftugur vöxtur vinnuafseftirspurnar mældist á fyrsta fjórðungi þessa árs og atvinnuleysi hélt áfram að minnka. Líkt og í febrúarspá bankans er talið að hægja muni á fjölgun starfa er líður á spátímann í takt við minnkandi hagvöxt. Spennu gætir þó enn á vinnumarkaði þótt á móti vegi mikill innflutningur vinnuafis. Framleiðsluspenna er enn talin vera nokkur og heldur meiri en gert var ráð fyrir í febrúar. Líkt og þá er áætlað að spennan hafi þegar náð hámarki og verði nánast horfin í árslok 2020.

Verðbólga mældist 2,5% á fyrsta fjórðungi þessa árs og hafði aukist um 0,6 prósentur frá fjórða ársfjórðungi í fyrra. Undirliggjandi verðbólga hefur aukist að sama skapi og er, eins og mæld verðbólga, nálægt markmiði bankans. Verðbólguhorfur breytast lítið frá febrúarspánni. Talið er að verðbólga aukist er líður á árið og verði 2,9% á fjórða ársfjórðungi en að hún hjaðni á ný í markmið á næsta ári og verði í námunda við það út spátímann.

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

I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans

Alþjóðleg hagvaxtarhorfur halda áfram að batna

Alþjóðleg efnahagssumsvif sóttu nokkuð í sig veðrið á seinni hluta síðasta árs, studd af hagstæðum fjármálagum skilyrðum og aukinni bjartsýni heimila og fyrirtækja. Heimshagvöxtur mældist 4% á seinni hluta ársins en 3,8% á árinu öllu. Er það mesti hagvöxtur sem hefur mælst í heiminum frá árinu 2011 og 0,6 prósentum meiri vöxtur en var árið 2016. Efnahagshorfur fyrir næstu ár halda áfram að batna og gerir Alþjóðdagjaldeyrissjóðurinn ráð fyrir að heimshagvöxtur verði 3,9% í ár og á næsta ári og að hinn þráláti slaki sem hefur einkennt þjóðarbúskap helstu iðnríkja muni hverfa þegar líður á þetta ár.

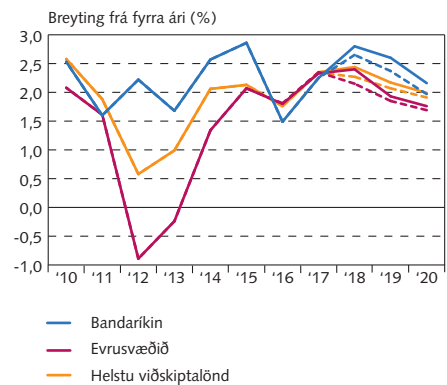
Hagvöxtur var 2,4% að meðaltali í helstu viðskiptalöndum í fyrra og jókst um 0,6 prósentur frá fyrra ári. Samkvæmt grunnspánni er gert ráð fyrir að hann verði einnig 2,4% í ár sem er lítillega meiri vöxtur en spáð var í febrúarhefti *Peningamála* (mynd I-1). Munar þar mest um betri hagvaxtarhorfur fyrir evrusvæðið og Bandaríkin. Líkt og í fyrri spám Seðlabankans er gert ráð fyrir að heldur hægi á hagvexti í helstu viðskiptalöndum á næstu tveimur árum en bæði árin er þó spáð meiri vexti en í febrúar. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

Grunnspá gerir ráð fyrir að gengi krónunnar hækki lítillega til viðbótar fram á næsta ár

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötnuðu um 1,7% í fyrra og hafa batnað um tæplega 15% frá árinu 2013. Viðskiptakjör í vöruviðskiptum versnuðu hins vegar lítillega þrátt fyrir liðlega 20% hækkun álverðs enda hækkaði innflutningsverð vöru í erlendum gjaldmiðlum um tæplega 9%. Þá lækkaði verð sjávarafurða um 1% í erlendum gjaldmiðlum. Minni kvóti í Barentshafi og aukin bjartsýni um markaðshorfur gera það hins vegar að verkum að nú er spáð nokkru meiri hækkun verðs sjávarafurða í ár en gert var ráð fyrir í febrúar. Þrátt fyrir þetta og mikla hækkun álverðs að undanförunu er útlit fyrir að viðskiptakjör vöru og þjónustu versni um 0,4% í ár eftir fjögurra ára samfelldan bata. Skýrist það fyrst og fremst af meiri verðbólgu í viðskiptalöndunum. Mestu munar um 20% hækkun olíuverðs í ár og tæplega 6% hækkun verðs annarrar hrávöru. Þetta eru lakari viðskiptakjör en gert var ráð fyrir í febrúar en á næstu tveimur árum er hins vegar talið að þau batni samtals um 2½% sem er 1½ prósentu meiri bati en spáð var í febrúar (mynd I-2). Munar þar mestu um að nú er útlit fyrir að heimsmarkaðsverð olíu verði lægra á næstu tveimur árum en framvirkt verð benti til í febrúar.

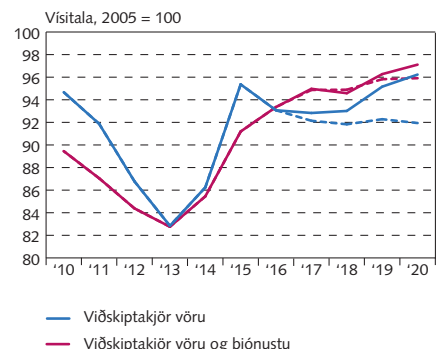
Gengi krónunnar hefur hækkað um 1½% gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla frá útgáfu *Peningamála* í febrúar og það sem af er öðrum ársfjórðungi er það liðlega 1% hærra en þá var gert ráð fyrir. Samkvæmt grunnspánni er talið að gengi krónunnar hækki lítillega til viðbótar í ár og verði 1½% hærra á árinu en að meðaltali í fyrra (mynd I-3). Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir áframhaldandi hækkun á næsta ári og er gengisferillinn litið breyttur frá febrúarspánni. Eins og rakið

Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2010-2020¹



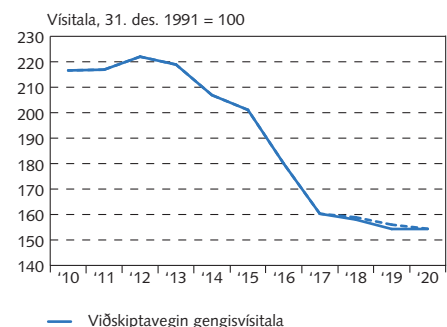
1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2
Viðskiptakjör 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

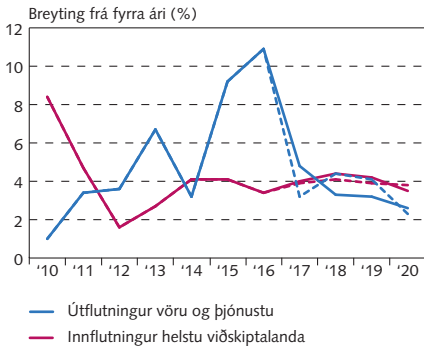
Mynd I-3
Gengi krónunnar 2010-2020¹



1. Þróng viðskiptavog. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/1. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

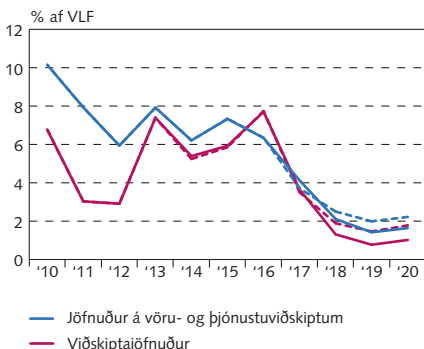
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalinur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5

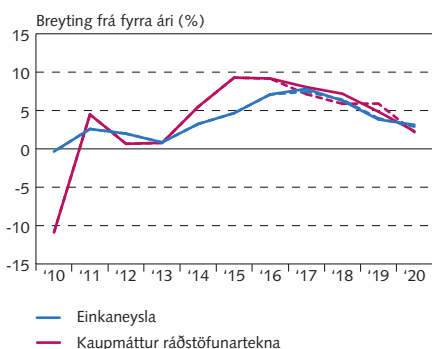
Viðskiptajöfnuður 2010-2020¹



1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalinur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6

Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalinur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* er talið að hækkingun jafnvægisraungengis hafi átt ríkan þátt í gengishækkun undanfarinna missera en núverandi raungengi er talið nálægt jafnvægi sínu. Það mat er hins vegar ávallt háð óvissu líkt og fjallað er um síðar í þessum kafla. Um þróun viðskiptakjara og gengis er fjallað í köflum II og III.

Vöxtur útflutnings tekinn að hægja á sér og horfur á að viðskiptaafgangurinn haldi áfram að minnka

Töluvert hægði á vexti útflutnings þjónustu í fyrra eftir hraðan vöxt árin á undan. Hann jókst um liðlega 8% árið 2017 en á árunum 2015-2016 var vöxturinn að meðaltali rúmlega 17% á ári. Þróunin í ferðaþjónustu vegur þar þýngst en hægt hefur á vexti hennar eftir gríðarlegan vöxt undanfarin ár. Útflutt þjónusta jókst þó töluvert hraðar í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúar sem skýrist af óvæntum vexti útflutnings hugverka fyrirtækja í lyfjaiðnaði á fjórða ársfjórðungi. Þessi liður hafði dregist verulega saman á þriðja ársfjórðungi og bentu upplýsingar sem þá lágu fyrir til þess að hér væri um varanlegan samdrátt að ræða. Svo reyndist hins vegar ekki vera og er það helsta ástæða þess að heildarútflutningur jókst um 4,8% í fyrra en ekki 3,2% eins og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans (mynd I-4). Eins og áður er talið að hægja muni á vexti útflutnings á spátímanum í takt við hækkandi raungengi. Gert er ráð fyrir að áfram dragi úr vexti ferðaþjónustu en á móti vegur aukinn útflutningur sjávarafurða en talið er að hann muni aukast um 4% í ár eftir áþekkan samdrátt í fyrra og samtals ríflega 16% samdrátt undanfarin fjögur ár.

Afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði nam 4,1% af landsframleiðslu í fyrra og hafði hann minnkað um liðlega 2 prósentur frá fyrra ári (mynd I-5). Líkt og í fyrri spám bankans er talið að áfram gangi á afganginn og að hann verði um 2,1% af landsframleiðslu í ár og 1½% af landsframleiðslu á næstu tveimur árum. Þetta er minni afgangur en spáð var í febrúar og vegast þar á áhrif óhagstæðari utanríkisviðskipta á móti áhrifum hagstæðari viðskiptakjara. Afgangurinn á viðskiptajöfnuði minnkar með áþekkingu hætti úr 3,7% af landsframleiðslu í fyrra í 1,3% í ár og um 1% af landsframleiðslu á næsta ári. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Áfram horfur á hröðum vexti þjóðarútgjalda þótt hægi á vexti einkaneyslu og fjármunamyndunar

Einkaneysla hefur aukist hratt undanfarin ár. Mikil hækkingun raunlauna, aukin atvinna, bætt eignastaða heimila og lækkun skulda hafa ýtt undir vöxtinn. Þá hafa viðhorf heimilanna einkennst af bjartsýni um ástand og horfur í efnahagsmálum. Útlit er fyrir að vöxtur einkaneyslu hafi náð hámarki í fyrra er hún jókst um 7,8% frá fyrra ári en það er mesti vöxtur hennar á einu ári frá árinu 2005. Þótt horfur séu á hægari vexti einkaneyslu í ár verður hann áfram kröftugur eða 6,3% (mynd I-6). Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að einkaneyslan vaxi að meðaltali um 3½% á ári á næstu tveimur árum. Á heildina litið er þetta heldur meiri vöxtur einkaneyslu en spáð var í febrúar enda útlit fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna vaxi hraðar en þá var talið. Hlutfall sparnaðar heimila helst tiltölulega stöðugt í rúmlega 11% af ráðstöfunartekjum út spátímann.

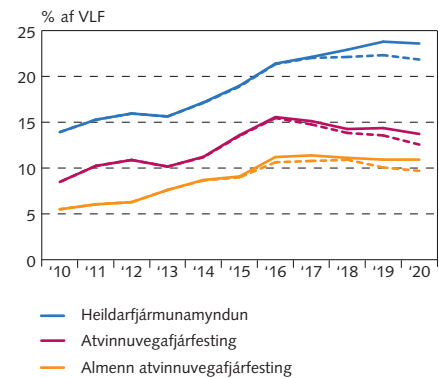
Dregið hefur úr vexti fjárfestingar eftir mikinn vöxt frá árinu 2014. Töluvert munar um minni fjárfestingu atvinnuveganna en hún jókst um 4,3% í fyrra en tæplega fjórðung á ári árin þrjú þar á undan. Heildarfjármunamyndun jókst því um 9,3% í fyrra og hefur hlutfall hennar af landsframleiðslu hækkað úr 15,6% árið 2013 í 22,1% í fyrra sem er 1 prósentu yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að áfram hægi á vexti fjárfestingar í ár. Atvinnuvegafjárfesting er talin dragast saman um 2,5% frá fyrra ári en almenn atvinnuvegafjárfesting, þ.e. atvinnuvegafjárfesting utan fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og skipum og flugvélum, eykst um 3,6%. Alls er fjármunamyndun talin aukast um 6,5% í ár sem er nokkru meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans og vegur þar þungst töluverð endurskoðun á fjárfestingarumsvifum hins opinbera. Horfur á hraðari vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar á næstu tveimur árum gerir það einnig að verkum að heildarfjármunamyndun er talin vaxa hraðar á næstu tveimur árum en spáð var í febrúar. Gangi spáin eftir mun hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu hækka enn frekar og nema 23½% af landsframleiðslu frá næsta ári. Hlutfall almennrar atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu helst einnig vel yfir sögulegu meðaltali en hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu lækkar í sögulegt meðaltal (mynd I-7).

Þjóðarútgjöld endurspeglar öll neyslu- og fjárfestingarútgjöld einkaaðila og hins opinbera hér á landi. Þau jukust um 6,8% í fyrra og 9% árið 2016. Með hægari vexti einkaneyslu og fjárfestingarútgjalda atvinnuveganna eru horfur á að áfram hægi á vexti þjóðarútgjalda í ár. Gert er ráð fyrir að þau vaxi um 5,2% en að vöxturinn minnki í 4,6% á næsta ári og í tæplega 3% árið 2020 (mynd I-8). Þetta er nokkru meiri ársvöxtur en spáð var í febrúar og skýrist fyrst og fremst af horfum um hraðari vöxt fjárfestingar en þá var gert ráð fyrir. Nánari umfjöllun um þróun einkaneyslu, fjárfestingar og þjóðarútgjalda er að finna í kafla IV.

Hægir á hagvexti í takt við síðustu spá og hagvaxtarhorfur breytast lítið

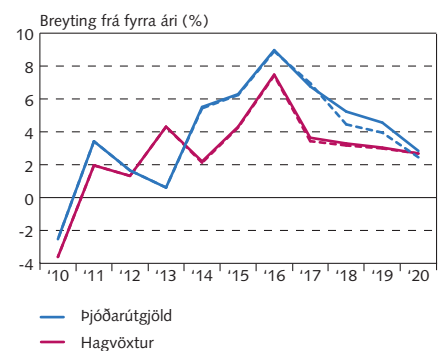
Hratt dró úr hagvexti er leið á síðasta ár og mældist hann einungis 1,5% á síðasta fjórðungi ársins. Á árinu öllu mældist 3,6% hagvöxtur en árið áður var hann 7,5% (mynd I-8). Þessi hjöðnun hagvaxtar var að töluverðu leyti fyrirsjáanleg enda viðbúið að hægja myndi á vexti þjónustuútflutnings auk þess sem verulega dró úr útflutningi og birgðum í sjávarútvegi sakir sjómannaverkfalls í byrjun síðasta árs. Hjöðnun hagvaxtar var því í ágætu samræmi við febrúarspá bankans þótt hagvöxtur ársins hafi endað 0,2 prósentum meiri en gert var ráð fyrir. Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa að sama skapi lítið breyst frá því í febrúar. Talið er að hagvöxtur hafi aukist nokkuð á fyrsta ársfjórðungi, sem m.a. endurspeglar áhrif birgðaaukningar í sjávarútvegi eftir birgðalækkun í kjölfar sjómannaverkfalls, en að hann verði 3,3% á árinu í heild í stað 3,2% í febrúarspánni. Eins og í febrúar er talið að áfram hægi á hagvexti á næstu tveimur árum og að hann verði 3% á næsta ári og 2¾% árið 2020 sem er nálægt langtímaleitnivexti. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Mynd I-7
Fjármunamyndun 2010-2020¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

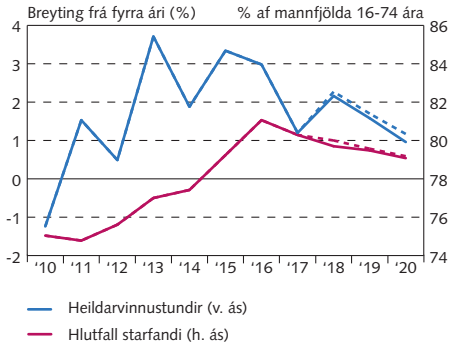
Mynd I-8
Þjóðarútgjöld og hagvöxtur 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

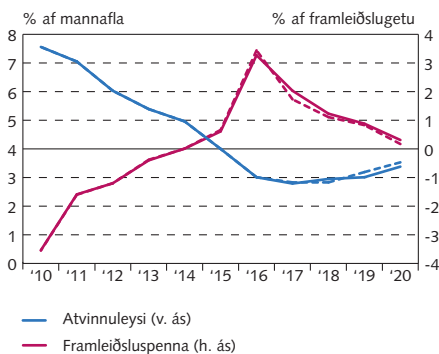
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalinur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10

Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalinur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vöxtur vinnuafleifisþrúvar áfram hraður en líklegt að spennan í þjóðarþúinu sé að minnka

Heildarvinnustundum fjölgaði um 2,3% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins sem er svipuð fjölgun og verið hefur að meðaltali frá því að bati á vinnumarkaði hófst. Störfum fjölgaði um 1,6% frá fyrra ári og árstíðarleidd rétt atvinnuleysi hélt áfram að minnka og mældist 2,6% sem er svipað og það var að meðaltali á árunum 2003-2007.² Að auki fækkaði fólki sem er í hlutastörfum og vill vinna meira og er hlutfall þess af mannafla einnig orðið áþekkt því sem það var að meðaltali árin 2003-2007.

Talið er að heildarvinnustundum fjölgi um 2,2% í ár og að hlutfall starfandi lækki lítillega frá því í fyrra (mynd I-9). Líkt og í febrúarspá bankans er gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi hægar á næstu tveimur árum í takt við hægari hagvöxt og að hlutfall starfandi lækki áfram í líðlega 79% af mannfjölda á vinnualdri. Spáð er að atvinnuleysi verði að meðaltali svipað í ár og í fyrra eða 2,9% en að það þokist smám saman upp í 3½% sem er talið vera það atvinnuleysi sem samræmist verðstöðugleika (mynd I-10).

Líkt og í febrúarspá bankans er talið að framleiðsluspennan hafi náð hámarki í árslok 2016 (mynd I-10). Endurskoðun á hagvaxtar-tölum síðustu ára leiðir þó til þess að framleiðsluspenna mældist 1/3 úr prósentu meiri í lok síðasta árs en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar.³ Horfur eru einnig á lítillega meiri spennu í ár og á næsta ári en árið 2020 er talið að spennan verði nánast horfin líkt og gert var ráð fyrir í febrúar. Rétt er að hafa í huga að mat á framleiðsluspennu er ávallt háð nokkurri óvissu. Nánar er fjallað um vinnumarkaðinn og nýtingu framleiðsluþátta þjóðarþúsins í kafla V.

Verðbólga í verðbólguþrúvarmiði á fyrsta ársfjórðungi og helst nálægt því út spátímam

Verðbólga mældist 2,5% á fyrsta fjórðungi ársins og jókst um 0,6 prósentur frá fjórða ársfjórðungi í fyrra. Aukningin var í takt við febrúarspá bankans en þar hafði verið gert ráð fyrir að hún yrði 2,4% að meðaltali á fjórðungnum. Verðbólga jókst er leið á fjórðunginn og mældist 2,8% í mars og var það í fyrsta skipti í fjögur ár sem verðbólga mældist yfir verðbólguþrúvarmiði bankans. Hún hefur hins vegar hjaðnað á ný og mældist 2,3% í apríl. Farið er að draga saman á milli verðbólgu með og án húsnæðis í takt við hjaðnandi húsnæðis-verðbólgu og mælast vísitala neysluverðs án húsnæðis og samræmda neysluverðsvísitalan nánast óbreyttar milli ára. Áhrif gengishækkunar krónunnar undanfarin ár hafa minnkað og verð á innfluttri vöru og þjónustu er tekið að hækka eftir nánast samfellda lækkun í krónum talið frá árinu 2013. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist og er nú einnig rétt undir verðbólguþrúvarmiðinu (sjá umfjöllun í ramma-grein 4).

Verðbólguvæntingar voru lengi vel nokkuð fyrir ofan verðbólguþrúvarmiðið en tóku að lækka árið 2012 og fóru í þrúvarmiðið

2. Í rammagrein 2 er fjallað um gögn um vinnuþrúvarmiði sem Hagstofan hefur nýlega hafið birtingu á og byggjast á fleiri og itarlegri gögnum en einungis vinnuþrúvarmiðinu og standa vonir til þess að þau muni bæta matið á fjölda heildarvinnustunda.

3. Í rammagrein 3 er fjallað um nýjan mælikvarða á nýtingu framleiðsluþátta sem vænta má að bæti enn frekar mat bankans á þrúvarmiðinu.

árið 2016. Verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði hefur þó hækkað á ný en það virðist fremur endurspegla hækkanði áhættuálag á óverðtryggð langtímaskuldabréf en hækkan langtmaverðbólguvæntinga. Kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði virðist því enn halda.

Svo virðist sem launakostnaður hafi hækkað meira í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Þessi endurskoðun á árhækkun launa í fyrra hefur einnig áhrif á mælda árhækkun í ár. Við bætist að launaskrið hefur verið heldur meira það sem af er ári en gert var ráð fyrir í febrúar. Litlar breytingar eru hins vegar á mati á framleiðnivexti og því hækkar launakostnaður á framleidda einingu nokkru meira í fyrra og í ár en áætlað var í febrúar (mynd I-11). Talið er að hann hafi hækkað um 5,2% í fyrra og hækki um 6,7% í ár. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að nokkuð dragi úr hækkan launakostnaðar á framleidda einingu á næstu tveimur árum og að hækkanin verði í samræmi við verðbólguálagið í lok spátímans.

Í síðustu spá bankans var gert ráð fyrir að efra þrep virðisaukaskatts lækki á næsta ári í samræmi við fyrirtælanir stjórnvalda á þeim tíma. Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* myndi það valda nokkurri hjöðnun mældrar verðbólgu uns áhrifa skattalækkunarinnar gætir ekki lengur í ársbreytingu verðbólgunnar ári síðar. Nú hefur verið horfið frá þessum áætlunum sem veldur því að mæld verðbólga mælist nokkru meiri á næsta ári en spáð var í febrúar (mynd I-12). Eins og sést á mynd I-13 hafa verðbólguhorfur hins vegar lítið breyst frá febrúarmánuði sé tekið tillit til þessarar breyttu skattforsendu. Samkvæmt núverandi grunnsþá er talið að mæld verðbólga verði 2,4% á öðrum fjórðungi ársins en að hún aukist í 2,9% á síðasta fjórðungi ársins. Hins vegar er því spáð að hún hjaðni á ný í markmið á næsta ári og verði í námunda við það út spátímam. Sem fyrr segir er þetta áþekkt því sem gert var ráð fyrir í febrúar og vegast á áhrif þess að nú er gert ráð fyrir hærra gengi krónunnar fram eftir næsta ári á móti meiri hækkan launakostnaðar og lítilla meiri framleiðsluspennu framan af spátímanum. Nánar er fjallað um óvissupætti verðbólguþárárinnar hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Lykilforsendur og helstu óvissupættir

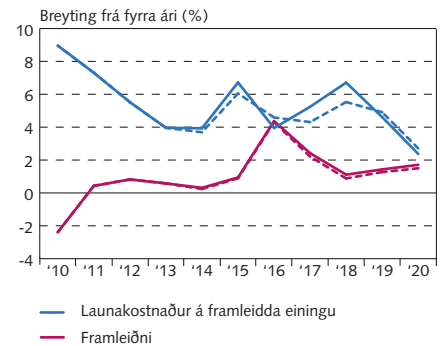
Grunnsþáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um innlenda hagstjórn og ytra umhverfi íslensks þjóðarbúskapar. Hún byggist einnig á mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir er forsendum um innlenda hagstjórn lýst. Einnig eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissupættir og rakið hvernig breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem vikur frá grunnsþánni.

Stefnan í opinberum fjármálum og peningastefnan

Líkt og í fyrri spám Seðlabankans er gert ráð fyrir að aðhald ríkisfjármála aukist í ár. Aukningin er hins vegar nokkru minni en spáð var í febrúar eða 0,3% af landsframleiðslu í stað 0,8% (sjá kafla IV). Samkvæmt fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar verður hins vegar svipuð slökun á aðhaldsstigi ríkisfjármála á næstu tveimur árum og gert var

Mynd I-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2010-2020¹

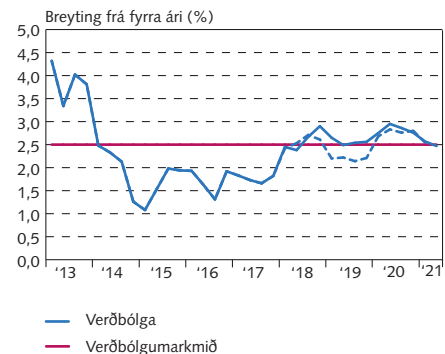


1. Framleiðni mæld sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Grunnsþá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga¹

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2021

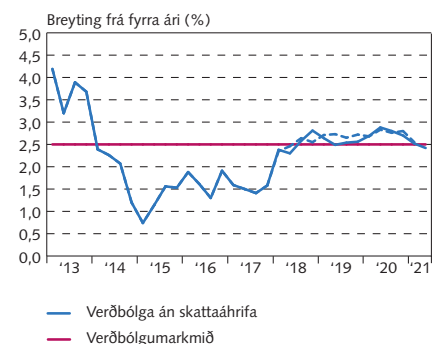


1. Grunnsþá Seðlabankans 2. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Verðbólga án áhrifa óþeirra skatta¹

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2021



1. Grunnsþá Seðlabankans 2. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14

Leiðandi vísbending um heimshagvöxt¹

Janúar 2016 - apríl 2018



— Framleiðsluvísitala vöru og þjónustu

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

Heimild: Thomson Reuters.

ráð fyrir í febrúarspá bankans eða 0,9% af landsframleiðslu í stað 0,8%. Samtals nemur því slökun á aðhaldi 0,7% af landsframleiðslu árin 2018-2020 í stað þess að ríkisfjármálastefnan sé hlutlaus eins og gert var ráð fyrir í febrúarspánni.

Meginvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í 4,25% frá því í október í fyrra en þá höfðu þeir lækkað um 1,5 prósentur frá því þeir náðu hámarki í ágúst 2016 (sjá kafla III). Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir bankans þróist á spátímanum í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sé í samræmi við verðbólguþröngunarmarkmiðið til meðallangs tíma.

Aukinnar bjartsýni gætir en alþjóðlegar efnahagshorfur verði ofmetnar

Aukinnar bjartsýni virðist almennt gæta um alþjóðlegar efnahagshorfur og fjármálaleg skilyrði eru víða mjög hagstæð þrátt fyrir umrót á mörkuðum snemma í febrúar. Sem fyrr eru alþjóðlegar efnahagshorfur þó óvissu háðar. Hagvöxtur í ár gæti verið vanmetinn ef undirliggjandi kraftur efnahagsbatans reynist meiri en gert er ráð fyrir. Nýlegar smásölutölur hafa hins vegar valdið vonbrigðum og snörp lækkun varð á framleiðsluvísitölum í mars (mynd I-14). Lækkunin var almenn og náði bæði til iðnaðarframleiðslu og þjónustu. Þótt lækkunin tengist að einhverju leyti tímabundnum þáttum, eins og óvenju slæmu veðurfari í Evrópu, er ekki útilokað að skammtímahagvaxtarhorfur séu ofmetnar. Þá gæti batinn reynst brothættur hækki vextir í helstu iðnríkjum hraðar en markaðir gera ráð fyrir.

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur gætu einnig verið ofmetnar litið lengra fram á veginn. Stuðningur við opin og frjáls alþjóðaviðskipti hefur veikt og hætta á tollastríði milli Bandaríkjanna og Kína hefur aukist. Það gæti haft neikvæð áhrif á alþjóðaviðskipti og alþjóðlegan hagvöxt. Fjármálaleg skilyrði gætu einnig breyst hraðar en markaðir búast við, t.d. ef verðbólga eykst hraðar í Bandaríkjunum en spáð er. Það gæti reynt sérstaklega á þjóðarbúskap nýmarkaðsríkja ef hraðari hækkun vaxta í Bandaríkjunum leiðir til hækkunar Bandaríkjadalans sem eykur vaxtabyrði og hækkar erlendar skuldir margra þessara ríkja. Jafnframt gæti það aukið hættu á fjármagnsútlæði frá þeim. Við þetta bætist aukin óvissa í alþjóðlegum stjórnmálum. Allir þessir þættir fela í sér hættu á að alþjóðlegur hagvöxtur sé ofmetinn og að alþjóðleg eftirspurn eftir innlendum afurðum verði því veikari en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Gengishorfur óvissar

Samkvæmt grunnspá heldur gengi krónunnar áfram að hækka út næsta ár. Þessi tæknilega forsenda litast annars vegar af horfum um hagvöxt og vaxtamun gagnvart útlöndum og hins vegar af mati á jafnvægisraungengi. Talið er að jafnvægisraungengið hafi hækkað undanfarin misseri í takt við viðskiptakjarabatann og hraðan vöxt útflutnings sem stuðlaði að viðskiptaafgangi og bætti ytri stöðu þjóðarbúsins (sjá t.d. rammagrein 3 í *Penningamálum* 2016/2). Raungengið er nú talið vera nálægt jafnvægi en matið er háð mikilli óvissu. Þróun jafnvægisraungengis, eins og raungengisins sjálfs, mun ráðast af þróun ytri skilyrða þjóðarbúsins.

Slökun á aðhaldi ríkisfjármála gæti verið vanmetin

Eins og rakið er hér að framan og nánar í kafla IV felur ný fjármálaáætlun í sér minna aðhald í ríkisfjármálum í ár en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Jafnframt eru horfur á meiri slökun á aðhaldi á spátímanum en áður hafði verið spáð. Þetta er í takt við fyrri reynslu en eins og sést á mynd I-15 hefur aðhald ríkisfjármála undanfarin ár itrekað reynst minna en spáð hafði verið. Þannig var t.d. gert ráð fyrir auknu aðhaldi árin 2015-2017 í spá *Peningamála* 2015/2 sem nam 1% af landsframleiðslu en þegar nýtt fjárlagafrumvarp lá fyrir við gerð nóvemberspárinnar það ár hafði matið snúist í slökun sem nam tæplega 2% af landsframleiðslu. Matið á slökuninni jókst enn frekar í vorhefti *Peningamála* 2016 þegar ný fjármálaáætlun lá fyrir og enn frekar um haustið en þá lá ekki fyrir nýtt fjárlagafrumvarp. Ný samgönguáætlun var hins vegar lögð fram sem gerði ráð fyrir miklum ófjármögnuðum viðbótarútgjöldum til samgangna. Frá þessu var síðan að töluverðu leyti horfið í nýrri fjármálaáætlun vorið 2017 og því var slökun á aðhaldi metin minni í *Peningámálum* 2017/2. Frá þeim tíma hefur matið á slökuninni aukist lítillega til viðbótar og er hún nú talin nema samtals 3% af landsframleiðslu. Frá vörspá *Peningamála* 2015 hefur aðhaldsstig ríkisfjármála árin 2015-2017, tímabilið þar sem spennan í þjóðarþúinu var í hámarki, því minnkað um 4% af landsframleiðslu eða sem samsvarar 102 ma.kr. miðað við landsframleiðslu ársins 2017. Í ljósi þessarar reynslu og umræðu um enn frekari eftirgjöf í aðhaldi opinberra fjármála kann núverandi mat á aðhaldi ríkisfjármála að vera of hátt.

