

# I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

## Grunnspá Seðlabankans<sup>1</sup>

### Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur halda áfram að versna

Nokkuð tók að draga úr þrótti alþjóðlegs efnahagsbata á seinni árs-  
helmingi í fyrra og enn á ný hafa alþjóðlegar hagvaxtarhorfur verið  
endurskoðaðar niður á við. Í nýrri spá Alþjóðgjaldeyrissjóðsins er talið  
að heimshagvöxtur verði 3,2% í ár sem er svipaður vöxtur og var í  
fyrra, en það var minnsti vöxtur frá árinu 2009. Horfur fyrir þetta ár  
og það næsta hafa versnað frá fyrri spá, bæði í þróuðum ríkjum og  
nýmarkaðsríkjum. Gangi þetta eftir eru horfur á að heimshagvöxtur  
taki lítillega við sér á næstu árum en verði áfram nokkuð undir lang-  
tímameðaltali sínu.

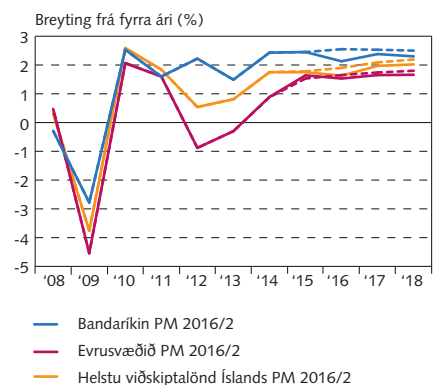
Í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist 1,8% hagvöxtur í fyrra,  
sem er sami hagvöxtur og árið 2014. Talið er að heldur hægi á hag-  
vexti í ár og að hann verði 1,6% í stað 1,9% í febrúarspá bankans  
(mynd I-1). Vegur þar þungt að horfur fyrir Bandaríkin og evrusvæðið  
eru nú taldar lakari en áður. Spáð er að hagvöxtur í helstu viðskipta-  
löndum sæki aðeins í sig veðrið og verði um 2% á næstu tveimur  
árum. Hagvaxtarhorfur fyrir allt spátímabilið hafa því versnað frá því  
í febrúar og óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum aukist á ný. Arfleifð  
fjármálakreppunnar virðist því ætla að verða meiri dragbitur á alþjóð-  
legan efnahagsbata en áður var talið og mikil lækkun olíu- og hrá-  
vöruverðs ætlað að reynast mörgum nýmarkaðsríkjum erfið. Nánar er  
fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóð-  
legar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

### Viðskiptakjör hafa batnað mikið og raungengið hækkað

Viðskiptakjör bötnuðu um tæplega 7% í fyrra og hafa batnað um ríf-  
lega 10% á undanförunum tveimur árum, sem er meiri viðskiptakjara-  
bati en orðið hefur meðal annarra þróaðra ríkja (sjá rammagrein 1).  
Þar fer saman mikil lækkun innflutningsverðs á sama tíma og útflut-  
ningsverð hefur hækkað töluvert í hlutfalli við útflutningsverð helstu  
viðskiptalanda (mynd I-2). Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að við-  
skiptakjör batni enn frekar í ár en rýrni lítillega á næstu tveimur árum  
þegar alþjóðlegt olíuverð tekur að hækka á ný og sjávarafurðaverð að  
lækka lítillega eftir verulega hækkun undanfarin ár.

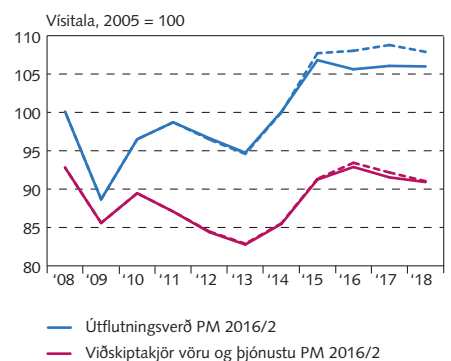
Raungengið hefur hækkað töluvert í takt við batnandi viðskipta-  
kjör (mynd I-3). Miðað við hlutfallslegt verðlag hefur það hækkað  
um ríflega 10% undanfarin tvö ár en hækkunin er næstum því tvö-  
falt meiri þegar miðað er við hlutfallslegan launakostnað, þótt hún  
sé ekki eins mikil og gert var ráð fyrir í febrúar þar sem hækkun inn-  
lends launakostnaðar í fyrra hefur verið endurskoðuð niður á við (sjá  
rammagrein 2). Nafngengi krónunnar er lítillega hærra en gert var ráð  
fyrir í febrúarspánni og eins og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að  
gengisvísitalan haldist svipuð út spátímánn. Raungengið heldur hins  
vegar áfram að hækka þar sem innlendir kostnaður hækkar meira  
en erlendir. Gangi spáin eftir verður raungengið orðið um 6% yfir

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



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1.  
Heimildir: Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

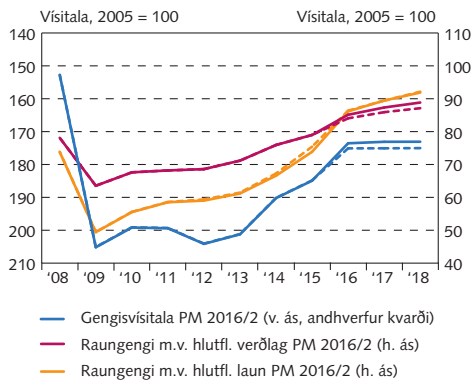
Mynd I-2  
Útflutningsverð og viðskiptakjör 2008-2018<sup>1</sup>



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskipta-  
landa (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Grunnspá Seðla-  
bankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

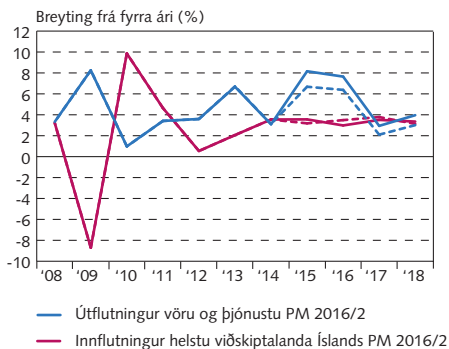
1. Greiningin í þessum *Peningamálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan maí.

Mynd I-3  
Gengi krónunnar 2008-2018<sup>1</sup>



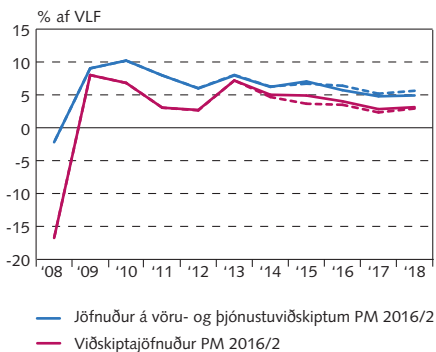
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4  
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn  
2008-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

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



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

meðaltali sl. þrjátíu ára árið 2018 sé miðað við hlutfallslegt verðlag en um 7% miðað við hlutfallslegan launakostnað. Eins og fjallað er um í rammagrein 3 er líklegt að hækkun raungengis undanfarið endurspegli að nokkru leyti aðlögun þess að hærra jafnvægisraungengi. Nánar er fjallað um þróun raungengis og viðskiptakjara í kafla II.

### Mikill vöxtur í ferðamannaíðnaði megin skýring útflutningsvaxtar

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um meira en 8% í fyrra sem er nokkru meira en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Skýrist frávíkið fyrst og fremst af meiri ál- og þjónustuútflutningi (mynd I-4). Þrátt fyrir hækkun raungengis og spár um hægari alþjóðlegan hagvöxt eru einnig horfur á meiri útflutningsvexti í ár eða 7½% í stað 6½% í febrúarspánni. Skýrast betri horfur helst af enn kröftugri vexti þjónustuútflutnings en einnig benda upplýsingar frá útflytjendum til þess að útflutningur ýmissar iðnaðarvöru muni vaxa meira í ár en horfur voru á í febrúar. Gangi spáin eftir verður árið 2016 annað árið í röð þar sem þjónustuútflutningur eykst um meira en 12% milli ára en undanfarin fjögur ár hefur hann vaxið um meira en 10% að meðaltali á ári. Líkt og í febrúar er talið að heldur hægi á útflutningsvextinum á næstu tveimur árum, m.a. vegna fyrrnefndrar raungengishækkunar.

Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd haldi áfram að minnka frá því sem hann var mestur árið 2010. Í fyrra mældist afgangurinn 7% af landsframleiðslu sem er svipað og gert var ráð fyrir í febrúar en árið 2018 er áætlað að hann verði kominn niður í 5% (mynd I-5). Með uppgjöri slitabúa fallinna fjármálaafyrirtækja er ekki lengur þörf á að gera greinarmun á mældum og undirliggjandi viðskiptajöfnuði. Áætlað er að viðskiptaafgangurinn minnki í takt við minnkandi afgang á vöru- og þjónustujöfnuði og fari úr u.þ.b. 5% af landsframleiðslu í ár í 3% af landsframleiðslu árið 2018. Uppgjör slitabúa hefur einnig haft í för með sér að hrein erlend staða þjóðarþúsins, eins og hún er mæld samkvæmt alþjóðlegum stöðlum, hefur stórbatnað og var hún talin neikvæð um 14½% af landsframleiðslu í lok síðasta árs sem er hagstæðasta skuldastaða sem mælst hefur í u.þ.b. hálfra öld (sjá rammagrein 4). Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

### Yfir 6% vöxtur þjóðarútgjalda í fyrra og horfur á svipuðum vexti í ár

Einkaneysla jókst um hátt í 5% í fyrra og vísbendingar eru um að hún hafi aukist um ríflega 7% á fyrsta fjórðungi þessa árs. Vöxturinn þarf ekki að koma á óvart í ljósi þess hve kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur hækkað mikið með verulegum launahækkunum og örrí fjölgun starfa á sama tíma og verðbólga hefur haldist hófleg. Þá hefur hreinn auður heimila hækkað verulega með hækkun eignaverðs og lækkun skulda. Horfur eru á að einkaneyslan muni aukast um 6% í ár sem er nokkru meira en spáð var í febrúar enda jókst kaupmáttur ráðstöfunartekna meira í fyrra en áður hafði verið talið (mynd I-6). Áhrifa bættra efnahagsaðstæðna gætir einnig á næsta ári en þá er gert ráð fyrir 5% vexti einkaneyslu í stað 4,2% í febrúarspánni. Þrátt fyrir mikinn vöxt einkaneyslu í ár er vöxturinn undir vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna

og því eykst sparnaður heimila þriðja árið í röð. Samkvæmt spánni ganga heimilin síðan lítillega á sparnað sinn á næstu tveimur árum.

Fjárfesting jókst einnig verulega í fyrra. Fjárfesting atvinnuveganna jókst um tæplega 30% frá fyrra ári og fjármunamyndun í heild um tæplega 19%. Samkvæmt spánni eru áfram horfur á töluverðri aukningu fjárfestingar í ár. Vísbendingar úr nýrri könnun Seðlabankans benda til þess að fjárfesting í flestum atvinnugeirum verði áfram mikil og að fjárfesting í hótélbyggingum, skipum og flugvélum aukist. Talið er að fjárfesting atvinnuveganna aukist um tæplega fimmtung í ár frá fyrra ári en að fjárfesting í heild aukist um 14%. Því eru horfur á nokkru meiri fjárfestingu atvinnuveganna í ár en spáð var í febrúar en þegar litið er til fjárfestingar í heild eru horfurnar áþekkar. Gangi spáin eftir mun fjárfesting því aukast mjög ört í ár, þriðja árið í röð. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu hækkar því úr ríflega 19% af landsframleiðslu í fyrra í 20% í ár. Samkvæmt spánni lækkar það síðan lítillega í lok spátímabilsins en er þó hærra en áður var spáð (mynd I-7).

Þjóðarútgjöld jukust um 6,3% í fyrra og gert er ráð fyrir svipuðum vexti í ár (mynd I-6). Líkt og í fyrri spám bankans hægir heldur á vextinum á næstu tveimur árum en hann verður áfram töluverður. Gangi spáin eftir verður vöxtur innlendrar eftirspurnar að meðaltali 4,4% á spátímanum í samanburði við 2,7% vöxt að meðaltali síðustu þrjátíu ár. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

#### Horfur á um og yfir 4% hagvexti í ár og á næsta ári

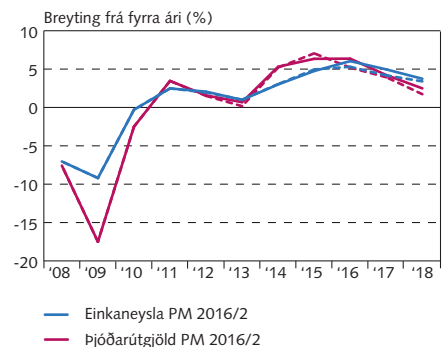
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var hagvöxtur 4% í fyrra sem er í takt við þann 4,1% hagvöxt sem gert var ráð fyrir í febrúarhefti *Peningamála*. Hagvaxtartölur fyrri ára voru einnig endurskoðaðar upp á við og nú telur Hagstofan að hagvöxtur árið 2013 hafi verið 4,4% í stað 3,9% og 2% árið 2014 í stað 1,8%. Samkvæmt þessum tölum var árstíðarleiðrétt landsframleiðsla á síðasta fjórðungi ársins 2015 líðlega 16% meiri en þegar hún var í lágmarki snemma árs 2010 og var orðin ríflega 3% yfir því sem hún var mest í aðdraganda fjármálakreppunnar.

Horfur eru á að hagvöxtur sækir enn frekar í sig veðrið og verði 4,5% í ár. Leggst þar á eitt mikill vöxtur innlendrar eftirspurnar og kröftugur útflutningsvöxtur þótt framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar sé neikvætt þriðja árið í röð enda vísbendingar um mjög mikinn vöxt innflutnings, m.a. vegna töluverðs innflutnings skipa og flugvéla. Þetta er 0,3 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar og endurspeglar horfur á meiri vexti innlendrar eftirspurnar en þá var gert ráð fyrir.

Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hafa einnig breyst nokkuð. Nú er talið að hagvöxtur verði 4% og verði líkt og áður drifinn áfram af miklum vexti innlendrar eftirspurnar, sérstaklega einkaneyslu. Þetta er 0,6 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar og leggjast þar á eitt horfur á meiri vexti innlendrar eftirspurnar og jákvæðara framlag utanríkisviðskipta. Gangi þetta eftir yrði næsta ár þriðja árið í röð þar sem hagvöxtur mælist 4% eða meiri. Svo mikill hagvöxtur er langt umfram langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins og óhjákvæmilegt að

Mynd I-6

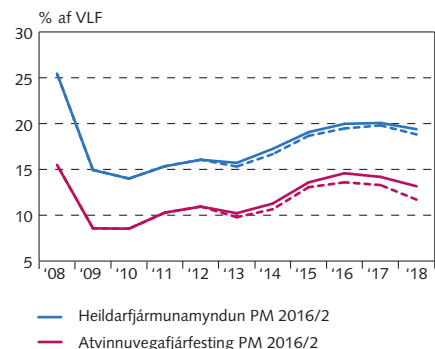
Einkaneysla og þjóðarútgjöld 2008-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

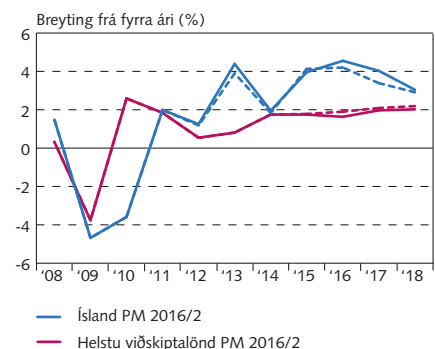
Fjármunamyndun 2008-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8

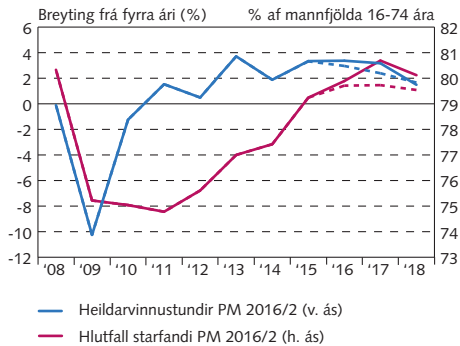
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum 2008-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

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



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalinur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

nokkuð hægi á hagvexti á næstu árum að öðru óbreyttu. Samkvæmt spánni hægir því á hagvexti árið 2018 en áfram er hann þó lítillega yfir langtímaleitnivexti, sem talinn er vera um 2,7%. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

### Mikil fjölgun starfa og atvinnuþátttaka eykst hratt

Heildarvinnustundum fjölgaði um 2,3% milli ára á fyrsta fjórðungi þessa árs en í *Peningamállum* í febrúar hafði verið gert ráð fyrir 2,1% fjölgun. Hlutfall starfandi jókst um rúmlega 1½ prósentu og atvinnuþátttaka um tæplega 1 prósentu. Atvinnuþátttaka mælist nú næstum 83% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og er orðin svipuð og hún var mest í byrjun árs 2007. Vegna aukinnar atvinnuþátttöku minnkaði atvinnuleysi minna milli ára en sem nemur fjölgun starfa. Eins og spáð var í febrúar minnkaði það um 1 prósentu frá fyrra ári og mældist 3,1% á fjórðungnum þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en var 3,5% á síðasta fjórðungi ársins 2015. Atvinnuleysi er því orðið minna en ætla má að samræmist verðstöðugleika. Aðrar vísbendingar af vinnumarkaði hníga í sömu átt.

Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi um 3% í ár. Horfur eru á meiri fjölgun á næsta ári í takt við bætta hagvaxtarhorfur (mynd I-9). Hlutfall starfandi heldur áfram að hækka og nær hámarki í tæplega 81% á næsta ári en það fór hæst í 81,5% árið 2007. Endurskoðun á fjölgun heildarvinnustunda frá febrúarspánni er í takt við breyttar hagvaxtarhorfur og því breytast horfur um framleiðnivöxt lítið. Áfram er gert ráð fyrir að hann verði um 1% á ári að meðaltali á spátímanum. Er það nokkuð undir sögulegu meðaltali en í takt við meðalframleiðnivöxt sl. tíu ára (sjá mynd I-11 hér á eftir). Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla IV.

### Horfur á minna atvinnuleysi og meiri framleiðsluspennu en spáð var í febrúar

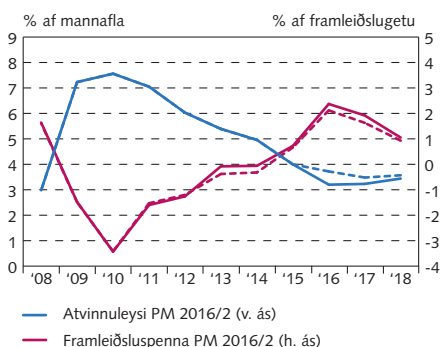
Samkvæmt spánni heldur atvinnuleysi áfram að minnka og verður 3,3% að meðaltali í ár. Það er um ½ prósentu minna atvinnuleysi en spáð var í febrúar og endurspeglar horfur á þróttmeiri efnahagssumsvifum en þá var gert ráð fyrir. Af sömu ástæðum er talið að framleiðsluspennan verði heldur meiri í ár en þá var spáð. Búist er við að hún nái hámarki í ár í 2½% af framleiðslugetu sem er um ½ prósentu meiri spenna en gert var ráð fyrir í febrúar. Samkvæmt spánni tekur hún að minnka á ný á næsta ári og á sama tíma fer atvinnuleysi að þökast á ný upp að marki sem talið er samræmast lítilli og stöðugri verðbólgu (mynd I-10). Eins og ævinlega er mat á framleiðsluspennu háð mikilli óvissu. Fjallað er um nokkra óvissuþætti hér á eftir en nánar er fjallað um nýtingu framleiðsluþátta þjóðarbúsins í kafla IV.

### Verðbólguhorfur fyrir seinni hluta næsta árs hafa versnað í takt við kröftugri efnahagssumsvif

Verðbólga mældist 1,6% í apríl og hafði hjaðnað úr 2,1% í byrjun árs en aukist lítillega frá apríl í fyrra. Hún hefur því verið undir markmiði í meira en tvö ár sem má fyrst og fremst rekja til mikillar innfluttrar verðhjöðunar og hærra gengis krónunnar (sjá rammagrein 5). Mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðisliðar var verðbólga einungis 0,2% í apríl sem er 0,3 prósentna aukning frá sama tíma

Mynd I-10

Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2008-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalinur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í fyrra. Langtímaverðbólguvæntingar hafa lítið breyst undanfarið ár. Svo virðist sem þær hafi traustari kjölfestu í verðbólguþróuninni en áður sem gæti að einhverju leyti skýrt af hverju verðbólga hefur ekki aukist jafn mikið og búist var við með vaxandi framleiðsluspennu og miklum launahækkunum.

Verðbólga var 1,9% að meðaltali á fyrsta fjórðungi ársins sem var í takt við það sem spáð var í febrúarhefti *Peningamála*. Eins og rakið er í rammagrein 5 hefur verðhjöðnun innfluttrar vöru og þjónustu vegið á móti innlendum verðbólguþrýstingi, sem birtist m.a. í aukinni framleiðsluspennu og miklum launahækkunum. Því er hætt við að verðbólga aukist þegar þessi áhrif fjara út. Líkt og í febrúarspá bankans er verðbólga talin aukast er líða tekur á árið og verði komin í 3% á síðasta fjórðungi ársins. Hins vegar eru horfur á meiri verðbólgu á seinni hluta næsta árs og framan af árinu 2018 en spáð var í febrúar sem skýrist fyrst og fremst af því að efnahagssumsvif eru nú talin vaxa hraðar og að framleiðsluspenna verði því meiri eins og áður hefur verið rakið. Á móti vegur að verulegur viðskiptakjarabati undanfarið ár er talinn auka svigrúm fyrirtækja til að mæta kostnaðarhækkunum vegna launahækkana (sjá rammagrein 1). Launahækkarnir eru eftir sem áður helsta ástæða vaxandi verðbólguþrýstings, bæði beint í gegnum kostnaðarhækkarnir fyrirtækja og óbeint í gegnum aukna eftirspurn og vaxandi framleiðsluspennu. Talið er að launakostnaður á framleidda einingu hafi hækkað heldur minna í fyrra en áður var talið en að hækkunin í ár verði tæplega 10% og að meðaltali um 6½% á spátímanum sem er langt umfram það sem getur samrýmst verðstöðugleika til lengri tíma lítið (mynd I-11).

Samkvæmt spánni er talið að verðbólga nái hámarki í um 4½% á seinni hluta næsta árs (mynd I-12). Gert er ráð fyrir að aukið taumhald peningastefnunnar tryggji að hún taki smám saman að hjaðna á ný er líður á spátímann og verði komin niður fyrir 3% um mitt ár 2019. Sem fyrr eru þessar horfur háðar fjölda óvissupáttu. Nánar er fjallað um þá hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendra verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla V.

## Helstu óvissupættir

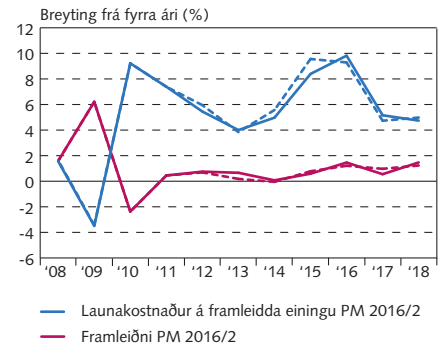
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjórðarbúskapar og mati á virkni markaða og því hvornig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir eru taldir upp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

### Alþjóðahorfur gætu reynst of bjartsýnar

Sveiflur á alþjóðlegum fjármálamörkuðum jukust nokkuð í byrjun árs og áhættuálag hækkaði almennt. Aukin óvissa virtist einkum tengjast áhyggjum af efnahagshorfum í nýmarkaðsríkjum, sérstaklega þeim sem reiða sig á útflutning hrávöru og olíu, og mögulegum smitáhrifum á hagvöxt í þróuðum ríkjum. Þessi þróun virðist að einhverju leyti hafa gengið til baka, a.m.k. ef horft er til mælikvarða á óvissu á fjármálamörkuðum (mynd I-13) en enn ríkir nokkur svartsýni um

Mynd I-11

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



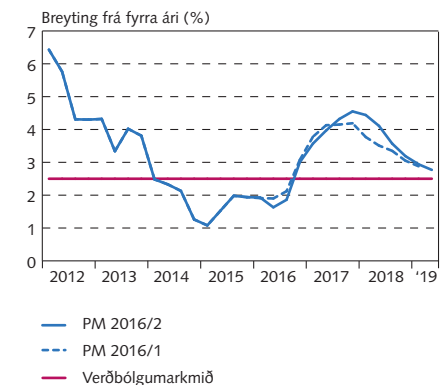
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga<sup>1</sup>

1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2019



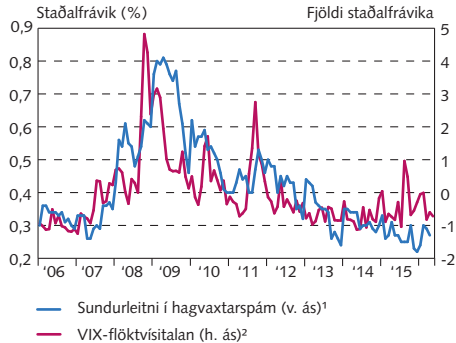
1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2016 - 2. ársfj. 2019.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

## Óvissa í hagvaxtarspám og flókt í hlutabréfaverði

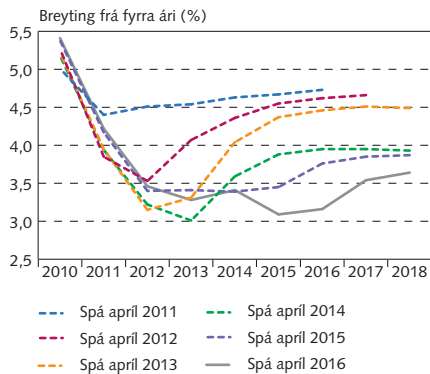
Janúar 2006 - maí 2016



1. Vegið meðaltal staðalfrávika í hagvaxtarspám þeirra spáaðila sem Consensus Forecasts tekur saman fyrir G7-rikin (vegið með kaupmáttarleiðrétttri landsframleiðslu). 2. Afleitt flókt S&P500-hlutabréfavisitölunnar (Chicago Board Option Exchange). Frávik frá meðaltali janúar 2000 til apríl 2016 mælt með fjölda staðalfrávika.

Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond.

Mynd I-14

Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um heimshagvöxt<sup>1</sup>

1. Aprílspár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, apríl 2011-2016).

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

alþjóðlegar hagvaxtarhorfur, sem hafa ítrekað verið endurskoðaðar niður á við (mynd I-14). Langvarandi lágt hrávöru- og olíuverð er talið geta haft neikvæð áhrif á efnahag fjölda nýmarkaðsríkja. Þá er horft til þrengri fjármálalegra skilyrða í þessum löndum og að helstu iðnríki skorti hagstjórnartæki til að renna styrkari stoðum undir efnahagsbatann og milda möguleg áföll í náinni framtíð. Aðlögun kínversks þjóðarbúskapar að sjálfbærum hagvaxtarferli er jafnframt enn nokkur áraun á heimsbúskapinn. Þá gætir enn töluverðrar pólitískrar óvissa og hafa bæst við áhyggjur af áhrifum mögulegra hryðjuverka-árása á Vesturlöndum, minnkandi stuðningi við frjáls alþjóðaviðskipti víða um heim og neikvæðum áhrifum af útgöngu Bretlands úr Evrópusambandinu.

Í öllu þessu alþjóðlega umróti hefur útflutningur frá Íslandi verið mjög kröftugur og útflutningshorfur ítrekað verið endurskoðaðar upp á við – sem er ekki síst að þakka miklum vexti þjónustuútflutnings. Eins og rakið er í rammagrein 1 hafa viðskiptakjör hér batnað meira en í öðrum OECD-ríkjum og er þróunin á skjön við reynslu annarra hrávöruútflytjenda. Ekki er því útilokað að slakar alþjóðahorfur og veik eftirspurn í helstu viðskiptalöndum fari á endanum að draga niður útflutningsvöxt eða að grafa undan útflutningsverði. Horfur um útflutning og viðskiptakjör gætu því verið of bjartsýnar í grunnspánni og innlendar hagvaxtarhorfur því ofmetnar.

## Óvissa um gengisþróunina

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist stöðugt út spátímann en sem fyrr gæti þróunin auðveldlega orðið með öðrum hætti. Ætla má að nokkuð hafi dregið úr hættu á snarpri gengislækkun tengdri losun fjármagnshafta þótt ekki sé útilokað að gengi krónunnar gefi eitthvað eftir ef innlendir aðilar sækja í að breyta samsetningu fjáreigna sinna milli innlendra og erlendra eigna. Gengið gæti einnig gefið eftir versni viðskiptakjör á ný eða ef óvissa á alþjóðamörkuðum eykst enn frekar.

Að því leyti sem hækkun raungengis undanfarið er umfram það sem hægt er að skýra með þróun grunnefnahagsþátta gæti gengið lækkað á spátímanum. Hins vegar virðist gengishækkunin að töluverðu leyti endurspegla kröftugan efnahagsbata innanlands og hækkun jafnvægisgengis krónunnar (sjá rammagrein 3). Það gæti bent til þess að gengi krónunnar haldist áfram á svipuðu stigi eða hækki jafnvel enn frekar haldi efnahagsþróunin áfram að vera hagfelldari hér á landi en í helstu viðskiptalöndum. Þá gæti fjármagnsinnstreymi í framhaldi af losun fjármagnshafta og bætt lánshæfismat ríkissjóðs Íslands einnig stuðlað að frekari hækkun krónunnar.

## Miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn hefur verið misvirk

Síðastliðið haust virtist sem hnökrar hefðu myndast í miðlun peningastefnunnar út í þjóðarbúskapinn í gegnum vaxtafarveginn þegar langtímavextir lækkuðu verulega á sama tíma og Seðlabankinn hækkaði skammtímavexti og hallinn á vaxtaferli skammtíma- og langtímavaxta snerist við og varð um tíma neikvæður. Eins og rakið er í rammagrein 1 í *Peningamállum* 2015/4 má rekja þetta til aukins innflæðis fjármagns inn á skuldabréfamarkaðinn. Þessi þróun hefur að einhverju

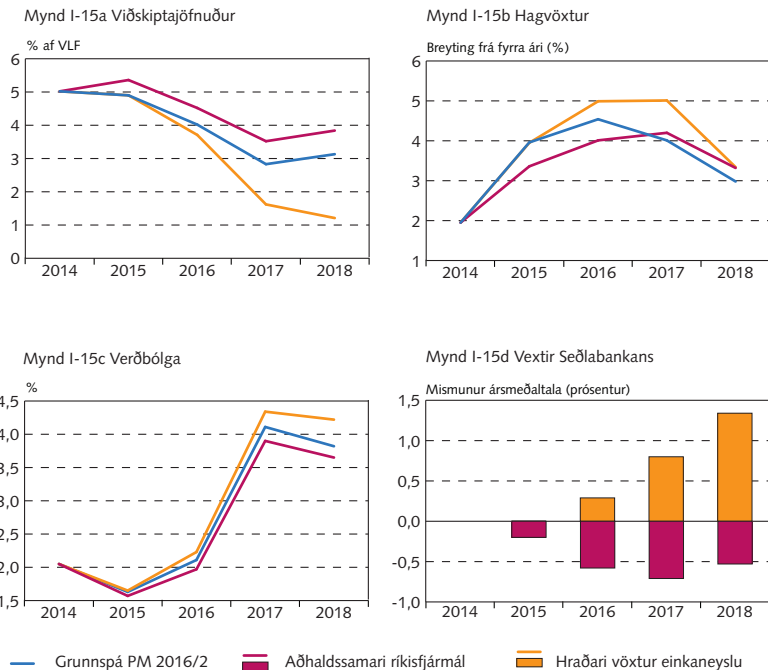
leyti gengið til baka þótt vaxtaferillinn sé enn nánast flatur og enn sem komið er hefur það ekki smitast út í vaxtakjör heimila og fyrirtækja svo að neinu nemi (sjá kafla III). Hins vegar er ekki útilokað að erfiðara verði fyrir peningastefnuna að ná fram því peningalega aðhaldi í innlendum vöxtum sem að er stefnt, sérstaklega ef áfram verður þörf á að auka taumhald peningastefnunnar eins og boðað hefur verið. Miðlun peningastefnunnar færir þá í vaxandi mæli frá innlendum vöxtum yfir í gengi krónunnar sem er að vissu leyti óheppilegt þar sem sá farvegur getur verið sveiflukenndur með tilheyrandi neikvæðum áhrifum á útflutnings- og samkeppnisgreinar og jafnvel á fjármála-stöðugleika sé fjármálakerfið ekki því betur varið.

### Álag á peningastefnuna gæti orðið óheppilega mikið

Eins og rakið er í kafla IV slaknaði nokkuð á aðhaldsstigi ríkisfjármála í fyrra og eru horfur á að svo verði áfram í ár og benda núverandi áætlanir til þess að slökunin nemi samtals tæplega 2½% af landsframleiðslu sem samsvarar ríflega 50 ma.kr. sé miðað við hagsveifluleiðrétta breytingu á frumjöfnuði. Eins og rakið hefur verið í fyrri útgáfum *Peningamála* er óheppilegt að slakað sé á aðhaldsstigi ríkisfjármála þegar spenna hefur myndast í þjóðarbúskapnum. Það mun að öðru óbreyttu leiða til þess að meiri áraun verður á peningastefnuna sem eykur hættu á neikvæðum hliðaráhrifum óheppilegrar hagstjórnarblöndu peninga- og ríkisfjármála sem m.a. endurspeglast í þörf á hærri vöxtum innanlands og aukinni hættu á óstöðugu innflæði skammtímafjármagns.

Mynd I-15 sýnir þetta betur. Hún sýnir fráviksdæmi þar sem hagsveifluleiðrétur frumjöfnuður ríkissjóðs helst óbreyttur út allt tímabilið 2015-2018. Þótt fyrri greiningar bendi til þess að slökunin eigi sér fyrst og fremst stað á tekjuhlið ríkisfjármála (sjá umfjöllun í kafla IV og rammagrein 3 í *Peningamálum* 2015/4) er hér gert ráð fyrir að auknu aðhaldi sé til jafns beitt á tekju- og gjaldahlið. Fráviksdæmið felur því í sér að samneysluútgjöld hafi verið um 11 ma.kr. minni í fyrra en þau voru í raun og um 26 ma.kr. minni í ár en það samsvarar samtals um 1,2% af landsframleiðslu síðasta árs. Munurinn helst síðan út spátímamann. Tekjuskattar einstaklinga hækka síðan um sömu fjárhæð. Umfang aðhaldsaðgerðanna samsvarar því u.þ.b. 1% af landsframleiðslu í fyrra, sem eykst í 2½% af landsframleiðslu í ár og helst síðan nálægt því stigi út spátímamann. Það tryggir að aðhaldsstig ríkisfjármála helst hlutlaust allt tímabilið.