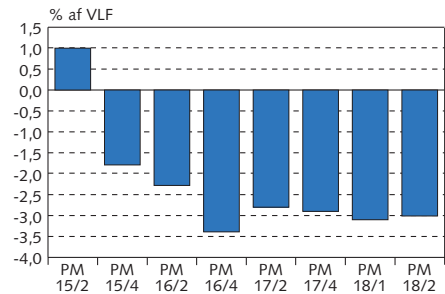
Óvissa um fjárfestingarumsvif atvinnuvega

Eftir mikinn samdrátt í kjölfar fjármálakreppunnar hafa fjárfestingarútgjöld atvinnuveganna aukist töluvert frá árinu 2013 og hefur hlutfall þeirra af landsframleiðslu verið yfir sögulegu meðaltali allt frá árinu 2015. Í fyrra voru þau þó enn um fjórðungi undir því sem þau voru mest að raunvirði árið 2006 (mynd I-16). Að hluta til endurspeglar það óvenju mikil fjárfestingarútgjöld árin fyrir fjármálakreppuna í tengslum við byggingu álversins í Reyðarfirði. Sé hins vegar litið til almennrar atvinnuvegafjárfestingar, þ.e. atvinnuvegafjárfestingar utan fjárfestingar í orkufrækum iðnaði og skipum og flugvélum, var fjárfestingarstigið orðið 12% hærra í fyrra en það var hæst fyrir fjármálakreppuna.

Á sama tíma og fjárfesting fyrirtækja hefur aukist mikið hefur fjárhagsstaða þeirra batnað verulega. Skuldir fyrirtækja hafa lækkað töluvert og eiginfjárlutfall þeirra er orðið hærra en það hefur áður mælst (sjá kafla III). Fjárhagsleg geta fyrirtækja til að fjárfesta hefur því aukist töluvert og útlit er fyrir að svo verði áfram. Þetta sést ágætlega á mynd I-17 sem sýnir að eiginfjárlutfall fyrirtækja er komið nokkru meira yfir sögulegt meðaltal en hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu, þótt munurinn hafi minnkað árið 2016 þegar almenn atvinnuvegafjárfesting jókst um 35% frá fyrra ári. Ekki er því útilokað að fjárfestingarumsvif séu vanmetin í grunnspánni. Vöxtur fjármunamyndunar gæti að sama skapi verið ofmetinn í spánni. Ný fjárfestingarkönnun Seðlabankans bendir t.d. til nokkurs viðsnúnings í fjárfestingaráformum stærstu fyrirtækja landsins (sjá kafla IV) og mikil hækkun raungengis undanfarin misseri gæti t.d. bent til þess að fjár-

Mynd I-15

Uppsöfnuð breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2015-2017¹

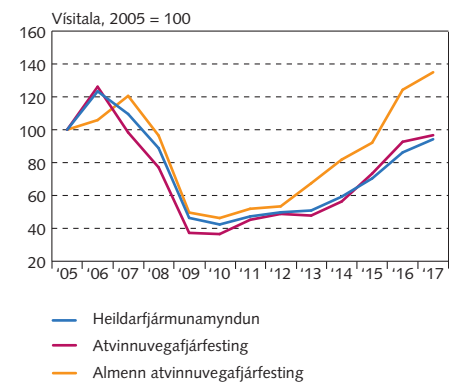


1. Áætluð breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði (leiðréttum fyrir einkisþekkingu og -gjöldum) árin 2015-2017 í mismunandi útgáfum *Peningamála* frá árinu 2015.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16

Fjárfesting 2005-2017¹

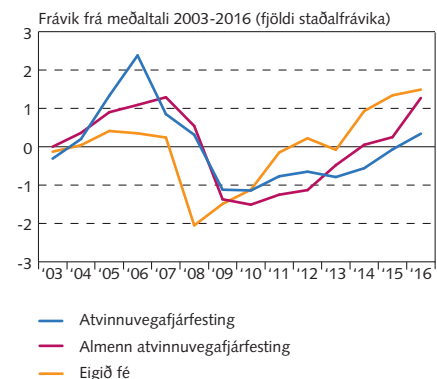


1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting utan fjárfestingar í orkufrækum iðnaði og í skipum og flugvélum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17

Eigið fé og fjárfesting fyrirtækja 2003-2016¹



1. Hlutfall fjárfestingar af VLF og eigin fjár af heildareignum. Atvinnufyrirtæki utan lyfjaframleiðslu, fjármála- og vtryggingarstarfsemi. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting utan fjárfestingar í orkufrækum iðnaði og í skipum og flugvélum.

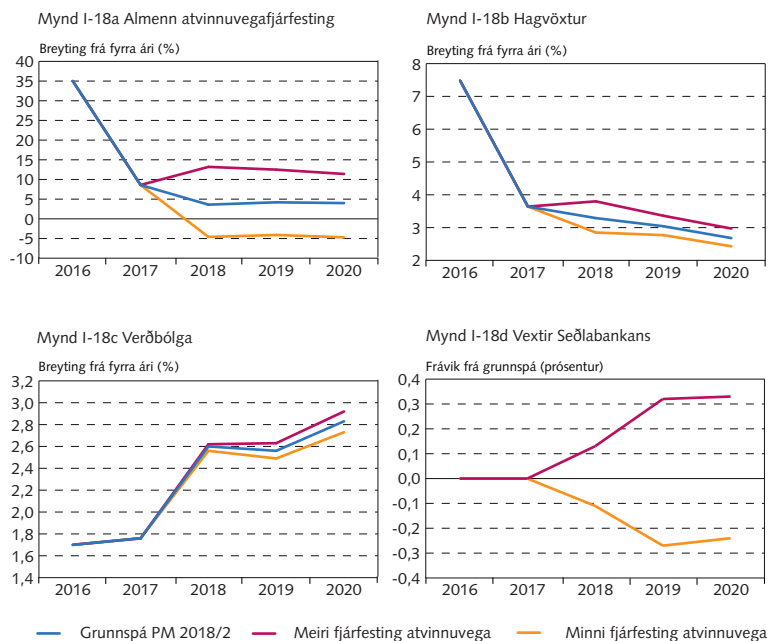
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

festingargeta fyrirtækja í útflutnings- og samkeppnisiðnaði sé minni en felst í grunnspánni.

Horfur um fjárfestingu fyrirtækja í ár og á næstu tveimur árum eru því óvissar. Mynd I-18 sýnir því tvær mögulegar sviðsmyndir þar sem atvinnuvegafjárfesting þróast með öðrum hætti en í grunnspánni. Í fyrra fráviksdæminu er gert ráð fyrir að almenn atvinnuvegafjárfesting aukist að meðaltali um liðlega 12% á ári í ár og á næstu tveimur árum í stað um 4% í grunnspánni, sem samsvarar því að hlutfall hennar af landsframleiðslu sé álika mikið yfir sögulegu meðaltali og eiginfjárlutfall fyrirtækja á mynd I-17. Það er einnig í ágætu samræmi við sögulegt samband fjárfestingarútgjalda fyrirtækja og eiginfjárstöðu þeirra. Gangi þetta eftir aukast þjóðarútgjöld um 1 prósentu meira á ári í ár og á næstu tveimur árum en í grunnspánni en að hluta endurspeglar það aukinn innflutning fjárfestingarvara og því verða hagvaxtaráhrifin minni. Hagvöxtur yrði 3,8% í ár eða 0,5 prósentum meiri en í grunnspánni og 0,3 prósentum meiri á næstu tveimur árum. Kröftugri efnahagssumsvif endurspeglast í meiri innlendum verðbólguþrýstingi en á móti vegur að vextir Seðlabankans yrðu um 1/3 úr prósentu hærrí en ella frá næsta ári sem dregur úr innlendri eftirspurn og gerir það að verkum að verðbólguþróunin verður mjög svipuð og er í grunnspánni.

Í síðara fráviksdæminu er hins vegar gert ráð fyrir að almenn atvinnuvegafjárfesting dragist saman um tæplega 5% á ári í ár og á næstu tveimur árum sem samsvarar því að hlutfall hennar af landsframleiðslu leiti í sögulegt meðaltal strax á næsta ári og fari lítillega undir það árið 2020. Hagvöxtur verður um 0,4 prósentum minni í ár en um 1/4 prósentu minni á næstu tveimur árum. Líkt og í fyrra fráviksdæminu breytast verðbólguhorfur lítið frá grunnspá en vextir Seðlabankans eru um 1/4 prósentu lægri en í grunnspánni frá og með næsta ári.

Mynd I-18
Fráviksdæmi¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting utan fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Áhrif hækkandi innflutningsverðlags á innlenda verðbólgu munu ráðast af því hversu traust nýfengin kjölfesta verðbólguvæntinga reynist

Langtímaverðbólguvæntingar hafa lækkað mikið undanfarin misseri og vísbendingar eru um að kjölfesta þeirra í verðbólgu markmiði Seðlabankans hafi styrkst.⁴ Væntingar markaðs- og greiningaraðila um meðalverðbólgu næstu tíu ára hafa t.d. lækkað úr um 4% að meðaltali á árunum 2012-2015 í u.þ.b. 2,5% frá því snemma árs í fyrra. Þessi lækkun verðbólguvæntinga hefur leikið lykilhlutverk í þeirri hjöðnun verðbólgu sem orðið hefur hér á landi undanfarin ár og traustari kjölfesta væntinga er til þess fallin að draga úr sveiflum í raunvöxtum og þar með hagvexti, atvinnu og gengi krónunnar. Traustari kjölfesta skiptir einnig sköpum um hver áhrif hækkunar innflutningsverðs verða á innlenda verðbólgu nú þegar verðlag útflutningsafurða helstu viðskiptalanda er tekið að hækka á ný eftir nokkurra ára hjöðnun. Haldi kjölfestan munu innfluttar verðhækkunar hafa bæði minni og skammvinnari áhrif á verðbólgu og kalla síður á viðbrögð peningastefnunnar. Gefi kjölfestan hins vegar eftir eykst hættan á því að innflutt verðhækkun leiði til keðjuverkandi áhrifa á annað verðlag sem mun valda því að áhrifin á verðbólgu verða meiri og þrálátari.

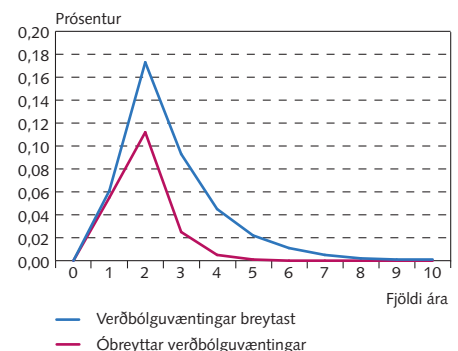
Til að sýna þetta eru á mynd I-19 borin saman áhrif hækkunar alþjóðlegs olíuverðs á innlenda verðbólgu eftir því hve mikil áhrif hækkunin hefur á verðbólguvæntingar. Myndin sýnir áhrif 15% hækkunar olíuverðs sem er áþekkt árlegri meðalhækkun undanfarinna fjögurra ársfjórðunga. Hækkun olíuverðs er einnig talin hækka annað útflutningsverð helstu viðskiptalanda og neysluverðlag í þessum löndum. Samtals hækkar innflutningsverðlag hér á landi því varanlega um 1%. Notast er við verðbólgujöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans en samkvæmt henni ákvarðast frávik verðbólgu á hverjum tíma af liðnu og væntu frávikum verðbólgu frá markmiði, auk framleiðsluspennu, innflutningsraungengis og launakostnaðar. Sínd eru tvö dæmi. Hið fyrra gerir ráð fyrir að kjölfesta verðbólguvæntinga gefi eftir og að væntingar hækki í takt við nýliðna verðbólgu en seinna dæmið gerir ráð fyrir því að kjölfesta væntinga í verðbólgu markmiði bankans haldi. Eins og sjá má eru áhrifin töluvert minni haldi kjölfesta væntinga: verðbólga eykst minna og áhrifin fjara hraðar út. Heildaráhrifin á verðlag yfir allt tímabilið eru jafnframt töluvert minni. Hækki verðbólguvæntingar í takt við nýliðna verðbólgu leiðir þessi 1% hækkun innflutningsverðlags að lokum til varanlegrar 0,4% hækkunar vísitölu neysluverðs en ef kjölfesta væntinga heldur er hækkunin einungis 0,2%.

Verðbólga gæti aukist hraðar á næstunni en grunnspá gerir ráð fyrir

Álitamálin sem rakin eru hér að framan undirstrika þá óvissu sem jafnan er um efnahagshorfur. Sumir þessara þátta gætu bent til þess að verðbólguhorfur séu vanmetnar í grunnspánni. Þyngst vegur óvissa um launaþróun næstu missera. Þótt ekki hafi komið til uppsagnar kjarasamninga í febrúar sl. er undirliggjandi óánægja með launakjör og

Mynd I-19

Áhrif 1% hækkunar innflutningsverðlags á verðbólgu¹

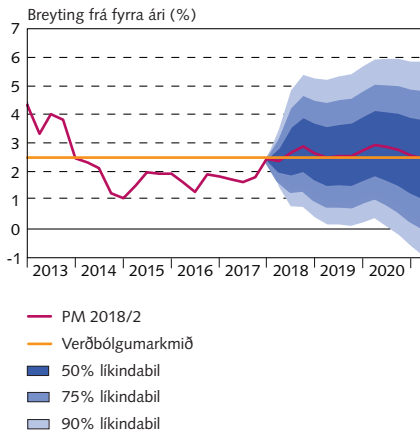


1. Myndin sýnir stílfærð áhrif 1% varanlegrar hækkunar innflutningsverðlags á innlenda verðbólgu. Sínd eru tvö dæmi. Í því fyrra hefur hækkunin áhrif á langtímaverðbólguvæntingar en í því síðara haldast þær óbreyttar í verðbólgu markmiði Seðlabankans.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

4. Sjá Þórarinn G. Pétursson (2018), „Disinflation and improved anchoring of long-term inflation expectations: The Icelandic experience“, Seðlabanki Íslands Working Papers nr. 77.

Mynd I-20
Verðbólguþá og óvissumat
1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2021



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

tekjuskiptingu enn til staðar sem gæti leitt til enn meiri launahækkana en grunnspáin gerir ráð fyrir, sérstaklega í ljósi þess að atvinnuleysi er lítið og spenna á vinnumarkaði nokkur. Launaskrið gæti einnig verið vanmetið. Ýmsar aðrar ástæður gætu valdið því að verðbólga verði meiri á spátímanum en grunnspá gerir ráð fyrir. T.d. gæti alþjóðleg verðbólga aukist hraðar og gengi krónunnar orðið lægra en gert er ráð fyrir, hækkun húsnæðisverðs reynst þrálátari og spenna í þjóðarbúinu verði vanmetin, sérstaklega ef slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála reynist meiri en spáð er. Hversu traust nýfengin kjölfesta verðbólguvæntinga er mun ráða miklu um hver áhrif þessara þátta verða á verðbólgu eins og rakið er hér að framan.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en búist er við í grunnspánni. Gengi krónunnar gæti hækkað meira en spáin gerir ráð fyrir, t.d. ef ytri skilyrði reynast hagfelldari. Hægari alþjóðlegur hagvöxtur og lægra heimsmarkaðsverð hrávöru og olíu gæti hægt enn frekar á innlendum efnahagsumsvifum og lækkað innflutningsverð. Hækkun húsnæðisverðs gæti einnig hjáðnað hraðar en spáð er. Grunnspáin gæti einnig vanmetið framleiðnivöxt og vöxt framleiðslugetu þjóðarbúsins og þar með vanmetið hversu hratt dregur úr spennu í þjóðarbúinu.

Til að endurspegla þessa óvissupætti sýnir mynd I-20 óvissubíl spárinnar, þ.e. það bil sem taldar eru allt að 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 í fyrri spá en þó eru taldar meiri líkur á að verðbólga sé vanmetin en ofmetin til skemmri tíma. Til lengri tíma er líkindadreifing verðbólguþáinnar hins vegar talin u.þ.b. samhverf. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1½-3½% að ári liðnu og á bilinu 1-3¾% í lok spátímans.

II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Hagvöxtur hefur heldur sótt í sig veðrið í heiminum og aukinnar bjartsýni gætir um horfur fyrir þetta ár. Spáð er meiri hagvexti í helstu viðskiptalöndum í ár en í febrúar. Útlit er fyrir að fjárfestingu haldi áfram að vaxa ásmegin í viðskiptalöndunum og því bæti meira í vöxt innflutnings þeirra en áður var gert ráð fyrir. Alþjóðleg verðbólga hefur aukist en undirliggjandi verðbólga er víða lítil. Vísbandingar eru um að viðskiptakjör þjóðarbúsins versni á þessu ári samhliða hækkun á alþjóðlegu orku- og hrávöruverði. Raungengið hefur verið stöðugt að undanfögnu eftir mikla hækkun á síðustu árum sem talin er endurspeglar aðlögun þjóðarbúsins að hærri jafnvægisraungengi samhliða bættri ytri stöðu þjóðarbúsins.

Alþjóðleg efnahagspróun

Hagvöxtur tekur við sér í helstu viðskiptalöndum ...

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var 2,4% í fyrra sem er mesti vöxtur sem mælst hefur frá árinu 2010 (mynd II-1). Hagvöxtur jókst frá fyrra ári í nær öllum þeirra og hefur aukin fjárfesting verið veigamikill drifkraftur vaxtarins, auk þess sem fjármálaleg skilyrði hafa verið hagstæð og bjartsýni heimila og fyrirtækja farið vaxandi. Batinn á vinnumarkaði hefur reynst þróttmikill vestanhafs og það sama á við um Bretland þrátt fyrir að hægt hafi á hagvexti þar í landi (mynd II-2). Hagvöxtur hefur sótt í sig veðrið í Japan og er núverandi hagvaxtarskeið það lengsta í þrjá áratugi og atvinnuleysi hefur ekki verið minna í aldarfjórðung. Á evrusvæðinu mældist hagvöxtur 2,3% í fyrra sem er mesti vöxtur sem mælst hefur í áratug. Aukið framlag utanríkisviðskipta ásamt fjárfestingu voru megindrifkraftar vaxtarins en heldur hægði á vexti einkaneyslu er leið á árið. Í fyrsta sinn í áratug mældist hagvöxtur í öllum ríkjum evrusvæðisins og í vaxandi fjölda þeirra mældist hagvöxtur yfir 2% (mynd II-3). Hagvöxtur jókst einnig nokkuð í Noregi í fyrra og mældist 1,8% en í Danmörku og Svíþjóð var vöxturinn ríflega 2%.

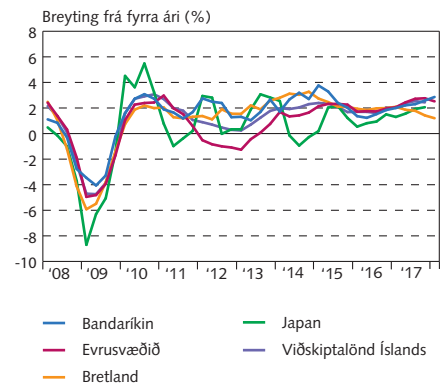
... og hagvöxtur í heimsbúskapnum var sá mesti í sex ár

Heimshagvöxtur var 3,8% í fyrra sem er mesti vöxtur sem mælst hefur frá árinu 2011. Vöxturinn endurspeglar efnahagsbata meðal bæði þróaðra ríkja og nýmarkaðsríkja. Hagvöxtur í þróuðum ríkjum var að meðaltali 2,3% og hefur ekki verið meiri í sjö ár. Er það 0,6 prósentum meiri vöxtur en árið 2016 og lítilega meiri vöxtur en að meðaltali undanfarinn aldarfjórðung. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum jókst einnig í fyrra og mældist 4,8% sem er betri niðurstaða en undangengin þrjú ár. Enn er meginþorri hagvaxtar í heimsbúskapnum borinn uppi af nýmarkaðsríkjum og þá sérstaklega Kína og Indlandi en þar var tæplega 7% hagvöxtur í fyrra.

Vísbanding um á móta vöxt landsframleiðslu þróaðra ríkja og undanfarið

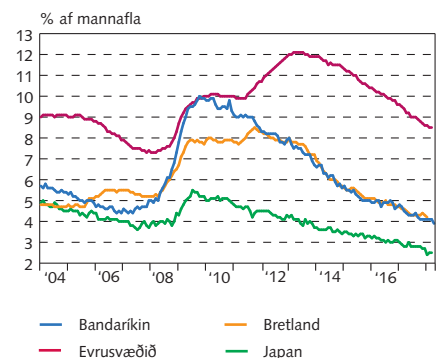
Spár fyrir evrusvæðið gefa til kynna að landsframleiðsla muni vaxa

Mynd II-1
Alþjóðlegur hagvöxtur
1. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2018



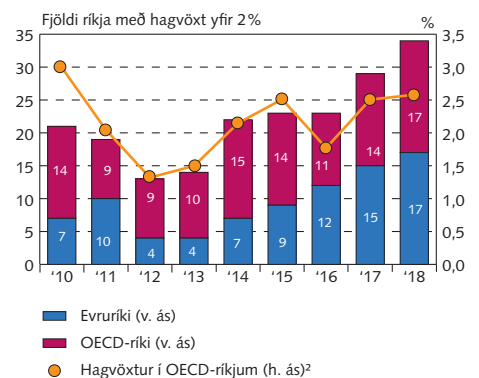
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2
Atvinnuleysi¹
Janúar 2004 - apríl 2018



1. Árstíðarleidiréttar tölur.
Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-3
Hagvaxtarþróun meðal OECD-ríkja¹

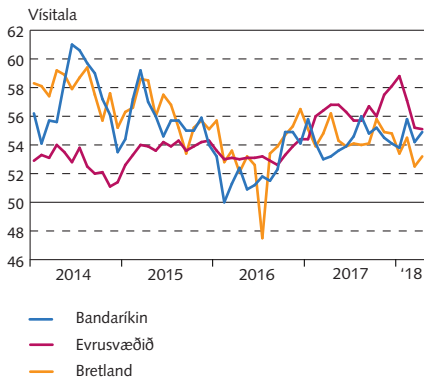


1. Að Litháen, Möltu og Kýpur meðtöldum þar sem þau heyrta til evrusvæðisins en eru ekki í OECD, alls 38 lönd. 2. Gildi ársins 2018 byggist á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, apríl 2018).
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD.

Mynd II-4

Leiðandi vísbendingar um hagvöxt¹

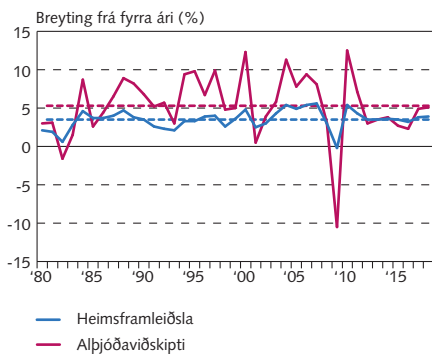
Janúar 2014 - apríl 2018



1. Visitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Visitalan 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

Heimsframleiðsla og alþjóðaviðskipti 1980-2018¹

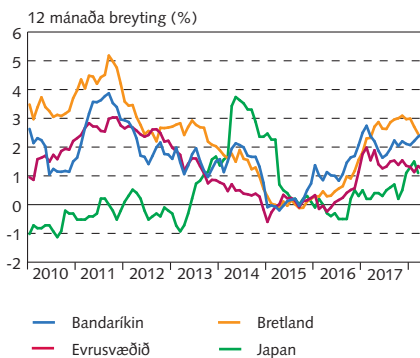
1. Brotalínur sýna meðaltal árunum 1980-2017. Gildi ársins 2018 byggjast á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, apríl 2018).

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-6

Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2010 - apríl 2018



Heimild: Thomson Reuters.

álíka mikið í ár og undanfarna fjórðunga en það eru betri horfur en í febrúar þegar gert var ráð fyrir að vöxturinn myndi gefa eftir í byrjun árs 2018. Þótt skilyrði á vinnumarkaði hafi batnað og aukinnar bjartsýni gæti á meðal neytenda benda hagvísar til þess að vöxtur einkaneyslu hafi verið hægur í byrjun ársins, m.a. vegna slæms veðurs sem talið er eiga þátt í snarpri lækkun vísitölu Markit fyrir framleiðslu og þjónustu í mars (mynd II-4). Búist er við að hækkun á gengi evru muni draga úr útflutningsvexti þótt nýleg aukning heimshagvaxtar vegi þar á móti. Leiðandi hagvísar fyrir Bretland hafa verið í samræmi við væntingar markaðsaðila en líkt og á evrusvæðinu er búist við að slæmt veður hafi haft tímabundin áhrif á hagtölur á fyrsta fjórðungi. Framleiðsluvísitalan í Bandaríkjunum mældist hærri að meðaltali á fyrsta fjórðungi ársins en hún hefur verið síðan á þriðja ársfjórðungi 2014 og mælikvarðar á bjartsýni neytenda og fyrirtækja hafa náð nýjum hæðum í kjölfar nýlegra skattalækkana á þarlend heimili og fyrirtæki.

Hagvaxtarhorfur hafa batnað í þróuðum ríkjum ...

Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins gætir aukinnar bjartsýni um efnahagshorfur til skemmri tíma en sjóðurinn telur óvissu enn mikla, einkum varðandi langtímahorfur, og telur áfram vera meiri líkur á að heimshagvöxtur á næstu árum reynist minni en spáð var. Gert er ráð fyrir að heimshagvöxtur aukist og verði 3,9% í ár og á næsta ári. Hagvaxtarhorfur hafa batnað um 0,2 prósentur fyrir bæði árin frá spá sjóðsins í október sl. og heldur meira í þróuðum ríkjum. Áhrif skattalækkana í Bandaríkjunum í byrjun þessa árs vega þungt en þær skýra um helming endurskoðunar heimshagvaxtar frá októberspá sjóðsins. Talið er að skattalækkarnir örvi fjárfestingu fyrirtækja í Bandaríkjunum á næstu misserum en að þær muni jafnframt auka halla á ríkissjóði og bæta enn á mikinn viðskiptahalla Bandaríkjanna við útlönd.

... og útlit er fyrir meiri vöxt alþjóðaviðskipta

Samfara aukinni fjárfestingu hafa alþjóðaviðskipti tekið við sér á ný. Þeim óx ásmegin er líða tók á síðasta ár og jukust um 4,9% á árinu í heild (mynd II-5). Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir ráð fyrir að þau aukist um 5,1% í ár sem er töluvert meiri vöxtur en sjóðurinn spáði í október. Meginástæða betri horfa er aukin fjárfesting í Bandaríkjunum. Gangi spáin eftir verður vöxtur heimsviðskipta umfram heimshagvöxt annað árið í röð þótt blikur séu á lofti vegna vaxandi stuðnings við verndarstefnu víða um heim og hættu á tollastríði milli Bandaríkjanna og Kína.

Horfur um hagvöxt og eftirspurn helstu viðskiptalanda betri en í febrúar ...

Í samræmi við batnandi horfur um heimshagvöxt og alþjóðaviðskipti er nú talið að hagvöxtur og vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands verði meiri í ár en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Spáð er 2,4% hagvexti í viðskiptalöndunum sem er 0,2 prósentum meiri vöxtur en búist var við í febrúar. Vega þar þyngst horfur á meiri hagvexti í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu.

Mikil fylgni er jafnan á milli vaxtar alþjóðaviðskipta og fjárfestingar. Vísbendingar eru um að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði áfram fjárfestingardrífinn sem gerir það að verkum að búist er við að vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda verði áfram nokkuð yfir hagvexti á spátímanum. Áætlað er að innflutningur helstu viðskiptalanda aukist um 4,4% í ár en í febrúar var spáð 4,1% vexti. Betri horfur endurspeglar fyrst og fremst meiri vöxt eftirspurnar í Bandaríkjunum.

... og verðbólga í viðskiptalöndunum lítilllega umfram væntingar

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands var 1,7% á fyrsta fjórðungi ársins, fjórða ársfjórðunginn í röð. Þróunin var þó ólík milli landa: Verðbólga mældist minni en búist var við á evrusvæðinu, í Danmörku og Brasilíu en hún jókst umfram væntingar í Japan, Kanada og Bretlandi en þó einkum í Bandaríkjunum (mynd II-6). Undirliggjandi verðbólga í Bandaríkjunum mældist 2,1% í apríl, annan mánuðinn í röð, og hefur ekki mælst meiri frá því í febrúar í fyrra. Búist er við að slakinn í bandarískum þjóðarbúskap hverfi er líða tekur á árið og að undirliggjandi verðbólga aukist enn frekar. Undirliggjandi verðbólga er hins vegar enn lítil í öðrum helstu iðnríkjum að Bretlandi undanskildu. Gert er ráð fyrir að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði að meðaltali 1,8% á þessu ári sem er 0,1 prósentu meiri verðbólga en búist var við í febrúar.

Munur á vöxtum seðlabanka meðal þróaðra ríkja eykst

Englandsbanki hélt vöxtum óbreyttum í byrjun maí og eru vextir hans nú 0,50%. Ákvörðunin var í samræmi við væntingar markaðsaðila líkt og ákvörðun Seðlabanka Bandaríkjanna í lok mars sl. um að hækka vexti um 0,25 prósentur. Raunvextir í þróuðum ríkjum eru víðast hvar mjög lágir en búist er við að slakinn í þjóðarbúskap þeirra hverfi síðar á þessu ári (mynd II-7). Seðlabanki Bandaríkjanna hefur haldið áfram að draga úr skuldabréfaeign sinni en það er talin vera meginástæða þess að líftímaálag á lengri skuldabréf (e. term premia) hefur hækkað. Langtímavextir í Bandaríkjunum hafa því hækkað og vaxtamunur aukist gagnvart flestum öðrum iðnríkjum (mynd II-8). Þrátt fyrir það var gengi Bandaríkjadalss um miðjan apríl orðið 15% lægra á móti evru og pundi frá því fyrir ári.

Horfur eru á að vaxtamunur milli helstu iðnríkja muni aukast enn frekar. Framvirkir vextir benda til að fjárfestar vænti þriggja vaxtahækkana til viðbótar á þessu ári í Bandaríkjunum og að meginvextir Seðlabanka Bandaríkjanna verði 2,5% í lok næsta árs (mynd II-9). Markaðsaðilar búast við hægari stíganda í þróun vaxta í Bretlandi og að meginvextir Englandsbanka verði 1% í árslok 2019. Af öðrum þróuðum ríkjum er búist við að Noregsbanki hefji hækkingu vaxta á næstu misserum og gert er ráð fyrir frekari hækkingu vaxta í Kanada. Hins vegar er búist við áframhaldandi lausu taumhaldi peningastefnunnar á evrusvæðinu eins og í Svíþjóð, Sviss og í Japan þar sem stefnir í að meginvextir seðlabanka verði neikvæðir enn um sinn.

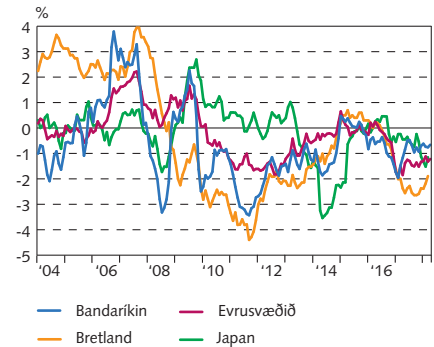
Eignaverð hækkar á nýjan leik eftir nokkurt umrót í byrjun ársins

Flókt á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hefur minnkað á nýjan leik

Mynd II-7

Raunvextir seðlabanka

Janúar 2004 - apríl 2018

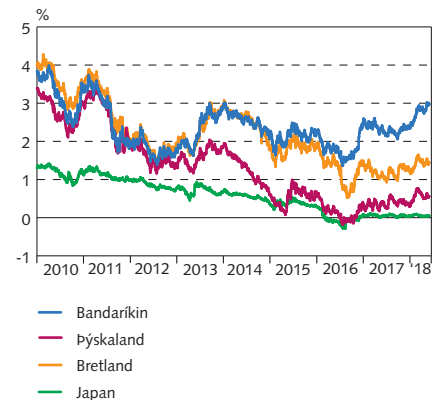


Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-8

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í nokkrum iðnríkjum

1. janúar 2010 - 11. maí 2018

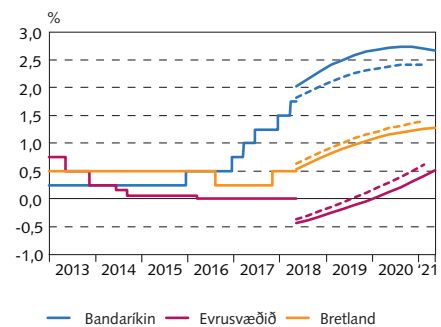


Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-9

Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum¹

Janúar 2013 - júní 2021

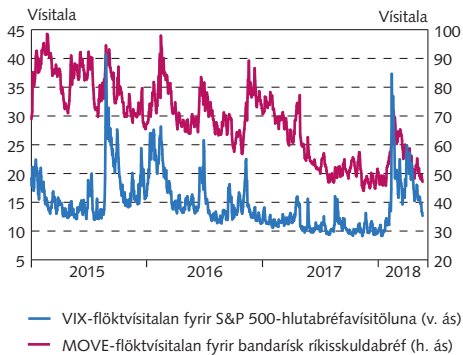


1. Daglegar tölur 1. janúar 2013 til 11. maí 2018 og ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2018 til 2. ársfj. 2021. Bandarísku vextirnir eru efrni mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Heilar línur sýna framvirka ferla frá 11. maí 2018 en brotalínur frá 2. febrúar 2018.
Heimildir: Bloomberg, Thomson Reuters.

Mynd II-10

Flökt á alþjóðlegum mörkuðum¹

1. janúar 2015 - 11. maí 2018

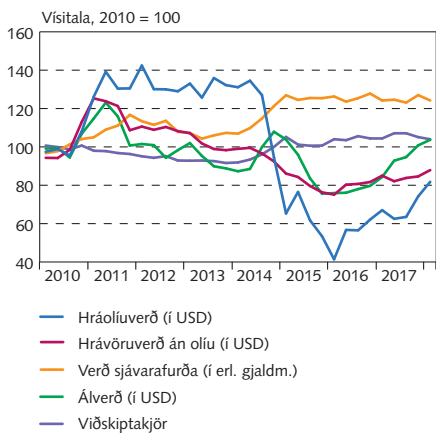


1. VIX- og MOVE-flöktvísitölur sýna afleitt flökt fjármálaafurða.
Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-11

Hrávöruverð og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2018



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 1. ársfjórðung 2018 byggjast á grunnspá PM 2018/2.

Heimildir: Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

eftir að hafa aukist á fyrsta fjórðungi ársins samhliða nokkurri lækkun eignaverðs í kjölfar tilkynningar Bandaríkjaforseta um nýja tolla á innflutning ál- og stálvöru frá Kína (mynd II-10). Aukið flökt á eignaverði var einnig talið tengjast væntingum markaðsaðila um að verðbólga aukist hraðar í Bandaríkjunum eftir skattalækkanir þar í landi sem kalla myndi á hraðari hækkun vaxta en áður hafði verið búist við. Betri hagvaxtarhorfur á heimsvísu hafa einnig beint kastljósi fjárfesta að því hvaða áhrif það hafi á fjármálamarkaði þegar helstu seðlabankar heims vinda ofan af örvunaraðgerðum sínum. Verulegt umfang úti-standandi ríkisskuldabréfa margra landa er með neikvæða ávöxtunarkröfu og skuldir margra ríkja og einkaaðila eru miklar. Því er búist við að flökt á eignaverði kunní að verða nokkurt samhliða því að seðlabankar víða um heim dragi úr örvunaraðgerðum og hverfi frá óvenju lausu taumhaldi peningastefunnar.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Meiri hækkun útflutningsverðs í erlendum gjaldmiðlum á þessu ári en spáð var í febrúar

Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðlum lækkaði um 0,8% í fyrra eftir að hafa hækkað lítillega árið á undan (mynd II-11). Mat helstu markaðsaðila er að verð sjávarafurða sé á uppleið. Þeir telja markaðshorfur góðar og minni aflaheimildir í Barentshafi styðja við verðhækkunar á botnfiski á þessu ári. Þá er búist við meiri hækkun á fiskmjöli og lýsi en búist var við í febrúar. Gert er ráð fyrir að verð sjávarafurða hækki um 3,5% á þessu ári og um 2,7% á því næsta sem eru betri horfur en í febrúar.

Álverð á alþjóðlegum mörkuðum hefur hækkað mikið frá árslokum 2015 þegar það mældist ríflega 1.400 Bandaríkjadali á tonnið (mynd II-11). Eftir samfellda hækkun undanfarna níu ársfjórðunga var meðalverðið á fyrsta ársfjórðungi komið upp í 2.150 Bandaríkjadali á tonnið og hafði þá hækkað um 16% frá fyrra ári. Verð áls hefur verið óvenju sveiflukennt á undanförunum vikum í tengslum við áformaða innflutningstolla í Bandaríkjunum á ál- og stálvöru frá Kína og viðskiptabann Bandaríkjanna sem hafði áhrif á rússneska álfyrirtækið UC Rusal sem er annar stærsti framleiðandi áls í heimi. Fór verðið yfir 2.600 Bandaríkjadali á tonnið í apríl og hefur ekki mælst hærra frá miðju ári 2011. Framvirkt verð og mat greiningaraðila bendir til þess að hækkunin í apríl gangi að hluta til baka. Talið er að verðið nálgist 2.250 Bandaríkjadali á tonnið í lok þessa árs. Gangi það eftir verður meðalverð ársins 13% hærra en það var í fyrra sem er 4 prósentum meiri hækkun en spáð var í febrúar. Áætlað er að álverð hækki lítillega til viðbótar út spátímam þar sem eftirspurn eftir áli fer stöðugt vaxandi.

Meiri hækkun eldsneytisverðs það sem af er ári en langtímahorfur óbreyttar

Olíuverð hefur hækkað stöðugt frá sl. sumri og nam árshekkunin á fyrsta ársfjórðungi 22%. Verðið hefur sveiflast nokkuð að undanförunum, m.a. í tengslum við aukna spennu í alþjóðastjórn málum, einkum í Mið-Austurlöndum. Um miðjan maí var verðið komið í 77 Bandaríkjadali á tunnu og hafði þá ekki mælst hærra frá árslokum 2014. Gert er ráð fyrir að olíuverð verði að meðaltali 20% hærra í ár en í fyrra sem er

ríflega 7 prósentum meiri hækkun en spáð var í febrúar. Framvirkt verð og spár erlendra greiningaraðila benda til þess að hráolíuverð lækki á ný frá miðbiki þessa árs. Þar vegur framboðsaukning ríkja utan OPEC-samtakanna þyngst en hún er talin leiða til þess að heildarframboð hráolíu vaxi umfram vöxt eftirspurnar. Aukningin er mest í Bandaríkjunum en þar er búist við um 15% framleiðsluaukningu á þessu ári. Bandaríkin verða í kjölfarið orðnir stærstu olíuframleiðendur í heiminum með um 13% af heimsframleiðslunni (mynd II-12). Líkt og í febrúarspá bankans er gert ráð fyrir að olíuverð verði komið í rúmlega 60 Bandaríkjadali á tunnu undir lok spátímans sem samsvarar 3% verðlækkun á næsta ári og 2% verðlækkun til viðbótar árið 2020.

Hrávöruverð án olíu hefur hækkað um tæplega fimmtung frá því að það var lægst í janúar 2016

Hrávöruverð án olíu hefur hækkað frá byrjun árs 2016 þótt verðið sé enn talsvert lægra en það var áður en það tók að lækka um mitt ár 2014 (mynd II-11). Í fyrra hækkaði verð á málmum en verð á landbúnaðarafurðum lækkaði á hinn bóginn lítillega. Það tók hins vegar að hækka á fyrsta fjórðungi ársins þegar verð á matvælum hækkaði umfram væntingar, mest á korni og mjöli. Það ásamt töluvert meiri hækkun á verði málna en vænst var í febrúar gerir það að verkum að verðhækkun á hrávöru án olíu hefur mælst meiri það sem af er ári en fyrri spá bankans gerði ráð fyrir. Talið er að hrávöruverð haldist til-tölulega stöðugt út árið sem felur í sér að verðið verði 5,6% hærra í ár en í fyrra sem er 4 prósentum meiri hækkun en spáð var í febrúar.

Viðskiptakjör versna lítillega í ár eftir verulegan bata undanfarin ár

Viðskiptakjör vöru og þjónustu hafa batnað nær óslitið frá fjórða ársfjórðungi 2013. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands bötnuðu þau um 0,7% milli ára á fjórða ársfjórðungi 2017 (mynd II-11) og 1,7% á árinu í heild. Þau höfðu þá batnað um 15% frá árslokum 2013. Þrátt fyrir þennan mikla bata voru þau 10% lakari í fyrra en þau voru hagstæðust áður en fjármálakreppan skall á. Vísbendingar eru um að viðskiptakjör hafi rýrnað það sem af er ári þar sem verð á eldsneyti og öðrum hrávörum hækkaði skarpt á fyrsta fjórðungi ársins og nokkuð umfram hækkun á verði útflutnings. Talið er að þau muni rýrna um 0,4% á árinu í heild en að þau batni á nýjan leik á næstu tveimur árum samhliða hækkun á útflutningsverði sjávarafurða og lækkun á innflutningsverði olíu.

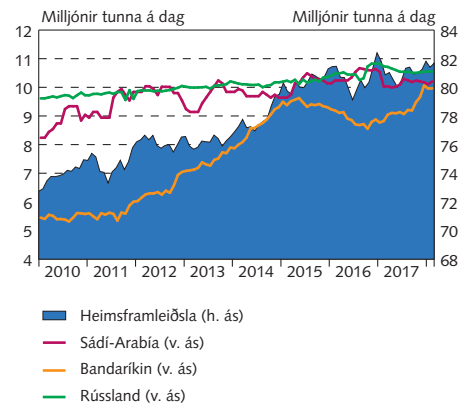
Dregið hefur úr hækkun raungengis

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hefur verið nokkuð stöðugt að undanfögnu eftir mikla hækkun á síðustu árum. Það hækkaði milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og mældist 1,8% hærra í apríl en á sama tíma í fyrra og var rétt tæplega 24% hærra en að meðaltali undanfarinn aldarfjórðung (mynd II-13). Hækkun raungengisins endurspeglar í meginatriðum hækkun jafnvægisraungengis, þ.e. þess raungengis sem samrýmist innra og ytra jafnvægi þjóðarbúsins (sjá t.d. rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2).

Mynd II-12

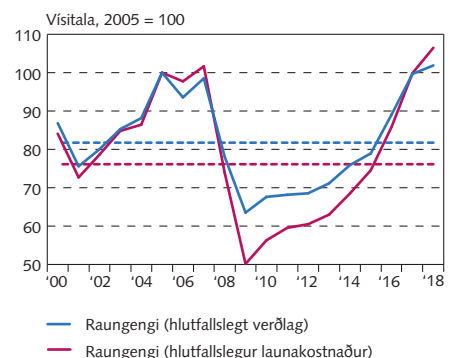
Olíuframleiðsla

Janúar 2010 - febrúar 2018



Heimild: Thomson Reuters.

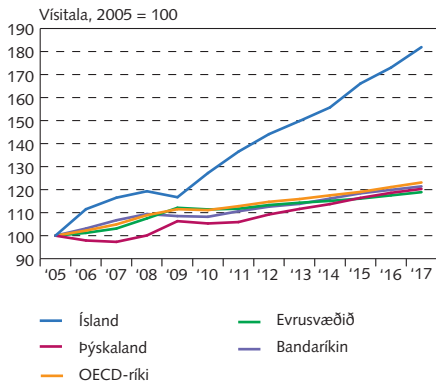
Mynd II-13

Raungengi 2000-2018¹1. Brotalínur sýna 25 ára meðaltöl (1993-2017).
 Grunnspá Seðlabankans 2018.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-14

Launakostnaður á framleidda einingu í þróuðum ríkjum 2005-2017



Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Launakostnaður hefur hækkað mun meira hér á landi en í öðrum þróuðum ríkjum og samkeppnisstaða þjóðarbúsins versnað

Gangi spá *Peningamála* eftir verður raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag 2,2% hærra á þessu ári en í fyrra. Hækkunin miðað við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu er hins vegar meiri eða 6½%. Launakostnaður fyrirtækja á Íslandi hefur hækkað mun meira en að meðaltali í öðrum OECD-ríkjum (mynd II-14). Samkeppnisstaða innlendra fyrirtækja í útflutningi og samkeppnisrekstri hefur því rýrnað undanfarin ár.

III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Meginvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir frá því í október sl. en raunvextir bankans hafa lækkað og raunvaxtamunur við útlönd minnkað. Aðrir vextir á markaði hafa í meginatriðum þróast í takt við vexti bankans og vænta markaðsaðilar þess að meginvextir bankans haldist óbreyttir á næstu misserum. Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað og ekki verið lægra í áratug og gengi krónunnar hefur hækkað frá því í febrúar. Á sama tíma hefur innflæði fjármagns á innlandan skuldabréfamarkað verið hverfandi og innflæði í skráð hlutabréf minnkað. Hægt hefur á vexti víðs peningamagns en útlánvöxtur hefur sótt í sig veðrið, einkum til fyrirtækja. Töluvert hefur hins vegar hægt á hækkun húsnæðisverðs og hlutabréfaverð hefur verið nokkuð stöðugt eftir snarpa hækkun í byrjun árs. Skuldahlutfall heimila og fyrirtækja hækkaði í fyrra í fyrsta sinn síðan fjármálakreppan skall á en er þó enn lágt í sögulegu samhengi. Á heildina litið hafa fjármálaleg skilyrði einkageirans batnað.

Peningastefnan

Nafnvextir Seðlabankans eru óbreyttir ...

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur haldið vöxtum bankans óbreyttum frá því að þeir voru lækkaðir um 0,25 prósentur á fundi nefndarinnar í október sl. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á bundnum innlánnum til sjö daga, voru 4,25% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* 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 en engin viðskipti hafa verið á þeim markaði það sem af er ári.

... en raunvextir bankans hafa lækkað lítillga ...

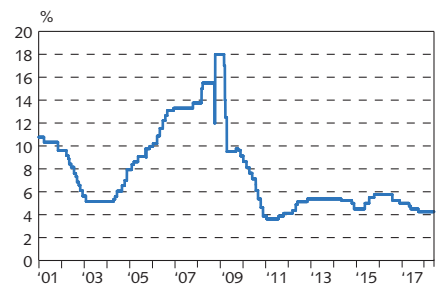
Slaknað hefur á taumhaldi peningastefnunnar á undanförunum misserum samhliða lækkun meginvaxta bankans og aukningu verðbólgu og verðbólguvæntinga (sjá kafla VI). Raunvextir Seðlabankans eru nú 1,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs (tafla III-1). Þeir hafa lækkað um 0,1 prósentur frá því í febrúar sl. og um 1,2 prósentur frá því í maí í fyrra. Raunvextir bankans miðað við núverandi ársverðbólgu eru 1,9% og eru rúmlega 1 prósentu lægri en þeir voru fyrir ári. Lækkun raunvaxta bankans hefur heilt yfir miðlast yfir í vexti á markaði (mynd III-2) og útlánvexti fjármálafyrirtækja (sjá síðar í þessum kafla).

... og raunvaxtamunur við útlönd því minnkað enn frekar

Nafnvaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum hefur minnkað undanfarin tvö ár en var þó á fyrsta ársfjórðungi svipaður og í lok síðasta árs (mynd III-3). Raunvaxtamunurinn hefur farið minnkandi frá því á öðrum ársfjórðungi í fyrra og minnkaði hann enn frekar á fyrsta fjórðungi þessa árs enda hafa innlendir raunvextir farið lækkandi. Aðhald peningastefnunnar er enn meira hér á landi en í öðrum þróuðum ríkjum og skýrist sem fyrr af ólíkri stöðu hagsveiflunnar. Þrátt

Mynd III-1

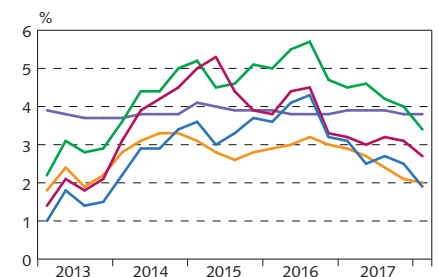
Meginvextir Seðlabanka Íslands¹
3. janúar 2001 - 11. maí 2018



1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlánnum 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 innlánnum frá 21. maí 2014.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Raunvextir Seðlabanka Íslands og raunvextir á markaði
1. ársfj. 2013 - 1. ársfj. 2018

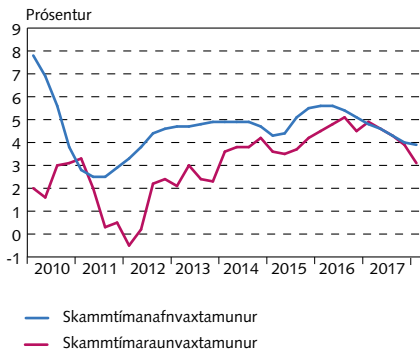


— Raunvextir Seðlabankans
— Raunvextir óverðtryggðra skuldabréfa¹
— Vextir verðtryggðra skuldabréfa²
— Raunvextir óverðtryggðra húsnæðislána með breytilegum vöxtum³
— Vextir verðtryggðra húsnæðislána³

1. 5 ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferli. 2. 5 ára vextir út frá metnum raunvaxtaferli. 3. 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

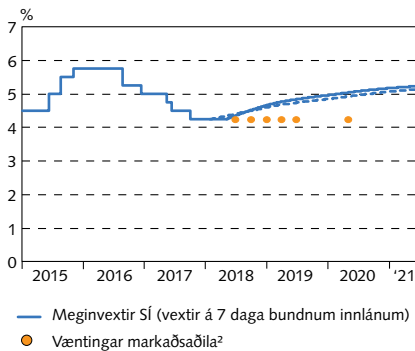
Vaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum¹
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2018



1. Mismunur meginvaxta Seðlabanka Íslands og vegins meðaltals meginvaxta seðlabanka helstu viðskiptalanda. Raunvextir miðast við ársverðbólgu hvers tíma.
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

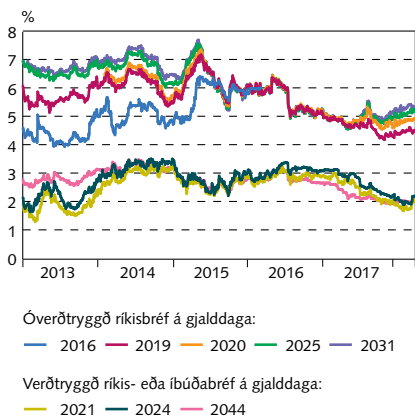
Meginvextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra¹
1. janúar 2015 - 30. júní 2021



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotta línan sýnir framvirka vaxtaferilinn fyrir útgáfu PM 2018/1. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlanavaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 2.-4. maí 2018.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa
2. janúar 2013 - 11. maí 2018



Heimild: Seðlabanki Íslands.

fyrir að hægt hafi á hagvexti og framleiðsluspennan minnkað er hún eftir sem áður töluvert meiri hér en í öðrum þróuðum ríkjum (sjá kafla II og IV).

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (11/5 '18)	Breyting frá PM 2018/1 (2/2 '18)	Breyting frá PM 2017/2 (12/5 '17)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	1,9	0,1	-1,1
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	1,2	-0,5	-1,2
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	1,2	-0,1	-0,7
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs ²	1,6	0,1	-1,1
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs ³	1,6	0,0	-1,4
verðbólguþspá Seðlabankans ⁴	1,6	0,0	-1,3
Meðaltal	1,5	-0,1	-1,2

1. Miðað við vexti 7 daga bundinna innlána fjármálfyrirtækja 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 ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í byrjun maí sl. búast þeir við að meginvöxtum bankans verði haldið óbreyttum í 4,25% næstu tvö ár líkt og þeir væntu í byrjun febrúar sl. (mynd III-4). Framvirki vaxtaferillinn er hins vegar áfram lítilllega upphallandi.

Markaðsvextir og áhættuálag

Skuldabréfavextir áþekkir því sem þeir voru fyrir útgáfu

Peningamála í febrúar

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúða- og ríkisbréfa hefur farið lækkanandi frá síðari hluta ársins 2016 (mynd III-5). Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa tók hins vegar að hækka undir lok síðasta árs og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði fór því hækkanandi (sjá kafla VI). Þessi þróun hélt áfram framan af þessu ári en hefur að hluta gengið til baka síðustu daga þegar ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa tók að hækka á ný undir lok apríl. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa er því áþekkt því sem hún var rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í febrúar.

Vaxtamunur lengri og skemmri óverðtryggðra ríkisbréfa hefur að sama skapi lítið breyst frá útgáfu *Peningamála* í febrúar og er óverðtryggði ávöxtunarkerillinn enn upphallandi líkt og hann hefur verið frá síðari hluta ársins 2017. Velta á skuldabréfamarkaði hefur dregist saman undanfarnin misseri enda hefur framboð ríkistryggðra skuldabréfa minnkað. Dregið hefur úr útgáfu ríkisbréfa samhliða minni fjármögnunarpörf ríkissjóðs og ekki hafa verið gefin út íbúðabréf undanfarnin sex ár. Einnig er mögulegt að losun hafta á erlenda fjárfestingu innlendra aðila hafi dregið úr eftirspurn eftir ríkisbréfum og þannig haft áhrif á veltu á skuldabréfamarkaði.

Innflæði á skuldabréfamarkað hefur nánast stöðvast

Innstreymi fjármagns vegna nýfjárfestingar var tæplega 23 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins en útlæði rúmlega 7 ma.kr. (mynd III-6). Nýfjárfesting á innlendum skuldabréfamarkaði hefur verið hverfandi það

sem af er ári. Innstreymi í skráð hlutabréf, sem fellur ekki undir sérstöku bindiskyldu Seðlabankans, hefur einnig dregist saman á árinu (sjá síðar í þessum kafla) en innflæði í aðra fjárfestingu hefur aukist.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hefur ekki verið lægra í áratug

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs lækkuðu í desember sl. um allt að ½ prósentu í kjölfar hækkunar á lánshæfiseinkunn ríkissjóðs og nýrrar skuldabréfaútgáfu hans í evrum (mynd III-7). Þeir hafa í meginatriðum lítið breyst síðan og mælast nú ½ prósentu og hafa ekki verið lægri í um áratug. Skuldatryggingarálag á ríkissjóð er því áþekkt álaginu á ríkissjóði annarra ríkja með sambærilega lánshæfiseinkunn. Vaxtaálag í alþjóðlegum skuldabréfaútgáfum innlendra viðskiptabanka hefur einnig lækkað á undanförunum mánuðum samhliða lækkun áhættuálags á ríkissjóð og hækkun á lánshæfiseinkunn bankanna.

Gengi krónunnar

Dregið hefur úr hreinu fjármagnsústreymi ...

Eftir að fjármagnshöft voru losuð í mars í fyrra jókst útfærði fjármagns. Aukningin tengist niðurgreiðslu erlendra skulda en erlend verðbréfaeign innlendra aðila er einnig að aukast enda líklegt að þeir vilji auka vægi erlendra eigna í eignasöfnum sínum eftir tæplega áratug innan fjármagnshafta. Hreint útstreymi fjármagns, fyrir utan breytingar á gjaldeyrisforða Seðlabankans, nam 55,4 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi 2017 (mynd III-8). Útstreymið minnkaði hins vegar á ný á þeim fjórða og nam um 14,8 ma.kr. Þar vegur þyngst aukning erlendar hlutabréfaeignar innlendra aðila, einkum lífeyrissjóða.

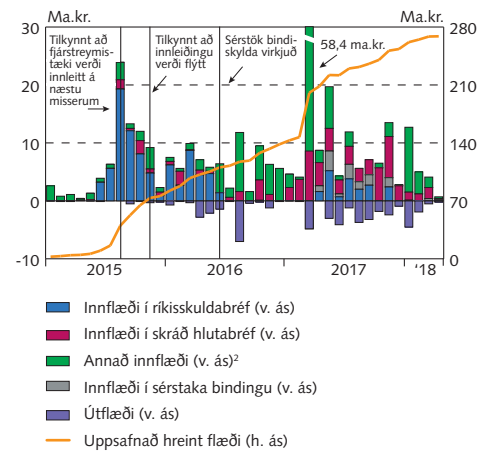
... og gengi krónunnar hækkað

Gengi krónunnar hefur hækkað um 1,4% gagnvart vísitölu meðalgengis frá útgáfu *Peningamála* í febrúar og um 2% frá áramótum. Það er hins vegar 3% lægra en það var í maí í fyrra og 8,4% lægra en það fór hæst í júní sl. Eins og rakið er hér að framan virðist sem meira jafnvægi hafi skapast í gjaldeyrisstreymi til og frá landinu og verulega hefur dregið úr sveiflum í gengi krónunnar eftir nokkurt flökt í kjölfar afnáms fjármagnshafta í mars í fyrra (mynd III-9). eru gengissveiflur nú álíka miklar og þær voru að meðaltali á árunum 2014-2016 og heldur minni en að jafnaði í öðrum þróuðum ríkjum.¹ Aukið jafnvægi í fjármagnsstreymi endurspeglar einnig í því að innlendir viðskiptabanka hafa lítið notað millibankamarkað með gjaldeyri og hefur velta á markaðnum einungis numið um 38,6 ma.kr. það sem af er þessu ári. Er það umtalsvert minni velta en á sama tíma undanfarin fimm ár. Í takt við yfirlýst markmið Seðlabankans um að beita inngrípum fyrst og fremst til að draga úr óhóflegum skammtímasveiflum í gengi krónunnar hefur bankinn einungis í tvígang átt viðskipti á millibankamarkaðnum síðan um mitt síðasta ár og keypt gjaldeyri fyrir samtals 1,5 ma.kr. eru það umtalsvert umskipti en hrein gjaldeyriskaup bankans námu að meðaltali um 210 ma.kr. á ári á árunum 2014-2017.

1. Sjá umfjöllun um sveiflur í gengi krónunnar í alþjóðlegum samanburði í rammagrein 1 í *Peningamála* 2017/4.

Mynd III-6

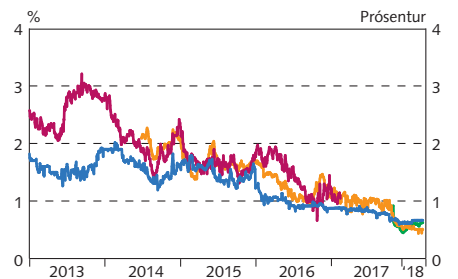
Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar¹
Janúar 2015 - apríl 2018



1. Fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlenda gjaldeyri hjá fjármála-fyrirtæki hér á landi. 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 III-7

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs
2. janúar 2013 - 11. maí 2018



1. Skuldatryggingarálag (v. ás)¹
2. Vaxtamunur gagnvart bandarísku ríkisskuldabréfi (h. ás)²
3. Vaxtamunur gagnvart þýsku ríkisskuldabréfi (h. ás)³
4. Vaxtamunur gagnvart þýsku ríkisskuldabréfi (h. ás)⁴

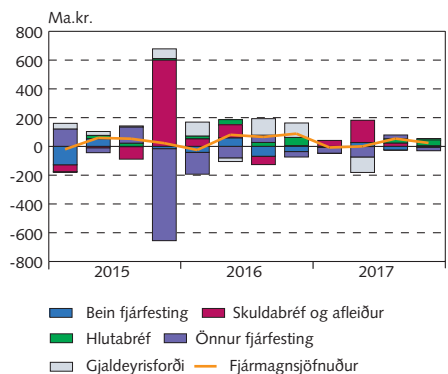
1. Fimm ára skuldbindingar í USD. 2. Bréf á gjalddaga árið 2022 í USD. 3. Bréf á gjalddaga árið 2020 í EUR. 4. Bréf á gjalddaga árið 2022 í EUR.

Heimild: Bloomberg.

Mynd III-8

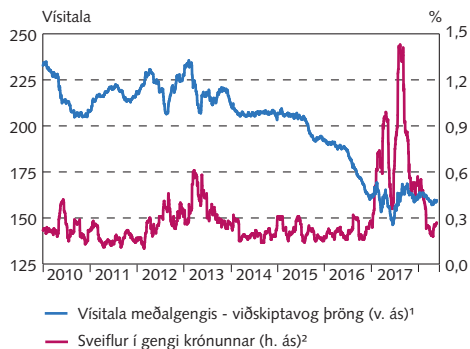
Fjármagnsflæði¹

1. ársfj. 2015 - 4. ársfj. 2017



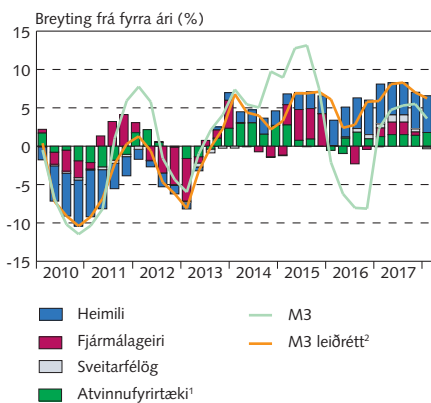
1. Fjármagnsjöfnuður (hreint útstreymi fjármagns) og hreint fjármagnsflæði til beinnar fjárfestingar, verðbréfafjárfestingar og annarrar fjárfestingar (að mestu seðlar og innstæður auk lána). Jákvæðar (neikvæðar) tölur tákna aukningu (minnkun) í erlendri eign innlendra aðila eða minnkun (aukningu) í erlendri skuldbindingu. Stórar hreyfingar á fjórða ársfjórðungi 2015 endurspeglar uppgjöri slitabúa föllnu fjármála-fyrirtækjanna. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9
Gengi krónunnar og gengissveiflur
4. janúar 2010 - 11. maí 2018



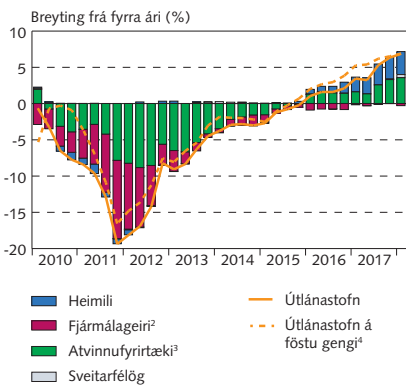
1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. 2. 30 daga staðalfrávik daglegra breytinga í viðskiptaveginni gengissvísitölu.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10
Peningamagn
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2018



1. Atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum. 2. Leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11
Útlán lánakerfis til innlendra aðila og framlag geira¹
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2018



1. Leiðrétt fyrir áhrifum endurflokkunar og skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Eingöngu sjóðfélagalán meðalín hjá lífeyrissjóðum. 2. Án útlána til innlánsstofnana og fallinna fjármálafyrirtækja. 3. Atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum. 4. Stofn útlána í erlendum gjaldeyri er reiknaður miðað við vísitölu meðalgengis í mars 2018.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Markaðsaðilar vænta lítilla lægra gengis á næstu misserum

Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun maí búast þeir við því að gengi krónunnar verði lítilla lægra í maí á næsta ári. Í síðustu þremur könnunum gerðu þeir ráð fyrir nánast óbreyttu gengi krónunnar að ári liðnu.

Peningamagn og útlán

Umframlausafé innlánsstofnana hefur aukist ...

Seðlar og mynt hafa vaxið með svipuðum hraða og undanfarin ár samhliða auknum efnahagssumsvifum og fjölgun erlendra ferðamanna. Umframlausafé innlánsstofnana, þ.e. lausar innstæður þeirra hjá Seðlabankanum umfram álagða bindiskyldu, hefur einnig aukist milli ára.