Aðhaldsaðgerðirnar leiða til þess að innlend eftirspurn vex u.þ.b. 1 prósentu minna á ári í fyrra og í ár og eru áhrifin bæði bein í gegnum minni útgjöld hins opinbera og óbein í gegnum hægari vöxt einkaneyslu. Hagvaxtaráhrifin eru hins vegar minni þar sem hluti minni eftirspurnar beinist að innfluttri vöru og þjónustu. Á móti vegur einnig að aðhaldssamari ríkisfjármálastefna dregur úr verðbólguþrýstingi sem gerir Seðlabankanum kleift að halda vöxtum lægri en ella sem örvar fjárfestingu. Hagvöxtur er því um ½ prósentu minni hvort árið en frá næsta ári er hann orðin lítillega meiri enda vextir Seðlabankans orðnir um 0,5 prósentum lægri í ár og um 0,75 prósentum lægri á næsta ári. Meira aðhald í ríkisfjármálum þýðir einnig að vergur þjóðhagslegur

Mynd I-15  
Frávíkisdæmi

Heimild: Seðlabanki Íslands.

sparnaður er meiri en í grunnspánni og viðskiptaafgangurinn verður ríflega ½% af landsframleiðslu meiri á ári.<sup>2</sup>

**Einkaneysla gæti aukist hraðar en gert er ráð fyrir í grunnspánni**

Einkaneysla hefur aukist um tæplega 3% að meðaltali á ári sl. fimm ár og hefur vöxturinn sótt í sig veðrið eftir því sem lengra hefur liðið frá fjármálakreppunni. Þannig nam vöxturinn 3% árið 2014 og tæplega 5% í fyrra. Horfur fyrir þetta ár benda síðan til enn meiri vaxtar eða um 6% eins og áður hefur verið rakið. Þótt vöxtur einkaneyslu hafi verið töluverður undanfarið er hann minni en vöxtur ráðstöfunartekna en að raunvirði eru þær taldar hafa aukist um tæplega 9% í fyrra og um tæplega 4% á ári að meðaltali sl. fimm ár. Hreinn auður heimila hefur aukist enn meira með hækkandi eignaverði og lækkandi skuldum. Nemur vöxturinn að raunvirði meira en 10% á ári undanfarin tvö ár og að meðaltali tæplega 8% á ári sl. fimm ár. Tekjur og auður heimila hafa því vaxið töluvert meira en sem nemur vexti einkaneyslu og sparnaður heimila hefur því aukist. Kemur það í kjölfar þess að tekjur og auður drögust mun meira saman en einkaneysla í kjölfar fjármálakreppunnar sem sýnir glögglega hvernig heimilin nota tekjur og eigið fé til að jafna sveiflur í einkaneyslu yfir tíma (mynd I-16).

Mynd I-16 sýnir einnig að vöxtur einkaneyslu að undanfögnu hefur verið svipaður hagvexti. Hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu hefur því haldist tiltölulega stöðugt og verið nokkuð undir sögulegu

2. Nánari lýsingu á efnahagslegum áhrifum breytinga á fjármálum hins opinbera í þjóðhagslíkani bankans er að finna í handbók líkansins, Ásgeir Danielsson, Bjarni G. Einarsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson, Signý Sigmundardóttir, Jósef Sigurðsson og Rósa Sveinsdóttir (2015). „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy. Version 3.0. Seðlabanki Íslands“, *Working Paper*, nr. 71, bls. 110-113.



meðaltali (mynd I-17). Að meðaltali hefur einkaneysla á verðlagi hvers árs verið liðlega 56% af nafnvirði vergrar landsframleiðslu undanfarin þrjátíu ár en sl. fimm ár hefur hlutfallið verið tæplega 52% eða ríflega 4 prósentum undir langtímameðaltali (frávik hlutfalls einkaneyslu af ráðstöfunartekjum frá sögulegu meðaltali er mjög svipað).<sup>3</sup> Samkvæmt grunnsþá bankans er gert ráð fyrir að hlutfallið hækki á næstu árum en verði nokkuð undir sögulegu meðaltali út spátímann.

Ekki er útilokað að heimilin kjósi að nota stærra hluta hærri tekna og aukins auðs í einkaneyslu en grunnsþáin gerir ráð fyrir og að einkaneysla muni því vaxa hraðar en þar er áætlað. Þótt búast megi við að nokkur hluti þeirrar viðbótar neysluútgjalda muni beinast að innfluttum vörum og þjónustu er ljóst að örari vöxtur einkaneyslu mun einnig beinast að innlendri framleiðslu og auka álag á innlenda framleiðsluþætti umfram það sem nú er spáð. Eftirspurn verður því kröftugri og framleiðsluspennan meiri sem leiða mun til aukins verðbólguþrýstings og kalla á hærri vexti til að tryggja að verðbólga verði samt sem áður í samræmi við verðbólguþrýsting til millilangs tíma.

Þetta má sjá betur á mynd I-15 sem sýnir fráviksdæmi þar sem hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu hækkar hraðar en í grunnsþánni og er komið í sögulegt meðaltal í lok spátímans. Einkaneysla vex því nokkru meira en á móti vegur hækkan vaxta sem dregur úr fjárfestingu. Hærri vextir leiða einnig til þess að gengi krónunnar hækkar sem dregur úr útlutningi. Á heildina litið eykst þó hagvöxtur töluvert og er hann um ½ prósentu meiri í ár en 1 prósentu meiri á næsta ári. Nokkur hluti aukinnar eftirspurnar beinist að innflutningi og því er afgangurinn á viðskiptum við útlönd orðinn um 2 prósentum af landsframleiðslu minni en í grunnsþánni árið 2018. Meiri framleiðsluspenna gerir það að verkum að verðbólga verður heldur meiri en áhrifin koma ekki síður fram í hærri vöxtum og eru vextir Seðlabankans orðnir tæplega 1½ prósentu hærri en í grunnsþánni árið 2018.

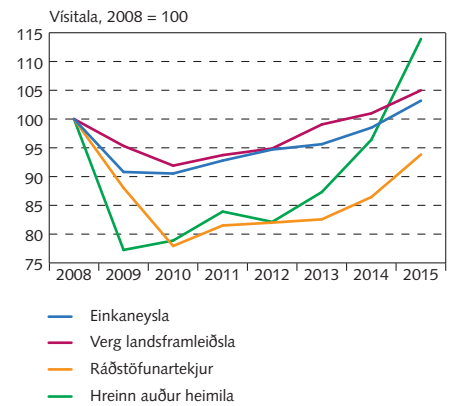
### Áfram talin meiri hættu á að verðbólga sé vanspáð en að henni sé ofspáð

Óvissuþættirnir sem lýst er hér að ofan undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnsþánni. Verðbólguþrýstingur gæti verið vanmetinn sem að öðru óbreyttu myndi kalla á hærra vaxtastig en felst í grunnsþánni til að halda verðbólgu í markmiði.<sup>4</sup> Meðal orsakapátta slíks fráviks gæti t.d. verið að eftirspurnarhrif nýgerðra kjarasamninga og örvunaraðgerða stjórnvalda séu vanmetin eða ef fyrirtæki eiga erfiðara með að taka á sig miklar kostnaðarhækkunar í kjölfar kjarasamninganna en grunnsþáin felur í sér. Þá gæti verðbólga verið vanmetin ef húsnæðisverð hækkar enn meira en gert er ráð fyrir eða ef gengi krónunnar lækkar. Verðbólga gæti einnig reynst þrálátari en spáð er ef kjölfesta verðbólguvæntinga reynist veikari en gert er ráð fyrir. Þá gæti slaknað enn meira á taumhaldi ríkisfjármála sérstaklega í ljósi þess að alþingis-

3. Svipuð niðurstaða fæst einnig í samanburði við metið jafnvægisglutfall einkaneyslu af landsframleiðslu, sjá Ásgeir Danielsson (2009), „QMM: A steady state version“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 44. Samkvæmt uppfærðu mati á jafnvægisglutfall líkansins er jafnvægisglutfall einkaneyslu af landsframleiðslu um 56% (sjá rammagrein 3).

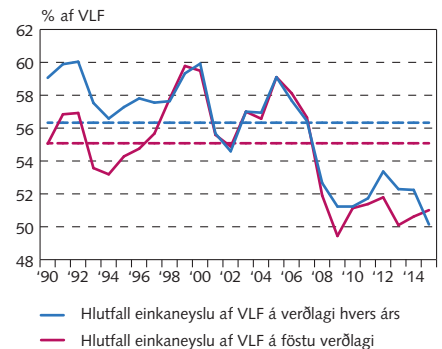
4. Grunnsþáin byggist á því að peningastefnunni sé beitt þannig að tryggt sé að verðbólga sé við markmið yfir hagsveifluna.

Mynd I-16  
Einkaneysla, tekjur og auður 2008-2015<sup>1</sup>



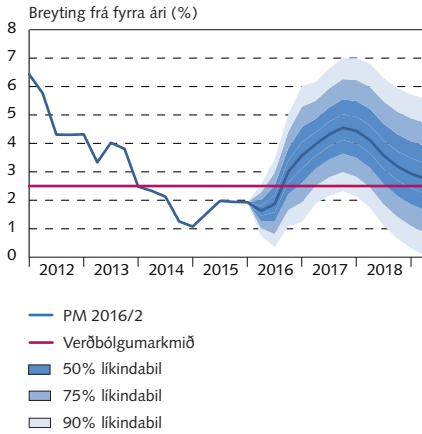
1. Hreinn auður er samtala húsnæðis- og fjárhagslegs auðs heimila (utan lífeyrissjóðsréttinda) að frádrögnum skuldum heimila (árslokatalur). Allar stærðir eru á föstu verðlagi.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17  
Hlutfall einkaneyslu af VLF 1990-2015<sup>1</sup>



1. Brotalínur sýna meðaltal sl. 30 ára (1986-2015).  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd I-18  
Verðbólguþá og óvissumat  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2019



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

kosningar eru framundan. Þótt miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn hafi heldur lagast undanfarið er þessi farvegur stefnunnar enn ekki að fullu virkur og því gæti orðið erfiðara fyrir peningastefnuna að halda aftur af innlendri eftirspurn en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólga gæti einnig verið ofmetin í spánni. Verðbólga gæti t.d. orðið minni en spáð er ef alþjóðlegar efnahagshorfur versna enn frekar eða ef alþjóðlegt hrá- og olíuverð verður lægra en spáin gerir ráð fyrir. Gengi krónunnar gæti einnig hækkað enn frekar og svigrúm fyrirtækja til að taka á sig aukinn kostnað gæti verið vanmetið. Þá gæti framleiðnivöxtur, sem er lítil í sögulegu samhengi, einnig verið vanmetinn sem myndi draga úr verðbólguáhrifum nýlegra launahækkana (sjá t.d. frávíksdæmi í kafla I í *Peningamálum 2015/4*).

Mynd I-18 endurspeglar ofangreinda óvissuþætti verðbólguþárárinnar með því að sýna verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá ásamt mati á óvissubili spárinnar, þ.e. mati á bili verðbólgu sem taldar eru 50-90% líkur á að verðbólga verði innan á spátímanum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum 2005/1* þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Óvissa um verðbólguhorfur er talin svipuð og hún var metin í febrúar. Líkt og þá er talin meiri hætta á að verðbólgu sé vanspáð þótt líkindadreifing spárinnar sé talin heldur minna skekkst en áður. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 3-5% að ári liðnu og á bilinu 1¼-4% í lok spátímans.

## II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa versnað frá því í febrúarspá *Peningamála* og eru einnig taldar tvísýnni. Hagvöxtur í heimsbúskapnum í fyrra var hinn minnsti í sex ár og útlit er fyrir að alþjóðaviðskipti vaxi hægar en heimsframleiðslan annað árið í röð. Alþjóðleg verðbólga er enn lítil og búist er við að hún aukist hægar en áður var gert ráð fyrir. Tíðar sviptingar hafa átt sér stað á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, nú síðast í upphafi árs, en þær hafa jafnan gengið til baka, m.a. vegna umfangsmikilla aðgerða seðlabanka. Viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa batnað verulega frá miðbiki árs 2014 og búist er við áframhaldandi bata í ár en þó minni en vænst var í febrúar. Raungengið hefur einnig hækkað mikið, sérstaklega miðað við hlutfallslegan launakostnað.

### Alþjóðleg efnahagsþróun

#### Nokkuð hægði á efnahagsbata helstu viðskiptalanda á síðari árhelmingi í fyrra ...

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var 1,8% í fyrra, eins og árið þar á undan, líkt og gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Hagvöxtur minnkaði víðast hvar meðal þróaðra ríkja á síðari helmingi ársins. Á síðasta fjórðungi þess mældist einungis 1,4% ársvöxtur í helstu viðskiptalöndunum (mynd II-1). Árin tvö þar á undan hafði hagvexti í viðskiptalöndunum smám saman vaxið ásmegin og nálgast þrjátíu ára sögulegt meðaltal sem er 2,1%. Hagvöxtur síðasta árs var óbreyttur í Bandaríkjunum frá fyrra ári og mældist 2,4% en jókst á milli ára á evrusvæðinu og var 1,6%. Einkaneysla hefur sótt í sig veðrið beggja vegna Atlantsála og á bandarískum vinnumarkaði hefur nokkuð þróttmikill bati haldið áfram. Áhrif gengishækkunar Bandaríkjadal og olíuverðslækkunarinnar hafa leitt til þess að dregið hefur úr framlagi utanríkisviðskipta og fjárfestingar í orkugeiranum til hagvaxtar. Í Japan var 0,5% hagvöxtur í fyrra þrátt fyrir samdrátt innlendrar eftirspurnar en enginn hagvöxtur mældist árið áður.

Ekki var samdráttur á neinu Norðurlandanna í fyrra í fyrsta sinn frá árinu 2011. Mikill hagvöxtur var í Svíþjóð, löngu samdráttarskeiði virðist lokið í Finnlandi og rúmlega 1% hagvöxtur var í Danmörku annað árið í röð. Mikil lækun olíuverðs hefur hins vegar haft umtalsverð áhrif í Noregi þar sem hagvöxtur hefur minnkað ört.

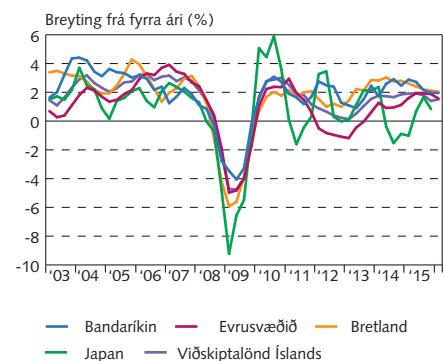
#### ... og hagvöxtur í heimsbúskapnum var hinn minnsti frá því í fjármálakreppunni

Heimshagvöxtur var 3,1% í fyrra sem er minnsti vöxtur frá efnahagssamdrættinum árið 2009. Þróunin endurspeglar áframhaldandi veikburða efnahagsbata meðal þróaðra ríkja og minnkandi hagvöxt í nýmarkaðsríkjum. Einungis 4% hagvöxtur var að meðaltali í nýmarkaðsríkjum og hafði hann minnkað um ríflega 1½ prósentu frá meðalhagvexti næstu fimm ára á undan. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum hefur farið minnkandi frá árinu 2010 þegar hann var 7,4%. Enn er þó meginþorri hagvaxtar í heimsbúskapnum borinn uppi af nýmarkaðsríkjum. Um og yfir 7% hagvöxtur var í fyrra meðal tveggja stóru

Mynd II-1

#### Alþjóðlegur hagvöxtur

1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2016

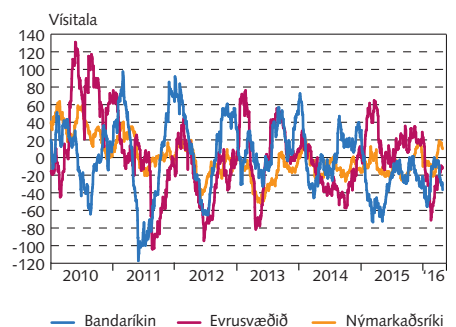


Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2

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

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 6. maí 2016



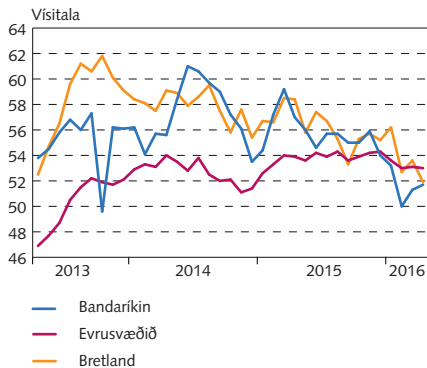
1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru betri en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.

Heimild: Macrobond.

Mynd II-3

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

Apríl 2013 - apríl 2016

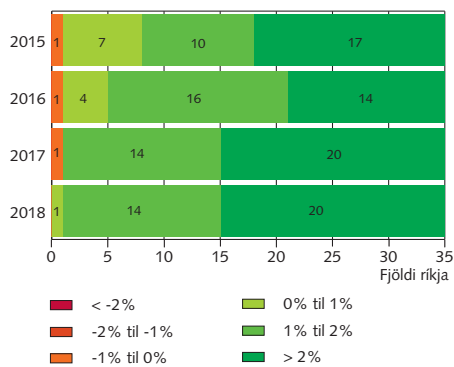


1. Vísitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt.

Heimild: Bloomberg.

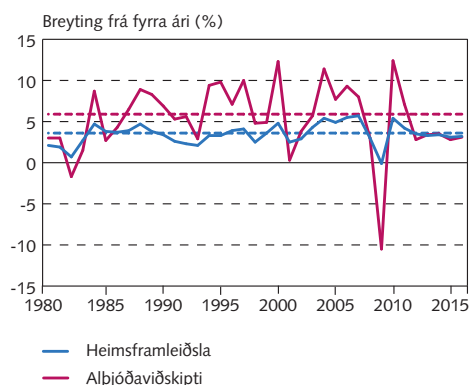
Mynd II-4

Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-5

Heimsframléiðsla og alþjóðaviðskipti 1980-2016<sup>1</sup>

1. Brotalínur sýna 30 ára meðaltal (1980-2015).

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

hrávöruinnflytjendanna í þeirra hópi, Kína og Indlands, en tæplega 4% samdráttur í Rússlandi og Brasilíu, sem hafa orðið fyrir miklum búsifjum, m.a. af völdum olíu- og hrávöruverðslækkunarinnar.

### Verri hagvísar en vænst var ýttu undir áhyggjur af alþjóðlegum hagvexti í upphafi árs

Undir lok síðasta árs og það sem af er þessu ári hafa hagvísar fyrir Bandaríkin reynst verri en markaðsaðilar væntu (mynd II-2). Þróun hagvísar fyrir evrusvæðið var áþekkt, en þó með nokkurri töf. Áhyggjur af hagvaxtarhorfum jukust því og áttu þátt í þeim sviptingum sem urðu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í byrjun árs og fjallað er um hér á eftir. Heilt á litið gefa hagvísar til kynna að útlit sé fyrir áframhaldandi veikburða efnahagsbata (mynd II-3).

### Horfur á minni hagvexti í heimsbúskapnum á spátímanum ...

Í nýrri hagvaxtarspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir 3,2% heimshagvexti í ár, sem er tæpri ½ prósentu undir meðaltali síðustu þrjátíu ára. Versnandi hagvaxtarhorfur hafa sett svip sinn á spár sjóðsins frá miðbiki síðasta árs en fyrir ári bjóst hann við að hagvöxtur í fyrra og í ár yrði samtals um prósentu meiri en nú er gert ráð fyrir, auk þess sem þau ríki þar sem hagvöxtur væri yfir 2% í ár væru helmingi fleiri en nú er búist við (mynd II-4). Munar þar mestu um minni hagvöxt í þróuðum ríkjum sem mörg hver glíma enn við arfleifð fjármálakreppunnar, lítinn framleiðnivöxt og hæga fjölgun fólks á vinnufærum aldri. Í kjölfar mikillar lækkunar á verði olíu að undanfögnu hefur eftirspurn dregist meira saman í ríkjum sem flytja út olíu og aukist minna í ríkjum sem flytja inn olíu en söguleg reynsla gaf tilefni til að ætla. Olíuverðslækkunin virðist því ekki hafa orðið sú búbot fyrir heimshagvöxtinn sem vænst hafði verið.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn væntir þess að heimshagvöxtur aukist í 3,5% á næsta ári, einkum vegna aukins hagvaxtar í nýmarkaðsríkjum. Forsenda þess er þó að ástandið batni smám saman í þeim ríkjum sem glíma við mikinn samdrátt, ekki síst Brasilíu og Rússlandi, og að þjóðarbúskapur Kína aðlagist breyttum drifkröftum hagvaxtar án stórafalla. Um þetta ríkir hins vegar töluverð óvissa og telur sjóðurinn nú auknar líkur á að heimshagvöxtur reynist minni á næstu árum en hann taldi í janúar sl.

### ... og að vöxtur alþjóðaviðskipta verði minni en vöxtur heimsframléiðslu annað árið í röð

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins verður vöxtur alþjóðaviðskipta í ár minni en vöxtur heimsframléiðslu, líkt og í fyrra. Frá árinu 1980 hefur þetta einungis gerst tvö ár í röð í tvígang og þá í tengslum við djúpar efnahagskreppur árin 1982 og 2009 (mynd II-5).<sup>1</sup> Deilt er um hvort lítil vöxtur alþjóðaviðskipta endurspeglir veikburða efnahag eða hvort sívaxandi hnattvæðing viðskipta hafi einfaldlega runnið sitt skeið á enda.<sup>2</sup> Undanfarin misseri hefur vöxtur alþjóðaviðskipta

1. Sjá rammagrein 1.1 í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2009). *World Economic Outlook*, apríl 2009.

2. Sjá t.d. B. Hoekman (2015). *The Global Trade Slowdown: A New Normal?* Washington: Center for Economic and Policy Research Press; og rammagrein 1.1 í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2016). *World Economic Outlook*, apríl 2016.

einkum verið lítil í nýmarkaðsríkjum þar sem dregið hefur ört úr viðskiptum með fjárfestingarvörur samfara minnkandi fjárfestingarumsvifum.

### Horfur um hagvöxt og eftirspurn helstu viðskiptalanda eru því lakari en í febrúar ...

Horfur eru á minni hagvexti og vexti eftirspurnar í helstu viðskiptalöndum Íslands en gert var ráð fyrir í febrúar, í takt við versnandi horfur um heimshagvöxt og alþjóðaviðskipti. Búist er við 1,6% hagvexti í viðskiptalöndunum í ár, sem er lækkun um 0,3 prósentur frá því sem gert var ráð fyrir í febrúar, en 2% á næstu tveimur árum. Vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda verður einnig minni í ár en vænst var í febrúar eða 3% að meðaltali. Lækkunin endurspeglar þó að hluta grunnáhrif þar sem eftirspurn viðskiptalandaanna reyndist tæpri ½ prósentu meiri í fyrra en gert var ráð fyrir í síðasta hefti *Peningamála*, einkum sakir meiri vaxtar eftirspurnar í Bretlandi, Svíþjóð og á evrusvæðinu.

### ... og útlit fyrir að verðbólga aukist hægar en áður var ráðgert

Alþjóðleg verðbólga er sem fyrr lítil (mynd II-6). Þar vega áhrif lækkunar olíu- og hrávöruverðs þungt en undirliggjandi verðbólga er sömuleiðis víða lítil enda framleiðsluslaki enn nokkur í mörgum þróuðum ríkjum. Verðhjöðnun mældist á ný á evrusvæðinu í apríl. Í mars jókst verðbólga í Bretlandi í 0,5% og hefur hún ekki verið meiri um fimmtán mánaða skeið, en verðhjöðnun mældist þar um tíma sl. haust. Verðbólga hefur hins vegar hjaðnað í Bandaríkjunum og mældist 0,9% í mars. Búist er við að verðbólga í helstu viðskiptalöndum verði 0,9% í ár. Er það minni verðbólga en vænst var í febrúarspánni en þó meiri en mældist fyrir ári.

### Sviptingar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og efasemdir um svigrúm seðlabanka til frekari aðgerða

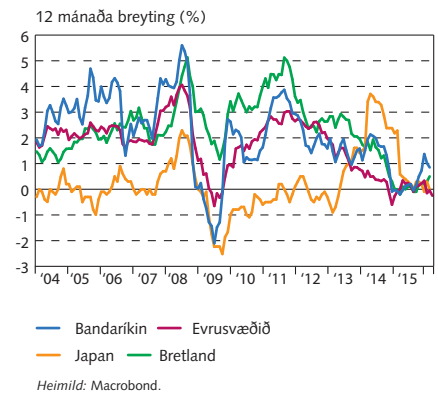
Við skilyrði minnkandi hagvaxtar í nýmarkaðsríkjum, áframhaldandi þróttlitis bata í þróuðum ríkjum, endaloka langrar uppsveflu á hrávörumörkuðum, gengishækkunar Bandaríkjadals og langvarandi áraunar á peningastefnu helstu ríkja heims geta alþjóðlegir fjármálamarkaðir verið næmir fyrir áföllum. Sakir lítills trausts markaðsaðila á getu stjórnvalda til að ráða við ástandið getur óróleiki auðveldlega myndast þegar vísbendingar birtast t.d. um versnandi hagvaxtar- og verðbólguhorfur. Þegar talsverðar sviptingar urðu á mörkuðum fyrir ári brugðust margir seðlabankar við hjöðnun verðbólgu og lækkun verðbólguvæntinga með umfangsmiklum aðgerðum í því skyni að auka slaka peningastefnunnar. Aftur varð verulegur órói á mörkuðum síðsumars í fyrra og enn á ný í upphafi þessa árs en í bæði skiptin mátti rekja upphaf titringsins til atburða í Kína. Í öllum þessum tilvikum lægði öldurnar að nýju, m.a. í kjölfar aðgerða stjórnvalda og seðlabanka (myndir II-7 og II-8).

Í sviptingunum í byrjun árs beindist kastljós markaðsaðila fyrst að stöðu nýmarkaðsríkja í kjölfar hrávöruverðslækkunarinnar, minnkandi fjármagnsflæðis til þeirra, gengishækkunar Bandaríkjadals og útbreiddrar skuldsetningar nýmarkaðsfyrirtækja í þeim gjaldmiðli. Í kjölfarið jukust síðan áhyggjur markaðsaðila af stöðu fjármálastofn-

Mynd II-6

#### Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

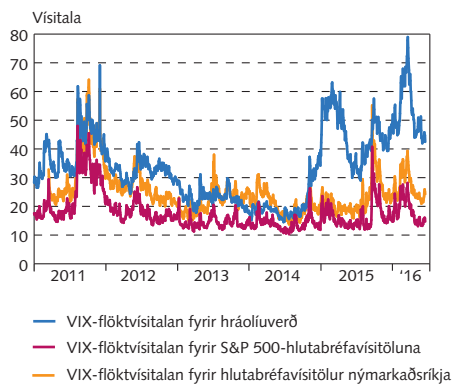
Janúar 2004 - apríl 2016



Mynd II-7

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

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 6. maí 2016

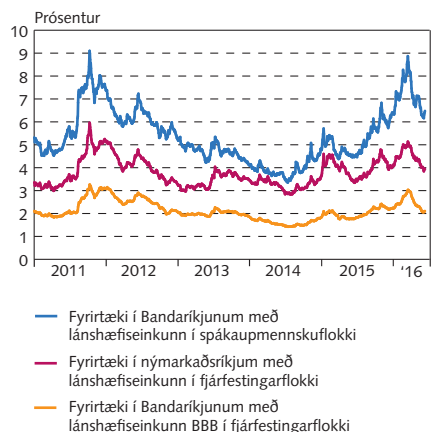


1. VIX-flöktvísitölur sýna afleitt flökt fjármálaafurða.

Heimild: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-8

#### Vaxtaálag á skuldabréf fyrirtækja í

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

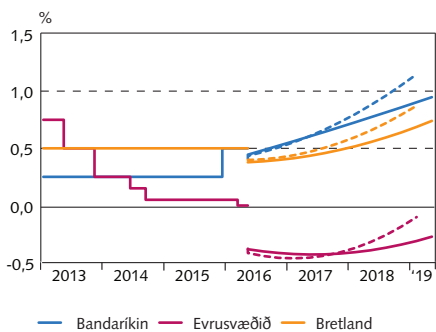
1. Samkvæmt Bank of America Merrill Lynch-skuldabréfavisitölum.

Heimild: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis.

Mynd II-9

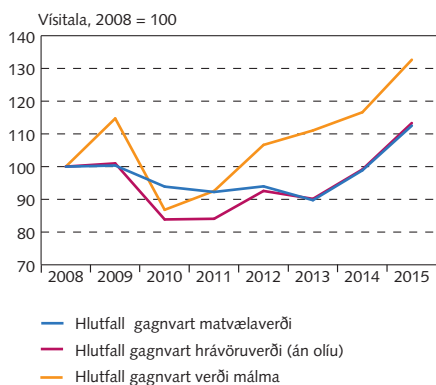
Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum<sup>1</sup>

Janúar 2013 - maí 2019



1. Daglegar tölur 1. jan. 2013 til 6. maí 2016 og ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2016 til 2. ársfj. 2019. Bandarísku vextirnir eru efrni mörk vaxtabil Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir ECB. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Heilar línur sýna framvirka ferla frá 6. maí 2016 en brotalínur frá 5. febrúar 2016. Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-10

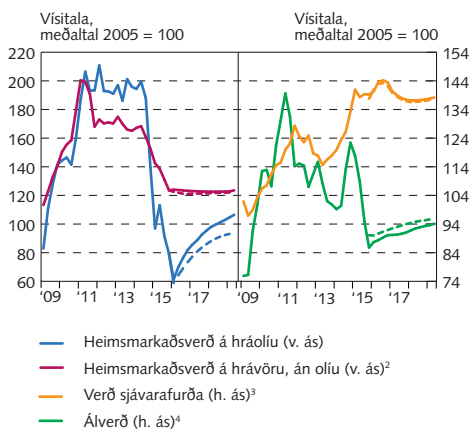
Hlutfall útflutningsverðs sjávarafurða og alþjóðlegs hrávöruverðs 2008-2015<sup>1</sup>

1. Öll verð mæld í Bandaríkjadöllum. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD.

Mynd II-11

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

1. ársfj. 2009 - 2. ársfj. 2019



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

ana, einkum í Evrópu og Japan, vegna áhrifa neikvæðra meginvaxta sumra seðlabanka á hagnað þeirra. Evrópskir bankar glímdu þegar við umfangsmikil vanskil og þurftu að styrkja eigin- og lausafjárstöðu sína til að uppfylla auknar kröfur. Töldu ýmsir markaðs- og greiningaraðilar að frekari aðgerðir seðlabanka myndu grafa enn frekar undan rekstrarstöðu fjármálastofnana. Markmið aðgerða Seðlabanka Evrópu (ECB) í byrjun mars að draga enn frekar úr taumhaldi peningastefnunnar virðist hins vegar hafa náðst og að um leið hafi styrkari stoðum verið rennt undir fjárhagsstöðu bankakerfisins með því að veita bönkum aðgang að langtímafjármögnun á afar hagstæðum kjörum. Framvirkir vextir benda til þess að fjárfestar vænti þess að vöxtum helstu seðlabanka verði haldið lágum um lengra skeið en þeir væntu í febrúar (mynd II-9).

## Útflutningsverð og viðskiptakjör

## Verð sjávarafurða hefur hækkað talsvert sl. tvö ár en álverð lækkað

Verðlag sjávarafurða hefur hækkað um ríflega 19% á síðustu tveimur árum, einkum verðlag botnfiskafurða. Nokkuð hægði á verðhækkun sjávarafurða og fiskmetis á fyrstu tveimur mánuðum ársins en hún nemur þó um 3,5% frá sama tíma í fyrra. Verð sjávarafurða hefur hækkað töluvert í samanburði við annað hrávöruverð og stöðug eftirspurn hefur verið eftir íslenskum botnfiskafurðum (mynd II-10). Búist er við að nokkur verðaöðlög sjávarafurða sé framundan og er áætlað að það lækki samtals um 4% á næstu tveimur árum (mynd II-11).

Álverð á alþjóðlegum mörkuðum hefur hins vegar lækkað stöðugt frá miðju ári 2014 og var meðalverðið á fyrsta ársfjórðungi um 16% lægra en fyrir ári. Horfur eru á að álverð að teknu tilliti til áætlaðrar verðuppbótar frá erlendum kaupendum til íslensku álfyrirtækjanna muni lækka um tæplega 13% á þessu ári. Á næstu tveimur árum er hins vegar búist við að álverð muni hækka lítillega á ný eða samtals um liðlega 4% (mynd II-11).

## Eldsneytisverð lækkaði mjög í fyrra en horfur eru á hækkun á næsta ári

Olíuverð lækkaði um 47% milli ára í fyrra samfara verulegri aukningu í heildarframboði olíu, innkomu Írana á olíumarkaðinn og minnkandi heimshagvexti. Olíuverð hefur þó hækkað nokkuð undanfarið og farið úr u.þ.b. 26 Bandaríkjadöllum á tunnuna um miðjan janúar í u.þ.b. 45 dali rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*. Það er þó enn um 60% lægra en það var áður en lækkunarhrinin hófst síðla árs 2014. Búist er við að olíuverð verði um fjórðungi lægra í ár en fyrir ári sem er nokkru minni lækkun en gert var ráð fyrir í febrúar. Þá er áætlað að olíuverð hækki aftur um fjórðungi milli ára á næsta ári og um 11% árið 2018 sem er svipað og spáð var í síðustu *Peningamálum* (mynd II-11).

## Hrávöruverð án olíu hefur lækkað um 30% frá árinu 2011

Hrávöruverð án olíu lækkaði um 17,5% milli ára í fyrra og hafði því lækkað um 30% frá árinu 2011 vegna aukins framboðs og minni eftirspurnar. Matvælavæð lækkaði þó í byrjun ársins vegna áhrifa hlý-sjávarstraumsins El Niño. Verð á málmum hækkaði milli ára í febrúar í

fyrsta sinn í fimm mánuði en lækkaði á nýjan leik í mars. Búist er við að hrávöruverð lækki enn frekar í ár en haldist tiltölulega stöðugt frá næsta ári (mynd II-11).