... en hægt hefur á vexti víðs peningamagns ...

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var 6,2% á fyrsta ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja (mynd III-10). Það er minni vöxtur en var á fjórðungunum þremur þar á undan. Útlit er fyrir að vöxturinn á fyrsta fjórðungi hafi verið undir nafnvexti landsframleiðslunnar á ný eftir að hafa verið umfram hann allt síðasta ár en hlutfall M3 af landsframleiðslu hækkaði í fyrsta skipti milli ára í fyrra eftir samfellda lækkun frá því að fjármálakreppan skall á árið 2008.

... og helgast vöxturinn sem fyrr af auknum innlánnum heimila

Líkt og á undanförunum misserum helgast aukning peningamagns að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila. Innlán heimila jukust um 10,3% milli ára á fyrsta ársfjórðungi og hefur ársvöxturinn verið tæplega 10% að meðaltali frá þriðja fjórðungi 2016. Ráðstöfunartekjur heimila hafa aukist verulega á undanförunum árum og sparnaður þeirra aukist mikið (sjá kafla IV). Uppspretta innlánsaukningarinnar skýrist þó einnig að hluta af auknum útlánnum til heimila. Innlán heimila námu 812 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi og eru nú svipuð að raunvirði og þau voru á seinni hluta árs 2007.² Þau eru hins vegar talsvert lægri nú í hlutfalli við landsframleiðslu en þau voru þá.

Útlánavöxtur til innlendra aðila hefur sótt í sig veðrið

Útlánavöxtur lánakerfis til innlendra aðila hefur verið tiltölulega hægur undanfarin ár þrátt fyrir kröftugan vöxt innlendra eftirspurnar. Hann sótti hins vegar í sig veðrið á seinni hluta síðasta árs. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila um 5,3% að nafnvirði milli ára á þriðja ársfjórðungi í fyrra og um 6,3% á þeim fjórða (mynd III-11). Útlánavöxturinn mældist um 6,9% á fyrsta ársfjórðungi þessa árs og hefur ekki verið hraðari í áratug.

Útlán til fyrirtækja hafa aukist hratt undanfarið ...

Útlán lánakerfis til atvinnufyrirtækja hafa aukist á undanförunum fjórðungum. Jukust þau um 9,7% að nafnvirði á fyrsta ársfjórðungi

2. Sjá umfjöllun um þróun peningamagns í kjölfar fjármálakreppunnar í rammagrein III-1 í *Peningamálu* 2014/2.

frá sama fjórðungi í fyrra samanborið við 9,1% ársvöxt á fjórða fjórðungi 2017 og 7,1% á þeim þriðja. Útlánaaukningin nær nú til fleiri atvinnugeira en áður (mynd III-12). Útlán til þjónustufyrirtækja, einkum fasteignafélaga, vaxa enn mest en lán til byggingariðnaðar og atvinnugreina tengdra ferðaþjónustu vaxa einnig, sem endurspeglar kröftug fjárfestingarumsvif í þeim geirum (sjá kafla IV).

... og útlán til heimila halda áfram að aukast

Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda stækkaði stofn útlána lánakerfis til heimila um 5,7% á fyrsta fjórðungi ársins (mynd III-13). Er það lítillaga meiri aukning en var á fjórðungunum tveimur þar á undan. Útlán lífeyrissjóða vega enn þyngst í aukningunni og hlutdeild þeirra á lánamarkaði vex því áfram. Nema útlán þeirra nú um 17,5% af heildarútlánastofni lánakerfisins til heimila samanborið við 9,5% í ársbyrjun 2016. Hlutfall sjóðfélagalána af hreinni eign lífeyrissjóða hefur því hækkað nokkuð frá því að það var í sögulegri lægð undir lok árs 2015 og er nú nálægt meðaltali undanfarinna tuttugu ára. Á móti auknum útlánnum lífeyrissjóða og innlánsstofnana hafa útlán íbúðalánasjóðs áfram dregist saman og er hlutdeild hans á lánamarkaði nú svipuð og hlutdeild lífeyrissjóða.

Eignaverð og fjármáaleg skilyrði

Töluvert hefur hægt á hækkun húsnæðisverðs ...

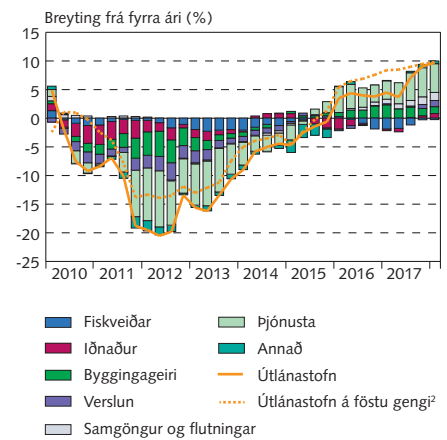
Samkvæmt upplýsingum frá Þjóðskrá Íslands hækkaði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu í mars um 7,7% frá fyrra ári og leiguverð um 10%. Töluvert hefur hægt á árshækkun íbúðaverðs sem náði hámarki í tæpum 24% í maí í fyrra. Þinglýstum kaupsamningum á höfuðborgarsvæðinu fækkaði um tæp 10% milli ára í fyrra og um 5,8% það sem af er þessu ári. Færri kaupsamningar og aukin nýbygging skýra að miklu leyti fjölgun auglýstra eigna til sölu frá fyrri hluta síðasta árs en fjöldinn hefur verið stöðugur í kringum 1.500 eignir frá haustmánuðum 2017 (mynd III-14). Meðalsölutími húsnæðis á höfuðborgarsvæðinu var um 2,6 mánuðir í mars eða tæpum 1,5 mánuði lengri en fyrir ári. Hækkun húsnæðisverðs á höfuðborgarsvæðinu á undanförunum miss-erum hefur líklega leitt til aukinnar eftirspurnar eftir húsnæði einkum í sveitarfélögum í nágrenni þess. Þessi aukna eftirspurn eftir húsnæði utan höfuðborgarsvæðisins hefur leitt til töluverðrar hækkunar húsnæðisverðs þar en markaðsverð húsnæðis á landsbyggðinni hækkaði í apríl um tæplega 15% milli ára í samanburði við 10% hækkun á landinu öllu.

... og misvægi húsnæðisverðs við ráðandi efnahagsþætti hefur minnkað lítillaga

Raunverð húsnæðis hækkaði um rúm 16% milli ára í fyrra og hafði hækkað um rúmlega 50% frá því að það var lægst í byrjun árs 2010. Samfara þessari miklu hækkun gætti vaxandi misvægis milli húsnæðisverðs og þeirra efnahagsþátta sem jafnan ráða þróun þess (mynd III-15). Þetta misvægi minnkaði lítillaga á nýjan leik sl. haust þegar hægja tók á hækkun húsnæðisverðs. Enn er þó nokkur hvati til staðar til nýbyggingar sé horft til hlutfalls húsnæðisverðs og byggingarkostnaðar. Eins og fjallað var um í *Peningamálum* 2017/4 er hækkunarferill

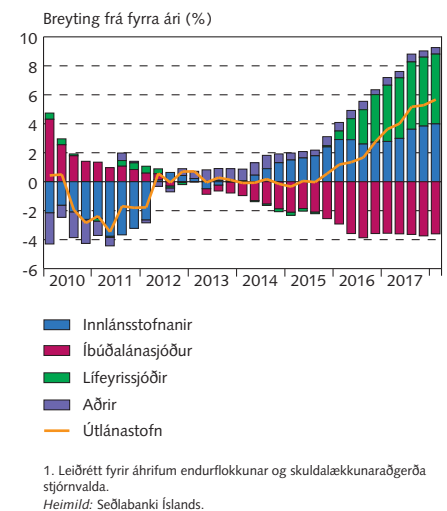
Mynd III-12

Útlán lánakerfis til atvinnufyrirtækja¹
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2018



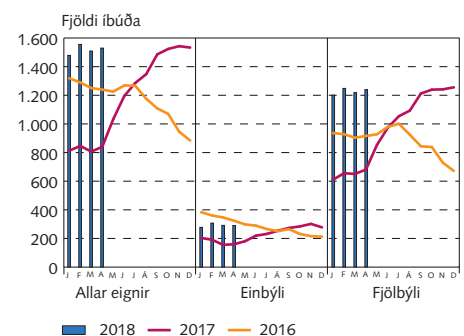
Mynd III-13

Útlán lánakerfis til heimila¹
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2018



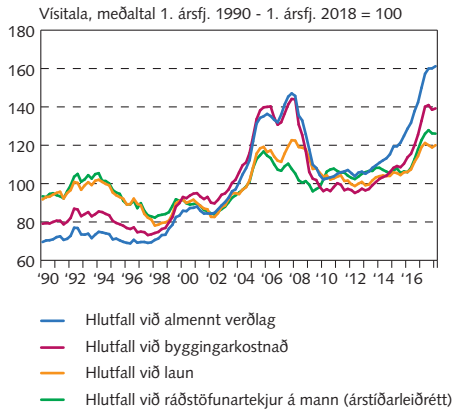
Mynd III-14

Fjöldi íbúða til sölu á höfuðborgarsvæðinu¹
Janúar 2016 - apríl 2018



Mynd III-15

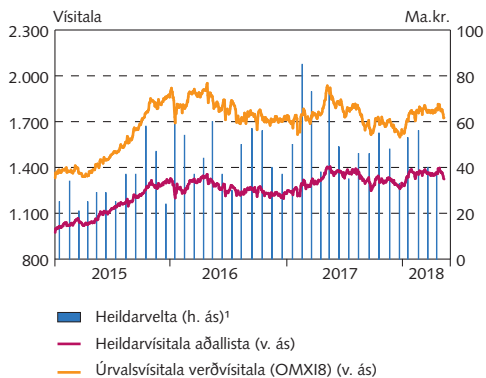
Húsnæðisverð í hlutfalli við verðlag, byggingarkostnað, laun og tekjur¹
1. ársfj. 1990 - 1. ársfj. 2018



1. Hlutfall húsnæðisverðs og vísitölu neysluverðs, byggingarvísitölu, launavísitölu og ráðstöfunartekna á mann (miðað við mannfjölda á vinnufærum aldri).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-16

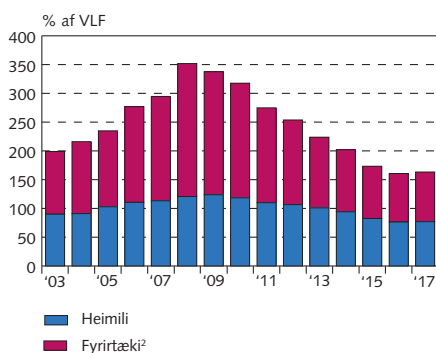
Hlutafjarmarkaður
2. janúar 2015 - 11. maí 2018



1. Mánaðarleg heildarvelta skráðra hlutabréfa.
Heimildir: Nasdaq OMX Iceland.

Mynd III-17

Skuldir heimila og fyrirtækja 2003-2017¹



1. Skuldir við fjármálfyrirtæki og útgefnar markaðsskuldabréf. 2. Án fjármálfyrirtækja (þar með talið eignarhaldsfélaga).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

húsnæðisverðs í undangenginni uppsveiflu ólíkur þeim sem átti sér stað á árunum 2001-2007. Hækkun atvinnutekna er áþekkt á báðum tímabilum en ólíkt stöðunni nú var verðhækkunin á árunum fyrir fjármálakreppuna í mun meira mæli drifin áfram af hraðvaxandi lántöku heimila.

Hlutabréfaverð hefur verið nokkuð stöðugt undanfarið eftir hækkun á fyrstu mánuðum ársins

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMX18, er nú 0,5% hærra en við útgáfu *Peningamála* í febrúar en 10,2% lægri en hún var um miðjan maí í fyrra. Hlutabréfaverð tók að hækka í upphafi þessa árs eftir nokkra lækkun á seinni helmingi síðasta árs. Úrvalsvísitalan hélst nokkuð stöðug frá því í byrjun febrúar sl. Þar til rétt fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* þegar hún lækkaði snögglega (mynd III-16). Munar þar mestu um lækkun gengis bréfa Ícelandair í kjölfar birtingar talna um farþegafjölda í apríl og gengis bréfa tryggingafélaga. Uppgjör skráðra fyrirtækja fyrir árið 2017 sem birt voru í febrúar voru flest í samræmi við væntingar og litlar breytingar urðu á gengi bréfa í kjölfarið. Gengi bréfa útflutningsfyrirtækja og olíufélaga hefur lækkað mest undanfarna mánuði. Nýbirt uppgjör fyrir fyrsta ársfjórðung 2018 voru flest ýmist í samræmi við eða aðeins undir væntingum markaðsaðila.

Á fyrstu fjórum mánuðum ársins nam velta á aðalmarkaði u.þ.b. 190 ma.kr. sem er um 24% minni velta en á sama tíma í fyrra en metvelta var á markaðnum í febrúar og mars í fyrra í kjölfar birtingar ársuppgjöra. Þá hefur nýtt innstreymi fjármagns í skráð hlutabréf numið tæpum 5 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins en námu um 19 ma.kr. á sama tíma í fyrra (mynd III-6 hér að framan).

Skuldahlutfall einkageirans hækkaði í fyrra ...

Skuldir einkageirans námu 163% af vergri landsframleiðslu í árslok 2017. Er það um 2 prósentum hærra hlutfall en í árslok 2016 og í fyrsta sinn síðan fjármálakreppan skall á haustið 2008 sem skuldahlutfallið hækkar milli ára (mynd III-17). Skuldir fyrirtækja jukust um 6,6% að nafnvirði milli ára og námu um 86% af landsframleiðslu sem er 2 prósentum hærra hlutfall en í árslok 2016. Skuldir þeirra við innlend fjármálfyrirtæki jukust mest en lítil breyting varð á útgefnum markaðsskuldabréfum og skuldum við erlend fjármálfyrirtæki (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 1). Skuldir heimila jukust um 4,9% á sama tíma og var skuldahlutfallið um 77% í árslok.

Þrátt fyrir að skuldahlutfall einkageirans hafi hækkað milli ára í fyrra er það enn lágt í sögulegu samhengi. Eins og fjallað var um í *Peningamála* 2017/4 hefur eiginfjárstaða heimila og fyrirtækja jafnframt batnað mikið á undanförunum árum og var eiginfjárlutfall þeirra í árslok 2016 orðið hærra en það var hæst í síðustu efnahagsuppsveiflu.

... en vanefndir heimila hafa minnkað enn frekar

Hlutfall útlána heimila í vanefndum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur og Íbúðalánasjóði hefur lækkað enn frekar undanfarna mánuði. Mældist það 2,7% af heildarútlánnum í lok mars sl. samanborið við 4,3% á sama tíma fyrir ári. Einstaklingum á vanskilaskrá

Creditinfo hafði einnig fækkað um 5,7% milli ára í apríl. Hlutfall útlána fyrirtækja í vanefndum við lánastofnanirnar mældist 7,9% í mars og hefur lækkað um 1 prósentu frá sama tíma í fyrra. Fyrirtækjum á vanskilaskrá fækkaði einnig lítillega milli ára í apríl. Gjaldþrotum fyrirtækja fækkaði milli ára í fyrra en fjölgaði á ný á fyrsta fjórðungi ársins frá sama fjórðungi í fyrra. Nýskráningum fyrirtækja fækkaði lítillega á síðasta ári og hefur sú þróun haldið áfram á fyrsta ársfjórðungi.

Miðlun vaxta Seðlabankans í útlánavexti hefur styrkst

Óverðtryggðir inn- og útlánsvextir viðskiptabankanna sem og óverðtryggðir vextir lífeyrissjóðslána hafa í meginatriðum fylgt eftir vaxtalækkunum Seðlabankans frá því að vaxtalækkunarferlið hófst í ágúst árið 2016. Verðtryggðir vextir hafa hins vegar lítið breyst á sama tíma fyrir utan breytilega vexti sjóðfélagalána hjá hluta lífeyrissjóða. Vextir á sjóðfélagalánum eru sem fyrr heldur lægri en á sambærilegum lánum viðskiptabankanna. Líkt og fjallað er um í rammagrein 1 hefur hlutdeild óverðtryggðra útlána til heimila aukist frá ársbyrjun 2015 sem og hlutdeild sjóðfélagalána lífeyrissjóða í nýjum útlánnum. Áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans á útlánavexti hafa því aukist.

IV Eftirspurn og hagvöxtur

Á síðasta ári hægði umtalsvert á hagvexti eftir mikinn vöxt árið á undan. Hratt dró úr vexti útflutnings eftir u.þ.b. 10% vöxt árin tvö á undan og heldur hægði á vexti innlendrar eftirspurnar, þótt hann hafi eftir sem áður verið hraður. Eftirspurn heimila er enn sterk enda vaxa tekjur hratt, atvinna er mikil og eignaverð hefur hækkað mikið. Fjárfesting hefur einnig aukist hratt þótt vöxturinn í fyrra hafi verið hægari en þrjú árin þar á undan. Talið er að draga muni úr vexti einkaneyslu og fjárfestingar í ár og einnig eru horfur á hægari vexti útflutnings. Hagvöxtur minnkar því úr 3,6% í fyrra í 3,3% í ár sem eru áþekkar horfur og gert var ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans. Líkt og þá er áætlað að áfram hægi á hagvexti á næstu tveimur árum í átt að langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins. Á móti hægari útgjalda-vexti einkaaðila vega aukin umsvif hins opinbera. Talið er að aðhald ríkisfjármála aukist lítillega í ár en að aftur taki að slakna á aðhaldinu á næsta ári.

Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

Hagvöxtur lítillega meiri í fyrra en spáð var í febrúar

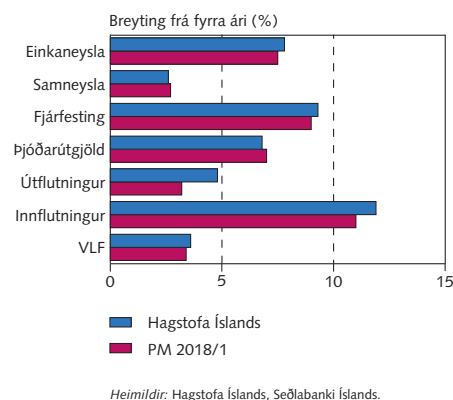
Í kjölfar mikils hagvaxtar árið 2016 dró jafnt og þétt úr honum eftir því sem leið á síðasta ár. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands mældist 1,5% hagvöxtur á fjórða ársfjórðungi en á árinu í heild var hann 3,6%. Samanborið við árið á undan var hagvöxtur í fyrra umtalsvert minni sem einkum má rekja til hægari vaxtar fjárfestingar atvinnuveganna og útflutnings en framlag einkaneyslu til hagvaxtar var áfram mikið líkt og árið áður. Að auki var kröftugur vöxtur í fjárfestingu hins opinbera og fjárfestingu í íbúðarhúsnæði. Á árinu nam vöxtur þjóðarútgjalda 6,8% en framlag utanríkisviðskipta var neikvætt um 2,7 prósentur. Hagvöxtur í fyrra var í takt við það sem gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans en þá var spáð 3,4% hagvexti (mynd IV-1). Útflutt þjónusta var meiri en búist var við en á móti kom að framlag birgðabreytinga var neikvæðara.

Frá því að efnahagsumsvifin voru minnst árið 2010 eftir fjármálakreppuna árið 2008 hefur landsframleiðslan vaxið um tæplega 28%. Er það umtalsvert meiri bati en í helstu viðskiptalöndum Íslands en þar hefur landsframleiðslan vaxið um ríflega 12% yfir sama tímabil (mynd IV-2).

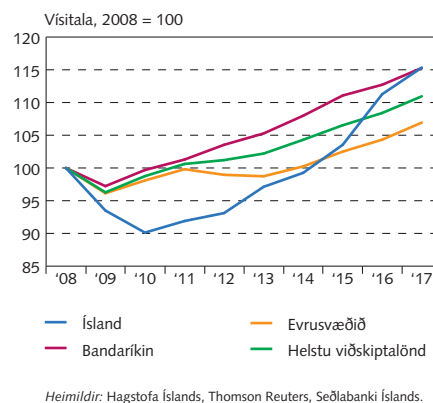
Hagvöxtur síðasta árs á breiðum grunni

Framlag flestra atvinnugeira til hagvaxtar hefur minnkað þótt breytingin sé mismikil. Samkeppnisgeirinn og innlendi þjónustugeirinn lögðu umtalsvert minna til hagvaxtar á síðasta ári en á árunum á undan og svipaða sögu má segja af mannvirkjagerð. Framlag þessara geira stóð eftir sem áður undir bróðurparti hagvaxtarins (mynd IV-3). Þróunin kallast á við niðurstöður ráðstöfunaruppgjörs þjóðhagsreikninga síðasta árs sem sýnir hægari vöxt þjónustuútflutnings og mikla fjárfestingu í íbúðarhúsnæði.

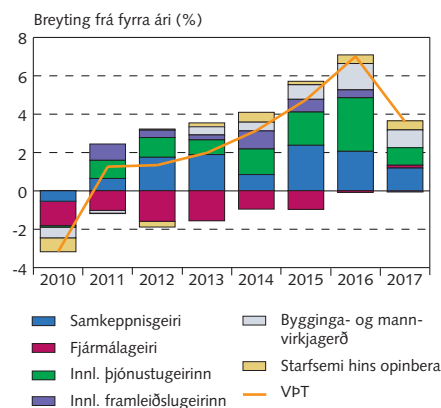
Mynd IV-1
Þjóðhagsreikningar 2017



Mynd IV-2
Landsframleiðslan á Íslandi og helstu viðskiptalöndum 2008-2017



Mynd IV-3
Vergar þáttatekjur og framlag geira 2010-2017¹

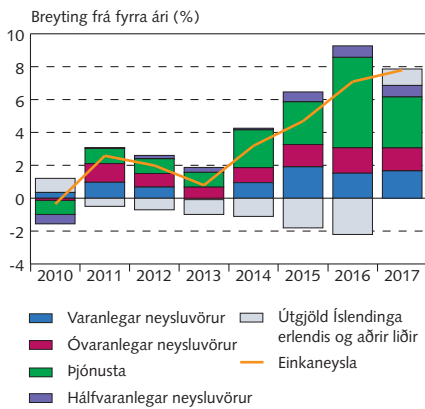


1. VPT mæla tekjur allra aðila sem koma að framleiðslunni og eru jafnar VLF leiðréttir fyrir óbeinum sköttum og framleiðslustyrkjum. Til samkeppnisgeirans teljast sjávarútvegur, vinnsla sjávarafurða, framleiðsla mála og lyfja, ferðaþjónusta og 75% rafmagns-, gas-, hita- og vatnsveitna. Aðrir atvinnuvegir eru flokkaðir sem innlendir og þeim skipt í bygginga-, fjármála-, þjónusta- (án fjármálaþjónustu) og framleiðslugeira.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

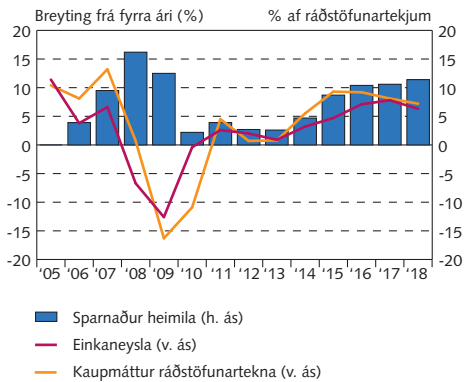
Mynd IV-4

Einkaneysla og framlag undirliða 2010-2017



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

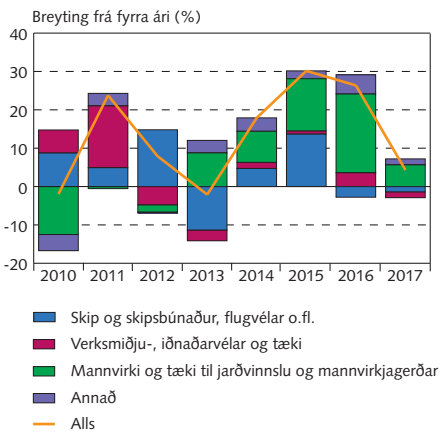
Mynd IV-5

Einkaneysla, ráðstöfunartekjur og sparnaður 2005-2018¹

1. Nokkur óvissa er um tölur Hagstofunnar um eiginlegt tekjustig heimila sem snýr að því að ráðstöfunartekjuþppgjörð byggist ekki á samstæðu-uppgjöri tekju- og efnahagsreiknings. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur þar sem tölur Hagstofunnar eru hækkaðar með hliðsjón af áætluðum útgjöldum heimilanna yfir langt tímabil. Grunnspá Seðlabankans 2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Fjárfesting atvinnuveganna og framlag eftir tegund 2010-2017



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vöxtur einkaneyslu hefur verið snarpur en þó hóflegri en á fyrri vaxtarskeiðum

Á síðasta ári jókst einkaneysla um 7,8% frá fyrra ári og bætti í vöxtinn frá árinu á undan. Þrátt fyrir það hægði nokkuð á vextinum á seinni hluta ársins. Í samanburði við febrúarspá bankans var vöxturinn á síðasta fjórðungi ársins heldur minni en búist var við en sakir endurskoðunar á vexti fyrri fjórðunga varð vöxtur ársins 0,3 prósentum meiri en spáð var.

Líkt og á undanförunum árum var eftirspurn heimila í fyrra studd af vaxandi ráðstöfunartekjum og jákvæðum áhrifum af bættri eiginfjárstöðu þeirra. Þessir þættir hafa skilað sér í aukinni bjartsýni heimila um eigin fjárhagsstöðu og ástand efnahagsmála. Árið 2017 var sjöunda ár yfirstandandi vaxtarskeiðs einkaneyslu en á síðustu sex áratugum eru einungis tvö önnur dæmi um svo langt samfellt vaxtarskeið. Þótt núverandi vaxtarskeið sé langt í sögulegu tilliti hefur vöxturinn ekki verið eins hraður og á fyrri vaxtarskeiðum. Að nokkru leyti má líklega rekja það til þess að vægi útgjalda til varanlegrar neysluveru hefur verið heldur minna en t.a.m. á síðustu tveimur vaxtarskeiðum (mynd IV-4) en það er vel þekkt að útgjöld til varanlegrar neysluveru eru umtalsvert sveiflukenndari en útgjöld til óvaranlegrar neysluveru og mun næmari fyrir efnahagsaðstæðum. Þessi munur á framvindu einkaneyslunnar miðað við fyrri vaxtarskeið er í takt við þróun sparnaðar heimila (mynd IV-5) sem hefur aukist verulega samhliða mikilli kaupmáttaraukningu auk þess sem útlán til heimila hafa vaxið hóflega (sjá kafla III).

Staða heimila enn sterk en búist er við að hægi á vexti einkaneyslu

Í ár er búist við að vöxtur einkaneyslu verði á svipuðum nótum og hann var á seinni hluta síðasta árs. Gangi það eftir verður vöxturinn í ár nokkru minni en í fyrra enda útlit fyrir að áfram dragi úr vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna. Þar að auki benda helstu vísbendingar einkaneyslu til þess að á fyrsta fjórðungi í ár hafi orðið framhald á þeirri þróun sem var á seinni hluta síðasta árs. Framsýnar vísbendingar á borð við væntingakannanir meðal neytenda og fyrirtækja gefa einnig til kynna heldur hægari vöxt á næstunni en þegar vöxturinn var hraðastur á öðrum fjórðungi í fyrra. Talið er að vöxturinn verði 6,3% í ár en að á næsta ári hægi enn frekar á honum. Þrátt fyrir það hækkar hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu úr 50½% í fyrra í um 51¾% við lok spátímans sem er þó nærri 3½ prósentu undir meðalvægi síðasta aldarfjórðungs.

Verulega dró úr vexti atvinnuvegafjárfestingar í fyrra ...

Á síðasta ári hægði umtalsvert á aukningu atvinnuvegafjárfestingar. Nam vöxturinn 4,3% en undangengin þrjú ár jókst atvinnuvegafjárfesting um fjórðung að jafnaði á ári. Vöxturinn í fyrra var þó heldur meiri en gert var ráð fyrir í febrúar en endurspeglar að nokkru leyti endurskoðun Hagstofunnar á fjárfestingu á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs. Þótt töluvert hafi hægt á vexti fjárfestingar í mannvirkjagerð lagði hún mest til atvinnuvegafjárfestingar í fyrra, líkt og árið 2016 (mynd IV-6). Á móti vó samdráttur í fjárfestingu í skipum og flugvélum annað árið í röð.

... og fjárfestingarkönnun bankans gefur til kynna að draga muni úr henni í ár

Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja frá því í mars sl. sýnir að fjárfesting þeirra á síðasta ári var meiri en fram kom í sambærilegri könnun haustið 2017 (tafla IV-1). Þar munaði mest um meiri fjárfestingu í iðnaði og annarri þjónustu. Á þessu ári gera fyrirtæki ráð fyrir að fjárfesting dragist saman um tæplega 5% frá fyrra ári en í haustkönnun bankans bjuggust þau við líðlega 4% aukningu. Að hluta má rekja þessa breytingu til fyrrgreindra grunnáhrifa meiri fjárfestingar í fyrra en að miklu leyti skýrist þetta af breyttum áætlunum örfárra fyrirtækja sem veга þungt í könnuninni. Á heildina litið eru jafn mörg fyrirtæki í könnuninni sem hyggjast auka fjárfestingu á árinu og þau sem áforma að draga úr henni. Í samanburði við síðustu könnun bankans dregur nokkuð úr fjárfestingaráformum í ferðaþjónustu og flutningum auk þess sem áform iðnaðarfyrirtækja fyrir þetta ár hafa snúist úr vexti í samdrátt. Verslunarfyrirtæki áforma hins vegar að auka fjárfestingarútgjöld sín en í fyrri könnun gáfu þau til kynna að þau hygðust draga úr þeim.

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

Stærstu 102 (101) fyrirtæki Upphæðir í ma.kr.	2016-2017 (%) (síðasta könnun)			Breyting 2017-2018 (%) (síðasta könnun)	
	2016	2017	2018	2016-2017 (%) (síðasta könnun)	2017-2018 (%) (síðasta könnun)
Sjávarútvegur (17)	15,4	14,4	12,4	-6,5 (-11,7)	-14,3 (-22,9)
Iðnaður (16)	4,6	8,5	6,9	84,5 (9,3)	-19,5 (56,8)
Verslun (23)	8,0	8,8	9,9	9,8 (-9,2)	13,5 (-10,4)
Flutningar og ferðaþj. (8)	44,0	40,7	42,3	-7,5 (4,1)	3,9 (10,3)
Fjármál/tryggingar (9)	3,7	3,5	4,5	-5,4 (42,3)	28,2 (18,1)
Fjölm. og upplýsingat. (7)	7,5	7,6	7,4	0,8 (-2,1)	-2,0 (0,1)
Þjónusta og annað (22)	18,1	19,0	14,2	5,1 (-12,3)	-25,5 (-2,7)
Alls 102 (101)	101,4	102,5	97,6	1,1 (-1,1)	-4,8 (4,2)

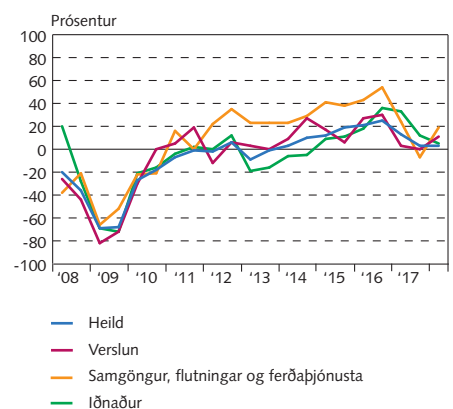
1. Innan sviga eru tölur úr síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 101 fyrirtækis fyrir árin 2017-2018 (Peningamáli 2017/4). Birtur er paraður samanburður milli ára en þar sem breyting getur orðið á úrtaki milli kannana getur það haft áhrif á niðurstöðuna. Fjárfestingu í fylgihlutum flugvéla og skipa er bætt við.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Könnun Gallup á stöðu og framtíðarhorfum meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins sem framkvæmd var í febrúar sl. gaf á heildina litið áþekkar niðurstöður og könnun Seðlabankans, þ.e. að nánast jafn mörg fyrirtæki í könnuninni hugðust auka fjárfestingu og minnka hana í ár og yfir helmingur fyrirtækjanna taldi að fjárfesting þeirra yrði svipuð í ár og í fyrra (mynd IV-7). Líkt og áður er hins vegar nokkur munur milli þessara kannana varðandi fjárfestingu einstakra atvinnugreina enda úrtök þeirra ólík. Samkvæmt niðurstöðum könnunar Gallup hyggjast 35% fyrirtækja í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu auka fjárfestingu á árinu og hækkaði hlutfallið nokkuð frá septemberkönnuninni. Mun fleiri fyrirtæki eru í þessum flokki í Gallupkönnuninni en í fjárfestingarkönnun Seðlabankans en þar er aðallega um að ræða fá stór fyrirtæki. Munurinn kann því að endurspeglar hlutfallslega meiri vöxt fjárfestingar minni fyrirtækja en þeirra stærri. Einnig eru vísendingar um aukna fjárfestingu í hótelum á árinu sem eru talin með í könnun Gallup en ekki í fjárfestingarkönnun bankans.