### Viðskiptakjör hafa batnað verulega

Viðskiptakjör vöru og þjónustu hafa batnað óslitið milli ára frá öðrum ársfjórðungi 2014 og hafa viðskiptakjaraáhrif hér á landi verið mun jákvæðari en víða í iðnríkjunum, sérstaklega þegar þróunin er borin saman við aðra hrávöruútflytjendur í þeirra hópi (sjá rammagrein 1). Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands bötunðu viðskiptakjör á fjórða ársfjórðungi um 0,7% frá fyrra ári (mynd II-12). Batinn á árinu 2015 í heild nam því um 6,8% sem er áþekkur bati og gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Þrátt fyrir batann voru viðskiptakjör enn tæpum 14% lakari í fyrra en þau voru hagstæðust áður en fjármálakreppan skall á. Vísendingar eru um að viðskiptakjör hafi batnað enn frekar það sem af er ári og er talið að þau muni batna um tæplega 2% á árinu í heild en að þau rýrni lítillaga á næstu tveimur árum.

### Raugengi orðið hærra en þrjátíu ára meðaltal þess ...

Raugengi á mælikvarða hlutfallslegs verðlags á fyrsta ársfjórðungi hefur ekki mælst hærra síðan í byrjun árs 2008 (mynd II-12). Frá sama ársfjórðungi í fyrra hækkaði raugengið um 9,6% þar sem nafngengi krónu hækkaði um 8,5% og verðbólga hér á landi var rúmlega 1 prósentu meiri en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum Íslands. Raugengið mælt á þennan mælikvarða er því orðið tæpu ½% hærra en það hefur verið að meðaltali undanfarin þrjátíu ár. Eins og rakið er í rammagrein 3 er líklegt að jafnvægisraugengið hafi hækkað nokkuð undanfarin misseri og því sé líklegt að hækkingin endurspegli að nokkru leyti aðlögun raugengis að hærra jafnvægisgildi sínu.

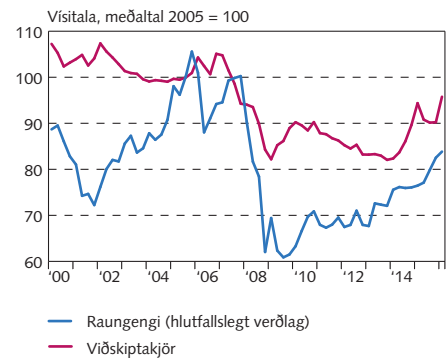
### ... og samkeppnisstaða þjóðarbúsins rýrnar

Gangi spá *Peningamála* eftir mun raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag verða tæplega 8% hærra á þessu ári en það mældist í fyrra. Búist er við að raugengi miðað við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu hækki mun meira eða um ríflega 16% frá fyrra ári og skýrist hækkingin af verulegum launahækkunum í kjarasamningum (sjá kafla V). Launakostnaður fyrirtækja á Íslandi hefur hækkað umtalsvert meira en í helstu samkeppnislöndum á undanförunum árum (mynd II-13) og hefur samkeppnisstaða þjóðarbúsins því versnað. Horfur um þróun launa á komandi árum benda til enn veikari samkeppnisstöðu á spátímanum og hefur það að öðru óbreyttu neikvæð áhrif á utaríkisviðskipti þjóðarinnar (sjá rammagrein 2 í *Peningamála* 2015/4).

Mynd II-12

#### Raugengi og viðskiptakjör<sup>1</sup>

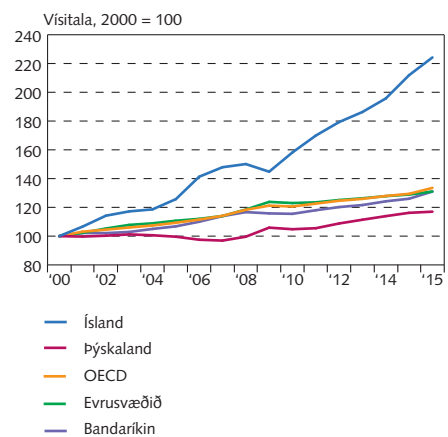
1. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2016



1. Viðskiptakjör og raugengi á 1. ársfjórðungi 2016 samkvæmt grunnsþá Seðlabankans.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13

#### Launakostnaður á framleidda einingu í þróuðum ríkjum 2000-2015



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.





## III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Meginvextir Seðlabankans eru óbreyttir frá því í nóvember sl. en raunvextir bankans hafa hækkað með hjöðnun verðbólgu og lækkun verðbólguvæntinga. Samkvæmt nýlegri könnun Seðlabankans vænta markaðsaðilar þess að meginvöxtum bankans verði haldið óbreyttum til loka þessa árs en að þeir verði hækkaðir á fyrri hluta næsta árs. Ávöxtunarkrafan á skuldabréfamarkaði hefur haldist tiltölulega stöðug þrátt fyrir aukna nýfjárfestingu erlendra aðila. Hækkun áhættuálags á Ríkissjóð Íslands í upphafi þessa árs hefur að mestu gengið til baka og hefur skuldatryggingarálagið ekki mælst jafn lágt síðan árið 2008. Gengi krónunnar hefur haldið áfram að hækka þrátt fyrir umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans. Peningamagn í umferð hefur aukist áfram og útlán til fyrirtækja eru tekin að aukast á ný eftir að hafa minnkað samfleytt milli ára frá miðju ári 2010. Eignaverð hefur hækkað og skuldir heimila og fyrirtækja minnkað. Þrátt fyrir mikla lækkun á undanförunum árum er skuldahlutfall einkageirans tiltölulega hátt í alþjóðlegum samanburði. Fjármálaleg skilyrði einkageirans hafa á heildina litið haldið áfram að batna.

### Peningastefnan

#### Nafnvextir Seðlabanka Íslands óbreyttir ...

Peningastefnunefnd ákvað á fundum sínum í febrúar og mars sl. að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir Seðlabankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum fjármálafyrirtækja hjá bankanum, voru því 5,75% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála*. Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði með krónur hafa áfram haldist nálægt meginvöxtum bankans (mynd III-1). Velta á millibankamarkaði jókst á síðari hluta síðasta árs en hefur dregist saman á ný. Breytingar á bindiskylduhlutfalli höfðu þar áhrif.

Vextir í útboðum bankavíxla hafa sömuleiðis fylgt þróun vaxta bankans og verið svipaðir veðlánvöxtunum. Samþykktir vextir í útboðum ríkisvíxla hafa hins vegar lækkað áfram og eru nú rúmlega 4 prósentum undir gólfi vaxtagangsins. Fjármálafyrirtæki í slitameðferð hafa verið einir stærstu eigendur ríkisvíxla á undanförunum misserum. Samhliða uppgjöri þeirra undir lok síðasta árs hefur eftirspurn eftir ríkisvíxlum dregist saman. Líklega má að mestu skýra lækkandi vexti í síðustu útboðum ríkisvíxla með því að nú eru aflandskrónueigendur stærstu þátttakendur í útboðunum en þeir hafa mjög fáa fjárfestingarkosti sem flestir bera lága vexti.

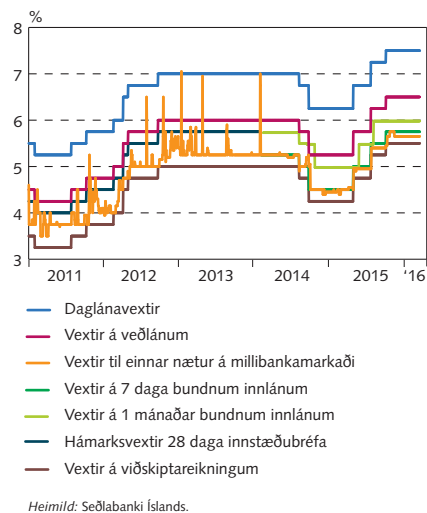
#### ... en raunvextir bankans hafa hækkað

Þrátt fyrir að nafnvöxtum bankans hafi verið haldið óbreyttum hefur taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, styrkst frá því í febrúar þegar síðustu *Peningamál* komu út. Raunvextir bankans hafa hækkað um 0,2 prósentur miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum, í 2,8%. Samhliða hjöðnun verðbólgu undanfarið hafa raunvextir miðað við liðna verðbólgu hækkað nokkru meira eða um 0,5 prósentur, í 4,1% (tafla III-1). Í *Peningamálum* í nóvember og febrúar var

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-markaðsvextir

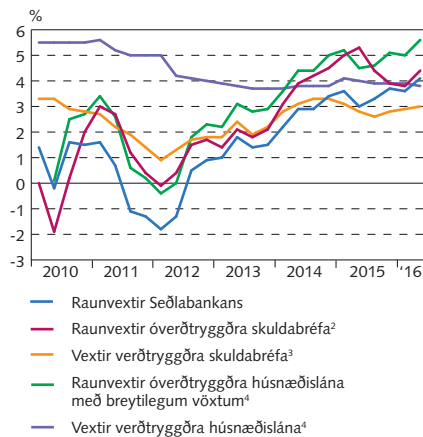
Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 6. maí 2016



Mynd III-2

Raunvextir Seðlabanka Íslands og raunvextir á markaði

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2016<sup>1</sup>

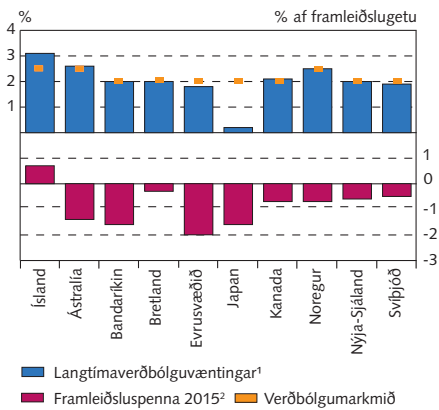


1. Gögn til og með 6. maí 2016. 2. 5 ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferli. 3. 5 ára vextir út frá metnum raunvaxtaferli. 4. Einfalt meðaltal lægstu útlánvaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eru fastir frá 5 árum og allt upp í allan lántímann.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

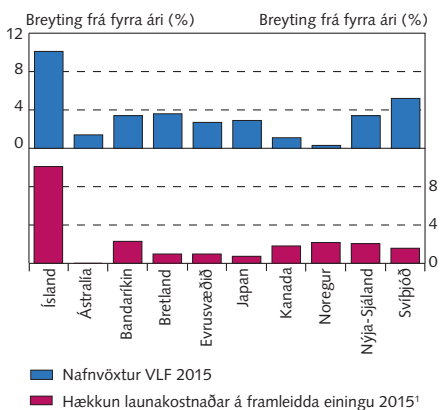
Verðbólguvæntingar og framleiðsluspenna í nokkrum iðnríkjum



1. Verðbólguvæntingar markaðsaðila til 4-5 ára (spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um verðbólgu eftir 4 ár fyrir Bretland og Kanada, út frá verðbólgu-skiptasamningnum fyrir Japan og Ástralíu til 5 ára eftir 5 ár). 2. Mat Seðlabankans fyrir Ísland en Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir önnur lönd.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Bloomberg, heimasíður seðlabanka, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Nafnvöxtur landsframleiðslu og launakostnaður í nokkrum iðnríkjum

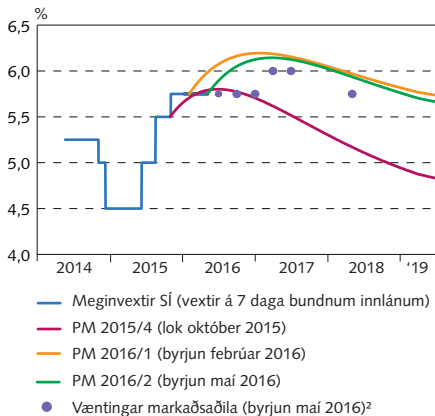


1. Talan fyrir Ísland byggist á áætlun *Peningamála* 2016/2.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

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

Daglegar tölur 21. maí 2014 - 30. júní 2019



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlánvaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 2.-4. maí 2016.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

fjallað um hnökra í miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn á síðari hluta síðasta árs samhliða lækkun ávöxtunarkröfu á löngum óverðtryggðum ríkisbréfum vegna aukinnar nýfjárfestingar erlendra aðila. Þótt áhrifanna gæti í minna mæli nú eimir enn eftir af þessum hnökrum og er ávöxtunarferill óverðtryggðra skuldabréfa enn nánast flatur. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hefur lítið breyst frá því að *Peningamál* voru gefin út í febrúar og eru raunvextir óverðtryggðra ríkisskuldabréfa enn nálægt raunvöxtum bankans (mynd III-2). Ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkisskuldabréfa hefur einnig nánast staðið í stað, sem og inn- og útlánsvextir viðskiptabankanna og meðaltal útlánsvaxta sjóðfélagalána lífeyrissjóða.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (6/5 '16)	Breyting frá PM 2016/1 (5/2 '16)	Breyting frá PM 2015/2 (8/5 '15)
Raunvextir miðað við <sup>1</sup>			
ársverðbólgu	4,1	0,5	1,1
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	2,7	0,6	1,2
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	2,3	0,6	0,8
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs <sup>2</sup>	2,5	-0,1	1,6
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs <sup>3</sup>	2,9	0,1	1,0
verðbólguvaxta Seðlabankans <sup>4</sup>	2,1	-0,5	0,3
Meðaltal	2,8	0,2	1,0

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

### Vextir hærri hér en í öðrum iðnríkjum

Vextir seðlabanka í flestum iðnríkjum hafa haldist mjög lágir um nokkurra ára skeið og í sumum þeirra eru þeir jafnvel orðnir neikvæðir (sjá umfjöllun í kafla II). Eins og sjá má á myndum III-3 og III-4 endurspeglar það að efnahagsaðstæður eru töluvert aðrar en hér á landi. Langtíma-verðbólguvæntingar hafa þrífaldlega verið yfir markmiði hér á meðan þær hafa haft trausta kjölfestu í markmiði í öðrum iðnríkjum eða hafa þokast niður fyrir það eins og t.d. í Japan. Þá er enn töluverður slaki í þjóðarþróun annarra iðnríkja en spenna er tekin að myndast hér. Að síðustu er nafnvöxtur eftirspurnar og launahækkunar mun meiri hér á landi en í samanburðarríkjunum. Allir þessir þættir kalla á aðhaldssamari peningastefnu hér á landi en í öðrum þróuðum ríkjum.

### Markaðsaðilar vænta hóflegri hækkunar nafnvaxta Seðlabankans

Samkvæmt könnun á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun maí sl. búast þeir við að meginvöxtum bankans verði haldið óbreyttum til loka þessa árs, verði hækkað um 0,25 prósentur á fyrri hluta næsta árs, í 6%, en að vextirnir verði aftur orðnir 5,75% eftir tvö ár (mynd III-5). Það eru allt að 0,5 prósentum lægri vextir en í sambærilegri könnun í febrúar sl. Mat á framvirkum vöxtum gefur áþekka niðurstöðu.<sup>1</sup>

Undir lok síðasta árs hafði aukið innstreymi erlendra nýfjárfestingar í löng óverðtryggð ríkisskuldabréf umtalsverð áhrif á löng

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

vaxtaferilsins en líkt og rakið er hér á eftir hafa áhrifin að hluta til gengið til baka. Við útgáfu *Peningamála* í nóvember gáfu framvirkir vextir því til kynna að markaðsaðilar væntu meiri lækkunar á vöxtum bankans en aðrar vísbendingar bentu til. Hugsanlega hafa þessir þættir enn einhver áhrif á lengri enda vaxtarófsins en þó líklega í minni mæli en áður.

## Markaðsvextir og áhættuálag

### Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hefur lítið breyst þrátt fyrir að nýfjárfesting erlendra aðila hafi aukist á ný

Á seinni hluta síðasta árs lækkaði ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði talsvert þrátt fyrir vaxtahækkun Seðlabankans, einkum á löngum óverðtryggðum ríkisbréfum (mynd III-6). Þessi þróun gæti að hluta til hafa stafað af aukinni bjartsýni um stöðu ríkissjóðs, væntingum um minna framboð ríkisbréfa og lægri verðbólguvæntingum. Eins og fjallað var um í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2015/4 var meginástæða lækkunarinnar þó líklega aukið innflæði fjármagns vegna nýfjárfestingar erlendra aðila í löngum óverðtryggðum ríkisbréfum sem þrýsti niður ávöxtun bréfanna með þeim afleiðingum að vaxtarófið flattist út og líftímaálag (e. term premium) á lengri bréf virtist nánast horfið. Þessir hnökrar á miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn gengu að nokkru leyti til baka eftir vaxtahækkun Seðlabankans í byrjun nóvember sl. og yfirlýsingar í kjölfar ákvörðunarinnar um að bankinn hefði til skoðunar að nýta önnur stjórnæki til að takmarka fjármagnsinnstreymi vegna vaxtamunarviðskipta. Hækkaði ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa um allt að 0,8 prósentur í kjölfarið og krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa um allt að 0,4 prósentur. Þá dró einnig úr nýfjárfestingu erlendra aðila undir lok síðasta árs.

Nýfjárfesting þessara aðila á skuldabréfamarkaðnum hefur aukist á ný. Hún nam 24,3 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum þessa árs og var sem fyrr bundin við óverðtryggð ríkisbréf. Ólíkt þróun síðasta árs hefur ávöxtunarkrafan haldist tiltölulega stöðug þrátt fyrir aukið fjármagnsinnstreymi. Þótt hnökrar á miðlun peningastefnunnar hafi ekki jafnast að fullu, sem endurspeglast m.a. í því að vaxtarófið er enn nánast flatt þrátt fyrir vísbendingar peningastefnufndar um frekari hækkun vaxta, er það merki um að dregið hafi úr áhrifum fjármagnsinnflæðis og að skuldabréfamarkaðurinn sé nú betur í stakk búinn til að taka á móti innstreymi. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* var ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa á bilinu 5,9-6% og krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa á bilinu 2,8-3% eða svipuð og hún var í kjölfar vaxtahækkunar bankans í byrjun nóvember. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaðnum hefur því lítið breyst það sem af er þessu ári (sjá nánar í kafla V).

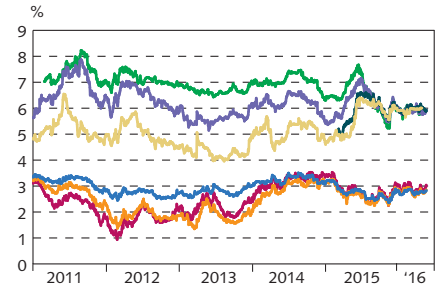
### Áhættuálag á ríkissjóð hefur lækkað og hefur skuldatryggingarálagið ekki verið lægra síðan í ársbyrjun 2008

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hækkaði í upphafi þessa árs samfara auknum óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum (mynd III-7). Sams konar þróun átti sér stað varðandi áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóða margra annarra ríkja. Hækkun áhættuálags á ríkissjóð hefur að mestu gengið til baka í takt við

Mynd III-6

### Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 6. maí 2016



Óverðtryggð ríkisbréf á gjalddaga:

— 2016 — 2017 — 2019 — 2031

Verðtryggð ríkis- eða íbúðabréf á gjalddaga:

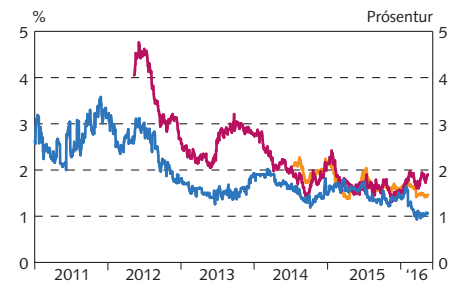
— 2021 — 2024 — 2044

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

### Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 6. maí 2016



— Skuldatryggingarálag ríkisins (v. ás)

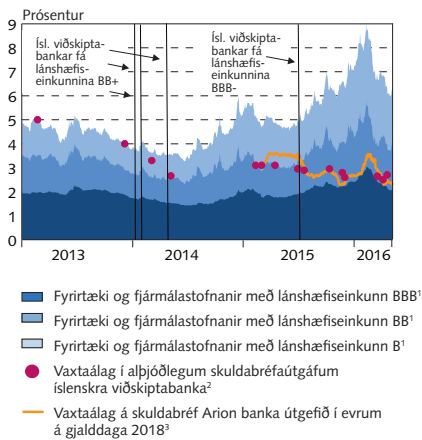
— Vaxtamunur á íslensku og bandarísku ríkisskuldabréfi útgefnu í Bandaríkjadöllum á gjalddaga árið 2022 (h. ás)

— Vaxtamunur á íslensku og þýsku ríkisskuldabréfi útgefnu í evrum á gjalddaga árið 2020 (h. ás)

Heimild: Bloomberg.

Mynd III-8  
Áhættuálag á skuldbindingar fyrirtækja  
og fjármálastofnana

Daglegar tölur 2. janúar 2013 - 6. maí 2016



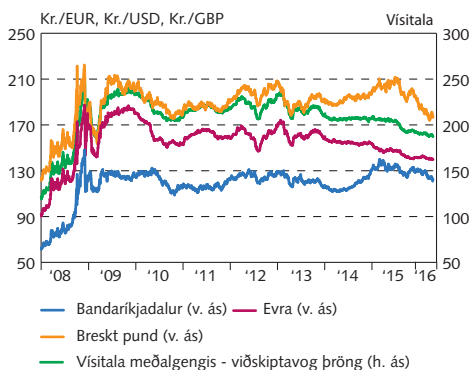
1. Vaxtaálag á skuldabréf útgefið í Bandaríkjunum í USD. 2. Álag á þriggja mánaða millibankavexti við útgáfu skuldabréfa í evrum, norskum krónum eða sænskum krónum með 2-5 ára líftíma. 3. Álag á þriggja mánaða millibankavexti.

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

Mynd III-9

Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 6. maí 2016

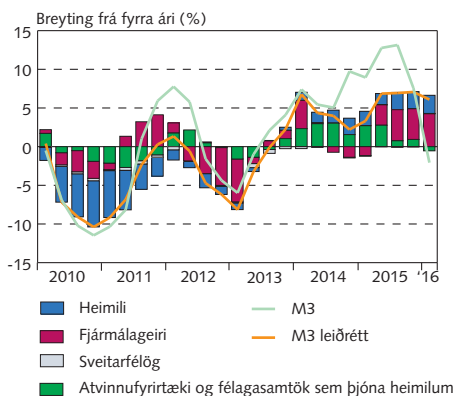


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

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

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2016



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

minni óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum (sjá nánar í kafla II). Vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs og sambærilegu bréfi Þýskalands mælist nú um 1½ prósentu eða um 0,2 prósentum minni en í upphafi ársins. Sambærilegur munur gagnvart Bandaríkjunum er hins vegar enn um 0,4 prósentum meiri en í ársbyrjun og mælist 1,9 prósentur. Þá hefur skuldatryggingarálag á fimm ára erlendar skuldbindingar ríkissjóðs lækkað áfram og mælist nú um 1% eða 0,3 prósentum lægra en það var í byrjun þessa árs og hefur að undanfögnu ekki mælst jafn lágt síðan í ársbyrjun 2008. Lækkunin endurspeglar líklega bætt lánshæfi ríkissjóðs hjá alþjóðlega matsfyrirtækinu Standard & Poor's fyrr á þessu ári.

Hækkun áhættuálags á innlenda viðskiptabanka í upphafi ársins hefur einnig gengið til baka líkt og hjá fyrirtækjum og fjármálastofnunum í Bandaríkjunum með sambærilega lánshæfiseinkunn (mynd III-8). Vaxtaálag í alþjóðlegum útgáfum viðskiptabankanna er nú lítillega lægra en það var í sambærilegum útgáfum undir lok árs 2015.

## Gengi krónunnar

### Gengi krónunnar hækkar...

Gengi krónunnar hefur hækkað um 1,3% gagnvart vísitölu meðalgengis frá *Peningamálum* í febrúar og er gengisvísitalan nú um 187,5 stig (mynd III-9). Á sama tímabili hefur gengi krónunnar hækkað um 1,9% gagnvart evru, 3,5% gagnvart Bandaríkjadal og 3,5% gagnvart bresku pundu. Líkt og undanfarið hafa hagfelld viðskiptakjör, gjaldveirissinnstreymi vegna erlendra ferðamanna og áframhaldandi fjármagnsinnstreymi í tengslum við nýfjárfestingu á skuldabréfamarkaði ýtt undir styrkingu krónunnar. Eins og rakið er í rammagrein 3 er líklegt að gengishækkunin endurspegli að nokkru leyti aðlögun gengisins að herra jafnvægisgengi.

### ... þrátt fyrir umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans

Seðlabankinn hefur beitt inngripum á millibankamarkaði með gjaldveiri til að byggja upp gjaldeyrisforða fjármagnaðan innanlands í aðdraganda losunar fjármagnshafa og til að draga úr gengissveiflum. Heildarveltan á markaðnum hefur numið rúmlega 216 ma.kr. það sem af er ári og hrein kaup bankans um 125 ma.kr. Það er umtalsvert meira en á sama tíma í fyrra.

## Peningamagn og útlán

### Peningamagn í umferð hefur aukist áfram ...

Peningamagn í umferð hefur aukist samhliða miklum vexti nafnvirðis eftirspurnar. Ársvöxtur víðs skilgreinds peningamagns (M3) var 6,1% á fyrsta ársfjórðungi þegar leiðrétt hefur verið fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð sem er svipaður ársvöxtur og var meginhluta síðasta árs (mynd III-10). Sem fyrr skýrist aukningin einkum af meiri innlánnum heimila og annarra fjármálfyrirtækja en innlánsstofnana.

### ... líkt og grunnfé bankans ...

Miðað við tólf mánaða hreyfanlegt meðaltal jókst grunnfé Seðlabankans (M0) um 18½% milli ára í mars sl. Aukningin endurspeglar fyrst og

fremst auknar innstæður innlánsstofnana á viðskiptareikningum í bankanum sakir hækkunar bindiskylduhlutfallsins (mynd III-11). Sé leiðrétt fyrir álagðri bindiskyldu jókst grunnfé um 6½% frá fyrra ári í mars sem skýrist mest af aukningu seðla og myntar í umferð, líklega að nokkru leyti vegna áframhaldandi fjölgunar erlendra ferðamanna sem koma til landsins.

### ... en umframlausafé innlánsstofnana hefur dregist saman

Umframlausafé innlánsstofnana hjá Seðlabankanum, þ.e. innstæður á viðskiptareikningum umfram álagða bindiskyldu, dróst hins vegar saman um ríflega 3% milli ára í mars miðað við tólf mánaða hreyfanlegt meðaltal. Þetta umframlausafé hefur að jafnaði numið um 10-20 ma.kr. á mánuði frá ársbyrjun 2014 (mynd III-11). Gjaldleyrskaup Seðlabankans á sl. tveimur árum hafa því ekki haft marktæk áhrif á magn lausafjár í umferð enda hefur bankinn beitt mótvægisáðgerðum og stýft kaupin með því að bjóða fjármálafyrirtækjum í viðskiptum við hann bundin innlán (áður innstæðubréf). Þannig dregur Seðlabankinn lausafjárukninguna í innlendum gjaldmiðli vegna inngripanna aftur inn til bankans á bundna reikninga enda er tilgangur inngripanna ekki sá að hafa áhrif á lausafé í umferð og þar með innlent vaxtastig. Án þessara mótvægisáðgerða er hætt við því að lausafjárukningin leiði til lækkunar skammtímavaxta á peningamarkaði og að þeir verði lægri en nauðsynlegt er til að viðhalda verðlagsstöðugleika.

### Stofn útlána til fyrirtækja tekinn að aukast á ný ...

Útlánastofn innlánsstofnana, Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða dróst saman um rúmlega ½% að nafnvirði á milli ára á fyrsta fjórðungi 2016 (mynd III-12). Sé hins vegar leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunar-áðgerða stjórnvalda má ætla að útlán hafi aukist um tæplega 1%. Aukningin skýrist að mestu leyti af meiri útlánum til fyrirtækja, einkum til þjónustufyrirtækja, en útlán til heimila jukust lítillega á milli ára sé leiðrétt fyrir fyrrgreindum áðgerðum stjórnvalda.

### ... eftir að hafa dregist samfleytt saman frá miðju ári 2010

Útlán til atvinnufyrirtækja hafa aukist milli ára á sl. fjórum mánuðum eftir að hafa dregist saman samfleytt frá miðju ári 2010. Samdrátturinn á undanförunum misserum skýrist hins vegar að nokkru leyti af endurfjármögnun eldri útlána yfir í annars konar lánaform, m.a. markaðsverðbréf. Árleg útgáfa fyrirtækjaskuldabréfa hefur aukist og verið á bilinu 50-100 ma.kr. á undanförunum fjórum árum. Líkt og sjá má á mynd III-13 hefur orðið töluverð aukning í útlánnum lífeyrissjóða til fyrirtækja á undanförunum árum í gegnum kaup þeirra á fyrirtækjaskuldabréfum.

## Eignaverð og fjármálaleg skilyrði

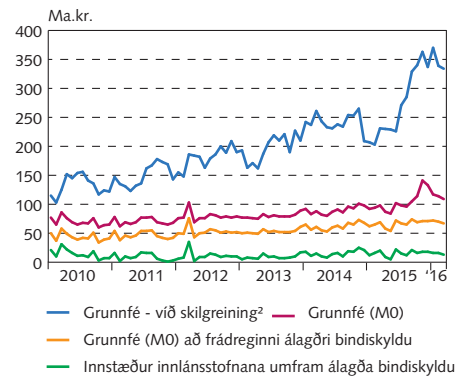
### Horfur á nokkurri hækkun íbúðaverðs á þessu ári samfara auknum kaupmætti heimila

Það sem af er ári hefur íbúðaverð hækkað um 7,6% frá sama tímabili í fyrra samkvæmt tölum Þjóðskrár Íslands og er það rúmlega ½ prósentu meiri hækkun en spáð var í febrúar. Kaupsamningum hefur fjölgað um fimmtung frá sama tímabili í fyrra og leiguverð hækkað um

Mynd III-11

### Grunnfé Seðlabankans og umframlausafé innlánsstofnana hjá bankanum<sup>1</sup>

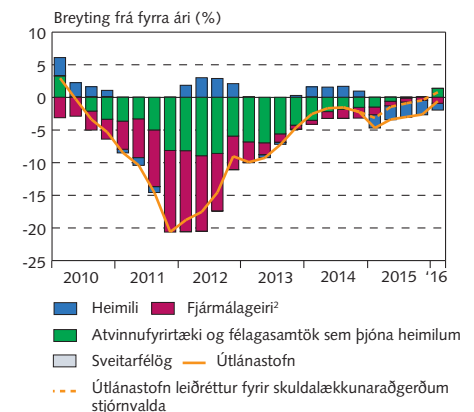
Janúar 2010 - mars 2016



Mynd III-12

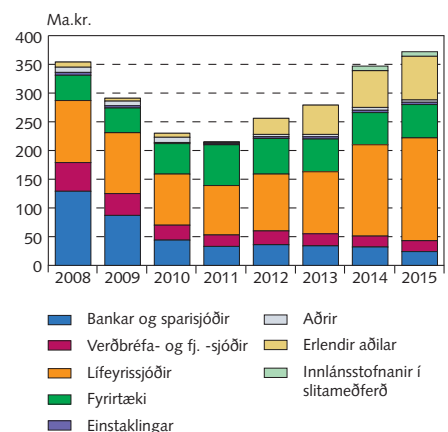
### Útlán lánakerfis til innlendra aðila og framlag geira<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2016



Mynd III-13

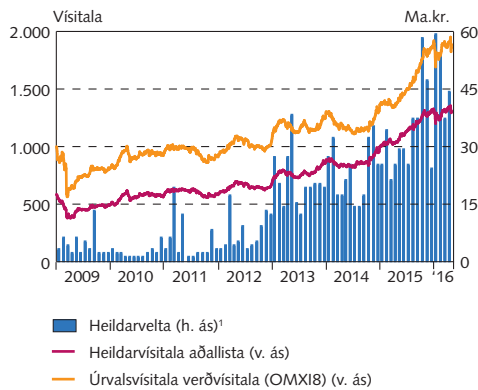
### Eigendaflokkun fyrirtækjaskuldabréfa 2008-2015<sup>1</sup>



Mynd III-14

Hlutafjarmarkaður

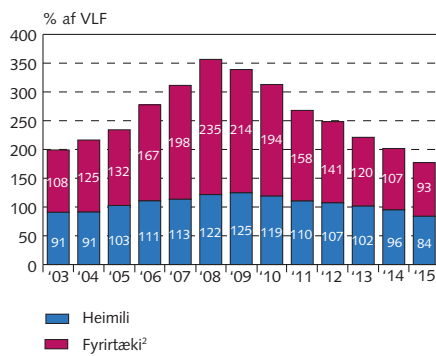
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 6. maí 2016



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

Mynd III-15

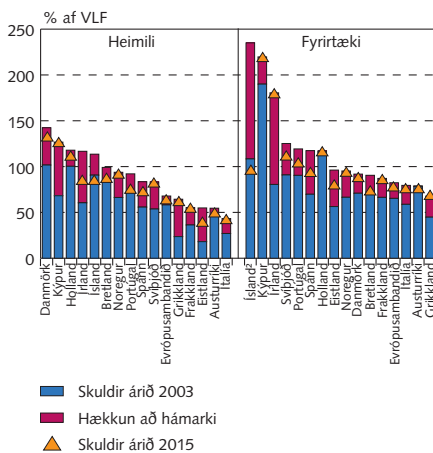
Skuldir heimila og fyrirtækja<sup>1</sup>



1. Skuldir við fjármálfyrirtæki og úttegin markaðsskuldabréf. 2. Án fjármálfyrirtækja og eignarhaldsfélaga.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-16

Skuldir heimila og fyrirtækja í nokkrum  
Evrópulöndum 2003-2015<sup>1</sup>



1. Bláar súlur sýna skuldastöðu heimila og fyrirtækja í lok árs 2003. Rauðar sýna aukningu skulda að hesta árslokagildi og þríhyrningar sýna stöðuna í lok árs 2015. Miðað er við skuldir árið 2014 ef tölur fyrir 2015 eru ekki fáanlegar. 2. Skuldir við fjármálfyrirtæki og úttegin markaðsskuldabréf skv. tölum Seðlabanka Íslands.  
Heimildir: Eurostat, Seðlabanki Íslands.

5,2%. Velta hefur því aukist og meðalsölutími íbúða styst úr fjórum mánuðum í byrjun árs 2015 í tvo mánuði í byrjun þessa árs. Horfur eru á að íbúðaverð hækki með svipuðum hætti í ár og í fyrra með áframhaldandi hækkun ráðstöfunartekna og bættri eiginfjárstöðu heimila.