Mynd IV-7

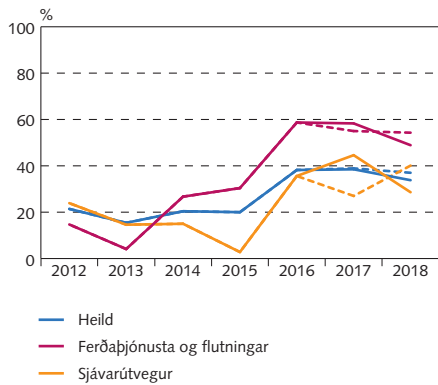
Fjárfesting: skoðanavægi eftir atvinnugreinum¹



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-8

Fjárfestingaráform fyrirtækja: hluti fjárfestingar fjármagnaður með lánsfé 2012-2018¹

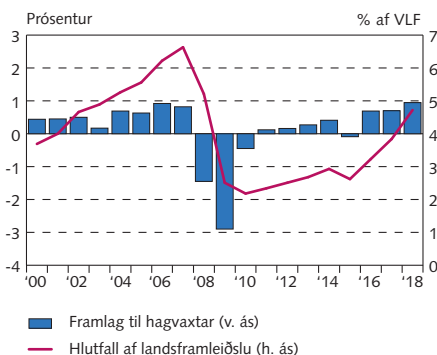


1. Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja, að undanskildum flugvélum og skipum. Brotalínur sýna niðurstöður síðustu könnunar úr PM 2017/4.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

Íbúðafjárfesting 2000-2018¹

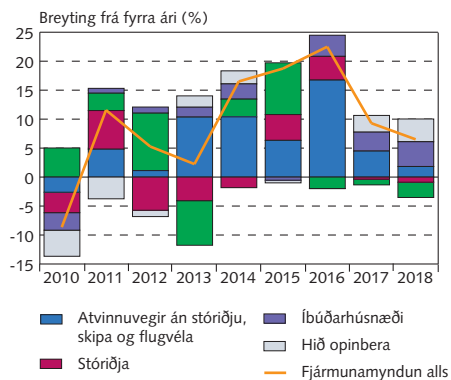


1. Grunnspá Seðlabankans 2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2010-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Horfur á minnkandi hlutdeild lánsfjármögnunar í fjárfestingarútgjöldum fyrirtækja

Samkvæmt fjárfestingarkönnun bankans fjármögnuðu fyrirtæki tæplega 40% fjárfestingar sinnar í fyrra með lánsfé líkt og á árinu 2016 en þau búast við að hlutfallið lækki í 34% í ár (mynd IV-8). Þrátt fyrir að útlit sé fyrir minnkandi hlutdeild lánsfjár er hún enn töluvert meiri en hún var fram til ársins 2016. Hlutfallið er sem fyrr hæst hjá fyrirtækjum í ferðapjónustu og flutningum en þau hyggjast þó draga úr lánsfjármögnun á þessu ári. Horfur eru á að hlutfallið hækki nokkuð í ár hjá fyrirtækjum í verslun samhliða aukinni fjárfestingu.

Talið að atvinnuvegafjárfesting í heild dragist saman í ár en að almenn atvinnuvegafjárfesting aukist áfram

Í ljósi fjárfestingarkönnunarinnar og annarra vísbendinga um fjárfestingu fyrirtækja er gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting dragist saman um 2,5% í ár. Samdrátturinn endurspeglar minnkandi fjárfestingu í skipum, flugvélum og stóriðjutengdri starfsemi en almenn atvinnuvegafjárfesting, þ.e. önnur en fjárfesting í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum, eykst um 3,6% frá fyrra ári. Atvinnuvegafjárfesting er því lítillega minni en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans auk þess sem samsetning fjárfestingarinnar er nokkuð ólík. Þar vegast á horfur á minni samdrætti í fjárfestingu skipa og flugvéla en áður var spáð og spá um minni vöxt almennrar atvinnuvegafjárfestingar.

Framlag íbúðafjárfestingar til hagvaxtar eykst

Árið 2017 hélt uppgangur á fasteignamarkaði áfram. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði jókst um rúman fimmtung sem er svipaður vöxtur og í febrúarspá bankans. Framlag íbúðafjárfestingar til hagvaxtar hefur því aukist mikið sl. tvö ár og var í fyrra orðið svipað og á árunum fyrir fjármálakreppuna (mynd IV-9). Samhliða vaxandi eftirspurn eftir húsnæði hefur hlutfall húsnæðisverðs og byggingarkostnaðar hækkað og hvatinn til byggingar nýs húsnæðis því aukist. Horfur eru á að íbúðafjárfesting muni vaxa um fjórðung á þessu ári sem er litlu meira en gert var ráð fyrir í febrúar. Gangi það eftir mun hlutfall íbúðafjárfestingar nema rúmlega 5% af landsframleiðslu í ár sem er um 1 prósentu hærra en langtímameðaltal þess.

Hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu talið lækka lítillega á spátímanum

Eftir öran vöxt fjármunamyndunar á síðustu þremur árum hægði á vextinum á síðasta ári. Var vöxturinn 9,3% sem er svipaður vöxtur og í síðustu spá bankans þótt samsetning vaxtarins hafi verið frábrugðin: fjárfesting atvinnueganna jókst heldur meira en spáð var en íbúðafjárfesting og fjárfesting hins opinbera jukust hægar. Spáð er að áfram hægi á vexti fjármunamyndunar í ár. Má rekja það til fyrrgreinds samdráttar í atvinnuvegafjárfestingu en talið er að önnur fjárfestingarútgjöld aukist milli ára (mynd IV-10). Gangi spáin eftir eykst fjármunamyndun um 6,5% í ár og vegur þar þyngst íbúðafjárfesting og fjárfesting hins opinbera. Þótt spáð sé hægari vexti fjármunamyndunar frá fyrra ári eykst hlutdeild hennar í landsframleiðslu áfram

og mun nema 22,9% á þessu ári sem er 1½ prósentu yfir sögulegu meðaltali. Hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu lækkar hins vegar í 14,3% en er þó enn 1 prósentu yfir sögulegu meðaltali.

Spáð er ríflega 3% hagvexti í ár líkt og í febrúarspánni

Eins og rakið er hér að framan er útlit fyrir að helstu burðarásar hagvaxtar síðustu missera vaxi áfram í ár þótt dragi úr vextinum. Hægari vöxtur einkaneyslu, samneyslu og fjárfestingar leiðir til þess að framlag þjóðarútgjalda til hagvaxtar í ár minnkar um rúmlega 1 prósentu samanborið við 2017. Á móti vegur að framlag utanríkisviðskipta verður hagfelldara en í fyrra. Gert er ráð fyrir að vöxtur þjóðarútgjalda í ár verði 5,2% en hagvöxtur 3,3% (mynd IV-11). Þetta er 0,1 prósentu meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar þar sem horfur á meiri fjárfestingu og hægari vexti útflutnings vegast á. Á næstu árum er búist við að hagvöxtur leiti í langtímaleitnivöxt og hafa þær horfur lítið breyst frá síðustu spá.

Hið opinbera

Útlit fyrir minni vöxt samneyslu en meiri vöxt fjárfestingar en gert var ráð fyrir í febrúar

Vöxtur samneyslu á síðasta ári nam 2,6% líkt og áætlað var í febrúarspá Seðlabankans. Heldur bætti í vöxtinn frá árinu á undan sem skýrist að mestu leyti af hækkun launakostnaðar hins opinbera. Í ár er búist við því að dragi úr vextinum og er gert ráð fyrir að hann verði um 2% í ár og á næstu tveimur árum sem er heldur minni vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Öðru máli gegnir um fjárfestingu hins opinbera sem jókst um 23,4% í fyrra sem er mesti vöxtur hennar frá árinu 2004. Hlutfall fjárfestingar hins opinbera af landsframleiðslu hefur verið afar lágt í sögulegu tilliti frá því að fjármálakreppan reið yfir en eftir öran vöxt í fyrra hækkaði hlutfallið úr 2,6% í 3,2%. Búist er við því að vöxturinn verði enn meiri í ár eða rúmlega 27% áður en hægir á aukningunni síðar á spátímanum. Þetta er umtalsvert meiri fjárfesting en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Gangi spáin eftir mun fjárfesting hins opinbera nema 4,3% af landsframleiðslu við lok spátímans sem er rétt yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs.

Afgangur á frumjöfnuði ríkissjóðs svipaður í ár og í fyrra

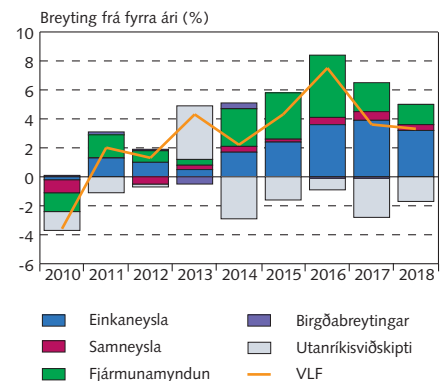
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var afgangur af rekstri hins opinbera 1,5% af landsframleiðslu árið 2017 sem er betri afkoma um sem nemur 0,4% af landsframleiðslu miðað við fyrri áætlun bankans. Ef arðgreiðslur umfram fjárlög eru dregnar frá nemur undirliggjandi afkoma af rekstri ríkissjóðs hins vegar einungis 0,5% af landsframleiðslu samanborið við 0,2% undirliggjandi afgang árið 2016 og 0,3% halla árið 2015. Í ár er gert ráð fyrir að undirliggjandi afgangur verði svipaður og í fyrra eða 0,4% af landsframleiðslu (mynd IV-12).

Ný fjármálaáætlun fyrir árin 2019-2023

Samkvæmt lögum um opinber fjármál voru þingsályktanir um fjármálastefnu og fjármálaáætlun til næstu fimm ára lagðar fyrir Alþingi í desember 2017 og aftur í byrjun apríl sl. Samkvæmt fjármála-

Mynd IV-11

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2018¹

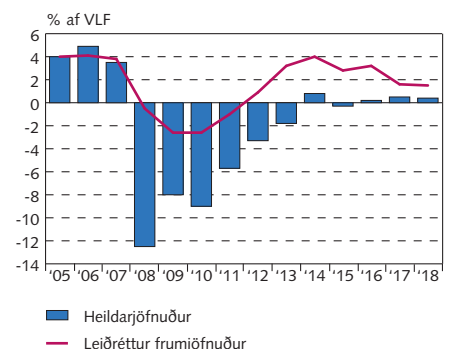


1. Grunnspá Seðlabankans 2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

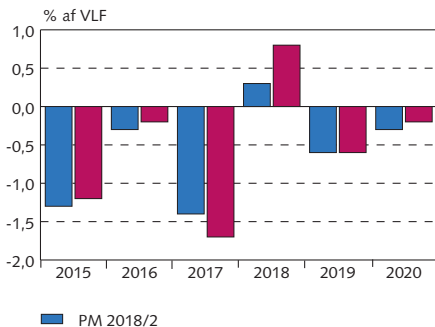
Afkoma ríkissjóðs 2005-2018¹



1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisliðum. Árin 2016-2018 eru bæði frum- og heildarjöfnuður leiðréttir fyrir stöðugleikaframlögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðislána, sérstakri innborgun í A-deild LSR og arðgreiðslum umfram fjárlög. Grunnspá Seðlabankans 2018. Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13

Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2015-2020¹



1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisliðum (stöðugleikaframlögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðislána, sérstakri innborgun í A-deild LSR og arðgreiðslum umfram fjárlög). Grunnspá Seðlabankans 2018-2020.

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

stefnunni er gert ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs verði jákvæð um 1,2% af landsframleiðslu árið 2018 og að afkoma sveitarfélaga verði lítillega jákvæð. Afgangur af rekstri hins opinbera mun samkvæmt því nema 1,4% af landsframleiðslu. Við lok þessa fimm ára tímabils er áætlað að afkoma ríkissjóðs og hins opinbera hafi versnað um 0,4% af landsframleiðslu. Fjármálaáætlunin felur í sér nær óbreytta afkomu ríkissjóðs frá núgildandi fjármálastefnu en hún er töluvert lakari en í síðustu fjármálaáætlun.

Horfur á auknu aðhaldi ríkisfjármála í ár en að það taki að slakna á ný á næsta ári

Grunnspá Seðlabankans byggist í meginatriðum á fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar. Í henni er þó gert ráð fyrir heldur meiri vexti samneysluútgjalda en felst í áætluninni þar sem talið er að launakostnaður ríkissjóðs hækki meira en þar er gert ráð fyrir. Þá eru undirliggjandi þjóðhagsforsendur að einhverju leyti ólíkar. Afkoma ríkissjóðs er því lakari um sem nemur 0,4% af landsframleiðslu á ári á spátímanum samkvæmt spánni en gert var ráð fyrir í fjármálaáætluninni. Spá bankans gerir ráð fyrir að afgangur á frumjöfnuði ríkissjóðs haldi áfram að minnka og muni nema 0,3% af landsframleiðslu árið 2020 þegar leiðrétt er fyrir einkisliðum.

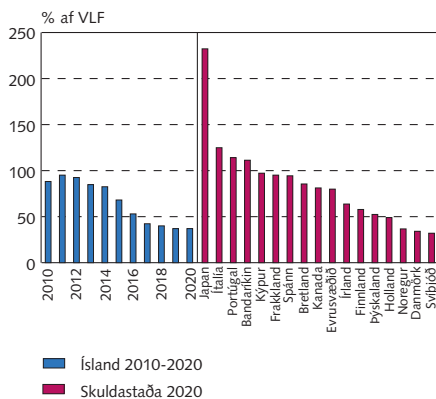
Að teknu tilliti til hagsveiflunnar er gert ráð fyrir að frumjöfnuður batni um 0,3% af landsframleiðslu í ár sem er ríflega helmingi minni aðhaldsaukning en var í febrúarspá bankans sem byggðist á fjármálastefnu ríkisstjórnarinnar sem lögð var fram í desember sl. (mynd IV-13). Liggur munurinn í því að ný fjármálaáætlun gerir ráð fyrir meiri útgjaldaaukningu en gert var ráð fyrir í fjármálastefnunni í desember. Líkt og í febrúarspá bankans er því spáð að aðhald ríkisfjármála slakni á ný á næsta ári vegna fyrirhugaðrar lækkunar tekjuskatts einstaklinga og tryggingargjalds og stóraukinnar fjárfestingar sem talin eru leiða til slökunar á aðhaldi um sem nemur 0,6% af landsframleiðslu. Mikill útgjaldavöxtur leiðir einnig til nokkurrar slökunar á aðhaldsstiginu árið 2020 þótt slökunin verði aðeins minni en árið á undan eða 0,3% af landsframleiðslu. Gangi þetta eftir mun slakna á aðhaldi ríkisfjármála um 0,9% af landsframleiðslu á næstu tveimur árum sem er svipað því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans þrátt fyrir að nú sé ekki lengur gert ráð fyrir lækkun á efra þrepi virðisaukaskatts eins og í febrúar.

Skuldir hins opinbera lækka hratt niður fyrir viðmið fjármálareglu

Áætlun fjármálastefnu núverandi ríkisstjórnar um hægari lækkun skulda er í samræmi við lakari afkomuhorfur en leiddu af stefnu síðustu ríkisstjórnar. Þó gerir áætlunin ráð fyrir að afgangur af rekstri hins opinbera og sala eigna geri það mögulegt að lækka skuldir nokkuð hratt áfram. Nú er áætlað að skuldir ríkissjóðs nemi 34% af landsframleiðslu í lok þessa árs. Hins vegar er áætlað að skuldir hins opinbera muni á sama tíma nema 40% af landsframleiðslu en lækki í 37% við lok spátímans gangi áætlunin eftir (mynd IV-14).

Mynd IV-14

Vergar skuldir hins opinbera



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

Útanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

Útflutningur jókst meira á síðasta ári en gert var ráð fyrir í febrúar

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um 4,8% milli ára í fyrra og var vöxturinn að mestu borinn uppi af þjónustuútflutningi sem jókst um 8,1% frá fyrra ári (mynd IV-15). Þjónustuútflutningur jókst meira en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans og skýrist fráviknið af óvæntri aukningu annars þjónustuútflutnings á fjórða fjórðungi ársins en hann hafði dregist mikið saman á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Gekk samdráttur á útfluttum hugverkum fyrirtækja í lyfjaiðnaði, sem mældist einkum á þriðja fjórðungi í fyrra, til baka að fullu á síðasta fjórðungi ársins, en í febrúar var búist við að samdrátturinn væri varanlegur þar sem hann tengdist flutningi á starfsemi alþjóðlegs lyfja-fyrirtækis frá landinu. Á heildina litið dróst önnur þjónusta saman um 6,5% í fyrra. Stafaði samdrátturinn einkum af minnkandi útflutningi viðskiptaþjónustu lyfjafyrirtækja auk samdráttar í útfluttri menningar- og afþreyingarþjónustu (m.a. kvikmyndagerð). Þá hægði mjög á vexti vöruútflutnings frá fyrra ári en hann jókst um 0,9% í samanburði við 3,7% vöxt árið áður. Tæplega 4% samdráttur í útflutningi sjávarafurða vegur þar þungt en verkfall sjómanna í byrjun ársins hafði tölverð áhrif á útflutning sjávarafurða eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála*. Þá dróst annar vöruútflutningur einnig saman, einkum útflutningur kísiljárns, lyfja og lækningatækja, og reyndist samdrátturinn nokkru meiri en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar. Vöruútflutningur jókst því heldur hægar en spáð var í fyrra sem vó á móti kröftugri vexti þjónustuútflutnings.

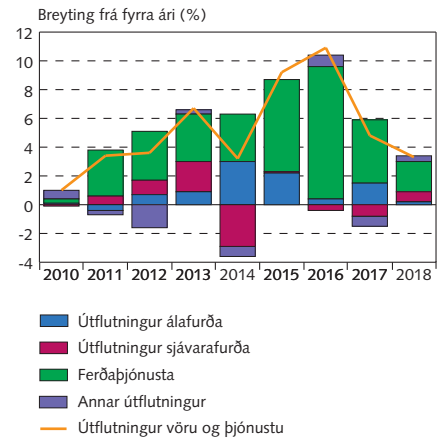
Búist við að útflutningur tengdur ferðaþjónustu vaxi hægar í ár ...

Vísbendingar eru um áframhaldandi vöxt þjónustuútflutnings á þessu ári en gangi spáin eftir hægir hraðar á vextinum en búist var við í febrúar. Erlendum ferðamönnum sem komu til landsins fjölgaði um 4% á fyrstu fjórum mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en á sama tíma fyrir ári var ársvöxturinn 56%. Greiningaraðilar bjuggust við meiri fjölgun ferðamanna og má nefna að Isavia, rekstraraðili Keflavíkurflugvallar, gerði ráð fyrir 15% fjölgun erlendra ferðamanna á fyrstu fjórum mánuðum ársins. Líklegt er að hækkun raungengis hafi leitt til minni eftirspurnar eftir ferðum til Íslands auk þess sem sætaframboð flugfélaga hefur aukist hægar en á sama tíma í fyrra. Aðrar vísbendingar benda einnig til þess að hægja muni á vexti ferðaþjónustu. Þeim sem nota leitarvélur til að leita að hótélum og flugi til Íslands fækkaði t.d. á fyrsta fjórðungi ársins og kortaveltuútgjöld erlendra ferðamanna í íslenskum krónum drógust saman um 0,5% milli ára á fjórðungnum eftir að hafa staðið í stað á fjórðungnum á undan (mynd IV-16).

... og horfur á að hraðar hægi á vexti útflutnings vöru og þjónustu en áður var talið

Bráðabirgðatölur utanríkisviðskipta Hagstofunnar gefa til kynna að vöruútflutningur hafi aukist um u.þ.b. 15% á fyrsta fjórðungi ársins frá sama tíma í fyrra. Vöxturinn endurspeglar að tölverðu leyti grunn-

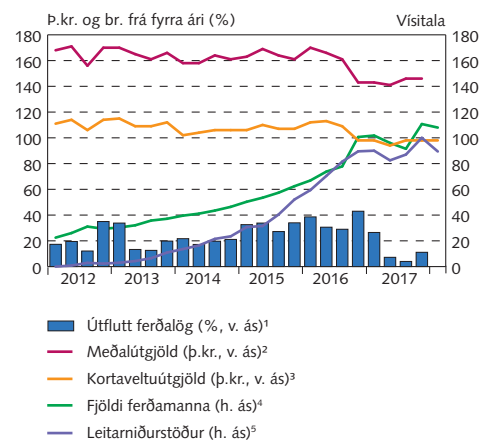
Mynd IV-15

Útflutningur og framlag undirliða 2010-2018¹

Mynd IV-16

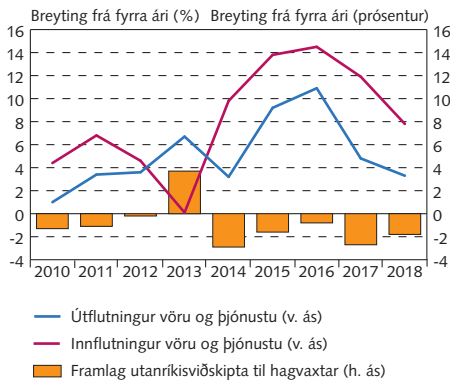
Vísbendingar um umsvif í ferðaþjónustu

1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2018



Mynd IV-17

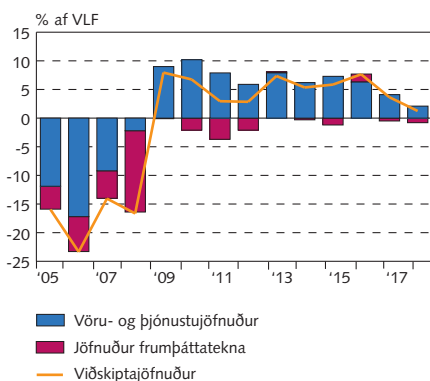
Út- og innflutningur og framlag utanríkisviðskipta 2010-2018¹



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

Mynd IV-18

Viðskiptajöfnuður 2005-2018¹



1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Viðskiptajöfnuður 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. Grunnspá Seðlabankans 2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

áhrif vegna sjómannaverkfallsins í ársbyrjun í fyrra sem leiddi til 5% samdráttar vöruútflutnings á fyrsta ársfjórðungi í fyrra. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir töluverðum viðsnúningi í útflutningi sjávarafurða í ár og er talið að hann aukist um 4% frá fyrra ári. Horfur eru á lítilla meiri útflutningi álafurða og vísbendingar eru um að annar vöruútflutningur hafi vaxið meira í upphafi ársins en áætlað var í síðustu spá bankans. Eins og í febrúar er talið að vöruútflutningur aukist um 1,6% á árinu öllu en að útflutningur vöru og þjónustu aukist um 3,3% sem er liðlega 1 prósentu minni vöxtur en spáð var í febrúar.

Mikill vöxtur innlestrar eftirspurnar og hærra raungengi stuðla að áframhaldandi vexti innflutnings

Innflutningur vöru og þjónustu jókst um tæplega 12% í fyrra sem er næstum tvöfalt meiri vöxtur en aukning innlestrar eftirspurnar á sama tíma. Aukinn innflutningur má ekki síst rekja til innflutningsvaranlegrar neysluvöru, t.d. fólksbíla og heimilistækja, en eftirspurn íslenskra heimila eftir varanlegum neysluvörum er jafnan nátengd gengisþróun krónunnar.¹ Þá kallar mikill vöxtur útflutningsgreina eins og ferðaþjónustu og millilandaflugrekstrar einnig á töluverðan vöru- og þjónustuinntæktum. Talið er að innflutningur vöru og þjónustu aukist um 7,7% í ár sem er 0,3 prósentum meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Að nokkru leyti endurspeglar það að innflutningshlutdeild innlestrar eftirspurnar er hærra en talið var í febrúar auk þess sem raungengið er lítilla hærra en þá var gert ráð fyrir. Vaxandi starfsemi innlestra flugfélaga kallar einnig á aukinn innflutning í tengslum við rekstur og leigu á flugvéllum. Þá benda tölur Ferðamálastofu um brottfarir Íslendinga um Keflavíkurflugvöll og könnun Gallup á fyrirhuguðum utanlandsferðum einstaklinga til þess að þjónustuinntæktum haldi áfram að aukast hratt á þessu ári. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður því áfram neikvætt þrátt fyrir ágæt vöxt útflutnings. Gangi spáin eftir verður framlagið neikvætt um 1,7 prósentur í ár og yrði það fimmta árið í röð sem innflutningur vex hraðar en útflutningur (mynd IV-17).

Horfur á minni viðskiptaafgangi en spáð var í febrúar

Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum nam 4,1% af landsframleiðslu í fyrra. Afgangurinn reyndist heldur meiri en búist var við í febrúar þar sem vöxtur útfluttrar þjónustu var töluvert meiri en þá var gert ráð fyrir. Áætlað er að afgangurinn minnki í 2,1% af landsframleiðslu á þessu ári sem er 0,4 prósentum minni afgangur en spáð var í febrúar. Neikvæðara framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar og lakari viðskiptakjör (sjá kafla II) leggjast þar á sömu sveif og vega þyngra en hagstæðari upphafsstaða. Búist er við að afgangurinn minnki enn frekar og verði 1½% af landsframleiðslu á næsta ári.

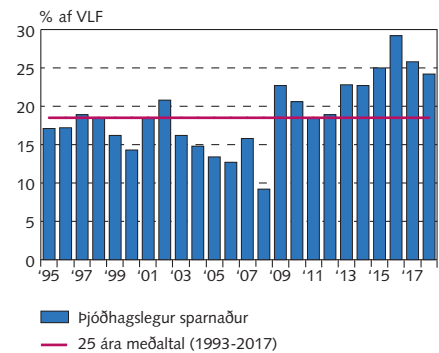
Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 3,7% af landsframleiðslu í fyrra sem er talsvert minni afgangur en árið 2016 þegar hann mældist 7,7% af landsframleiðslu og undir 5,6% meðalviðskiptaafgangi eftir fjármálakreppuna (mynd IV-18). Til viðbótar við minnkandi afgang

1. Sjá t.d. Bjarni G. Einarsson, Guðjón Emilsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa B. Sveinsdóttir (2013), „On our own? The Icelandic business cycle in an international context“, Seðlabanki Íslands Working Paper, nr. 63.

á vöru- og þjónustujöfnuði var minni afgangur á jöfnuði frumpáttatekna og rekstrarframlaga. Það er nokkur viðsnúningur frá fyrra ári en þróun tekna af erlendri fjárfestingu var óvenju hagstæð árið 2016. Halli var á jöfnuði frumpáttatekna og rekstrarframlaga á seinni hluta síðasta árs og talið er að svo verði áfram. Viðskiptaafgangurinn mun því minnka og nema 1,3% af landsframléiðslu í ár en 1% af landsframléiðslu á næsta ári. Það er ríflega ½ prósentu minni afgangur en spáð var í febrúar.

Mikill afgangur á viðskiptajöfnuði undanfarin ár hefur endurspeglad aukinn þjóðhagslegan sparnað. Hann nam 25,8% af landsframléiðslu í fyrra, sem er 7 prósentum yfir sögulegu meðaltali (mynd IV-19). Aukinn sparnaður endurspeglast í miklum umskiptum í hreinni erlendri stöðu þjóðarbúsins en í lok síðasta árs var hún orðin jákvæð um sem nam 7,5% af landsframléiðslu.

Mynd IV-19

Þjóðhagslegur sparnaður 1995-2018¹

1. Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður 2008-2015 þar sem byggt er á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði (leiðréttur fyrir áhrifum fallinna fjármálafyrirtækja 2008-2015 og fyrir lyfjafyrirtækinu Actavis 2009-2012). Grunnspá Seðlabankans 2018. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

V Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta

Vísendingar af vinnumarkaði benda flestar til þess að vöxtur vinnuafleiftirspurnar hafi náð hámarki. Heildarvinnustundum fjölgaði á fyrsta fjórðungi ársins og atvinnuleysi heldur áfram að minnka. Enn vill tæplega fimmtungur forsvarsmanna fyrirtækja fjölga starfsfólki frekar en fækka því og því horfur á áframhaldandi kröftugum vexti vinnuafleiftirspurnar. Hlutfall fyrirtækja sem telja sig búa við skort hefur einnig haldist svipað undanfarið eitt og hálf ári þrátt fyrir mikinn innflutning á vinnuafli. Framleiðsluspenna er enn nokkur en virðist þó hafa náð hámarki.

Vinnumarkaður

Vinnuafleiftirspurn kröftug á fyrsta fjórðungi ársins ...

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 2,3% milli ára á fyrsta ársfjórðungi sem er svipaður vöxtur og hefur verið að meðaltali frá því að bati á vinnumarkaði hófst. Nokkuð hægði á vextinum á vormánuðum í fyrra og á þriðja ársfjórðungi fækkaði vinnustundum samkvæmt könnuninni (mynd V-1). Eins og fjallað var um í *Peningamálum* 2017/4 er talið líklegt að það hafi endurspeglad mælivanda fremur en raunverulega þróun á vinnumarkaði. Kröftugur vöxtur á fyrsta fjórðungi þessa árs auk annarra vísendinga af vinnumarkaði renna styrkari stoðum undir það mat. Fjölgun heildarvinnustunda á fyrsta ársfjórðungi má rekja til 1,6% fjölgunar starfsfólks og 0,7% lengri meðalvinnuviku en hún hafði styst nær samfelld frá haustmánuðum 2014. Sé litið fram hjá árstíðarsveiflu mældist atvinnuþátttaka 82% á fjórðungnum sem er lítilliga minni þátttaka en var á fjórðungnum á undan en við langtímameðaltal.

... og atvinnuleysi heldur áfram að minnka

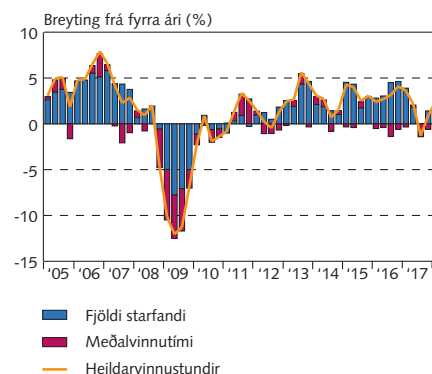
Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi mældist 2,6% á fyrsta ársfjórðungi samkvæmt VMK og er lítið breytt frá fyrra ári en 0,5 prósentum minna en á fjórðungnum á undan. Það hefur minnkað um tæplega 6 prósentur frá því að það var mest veturinn 2010 og er nú um 1 1/3 prósentu undir langtímameðaltali (mynd V-2). Þótt atvinnuleysi hafi minnkað mikið og sé nú líklega undir því sem samræmist verðstöðugleika (sjá síðar í þessum kafla) getur verið að það ofmeti þá spennu sem myndast hefur á vinnumarkaði. Þannig gæti verið að hluti þeirra sem eru við vinnu vilji vinna meira en þeim stendur til boða og fólk getur verið tilbúið að vinna þótt það sé ekki að leita að vinnu þá stundina. Þessi mögulega viðbót við vinnuaflið hefur hins vegar einnig minnkað undanfarið ár (mynd V-2) og þeim sem eru í hlutastarfi en vilja vinna meira hefur fækkað í takt við minnkandi atvinnuleysi undanfarið ár og er hlutfall þeirra orðið svipað og það var að meðaltali árin 2003-2007 (mynd V-3).¹

1. Sjá nánar umfjöllun um þessa mögulegu viðbót við vinnuaflið í rammagrein 3 í *Peningamálum* 2015/2.

Mynd V-1

Atvinna og vinnutími¹

1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2018



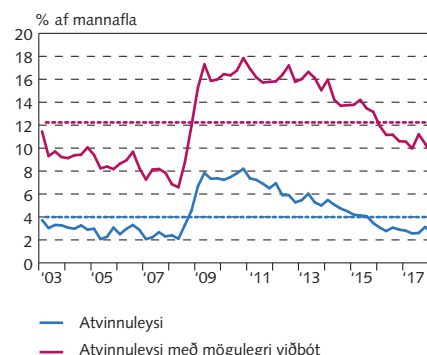
1. Ársfjórðungsleg meðaltöl mánaðarlegra gagna.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-2

Atvinnuleysi og möguleg viðbót á vinnumarkað¹

1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2018

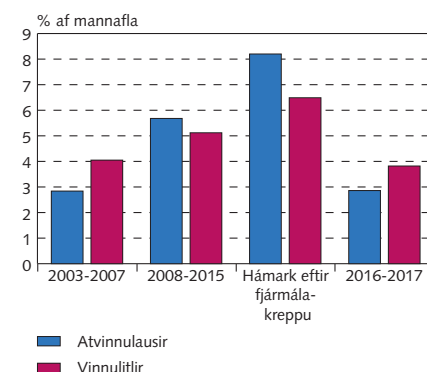


1. Möguleg viðbót inniheldur þá sem eru tilbúin að vinna en ekki að leita, þá sem eru að leita en ekki tilbúin til vinnu og starfsfólk í hlutastarfi sem vill vinna meira (vinnulitlir). Brotalínur sýna meðaltal tímabilsins fyrir atvinnuleysi með mögulegri viðbót en meðaltal 1991-2017 fyrir atvinnuleysi. Árstíðarleiddréttar tölur.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Atvinnulausir og vinnulitlir¹



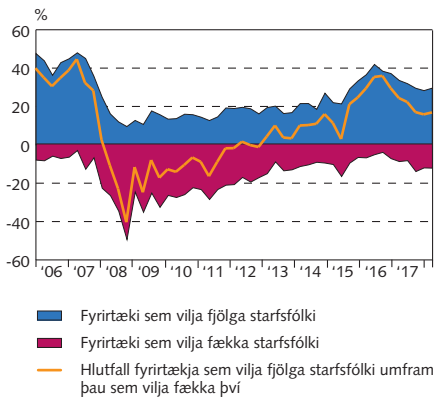
1. Vinnulitlir eru starfsfólk í hlutastarfi sem vill vinna meira. Árstíðarleiddréttar tölur.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

Fyrirtæki sem hyggja á starfsmanna-
breytingar á næstu 6 mánuðum¹

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2018

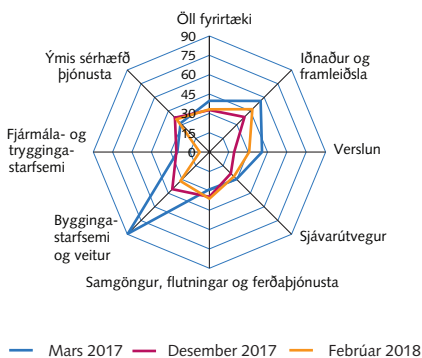


1. Árstíðarleiðrétta tölur.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Fyrirtæki sem telja að skortur sé á
starfsmönnum¹

Hlutfall fyrirtækja (%)

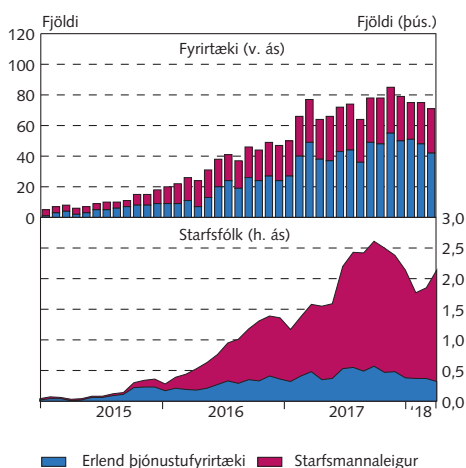


1. Árstíðarleiðrétta tölur.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6

Starfsmannaleigur, erlend þjónustufyrirtæki
og starfsfólk þeirra

Janúar 2015 - mars 2018



Heimild: Vinnumálastofnun.

Stjórnendur gera áfram ráð fyrir fjölgun starfsfólks

Samkvæmt vorkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins er útlit fyrir að störfum haldi áfram að fjölga næstu sex mánuði. Fyrirtæki sem vildu fjölga starfsfólki voru 17 prósentum fleiri en þau sem vildu fækka að teknu tilliti til árstíðar (mynd V-4). Hlutfallið hefur haldist nánast óbreytt í síðustu þremur könnunum eftir að hafa lækkað í þremur könnunum þar á undan. Það er enn um 8 prósentum yfir sögulegu meðaltali og því útlit fyrir áframhaldandi kröftuga vinnuafsl-
eftirspurn.

Stjórnendur fyrirtækja í verslun töldu þörf á meiri fjölgun starfsfólks en í vetrarkönnuninni og hækkaði hlutfall þeirra sem vildu fjölga umfram þá sem vildu fækka um 7 prósentur milli kannana. Hins vegar virðist hafa dregið úr þörf fyrirtækja í ferðaþjónustu til að fjölga starfsfólki en þar lækkaði hlutfallið um 20 prósentur. Stjórnendur í ferðaþjónustu voru þó enn sá hópur þar sem flestir töldu sig þurfa að fjölga starfsfólki en hlutfall fyrirtækja sem vildu fjölga umfram hlutfall þeirra sem vildu fækka var 24 prósentur. Sem fyrr var hlutfall stjórnenda sem vildu fækka starfsfólki hæst í sjávarútvegi þótt hlutfall þeirra hafi lækkað frá vetrarkönnuninni en sjávarútvegur var eina atvinnugreinin þar sem hærra hlutfall fyrirtækja vildi fækka starfsfólki frekar en fjölga því.

Vísendingar um nýtingu framleiðslupáttá

Fyrirtæki eiga enn erfitt með að manna störf ...

Þriðjungur fyrirtækja á enn erfitt með að manna störf samkvæmt vorkönnun Gallup (mynd V-5). Hlutfallið hefur lítið breyst frá haustkönnuninni í fyrra og er enn um 10 prósentum yfir sögulegu meðaltali. Fyrirtækjum sem töldu sig búa við skort á starfsfólki fjölgaði hlutfallslega mest í verslun og iðnaði en skorturinn mælist nú mestur í iðnaði þar sem nærri helmingur svarenda taldi sig eiga erfitt með að manna störf. Verulegum skorti á vinnuafli í byggingarstarfsemi virðist hafa verið mætt með innflutningi vinnuafsls á síðasta ári en í vorkönnuninni taldi tæplega þriðjungur stjórnenda í greininni þó enn vera skort á starfsfólki en það er svipað hlutfall og í þeim greinum sem hafa vaxið hratt með uppgangi í ferðaþjónustu eins og verslun, samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu og ýmissi sérhæfðri þjónustu.

... þrátt fyrir mikinn innflutning á vinnuafli

Árið í fyrra var metár þegar lítið er til aðfluttra erlendra ríkisborgara umfram brottflutta en fyrir fólk á aldrinum 20-59 ára var munurinn milli aðfluttra og brottfluttra jákvæður um 3,8% af mannfjölda. Tölur um búferlaflutninga á fyrsta fjórðungi ársins benda til þess að framboð vinnuafsls á vinnumarkaði aukist enn með komu erlends vinnuafsls til landsins en flutningsjöfnuður sama hóps var jákvæður um 0,8% af mannfjölda. Tölur Vinnumálastofnunar um fjölda starfsfólks á vegum starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja benda einnig til þess að innflutningur erlends vinnuafsls sé áfram töluverður (mynd V-6). Þessu starfsfólki fjölgaði mikið sumarið 2017 í byggingarstarfsemi og á álagstíma í ferðaþjónustu en fækkaði aftur þegar líða tók á seinni hluta ársins. Líklegt er að atvinnurekendur hafi í einhverjum mæli tekist að finna varanlega vinnuafsl sem hafi dregið úr þörf fyrir þjónustu starfs-

mannaleigna. Einnig gæti verið um árstíðabundna sveiflu að ræða. Starfsfólki starfsmannaleigna hefur fjölgað aftur það sem af er ári og var það ásamt starfsfólki erlendra þjónustufyrirtækja 1,1% af starfandi einstaklingum í mars. Útgefnum atvinnuleyfum fjölgaði um 15% á fyrsta ársfjórðungi sem er jafnmikið og þeim fjölgaði allt árið í fyrra.

Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* er talið að VMK nái ekki fyllilega utan um fjölgun starfsfólks vegna mikils innflutnings vinnuafis sem m.a. skýrist af því að úrtak könnunarinnar byggist á þeim sem eru skráðir með lögheimili á landinu. Ný birting Hagstofunnar fyrir vinnuafli sem byggist á staðgreiðsluskrá og mannfjöldatölum Þjóðskrár styður þessa tilgátu. Samkvæmt staðgreiðsluskrá hefur starfsfólki með lögheimili erlendis fjölgað töluvert síðastliðin tvö ár (mynd V-7) og var það 3,2% af fólki á staðgreiðsluskrá í fyrra sem er svipað og var árið 2008 en hæst var þetta hlutfall árið 2007 eða 3,9%.

Framleiðnivöxtur færast í eðlilegra horf

Framleiðni vinnuafis, mæld sem hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda samkvæmt VMK, jókst verulega árin 2016-2017 eða að meðaltali um 3½% á ári sem er vel yfir sögulegu meðaltali og því sem var í kjölfar fjármálakreppunnar bæði hér á landi og meðal annarra þróaðra ríkja. Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* er líklegt að hér sé um ofmat að ræða tengt fyrrnefndu vanmati á fjölgun starfa í VMK.² Ekki er gert ráð fyrir að framleiðnivöxtur mælist eins mikill í ár. Talið er að hann verði líðlega 1% sem er nokkuð undir sögulegu meðaltali.

Áraun á framleiðsluþætti þó að spennan virðist vera að hjaðna

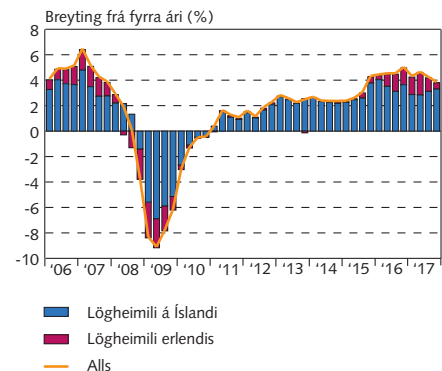
Hlutfall fyrirtækja sem töldu sig eiga í erfiðleikum með að mæta óvæntri eftirspurn er enn hátt samkvæmt vorkönnun Gallup meðal stjórnenda eða rúmur helmingur (mynd V-8). Var hlutfallið 13 prósentum yfir sögulegu meðaltali og hefur lítið lækkað þrátt fyrir töluverðan innflutning vinnuafis og mikla fjárfestingu á undanförunum árum.

Mynd V-9 sýnir svokallaða NF-vísitölu sem tekur saman ólíkar vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta í einni mælikvarða. Vísitalan er metin út frá upplýsingum úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins og valinna vísbendinga af vinnumarkaði. Eins og rakið er í rammagrein 3 virðist þessi vísitala fanga stöðu hagsveiflunnar vel, auk þess sem hún getur verið leiðandi vísbending um þróunina á vinnumarkaðnum, t.d. í niðursveiflu ef fyrirtæki kjósa að halda í starfsfólki sem það hefur fjárfest í þótt verkefnin minnki um tíma. Atvinnuleysi mælist þá lítið og gefur því til kynna að nýting framleiðsluþátta sé enn mikil.

NF-vísitalan sýnir að nýting framleiðsluþátta var töluvert meiri en að meðaltali til loka ársins 2007 þegar hún tók að lækka. Atvinnuleysi hélst hins vegar lítið þar til að fjármálakreppan skall á en þá var nýting framleiðsluþátta eins og vísitalan mælir hana þegar undir meðaltali. Vísitalan bendir til þess að slakinn hafi náð hámarki í upphafi árs 2009

Mynd V-7

Fjöldi starfandi samkvæmt skráargögnum¹
1. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2017

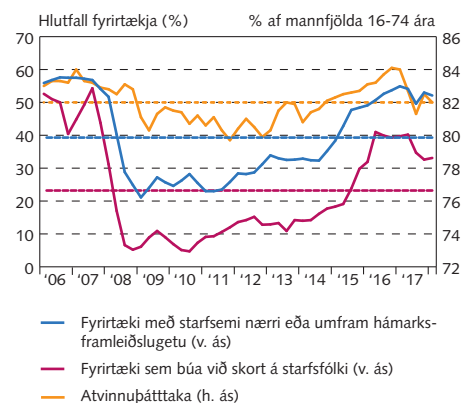


1. 16-74 ára einstaklingar sem höfðu einhverjar tekjur af atvinnu sem gerð er grein fyrir í uppgjöri ríkisskattstjóra um staðgreidda skatta, þar á meðal þeir sem voru í fæðingarorlofi frá vinnu og þeir sem eru með reiknað endurgjald.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

Nýting framleiðsluþátta og atvinnuþátttaka¹
1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2018

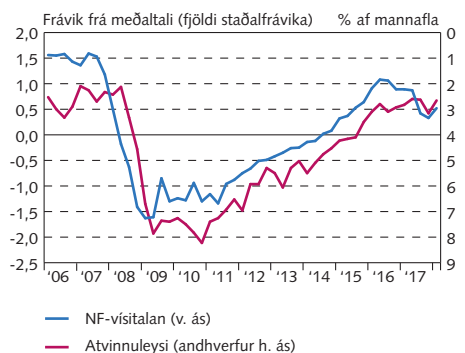


1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðsluþátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins en atvinnuþátttaka samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Árstíðarleiddar tölur. Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilsins.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

Nýting framleiðsluþátta og atvinnuleysi¹
1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2018



1. Vísitala nýtingar framleiðsluþátta (NF-vísitalan) er fyrsti frumþáttur valinna vísbendinga um nýtingu framleiðsluþátta sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ítarlegri lýsing má finna í rammagrein 3 í PM 2018/2. Atvinnuleysi er árstíðarleidd.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2. Eins og rakið er í rammagrein 2 hefur Hagstofan hafið birtingu á nýjum gögnum af vinnumarkaði byggðum á þjóðhagsreikningagrunni. Vonir standa til að með þeim fáiast áreiðanlegra mat á framleiðniþróun.

en frá miðju ári 2011 gefur hún til kynna að nýting framleiðslupáttanna aukist á ný samfara minnkandi atvinnuleysi. Um mitt ár 2014 bendir vísitalan til þess að nýting framleiðslupáttanna hafi verið komin fram úr hæfilegri nýtingu á ný sem er um hálfu ári áður en talið er að framleiðsluspennanna hafi myndast á ný samkvæmt opinberu mati bankans á stöðu hagsveiflunnar. NF-vísitalan nær hámarki um mitt árið 2016 en hún hefur lækkað nokkuð síðan samhliða því að hægt hefur á hagvexti. Í samræmi við aðrar vísbendingar benda nýjustu mæligildi NF-vísitölnunnar til þess að enn sé töluvert álag á framleiðslupáttanna.

Flest bendir því til þess að áfram muni reyna á framleiðslupáttum þjóðarbúsins og NF-vísitalan gæti bent til þess að áraunin á þá sé að aukast á ný þótt hægt hafi á vexti efnahagssumsvifa. Miklum vexti eftirspurnar hefur verið mætt með innflutningi vinnuafls og annarra framleiðslupáttanna sem hefur dregið úr spennu í efnahagslífinu. Á heildina lítið er talið að framleiðsluspennanna hafi verið heldur meiri í fyrra en áður var talið sem endurspeglar endurskoðun Hagstofunnar á fyrri áætlunum um meiri hagvöxt á árunum 2014-2016 (sjá kafla IV). Horfur eru á lítilla meiri hagvexti í ár en spáð var í febrúar. Þá er einnig talið að jafnvægisatvinnuleysi hafi minnkað heldur meira en þá var gert ráð fyrir í ljósi hins mikla innflutnings vinnuafls. Því er talið að framleiðsluspennan verði lítilla meiri en spáð var í febrúar á meginhluta spátímans. Horfur eru á að hún verði 1,2% af framleiðslugetu í lok þessa árs en minnki smám saman og verði nánast horfin í lok árs 2020.

VI Verðbólga

Verðbólga mældist 2,5% á fyrsta ársfjórðungi en minnkaði í 2,3% í apríl. Undirliggjandi verðbólga er áþekk mældri verðbólgu um þessar mundir og hefur aukist undanfarin misseri. Húsnæðisverð hefur hækkað frá áramótum, einkum á landsbyggðinni, og er enn megin-drifkraftur verðbólgunnar. Áhrif herra gengis krónunnar hafa haldið áfram að dvína og vísbendingar eru um að innlendir verðbólguþrýstingur hafi aukist. Búist er við meiri hækkun launa á þessu ári en áður þótt áfram sé gert ráð fyrir að komandi kjarasamningar rúmist innan rammksamkomulags á vinnumarkaði. Skammtímaverðbólguvæntingar hafa hækkað frá síðustu útgáfu *Peningamála* en langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila virðast í meginatriðum í samræmi við verðbólguþrýstinginn.

Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga í grennd við markmið

Verðbólga mældist 2,5% á fyrsta fjórðungi ársins sem var 0,1 prósentu meira en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Hækkun húsnæðisverðs, einkum á landsbyggðinni, hafði mest áhrif á þróun vísitala neysluverðs á fjórðungnum. Áhrif hækkunar húsnæðisverðs í mars voru álíka mikil og þau voru að meðaltali á fyrri hluta ársins 2017 þegar húsnæðisverð hækkaði hröðum skrefum.

Verðbólga mældist 2,8% í mars og fór því yfir verðbólguþrýstinginn Seðlabankans eftir að hafa verið undir markmiði samfleytt í fjögur ár (mynd VI-1). Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,04% í apríl frá fyrri mánuði og hjaðnaði verðbólga því á ný í 2,3%. Hún var lítilliga minni en við síðustu útgáfu *Peningamála* en 0,4 prósentum meiri en í árslok 2017. Helsti áhrifaþáttur í þróun vísitalunnar í apríl var hækkun eldsneytisverðs en lækkun húsnæðisverðs vó upp á móti. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði í apríl lækkað um 0,2% frá fyrra ári sem er minni lækkun en á undanförmum mánuðum. Munurinn á milli verðbólgu með og án húsnæðis hefur því farið minnkandi síðan hann náði hámarki sumarið 2017. Samræmda neysluverðsvísitalan undanskilur einnig kostnað vegna eigin húsnæðis og í mars hafði hún hækkað um 0,3% milli ára.

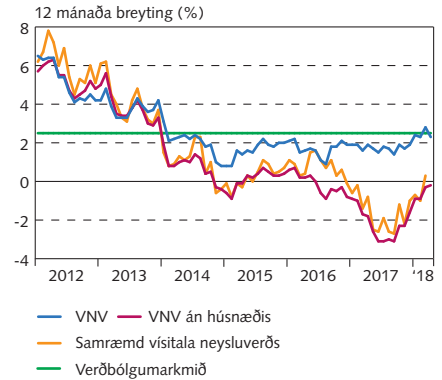
Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

Undirliggjandi verðbólga hefur aukist undanfarin misseri

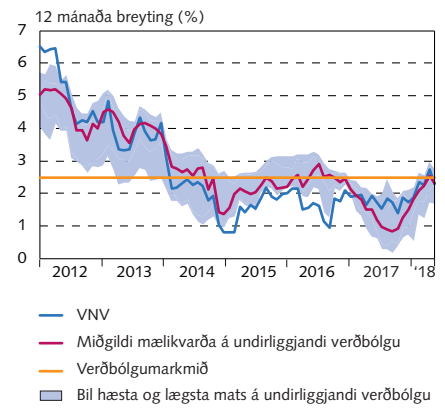
Undirliggjandi verðbólga hefur farið vaxandi undanfarin misseri (mynd VI-2). Miðgildi ólíkra mælikvarða var 2,3% í apríl samanborið við 1,5% í apríl 2017 (sjá nánar í rammagrein 4). Undirliggjandi verðbólga er því áþekk mældri verðbólgu um þessar mundir en hefur aukist heldur hraðar undanfarið ár.

Í lok ársins 2017 hafði dregið úr hækkun húsnæðisverðs sem hefur verið megin-drifkraftur verðbólgu á undanförmum árum (mynd VI-3). Á fyrsta ársfjórðungi 2018 hækkaði húsnæðisverð hins vegar skarpt á ný, einkum á landsbyggðinni. Áhrif hækkunar á kostnaði vegna eigin húsnæðis á vísitölu neysluverðs námu 0,6 prósentum

Mynd VI-1
Verðbólga á ýmsa mælikvarða
Janúar 2012 - apríl 2018



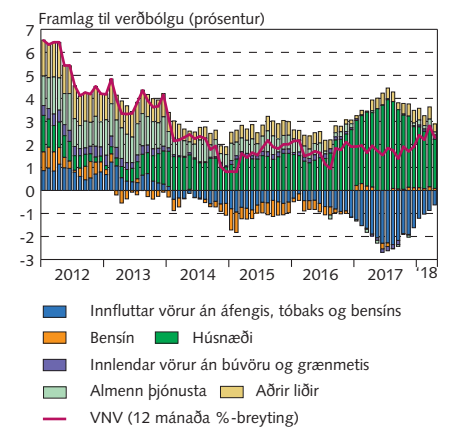
Mynd VI-2
Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2012 - apríl 2018



1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukkendra matvöruhlúa, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislaða eru undanskilin) og tölfraeðilegum mælikvörðum (vegjið miðgildi, klippt meðaltal, kvíkt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).

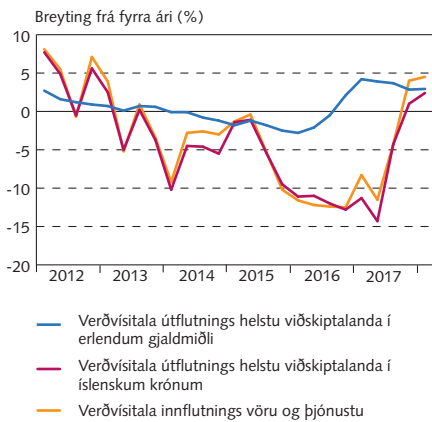
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-3
Undirlíðir verðbólgu
Janúar 2012 - apríl 2018



Mynd VI-4

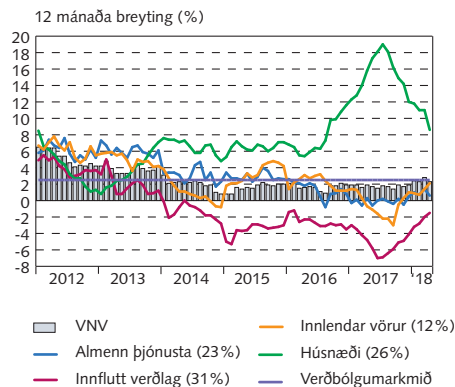
Innflutningsverð og alþjóðlegt útflutningsverð¹
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2018



1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-5

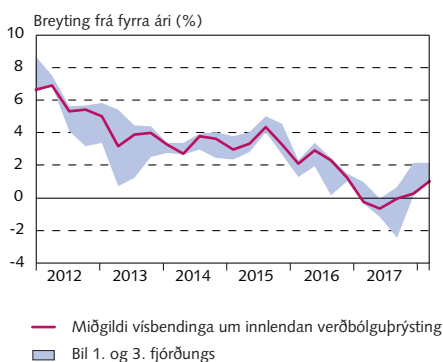
Innlend og innflutt verðbólga¹
Janúar 2012 - apríl 2018



1. Innflutt verðbólga er nálgðuð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í VNV.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-6

Innlendur verðbólguþrýstingur¹
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2018



1. Skyggða svæðið inniheldur fimm vísibendingar um innlendan verðbólguþrýsting. Vísibendingarnar eru launakostnaður á framleidda einingu (hreyfanlegt meðaltal), verðvísitala VLF, verð almennrar þjónustu, verð innlandar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2018 fyrir verðvísitölu VLF og launakostnað á framleidda einingu.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

á fyrsta ársfjórðungi og mátti rekja $\frac{2}{3}$ þeirra til verðhækkunar húsnæðis á landsbyggðinni. Líklegt er að rekja megi þessa verðhækkun á landsbyggðinni að einhverju leyti til áhrifa mikillar verðhækkunar á höfuðborgarsvæðinu í fyrra sem hefur þrýst hluta mikillar eftirspurnar eftir húsnæði til byggðakjarna í nágrenni þess. Þróun húsnæðisverðs á landsbyggðinni er reyndar afar sveiflukenn og gekk hækkunin að hluta til baka í apríl. Árshækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs var 8,6% í apríl en hún náði hámarki í 19% í júlí 2017 (sjá kafla III).

Áhrif herra gengis krónunnar fjara út ...

Áhrif herra gengis krónunnar á verð innfluttrar vöru hafa dvínað undanfarna mánuði. Gengi krónunnar hefur hækkað um 2% frá áramótum. Áætlað er að verð innfluttrar vöru og þjónustu hafi hækkað um 4,5% á fyrsta ársfjórðungi frá fyrra ári en til samanburðar hefur mælst lækkun milli ársmeðaltala undangengin fimm ár (mynd VI-4). Verð á innfluttri mat- og drykkjarvöru hefur t.d. hækkað um 1,2% sl. tólf mánuði eftir að hafa lækkað nánast samfleytt síðan árið 2015. Til viðbótar hefur olíuverð á heimsmarkaði hækkað töluvert frá fyrra ári og hafði í maí ekki verið herra frá árslokum 2014 (sjá kafla II). Verð innfluttrar vöru í vísitölu neysluverðs hafði samt sem áður á heildina lækkað um 1,5% milli ára í apríl þar sem verð á t.d. fatnaði, húsgögnum og raftækjum var lægra en fyrir ári (mynd VI-5).

... á sama tíma og innlendum verðbólguþrýstingur eykst

Ýmsar vísibendingar benda til þess að innlendum verðbólguþrýstingur hafi farið vaxandi að undanfögnu þótt hann sé enn hóflegur (mynd VI-6). Nokkrar líkur eru á að áhrif mikilla launahækkana undanfarin misseri komi að hluta fram í verðlagi nú þegar áhrif herra gengis krónunnar dvína. Verð innlandar vöru í vísitölu neysluverðs hefur hækkað um rúmlega 2% sl. tólf mánuði en rúmlega 1% verðlækkun mældist að meðaltali á seinni hluta 2017. Enn mælist verðlækkun milli ára á framleiðsluverði afurða sem eru seldar innanlands en töluvert hefur dregið úr henni. Framlag almennrar þjónustu til verðbólgu er enn lítið en það hefur litast mjög af lækkun flugfargjalda til útlanda undanfarin ár þar sem mikil samkeppni í farþegaflugi til og frá landinu hefur leikið stórt hlutverk. Þá er tekið að draga úr verðlækkun á símaþjónustu (mynd VI-7). Vísibendingar eru því um að innlendum verðbólguþrýstingur sé tekinn að aukast.

Niðurstöður úr vorkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins bentu til þess að fleiri stjórnendur búist við verðhækkunum bæði á eigin vöru og þjónustu og aðfangaverði (mynd VI-8). Um 44% stjórnenda töldu þörf á að hækka verð á eigin afurðum á næstu sex mánuðum og hefur hlutfallið ekki mælst herra í tvö ár. Rúmlega 63% stjórnenda bjuggust við hækkun aðfangaverðs á næstu sex mánuðum og hefur hlutfallið hækkað skarpt undanfarin misseri. Líklega má rekja hluta hækkunarinnar frá haustkönnuninni 2017 til nýlegrar hækkunar olíuverðs á heimsmarkaði.

Laun hækkðu meira árið 2017 en áður var talið

Hagstofa Íslands birti í mars tölur úr framleiðsluþjónu þjóðhagsreikninga um þróun launa og launatengdra gjalda á árunum 2014-

2016 þar sem fyrri tölur eru endurskoðaðar lítillega til hækkunar. Hagstofan birti einnig fyrsta mat á hækkun launa og launatengdra gjalda fyrir árið 2017. Samkvæmt þeim tölum hækkuðu laun á tímaeiningu um 8,3% á árinu sem er töluvert meira en þau 6,3% sem gert var ráð fyrir í spá *Peningamála* í febrúar. Meiri eftirspurnartengdar bónusgreiðslur eða hærra hlutfall yfirvinnustunda gæti að einhverju leyti skýrt frávikid en hafa ber í huga að þessar tölur Hagstofunnar hafa tilhneigingu til að taka miklum breytingum milli birtinga. Hækkunin er einnig töluvert meiri en bæði hækkuðu launakostnaðar á unna stund samkvæmt nýlega birtum tölum og hækkuðu launavísitölunnar sem hvort tveggja hækkaði um 6,8%. Í ljósi þess er í grunnspánni gert ráð fyrir að laun á tímaeiningu hafi hækkað meira árið 2017 en gert var ráð fyrir í febrúar en þó ekki eins mikið og framleiðsluuppgjörið gefur til kynna eða um 7,5%.

Áfram gert ráð fyrir að komandi kjarasamningar rúmist innan rammamarkaða á vinnumarkaði

Kjarasamningar sem gerðir hafa verið frá síðustu útgáfu *Peningamála* hafa verið í takt við það sem þá var spáð. Ekki kom til endurskoðunar eða uppsagnar kjarasamninga í febrúar sl. en töluvert ólga er enn til staðar á vinnumarkaði og mikil óánægja með kjör og tekjuskiptingu. Þrátt fyrir það er gert ráð fyrir að þeir samningar sem gerðir verða á vinnumarkaði í lok þessa árs og byrjun næsta árs verði í samræmi við rammamarkaða á vinnumarkaði.

Fyrirnefnd endurskoðun á launahækkunum í fyrra hefur áhrif á meðalhækkun launa í ár. Við bætist að launaskrið hefur verið heldur meira en gert var ráð fyrir í febrúar. Launahækkanir mælast því ríflega 1 prósentu meiri í ár en áður hafði verið spáð. Litlar breytingar eru gerðar á mati á framleiðnivexti (sjá kafla V) og því hækkar launakostnaður á framleidda einingu meira en áður var gert ráð fyrir. Talið er að hann hafi hækkað um liðlega 5% í fyrra og hækki um næstum 7% í ár (mynd VI-9).

Verðbólguvæntingar

Skammtíma-verðbólguvæntingar hækka á ný ...

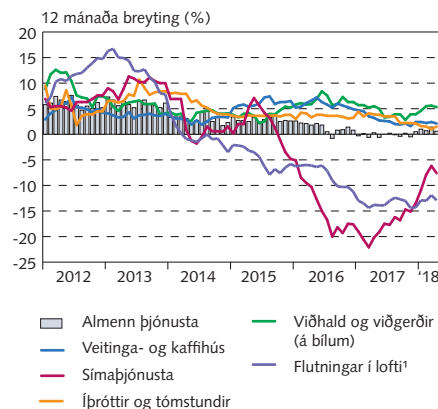
Skammtíma-verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hafa hækkað frá útgáfu síðustu *Peningamála* (mynd VI-10). Samkvæmt vorkönnunum Gallup þjuggust bæði heimili og stjórnendur fyrirtækja við að verðbólga yrði 3% eftir eitt ár. Verðbólguvæntingar fyrirtækja hækkuðu um 0,5 prósentur frá vetrarkönnuninni en þær höfðu haldist undir 3% sl. tvö ár. Væntingar heimila um verðbólgu eftir tvö ár hækkuðu einnig um 0,5 prósentur og mældust 3,5%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði sýnir áþekka þróun. Í apríl var það að meðaltali tæplega 3% til tveggja ára eða 0,3 prósentum hærra en í febrúar sl.¹ Skammtíma-verðbólguvæntingar markaðsaðila hafa hins vegar lítið breyst síðustu mánuði. Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í byrjun maí þjuggust þeir við því að verðbólga yrði 2,6% eftir eitt ár og 2,7% eftir tvö ár.