**Hlutabréfaverð hefur hækkað frá útgáfu síðustu Peningamála**

Hlutabréfaverð fylgdi alþjóðlegri þróun og tók að lækka í byrjun árs eftir samfellda hækkun í fyrra. Á sama tíma var tilkynnt um aukna heimild lífeyrissjóða til fjárfestingar erlendis. Lækkunin hefur nú gengið til baka og hefur úrvalsvísitala kauphallarinnar, OMX18, hækkað um 4,3% frá útgáfu *Peningamála* í febrúar þrátt fyrir nýlegar lækkanir (mynd III-14). Velta á aðalmarkaði var rúmlega 190 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins eða um 85% meiri en á sama tíma í fyrra.

Uppgjör skráðra fyrirtækja á hlutabréfamarkaði fyrir síðasta ár voru góð og arðgreiðslur á hlut jukust milli ára. Rekstrarhorfur voru almennt góðar þrátt fyrir aukinn innlenda launakostnað og hækkun á gengi krónunnar. Nýbirt uppgjör fyrir fyrsta ársfjórðung ársins voru aftur á móti undir væntingum markaðsaðila og hafði aukinn launakostnaður þar einhver áhrif. Enn sem komið er er ekki unnt að greina mikla nýfjárfestingu erlendra aðila á hlutabréfamarkaði en hún hefur verið um 9,8 ma.kr. frá miðju ári 2015 þegar nýfjárfesting á skuldabréfamarkaði tók að aukast.

**Áframhaldandi skuldalækkun einkageirans ...**

Skuldalækkun einkageirans sem hófst árið 2009 hefur haldið áfram. Skuldir fyrirtækja lækkuðu um ríflega 3% að nafnvirði á fjórða ársfjórðungi 2015 og námu skuldarnar 93% af vergri landsframleiðslu í lok ársins, sem er 13 prósentum lægra hlutfall en í árslok 2014 (mynd III-15). Í fyrra lækkuðu skuldir fyrirtækja við erlend fjármálfyrirtæki um rúmlega fjórðung að nafnvirði en skuldir við innlend fjármálfyrirtæki jukust. Stofn innlendra fyrirtækjaskuldabréfa jókst einnig eins og rakið var hér að framan.

Skuldir heimila lækkuðu um 1% að nafnvirði á fjórða fjórðungi ársins 2015 og námu 84% af vergri landsframleiðslu sem er 11 prósentum lægra hlutfall en í lok árs 2014. Líklegt er að skuldahlutfallið hafi lækkað enn frekar það sem af er þessu ári með auknum efnahagssumsvifum og sakir áframhaldandi áhrifa skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Í janúar sl. var gengið frá lokauppgjöri milli ríkissjóðs og fjármálfyrirtækja vegna höfuðstólslækkunar fasteignaveðlana með greiðslu eftirstandandi fjórðungshluta aðgerðarinnar. Í lok apríl sl. nam bein uppsöfnuð höfuðstólslækkun fasteignaveðlana um 73,4 ma.kr. og um 19,7 ma.kr. hafa verið greiddir inn á lán í gegnum svokallaða séreignarsparnaðarleið.

**... en skuldarnar eru enn nokkrar í alþjóðlegum samanburði**

Skuldir einkageirans námu um 177% af vergri landsframleiðslu í árslok 2015 eða tæplega 200 prósentum lægri en þegar þær voru mestar í lok október 2008 og hefur skuldahlutfallið ekki verið lægra frá árslokum 2003. Skuldalækkunin hefur verið mun meiri hér á landi en í öðrum Evrópuríkjum frá því að fjármálakreppan skall á (mynd III-16). Þrátt fyrir það eru skuldir einkageirans hér á landi enn með þeim hætti

í evrópskum samanburði enda hækkuðu þær mikið hér í aðdraganda fjármálakreppunnar.

### Vanefndir heimila hafa minnkað en aukist lítillega hjá fyrirtækjum

Hlutfall útlána heimila í vanefndum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur og íbúðalánasjóði hefur lækkað og mældist 6,5% í lok mars sl. (mynd III-17). Einstaklingum á vanskilaskrá Creditinfo hefur einnig fækkað. Eftir að hafa lækkað nær samfleytt frá árinu 2011 hækkaði hins vegar hlutfall útlána fyrirtækja í vanefndum við lánastofnanirnar undir lok síðasta árs og þá fjölgaði einnig fyrirtækjum á vanskilaskránni lítillega. Hlutfallið er þó enn um þriðjungum lægra en í ársbyrjun 2011. Þrátt fyrir auknar vanefndir fyrirtækja hefur gjaldþrotum einkahlutafélaga fækkað á milli ára og nýskráningum þeirra fjölgað.

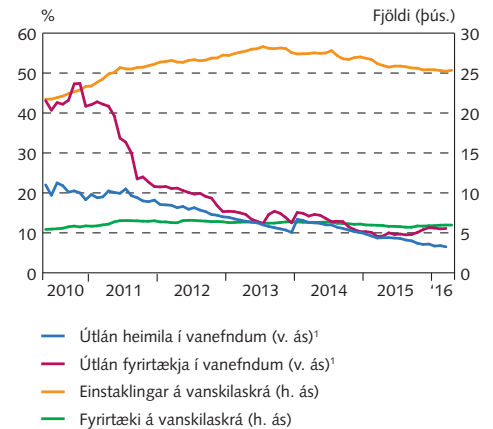
### Vextir íbúðalána hafa lítið breyst

Vextir verð- og óverðtryggðra íbúðalána viðskiptabankanna hafa verið óbreyttir frá útgáfu síðustu *Peningamála* í febrúar að undanskilinni 0,1 prósentu lækkingu eins viðskiptabanka á föstum verðtryggðum vöxtum. Meðaltal verðtryggðra vaxta sjóðfélagalána hjá stærstum hluta lífeyrisjóða er einnig óbreytt. Flestir lífeyrisjóðir hafa rýmkað lántöku-skilyrði og eru farnir að bjóða óverðtryggð lán. Vextir sjóðfélagalána eru nú allt að 1 prósentu lægri en vextir sambærilegra íbúðalána viðskiptabankanna. Samhliða þessum breytingum hafa umsvif sjóðanna á húsnæðislánamarkaðnum aukist og hefur stofn sjóðfélagalána stækkað undanfarna mánuði eftir að hafa dregist saman mánuðina á undan, að hluta vegna skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Þrátt fyrir þessa aukningu eru umsvif þeirra enn sem komið er tiltölulega lítil og er hlutdeild sjóðfélagalána í hreinni eign sjóðanna sögulega lág.

Mynd III-17

### Vanefndir í lánakerfinu

Máí 2010 - mars 2016



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

Heimildir: Creditinfo, Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.





## IV Innlent raunhagkerfi

Hagvöxtur í fyrra mældist 4% og endurspegladi mikinn vöxt þjóðarútgjalda en framlag utanríkisviðskipta var neikvætt þrátt fyrir mikinn vöxt útfluttrar þjónustu. Hagvöxtur síðasta árs byggðist á breiðum grunni en framleiðsluaukning í ferðamannatengdum atvinnurekstri vó þungt. Vísendingar eru um mikinn vöxt innlestrar eftirspurnar það sem af er ári og horfur á miklum vexti einkaneyslu sem studdur er af mikilli kaupmáttaraukningu, aukinni atvinnu og bættri eiginfjárstöðu. Þrátt fyrir mikinn útgjaldavöxt undanfarið hafa heimilin byggt upp sparnað sinn undanfarin tvö ár og horfur eru á að það haldi áfram í ár. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði 4,5% í ár og um 4% á næsta ári og gangi það eftir yrði það þriðja árið í röð þar sem hagvöxtur yrði um og yfir 4%. Störfum hefur einnig fjölgað hratt og atvinnuþátttaka er orðin álíka mikil og hún varð mest árið 2007. Framleiðnivöxtur hefur hins vegar haldist lítil. Vaxandi erfiðleika er farið að gæta við að ráða í laus störf og flest bendir til þess að slakinn á vinnumarkaði sé horfinn. Talið er að framleiðsluslakinn hafi horfið í fyrra og að framleiðsluspenna fari vaxandi er líður á árið.

### Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

#### Hagvöxtur í fyrra í takt við febrúarspá Peningamála

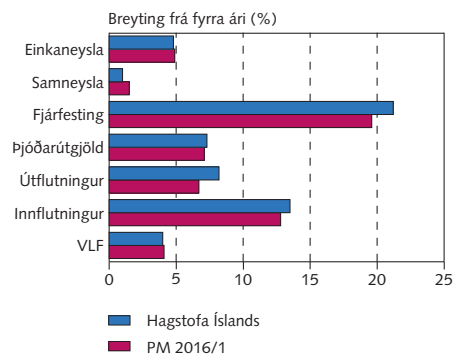
Hagvöxtur síðasta árs var 4% sem er í takt við febrúarspá Seðlabankans. Ef horft er til undirliða landsframleiðslunnar munaði mest um mikinn vöxt útflutnings á árinu. Auk þess var framlag bæði atvinnuvegafjárfestingar og einkaneyslu mikið (mynd IV-1). Líklegt má telja að mikill vöxtur útflutnings, einkum þjónustuútflutnings, eigi nokkurn þátt í því að atvinnuvegafjárfesting og einkaneysla uxu jafn mikið og tölur Hagstofu Íslands gefa til kynna því að umfangsmikil starfsemi ferðamannaíðnaðar kallar á fjárfestingu í geiranum auk þess sem hún skapar störf og eykur þannig ráðstöfunartekjur heimila. Samhliða kröftugum vexti innlestrar eftirspurnar jókst innflutningur mjög, og raunar svo að framlag utanríkisviðskipta í heildina var neikvætt um nærri 2 prósentur af landsframleiðslu.

Hagvöxtur síðasta árs var rúmlega 1 prósentu meiri en meðalhagvöxtur síðustu þrjátíu ára og hafa þjóðarútgjöld ekki aukist svo mikið síðan árið 2006. Hagvöxtur hefur verið nokkru meiri en í helstu viðskiptalöndum þar sem hann hefur verið nokkuð undir langtíma-meðaltali sínu (mynd IV-2). Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla hér á landi var því orðin líðlega 16% hærrí á síðasta fjórðungi 2015 en hún var þegar hún var minnst snemma árs 2010 og ríflega 3% hærrí en hún var mest í aðdraganda fjármálakreppunnar.

#### Samkeppnisgeirinn skýrir stóran hluta hagvaxtar síðasta árs

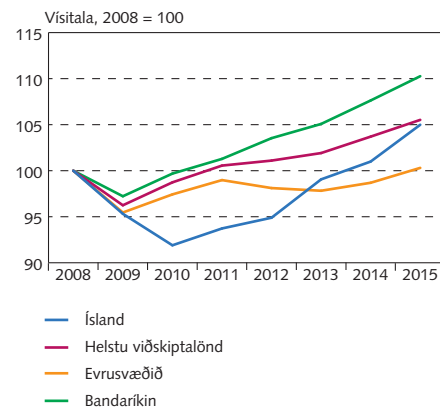
Út frá sjónarhóli framleiðsluuppjörs þjóðhagsreikninga sést vel hvað ferðamannaíðnaðurinn hefur leikið stórt hlutverk í hagvexti síðasta árs. Vergar þáttatekjur á föstu verðlagi jukust um 4,4% á síðasta ári og var um helmingur þeirrar aukningar vegna atvinnugreina sem flokka mætti til samkeppnisgreina þar sem ferðþjónustan leikur stórt

Mynd IV-1  
Þjóðhagsreikningar 2015



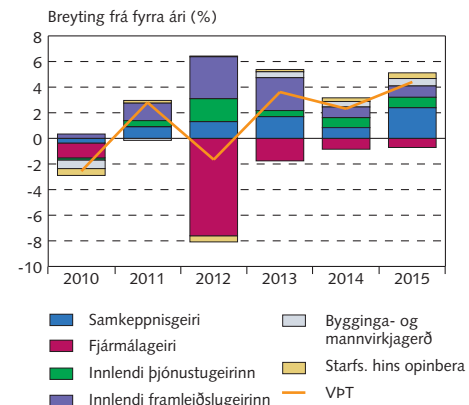
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2  
Landsframleiðslan á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum 2008-2015



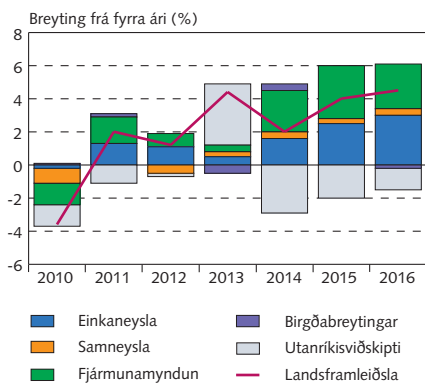
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3  
Vergar þáttatekjur og framlag geira 2010-2015<sup>1</sup>



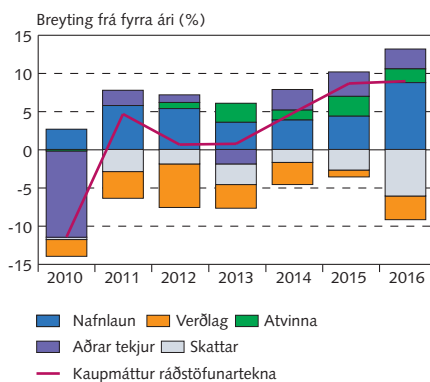
1. VPT mæla tekjur allra aðila sem koma að framleiðslunni og eru jafnar VLF leiðréttir fyrir óbeinum sköttum og framleiðslustyrkjum. Til samkeppnisgeirans teljast sjávarútvegur, vinnsla sjávarafurða, framleiðsla málna og lyfja, ferðþjónusta og 75% rafmagns-, gas-, hita- og vatnsveitna. Aðrir atvinnuvegir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

Mynd IV-4  
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2016<sup>1</sup>



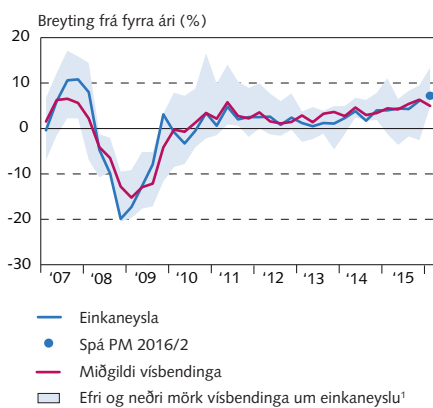
1. Grunnspá Seðlabankans 2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5  
Kaupmáttur ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2010-2016<sup>1</sup>



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

Mynd IV-6  
Vísibendingar um einkaneyslu  
1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2016



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

hlutverk (mynd IV-3). Athyglisvert er á hversu breiðum grunni hagvöxtur síðasta árs byggðist. Á eftir samkeppnisgeiranum munaði mest um innlendan framleiðslu- og þjónustugeira. Eins skilaði bygginga- og mannvirkjagerð meiru til vergra þáttatekna á síðasta ári en sá geiri hefur gert frá því að efnahagsbatinn hófst. Fjármálageirinn skilaði hins vegar neikvæðu framlagi á síðasta ári þótt samdrátturinn í fyrra hafi verið minni en á þremur árum þar á undan.

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

Á þessu ári er búist við áframhaldandi hagvexti og að heldur bæti í vöxtinn frá því í fyrra. Spáð er að samsetning hagvaxtarins í ár verði í grófum dráttum áþekkt því sem hún var í fyrra en þá vógust á vöxtur innlendar eftirspurnar og neikvætt framlag utanríkisviðskipta vegna mikillar aukningar innflutnings (mynd IV-4). Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði 4,5% eða 0,5 prósentum meiri en í fyrra og skýrist það af auknum krafti í neyslu einkaaðila og hins opinbera ásamt því að utanríkisviðskipti draga minna úr hagvexti en á síðasta ári. Á næstu tveimur árum verður hagvöxtur á bilinu 3-4% þar sem framlag einkaneyslu og fjárfestingar mun fara minnkandi en framlag utanríkisviðskipta verður jákvætt bæði árin.

Sé hagvaxtarspáin fyrir líðandi ár borin saman við febrúarspá bankans sést að nú er búist við meira framlagi frá einkaneyslu, fjárfestingu og útflutningi en um leið að innflutningsvöxturinn verði það miklu meiri en spáð var í febrúar að framlag utanríkisviðskipta í ár verði lakara en þá var spáð.

### Kaupmáttur heimila hefur aukist mikið ...

Á síðasta ári nutu heimilin mikillar aukningar kaupmáttar ráðstöfunartekna sem að miklu leyti mátti rekja til hækkunar launa (mynd IV-5). Þetta ýtti undir aukna eftirspurn heimila á árinu. Undir lok ársins bætti nokkuð í vöxt einkaneyslu frá því sem verið hafði á fjórðungunum á undan. Vöxtur hennar nam rúmum 6% á síðasta fjórðungi ársins og hefur ársvöxturinn ekki verið svo mikill síðan á fyrsta ársfjórðungi 2008. Það var ýmislegt sem studdi við vaxandi eftirspurn heimila, svo sem mikil aukning kaupmáttar launa, hækkandi eignaverð og bætt eiginfjárstaða. Þetta kom fram í aukinni bjartsýni heimila sem birtist í hækkan væntingavísitölu Gallup. Í upphafi þessa árs hefur þróunin haldið áfram. Kaupmáttur hélt áfram að vaxa hratt samhliða hækkan launa og lítilli verðbólgu og heimilin voru álíka bjartsýn og þau voru að jafnaði á árunum 2003-2007.

### ... sem styður við eftirspurn þeirra á þessu ári

Aukin bjartsýni heimila í ljósi kaupmáttaraukningar og bættrar eiginfjárstöðu gefur tilefni til þess að endurmeta einkaneysluvöxt þessa árs. Þetta á sérstaklega við þegar horft er til vísibendinga á borð við greiðslukortaveltu sem benda til þess að heldur hafi bætt í vöxt einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi og er áætlað að vöxturinn hafi verið 7,2% frá sama fjórðungi í fyrra (mynd IV-6). Gert er ráð fyrir að vöxturinn á árinu í heild verði 6% en að kaupmáttur ráðstöfunartekna aukist um tæplega 9% annað árið í röð (mynd IV-7). Talið er að heldur hægi á vexti einkaneyslu á næstu tveimur árum og gangi spáin eftir hækkan hlutfall einkaneyslu af landsframléiðslu úr tæplega 51% í ár í 52½%

árið 2018. Það er nokkuð undir sögulegu meðaltali og því sem talið er vera langtíma jafnvægisglutfall einkaneyslu (sjá rammagrein 3) en í takt við reynslu annarra landa þar sem innlent sparnaðarstig hefur gjarnan hækkað í kjölfar fjármálakreppa.

Miðað við þau hagstæðu skilyrði sem verið hafa undanfarið fyrir kröftugum vexti einkaneyslu hefur vöxtur hennar verið tiltölulega hóflegur hingað til. Heimilin hafa kosið að fara hægar í sakirnar en oft áður og sparnaður þeirra hefur byggst upp. Í ljósi reynslunnar hér frá því fyrir fjármálakreppuna gæti vöxtur einkaneyslu því verið vanmetinn eins og rakið er í fráviksdæmi í kafla I.

### Atvinnuvegafjárfesting yfir langtímameðaltali sínu í fyrra

Í kjölfar fjármálakreppunnar var hlutfall fjárfestingar atvinnuveganna af landsframleiðslu langt undir langtímameðaltali sínu. Það endurspegladi bæði að fjármagnstofninn var orðinn mjög stór miðað við framleiðlustigið og að vilji fyrirtækja til að leggja út í nýja fjárfestingu var takmarkaður í ljósi efnahagsaðstæðna. Á síðustu misserum hefur fjárfestingarstigið hækkað nokkuð stöðugt og á síðasta ári nam atvinnuvegafjárfesting 13,6% af landsframleiðslu og var það í fyrsta skipti sem hún mælist yfir þrjátíu ára meðaltali sínu frá því árið 2008. Þá er einnig athyglisvert að tegundaskipting fjárfestingarinnar hefur breyst nokkuð (mynd IV-8). Á árunum 2010-2012 var atvinnuvegafjárfesting mjög háð þróun annars vegar stóriðjutengdrar fjárfestingar og hins vegar fjárfestingar í skipum og flugvélum. Þessir liðir skipa enn veigamikinn sess en mannvirkjagerð hefur á síðustu tveimur árum tekið við sér og var t.a.m. ríflega helmingur af þeim nærri 30% vexti atvinnuvegafjárfestingar á síðasta ári til kominn vegna mannvirkjagerðar og fjárfestingar í tækjum og vélum tengdum slíkum framkvæmdum. Þetta endurspeglast einnig í könnun Gallup um stöðu og framtíðarhorfur meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins frá febrúar sl. þar sem bjartsýni ríkir meðal stjórnenda fyrirtækja í byggingariðnaði auk þess sem þeir telja að fyrirtæki sín muni bæta við sig starfsmönnum á næstu misserum.

### Bætir í vöxt fjárfestingar atvinnuveganna á þessu ári

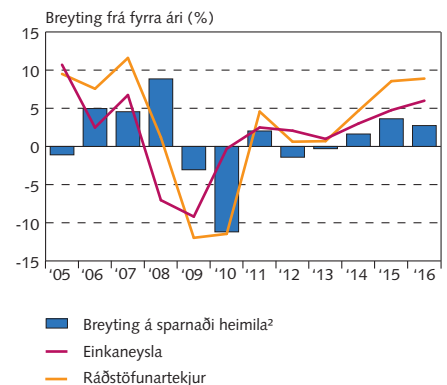
Á þessu ári er búist við því að fjárfesting atvinnuveganna haldi áfram að aukast nokkuð kröftuglega þó að heldur dragi úr vextinum frá síðasta ári. Búist er við að stóriðjutengd fjárfesting og fjárfesting í skipum og flugvélum muni leggja meira til aukningarinnar en í fyrra en á móti vegur að almenn atvinnuvegafjárfesting er talin vaxa heldur hægar en hún gerði á síðasta ári. Að stóriðjutengdri fjárfestingu frátalinni verða undirþættir atvinnuvegafjárfestingar heldur sterkari í ár en búist var við í febrúar og er nú spáð 19% vexti atvinnuvegafjárfestingar í ár sem er rúmlega 4 prósentum meira en í febrúarspánni.

### Fjárfestingarvilji fyrirtækja fer vaxandi

Seðlabankinn kannaði fjárfestingaráform ríflega 100 fyrirtækja nú í vor. Þar kemur fram að fjárfesting þeirra á síðasta ári var meiri en fram kom í sambærilegri könnun síðasta haust (tafla IV-1). Aðspurð um áform fyrir þetta ár kemur fram að búist er við að fjárfesting fyrirtækja verði meiri en á síðasta ári og meiri á þessu ári en þau töldu í haust. Sérstaklega munar um aukningu í flutninga- og ferðaþjónustu

Mynd IV-7

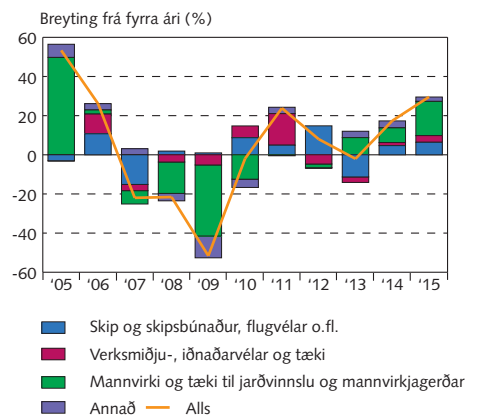
Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2005-2016<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2016. 2. Breyting á hlutfalli ráðstöfunartekna og einkaneyslu.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Fjárfesting atvinnuveganna og framlag eftir tegund 2005-2015

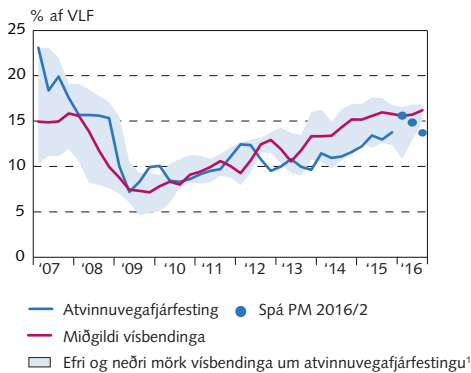


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

Vísendingar um atvinnuvegafjárfestingu

1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2016

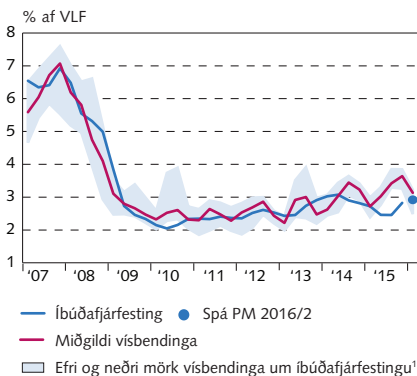


1. Vísendingar eru innflutningur fjárfestingarvöru á föstu verði og svör við fjórum spurningum úr könnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þær spurningar snúa að mati stjórnenda á efnahagshorfun til sex mánaða, hvernig þeir telja innlenda eftirspurn eftir vörum eða þjónustu þeirra fyrirtækis munu þróast á næstu 6 mánuðum, hvort þeir telji fjárfestingu þeirra fyrirtækis munu aukast á líðandi ári samanborið við fyrra ár og hvort framlegð fyrirtækisins muni aukast milli ára. Við matið á bilinu eru allar stærðirnar endurskalaðar þannig að þær hafi sama meðaltal og staðalfrávik og fjárfestingin. Myndin sýnir tveggja fjórðunga hreyfanlegt meðaltal. Vísendingar fjárfestingar eru tafðar um tvo ársfjórðunga.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

Vísendingar um íbúðafjárfestingu

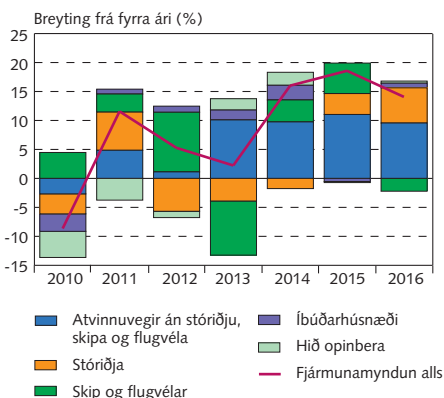
1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2016



1. Vísendingar eru innflutningur steyptustyrktarjárns, innflutningur annars byggingarefnis og sementsala án sölu til stóriðjufyrirtækja. Við matið á bilinu eru stærðirnar endurskalaðar þannig að þær hafi sama meðaltal og staðalfrávik og mæld íbúðafjárfesting. Myndin sýnir hreyfanlegt meðaltal tveggja fjórðunga.  
Heimildir: Aalborg Portland Ísland, Hagstofa Íslands, Sementsverksmiðjan ehf., Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11

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



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

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

Stærstu 101 (98) fyrirtækin	Upphæðir í ma.kr.			Breyting 2014-2015 (%)	Breyting 2015-2016 (%)
	2014	2015	2016	(síðasta könnun)	(síðasta könnun)
Sjávarútvegur (16)	5,9	12,2	15,7	106,1 (49,3)	28,1 (1,7)
Iðnaður (18)	4,8	4,3	4,6	-9,9 (-20,4)	8,1 (-0,8)
Verslun (23)	5,1	7,4	7,9	46,2 (24,1)	7,1 (16,7)
Flutningar og ferðaþj. (7)	13,8	18,2	34,0	31,5 (45,3)	86,9 (38,1)
Fjármál/tryggingar (9)	5,1	4,1	6,2	-19,5 (-8,5)	51,7 (32,5)
Fjöl. og upplýsingat. (7)	7,3	7,3	7,3	-0,4 (-2,9)	-0,4 (3,3)
Þjónusta og annað (21)	14,6	16,4	15,6	12,6 (3,5)	-5,2 (-4,5)
Alls 101 (98)	56,6	69,9	91,3	23,5 (16,4)	30,6 (15,0)

1. Innan sviga er samanburður við síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 98 fyrirtækja fyrir árin 2015-2016 (Peningamál 2015/4).  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

og sjávarútvegi. Í könnuninni er einnig spurt um fjármögnun fjárfestingarinnar. Athyglisvert er að einungis líðlega þriðjungur hennar verður fjármagnaður með lánsfé. Það er samt sem áður hækkun frá fyrri könnunum bankans þar sem þetta hlutfall hefur verið á bilinu 20-30%. Könnunin nær ekki til hótélbygginga en samkvæmt upplýsingum frá framkvæmdaðilum má búast við þó nokkurri aukningu í hótélbyggingum á árinu. Við bætist síðan fjárfesting í skipum og flugvélum og hafa bæst við upplýsingar um ný áform sem ekki lágu fyrir í upphafi árs. Þessar vísendingar eru í samræmi við aðrar upplýsingar um nokkuð öran vöxt fjárfestingar atvinnuveganna (mynd IV-9).

Íbúðafjárfesting eykst lítillega á þessu ári en tekur við sér á næsta ári

Íbúðafjárfesting dróst saman um rúm 3% milli ára í fyrra en í síðustu Peningamálaum var gert ráð fyrir um 3% aukningu. Samdrátturinn í fyrra kom nokkuð á óvart en nýjar upplýsingar benda til þess að vísendingar sem gjarnan er horft til hafi ofmetið íbúðafjárfestingu (mynd IV-10). Eins og fyrr segir hafa stjórnendur fyrirtækja í byggingariðnaði mælst mjög bjartsýnir á efnahagshorfun næstu missera samkvæmt könnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækjanna en það kann að segja meira um umsvif í byggingu hótela en íbúðarhúsnæðis. Það væri í takt við mat Samtaka iðnaðarins um að minna hafi verið byggt af íbúðum í fyrra en áður var áætlað. Byrjunum virðist þó fjölga í takt við fyrri áætlanir en byggingartími íbúða hefur lengst þar sem verktakar hafa lagt meiri áherslu á framkvæmdir við hótélbyggingar. Gert er ráð fyrir að íbúðafjárfesting aukist um tæplega 6% á þessu ári og að meðaltali um tæpan fimmtung á ári á næstu tveimur árum. Þrátt fyrir það verður hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu enn undir þrjátíu ára meðaltali við lok spátímans.

Fjárfesting verður við langtímameðaltal sitt á spátímanum

Eins og fyrr segir var fjárfesting atvinnuveganna yfir þrjátíu ára meðaltali á síðasta ári í fyrsta sinn frá árinu 2008. Fjárfesting í heild var þó enn um 1 prósentu undir langtímameðaltali en hefur þó farið stíghækkandi undanfarin ár. Í spánni er áætlað að vöxtur fjárfestingar í ár verði 14% þar sem almenn atvinnuvegafjárfesting og stóriðjutengd fjárfesting standa fyrir langstærsta hlutanum (mynd IV-11). Verulega

dregur úr vægi þessara liða á næstu tveimur árum en samkvæmt spánni verður veigamesta framlagið frá íbúðafjárfestingu. Gangi spáin eftir verður hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu á þessu ári um 20% og á bilinu 19-20% á næstu tveimur árum.

## Hið opinbera

### Hóflegur vöxtur útgjalda hins opinbera út spátímann

Allt frá því að fjármálakreppan reið yfir hefur aðhalds verið gætt í útgjöldum hins opinbera og þá helst hjá ríkissjóði. Í fyrra jókst samneyslan um 1,1% og hafði hægt á vexti hennar um liðlega ½ prósentu frá árinu áður sem gæti bent til þess að miklar kostnaðarhækkningar vegna launahækkana í kjarasamningum opinberra starfsmanna haldi aftur af raunvexti samneyslunnar. Í spánni er gengið út frá því að svo sé og er því gert ráð fyrir hægum vexti samneyslunnar út spátímann eða að meðaltali um 1½% á ári. Sama gildir um vöxt fjárfestingar hins opinbera þar sem spáð er 3½% meðalaukningu á ári út spátímann. Sú spá byggist á þeirri forsendu að hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu haldist óbreytt út spátímann í tæplega 3%. Sambærilega forsendu um þróun fjárfestingar hins opinbera er einnig að finna í fjárfestingaráætlun fjármála- og efnahagsráðuneytisins. Ekki er gert ráð fyrir útgjöldum vegna byggingar nýs Landspítala umfram það sem gert er ráð fyrir í fjárlögum ársins 2016 en ljóst er að meginþungi þeirrar framkvæmdar yrði utan spátímabilsins.

### Fjárfesting hins opinbera mikil hér á landi í samanburði við aðrar þjóðir sem fóru illa út úr fjármálakreppunni

Í lok síðasta árs var raunvirði fjárfestingar hins opinbera hér á landi 40% lægra en árið 2008 en það ár nam fjárfestingin 4,7% af landsframleiðslu. Í lok síðasta árs hafði hlutfallið lækkað um tæplega 2 prósentur í 2,9%. Írar eru sú Evrópuþjóð sem mest dró úr fjárfestingu hins opinbera í kjölfar fjármálakreppunnar en þar dróst hún saman um 3,4 prósentur af landsframleiðslu á árunum 2008-2013 (mynd IV-12). Á hæla þeirra koma svo Spánverjar og Grikkir með lækkingu sem samsvarar liðlega 2 prósentum af landsframleiðslu. Fjárfestingarhlutfallið er einnig lægst á Írlandi í 1,8% af landsframleiðslu.

### Afkoma ríkissjóðs og hins opinbera í fyrra lítillaga veikari en áður var spáð

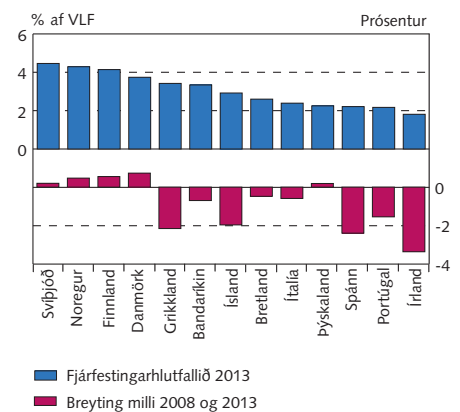
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var afkoma hins opinbera nálægt jafnvægi árið 2015 eða með halla sem samsvarar 0,5% af landsframleiðslu samanborið við 0,1% halla árið á undan. Spá *Peningamála* frá því í nóvember gerði hins vegar ráð fyrir að afkoman yrði í jafnvægi. Reglulegar tekjur hins opinbera voru ofmetnar um 0,6% af landsframleiðslu í spánni en heildarútgjöld ofáttað um 1,1% af landsframleiðslu.

### Ný fjármálastefna og -áætlun fyrir árin 2017-2021

Samkvæmt lögum um opinber fjármál voru þingsályktanir um fjármálastefnu og fjármálaáætlun til næstu fimm ára lagðar fyrir Alþingi til umfjöllunar í lok apríl. Í fjármálastefnunni er gert ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs eins og afkoma hins opinbera verði jákvæð um a.m.k. 1%

Mynd IV-12

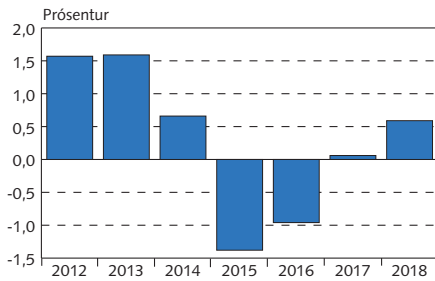
Fjárfesting hins opinbera í ýmsum iðnríkjum árið 2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD.