1. Verðbólguálagið er reiknað út frá vaxtamen verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Við túlkun þess þarf að hafa í huga að það inniheldur einnig áhættuþóknun sem tengist seljanleika bréfanu auk áhættuþóknunar vegna óvissu um verðbólgu.

Mynd VI-7

Almenn þjónusta og valdir undirliðir vísitölu neysluverðs

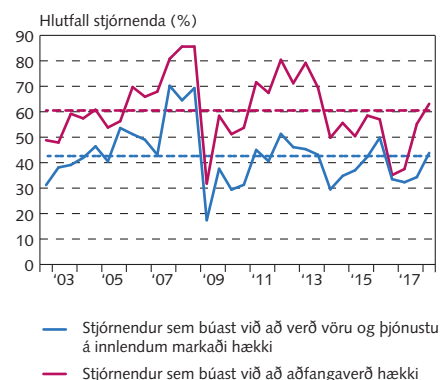
Janúar 2012 - apríl 2018



1. Tölf mánaða hreyfanlegt meðaltal.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-8

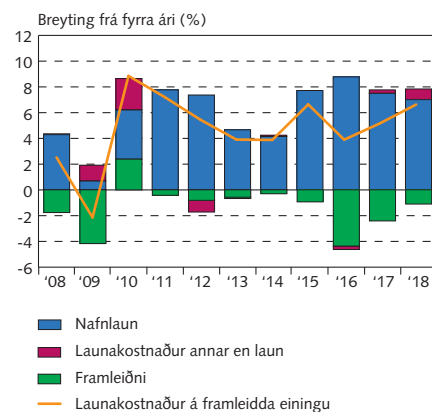
Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurða-verð næstu 6 mánuði 2002-2018¹



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

Mynd VI-9

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2018¹

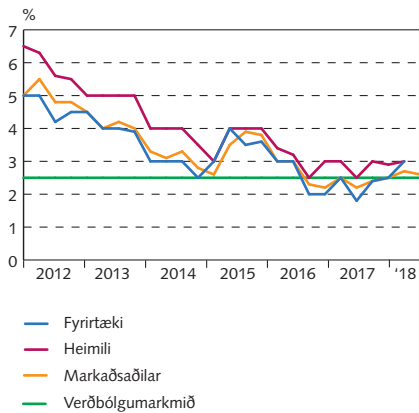


1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2017-2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-10

Verðbólguvæntingar til 1 árs

1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2018

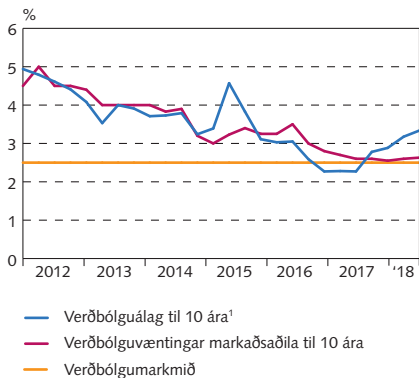


Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-11

Langtímaverðbólguvæntingar

1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2018



1. Talan fyrir 2. ársfjórðung 2018 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

... en langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila virðast í meginatriðum í samræmi við verðbólguþáttinn

Í vorkönnun Gallup á verðbólguvæntingum heimila voru þau í fyrsta sinn spurð um langtímaverðbólguvæntingar sínar. Svörin sýna að þau bjuggust við að verðbólga yrði að meðaltali 3,5% á næstu fimm árum. Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila virðast hins vegar í meginatriðum í samræmi við verðbólguþáttinn. Samkvæmt maikönnun Seðlabankans bjuggust þeir við því að verðbólga yrði um 2,6% að meðaltali á næstu fimm og tíu árum (mynd VI-11). Langtímaverðbólguvæntingar þeirra hafa því lítið breyst undanfarið ár en verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur heldur hækkað yfir sama tímabil. Álagið til tíu ára hefur verið 3,3% það sem af er öðrum ársfjórðungi en var að meðaltali 3,2% á fyrsta fjórðungi þessa árs og 2,3% á sama tíma í fyrra. Í ljósi þess að langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila hafa lítið breyst undanfarin misseri er líklegt að hluti hækkunar verðbólguálagsins sé vegna hækkunar áhættuþóknunar á skuldabréfamarkaði.

Í júní 2016 tók Seðlabanki Íslands í notkun fjárstreymistæki sem felur í sér sérstaka bindingu á hluta nýs innstreymis erlends gjaldreyris sem berst til landsins. Tækið virkar sem þjóðhagsvarúðartæki sem getur dregið úr hættu á að óhóflegt innflæði fjármagns leiði til uppbyggingar á kerfislægri áhættu í þjóðarbúskapnum.¹ Einn megintilgangur tækisins þegar það var sett á var hins vegar að styrkja miðlun vaxtabreytinga Seðlabankans yfir í aðra vexti en bera tók á brestum í miðluninni í kjölfar aukins innflæðis erlends fjármagns í innlend óverðtryggð ríkisskuldabréf á seinni helmingi ársins 2015. Brestirnir lýstu sér þannig að vextir ríkisbréfa lækkuðu mikið þrátt fyrir að vextir Seðlabankans hafi verið hækkaðir á sama tíma og peningastefnufnd bankans gaf vísbendingar um að vænta mætti frekari hækkunar þeirra. Innstreymið olli því að aðhald peningastefnunnar kom í meira mæli fram í gegnum hækkun á gengi krónunnar líkt og átti sér stað í aðdraganda fjármálaáfallsins 2008. Það getur skapað vanda vegna þess að miðlun peningastefnunnar um gengisfarveginn er jafnan ófyrirsjáanlegri en miðlun um vaxtafarveginn. Upptaka bindiskyldunnar skilaði tilætluðum árangri og skiluðu vaxtabreytingar Seðlabankans sér á ný í vexti ríkisskuldabréfa gagnstætt því sem gerðist á árinu 2015 (mynd 1).

Því hefur verið haldið fram að þetta markmið bindiskyldunnar hafi ekki náðst nema að hluta og að sjálf upptaka bindiskyldunnar hafi þess í stað torvelað miðlun peningastefnunnar og leitt til þess að vaxtalækkunar Seðlabankans frá ágúst 2016 hafi ekki skilað sér í vaxtakjörum til heimila og fyrirtækja líkt og í vexti ríkisskuldabréfa. Bindiskyldan hafi því leitt til of mikils aðhalds og dragi um of úr aðgengi innlendra aðila að lánsfjármagni. Í þessari rammagrein verða þessir þættir teknir til skoðunar.

Vextir sértryggðra skuldabréfa viðskiptabanka hafa í meginatriðum þróast í takt við vexti ríkisskuldabréfa

Eftirmarkaður með sértryggð skuldabréf viðskiptabanka er töluvert grynri en innlender ríkisskuldabréfamarkaður og seljanleiki þeirra mun minni. Fjárhæð útistandandi bréfa hefur numið um 30% af virði ríkis- og íbúðabréfa á undanförunum misserum og veltan verið um 18% af veltu þeirra. Ávöxtunarkrafa sértryggðra bréfa hefur heilt yfir þróast í takt við ávöxtunarkröfu ríkistryggðra bréfa á undanförunum árum enda myndar markaðurinn með ríkisskuldabréf grunn að verðlagningu á skuldabréfamarkaði. Aukið innstreymi fjármagns árið 2015 leiddi því einnig til þess að brestir tóku að myndast í miðlun peningastefnunnar yfir í vexti sértryggðra bréfa þrátt fyrir að innstreymið hafi einungis farið í ríkisbréf. Líkt og á við um ríkisbréfin virðist miðlun peningastefnunnar í vexti sértryggðra bréfa hafa komist í eðlilegt horf á ný eftir að sérstaka bindiskyldan var tekin upp. Ávöxtunarkrafa bæði stuttra og langra óverðtryggðra og verðtryggðra bréfa hefur í meginatriðum lækkað í takt við vaxtalækkunar Seðlabankans að undanförunu gagnstætt því sem gerðist á árinu 2015 (myndir 2 og 3). Frá miðju síðasta ári hefur ávöxtunarkrafa verðtryggðra sértryggðra bréfa hins vegar ekki lækkað í sama mæli og krafa sambærilegra ríkis- og íbúðabréfa. Líklega má að einhverju leyti rekja þessa þróun til minni viðskipta með sértryggð bréf og einsleitari eigendahóps sem gerir það að verkum að verð bréfanna er tregbreytilegra en verð ríkis- og íbúðabréfa. Auk þess gæti minni eftirspurn lífeyrissjóða eftir bréfunum, samhliða aukinni fjárfestingu þeirra erlendis og aukinni áherslu á útlán til sjóðfélaga, hafa haft áhrif og leitt til hærri

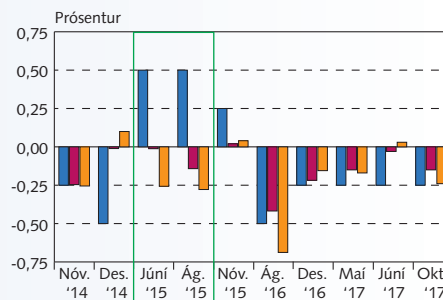
1. Sérstaka bindiskyldan felur í sér að binda þarf 40% af nýju innflæði erlends gjaldreyris vegna fjárfestingar í rafrænt skráðum skuldabréfum og víxlum útgefnunum í krónum auk hávaxtainsstæðna, á vaxtalausum reikningi í Seðlabankanum í eitt ár. Fjallað er nánar um sérstöku bindiskylduna í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/4 og rammagrein 2 í *Peningamálum* 2017/4.

Rammagrein 1

Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns og fjármögnunarskilyrði heimila og fyrirtækja

Mynd 1

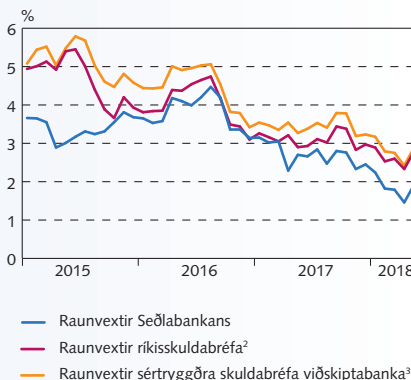
Áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisbréfa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabankans og raunvextir óverðtryggðra markaðsskuldabréfa Janúar 2015 - maí 2018¹

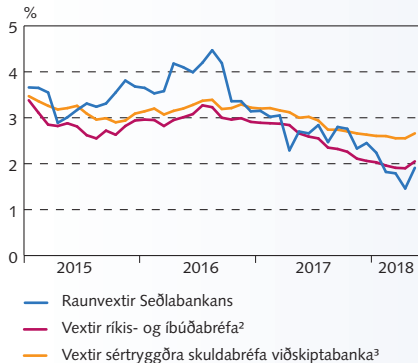


1. Gögn til og með 11. maí 2018. 2. Ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferlum. 3. Meðalávöxtunarkrafa bréfa með gjalddaga árin 2019-2023.

Heimildir: Kodiac Pro, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Raunvextir Seðlabankans og vextir verðtryggðra markaðsskuldabréfa

Janúar 2015 - maí 2018¹

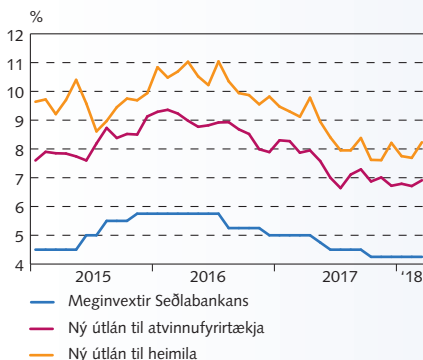
1. Gögn til og með 11. maí 2018. 2. 5 ára vextir út frá metnum raunvaxtaferlum. 3. Meðalávöxtunarkrafa bréfa með gjalddaga árin 2021-2034.

Heimildir: Kodiak Pro, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Meginvextir Seðlabankans og vextir óverðtryggðra útlána viðskiptabanka¹

Janúar 2015 - mars 2018



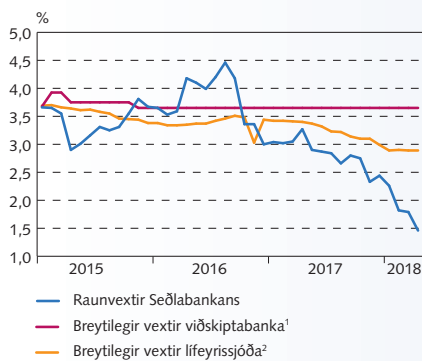
1. Vegni meðalvextir óverðtryggðra útlána stóru viðskiptabankanna þriggja miðað við fjárhæð útlána.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Raunvextir Seðlabankans og vextir verðtryggðra íbúðalána

Janúar 2015 - apríl 2018



1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta nýrra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja. 2. Einfalt meðaltal vaxta Almenna Ís., Festu Ís., Frjálsa Ís., Gilda Ís., Ís. starfsm. ríkisins, Ís. Verslunarmanna og Söfnunarsjóðs lífeyrisréttinda.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

ávöxtunarkröfu en ella en meirihluti útstandandi sértryggðra bréfa er í þeirra eigu. Þetta er í takt við niðurstöður nýlegrar könnunar Seðlabankans en samkvæmt henni telja markaðsaðilar meginástæðu þess aðávöxtunarkrafa sértryggðra verðtryggðra bréfa hafi ekki lækkað í sama mæli ogávöxtunarkrafa sambærilegra ríkistryggðra bréfa vera hlutfallslega meira framboð af sértryggðum bréfum, einsleitan kaupendahóp og minni ásókn lífeyrissjóða.

Vextir óverðtryggðra lána til heimila hafa lækkað í takt við vexti Seðlabankans ...

Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa í meginatriðum skilað sér í vaxtakjörum til heimila á undanförunum árum og varð engin breyting þar á eftir að sérstaka bindiskyldan var virkjuð (myndir 4 og 5). Vextir óverðtryggðra inn- og útlána lánastofnana hafa lækkað í takt við vaxtalækkanir Seðlabankans líkt og breytilegir vextir verðtryggðra sjóðfélagalána lífeyrissjóða en þeir fylgja í stórum dráttumávöxtunarkröfu verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa. Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa hins vegar ekki miðlast í vexti annarra verðtryggðra lána í jafn ríkum mæli, en miðlunin er að jafnaði veikari í lengri verðtryggðra íbúðalánavexti og varð engin breyting þar á eftir virkjun bindiskyldunnar. Vextir verðtryggðra útlána viðskiptabanka til heimila hafa engu að síður lækkað á undanförunum árum og nánast aldrei verið lægri. Aukin notkun heimila á óverðtryggðum lánnum og aukin hlutdeild lífeyrissjóða í húsnæðislánum hafa styrkt miðlun vaxta Seðlabankans yfir í vaxtakjör heimila og hefur hin sérstaka bindiskylda engu um það breytt.

... og bindiskyldan hefur ekki haft áhrif á aðgengi heimila að lánsfé

Ekki er heldur að sjá að sérstaka bindiskyldan hafi haft einhver áhrif á aðgengi heimila að lánsfé. Eins og fjallað er um í kafla III hafa útlán lánakerfisins til heimila vaxið um 5½% að nafnvirði milli ára að undanförunum samanborið við um 1-2% ársvöxt meginhluta ársins 2016 og nánast engan vöxt á árinu 2015 sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaradgerða stjórnvalda.

Vextir nýrra útlána til atvinnufyrirtækja hafa í meginatriðum fylgt vöxtum Seðlabankans ...

Þorri nýrra útlána til atvinnufyrirtækja í íslenskum krónum er óverðtryggð lán á breytilegum vöxtum. Frá ársbyrjun 2015 nema þau t.d. um 85% af heildarútlánum stóru viðskiptabankanna þriggja til atvinnufyrirtækja (tafla 1). Eins og myndir 4 og 6 sýna hafa vextir þessara lána lækkað í takt við meginvexti Seðlabankans. Frekari sundurgreining eftir lengd og fjárhæðum lána sýnir að meðalvextir allra flokka óverðtryggðra lána til fyrirtækja hafa lækkað í takt við vexti Seðlabankans, hvort sem um er að ræða lán að fjárhæð undir 40 m.kr. til eins árs eða yfir 160 m.kr. til tíu ára. Litlar breytingar hafa aftur á móti orðið á vöxtum verðtryggðra lána til fyrirtækja en slík lán eru fátíð: frá ársbyrjun 2015 hefur hlutdeild verðtryggðra fyrirtækjalána í íslenskum krónum t.d. einungis numið um 15% af

Tafla 1 Ný útlán stóru viðskiptabankanna þriggja í íslenskum krónum til atvinnufyrirtækja (ma.kr.)

Ár	Óverðtr. lán	Verðtr. lán	Samtals	Br. vextir	Fastir vextir	Samtals
2015	460,2	86,8	547,0	495,8	51,2	547,0
2016	461,0	76,4	537,4	515,7	21,7	537,4
2017	590,2	93,3	683,6	657,8	25,7	683,6
Samtals	1.511,4	256,5	1.768,0	1.669,4	98,6	1.768,0

Heimild: Seðlabanki Íslands.

heildarútlánnum stóru bankanna þriggja til þeirra og þar af bera um 38% af þeim fasta vexti. Hlutdeild annarra tegunda útlána í krónum hefur að sama skapi verið hverfandi.

... og aðgengi fyrirtækja að lánsfé virðist eðlilegt

Eins og fjallað er um í kafla III hafa útlán lánakerfisins til fyrirtækja aukist töluvert að undanfögnu. Þau jukust um 3,9% að nafnvirði milli ára á árinu 2016 og um 6,1% að nafnvirði í fyrra eftir samfelldan samdrátt á árunum 2010-2015. Á fyrsta fjórðungi þessa árs mældist ársvöxturinn 9,7% að nafnvirði og hefur ekki verið meiri í um áratug. Útlánaaukningin hefur að undanfögnu einkum verið til þjónustufyrirtækja, sérstaklega fasteignafélaga, fyrirtækja í byggingariðnaði og til atvinnugreina tengdra ferðaþjónustu sem endurspeglar mikla fjárfestingu í þeim geirum. Fjárfesting fyrirtækja hefur jafnframt vaxið hratt á undanfögnu árum (sjá kafla IV). Miðað við þessa þróun og í ljósi þeirrar almennu spennu sem hefur verið í þjóðarbúskapnum er erfitt að halda því fram að upptaka sérstöku bindiskyldunnar hafi leitt til of aðhaldssamrar peningastefnu eða þrengrt um of að gengi innlendra fyrirtækja að lánsfé.

Ávöxtunarkrafa skuldabréfa fyrirtækja hefur hins vegar lítið breyst

Markaður með skuldabréf atvinnufyrirtækja er mjög grunnur samanborið við innlendan ríkisskuldabréfamarkað og markað með sértryggð bréf viðskiptabanka en meirihluti þeirra eru verðtryggð skuldabréf. Velta með skuldabréf fyrirtækja hefur numið um 1% af veltu ríkis- og íbúðabréfa undanfarin misseri. Markaðsskuldabréf fyrirtækja innanlands námu um 15% af heildarskuldum fyrirtækja í árslok 2017 og er stór hluti þeirra útgefinn af fyrirtækjum í opinberri eigu (mynd 7). Einnig eru fá bréf með viðskiptavakt sem hefur hamlandi áhrif á virkni verðmyndunar á markaðnum.

Af skuldabréfum fyrirtækja er mest velta með skuldabréf fasteignafélaga en afar lítil viðskipti eru með önnur bréf og litlar breytingar hafa orðið á ávöxtunarkröfu þeirra. Ávöxtunarkrafa skuldabréfa fasteignafélaga hefur ekki fylgt vaxtalækkunum Seðlabankans í sama mæli og krafa sambærilegra verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa eða sértryggðra bréfa viðskiptabanka. Lækkun varð þó á kröfu þeirra frá seinni hluta síðasta árs en ekki jafn mikil og á öðrum skuldabréfum (mynd 8). Auk þess sem lítil virkni markaðarins hefur þar áhrif er ýmislegt sem torveldar samanburðinn. Ólíkt ríkis- og íbúðabréfum hafa flest skuldabréf fasteignafélaganna uppgreiðsluheimild fyrir lokagjalddaga og endurtekin útgáfa í sömu flokka þegar mislangt er í að heimilt sé að gera bréfin upp á pari gerir það að verkum að erfitt er að bera þau saman. Þá gætu markaðsaðilar talið að mótaðilaáhætta hafi aukist í ljósi þess að hægt hefur á lækkun húsnæðisverðs sem hefur leitt til lækkunar á gengi hlutabréfa félaganna.

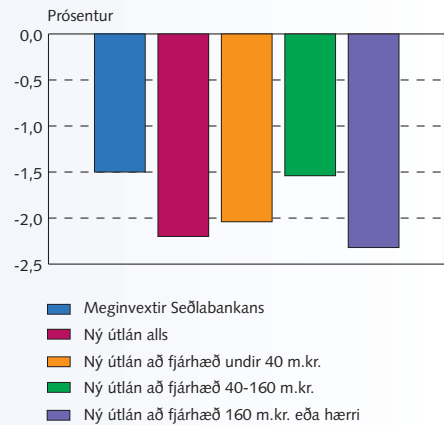
Eðli markaðar með fyrirtækjaskuldabréf, takmörkuð stærð hans og einsleitni fyrirtækja sem um ræðir veldur því að erfitt er að meta virkni miðlunar peningastefnunnar í vaxtakjöri fyrirtækjaskuldabréfa en ljóst er að hún er minni en í öðrum skuldabréfum. Lítil breyting hefur þó orðið þar á eftir að sérstaka bindiskyldan var virkjuð og hefur markaðurinn verið lítið virkur í langan tíma enda sækir stór hluti innlendra fyrirtækja ytri fjármögnun yfirleitt í gegnum lánsfé frekar en útgáfu markaðsskuldabréfa.

Samantekt

Upptaka hinnar sérstöku bindiskyldu sumarið 2016 virðist hafa skilað tilætluðum árangri og eflit miðlunar vaxtabreytinga Seðlabankans út í vexti ríkisskuldabréfa og sértryggðra skuldabréfa viðskiptabanka

Mynd 6

Áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans á vexti nýrra óverðtryggðra útlána til fyrirtækja¹
Júlí 2016 - desember 2017

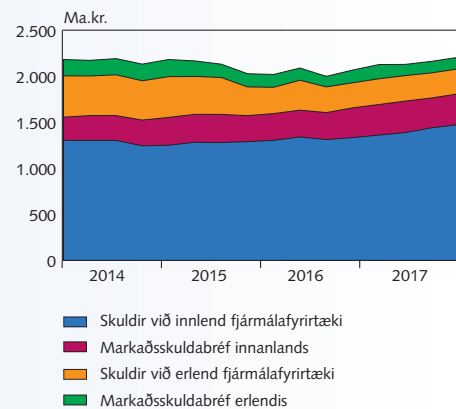


1. Vagnir meðalvextir óverðtryggðra útlána stóru viðskiptabankanna þriggja með breytilegum vöxtum til atvinnufyrirtækja. Vextirnir eru vagnir m.v. fjárhæð útlána.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Skuldir fyrirtækja

1. ársfj. 2014 - 4. ársfj. 2017

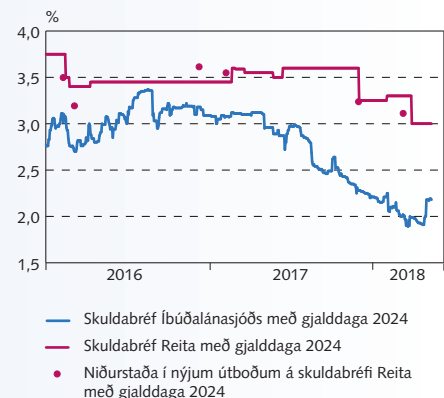


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa íbúðalánasjóðs og Reita fasteignafélags

1. janúar 2015 - 11. maí 2018



Heimildir: Reitir fasteignafélag hf., Kodiak Pro, Seðlabanki Íslands.

gagnstætt því sem gerðist á árinu 2015. Einnig hafa vaxtabreytingar bankans skilað sér með eðlilegum hætti til þorra lánaforma til heimila og fyrirtækja eftir að bindiskyldan var virkjuð. Miðlunin er þó eins og áður missterk eftir lánaformum. Eins og búast má við er hún sterkust í breytilega vexti óverðtryggðra lána til heimila og fyrirtækja en þorri nýrra lána til fyrirtækja er af þeim toga. Vægi þessa lánaforms hefur einnig aukist hjá heimilum. Miðlunin hefur verið síðri í vexti verðtryggðra lána viðskiptabanka.

Erfitt er að finna haldbær rök fyrir því að sérstaka bindiskyldan hafi á einhvern hátt haft áhrif á þessa þróun enda hefur virkni miðlunarinnar yfir í þessi lánaform lítið breyst eftir að bindiskyldan var virkjuð. Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa að jafnaði t.d. minni áhrif á verðtryggða vexti en óverðtryggða óháð bindiskyldunni. Þá er erfitt að tengja þróun í vaxtaálagi á fyrirtækjaskuldabréf, þ.e. vexti þeirra í hlutfalli við vexti ríkisskuldabréfa, við upptöku sérstöku bindiskyldunnar þar sem hún ætti ekki að breyta hlutfallslegum vöxtum þeirra bréfa sem undir hana heyra, sérstaklega ekki ef innstreymi fjármagns sótti ekki áður í tiltekin skuldabréf. Ein af meginrökum þess að bindiskyldan nái til innflæðis í öll rafrænt skráð skuldabréf eru einmitt þau að lágmarka mögulega bjögun í verðlagningu ólíkra tegunda skuldabréfa. Líklega eru aðrar skýringar nærtækari á þróun vaxtaálags á fyrirtækjaskuldabréf eins og rakið var hér að framan. Að lokum er erfitt að finna þeirri fullyrðingu stað í gögnunum að sérstaka bindiskyldan hamli aðgengi innlendra aðila að lánsfjármagni enda hefur útlánavöxtur til heimila og fyrirtækja aukist á undanförunum misserum og ekki verið meiri í áratug. Að sama skapi hefur einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting vaxið mjög að undanförunu og útlit er fyrir að hún haldi áfram að vaxa á þessu ári.

Hagstofa Íslands birti í febrúar sl. nýjar bráðabirgðatölur um fjölda starfa, fjölda starfandi og fjölda unninna stunda til að nota við gerð þjóðhagsreikninga (V-ÞHR). Gögnin ná til launafólks og sjálfstætt starfandi og innihalda upplýsingar um einstaka atvinnugreinar og vinnumarkaðinn í heild. Samhliða þessu birti Hagstofan nýjar tölur um framleiðni vinnuafls sem byggjast á þessum upplýsingum. Tölurnar eru velkomin viðbót við tölur vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (VMK) og munu með tímanum leiða til betra mats á þróun vinnumarkaðarins. Þessar tölur verða framvegis hluti af reglulegri birtingu þjóðhagsreikninga en þessi fyrsta birting tekur til áraanna frá 2008 til 2017. Áætlað er að birta tölur eins langt aftur og gögnin leyfa með tilliti til samfellu eins fljótt og auðið er.

Nýju tölurnar eru fengnar með því að nota gögn úr launarannsókn Hagstofu Íslands (LR) til þess að meta hlutfallslegar stærðir en einnig er stuðst við VMK. Hlutfallslegu stærðirnar eru síðan heimfærðar yfir á vinnumarkaðinn í heild með hliðsjón af staðgreiðslugögnum, skattframtölum og launamiðum einstaklinga, en einnig er stuðst við menntagagnagrunn, lögskráningardaga og framtöl fyrirtækja.

Samanburður við tölur vinnumarkaðskönnunar

Samanburður á nýju árstölunum og VMK sýnir að nokkur munur er á fjölda en breytingar á milli tímabila eru hins vegar svipaðar.¹ Seðlabankinn hefur stuðst við fjölda starfandi úr VMK en upplýsingar um fjölda fólks við vinnu úr sömu könnun ættu hins vegar að vera sambærilegastar við fjölda starfandi samkvæmt V-ÞHR.² Það kemur á óvart hve mikill munur er á fjölda við vinnu samkvæmt VMK og fjölda starfandi samkvæmt V-ÞHR en þróun þeirra er nokkuð svipuð þótt síðari mælikvarðinn sýni meiri samdrátt árið 2009 en sá fyrri (mynd 1).

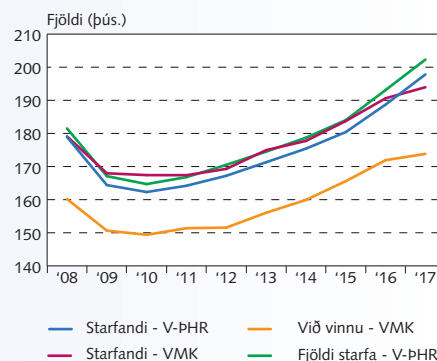
Meðalvinnustundir á viku eru ekki birtar í V-ÞHR en hægt er að reikna þær út frá fjölda starfandi og fjölda vinnustunda á ári. Sé það gert kemur í ljós töluverður munur á tölum VMK og V-ÞHR (mynd 2). Starfandi einstaklingar unnu t.d. tæplega 28 tíma á viku árið 2017 samkvæmt V-ÞHR en meðalvinnuvika þeirra sem voru við vinnu samkvæmt VMK var tæplega 40 stundir. Einnig kemur nokkuð á óvart að meðalvinnuvika allra samkvæmt V-ÞHR sé styttri en meðalvinnuvika yngsta aldurshópsins í VMK þar sem flestir eru í hlutastörfum.³ Munurinn stafar líklega að mestu af því að tölur LR eru notaðar til að reikna hlutfallstölurnar, tímaspönn mælikvarðanna er mismunandi,⁴ en einnig kann fjöldi vinnustunda að vera ofmetinn í spurningakönnunum eins og VMK þar sem svörin byggjast á minni og upplifun svarenda og þeir telji kjarasamningsbundinn frítíma (t.d. matartíma) til vinnutíma. Þá gætu menningarlegir þættir einnig valdið ofmati svarenda á svæðum þar sem mikil vinna er litin jákvæðum augum.⁵ Í öðrum Evrópulöndum er algengast að vinnustundir úr VMK mælist fleiri en þær sem mælast samkvæmt V-ÞHR.

1. Eðlilegt er að munur sé á þessum tölum bæði vegna þess að þær eru unnar á mismunandi hátt og vegna mismunandi skilgreininga.
2. Samkvæmt VMK eru starfandi þeir sem unnu a.m.k. 1 klst. í viðmiðunarvikunni eða voru fjarverandi frá starfi sem þeir vinna venjulega. VMK skilgreinir síðan þá við vinnu sem starfandi einstaklinga en án þeirra sem voru fjarverandi í viðmiðunarvikunni könnunarinnar. Starfandi samkvæmt V-ÞHR eru hins vegar einstaklingar í aðalstarfi og teljast með svo framarlega sem starfsemin fellur innan marka þjóðhagsreikninga.
3. Í yngsta aldurshópnum eru þeir sem eru 16-24 ára en meðalvinnutími þeirra á viku var 31 klst. árið 2017 samkvæmt VMK.
4. Í V-ÞHR eru þeir sem hafa unnið í hverjum mánuði taldir með en VMK miðar við viku.
5. Sjá t.d. T. Körner og L. Wolff (2016), „Do the Germans really work six weeks more than the French? – Measuring working time with the Labour Force Survey in France and Germany“, *Journal of Official Statistics*, 32, bls. 405-431.