Mynd IV-13

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

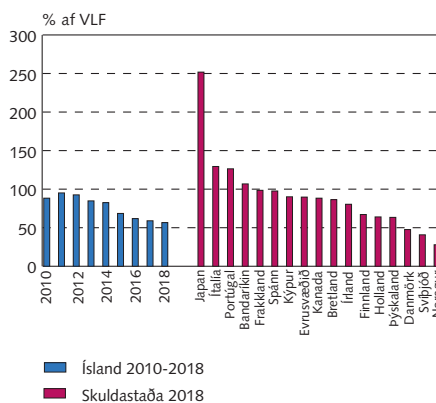


1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþekktum tekjum og gjöldum (t.d. arðgreiðslum og flýtingu niðurgreiðslu verðtryggðra húsnæðislána).

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Fjársýsla ríkisins, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14

Vegar skuldir hins opinbera

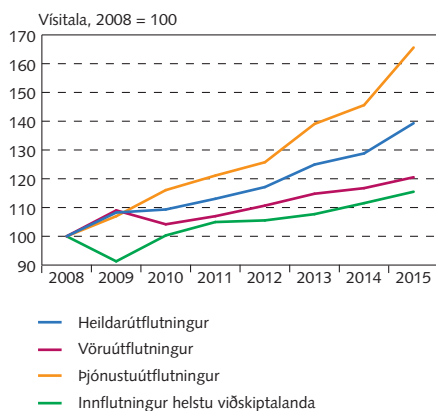


Ísland 2010-2018  
Skuldastaða 2018

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

Mynd IV-15

Útflutningur og eftirspurn viðskiptalanda 2008-2015



Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

af landsframléiðslu öll árin. Það þýðir að gert er ráð fyrir að afkoma sveitarfélaga verði í jafnvægi á sama tíma. Forsendur fjármálaáætlunarinnar gera því ráð fyrir áþekktari afkomu ríkissjóðs og gert var ráð fyrir í þeirri langtímaáætlun sem birt var með fjárlagafrumvarpi ársins 2016. Samkvæmt afkomuspá *Peningamála* er gert ráð fyrir 0,5% af landsframléiðslu lakari afkomu á ári hjá ríkissjóði en í fjárhagsáætluninni á næsta og þar næsta ári eða 0,6% af landsframléiðslu árið 2017 og tæplega 1% af landsframléiðslu árið 2018.

### Töluverð slökun á aðhaldi ríkisfjármála tvö ár í röð

Ef tekjur af stöðugleikaframlögum eru undanskildar versnar afkoma ríkissjóðs á þessu ári samkvæmt grunnspá bankans en batnar hins vegar nokkuð á næstu tveimur árum. Spáð er vaxandi framléiðsluspennu í ár og að hún verði nokkur á meginhluta spátímans. Frumjöfnuður í ár leiðréttur fyrir áhrifum hagsveiflunnar versnar því um 1% af landsframléiðslu milli ára. Slökun aðhalds ríkisfjármála sem því nemur kemur í kjölfar slökunar aðhalds í fyrra um 1,4% og er því samtals 2,4% í fyrra og í ár. Þetta er heldur meiri slökun en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Samkvæmt spánni er síðan gert ráð fyrir lítilliga auknu aðhaldi á næstu tveimur árum eða sem samsvarar um 0,7% af landsframléiðslu sem er nánast sama aðhald og spáð var í febrúar (mynd IV-13). Aðhaldið kemur að langstærstum hluta fram á útgjaldahlíð.

### Skuldir hins opinbera lækka hratt en hægar en áætlað

Í áætlunum um lækkingu skulda ríkissjóðs hefur verið gengið út frá því að 30% hlutur í Landsbankanum yrði seldur á kjörtímabilinu. Ólíklegt er að það náist þar sem til stendur að flýta alþingiskosningum. Því er nú gert ráð fyrir að skuldir ríkissjóðs nemi 54% af landsframléiðslu í lok þessa árs í stað tæplega 50% eins og gert var ráð fyrir í spá *Peningamála* 2015/4. Skuldir hins opinbera nema hins vegar 62% af landsframléiðslu á sama tíma en 57% í lok spátímans (mynd IV-14).

## Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

### Horfur á kröftugum útflutningsvexti annað árið í röð

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um 8,2% milli ára í fyrra. Aukningin var að mestu borin uppi af þjónustuútflutningi sem jókst um tæp 14%. Þetta er nokkru meiri vöxtur en spáð var í febrúar sem skýrist aðallega af auknum tekjum af samgönguþjónustu. Kröftugur álútfutningur á síðasta ársfjórðungi 2015 veldur því einnig að vöruútflutningur jókst heldur meira en gert var ráð fyrir í febrúar. Vöxtur alls útflutnings var því um 1½ prósentu meiri en spáð var í febrúar. Mikill þjónustuútflutningur í ár kemur til viðbótar við töluverða aukningu árin á undan en meðalvöxtur þjónustuútflutnings undanfarinna fimm ára hefur verið um 7½%. Þetta er töluvert umfram vöxt vöruútflutnings og er sérstaklega athyglisvert í ljósi þess að eftirspurn í helstu viðskiptalöndum landsins hefur verið tiltölulega veik og að raungengið hefur hækkað nokkuð á sama tíma (mynd IV-15).

Það sem af er þessu ári hefur vöruútflutningur dregist heldur saman frá sama tíma í fyrra en vísbendingar eru um áframhaldandi kröftugan vöxt þjónustuútflutnings. Þannig sýna tölur um brottfarir

ferðamanna frá Keflavíkurlugvelli um 35% aukningu fyrstu fjóra mánuði ársins miðað við sama tíma í fyrra. Einnig áætla tvö stærstu flugfélög landsins að þau muni auka sætaframboð sitt um þriðjung milli ára á þessu ári. Horfur eru því á að útflutt þjónusta muni vaxa með áþekkingu hætti og í fyrra og gangi það eftir yrði það annað árið í röð þar sem útflutt þjónusta vex um meira en 12% á milli ára. Einnig er gert ráð fyrir svipuðum vexti vöruútflutnings og því spáð að útflutningur í heild vaxi um tæplega 8% frá fyrra ári sem er ríflega 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Skýrist frávíkið fyrst og fremst af auknum vexti í ferðaþjónustu.

### Mikill vöxtur í innflutningi neyslu- og fjárfestingarvara

Innflutningur vöru og þjónustu jókst um 13,5% í fyrra sem er mesti vöxtur innflutnings á einu ári síðan árið 2005. Nokkuð var um innflutning skipa og flugvéla en án hans jókst innflutningur um 12% frá fyrra ári sem er svipað og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Vöxturinn endurspeglar kröftugan vöxt innlestrar eftirspurnar og birtist m.a. í miklum innflutningi varanlegra neysluvara. Utanríkisviðskiptatölur Hagstofunnar benda til áframhaldandi mikils innflutningsvaxtar og hefur innflutningur neysluvara, einkum fólksbíla, aukist töluvert það sem af er ári en einnig er mikill vöxtur í innflutningi fjárfestingarvara. Því eru horfur á að vöruinnflutningur á þessu ári verði talsvert neyslu-drifinn enda spáð auknum vexti innlestrar eftirspurnar og útfluttrar þjónustu á þessu ári. Vísendingar frá Ferðamálastofu um brottfarir Íslendinga frá Keflavíkurlugvelli gefa einnig til kynna að þjónustuinnflutningur muni verða nokkru meiri á þessu ári en gert var ráð fyrir í febrúar og að aukningin verði meiri en í fyrra. Við þetta bætist innflutningur á skipum og flugvélum og er því áætlað að innflutningur muni aukast um tæplega 12% frá fyrra ári. Þetta er nokkru meiri vöxtur en spáð var í febrúar enda horfur á meiri vexti innlestrar eftirspurnar en þá var spáð.

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

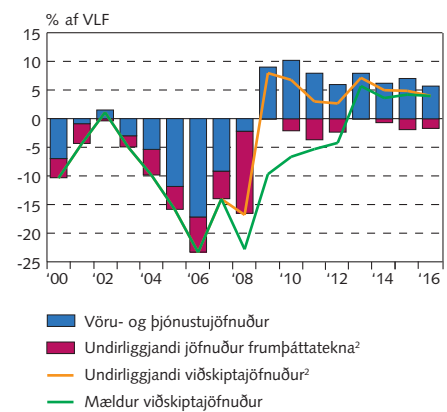
Innflutningur hefur í gegnum tíðina fylgt þróun innlestrar eftirspurnar og svo var einnig í fyrra þegar framlag utanríkisviðskipta var neikvætt um 2 prósentur af landsframleiðslu þrátt fyrir kröftugan vöxt útflutnings. Á þessu ári er spáð heldur minni vexti út- og innflutnings frá fyrra ári en að meira dragi úr innflutningsvextinum þannig að utanríkisviðskiptin verða minni dragbítur á hagvöxt en í fyrra. Þegar líður á spátímamann snýst þetta smám saman við og verður framlagið orðið jákvætt undir lok spátímans þegar gert er ráð fyrir að ný kísilver hefji útflutningsframleiðslu.

### Horfur á minnkandi afgangi á viðskiptum við útlönd

Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum í fyrra nam 7% af landsframleiðslu sem er svipað og spáð var í febrúar. Gangi spáin eftir verður afgangurinn um 5½% á þessu ári sem er heldur minni afgangur en í febrúarspánni og skýrist það af meiri flugvéla- og skipainnflutningi.

Undirliggjandi viðskiptaafgangur nam 108 ma.kr. í fyrra eða 4,9% af landsframleiðslu sem er svipaður afgangur og árið 2014 (mynd IV-16). Gert er ráð fyrir að viðskiptaafgangurinn minnki í 4% af

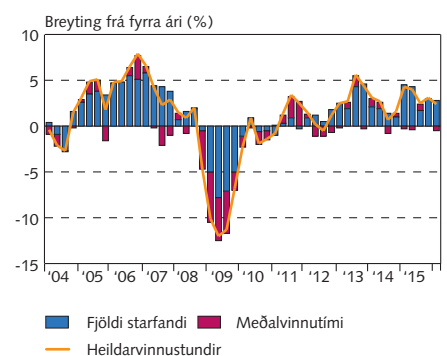
Mynd IV-16  
Viðskiptajöfnuður 2000-2016<sup>1</sup>



1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2016. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis á jöfnuð frumþáttatekna fram til ársins 2012. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slitameðferð. Með nýlegu uppgjöri slitabúanna er ekki lengur munur á mældum og undirliggjandi viðskiptajöfnuði frá og með árinu 2016.

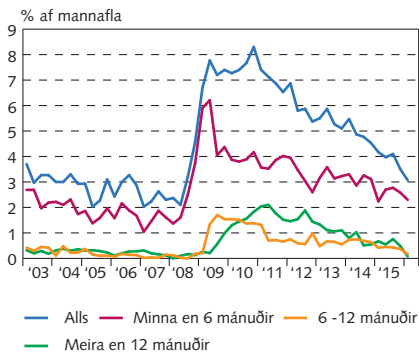
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17  
Breytingar á atvinnu og vinnutíma  
1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2016



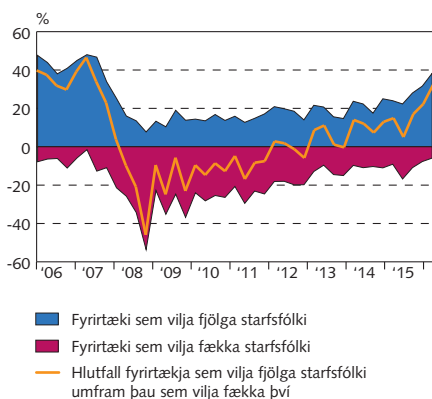
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-18  
Atvinnuleysi eftir lengd<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2016



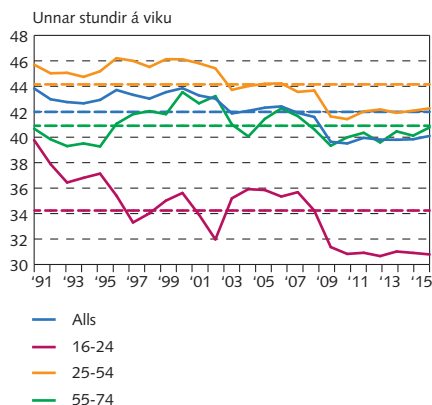
1. Árstíðarleiðrétt.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-19  
Fyrirtæki sem hyggja á starfsmanna-  
breytingar á næstu 6 mánuðum  
1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2016



Heimild: Gallup.

Mynd IV-20  
Unnar stundir eftir aldri 1991-2015<sup>1</sup>



1. Brotalínur sýna meðaltöl 1991-2015.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

landsframleiðslu í ár í takt við minnkandi afgang á vöru- og þjónustu-  
jöfnuði og haldi áfram að minnka það sem eftir lifir spátímans.<sup>1</sup> Gangi  
spáin eftir mun vergur þjóðhagslegur sparnaður vera á bilinu 23-24%  
af landsframleiðslu á spátímanum.

## Vinumarkaður

### Kröftugur vöxtur vinnuafseftirspurnar

Vinnuafseftirspurn jókst svipað milli ára á fyrsta ársfjórðungi og  
spáð var í febrúar. Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar  
(VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 2,3% en gert hafði verið  
ráð fyrir 2,1% fjölgun. Fjölgun heildarvinnustunda stafar af 2,8%  
fjölgun starfandi fólks en meðalvinnutími styttest um 0,5% þar sem  
vinnutími yngsta aldurshópsins styttest um tæplega 4% (mynd IV-17).  
Atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi jókst einnig á milli ára og fólki  
utan vinnumarkaðar hélt áfram að fækka. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi  
mældist 3,1% á fyrsta fjórðungi ársins og minnkaði um 0,4 prósentur  
milli fjórðunga.<sup>2</sup> Það minnkaði minna en sem nemur hækkun hlutfalls  
starfandi þar sem atvinnuþátttaka jókst einnig. Tölur um atvinnuleysi  
sýna einnig að langtímaatvinnuleysi hefur minnkað áfram og hefur  
hlutfall þeirra sem hafa verið atvinnulausir lengur en sex mánuði ekki  
verið lægra frá árinu 2008 (mynd IV-18).

### Stjórnendur gera ráð fyrir mestu fjölgun starfsfólks frá árinu 2007

Útlit er fyrir að vinnuafseftirspurn verði áfram kröftug. Samkvæmt  
vorkönnun Gallup vildu t.d. tæplega þriðjungur fleiri fyrirtæki fjölga  
starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum (mynd IV-19).  
Þetta er töluvert meira en fram kom í vetrarkönnuninni og í könnun  
Gallup frá því fyrir ári. Hlutfallið hefur ekki verið hærra frá árinu 2007  
og það sama á við um fjölda fyrirtækja sem vilja ráða starfsfólk á  
næstu mánuðum. Breytingin frá síðustu könnun stafar bæði af því  
að fleiri fyrirtæki vilja fjölga starfsfólki og færri vilja fækka. Miðað við  
síðustu könnun vildu fleiri stjórnendur í öllum atvinnugreinum nema  
sjávarútvegi fjölga starfsfólki og hlutfall fyrirtækja sem ætluðu að  
fjölga starfsfólki var hærra hjá þeim sem selja til útlanda en þeim sem  
selja á innanlandsmarkað. Eftirspurn eftir vinnuafli er þó sýnu mest í  
byggingarstarfsemi en þar vildu um 70 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga  
starfsfólki en fækka á næstu sex mánuðum. Þetta er hæsta hlutfall  
fyrirtækja í greininni sem hyggur á ráðningar frá upphafi könnunar-  
innar árið 2002.

### Aukin vinnuafslnotkun frekar en framleiðniaukning

Framleiðni vinnuafsls jókst um 0,6% í fyrra. Gert er ráð fyrir að fram-  
leiðnivöxtur verði áfram hægur. Spáð er að hann verði að meðaltali  
um 1% á ári í ár og á næsta ári sem er svipað og var í síðustu spá þótt

1. Undanfarin ár hefur Seðlabankinn birt mat á undirliggjandi viðskiptajöfnuði þar sem reynt er að horfa í gegnum áhrif reiknaðra áfallinna skuldbindinga slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja á uppgjör viðskiptajafnaðar. Með nýlegu uppgjöri slitabúanna er ekki lengur þörf á þessum greinarmun og er ekki munur á mældum og undirliggjandi viðskiptajöfnuði frá og með árinu 2016.
2. Atvinnuleysi eins og það er skráð hjá Vinnumálastofnun (VMST) mældist enn minna eða 2,3% á fyrsta fjórðungi ársins að teknu tilliti til árstíðar og minnkaði um 0,3 prósentur milli fjórðunga og um 0,8 prósentur milli ára.



dreifingin milli ára sé lítillega breytt. Eins og áður hefur verið fjallað um í *Peningamálum* er núverandi bataskeið töluvert ólíkt fyrri bataskeiðum varðandi hægan bata í framleiðni en þróunin er í takt við það sem víða má sjá í þróuðum hagkerfum á undanförunum árum.

### Stytting vinnuvikunnar hagsveiflutengd en einnig hluti af langtímaþróun

Líkt og áður hefur verið fjallað um í *Peningamálum* hefur meðalvinnustundum fjölgað hægt frá því að bati hófst á vinnumarkaði árið 2010 en í kjölfar fjármálakreppunnar fækkaði þeim umtalsvert.<sup>3</sup> Stytting vinnuvikunnar virðist þó aðeins að hluta vera tengd stöðu hagsveiflunnar því að vinnutími allra aldurshópa nema þess elsta var þegar farinn að styttest nokkru fyrir efnahagssamdráttinn árið 2008 (mynd IV-20). Hlutfall starfandi í yngsta aldurshópnum hefur hins vegar aukist nokkuð en hlutfall starfandi í hópnum sem er eldri en 54 ára hefur lækkað (mynd IV-21). Þetta hefur haft í för með sér að hlutur yngsta aldurshópsins í heildarvinnustundum hefur minnkað úr rúmlega 13% að meðaltali á tíunda áratugnum í rúmlega 12% í fyrra en hlutur elsta aldurshópsins hefur á sama tíma aukist úr 16% í rúmlega 23%. Hlutur kjarnahópsins (25-54 ára) í heildarvinnustundum hefur einnig minnkað, úr tæplega 71% í rúmlega 64%, vegna styttri vinnutíma en hlutfall starfandi náði langtímameðaltali sínu í fyrra. Ef meðalvinnutími í hverjum aldurshópi hefði verið sá sami í fyrra og hann var árið 2003 þegar þjóðarbúskapurinn var í nokkuð góðu jafnvægi, hefðu heildarvinnustundir verið 4,4% fleiri en þær voru í reynd.

### Óvíst hversu auðvelt er fyrir þá sem eru laustengdir við vinnumarkaðinn að fá vinnu

Þeir sem teljast atvinnulausir samkvæmt skilgreiningu VMK eru hluti af framboði vinnuafis. Auk þessa hóps eru þrír aðrir hópar sem telja má til mögulegs viðbótarframboðs á vinnumarkaði (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 3 í *Peningamálum 2015/2*): þeir sem eru í hlutastarfi en vilja vinna meira (oft nefndir vinnulitlir) og eru í raun að hluta til atvinnulausir,<sup>4</sup> þeir sem eru að leita að vinnu en geta ekki hafið störf innan tveggja vikna og þeir sem geta hafið störf innan tveggja vikna en eru ekki að leita sér að vinnu. Tveir síðastnefndu hóparnir eru flokkaðir utan vinnumarkaðar en í þeim fyrri eru t.d. þeir sem ekki geta unnið vegna þess að gæsla fyrir börnin er ekki fánleg innan tveggja vikna en í þeim seinni er t.d. fólk sem hefur gefist upp á að leita að vinnu.

Verulega fjölgaði í þessum þremur hópum þegar dró úr vinnuafseftirspurn árið 2008. Eftir að batinn á vinnumarkaði hófst árið 2010 fækkaði bæði vinnulitlum og þeim sem eru að leita að starfi en geta ekki byrjað strax. Þeim sem eru tilbúnir að vinna en eru ekki að leita að vinnu fjölgaði hins vegar áfram og fjölgar enn sem líklega stafar af því að tengsl þeirra við vinnumarkaðinn hafa veikt (mynd IV-22).<sup>5</sup> Miðað

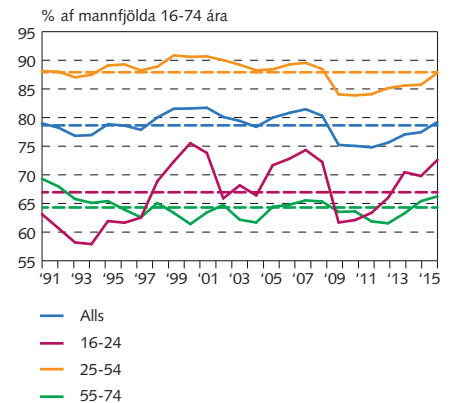
3. Hér er miðað við vinnutíma fólks sem var við vinnu a.m.k. 1 klukkustund í viðmiðunarvikunni.

4. Gerður er greinarmunur á því hvort þeir sem vilja vinna meira eru í hluta- eða fullu starfi. Þeir sem eru í fullu starfi og vilja vinna meira vilja meiri tekjur en ekki endilega lengri vinnutíma, en þeir sem eru í hlutastarfi og vilja vinna meira eru frekar taldir vera vannýtt vinnuafli.

5. Niðurstöður Bjarna G. Einarssonar (2015), "The ins and outs of Icelandic unemployment", Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 69, benda t.d. til þess að þriðjungur í breytingu atvinnuleysis skýrist af því að fólk yfirgefur vinnumarkaðinn.

Mynd IV-21

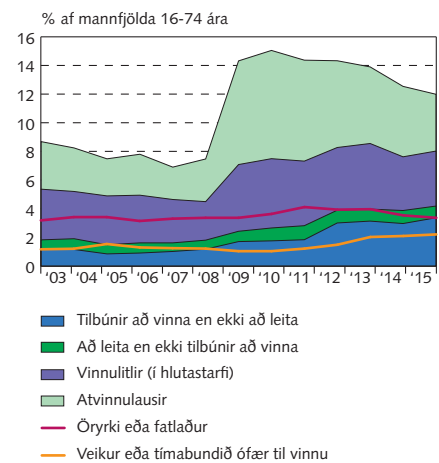
Hlutfall starfandi eftir aldri 1991-2015<sup>1</sup>



1. Brotalínur sýna meðaltöl 1991-2015. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-22

Staða á vinnumarkaði 2003-2015

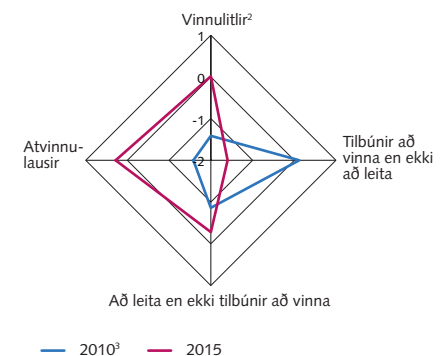


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-23

Mælikvarðar fyrir spennu á vinnumarkaði<sup>1</sup>

Frávik frá meðaltali á árunum 2003-2015 (fjöldi staðalfrávik)

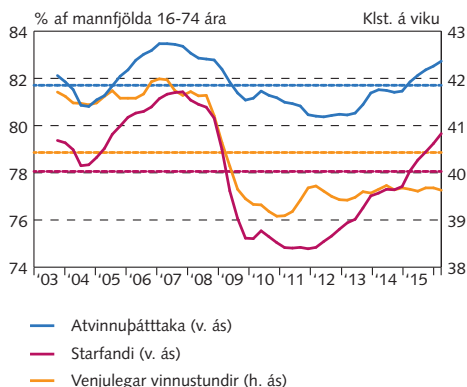


1. Í hlutfalli af mannfjölda. Stöðluð gildi margfölduð með -1 til að neikvætt frávik frá meðaltali sýni spennu. 2. Fjöldi þeirra sem eru í hlutastarfi en vilja vinna meira. 3. Árið sem bati hófst á vinnumarkaði. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-24

Atvinnupáttaka, starfandi og vinnustundir<sup>1</sup>

1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2016

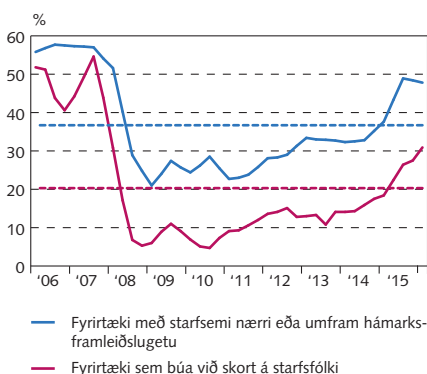


1. Fjögurra fjórðunga hreyfanlegt meðaltal. Brotalínur sýna meðaltöl fyrir tímabilið 1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-25

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

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2016

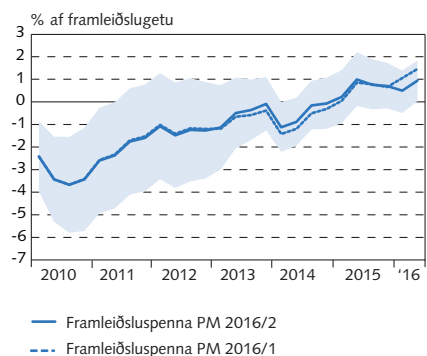


1. Samkvæmt viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Árstíðarleiðrétt gögn. Spurt er um hvort starfsemi sé nærri eða umfram framleiðslugetu tvisvar á ári. Árstjórnungslag gögn eru fengin með línulegri brúnn (e. interpolation). Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilsins.  
Heimildir: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

Mynd IV-26

Framleiðsluspenna<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2016



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

við frávik þessara þriggja hópa og atvinnulausra frá meðaltali virðist svigrúmið til að fjölga á vinnumarkaði því helst vera meðal þeirra sem eru tilbúnir að vinna en eru ekki að leita að vinnu (mynd IV-23). Óvist er hins vegar hversu auðvelt er fyrir þá að fá vinnu þar sem fólk sem hefur verið atvinnulaust eða utan vinnumarkaðar lengi fær oft síður vinnu þar sem atvinnurekendur telja langvarandi atvinnuleysi vera merki um lítinn mannauð.

## Vísendingar um nýtingu framleiðslupátta

## Vaxandi skortur á vinnuaflum ...

Tæplega þriðjungur fyrirtækja í vorkönnun Gallup taldi vera skort á starfsfólki og hefur þetta hlutfall hækkað um tæplega 14 prósentur frá sama tíma í fyrra og ekki verið hærra frá því í lok árs 2007. Tæplega 60% fyrirtækja í byggingastarfsemi og tæplega 40% fyrirtækja í flutningum og ferðaþjónustu töldu sig búa við skort á starfsfólki en hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki í þessum atvinnugreinum hefur aldrei verið hærra. Aðeins rúmlega helmingur fyrirtækja taldi sig geta brugðist við óvæntri aukningu í eftirspurn, en það er svipað hlutfall og var á þriðja fjórðungi ársins 2008. Þetta hlutfall hefur lækkað um 10 prósentur milli ára og um rúmlega 25 prósentur frá því að það varð hæst á sama tíma árið 2011. Skorti á vinnuaflum hefur að einhverju leyti verið mætt með innflutningi vinnuafls en hreinn innflutningur erlendra ríkisborgara hefur numið tæpum 3 prósentum frá því að hann varð jákvæður á þriðja ársfjórðungi 2012.

## ... og flest bendir til að slakinn sé horfinn á vinnumarkaði

Vaxandi spennu gæti því á vinnumarkaði sökum kröftugrar eftirspurnar eftir vinnuaflum. Atvinnupáttaka er orðin svipuð og hún var hæst í byrjun árs 2007 og náði, eins og hlutfall starfandi, meðaltali árána 2003-2015 á fyrri hluta síðasta árs (mynd IV-24). Meðalfjöldi vinnustunda er hins vegar enn undir sögulegu meðaltali og mælikvarðinn á mögulega viðbót á vinnumarkaði yfir því. Það gæti því enn verið eitthvert svigrúm til að mæta aukinni eftirspurn eftir vinnuaflum með lengingu vinnuvikunnar, innflutningi vinnuafls eða aukinni þátttöku hópa sem telja má til mögulegs viðbótarframboðs á vinnumarkaði en þróun þessara þátta hefur gjarnan fylgt hagsveiflunni að einhverju leyti.

## Framleiðsluspenna eykst á þessu ári

Viðhorfskönnun meðal stjórnenda fyrirtækja sýnir að vaxandi hluti fyrirtækja á erfitt með að manna störf og mæta aukinni eftirspurn (mynd IV-25). Þetta rennir stoðum undir það mat að framleiðsluspenna hafi myndast á síðasta ári eftir nokkurra ára skeið þar sem framleiðslupættir voru vannýttir og að horfur séu á því að spennan muni aukast nokkuð á þessu ári. Hagvöxtur síðustu þriggja ára var að meðaltali um 3½% sem er nokkuð umfram vöxt framleiðslugetu. Líkt og í febrúar er talið að framleiðsluslakinn hafi horfið snemma árs í fyrra og spennan muni vaxa nokkuð er líða tekur á árið enda horfur á töluverðum hagvexti í ár (mynd IV-26). Eins og ævinlega er þó töluverð óvissa um þetta mat.

## V Verðbólga

Verðbólga var 1,9% á fyrsta fjórðungi þessa árs sem var í takt við síðustu spá *Peningamála* í febrúar. Hún hefur verið undir 2,5%-verðbólgu markmiði Seðlabankans í meira en tvö ár. Hækkun húsnæðis-verðs hefur lagt mest til verðbólgu undanfarin misseri. Gengishækkun krónunnar og mikill viðskiptakjarabati undanfarin tvö ár hafa aukið svigrúm margra fyrirtækja til að taka á sig kostnaðarhækkunarir. Því hafa umtalsverðar launahækkunarir og aukinn kraftur í þjóðarbúskapnum enn ekki komið fram að ráði í verðhækkunum á innlendri vöru og þjónustu. Á þessu ári mun launakostnaður hækka enn frekar auk þess sem innlend eftirspurn fer hratt vaxandi. Ekki er víst að þeir þættir sem hafa dregið úr verðbólguþrýstingi undanfarið skapi enn frekara svigrúm fyrir fyrirtæki til að taka á sig kostnaðarhækkunarir án þess að hækka verð. Þótt langtímaverðbólguvæntingar hafi þokast niður á við undanfarin ár eru þær enn nokkuð yfir verðbólgu markmiðinu og hafa lítið breyst frá því í febrúar.

### Nýleg verðbólguþróun

#### Verðbólga hefur hjaðnað frá útgáfu síðustu *Peningamála*

Verðbólga hefur verið undir markmiði í meira en tvö ár og hefur hjaðnað undanfarna mánuði. Hún mældist 1,9% á fyrsta ársfjórðungi sem var í takt við febrúarspá *Peningamála*. Verðlækkun innfluttrar vöru hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs á fjórðungnum sem má að miklu leyti rekja til áhrifa afnáms tolla á fatnað og skó í árs-byrjun en verð á bensíni lækkaði einnig nokkuð. Gengishækkun krónunnar á undanförmum misserum hefur einnig dregið úr verðbólgu. Á móti vógu áhrif nokkurrar hækkunar á verði húsnæðis og opinberrar þjónustu á fjórðungnum.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,2% í apríl frá fyrri mánuði og mældist ársverðbólga 1,6% eða 0,6 prósentum minni en við útgáfu síðustu *Peningamála* (mynd V-1). Helsti áhrifaþáttur í apríl var hækkun húsnæðisliðarins ásamt hækkun bensínverðs. Ársverðbólga án húsnæðis var einungis 0,2% í apríl og hefur hjaðnað heldur minna en mæld verðbólga síðan í janúar sl. Verðbólga miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna (sem undanskilur einnig húsnæðiskostnað) mældist 0,3% í mars sl.

### Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

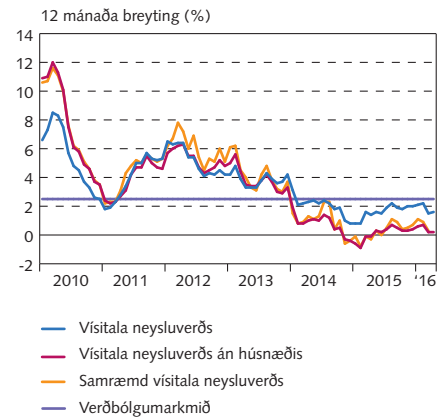
#### Innlendur verðbólguþrýstingur hefur að mestu komið fram í hækkun húsnæðisverðs ...

Undirliggjandi verðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukennndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, hefur haldist nálægt eða undir verðbólgu markmiðinu síðan haustið 2014 og mældist 1,9% í apríl sl. Hún, ásamt flestum öðrum mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu, hefur hjaðnað frá útgáfu *Peningamála* í febrúar. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu hafa einnig hjaðnað frá því í janúar og voru á bilinu 1½-3½% í apríl (mynd V-2).

Mynd V-1

Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu

Janúar 2010 - apríl 2016

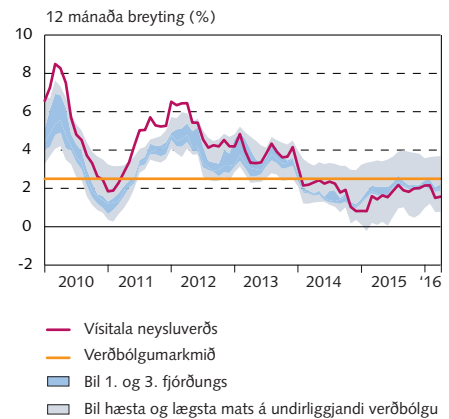


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>

Janúar 2010 - apríl 2016



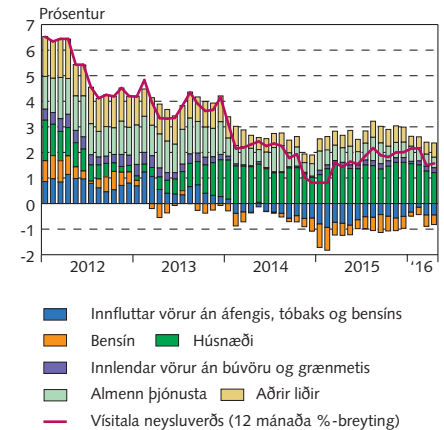
1. Skyggða svæðið inniheldur ólíka mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölu sem horfa fram hjá áhrifum sveiflukennndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og reiknaðar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klíptum meðaltölum og kviku þáttalkani.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Undirlíðir verðbólgu

Framlag til verðbólgu janúar 2012 - apríl 2016

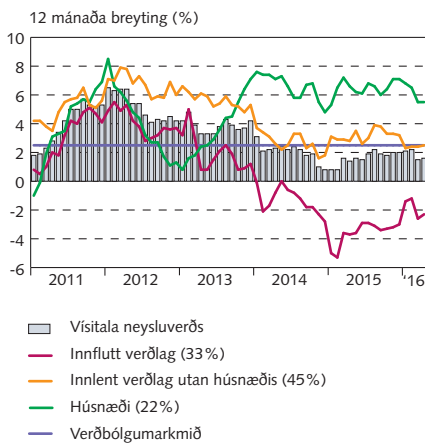


Heimild: Hagstofa Íslands.

## Mynd V-4

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

Janúar 2011 - apríl 2016



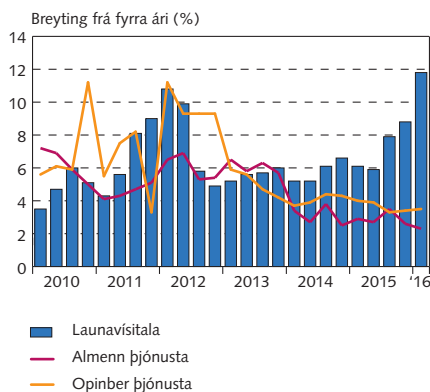
1. Innflutt verðbólga er nálgæð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Innlend verðbólga er nálgæð með verði innlendrar vöru og almennrar og opinberrar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd V-5

## Þróun launa og verðlags þjónustu

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2016

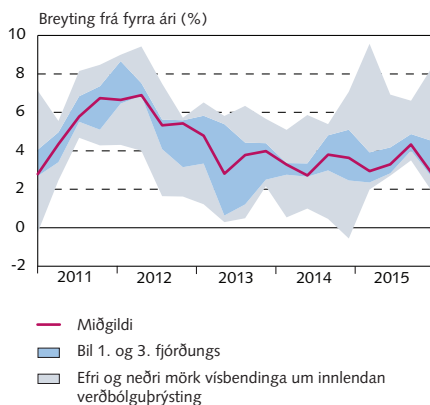


Heimild: Hagstofa Íslands.

## Mynd V-6

Innlendur verðbólguþrýstingur<sup>1</sup>

1. ársfj. 2011 - 4. ársfj. 2015



1. Skyggða svæðið inniheldur fimm vísbendingar um innlendan verðbólguþrýsting. Vísbendingarnar eru launakostnaður á framleiðda einingu (þreyfanlegt meðaltal), verðvísitala landsframleiðslu, verð almennrar þjónustu, verð innlendrar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga hefur undanfarin misseri verið drifin áfram af hækkun húsnæðisverðs (mynd V-3) enda hefur verðbólga án húsnæðis einungis verið um 0,4% að meðaltali á þeim tíma sem mæld verðbólga hefur verið undir markmiði. Árshækkun húsnæðisliðarins nam 5,5% í apríl. Miklar launahækkningar undanfarið ár, vaxandi kaupmáttur launa og aukin efnahagssumsvif hafa fært aukinn kraft í fasteignamarkaðinn (sjá kafla III) en hafa hins vegar enn sem komið er ekki leitt til mikilla verðhækkana á innlendri vöru og þjónustu (mynd V-4). Verð innlendrar vöru hafði hækkað um u.þ.b. 2% á fyrsta ársfjórðungi frá fyrra ári og verð almennrar þjónustu um 2,3%. Athygli vekur að þjónustuverðbólga hefur ekki mælst minni á þennan mælikvarða síðan í byrjun árs 2004. Verð opinberrar þjónustu hefur þó hækkað meira milli ára eða um 3,5% á fyrsta ársfjórðungi. Sum sveitarfélög hafa vísað til umsaminnna launahækkana í tengslum við gjaldskrárhækkningar en hluti opinberrar þjónustu er nokkru mannaflsfrekari en almenni þjónustugeirinn (mynd V-5). Aukinn innlendir kostnaðarþrýstingur hefur ekki birst í meiri hækkun framleiðsluverðs afurða sem seldar eru innanlands. Það lækkaði um 0,5% á fyrsta ársfjórðungi frá því á sama tíma í fyrra eftir nokkra hækkun undanfarin misseri. Mynd V-6 sýnir að innlendir verðbólguþrýstingur hafði hjaðnað í lok ársins 2015 frá fyrri fjórðungi samkvæmt miðgildi nokkurra ólíkra þátta sem endurspeglar innlendan kostnað og var jafnframt minni en á sama tíma ári áður. Dreifing mælikvarðanna hefur hins vegar aukist mikið.

### ... þar sem gengishækkun krónunnar og viðskiptakjarabati vega á móti kostnaðaráhrifum kjarasamninga

Ljóst er að gengishækkun krónunnar á undanförunum misserum auk lækkunar á verði innfluttrar vöru, einkum á olíu, hefur haldið aftur af verðhækkunum í kjölfar aukins kostnaðarþrýstings vegna launahækkana. Verð innfluttrar vöru hefur lækkað um 2,3% sl. tólf mánuði en gengi krónunnar hefur hækkað um rúmlega 9% á sama tíma. Líkt og kemur fram í umfjöllun í rammagrein 5 eru ofangreindir þættir megin-skýring þess að verðbólga hafi verið undir markmiði undanfarin tvö ár. Í ljósi þess hvað innlend verðbólga að undanskildum húsnæðisliðnum hefur haldist lítil er líklegt að töluverðra áhrifa vegna gengishækkunar krónunnar og alþjóðlegrar verðhjöðunar gæti einnig í mælikvörðum á innlendri verðbólgu, t.d. vegna lækkunar á verði innfluttra aðfanga sem notuð eru við framleiðslu innlendrar vöru og verðlækkunar á innlendum vörum sem eru í samkeppni við svipaðar innfluttar vörur. Viðskiptakjarabatinn sem hefur átt sér stað undanfarin tvö ár hefur því auðveldað mörgum fyrirtækjum að taka á sig aukinn kostnað án þess að velta honum út í verðlag (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 1). Verðbólga hefur því hingað til ekki aukist eins mikið og óttast var. Vísbendingar um aukið svigrúm til að taka á sig kostnaðarhækkningar sjást einnig í nýrri könnun Gallup á stöðu og framtíðarhorfum fyrirtækja sem var gerð í febrúar sl. en í henni sögðu 45% stjórnenda að framlegð hafi aukist sl. sex mánuði og einungis um 16% að hún hafi minnkað og voru stjórnendur töluvert jákvæðari um gang mála en í sambærilegri könnun frá sl. hausti.

Nokkrar vísbendingar eru um að blikur séu á lofti hvað varðar verðbólguhorfur. Þannig kemur einnig fram í Gallup-könnuninni að um helmingur stjórnenda bjóst við því að þurfa að hækka verð á vöru

og þjónustu fyrirtækisins á næstu sex mánuðum samanborið við 42% í haustkönnuninni í fyrra. Þetta hlutfall hefur hækkað jafnt og þétt undanfarin tvö ár og hefur ekki verið hærra síðan í mars 2012 (mynd V-7). Þá hefur tíðni verðhækkana aukist nokkuð undanfarið. Um 52% undirliða vísitölu neysluverðs hækkuðu milli mánaða að meðaltali á fyrsta ársfjórðungi og hefur hlutfallið hækkað nokkuð síðan í lok árs 2015 (mynd V-8).

### Laun eru talin hafa hækkað heldur minna í fyrra en spáð var ...

Launahækkunarir sem kveðið er á um í kjarasamningnum sem gerður var í janúar sl. á almennum vinnumarkaði hafa komið fram í launavísitölunni í takt við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá og launaskrið hefur verið svipað og spáð var. Launavísitalan hækkaði um 4% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og nam hækkingun hennar frá sama fjórðungi síðasta árs 11,8% en hafa verður í huga að tvær umsamar launahækkunarir á almennum vinnumarkaði eru inni í árshækkun vísitölunnar.

Eins og fjallað er um í rammagrein 2 sýna fyrstu áætlanir Hagstofu Íslands að hækking launa á tímameiningu hafi verið 5,5% í fyrra sem er nær helmingi minna en þau 10,4% sem gert var ráð fyrir í spá *Peningamála* í febrúar. Telja verður ólíklegt að laun á tímameiningu hafi ekki hækkað meira í fyrra í ljósi mikilla umsaminna launahækkana. Þá má benda á að hækkingin er minni en hækking launavísitölunnar sem nam 7,2% milli ára. Einnig verður að teljast ólíklegt miðað við þær launahækkunarir sem samið var um í kjarasamningnum í fyrra og lítinn framleiðnivöxt að launahlutfallið hafi lækkað milli ára eins og áætlun Hagstofunnar sýnir, þótt á móti komi talsverður viðskiptakjarabati eins og rakið er í rammagrein 1. Í ljósi þessa og annarra vísbendinga um launaþróun er í þeirri spá sem hér er birt gert ráð fyrir að laun á tímameiningu hafi hækkað heldur minna í fyrra en áður var talið eða um 9%. Launahlutfallið er því talið hafa verið tæplega 63% af vergum þáttatekjum í fyrra og hafa hækkað um 1½ prósentu frá árinu 2014 (mynd V-9). Samkvæmt spánni eru horfur á að það hækki enn frekar í ár og á næstu tveimur árum.

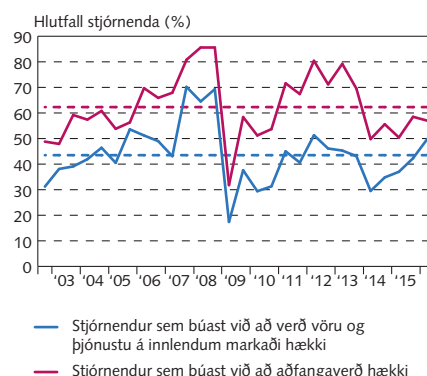
### ... en áfram horfur á mikilli hækkingu launakostnaðar í ár

Gert er ráð fyrir svipuðum launahækkunum í ár og á næstu tveimur árum og í síðustu spá þótt árshækkun launa í ár verði meiri vegna grunnáhrifa tengdra minni launahækkunum í fyrra. Miðað við þá spennu sem virðist vera að myndast á vinnumarkaði (sjá kafla IV) gæti launaskrið verið vanmetið í spánni, sérstaklega þegar líða tekur á spátímabilið.

Minni hækking launa í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúar leiðir til samsvarandi endurskoðunar á hækkingu launakostnaðar á framleidda einingu. Ekki hafa verið gerðar breytingar á mati á launaþróun í ár og því gera grunnáhrif frá fyrra ári það að verkum að launakostnaður á framleidda einingu hækkar meira í ár í samanburði við febrúarspána. Nú er gert ráð fyrir tæplega 10% hækkingu eða um ½ prósentu meiri hækkingu en í febrúar (mynd V-10). Búist er við að vöxturinn á næstu tveimur árum verði hins vegar nokkurn veginn í takt við fyrri spá eða um 5% á ári.

Mynd V-7

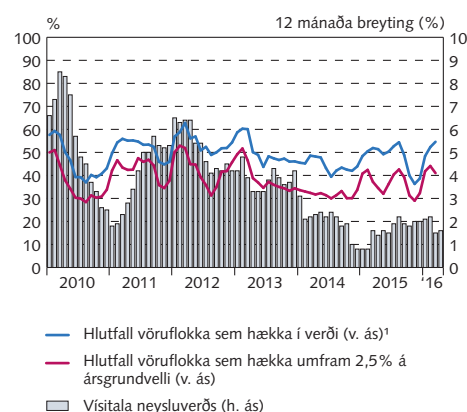
Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð á næstu sex mánuðum 2002-2016<sup>1</sup>



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

Mynd V-8

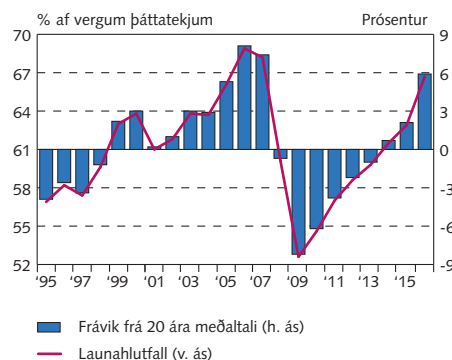
Dreifing verðhækkana vísitölu neysluverðs  
Janúar 2010 - apríl 2016



1. Hlutfall vöruflokka sem hækka í verði er 3 mánaða miðsett meðaltal.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-9

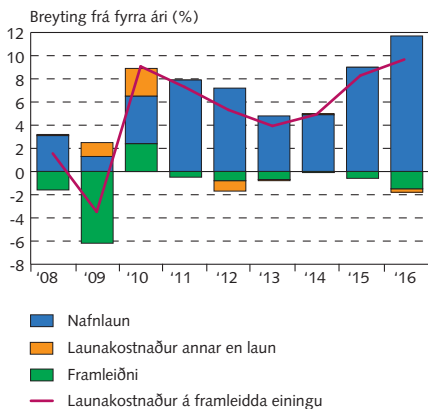
Launahlutfall 1995-2016<sup>1</sup>



1. Hlutfall launa og launakostnaðar af vergum þáttatekjum. 20 ára meðaltal er 60,8% (1995-2014, 1997-grunnur). Grunnspá Seðlabankans 2015-2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-10

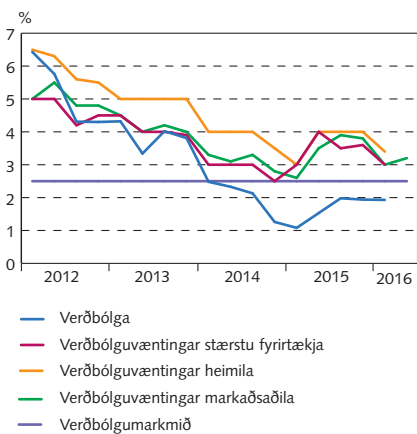
Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2016<sup>1</sup>



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

Mynd V-11

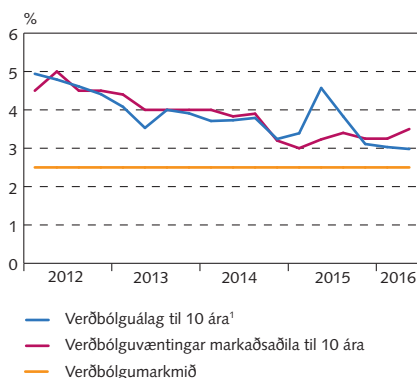
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2016



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-12

Langtímavæntingar  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2016



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

## Verðbólguvæntingar

### Ólík þróun skammtímavæntinga ...

Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa lækkað á nokkra mælikvarða frá síðustu útgáfu *Peningamála* en eru þó enn yfir verðbólgu-markmiðinu þrátt fyrir að bæði mæld og undirliggjandi verðbólga hafi verið undir því um liðlega tveggja ára skeið. Samkvæmt könnun Gallup í febrúar á verðbólguvæntingum stjórnenda fyrirtækja gerðu þeir ráð fyrir að verðbólga yrði 3% eftir eitt ár og lækkuðu verðbólguvæntingar þeirra um 0,6 prósentur frá vetrarkönnuninni sem framkvæmd var í nóvember sl. (mynd V-11). Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru hins vegar óbreyttar í 3,5%. Svipaða sögu er að segja af væntingum heimila en sem fyrr virðast þau vænta heldur meiri verðbólgu en stjórnendur. Í könnun Gallup sem framkvæmd var í febrúar bjuggust heimilin við að verðbólga yrði 3,4% að ári liðnu sem var 0,6 prósentna lækking frá vetrarkönnuninni í fyrra. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru hins vegar óbreyttar í 4%.

Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í byrjun maí, rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, bjuggust markaðsaðilar við því að verðbólga myndi aukast á næstu misserum. Þeir væntu að hún yrði 3,2% að ári liðnu sem er 0,2 prósentum meira en í síðustu könnun í febrúar. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár námu 3,4% eða svipað og í febrúar. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði eftir tvö ár, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, hefur lítið breyst á sama tíma. Álagið eftir tvö ár var að meðaltali rúmlega 3% í apríl. Þróun verðbólguálagsins að undanfögnu, bæði til skamms og langs tíma, virðist ekki hafa litast jafn mikið af innflæði fjármagns á skuldabréfamarkaði líkt og raunin var meginhluta ársins 2015 (sjá nánar í kafla III). Þó þarf að fara varlega í túlkun á álaginu þar sem það inniheldur einnig áhættuþóknun sem tengist seljanleika bréfanna auk áhættuþóknunar vegna óvissu um verðbólgu. Ætla má að þessar áhættuþóknunir hafi sveiflast nokkuð undanfarið og verðbólguálagið því tekið breytingum sem ekki tengjast breytingum á verðbólguvæntingum markaðsaðila.

### ... og langtímavæntingar enn nokkuð yfir verðbólgu markmiðinu

Verðbólguvæntingar markaðsaðila til langs tíma hafa hækkað lítillega frá því í febrúar en hafa verið svipaðar undanfarið ár. Þeir búast við að verðbólga verði að meðaltali 3,5% á næstu tíu árum sem er 0,2 prósentum hærra en þeir væntu í síðustu könnun í febrúar (mynd V-12). Verðbólguálag til fimm og tíu ára mælist heldur lægra en væntingar markaðsaðila og var að meðaltali um 3% í apríl. Verðbólguvæntingar hafa því haldist nokkuð stöðugar að undanfögnu og hugsanlegt er að skammtímaáhrifaþættir sem hafa vegið upp á móti innlendum verðbólguþrýstingi hafi einnig áhrif á langtímavæntingar. Þótt þær hafi þokast niður undanfarið virðist enn vanta upp á að tekist hafi að skapa þeim trausta kjölfestu í verðbólgu markmiðinu.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands bötunðu viðskiptakjör þjóðarþúsins um 6,8% í fyrra og kemur sá bati til viðbótar við 3,3% bata árið 2014. Þessi mikli viðskiptakjarabati þýðir að hagsæld þjóðarinnar er í raun að aukast nokkru meira en endurspeglast í þeim ágæta hagvexti sem hefur verið undanfarið. Hér er fjallað um þessa þróun og hún sett í samhengi við samspil launahækkana og verðbólgu undanfarið.

### Viðskiptakjör hafa batnað töluvert undanfarin tvö ár ...

Viðskiptakjör mæla það verð sem Íslendingar fá fyrir útflutning sinn í hlutfalli við verð þeirrar vöru og þjónustu sem þeir flytja inn. Viðskiptakjör batna því t.d. þegar verðlag útflutningsafurða hækkar og þegar verðlag innflutningsafurða lækkar. Ríflega 10% af viðskiptakjarabata undanfarinna tveggja ára má rekja til þess að verðlag útflutningsafurða í íslenskum krónum hækkaði um tæplega 1% undanfarin tvö ár en á sama tíma lækkaði innflutningsverðlag um tæplega 9% í krónum talið. Munar þar mestu um verðlækkun olíu og hrávöru á alþjóðamörkuðum en einnig hefur verð sjávarafurða hækkað um hátt í 20% á tímabilinu mælt í erlendum gjaldmiðlum.<sup>1</sup> Þessi hækkun hlutfallslegs verðlags útflutnings hefur í för með sér að hægt er að kaupa meira magn innflutnings fyrir gefið magn útflutnings, þ.e. kaupmáttur útflutnings Íslendinga hefur aukist. Þetta sést á mynd 1 sem sýnir að kaupmáttur útflutnings jókst um 15,5% í fyrra og um samtals næstum 23% á árunum 2014-2015. Á sama tíma hefur útflutningur aukist um samtals 11,5% að magni til.

### ... og hafa álíka jákvæð viðskiptakjaraáhrif ekki mælst síðan á áttunda áratug síðustu aldar

Ein leið til að meta áhrif viðskiptakjarabata á þjóðarþúíð er að mæla svokölluð viðskiptakjaraáhrif sem bera saman kaupmátt útflutnings og útflutningsmagn og setur mismuninn í hlutfall við landsframleiðslu fyrra árs.<sup>2</sup> Eins og sést á mynd 2 voru viðskiptakjaraáhrifin jákvæð um 3,9% af vergri landsframleiðslu í fyrra og samtals um 5,8% á undanförunum tveimur árum. Það þarf að leita aftur til miðs áttunda áratugar síðustu aldar til að finna álíka jákvæð viðskiptakjaraáhrif yfir tveggja ára tímabil. Þau koma hins vegar í kjölfar nánast samfelldrar rýrnunar viðskiptakjara frá árinu 2007 sem hafa leitt af sér neikvæð viðskiptakjaraáhrif sem nema samtals ríflega 9% af landsframleiðslu. Enn er því nokkuð í land að viðskiptakjörin nái aftur því stigi sem þau voru á fyrir fjármálakreppuna og hina alþjóðlegu efnahagskreppu.

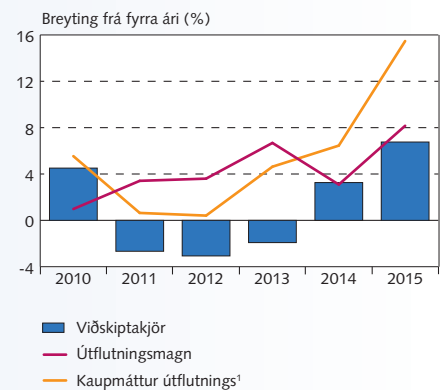
Eins og mynd 3 sýnir eru hin jákvæðu áhrif viðskiptakjara batans töluvert meiri hér á landi en meðal annarra OECD-ríkja. Þau ríki sem komast næst eru Suður-Kórea og Írland en önnur OECD-ríki þar sem hrávörur vega þungt í útflutningi, eins og t.d. Noregur, hafa orðið fyrir verulega neikvæðum viðskiptakjaraáhrifum. Sérstaka athygli vekur hve áhrifin hafa verið ólík hér á landi í samanburði við önnur lönd þar sem hrávöruútflutningur vegur þungt.

1. Álverð hefur á sama tíma lækkað samtals um tæplega 5% en þá lækkan bera hin alþjóðlegu stóriðjuver að mestu leyti. Hluta viðskiptakjarabata má einnig rekja til hækkunar á gengi krónunnar undanfarin misseri. Eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2015/4 bendir söguleg reynsla til þess að 1% gengishækkun hafi í för með sér líðlega 0,2% bata viðskiptakjara. Á síðustu tveimur árum hefur gengi krónunnar hækkað um u.þ.b. 8% gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla og samkvæmt því má rekja tæplega fimmting af 10% viðskiptakjarabata til hækkunar á gengi krónunnar.
2. Viðskiptakjaraáhrifin eru því reiknuð sem  $X(\pi_x - \pi_m) / [(1 + \pi_x)(1 + \pi_m)]$  þar sem  $X$  er nafnvirði heildarútflutnings ársins,  $\pi_x$  er breyting útflutningsverðs og  $\pi_m$  er breyting innflutningsverðs. Viðskiptakjaraáhrifin eru því jákvæð ef útflutningsverðlag hækkar meira en verðlag innflutnings, þ.e. ef viðskiptakjör batna.

## Rammagrein 1

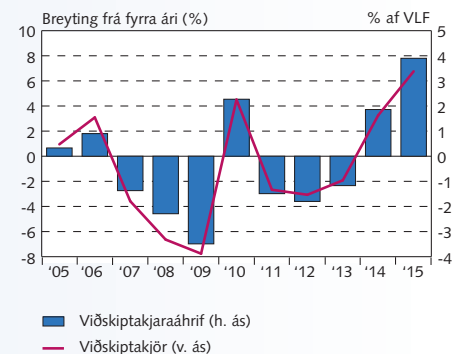
### Batnandi viðskiptakjör og aukin hagsæld

Mynd 1  
Útflutningur og viðskiptakjör



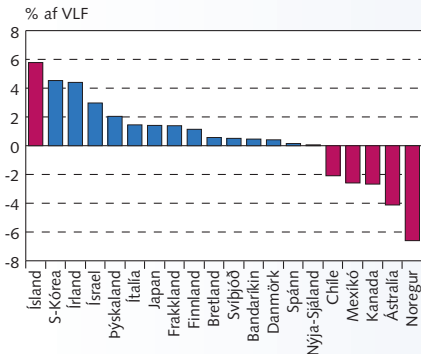
1. Kaupmáttur útflutnings er mældur sem verðmæti útflutnings vöru og þjónustu staðvirk með innflutningsverðlagi.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Viðskiptakjör og viðskiptakjaraáhrif<sup>1</sup>



1. Viðskiptakjör vöru og þjónustu (hlutfallslegt verðlag út- og innflutnings). Viðskiptakjaraáhrif mæla mismun kaupmáttar útflutnings og útflutningsmagns í hlutfalli af VLF fyrra árs.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

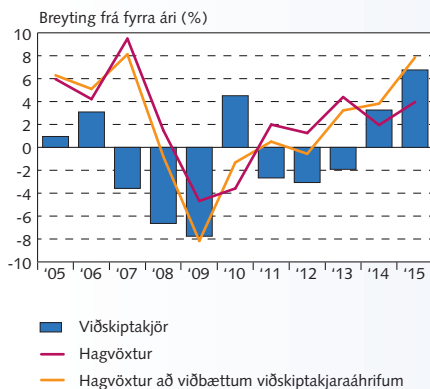
Mynd 3

Viðskiptakjaraáhrif í 20 OECD-ríkjum 2014-2015<sup>1</sup>

1. Mismunur kaupmáttar útflutnings og útflutningsmagns í hlutfalli af VLF fyrra árs. Samtals áhrif fyrir árin 2014-2015. Þau lönd sem eru flokkuð sem hrávöruútflytjendur miðað við vægi hrávöru í hreinum útflutningi eru táknð með rauðlitum súlum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD).

Mynd 4

Hagvöxtur og vöxtur kaupmáttar VLF<sup>1</sup>

1. Kaupmáttur landsframleiðslu er mældur sem VLF að viðbættum viðskiptakjaraáhrifum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Hagvöxtur sl. tveggja ára hefur verið kröftugur en sé leiðrétt fyrir viðskiptakjaraáhrifum mælist efnahagsbatinn enn meiri

Hinn hefðbundni mælikvarði á umfang efnahagsstarfseminnar er verg landsframleiðsla sem mælir markaðsvirði þeirrar vöru og þjónustu sem framleidd er í landinu. Hagvöxtur á þennan mælikvarða sýnir því magnbreytingu landsframleiðslunnar. Alla jafnan ætti þróun hennar að endurspegla ágætlega breytingar á efnahagslegri velmegun þjóða en þegar miklar breytingar verða á viðskiptakjörum þarf svo ekki að vera. Þegar viðskiptakjör batna leiðir það t.d. til þess að kaupmáttur tekna innlendra framleiðenda verður meiri en ella. Tekjuaukinn rennur síðan til eigenda framleiðsluþáttanna (þ.e. hluthafa og starfsmanna fyrirtækjanna) og þannig inn í þjóðarþúskapinn sem hefur hlutfallslega meira til ráðstöfunar til kaupa á innlendra og innfluttri vöru og þjónustu. Kaupmáttur landsframleiðslunnar eykst því meira en sem nemur framleiðsluvextinum sem nær því ekki fyllilega að endurspegla aukna velmegun þjóðarinnar og það svigrúm sem er til staðar til að ráðstafa verðmætum innanlands, t.d. í laun og einkaneyslu.

Til að endurspegla betur stöðu þjóðarþúsins þegar viðskiptakjör breytast eins mikið og raun ber vitni væri því hægt að horfa til hagvaxtar eins og hann er mældur með magnbreytingu vergrar landsframleiðslu að viðbættum áhrifum breytinga á viðskiptakjörum. Þennan mælikvarða á efnahagssumsvifum mætti kalla kaupmátt landsframleiðslunnar en er í sumum ríkjum kallaður „vergar lands-tekjur“ (e. real gross domestic income), þótt sú hugtakanotkun hafi ekki tíðkast í íslenskum þjóðhagsreikningum. Eins og sjá má á mynd 4 hefur hagvöxtur leiðréttur með viðskiptakjaraáhrifum verið tvöfalt meiri en hagvöxtur mældur á hefðbundinn hátt sl. tvö ár: árið 2014 var hann næstum 2 prósentum meiri eða 3,8% í stað 2% og í fyrra var hann næstum 4 prósentum meiri eða 7,9% í stað 4%. Samdrátturinn árin þar á undan er hins vegar meiri þegar tekið er tillit til viðskiptakjaraáhrifanna og því er árlegur meðalhagvöxtur í kjölfar fjármálakreppunnar sá sami á báða mælikvarða eða 0,8%.

## Þjóðartekjur hafa einnig aukist hraðar en sem nemur hagvexti undanfarinna tveggja ára ...

Annar mælikvarði á afrakstur efnahagsstarfseminnar, sem algengara er að nota hér á landi, er vergar þjóðartekjur. Til viðbótar við áhrif viðskiptakjara er þá einnig tekið tillit til eigna- og launatekna sem Íslendingar hafa af starfsemi sinni utan landssteinanna, t.d. vegna starfsemi fyrirtækja erlendis í þeirra eigu. Með sama hætti þarf að draga frá eigna- og launatekjur útlendinga sem starfa hér á landi. Til viðbótar við viðskiptakjaraáhrifin er því bætt áhrifum af breytingum hreinna eigna- og launatekna frá útlöndum, þ.e. því sem nefnt er jöfnuði frumþáttatekna.<sup>3</sup>

Með sama hætti og hagvöxtur að viðbættum viðskiptakjaraáhrifum nær betur að endurspegla bein áhrif bættra viðskiptakjara á innlenda velmegun, endurspegla vergar þjóðartekjur betur bein áhrif breytinga á hreinum frumþáttatekjum frá útlöndum á afkomu þjóðarþúsins. Ef hagnaður íslenskra fyrirtækja sem starfa erlendis eykst t.d. mælist aukinn arður til innlendra eigenda beint í vergum þjóðartekjum en ekki í vergri landsframleiðslu. Þjóðartekjur eru því betri mælikvarði á hverju þjóðin hefur úr að spila til að leggja í neyslu eða sparnað heldur en landsframleiðslan.

Vandinn við þennan mælikvarða á efnahagsframvinduna liggur hins vegar í því hversu erfitt er að mæla þessar hreinu frumþátta-

3. Verg landsframleiðsla að viðbættum jöfnuði frumþáttatekna er það sem kallað er verg þjóðarframleiðsla (e. gross national product). Sjá nánar umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamáli* 2013/4.



tekjur, sérstaklega frá því að fjármálakreppan skall á. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2013/4 liggur vandinn í því að opinberar tölur um hreinar frumþáttatekjur byggjast á tölum sem innihalda reiknaðar áfallnar vaxtatekjur og -gjöld af erlendum eignum og skuldum hinna föllnu innlendu fjármálafyrirtækja. Þar sem erlendar skuldir þeirra voru töluvert meiri en eignir er um verulegar fjárhæðir að ræða í reiknuðum áföllnum vaxtagjöldum sem endurspeglar ekki raunverulegar greiðslur úr slitabúum þeirra eða vaxtagjöld sem verða nokkurn tímann greidd, eins og nú hefur endanlega verið staðfest í nýsamþykktu uppgjöri þeirra. Í fyrrnefndri rammagrein eru vergar þjóðartekjur því endurmetnar þar sem byggt er á mati Seðlabankans á undirliggjandi frumþáttatekjum sem hefur legið til grundvallar matinu á undirliggjandi viðskiptajöfnuði sem bankinn hefur reglulega birt frá því að fjármálakreppan skall á. Mynd 5 sýnir samanburð á þessum tveimur mælikvörðum.<sup>4</sup>

Eins og vænta má er þróunin töluvert ólík strax í kjölfar fjármálakreppunnar eftir því hvort horft er til opinbers uppgjörs frumþáttatekna eða reynt að horfa í gegnum áhrif slitabúanna á jöfnuðinn og er samdrátturinn töluvert meiri á fyrri mælikvarðann en á móti er batinn árin þar á eftir meiri. Munurinn hefur þó farið minnkandi er frá hefur liðið og í fyrra gaf opinbert uppgjör til kynna að vöxtur þjóðartekna hafi verið 8,7% en 1 prósentu minni, eða 7,7%, þegar leiðrétt er fyrir áhrifum slitabúa á frumþáttajöfnuðinn. Frá næsta ári verður vöxtur þjóðartekna á þessa tvo mælikvarða hinn sami þar sem undirliggjandi frumþáttatekjur verða þær sömu og í opinberu uppgjöri frá og með þessu ári.

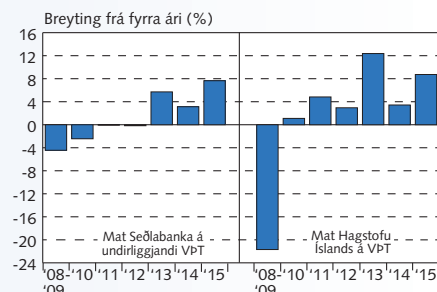
### ... og innlend hagsæld því aukist nokkru meira en endurspeglast í hefðbundnum mælingum á hagvexti

Mynd 6 ber að lokum saman þróun efnahagsumsvifa á þá þrjá mælikvarða sem hér hefur verið lýst. Eins og myndin ber með sér varð samdráttur þjóðartekna meiri en landsframleiðslunnar strax í kjölfar fjármálakreppunnar, hvort sem framleiðslan er leiðrétt fyrir viðskiptakjaraáhrifum eða ekki, enda urðu hreinar eignatekjur Íslendinga í útlöndum mun neikvæðari en áður við fall fjármálakerfisins, jafnvel þótt horft sé í gegnum áhrif fallinna fjármálafyrirtækja. Við þetta bættist síðan töluvert rýrnun viðskiptakjara þegar alþjóðlega fjármálakreppan hrundi af stað alþjóðlegri efnahagskreppu sem leiddi til verðlækkunar á helstu útflutningsafurðum. Eins og sjá má í töflu 1 gerði þetta tvöfalda áfall það að verkum að afrakstur efnahagsstarfseminnar, hvort sem horft er á landsframleiðslu leiðrétt fyrir viðskiptakjaraáhrifum eða þjóðartekjur, dróst meira saman í kjölfar kreppunnar en framleiðslustigið sjálft. Framleiðslustigið tekur síðan að vaxa á ný árið 2010 en tekjumælikvarðarnir tveir taka ekki að vaxa fyrir alvöru fyrir en tveimur árum síðar. Frá þeim tíma hafa tekjur hins vegar vaxið hraðar og í fyrra voru þjóðartekjur liðlega 9% hærra en þær voru hæstar fyrir fjármálakreppuna. Landsframleiðslan hefur einnig náð fyrri hápunkti og var í fyrra að meðaltali 5% meiri en hún varð mest árið 2008. Leiðrétt fyrir viðskiptakjaraáhrifum var hún þó ekki nema tæplega 4% yfir fyrri hápunkti enda vegur þar þungt að viðskiptakjör voru enn 13% undir því sem þau voru hagstæðust í aðdraganda fjármálakreppunnar.