Rammagrein 2

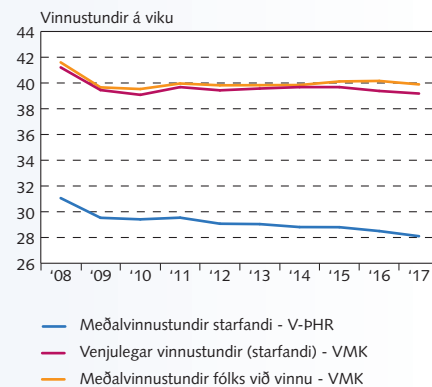
Ný tölfræði um vinnuáhrif og framleiðni

Mynd 1
Mismunandi mælikvarðar á fjölda starfsfólks 2008-2017



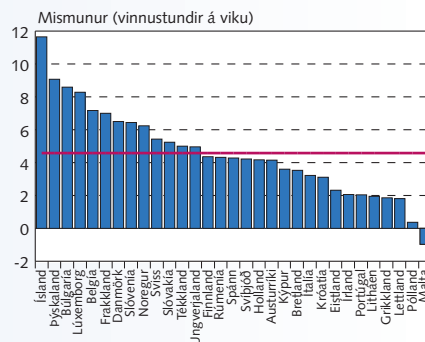
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2
Mismunandi mælikvarðar á meðalvinnutíma 2008-2017



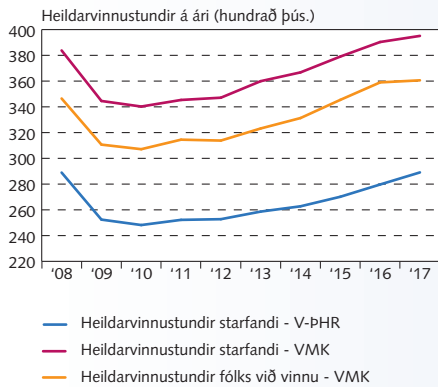
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 3
Mismunur meðalvinnustunda við vinnu úr VMK og meðalvinnustunda úr V-ÞHR árið 2016¹



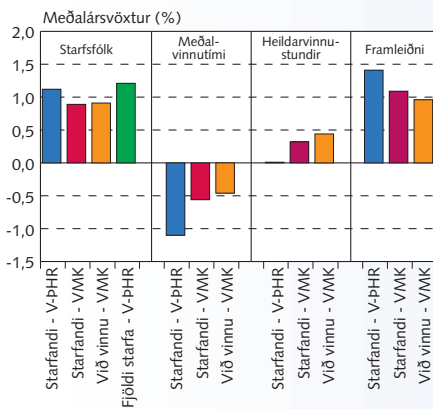
1. Rauða línan sýnir meðalmismun landsafnsins. Árið 2015 fyrir Noreg. Heimildir: Eurostat, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Mismunandi mælikvarðar á heildarvinnustundir 2008-2017



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 5
Mismunandi mælikvarðar á vinnumagn og framleiðni 2008-2017¹



1. Framleiðni mæld sem vergar þáttatekjur (magnvísitala) í hlutfalli af heildarvinnustundum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Árið 2016 var vinnuvikan að meðaltali 4½ stund lengri í þeim löndum sem evrópska hagstofan, Eurostat, birtir tölur fyrir. Á Íslandi var munurinn mestur þar sem vinnuvikan var tæplega tólf stundum lengri (mynd 3). Þegar litið er til þróunar meðalvinnuvikunnar á tímabilinu sýna tölur V-PHR einnig meiri samdrátt vinnustunda nær allt tímabilið.

Vegna stuttrar vinnuviku samkvæmt V-PHR mælast heildarvinnustundir töluvert færri en í VMK þrátt fyrir að fjöldi starfandi í V-PHR sé meiri en í VMK-röðinni sem sýnir fólk við vinnu. Samkvæmt V-PHR virðist sem heildarvinnustundum hafi fækkað meira í efnahagssamdrættinum og að þeim hafi fjölgað hægar á tímabilinu en í VMK. Þær benda einnig til þess að árið 2017 hafi heildarvinnustundir aftur verið jafn margar og þær voru árið 2008 en því var náð ári fyrr samkvæmt tölum VMK. Hægari fjölgun heildarvinnustunda hefur síðan í för með sér að framleiðni vinnuafis eykst hraðar á tímabilinu ef tölur V-PHR fyrir vinnumagn eru notaðar (mynd 5) en þar munar mest um meiri samdrátt heildarvinnustunda árið 2009.

Framleiðsluspenna eða -slaki sýnir mismun framleiðslu í landinu á hverjum tíma og þess sem þjóðarþúfið getur afkastað með eðlilegri nýtingu framleiðsluþátta, þ.e. framleiðslugetu þjóðarþúsins. Með eðlilegri nýtingu framleiðsluþátta er átt við þá nýtingu vinnuafis og fjármagns sem talin er samrýmast stöðugu kaup- og verðlagi. Sé framleiðslan umfram það myndast þrýstingur til meiri kaup- og verðlagshækkana en sé framleiðslan undir framleiðslugetu er slaki í þjóðarþúinu sem dregur úr þessum þrýstingi. Framleiðsluspenna eða -slaki er því mikilvæg vísbending um undirliggjandi verðbólguþrýsting í þjóðarþúinu. Mat á nýtingu framleiðsluþátta og þróun framleiðslugetu þjóðarþúsins gegnir því lykilhlutverki við það verkfæri Seðlabankans að viðhalda lítili og stöðugu verðbólgu.

Mat á nýtingu framleiðsluþátta og framleiðsluspennu

Vöxtur framleiðslugetunnar ákvarðast af undirliggjandi vexti vinnuframboðs (sem endurspeglar fjölgun fólks á vinnualdri og vilja þess til að vinna) og vexti og rýrnun fjármagnsstofns en einnig af því hvernig tekst að nýta fyrirliggjandi framleiðsluþætti, þ.e. vöxt framleiðni og tækniþekkingar. Framleiðslugetan er ekki mælanleg og því þarf að byggja á fjölda vísbendinga og hagfræðilíkana til að meta hana.

Fram til þessa hefur Seðlabankinn metið framleiðslugetu þjóðarþúsins út frá mismunandi útfærslum á framleiðslufalli þjóðarþúsins. Framleiðslufallið lýsir því hvernig framleiðsluþættirnir nýtast við að umbreyta aðföngum í framleiðslu sem mæld er með vergri landsframleiðslu (sjá t.d. umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2011/4). Einnig er lagt mat á svokallað náttúrulegt atvinnuleysi, sem er það atvinnuleysi sem samrýmist stöðugu kaup- og verðlagi, til að meta hvort slaki eða spenna er á vinnumarkaði (sjá t.d. rammagrein VI-1 í *Peningamálum* 2013/4).

Seðlabankinn hefur einnig horft til ýmissa spurningakannana við mat á nýtingu framleiðsluþátta og stöðu hagsveiflunnar. Kannað er viðhorf fyrirtækja til notkunar framleiðsluþátta og eftirspurnar eftir þjónustu og vörum þeirra. Slíkar spurningakannanir geta gefið mikilvægar viðbótarupplýsingar um stöðu hagsveiflunnar og mat á framleiðsluspennu. Til að mynda geta fyrirtæki ákveðið að fresta uppsögnum í niðursveiflu og haldið fleiri starfsmönnum en þarf til framleiðslunnar sem gerir það að verkum að atvinnuleysi mælist minna en ella. Vísbendingar um niðursveifluna gætu því komið fyrir fram í upplýsingum um skort á starfsfólki innan fyrirtækjanna eða mat á getu til að mæta aukinni eftirspurn. Þannig innihalda spurningakannanir mögulega betri upplýsingar um stöðu raunhagkerfisins en kemur fram í hefðbundnum mælikvörðum um stöðu vinnumarkaðarins.

NF-vísitalan

Til að bæta enn frekar matið á stöðu hagsveiflunnar er hægt að draga saman upplýsingar úr spurningakönnunum og af vinnumarkaði í einn mælikvarða sem nefna má vísitölu nýtingar framleiðsluþátta (NF-vísitölu).¹ Við mat á NF-vísitölunni er notast við könnun Gallup meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins,² upplýsingar um fjölda lausra starfa samkvæmt atvinnuauklýsingum, gögnum úr búferlaflutninga og tölur vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands

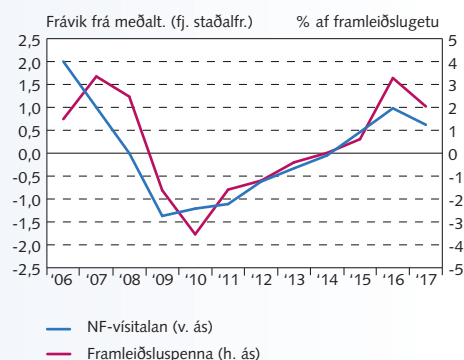
1. Hér er fylgt fordæmi sænska seðlabankans sem hefur um nokkurt skeið m.a. notast við sambærilega vísitölu til að meta stöðu sænsku hagsveiflunnar, sjá t.d. C. Nyman (2010), „An indicator of resource utilisation“, Sveriges Riksbank *Economic Commentaries*, nr. 4.
2. Notuð eru svör við fjórum spurningum úr könnuninni þar sem spurt er hvort fyrirtækið skorti starfsfólk, hversu auðvelt það eigi með að mæta óvæntri eftirspurn, hvernig framlegð þess hafi þróast síðustu sex mánuði og hverjar væntingar þess eru um framlegð næstu sex mánuði.

Rammagrein 3

Nýr mælikvarði á nýtingu framleiðsluþátta

Mynd 1

Vísitala nýtingar framleiðsluþátta og framleiðsluspenna 2006-2017¹

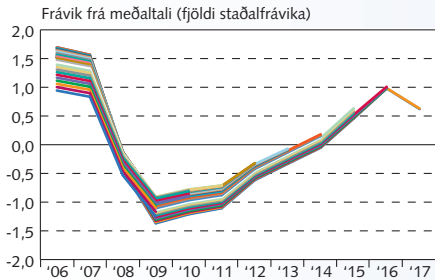


1. Vísitala nýtingar framleiðsluþátta (NF-vísitalan) er fyrsti frumþáttur valinna vísbendinga um nýtingu framleiðsluþátta sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ársmeðaltöl.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Endurskoðun vísitölu nýtingar framleiðslupátta 2006-2017¹

PM 2006/1 - PM 2018/2

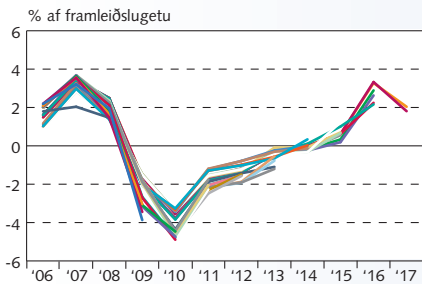


1. Vísitala nýtingar framleiðslupátta (NF-vísitalan) er fyrsti frumþáttur valinna vísbendinga um nýtingu framleiðslupátta sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ársmeðaltöl.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Endurskoðun framleiðsluspennu 2006-2017¹

PM 2006/1 - PM 2018/2



1. Ársmeðaltöl.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

um atvinnuleysi, meðalvinnustundir, hlutfall starfandi og hlutfall starfandi í hlutastörfum sem vill vinna meira (sjá m.a. rammagrein 3 í *Peningamálum 2015/2*).

Þessar upplýsingar eru vegnar saman í einn mælikvarða með frumþáttagreiningu (e. principal component analysis). NF-vísitalan er fyrsti frumþáttur í þessari greiningu, þ.e. sá frumþáttur sem skýrir stærstan hluta breytileika undirliggjandi gagna.³ Fjallað er nánar um þróun NF-vísitölnnar í kafla V en á mynd 1 er hún borin saman við nýjasta matið á framleiðsluspennu þjóðarbúsins. Eins og sjá má fylgjast þessir tveir mælikvarðar náði að og er niðurstaða þeirra um stöðu þjóðarbúsins mjög áþekk þótt NF-vísitalan sýni að viðsnúningur hagsveiflunnar í fjármálakreppunni og batinn í kjölfar hennar hafi hafist fyrir en matið á framleiðsluspennu bendir til. Þá gefur NF-vísitalan til kynna að spennan í þjóðarbúinu hafi mögulega verið einhverju meiri í aðdraganda fjármálakreppunnar en opinbert mat á framleiðsluspennu gefur til kynna.

Einn kostur NF-vísitölnnar er að hún tekur jafnan minni breytingum við útgáfu nýrra gagna en mat Seðlabankans á framleiðsluspennu, sem getur tekið breytingum þegar tölur Hagstofunnar um þjóðhagsreikninga eru endurskoðaðar. Mynd 2 sýnir NF-vísitölna reiknaða miðað við tiltæk gögn við útgáfu hvers *Peningamála* á árunum 2006 til 2017. Eins og sést á mynd 3 er samsvarandi endurskoðun framleiðsluspennu að jafnaði nokkru meiri. NF-vísitalan getur því verið gagnleg viðbót við mat bankans á stöðu hagsveiflunnar og sem innlegg í heildarmat á framleiðsluspennu í þjóðarbúinu. Til skoðunar er innan bankans að hvaða leyti þessi ný mælikvarði geti bætt mat á sögulegri þróun framleiðsluspennu.

3. Tímaraðirnar sem eru vegnar saman í frumþáttagreiningunni hafa mismunandi mælieiningu og eru þess vegna staðlaðar þannig að þær hafi meðaltal núll og staðalfrávik einn áður en þær eru vegnar saman.

Markmið peningastefnu Seðlabanka Íslands er að halda verðbólgu að jafnaði í 2½%. Samkvæmt sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabankans frá árinu 2001 miðast verðbólgu markmið bankans við tólf mánaða breytingu vísitölu neysluverðs sem er umfangsmesti mælikvarðinn á framfærslukostnaði íslenskra heimila sem völ er á.

Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu

Almennar verðvísitölur eins og vísitala neysluverðs eiga það allar sammerkt að erfitt getur reynst að meta að hve miklu leyti þær endurspeglar tímabundna breytingu hlutfallslegs verðs, sem almennt er rétt að horfa fram hjá við mótun peningastefnunnar, eða viðvarandi hækkun eða lækkun almenns verðlags sem peningastefnan þarf að öðru óbreyttu að bregðast við. Af þessum sökum hefur Seðlabankinn til hliðsjónar fjölda mælikvarða á svonefnda undirliggjandi verðbólgu eða kjarnaverðbólgu (sjá umfjöllun um þróun undirliggjandi verðbólgu í kafla VI). Með slíkum mælikvörðum er reynt að undanskilja tímabundnar verðbreytingar í einstaka undirliðum eða verðbreytingar sem má t.d. rekja til framboðsáhrifa eða opinberra verðákvæðana sem breyta verðlagi varanlega en hafa einungis tímabundin áhrif á mælda verðbólgu. Rétt getur verið að horfa fram hjá verðbreytingum af þessu tagi telji Seðlabankinn þær ekki hafa áhrif á langtímaverðbólguhorfur.

Engin ein aðferð er afgerandi best við að mæla undirliggjandi verðbólgu og notar bankinn því fjölda mælikvarða sem hver og einn hefur kosti og galla. Í meginatriðum má skipta þeim í tvo flokka. Annars vegar eru kjarnavísitölur sem undanskilja fyrirfram skilgreinda undirliði í vísitölu neysluverðs, t.d. verð búvöru, bensíns, opinberrar þjónustu sem og áhrif breytinga á óbeinum sköttum (sjá nánar Þórarinn G. Pétursson, 2002). Hins vegar eru verðvísitölur sem metnar eru með tölfræðilegum aðferðum t.d. klippt meðaltal, þar sem þeim undirliðum sem sveiflast mest í einstaka mánuðum er sleppt,¹ og vegið miðgildi, sem mælir miðgildi verðbreytinga allra undirflokka vísitölu neysluverðs.

Mat á undirliggjandi verðbólgu með þáttalíkani

Undanfarin ár hefur bankinn einnig horft til mats á undirliggjandi verðbólgu út frá kviku þáttalíkani (e. dynamic factor model) þar sem tölfræðilegum aðferðum er beitt til að bera kennsl á verðbreytingar sem eru sameiginlegar öllum undirvísitölum vísitölu neysluverðs og ættu því að endurspeglar almenna undirliggjandi verðbólguþróun fremur en tímabundnar sveiflur í einstaka undirliðum.² Að auki hefur bankinn tekið til notkunar annan mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu sem einnig leitast við að bera kennsl á sameiginlegar verðbreytingar undirliða vísitölu neysluverðs með þáttalíkani (sjá Aðalheiður Ó. Guðlaugsdóttir og Lilja S. Kro, 2018). Aðferðin er einfaldari útgáfa kvika þáttalíkansins og hafa t.d. seðlabankar Kanada og Noregs valið hana sem eina af megináðferðum sínum við mat á undirliggjandi verðbólgu (sjá Khan o.fl., 2015, og Husabø, 2017).

Eins og í öðrum þáttalíkönum er mældri verðbólgu skipt í tvo hluta. Annars vegar einn eða fleiri þætti sem leitast við að skýra samdreifni (e. covariance) allra undirliða vísitölu neysluverðs og hins vegar afgangslíð sem endurspeglar sértækar verðbreytingar einstakra undirliða. Þessar sértæku verðbreytingar eru þá hreinsaðar út og undirliggjandi verðbólga túlkuð sem þær verðbreytingar sem eru sameiginlegar í öllum undirflokkum vísitölnnar.

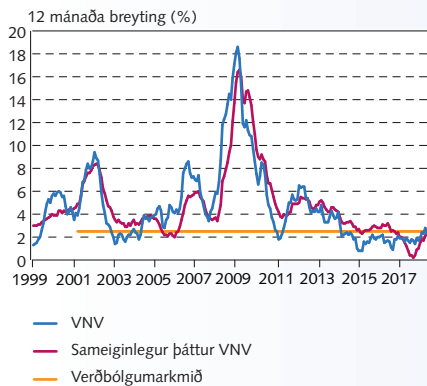
1. Ólíkt kjarnamælikvörðunum er mismunandi frá einum mánuði til annars hvaða undirliðum er sleppt þegar um er að ræða klippt meðaltal.

2. Sjá umfjöllun í rammagrein 5 í *Peningamállum* 2015/2 og Bjarni G. Einarsson (2014).

Rammagrein 4

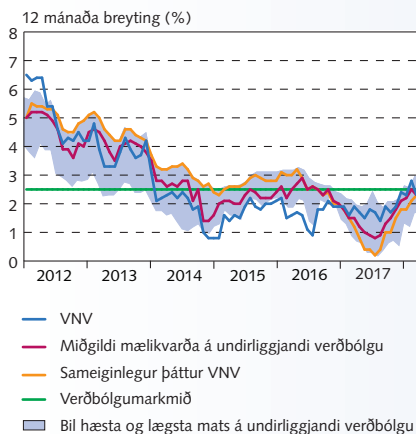
Undirliggjandi verðbólga metin með sameiginlegum þætti vísitölu neysluverðs

Mynd 1
Mæld og undirliggjandi verðbólga
Janúar 1999 - apríl 2018



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2012 - apríl 2018



1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruhlöða, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislaða eru undanskilin) og tölfraðilegum mælikvörðum (vegið miðgildi, klippt meðaltal, kvikt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Til að meta sameiginlegan þátt vísitölu neysluverðs eru notaðar 38 undirvísitölur sem ná yfir alla neyslukörfuna og þær staðlaðar þannig að meðaltal ársbreytinga sé núll og staðalfrávik einn. Sameiginlegur þáttur vísitölnnar er síðan metinn með frumþáttgreiningu (e. principal component analysis). Frekari greining leiðir í ljós að fyrsti frumþátturinn nægir til að skýra stóran hluta breytinga í vísitölu neysluverðs eða um 78%, og reyndist ekki þörf á að bæta við öðrum frumþætti. Fyrsti þátturinn er því túlkaður sem undirliggjandi verðbólga og fylgir hann mældri verðbólgu nokkuð vel eins og sést á mynd 1. Meirihluti undirvísitalna (33 af 38) hefur jákvæða fylgni við sameiginlega þáttinn, en hann skýrir að meðaltali 50% af breytileikanum í undirvísitölunum yfir tímabilið 1999-2017. Það bendir til þess að skýra megi talsverðan hluta verðbreytinga í undirvísitölum með sameiginlega þættinum. Á tímabilinu 2011-2017 minnkaði hins vegar hlutdeild undirliggjandi verðbólgu í að skýra breytileika undirvísitalna í um 40% að meðaltali. Því hefur vægi undirliggjandi verðbólgu í þróun mældrar verðbólgu minnkað en vægi hlutfallslegra verðbreytinga aukist á móti. Líklegt er að það megi að nokkru leyti rekja til þess að verðbólga hefur minnkað og er stöðugri en hún var áður, sem að einhverju leyti má þakka traustari kjölfestu verðbólguvæntinga (sjá Þórarinn G. Pétursson, 2018).

Á mynd 2 sést betur samanburður á nýliðinni þróun mældrar og undirliggjandi verðbólgu. Hinn nýi mælikvarði gefur til kynna að undirliggjandi verðbólga hafi verið meiri en mæld verðbólga framan af tímabilinu en það snerist við í lok árs 2016. Frá þeim tíma hefur húsnæðisverð hækkað mikið og verið meginþráttur mældrar verðbólgu en sá liður hefur hins vegar óveruleg áhrif á sameiginlegan þátt vísitölu neysluverðs. Undirliggjandi verðbólga minnkaði hins vegar þegar verð innfluttrar vöru lækkaði umtalsvert í kjölfar gengishækkunar krónunnar og þegar draga tók úr hækkun verðs almennrar þjónustu.

Mynd 2 ber einnig þróun undirliggjandi verðbólgu á þennan nýja mælikvarða saman við aðra mælikvarða sem bankinn hefur stuðst við til þessa. Nýi mælikvarðinn liggur lengi vel í efri mörkum bils hæsta og lægsta mats á undirliggjandi verðbólgu. Þetta snýst við frá árslokum 2016 en frá þeim tíma gefur nýi mælikvarðinn til kynna minni undirliggjandi verðbólgu en flestir hinna. Munurinn hefur þó minnkað að undanförmu og allir mælikvarðarnir benda til þess að undirliggjandi verðbólga hafi farið vaxandi frá haustmánuðum 2017. Nýi mælikvarðinn og miðgildi mælikvarðanna benda bæði til þess að undirliggjandi verðbólga hafi verið 2,3% í apríl.

Heimildir

- Aðalheiður Ó. Guðlaugsdóttir og Lilja S. Kro (2018). The common component of the CPI: A trendy measure of Icelandic underlying inflation. Seðlabanki Íslands *Working Paper*, væntanleg.
- Bjarni G. Einarsson (2014). Dynamic factor model for Icelandic core inflation. Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 67.
- Husabø, E., (2017). Indicators of underlying inflation in Norway. Norges Bank *Staff Memo* nr. 13-2017.
- Khan, M., L. Morel og P. Sabourin (2015). A comprehensive evaluation of measures of core inflation for Canada. Bank of Canada *Discussion Paper* nr. 2015-12.
- Þórarinn G. Pétursson (2002). Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar. *Peningamál* 2002/4.
- Þórarinn G. Pétursson (2018). Disinflation and improved anchoring of long-term inflation expectations: The Icelandic experience. Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 77.

Viðauki 1

Spátöflur

Tafla 1 Landsframleiðsla og helstu undirliðir¹

	2016	2017	2018	2019	2020
Einkaneysla	7,1 (7,1)	7,8 (7,5)	6,3 (6,4)	3,8 (4,0)	3,1 (2,9)
Samneysla	2,3 (1,9)	2,6 (2,7)	1,9 (2,3)	2,0 (2,5)	2,1 (2,6)
Fjármunamyndun	22,5 (22,8)	9,3 (9,0)	6,5 (3,8)	8,9 (5,4)	2,9 (1,2)
Atvinnuvegafjárfesting	26,4 (26,4)	4,3 (2,6)	-2,5 (-2,0)	6,7 (3,3)	-0,3 (-3,7)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	26,4 (29,4)	21,6 (23,1)	24,7 (21,4)	13,2 (12,0)	11,8 (14,3)
Fjárfesting hins opinbera	-0,1 (-1,0)	23,4 (28,4)	27,2 (8,6)	11,5 (4,8)	3,1 (0,6)
Þjóðarútgjöld	9,0 (8,9)	6,8 (7,0)	5,2 (4,4)	4,6 (3,9)	2,8 (2,5)
Útflutningur vöru og þjónustu	10,9 (10,9)	4,8 (3,2)	3,3 (4,4)	3,2 (4,1)	2,6 (2,3)
Innflutningur vöru og þjónustu	14,5 (14,5)	11,9 (11,0)	7,7 (7,4)	6,6 (6,3)	2,9 (1,7)
Verg landsframleiðsla (VLF)	7,5 (7,4)	3,6 (3,4)	3,3 (3,2)	3,0 (3,0)	2,7 (2,7)
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	2.453 (2.449)	2.555 (2.540)	2.719 (2.684)	2.897 (2.847)	3.061 (2.994)
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	9,8 (9,7)	4,1 (3,7)	6,4 (5,7)	6,6 (6,1)	5,7 (5,2)
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	21,4 (21,3)	22,1 (22,0)	22,9 (22,0)	23,7 (22,3)	23,5 (21,8)
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	15,5 (15,4)	15,1 (14,7)	14,2 (13,7)	14,3 (13,5)	13,6 (12,5)
Þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) ²	29,2 (29,2)	25,8 (25,9)	24,2 (23,9)	24,5 (23,7)	24,6 (23,6)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-0,8 (-0,8)	-2,7 (-3,1)	-1,7 (-1,1)	-1,4 (-0,9)	-0,1 (0,3)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2018/1). 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)	-3,9 (-3,8)	4,0 (4,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Útflutningsframleiðsla áls ²	-3,0 (-3,0)	4,9 (4,5)	1,0 (0,5)	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	0,2 (0,2)	-0,8 (-0,9)	3,5 (2,5)	2,7 (2,0)	2,0 (2,0)
Verð áls í USD ³	-13,7 (-13,7)	20,3 (20,1)	13,0 (9,0)	1,7 (1,0)	1,0 (1,0)
Verð eldsneytis í USD ⁴	-15,6 (-15,7)	23,3 (23,6)	19,9 (12,8)	-3,1 (0,0)	-2,1 (0,0)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	2,4 (2,4)	1,7 (1,6)	-0,4 (0,0)	1,8 (1,0)	0,9 (0,1)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁵	1,0 (1,0)	1,7 (1,7)	1,8 (1,7)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	1,8 (1,8)	2,4 (2,3)	2,4 (2,3)	2,2 (2,1)	2,0 (1,9)
Innflutningur helstu viðskiptalanda ⁵	3,4 (3,4)	4,0 (3,9)	4,4 (4,1)	4,2 (3,9)	3,5 (3,8)
Seðlabankavextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁶	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,6 (0,5)	0,8 (0,8)	1,1 (1,0)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2018/1). 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 (6,3)	4,1 (3,7)	2,1 (2,5)	1,4 (2,0)	1,6 (2,2)
Jöfnuður frumþáttatekna ²	1,4 (1,4)	-0,5 (-0,2)	-0,8 (-0,6)	-0,7 (-0,5)	-0,6 (-0,4)
Viðskiptajöfnuður	7,7 (7,7)	3,7 (3,5)	1,3 (1,9)	0,8 (1,5)	1,0 (1,8)

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2018/1). 2. Jöfnuður frumþáttatekna að viðbættum hreinum rekstrarframlögum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Opinber fjármál¹

	2016	2017	2018	2019	2020
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	12,3 (12,3)	1,2 (0,9)	0,8 (1,4)	0,6 (1,3)	0,5 (1,2)
Frumjöfnuður ríkissjóðs	15,1 (15,1)	4,0 (3,3)	3,2 (3,9)	2,3 (3,6)	2,1 (3,2)
Frumjöfnuður ríkissjóðs án einkisliða ²	3,3 (3,5)	2,2 (1,7)	1,5 (2,9)	0,9 (2,9)	0,3 (2,8)
Heildarjöfnuður hins opinbera	12,7 (12,7)	1,5 (1,1)	1,0 (1,6)	0,8 (1,5)	0,6 (1,4)
Frumjöfnuður hins opinbera	15,6 (15,6)	4,5 (3,8)	3,9 (4,6)	2,9 (4,3)	2,7 (3,8)
Vergar skuldir hins opinbera	53 (53)	42 (45)	40 (39)	37 (37)	37 (37)
Hreinar skuldir hins opinbera ³	41 (41)	35 (35)	32 (29)	29 (28)	29 (27)

1. Hlutfall af VLF á rekstrargrunni, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/4). 2. Einkisliðir eru stöðugleikaframlög, flýting niðurgreiðslu verðtryggðra húsnæðislána, sérstök innborgan í LSR A-deild og arðgreiðslur umfram fjárlög. 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)	2,8 (2,8)	2,9 (2,8)	3,0 (3,2)	3,4 (3,5)
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	81,1 (81,1)	80,3 (80,3)	79,7 (80,0)	79,5 (79,6)	79,1 (79,2)
Heildarvinnustundir	3,0 (3,0)	1,2 (1,2)	2,2 (2,3)	1,6 (1,7)	1,0 (1,2)
Framleiðni vinnuafis ²	4,4 (4,3)	2,4 (2,2)	1,1 (0,9)	1,4 (1,3)	1,7 (1,5)
Launakostnaður á framleidda einingu ³	4,0 (4,6)	5,2 (4,3)	6,7 (5,5)	4,6 (4,9)	2,4 (2,7)
Launahlutfall (% af vergum þáttatekjum)	61,4 (60,7)	64,3 (63,2)	66,6 (65,1)	67,4 (66,3)	67,0 (66,5)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	9,2 (9,2)	8,0 (7,1)	7,2 (5,9)	4,9 (5,9)	2,3 (2,2)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	3,3 (3,4)	2,0 (1,7)	1,2 (1,1)	0,9 (0,8)	0,3 (0,2)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2018/1). 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)	160,3 (160,3)	158,0 (158,9)	154,3 (156,0)	154,3 (154,4)
Raugengi (hlutfallslegt verðlag) ³	89,1 (89,1)	99,7 (99,7)	101,9 (101,4)	105,1 (103,6)	106,0 (105,6)
Raugengi (hlutfallslegur launakostnaður) ³	85,9 (85,7)	99,9 (98,8)	106,5 (103,5)	112,0 (108,6)	111,9 (109,9)
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	1,7 (1,7)	1,8 (1,8)	2,6 (2,6)	2,6 (2,2)	2,8 (2,8)
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	1,7 (1,7)	1,5 (1,5)	2,5 (2,5)	2,6 (2,7)	2,8 (2,8)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2018/1). 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		
2017:2	1,7 (1,7)	1,5 (1,5)	3,7 (3,7)
2017:3	1,7 (1,7)	1,4 (1,4)	1,0 (1,0)
2017:4	1,8 (1,8)	1,6 (1,6)	2,5 (2,5)
2018:1	2,5 (2,4)	2,4 (2,3)	2,5 (2,4)
	Spáð gildi		
2018:2	2,4 (2,5)	2,3 (2,5)	3,4 (4,2)
2018:3	2,7 (2,7)	2,6 (2,6)	2,2 (1,7)
2018:4	2,9 (2,6)	2,8 (2,5)	3,5 (2,2)
2019:1	2,6 (2,2)	2,6 (2,7)	1,5 (0,7)
2019:2	2,5 (2,2)	2,5 (2,7)	2,8 (4,3)
2019:3	2,5 (2,1)	2,5 (2,6)	2,4 (1,4)
2019:4	2,6 (2,2)	2,6 (2,7)	3,5 (2,5)
2020:1	2,8 (2,7)	2,7 (2,7)	2,3 (2,6)
2020:2	2,9 (2,8)	2,9 (2,8)	3,6 (4,9)
2020:3	2,9 (2,8)	2,8 (2,8)	2,0 (1,1)
2020:4	2,8 (2,8)	2,7 (2,8)	3,1 (2,6)
2021:1	2,6 (2,5)	2,5 (2,5)	1,6 (1,6)
2021:2	2,5	2,4	3,2

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2018/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