4. Ákveðinn vandi er þó einnig við mat á undirliggjandi þjóðartekjum árið sem fjármálakreppan skellur á þar sem skuldbindingar fjármálafyrirtækja eru teknar með í mati á undirliggjandi frumþáttatekjum fyrstu þrjá fjórðunga ársins 2008 en falla út úr þeim mælikvarða á fjórða ársfjórðungi þegar þau fara í þrot. Við þetta verða miklar sveiflur í undirliggjandi þjóðartekjum árin 2008 og 2009 þar sem halli á undirliggjandi frumþáttajöfnuði eykst töluvert árið 2008 en minnkar síðan verulega á ný árið 2009. Það hefur í för með sér að vergar þjóðartekjur dragast mikið saman árið 2008 en aukast síðan töluvert árið 2009. Af þeirri ástæðu eru þessi tvö ár tekin saman á mynd 5.

Mynd 5

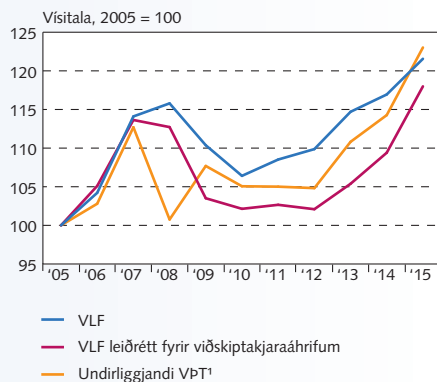
Vergar þjóðartekjur - samanburður á tölum Seðlabankans og Hagstofunnar<sup>1</sup>



1. Mismunur þessara tveggja mælikvarða liggur í meðhöndlun á hreinum vaxtagjöldum fallinna fjármálafyrirtækja í kjölfar fjármálakreppunnar (sjá skýringar í meginexta). Árin 2008-2009 eru tekin saman þar sem þessi vaxtagjöld hætta að mælast í undirliggjandi matinu á þriðja ársfjórðungi 2008 þegar þau fara í þrot sem býr til mikla sveiflu í ársvexti þjóðartekna milli árunna 2008 og 2009.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Ólíkir mælikvarðar á umfang efnahagsstarfseminnar



1. Undirliggjandi VPT eru VPT leiðréttar fyrir áhrifum fallinna fjármálafyrirtækja á hreinar eignatekjur frá útlöndum.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 1 Efnahagsþróunin í kjölfar fjármálakreppunnar (%)

Áhrifaþáttur	Viðskipta- kjör	VLF	VLF að viðb. viðsk.kj.áhr.	VPT
Breyting í kjölfar kreppu <sup>1</sup>	-21,0	-8,1	-10,2	-10,6
Breyting frá hápunkti fyrir kreppu <sup>2</sup>	-13,0	5,0	3,8	9,2
Breyting frá lágpunkti eftir kreppu <sup>3</sup>	10,2	14,2	15,6	22,1
Vöxtur árin 2014-2015	10,2	6,0	12,0	11,0
Vöxtur árið 2015	6,8	4,0	7,9	7,7

VLF er verg landsframleiðsla og VPT eru undirliggjandi vegar þjóðartekjur (sjá skýringar í megin-texta).  
1. Breyting viðkomandi stærðar frá hápunkti fyrir kreppu (árin 2000-2008) til lágpunkts eftir kreppu (árin 2008-2015). 2. Breyting milli ársins 2015 og hápunkts fyrir kreppu. 3. Breyting milli ársins 2015 og lágpunkts eftir kreppu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Aukin hagsæld og samspil launahækkana og verðbólgu

Þau verðmæti sem eru til skiptanna innanlands hafa því aukist hraðar en endurspeglast í kröftugum hagvexti undanfarinna tveggja ára. Það getur að einhverju leyti varpað ljósi á nýlega efnahagsþróun, eins og t.d. nýgerða kjarasamninga og áhrif þeirra á neyslu- og sparnaðarákvarðanir einstaklinga og á þróun verðbólgunnar undanfarið.

Kjarasamningarnir í fyrra fólu í sér launahækkunar langt umfram framleiðnivöxt sem að öðru óbreyttu leiðir til stórauðs verðbólguþrýstings. Viðskiptakjarabatinn hefur hins vegar þýtt að svigrúm útflutningsfyrirtækja til að mæta slíkum hækkunum er meira en ella. Þessi fyrirtæki hafa því síður þurft að velta viðbótarkostnaði vegna ríflegra launahækkana út í verðlag og bætist það við lækkandi jaðarkostnað fyrirtækja sem nota erlend aðföng í framleiðslu sem lækkun innflutningsverðlags hefur haft í för með sér. Bein áhrif launahækkana á verðbólgu verða því minni en ella. Eftir sitja þó bein áhrif launahækkana á fyrirtæki sem ekki hafa notið viðskiptakjarabatans og óbein áhrif á verðbólgu í gegnum áhrif mikilla launahækkana á verðbólguvæntingar og eftirspurn en ætla má að lengri tíma taki fyrir þau áhrif að koma fram en hin beinu áhrif (fjallað er um áhrifaþætti verðbólgunnar í rammagrein 5). Mikill viðskiptakjarabati undanfarin tvö ár getur því að einhverju leyti hjálpað til við að skilja af hverju áhrif launahækkana á verðbólgu hafa verið minni og seinni að koma fram en upphaflega var talið.

Hagstofa Íslands birti í mars sl. fyrstu tölur um launakostnað á grundvelli þjóðhagsreikninga fyrir árið 2015 og endurskoðaðar tölur fyrir árin 2012-2014. Við gerð þjóðhagsspáa Seðlabankans eru notaðar tölur úr framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga Hagstofunnar fyrir laun og launatengd gjöld (sjá nánar í rammagrein 4 í *Peningamálum* 2015/4). Þar sem þessar tölur birtast með nokkurri töf er einnig byggt á mati sérfræðinga bankans á nýlegri þróun launa þar sem notast er við margvíslegar vísbendingar um innlenda launaþróun, þ.m.t. launavísitölu Hagstofunnar. Reynslan hefur sýnt að það eru einkum tveir þættir sem valda skekkjum í áætlunum bankans á sögulegri launaþróun: annars vegar endurskoðun á þjóðhagsreikningum Hagstofunnar sem hafa verið endurskoðaðir bæði til lækkunar og hækkunar og því leitt til bæði of- og vanmats á sögulegri launaþróun og hins vegar vanmat á launaskriði.

### Laun á tímaeiningu hafa hækkað um tæplega 1 prósentu minna á árunum 2012-2014 en fyrri áætlanir bentu til

Eins og fram kemur á mynd 1 breytast tölur þjóðhagsreikninga fyrir laun og launatengd gjöld nokkuð í hvert skipti sem ný endurskoðun Hagstofunnar liggur fyrir og nær endurskoðunin oft mörg ár aftur í tímann. Engin regla virðist vera á því hvort endurskoðunin leiðir til hækkunar eða lækkunar. Endurskoðunin nú sýnir að launastigið var að jafnaði litlu lægra á árunum 2012-2014 en áður birtar tölur sýndu.

### Laun hækka minna en launavísitalan árið 2015 samkvæmt áætlun Hagstofunnar ...

Samkvæmt tölum Hagstofunnar hækkuðu laun og launatengd gjöld alls um rúmlega 9% í fyrra. Þegar sú tala hefur verið leiðrétt fyrir þróun launatengdra gjalda (fyrst og fremst þróun lífeyrissjóðsframlags atvinnurekenda og tryggingargjalds) og síðan umreiknuð yfir í laun á tímaeiningu með gögnum um fjölda starfandi og meðalvinnutíma úr vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar hækkuðu laun á tímaeiningu um 5,5% milli árunna 2014 og 2015. Þetta er nokkrum minni hækkun launa en launavísitala Hagstofunnar gefur til kynna en samkvæmt henni hækkuðu laun um 7,2% milli ársmeðaltala í fyrra. Eins og rakið er í *Peningamálum* 2015/4 er hins vegar líklegt að launavísitalan feli í sér vanmat á launahækkunum vegna kjarasamninga í fyrra þar sem hluti þeirra kvað á um afturvirkar launahækkunar sem oft voru greiddar út sem eingreiðslur en við útreikning vísitölnnar eru óreglulegar eingreiðslur ekki teknar með.

### ... og töluvert minna en gert hefur verið ráð fyrir í grunnspá Seðlabankans

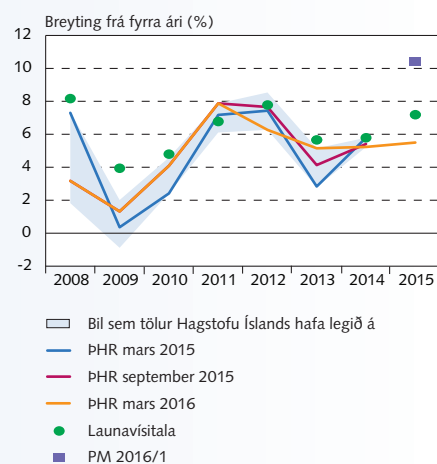
Fyrstu tölur Hagstofunnar fyrir árið 2015 sýna einnig töluvert minni hækkun launa en gert var ráð fyrir í grunnspá Seðlabankans í febrúar sem byggðist á áætlunum um hækkun launa vegna kjarasamninga sem gerðir voru á árinu 2015 og um launaskriði. Í mati bankans hafði verið gert ráð fyrir 10,4% hækkun launa á tímaeiningu árið 2015 en það er nær tvöfalt meira en samkvæmt fyrstu tölum Hagstofunnar. Telja verður ólíklegt að laun á tímaeiningu hafi hækkað um tæplega 2 prósentum minna en launavísitalan í ljósi líklegs vanmats hennar á launahækkunum. Vísbendingar eru einnig um að launahækkunar samkvæmt upplýsingum um staðgreiðslu launa hafi verið nokkru meiri þegar árið lá fyrir í heild en þegar mat Hagstofunnar var gert enda kom stór hluti af kjarasamningum opinberra starfsmanna til framkvæmda undir lok ársins.

Miðað við hækkunar sem samið var um í kjarasamningum í fyrra og fjölgun heildarvinnustunda verður einnig að telja ólíklegt að launahlutfallið hafi lækkað lítillega milli ára eins og áætlun Hagstofunnar sýnir (mynd 2). Til viðmiðunar má einnig hafa kjarasamning-

## Rammagrein 2

### Fyrstu tölur Hagstofu Íslands um launakostnað fyrir árið 2015 og endurskoðun fyrri talna

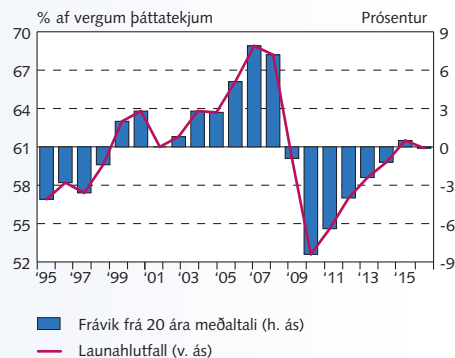
Mynd 1  
Laun á tímaeiningu<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir mismunandi mat Hagstofu Íslands á launakostnaði skv. þjóðhagsreikningum í samanburði við launavísitölu og mat Seðlabankans fyrir árið 2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Launahlutfall samkvæmt tölum Hagstofunnar<sup>1</sup>



1. Hlutfall launa og launakostnaðar af vergum þáttatekjum. 20 ára meðaltal er 61% (1996-2015, 1997-grunnur).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ana árið 2011 en þar var samið að meðaltali um 5% hækkun launa. Tölur Hagstofunnar sýna nú fimm árum seinna að laun á tímaeiningu hækkuðu um 9,6% það árið. Í ljósi þess að mat samningsaðila á almennum vinnumarkaði hljóðaði upp á 7% hækkun að meðaltali við gerð kjarasamninga í fyrra og að laun opinberra starfsmanna hækkuðu um allt að 10% í kjölfar kjaradóms verður að telja ólíklegt að hækkun launa á tímaeiningu árið 2015 hafi verið töluvert minni en árið 2011.

#### **Endurskoðað mat bankans á launahækkunum sl. árs**

Í ljósi þessara vísbendinga er í þeirri spá sem hér er birt gert ráð fyrir að laun á tímaeiningu hafi hækkað um 9% í fyrra en ekki 5,5% eins og fyrstu tölur Hagstofunnar gefa til kynna. Fyrir því eru for-dæmi. Árið 2014 þegar fyrstu tölur fyrir árið 2013 lágu fyrir var t.d. ákveðið að nota ekki fyrsta mat Hagstofunnar sem hljóðaði upp á 2,8% hækkun launa á tímaeiningu, heldur 4,5% sem var meðaltal mats Hagstofunnar og áætlunarinnar sem hafði verið í síðustu spá Seðlabankans sem var 6%. Við síðustu endurskoðun Hagstofunnar í mars sl. gerir stofnunin ráð fyrir að laun hafi hækkað um 5,2% á árinu 2013 sem er mun nær mati bankans en upphaflegu mati Hagstofunnar.

Raungengið lækkaði mikið á árinu 2008 en hefur hækkað nokkuð að undanförmu eins og sést á mynd 1 og er nú nálægt meðalraungengi undanfarinna þrjátíu ára. Eins og mynd 2 sýnir má að stærstu leyti rekja hækkunina til hækkunar á nafngengi krónunnar en meiri verðbólga hér á landi en í helstu viðskiptalöndum hefur einnig leitt til hækkunar raungengis. Á þessu tímabili hefur verið viðvarandi afgangur á viðskiptum við útlönd. Síðustu ár hefur hagvöxtur jafnframt verið þróttmikill, viðskiptakjör batnað og erlend skuldastaða stórbatnað. Því má ætla að hækkun raungengis endurspegli að einhverju leyti hækkun jafnvægisraungengis. Í þessari rammagrein er reynt að leggja mat á hvert jafnvægisraungengið sé nú og hve mikið það hafi breyst undanfarin ár.

### Skilgreiningar

Hægt er að leggja mat á jafnvægisraungengi með mismunandi hætti (sjá t.d. viðauka 1 í *Peningamállum* 2007/3). Hér verður einungis horft til þeirrar aðferðar sem tekur mið af ytri sjálfbærni þjóðarbúskaðarins en með því er átt við að hrein erlend staða sem hlutfall af landsframleiðslu sé stöðug yfir tíma. Jafnvægisraungengið er þá skilgreint sem það raungengi sem tryggir að nægilegur afgangur sé á viðskiptum við útlönd til þess að hrein staða sem hlutfall af landsframleiðslu haldist óbreytt til lengdar.

Þetta samhengi má rita með formlegum hætti með því að skilgreina  $CA$  sem viðskiptajöfnuð,  $X$  og  $M$  sem út- og innflutning (og  $NX = X - M$  sem hreinan útflutning),  $A$  sem erlendar eignir Íslendinga og  $D$  sem skuldir þeirra. Þessar eignir og skuldir ávaxtast síðan með vöxtunum  $r^A$  og  $r^D$ . Þá gildir eftirfarandi bókhaldssamband (þar sem stærðin í sviganum er það sem nefnt er jöfnuður frumpáttatekna):

$$CA = NX + (r^A A - r^D D)$$

Það gildir einnig um hreinu erlendu stöðuna, þ.e. mismun eigna Íslendinga erlendis og skulda þeirra ( $NA = A - D$ ) að ef litið er fram hjá breytingum á virði eigna og skulda (t.d. vegna verðbreytinga á hlutafé eða afskrifta vegna gjaldþrota) mun hrein staða þjóðarbúsins breytast sem nemur viðskiptajöfnuðinum:

$$NA = NA_{-1} + CA$$

Þar sem  $NA_{-1}$  eru hreinar eignir fyrra árs. Ef halli er á viðskiptajöfnuði þarf að fjármagna hallann sem þýðir að hrein staða þjóðarbúsins versnar, þ.e. skuldir aukast og/eða eignir minnka. Hrein staða batnar að sama skapi ef afgangur er á viðskiptajöfnuði.

Hægt er að sýna fram á að þessi tvö bókhaldssambönd gefa einfalt samband á milli hreinnar erlendar stöðu og þess viðskiptajafnaðar sem tryggir ytri sjálfbærni þjóðarbúsins. Ef  $g$  táknað vöxt nafnvirðis landsframleiðslunnar, lágstafir hlutföll af vergri landsframleiðslu og jafnvægisraungengi eru táknuð með stjörnu gildir að:

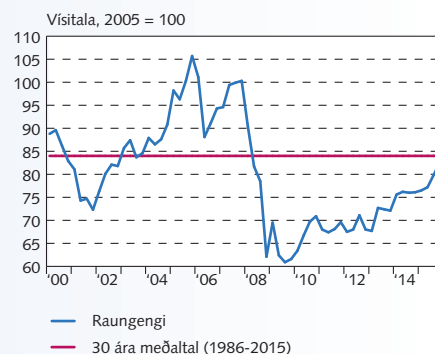
$$ca^* = \frac{g}{1+g} na^*$$

Ef t.d. er gert ráð fyrir að jafnvægisraungengi sé 2,7% er árlegur nafnvöxtur landsframleiðslunnar 5,27% sé miðað við að verðlag hækki til langs tíma í takt við verðbólgu markmið Seðlabankans. Sé miðað við að hrein erlend staða sé -133% af landsframleiðslu eins og hún var í árslok 2008 fæst að í jafnvægi getur viðskiptahallinn verið 6,7% af landsframleiðslu án þess að hrein erlend staða versni frekar. Eins og rakið er í rammagrein 4 hefur hrein erlend staða batnað verulega í kjölfar uppgjörs við slitabú fallinna fjármálafyrirtækja og nam einungis -14,4% af landsframleiðslu í lok síðasta árs. Að óbreyttum jafnvægisraungengi landsframleiðslunnar og forsendum um

## Rammagrein 3

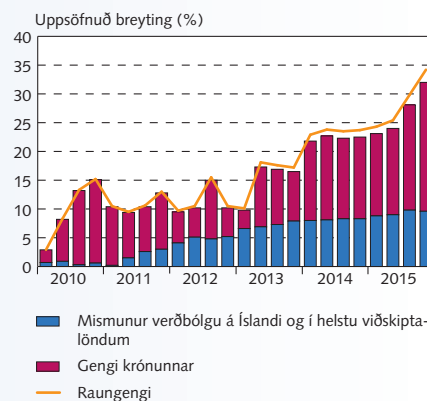
### Hefur jafnvægisraungengið hækkað?

Mynd 1  
Raungengi  
1. ársfj. 2000 - 4. ársfj. 2015



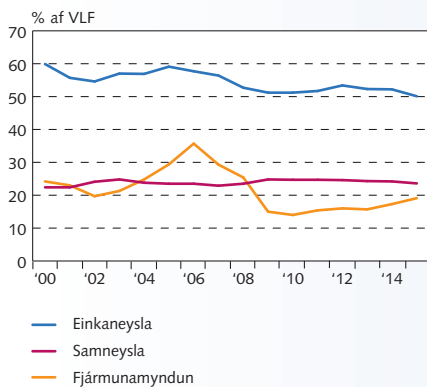
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Hækkun raungengis frá 4. ársfj. 2009



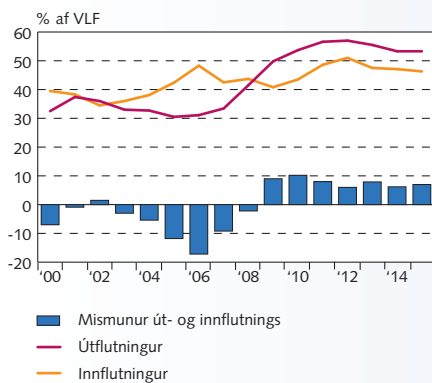
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3  
Hlutfall helstu eftirspurnarliða af VLF  
2000-2015



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 4  
Hlutfall út- og innflutnings af VLF 2000-2015



Heimild: Hagstofa Íslands.

ávöxtun eigna og skulda verður jafnvægisviðskiptahallinn töluvert minni eða 0,7%.

Að lokum má sjá að jafnvægisgildi hreins útflutnings,  $NX$ , ræðst af hreinni erlendri stöðu og vöxtum á erlendum eignum og skuldum. Ef til einföldunar er gert ráð fyrir að þessir vextir séu jafnir gildir að:

$$nx^* = ca^* - r \cdot na^* = \left( \frac{g}{1+g} - r \right) na^*$$

Ef erlendu vextirnir eru jafnir nafnvexti landsframleiðslunnar er því nóg að útflutningur sé jafn innflutningi til að tryggja ytri sjálfbærni þjóðarbúsins. Séu vextirnir hins vegar hærri en nafnvöxtur landsframleiðslunnar og hreina staðan er neikvæð krefst ytri sjálfbærni þess að útflutningur sé meiri en innflutningur og öfugt í þjóðarbúi þar sem erlendar eignir eru hærri en skuldir. Við þær aðstæður sem nú eru hér á landi þar sem hrein erlend staða er nálægt núlli verður skilyrðið fyrir ytri sjálfbærni þjóðarbúsins að utanríkisviðskipti séu u.þ.b. í jafnvægi jafnvel þótt einhver munur sé á vexti nafnvirðis landsframleiðslunnar og nafnvöxtun erlendra eigna og skulda.

### Halli á viðskiptum við útlönd hefur snúist í afgang ...

Mynd 3 sýnir þróun hlutfalls helstu þjóðhagsstærða af vergri landsframleiðslu. Þar sést að einkaneysla og fjárfesting minnkuðu mikið sem hlutfall af landsframleiðslu í kjölfar fjármálakreppunnar. Hlutfall fjárfestingar hefur smám saman hækkað á ný en hlutfall einkaneyslunnar hefur haldist lágt. Hlutfall samneyslunnar hækkaði hins vegar í kjölfar fjármálakreppunnar en hefur lækkað lítið eitt frá þeim tíma.

Eins og sést á mynd 4 hækkaði hlutfall útflutnings af landsframleiðslunni mjög í kjölfar fjármálakreppunnar. Þar gætir áhrifa frá útflutningi álvers Reyðaráls sem hófst á árinu 2007, lækun raungengisins sem hækkaði hlutfallslegt verð útflutnings á móti verði landsframleiðslunnar og á síðustu árum einnig frá mikilli aukningu útfluttrar þjónustu sem að mestu leyti má rekja til fjölgunar erlendra ferðamanna. Eins og myndin sýnir hefur hlutfall innflutnings einnig hækkað en þó minna og því hefur halli á utanríkisviðskiptum snúist í afgang. Hefur afgangurinn haldist yfir 5% af landsframleiðslu á hverju ári frá árinu 2009 þrátt fyrir að raungengið hafi hækkað nokkuð undanfarin ár. Því má ætla að ef hlutföll út- og innflutnings í fyrra hafi verið nokkuð nálægt jafnvægis skilyrðum sé jafnvægisraungengið nokkra herra en raungengi undanfarinna ára.

### ... og jafnvægisraungengið hefur líklega hækkað

Til að reikna út jafnvægisraungengið þarf að taka tillit til tvenns konar áhrifa: annars vegar áhrifa aukinnar eftirspurnar á innflutning þegar stærðir eins og einkaneysla og fjárfesting þróast í átt að jafnvægisgildum sínum og hins vegar áhrifa herra raungengis á út- og innflutning. Ef miðað er við að jafnvægis hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu sé um 21%, að í jafnvægi sé hlutfall samneyslu af landsframleiðslu 23% og að útflutningur þurfi að vera jafn innflutningi til að tryggja ytri sjálfbærni þjóðarbúsins leiðir af þessum forsendum að jafnvægis hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu sé um 56%.<sup>1</sup> Miðað við þessar forsendur, viðskiptajöfnuð og erlenda stöðu í lok síðasta árs og að því gefnu aðávöxtun erlendra eigna sé svipuð og erlendra skulda og svipuð nafnvexti landsframleiðslunnar

1. Jafnvægisfjárfestingarhlutfallið ræðst af hlutfalli fjármagns á móti landsframleiðslu, hagvexti og afskriftum. Fjárfestingarhlutfallið hefur verið tæplega 21% af landsframleiðslu að meðaltali sl. þrjátíu ár en var 19,1% í fyrra. Hlutfall samneyslu af landsframleiðslu hefur verið að meðaltali tæplega 23% af landsframleiðslu undanfarin þrjátíu ár en var 23,6% árið 2015. Nánar er fjallað um samhengi jafnvægisútgjaldahlutfalla og jafnvægis-eiginleika þjóðarbúsins í grein Ásgeirs Danielssonar (2009). Þar er einnig fjallað ítarlega um ýmsar forsendur sem liggja að baki mati á jafnvægisraungenginu.

má áætla að jafnvægisraungengið sé um 89 stig, sem er um 13% hærra en það var í fyrra og 6% hærra en að meðaltali sl. þrjátíu ár.<sup>2</sup>

Þetta er nokkur hækkun jafnvægisraungengis frá því sem áður hefur verið metið. Þannig fékk Ásgeir Danielsson (2009) það út að miðað við fyrstu sjö ár aldarinnar væri jafnvægisraungengið um 72 stig eða hátt í fimmtungi lægra en það sem nú er áætlað miðað við aðstæður á árinu 2015. Samkvæmt þessu hefur staða þjóðarbúsins batnað það mikið að það getur nú staðið undir hærra útgjaldastigi og hærra jafnvægisraungengi en það gerði áður. Meginskýringin liggur í því hve ytri jöfnuður þjóðarbúsins hefur batnað með batnandi viðskiptakjörum og kröftugri útflutningsstarfsemi, sérstaklega undanfarin ár með kröftugum vexti útfluttrar þjónustu. Niðurstöðurnar benda því til þess að hækkun raungengis undanfarið megi að töluverðu leyti rekja til aðlögunar raungengis að hærra jafnvægisraungengi og að hún endurspegli því eðlilega aðlögun þjóðarbúsins að hærra útgjaldastigi en verið hefur undanfarin ár.

### Mat á jafnvægisraungengi er ávallt háð nokkurri óvissu

Niðurstöður svona útreikninga eru háðar fjölda forsendna. Ef útflutt þjónusta heldur áfram að vaxa jafn hratt og hún hefur gert undanfarið er sennilegt að ekki bara raungengið sjálft hækki vegna mikils innstreymis gjaldeyris heldur einnig metið jafnvægisgildi þess. Ekki er heldur útilokað að sparnaðarhneigð Íslendinga hafi hækkað varanlega í kjölfar fjármálakreppunnar og því sé jafnvægisglutfall einkaneyslu af landsframleiðslu lægra en áður. Við slíkar aðstæður gæti þjóðarbúið stefnt í stöðu þar sem hrein erlend staða verður jákvæð (eins og hún var við lok síðari heimsstyrjaldarinnar) með tilheyrandi áhrifum á jafnvægisraungengið. Þá er óvissa varðandi vexti á alþjóðamörkuðum. Þeir hafa verið mjög lágir um nokkurt skeið. Áhættuálag hefur að vísu verið tiltölulega hátt þannig að lánakjör þeirra sem hafa lágt lánshæfismat eru oft óhagstæð. Ef alþjóðlegir vextir verða áfram lágir og innlendir hagvöxtur áfram kröftugur hefur það einnig áhrif á mat á jafnvægisraungengi.

Að lokum er rétt að hafa í huga að þótt hægt sé að reikna jafnvægisraungengi út fyrir einstaka ár og jafnvel einstaka ársfjórðunga er best að hugsa sér jafnvægisraungengi sem niðurstöðu úr útreikningum þar sem horft er til aðstæðna yfir nokkurra ára tímabil. Að sama skapi er rétt að hafa í huga að ytri jöfnuður hagkerfisins þarf ekki að vera í jafnvægi einstaka ár til að tryggja jafnvægi en hann þarf að vera það þegar horft er til lengri tíma. Þjóðarbúskapurinn getur verið lengi á braut sem er ekki sjálfbær og lítið skuldsett hagkerfi með sæmlegt lánshæfismat getur þolað raungengi sem er verulega umfram jafnvægisraungengið og safnað skuldum áður en þeir kraftar sem fyrr eða síðar stöðva ósjálfbæra þróun láta til sín taka.

### Heimildir

Ásgeir Danielsson (2009). QMM: A steady state version, Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 44.

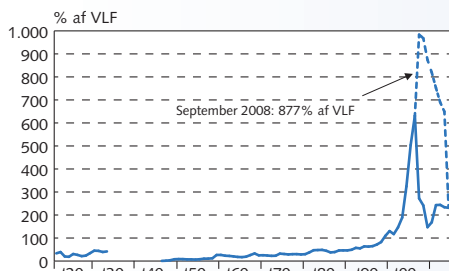
Ásgeir Danielsson, Bjarni G. Einarsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson, Signý Sigmundardóttir, Jósef Sigurðsson og Rósa Sveinsdóttir (2015). QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy. Version 3.0. Seðlabanki Íslands, *Working Paper* nr. 71.

2. Hér er notast við þjóðhagslíkan Seðlabankans, QMM, en stöðu-rúms-líkan af raungengi gefur einnig áþekkar niðurstöður. Nánari upplýsingar um þjóðhagslíkan bankans er að finna í Ásgeir Danielsson o.fl. (2015).

## Rammagrein 4

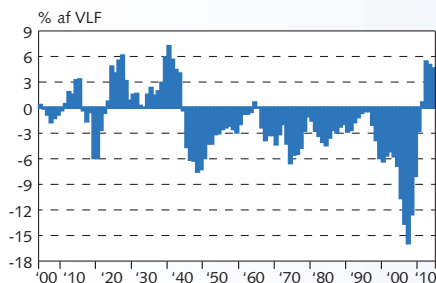
Erlend staða  
þjóðarbúsins í sögulegu  
og alþjóðlegu ljósi

Mynd 1

Vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins  
1922-2015<sup>1</sup>

1. Gögn fyrir tímabilið 1922-1994 eru frá Þjóðhagsstofnun, en gögn vantar fyrir árin 1935-1946. Gögn 1995-2015 eru frá Seðlabanka Íslands og Hagstofu Íslands. Brotalína sýnir vergar erlendar skuldir samkvæmt alþjóðlegum stöðlum þar sem skuldir slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja eru færðar á fullu nafnverði. Heila línan sýnir mat Seðlabankans á undirliggjandi vergum erlendum skuldum þjóðarbúsins. Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Viðskiptajöfnuður 1905-2015<sup>1</sup>

■ Fimm ára hlaupandi meðaltal viðskiptajafnaðar

1. Byggt er á tölum Þjóðhagsstofnunar 1901-1944, tölum Hagstofu Íslands 1945-1994 og tölum Seðlabanka Íslands og Hagstofunnar 1995-2015, þar sem miðað er við undirliggjandi viðskiptajöfnuð 2008-2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Erlend staða þjóðarbúsins, eins og hún er mæld samkvæmt alþjóðlegum stöðlum, breyttist verulega í kjölfar þess að nauðasamningar slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja voru staðfestir á grundvelli uppfylltra stöðugleikaskilyrða í lok síðasta árs. Nú er því ekki lengur ástæða til að reikna sérstaklega út undirliggjandi erlenda stöðu þar sem horft er í gegnum uppgjör búanna til að fá raunhæfari mynd af ytri stöðu íslenska hagkerfisins til framtíðar.<sup>1</sup> Í þessari rammagrein er fjallað um ytri stöðu þjóðarbúsins í sögulegu og alþjóðlegu tilliti. Í ljós kemur að hrein erlend staða þjóðarbúsins, sem var neikvæð um 14½% af landsframleiðslu í lok síðasta árs, hefur ekki verið hagstæðari í u.þ.b. fimmtíu ár og er betri en almennt gerist meðal þróaðra ríkja.<sup>2</sup> Bein fjárfesting, sem jafnan er talin áreiðanlegri fjármögnun en lántaka, er ennfremur meiri sem hlutfall af heildar erlendum skuldum en um áratugaskeið.

## Erlendar skuldir þjóðarbúsins hækkuðu verulega í upphafi fjórða áratugar síðustu aldar ...

Það er engin tilviljun að sögulegar tölur um erlendar skuldir þjóðarbúsins ná aftur til ársins 1922.<sup>3</sup> Árið áður þurftu íslensk stjórnvöld að taka lán hjá enskum banka að andvirði um 8% af landsframleiðslu til að leysa þá alvarlegu banka- og gjaldeyriskreppu sem ríkt hafði í landinu um nokkurra missera skeið. Í kjölfarið var tímabundnum höftum á milliríkjavíðskiptum aflétt og gengislækkun krónunnar gagnvart þeirri dönsku viðurkennd með sérstakri gengisskráningu í fyrsta sinn (Bjarni G. Einarsson o.fl., 2015). Hagstofu Íslands var í kjölfarið falið að safna upplýsingum um erlendar skuldir þjóðarbúsins enda var stjórnvöldum ljóst að fylgjast yrði betur með þessum málum í ljósi reynslunnar (Magnús Guðmundsson, 1922). Vergar erlendar skuldir Íslands námu um þriðjungi af landsframleiðslu í kjölfar enska lánsins en lækkuðu í tæpan fjórðung af landsframleiðslu áður en kreppan mikla skall á (mynd 1). Þá þurftu stjórnvöld á ný að leysa úr alvarlegri banka- og gjaldeyriskreppu (Bjarni G. Einarsson o.fl., 2015) og vergar erlendar skuldir jukust í 45% af landsframleiðslu árið 1931.

## ... en þær voru greiddar upp í síðari heimstyrjöldinni áður en þær tóku að aukast aftur

Ekki liggja fyrir heildstæðar upplýsingar um þróun erlendra skulda þjóðarbúsins á árunum 1935-1946 en ætla má að þær hafi að stærstu leyti verið greiddar upp í seinni heimstyrjöldinni eftir að mikill hagvöxtur og langvarandi takmarkanir á gjaldeyris- og milliríkjavíðskipti leiddu til uppsafnaðs viðskiptaafgangs (mynd 2). Um talsverð lausafjareign í erlendum gjaldmiðli hafði ennfremur byggt upp en hún gekk til þurrðar á aðeins tveimur árum eftir stríð. Vergar erlendar skuldir jukust því á ný og námu rúmlega fjórðungi af landsframleiðslu árið 1960 í kjölfar mikilla fjárfestingarumsvifa, samfellds viðskiptahalla frá stríðslokum og tveggja stórra gengisfellinga. Mikil-

1. Slitabú föllnu bankanna setja þó enn svip sinn á erlenda stöðu þjóðarbúsins og því má vænta frekari breytinga eftir því sem uppgjóri þeirra vindur fram. Í *Fjármálastöðugleika* 2016/1 er einnig fjallað um erlenda stöðu þjóðarbúsins í kjölfar uppgjörs slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja.
2. Í rammagreininni er m.a. byggt á sögulegum gögnum Þjóðhagsstofnunar um vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins á tímabilinu 1922-1994 og hreina erlenda stöðu, þ.e. mismun erlendra eigna og skulda, fyrir árin 1960-1994. Nokkurt ósamræmi virðist vera á milli raðanna þar sem í nokkrum tilvikum er hrein erlend staða neikvæð um meira en nemur vergum erlendum skuldum. Því verður að taka eldri gögnum með einhverjum fyrirvara.
3. Til eru tölur um erlendar skuldir bankakerfisins aftur til ársins 1886 (sjá Bjarna G. Einarsson o.fl., 2015) og erlendar skuldir ríkissjóðs aftur til ársins 1908 þegar landssjóður tók fyrsta erlenda lánið að andvirði 500 þ.kr. til að fjármagna símaframkvæmdir (Sigurður Snævarr, 1993).



væg skref til aukins jafnvægis í viðskiptum við útlönd og efnahagslegs stöðugleika voru stigin á árinu 1960 en um leið var stjórnvöldum veitt nær fullt vald yfir erlendum skuldbindingum með því að gera allar erlendar lántökur til lengri tíma en eins árs óheimilar nema með samþykki ríkisstjórnar. Vergar erlendar skuldir lækkuðu í kjölfarið og hrein erlend staða (sem aðeins eru til gögn yfir frá árinu 1960) hefur ekki mælst hagstæðari en á síldarárunum um miðbik sjöunda áratugarins þegar hún var neikvæð um u.þ.b. 8½% af landsframleiðslu (mynd 3).

### Hrein erlend staða versnaði jafnt og þétt næstu áratugi ...

Hrein erlend staða þjóðarbúsins versnaði jafnt og þétt frá miðjum sjöunda áratugnum og fram til losunar fjármagnshafta á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar. Á þessum þremur áratugum gegndu ríkissjóður og Seðlabanki Íslands meginhlutverki í miðlun erlends lánsfjár til landsins og jafnan fór saman viðskiptahalli og mikill vöxtur nafnvirðis landsframleiðslunnar enda voru verðbólgu- og gjald-eyriskyppur tíðar. Hrein erlend staða í hlutfalli af landsframleiðslu versnaði því hægt og bitandi og var neikvæð um u.þ.b. hálfu landsframleiðslu er nær öllum takmörkunum á erlendra lántöku var að fullu aflétt í ársbyrjun 1993 (lög um gjald-eyrismál, nr. 87/1992). Það er til vitnis um takmarkaðar erlendar eignir þjóðarbúsins að vergar erlendar skuldir námu um 57% af landsframleiðslu á sama tíma.

### ... og gegndarlaus stækkun erlends efnahagsreiknings þjóðarbúsins átti sér stað í kjölfar losunar fjármagnshafta og einkavæðingar bankakerfisins

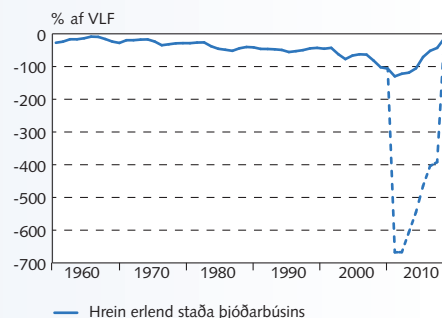
Erlendur efnahagsreikningur þjóðarbúsins stækkaði nokkuð ört á tíunda áratug síðustu aldar í kjölfar losunar fjármagnshafta. Vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins nær tvöfölduðust fram til ársloka 2000, vergar erlendar eignir jukust í tæpa hálfu landsframleiðslu og hreina staðan var neikvæð um 62% af landsframleiðslu. Umskiptin urðu hins vegar mun örari í kjölfar einkavæðingar Landsbankans og Búnaðarbankans sem fór fram á árunum 2002-2003. Frá árslokum 2002 og fram að falli bankakerfisins haustið 2008 jukust vergar erlendar skuldir úr 117% í 877% af landsframleiðslu, vergar erlendar eignir jukust úr 50½% í 691% af landsframleiðslu og hreina staðan varð neikvæð um 186% af landsframleiðslu.

### Óvissa ríkti um ytri stöðu þjóðarbúsins í kjölfar fjármálakreppunnar og fram að uppgjöri slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja

Í kjölfar fjármálakreppunnar hefur ríkt nokkur óvissa um hvernig erlendur efnahagsreikningur þjóðarbúsins myndi líta út að loknu uppgjöri slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja og almennri endurskipulagningu annarra innlendra efnahagsreikninga. Seðlabankinn hefur reglulega birt mat á undirliggjandi stöðu sem vék verulega frá þeirri erlendu stöðu sem birt var samkvæmt alþjóðlegum stöðlum og innihélt allar skuldir slitabúanna á fullu nafnverði þótt ljóst væri að þær yrðu aldrei greiddar að fullu. Vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins námu liðlega 231% af landsframleiðslu í árslok í fyrra, vergar erlendar eignir um 217% og hreina staðan var því einungis neikvæð um 14½% af landsframleiðslu. Stærð erlends efnahagsreiknings þjóðarbúsins er því áþekkt og um miðbik árs 2005 en hreina erlenda staðan hefur ekki verið hagstæðari í u.þ.b. fimmtíu ár. Þá er vægi beinnar fjárfestingar u.þ.b. 40% af vergum skuldum þjóðarbúsins en fram til þessa hefur meginþorri þeirra verið í formi skuldaskjala og annarrar fjárfestingar (mynd 4) sem alla jafna er talin áhættusamari og kvikari fjármögnun (Ahrend o.fl., 2012).

Mynd 3

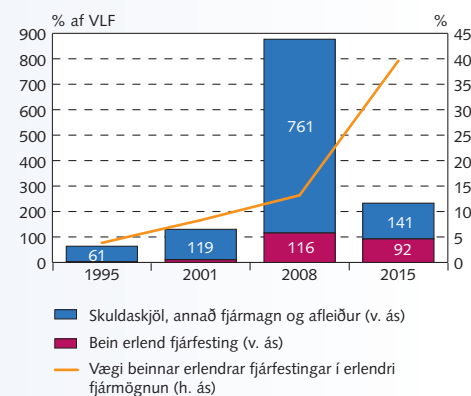
Hrein erlend staða þjóðarbúsins 1960-2015<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins, þ.e. mismun erlendra eigna og skulda. Gögn fyrir tímabilið 1960-1994 eru frá Þjóðhagsstofnun en frá 1995 er miðað við gögn Seðlabanka Íslands og Hagstofu Íslands þar sem miðað er við mat Seðlabankans á undirliggjandi hreinu erlendu stöðu þjóðarbúsins 2008-2014. Brotalína sýnir hreinu erlendu stöðuna samkvæmt alþjóðlegum stöðlum þar sem skuldir slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja eru færðar á fullu nafnverði. Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

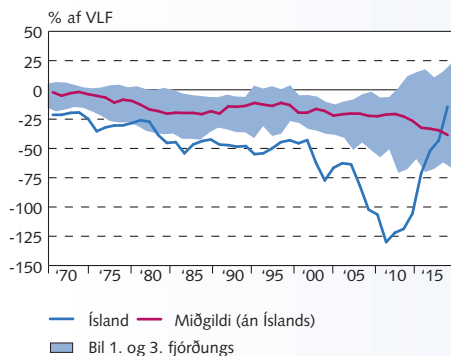
Vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins og vægi beinnar fjárfestingar<sup>1</sup>



1. Vergum erlendum skuldum er skipt í tvennt, annars vegar beina fjárfestingu og hins vegar skuldaskjöl, aðra fjárfestingu og afleiður. Gildi fyrir 2008 miðast við lok 3. ársfjórðungs 2008, rétt fyrir fall bankanna. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Hrein erlend staða í 30 þróuðum ríkjum  
1970-2015<sup>1</sup>

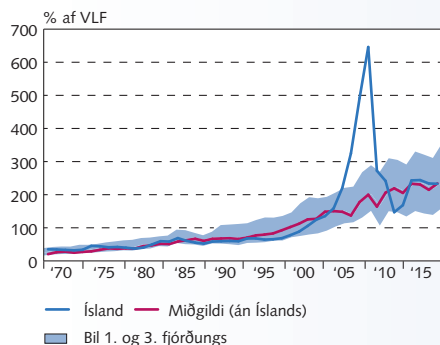


1. Tölur fyrir Ísland eru frá Þjóðhagsstofnun (1970-1994) og Seðlabanka Íslands ásamt Hagstofu Íslands (1995-2015) þar sem miðað er við undirliggjandi stöðu 2008-2014. Tölur fyrir hin ríkin eru frá gagnagrunni Lane og Milesi-Ferretti fyrir tímabilið 1970-2011 en gögn þeirra eru framlengd til ársins 2015 miðað við þróun skv. IFS-gagnagrunni Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Lane og Milesi-Ferretti (2007), Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Vergar erlendar skuldir í 30 þróuðum ríkjum  
1970-2015<sup>1</sup>



1. Tölur fyrir Ísland eru frá Þjóðhagsstofnun (1970-1994) og Seðlabanka Íslands ásamt Hagstofu Íslands (1995-2015) þar sem miðað er við undirliggjandi stöðu 2008-2014. Tölur fyrir hin ríkin eru frá gagnagrunni Lane og Milesi-Ferretti fyrir tímabilið 1970-2011 en gögn þeirra eru framlengd til ársins 2015 miðað við þróun skv. IFS-gagnagrunni Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Lane og Milesi-Ferretti (2007), Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

## Hrein erlend staða þjóðarbúsins er nú betri en almennt gerist meðal þróaðra ríkja eftir að hafa verið verri svo að áratugum skiptir

Eins og sjá má á mynd 5 hefur hrein erlend staða þjóðarbúsins lengst af verið verri undanfarna tæpa fimm áratugi en almennt á við um þróuð ríki. Þetta hefur hins vegar breyst á undanfönum árum og eftir mikla lækkun vergra erlendra skulda í lok síðasta árs var hreina staðan hagstæðari hér en almennt gerist meðal þróaðra ríkja.<sup>4</sup> Áhugavert er að hreina staðan hefur um langt skeið verið verri en í öðrum þróuðum ríkjum þrátt fyrir að vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins hafi lengst af verið í ágætu samræmi við það sem þar gerist (mynd 6). Það endurspeglar m.a. að takmarkanir á fjárfestingu innlendra aðila erlendis voru lengur við lýði hér en víða annars staðar auk þess sem viðskiptahalli var um langt skeið viðvarandi með tilheyrandi skuldaförnun. Á þessu hafa orðið mikil umskipti eins og áður segir og gangi spár um áframhaldandi viðskiptaafgang eftir gæti hrein erlend staða Íslands orðið jákvæð á næstunni.

### Heimildir

- Ahrend, R., A. Goujard og C. Schweltnus (2012). International capital mobility: Which structural policies reduce financial fragility? *OECD Economic Policy Papers*, nr. 02.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2015). The long history of financial boom-bust cycles – Part I: Financial crises. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 68.
- Lane, P. R., og G. M. Milesi-Ferretti (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of International Economics*, 73, 223-250.
- Magnús Guðmundsson (1922). Fjármálin - ræða Magnúsar Guðmundssonar fjármálaráðherra í neðri deild Alþingis 17. febrúar 1922. *Morgunblaðið*, 19. febrúar 1922.
- Sigurður Snævarr (1993). *Haglýsing Íslands*. Reykjavík: Háskólaforlag Máls og menningar.

4. Þessi miklu umskipti hafa m.a. áhrif á jafnvægisraungengið eins og fjallað er um í ramma-gering 3.

Eftir að hafa náð hámarki í 18,6% í ársbyrjun 2009 í kjölfar mikillar lækkunar á gengi krónunnar, fór verðbólgan niður fyrir 2,5% verðbólgu markmið Seðlabankans snemma árs 2014 og var nálægt því lungann úr árinu. Hún hjaðnaði síðan enn frekar í árslok 2014 og var minnst 0,8% snemma árs 2015. Frá þeim tíma hefur hún heldur aukist en þó haldist um og undir 2%. Verðbólga hefur því verið undir verðbólgu markmiðinu í ríflega tvö ár samfellt sem hefur ekki gerst frá því að verðbólgu markmiðið var tekið upp á Íslandi í mars 2001. En hverjar eru meginástæður þess að verðbólga hefur verið undir markmiði undanfarin tvö ár og hefur hjöðnun verðbólgu verið meiri og hraðari en hefði mátt sjá fyrir þegar hún tók að hjaðna í ársbyrjun 2014? Í þessari rammagrein er reynt að svara þessum spurningum og leggja tölulegt mat á þá krafta sem eru að baki þessari þróun.

### Einfalt líkan af verðbólgu

Til að leggja mat á helstu drifkrafta hjöðnunar verðbólgunnar undanfarin misseri er notast við verðbólgujöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans, QMM.<sup>1</sup> Jafnan byggist á hefðbundinni Phillips-kúrfu þar sem verðbólga hvers tíma ræðst af nýliðinni þróun verðbólgu og væntingum um framtíðarþróun hennar. Áhrif liðinnar verðbólgu endurspeglar almenna tregðu í þróun verðbólgunnar sem getur t.d. verið vegna víðtækrar tengingar verðlagningar ýmissar vöru og þjónustu við liðna verðbólgu. Áhrif verðbólguvæntinga á núverandi verðbólgu endurspeglar að verðmyndun ræðst einnig af væntingum um framtíðarþróun verðbólgunnar. Fyrirtæki eru t.d. líklegri til að hækka afurðaverð ef þau vænta aukinnar verðbólgu í framtíðinni. Að sama skapi er líklegt að launafólk fari fram á meiri launahækkanir ef það býst við aukinni verðbólgu í framtíðinni.

Samkvæmt Phillips-kúrfunni ákvarðast verðbólga einnig af því hversu mikil áraun er á framleiðsluþætti þjóðarþúsins, þ.e. hversu mikil framleiðsluspenna er til staðar. Þar sem nokkur hluti þeirrar vöru og þjónustu sem neytt er hér á landi kemur frá útlöndum geta alþjóðleg verðbólga og gengi krónunnar einnig haft bein áhrif á verðbólgu. Áhrif innfluttrar verðbólgu geta einnig komið fram í verði innlendra framleiðslu þar sem nokkur hluti hennar byggist á innfluttum aðföngum. Að lokum byggist innlend framleiðsla vöru og þjónustu einnig á framlagi vinnuafis og því getur hækkun launakostnaðar umfram framleiðnivöxt einnig aukið verðbólgu, bæði beint en einnig í gegnum hækkandi verðbólguvæntingar og aukna eftirspurn sem leiðir til aukinnar framleiðsluspennu.<sup>2</sup>

### Meginástæður þess að verðbólga hefur verið undir markmiði undanfarin ár

Eins og sést á mynd 1 hefur verðbólga verið undir markmiði frá ársbyrjun 2014. Frávikid eykst er liður á árið og nær hámarki á fyrsta ársfjórðungi 2015 þegar verðbólga var 1½ prósentu undir markmiði en frá miðju síðasta ári hefur hún verið um ½ prósentu undir markmiði. Myndin sýnir einnig mat á framlagi einstakra ákvörðunarþátta verðbólgunnar samkvæmt Phillips-kúrfunni. Til að reikna út framlag hvers liðar er metið hver verðbólga hefði verið samkvæmt jöfnunni ef viðkomandi ákvörðunarþáttur hefði verið í samræmi við það að

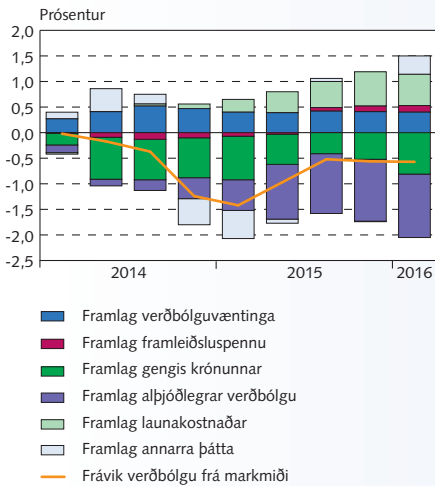
## Rammagrein 5

### Af hverju hefur verðbólga verið svo lítil undanfarin tvö ár?

1. Ásgeir Daniélsson, Bjarni G. Einarsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson, Signý Sigmundardóttir, Jósef Sigurðsson og Rósa Sveinsdóttir (2015). „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy. Version 3.0“. Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 71. Upplýsingar um verðbólgujöfnu líkansins má finna á bls. 68-70 í handbókinni.

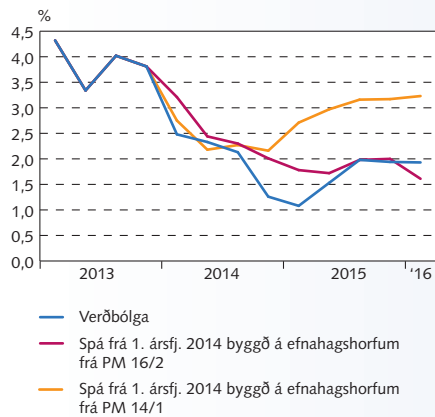
2. Nánari umfjöllun um hagrænan grundvöll slíkra verðbólgu líkana má t.d. finna í Þórarinn G. Pétursson (1998), „Price determination and rational expectations“, *International Journal of Finance & Economics*, 3, 157-167, og (2002), „Wage and price formation in a small open economy“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 16.

Mynd 1

Frávik verðbólgu frá markmiði og framlag ákvörðunarþátta<sup>1</sup>

1. Frávik verðbólgu frá markmiði og framlag einstakra ákvörðunarþátta til fráviksins út frá verðbólgujöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans (sjá útskýringar í megintexta). „Aðrir þættir“ er sá hluti fráviksins sem jafnan nær ekki að skýra.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Verðbólguferlar miðað við mismunandi upplýsingar<sup>1</sup>

1. Verðbólguferlar út frá efnahagshorfum sem lágu til grundvallar spám Peningamála 2016/2 og 2014/1 (fyrir utan verðbólguvæntingar sem eru óbreyttar í samanburðinum).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

verðbólga væri í markmiði. Til að meta framlag verðbólguvæntinga er því reiknað út hver verðbólgan hefði verið ef væntingar hefðu verið í samræmi við 2,5%-markmiðið allt tímabilið. Hið sama á við um alþjóðlega verðbólgu og launakostnað á framleiðda einingu. Til að reikna út framlag gengis krónunnar er metið hver verðbólgan hefði verið ef gengi krónunnar hefði verið óbreytt allan tímann og til að meta framlag framleiðsluspennunnar er verðbólguþróunin metin miðað við að engin framleiðsluspenna hefði verið á tímabilinu. Hermanirnar eru kvikar þannig að verðbólguferlarnir ráðast af liðinni verðbólgu úr hermuninni fremur en mældri liðinni verðbólgu. Þannig mælist framlag viðkomandi ákvörðunarþátta einnig í gegnum liðna verðbólgu.<sup>3</sup>

Ekki þarf að koma á óvart að meginástæða lítillar verðbólgu undanfarin tvö ár er óvenjulítil innflutt verðbólga. Stafar það bæði af hækkandi gengi krónunnar (einkum framan af) og lítilli alþjóðlegri verðbólgu (einkum árið 2015) sem fyrst og fremst má rekja til mikillar verðlækkunar olíu og annarrar hrávöru. Slakinn sem var í þjóðarþúinu þangað til í ársbyrjun 2015 togaði einnig verðbólgu niður fyrir markmið en þessi áhrif hverfa er liður á árið og snúast síðan í andhverfu sína undir lok ársins. Á móti þeim þáttum sem hafa togað verðbólgu niður fyrir markmið vegur síðan að langtímaverðbólguvæntingar hafa verið yfir markmiði allt tímabilið. Samkvæmt jöfnunni hefði verðbólga verið um ½ prósentu minni en hún var hefðu þessar væntingar verið jafnar markmiðinu. Að síðustu sýnir myndin hvernig miklar launahækkanir í fyrra taka í vaxandi mæli að vega á móti lækkun innflutningsverðlags.

### Verðbólga hefur hjaðnað meira en hægt var að sjá fyrir í ársbyrjun 2014

Einnig er áhugavert að skoða að hve miklu leyti þessi mikla hjöðnun verðbólgu frá ársbyrjun 2014 var fyrirþáanleg og að hve miklu leyti hún réðst af breytingum sem ekki var hægt að sjá fyrir. Til að skoða það sýnir mynd 2 tvo verðbólguferla sem reiknaðir eru út frá Phillips-kúrfunni, annars vegar feril þar sem byggt er á nýjasta mati á þróun ákvörðunarþátta verðbólgunnar og hins vegar feril sem byggt er á spá um þróun þeirra sem lá til grundvallar spánni sem gerð var í janúar 2014 og birtist í *Peningamála* 2014/1. Eins og myndin sýnir hefur verðbólgan í meginatriðum þróast eins og Phillips-kúrfan segir til um sé miðað við núverandi mat á þróun undirliggjandi skýristærða. Stærsta frávikid kemur fram seint árið 2014 og í ársbyrjun 2015 þegar verðbólga hjaðnar heldur meira en jafnan segir til um en í meginatriðum tekst jöfnunni nokkuð vel að lýsa hjöðnun verðbólgunnar framan af og aukningu hennar síðan á seinni hluta síðasta árs.

Hjöðnun verðbólgunnar framan af árinu 2014 er einnig í ágætu samræmi við það sem Phillips-kúrfan segir til um þegar miðað er við efnahagshorfur eins og þær lágu fyrir í ársbyrjun 2014. Byggt á þeim upplýsingum hefði verðbólga samkvæmt jöfnunni hins vegar átt að standa í stað á síðasta fjórðungi ársins, aukast síðan frá ársbyrjun 2015 og vera um 3,2% frá miðju ári eða liðlega 1 prósentu meiri en hún varð í raun. Eins og mynd 3 sýnir er meginþýringin á þessu

3. Í þjóðhagslíkaninu ákvarðast verðbólguvæntingar af þeirri framtíðarverðbólgu sem líkanið spáir til að tryggja innra samræmi milli spáðrar og væntrar verðbólgu. Í þeim hermunum sem hér eru framkvæmdar er hins vegar eðlilegra að nota mælikvarða á raunverulegar verðbólguvæntingar og er því notast við tíu ára verðbólguvæntingar út frá könnun Seðlabankans meðal markaðsaðila. Mynd 1 sýnir einnig framlag „annarra“ þátta en það er samtala frávíka verðbólgu frá markmiði sem jafnan nær ekki að skýra. Það geta bæði verið hefðbundnar spáskekkjur sem hin einfalda jafna nær ekki utan um en getur einnig endurspeglad mæliskekkjur í skýristærðum á þessu tímabili (t.d. að verðbólguvæntingar, framleiðsluspenna eða launakostnaður séu mæld með skekkju) eða að áhrif viðkomandi skýristærða séu önnur á því tímabili sem er til skoðunar en þau hafa að jafnaði mælist sögulega.

fráviki að alþjóðleg verðbólga hefur reynst mun minni en spáð var í ársbyrjun 2014 og munar þar mest um fyrrnefnda lækkun alþjóðlegs olíu- og hrávöruverðs. Á sömu sveif hefur einnig lagst að gengi krónunnar hefur reynst hærra en gert var ráð fyrir í ársbyrjun 2014 en á móti vegur að launahækkarnir hafa reynst meiri undanfarið en þá var spáð.

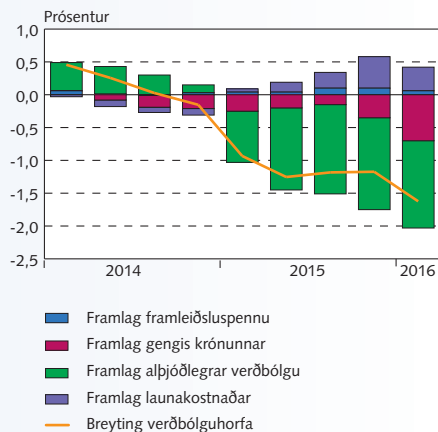
### Hvað þýðir þetta fyrir verðbólguhorfur?

Innfluttur verðhjöðunarþrýstingur, sem rekja má til hækkandi gengis krónunnar og lítillar alþjóðlegrar verðbólgu, er meginskýring þess að verðbólga hefur verið undir markmiði undanfarin tvö ár en innlendir þættir hafa vegið á móti. Mikil og ófyrirséð lækkun innflutningsverðlags hefur einnig verið meginskýring ofspár Seðlabankans á verðbólgu undanfarin misseri.

Samsetning þeirra þátta sem vegast á í verðbólguþróuninni er áhyggjuefni því að hún gæti bent til þess að verðbólga muni aukast á ný þegar áhrif hækkandi gengis og lækkandi alþjóðlegs olíu- og hrávöruverðs taka að fjara út. Hættan er sú að eftir sitji áhrif þeirra innlendu þátta sem hafa vegið á móti og þrýst verðbólgunni upp en þeir hafa jafnan tilhneigingu til að vara lengur, sérstaklega áhrif verðbólguvæntinga og framleiðsluspennu.

Mynd 3

Breyting verðbólguhorfa frá 2014 og framlag ákvörðunarþátta<sup>1</sup>



1. Mismunur verðbólguferla sem byggjast á efnahagshorfum sem lágu til grundvallar spám *Peningamála* 2016/2 og 2014/1 og framlag einstakra ákvörðunarþátta (fyrir utan verðbólguvæntingar sem eru óbreyttar í samanburðinum).  
Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Viðauki 1

### Spátöflur

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Einkaneysla	3,0 (3,1)	4,8 (4,9)	6,0 (5,3)	5,0 (4,2)	3,6 (3,4)
Samneysla	1,7 (1,8)	1,1 (1,5)	1,5 (1,4)	1,8 (1,6)	1,6 (1,5)
Fjármunamyndun	16,0 (15,4)	18,6 (19,6)	14,1 (12,4)	5,1 (6,1)	0,1 (-2,3)
Atvinnuvegafjárfesting	17,3 (16,3)	29,5 (31,5)	19,1 (14,7)	1,9 (2,6)	-3,3 (-8,6)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	14,8 (14,8)	-3,1 (3,3)	5,8 (13,9)	22,4 (23,4)	13,3 (17,5)
Fjárfesting hins opinbera	12,5 (12,8)	-1,1 (-5,1)	2,4 (2,7)	5,4 (4,4)	3,1 (3,2)
Þjódarútgjöld	5,3 (5,2)	6,3 (7,1)	6,3 (5,2)	4,2 (3,9)	2,4 (1,7)
Útflutningur vöru og þjónustu	3,1 (3,1)	8,2 (6,7)	7,6 (6,4)	2,9 (2,1)	4,0 (3,0)
Innflutningur vöru og þjónustu	9,8 (9,8)	13,5 (12,8)	11,7 (8,7)	3,1 (3,1)	2,7 (0,5)
Verg landsframleiðsla (VLF)	2,0 (1,8)	4,0 (4,1)	4,5 (4,2)	4,0 (3,4)	3,0 (2,9)
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	2.004 (1.989)	2.205 (2.190)	2.386 (2.368)	2.574 (2.542)	2.749 (2.697)
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	6,1 (5,9)	10,1 (10,1)	8,2 (8,1)	7,9 (7,4)	6,8 (6,1)
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	17,3 (16,7)	19,1 (18,7)	19,9 (19,5)	19,9 (19,8)	19,3 (18,8)
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	11,3 (10,7)	13,6 (13,1)	14,5 (13,6)	14,0 (13,2)	13,0 (11,7)
Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) <sup>2</sup>	22,4 (21,5)	24,1 (22,8)	24,0 (23,0)	22,8 (22,1)	22,5 (21,7)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-2,9 (-3,0)	-2,0 (-2,5)	-1,3 (-0,6)	0,1 (-0,3)	0,7 (1,3)

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

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-12,1 (-12,1)	0,6 (1,0)	-1,0 (-1,0)	3,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Útflutningsframleiðsla áls	1,8 (1,8)	5,3 (3,5)	1,5 (1,6)	1,4 (1,0)	1,3 (1,0)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	7,7 (7,7)	10,9 (10,5)	2,5 (2,4)	-3,0 (-2,9)	-1,0 (-1,0)
Verð áls í USD <sup>2</sup>	2,1 (2,1)	-6,4 (-4,9)	-12,7 (-11,2)	1,9 (2,5)	2,3 (1,7)
Verð eldsneytis í USD <sup>3</sup>	-7,5 (-7,5)	-47,2 (-47,2)	-24,0 (-30,3)	25,0 (23,2)	11,0 (10,4)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	3,3 (3,2)	6,8 (6,8)	1,8 (2,3)	-1,5 (-1,4)	-0,7 (-1,2)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum <sup>4</sup>	1,1 (1,1)	0,6 (0,6)	0,9 (1,3)	1,8 (1,9)	2,0 (2,0)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum <sup>4</sup>	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)	1,6 (1,9)	2,0 (2,1)	2,0 (2,2)
Innflutningur helstu viðskiptalanda <sup>4</sup>	3,5 (3,5)	3,6 (3,2)	3,0 (3,5)	3,5 (3,8)	3,3 (3,1)
Skammtíamavextir í helstu viðskiptalöndum (%) <sup>5</sup>	0,5 (0,5)	0,2 (0,2)	0,2 (0,3)	0,6 (0,7)	1,1 (1,3)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá Peningamála 2016/1). 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá frá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Þriggja mánaða peningamarkaðsvextir helstu viðskiptalanda Íslands samkvæmt spá OECD. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Bloomberg, Consensus Forecasts, Global Insight, Hagstofa Íslands, New York Mercantile Exchange, Seðlabanki Íslands.

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

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

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá Peningamála 2016/1). 2. Reiknað samkvæmt staðli Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Jöfnuður frumþáttatekna að viðbættum hreinum rekstrarframlögum. 3. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð fyrir árin 2014-2015. Í þjónustujöfnuði hefur einnig verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slitameðferð. Með nýlegu uppgjöri slitabúanna er ekki lengur munur á mældum og undirliggjandi viðskiptajöfnuði frá og með árinu 2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Opinber fjármál<sup>1</sup>

	2014	2015	2016	2017	2018
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	0,8 (0,9)	0,0 (0,4)	15,5 (0,3)	0,6 (1,2)	0,9 (0,7)
Frumjöfnuður ríkissjóðs	4,3 (4,4)	3,4 (3,4)	18,3 (2,7)	3,0 (3,3)	3,2 (2,6)
Heildarjöfnuður hins opinbera	-0,1 (-0,1)	-0,5 (0,0)	15,3 (0,2)	0,4 (0,6)	0,8 (0,4)
Frumjöfnuður hins opinbera	3,6 (3,6)	3,0 (3,1)	18,2 (2,8)	2,9 (2,8)	3,1 (2,4)
Vergar skuldir hins opinbera	83 (82)	69 (70)	61 (58)	56 (55)	46 (53)
Hreinar skuldir hins opinbera <sup>2</sup>	56 (56)	50 (52)	44 (38)	40 (35)	36 (35)

1. Hlutfall af VLF á rekstrargrunni, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2015/4). 2. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádrögnum sjóðum og bankainnstæðum.

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

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Atvinnuleysi (% af mannafla)	5,0 (5,0)	4,0 (4,0)	3,3 (3,7)	3,2 (3,5)	3,4 (3,6)
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	77,4 (77,4)	79,2 (79,2)	80,0 (79,7)	80,7 (79,7)	80,1 (79,5)
Heildarvinnustundir	1,9 (1,9)	3,3 (3,3)	3,0 (3,0)	3,4 (2,4)	1,5 (1,7)
Framleiðni vinnuaflds <sup>2</sup>	0,1 (-0,1)	0,6 (0,8)	1,5 (1,2)	0,5 (1,0)	1,5 (1,2)
Launakostnaður á framleidda einingu <sup>3</sup>	5,0 (5,6)	8,4 (9,5)	9,8 (9,3)	5,2 (4,7)	4,7 (5,0)
Launahlutfall (% af vergum þáttatekjum)	61,4 (62,2)	62,9 (64,5)	66,7 (67,9)	67,7 (68,5)	68,4 (69,7)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	4,7 (4,7)	8,6 (7,6)	8,9 (8,7)	4,5 (4,1)	2,4 (3,7)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-0,1 (-0,3)	0,7 (0,7)	2,4 (2,1)	2,0 (1,6)	1,0 (0,9)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/1). 2. Hagvöxtur að frádrögnum fjölgun heildarvinnustunda. 3. Vöxtur launakostnaðar að frádrögnum framleiðnivexti.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

	2014	2015	2016	2017	2018
Vísitala meðalgengis <sup>2</sup>	206,9 (206,9)	201,1 (201,1)	188,8 (190,5)	188,3 (190,5)	188,3 (190,5)
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	2,0 (2,0)	1,6 (1,6)	2,1 (2,3)	4,1 (4,1)	3,8 (3,4)
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	2,0 (2,0)	1,2 (1,2)	2,1 (2,2)	4,1 (4,1)	3,8 (3,4)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/1). 2. Þróng viðskiptavog.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
<i>Mæld gildi</i>			
2015:2	1,5 (1,5)	1,1 (1,1)	5,4 (5,4)
2015:3	2,0 (2,0)	1,6 (1,6)	2,6 (2,6)
2015:4	1,9 (1,9)	1,5 (1,5)	-0,6 (-0,6)
2016:1	1,9 (1,9)	1,9 (1,8)	0,4 (0,3)
<i>Spáð gildi</i>			
2016:2	1,6 (1,9)	1,6 (1,9)	4,1 (5,3)
2016:3	1,9 (2,1)	1,9 (2,1)	3,6 (3,6)
2016:4	3,0 (3,1)	3,0 (3,0)	4,0 (3,2)
2017:1	3,6 (3,8)	3,6 (3,8)	2,6 (3,1)
2017:2	4,0 (4,1)	4,0 (4,1)	5,7 (6,7)
2017:3	4,3 (4,1)	4,3 (4,1)	5,0 (3,7)
2017:4	4,6 (4,2)	4,6 (4,2)	4,9 (3,3)
2018:1	4,4 (3,8)	4,4 (3,8)	2,2 (1,5)
2018:2	4,1 (3,5)	4,1 (3,5)	4,4 (5,6)
2018:3	3,6 (3,4)	3,6 (3,4)	2,9 (3,1)
2018:4	3,2 (3,1)	3,2 (3,1)	3,4 (2,1)
2019:1	2,9 (2,9)	2,9 (2,9)	1,1 (0,8)
2019:2	2,8	2,8	3,7

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.