

## Hagvöxtur mikill og framleiðsluspenna eykst þrátt fyrir hraðan vöxt framleiðslugetu

Alþjóðlegur hagvöxtur sótti nokkuð í sig veðrið í lok síðasta árs og horfur fyrir þetta ár hafa batnað. Aukinnar bjartsýni gæti þótt til langs tíma lítið sé enn talið líklegra að horfur um hagvöxt í heiminum séu ofmetnar en að þær séu vanmetnar. Mikill vöxtur innlendra efnahagssumsvifa byggist á afar hagstæðum ytri skilyrðum. Viðskiptakjör hafa batnað mikið og útflutningur aukist hröðum skrefum. Hann var meiri í fyrra en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarhefti *Peningamála* og horfur eru á að svo verði einnig í ár. Þessir stóru utanaðkomandi búhnykkir hafa þrýst upp gengi krónunnar. Í þeirri spá sem hér er birt er gert ráð fyrir að það haldi áfram að hækka út næsta ár en í hægari takti en verið hefur síðasta ár. Búhnykkirnir hafa einnig leitt til hækkunar innlendra tekna og auðs sem hefur, ásamt fjölgun starfa, haft í för með sér hraða aukningu innlendra eftirspurnar. Þrátt fyrir það hefur sparnaður heimila aukist og þjóðhagslegur sparnaður sjaldan mælst jafn mikill. Það endurspeglast í verulegum afgangi á viðskiptum við útlönd þrátt fyrir að fjárfesting hafi aukist hröðum skrefum undanfarin ár.

Hagvöxtur var líðlega 4% árið 2015 og jókst enn frekar í fyrra er hann mældist 7,2%. Horfur eru einnig á örum hagvexti í ár eða 6,3% og er áætlaður hagvöxtur í fyrra og í ár um 1 prósentu meiri en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Skýrist fráviknið af meiri vexti útflutnings en þá var búist við en einnig bætist við að slökun í aðhaldi opinberra fjármála er meiri í ár en áður var spáð. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur leiti smám saman í langtíma leitnivöxt er líður á spátímann. Talið er að hann verði 3½% á næsta ári en verði kominn í 2½% árið 2019.

Mikill innflutningur á vinnuafli, aukin fjárfesting og kröftugur framleiðnivöxtur í fyrra hafa gert það að verkum að framleiðslugeta þjóðarbúsins hefur vaxið langt umfram langtíma leitnivöxt. Þrátt fyrir það hefur framleiðsluspenna vaxið hratt og er hún talin aukast í ríflega 3% af framleiðslugetu í lok þessa árs sem er nokkru meiri spenna en spáð var í febrúar. Á móti þessu vegur hækkun gengis krónunnar en hún hefur gegnt lykilhlutverki í aðlögun þjóðarbúsins að fyrrgreindum búhnykkjum.

Verðbólga hefur verið við eða undir verðbólguþolmiðinu Seðlabankans í ríflega þrjú ár. Verðbólguvæntingar eru á flesta mælikvarða við verðbólguþolmiðnið og eru vísbendingar um að aðhaldssöm peningastefna hafi styrkt kjölfestu þeirra. Horfur eru á að verðbólga verði undir markmiði fram á næsta ár. Hún eykst tímabundið í u.þ.b. 3% þegar líður að lokum spátímans en þokast síðan niður í átt að markmiðinu á ný. Meiri hækkun á gengi krónunnar en spáð var í febrúar leiðir til þess að verðbólguhorfur fyrir fyrir þetta og næsta ár hafa heldur batnað en meiri spenna í þjóðarbúinu veldur því að horfur lengra fram á veginn hafa versnað.

# I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

## Grunnspá Seðlabankans<sup>1</sup>

### Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa batnað fyrir árið í ár

Alþjóðlegur hagvöxtur reyndist heldur meiri á síðasta fjórðungi í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúarhefti *Peningamála* og horfur fyrir þetta ár hafa glæðst. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir ráð fyrir að heimsframleiðslan muni vaxa um 3,5% í ár sem er lítillega meira en sjóðurinn hafði áður spáð. Í spá sjóðsins gættir einnig aukinnar bjartsýni um skammtímahorfur í heimsbúskapnum þótt áfram séu horfur lengra fram á veginn taldar fremur slakar.

Horfur eru á að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum aukist í 1,9% í ár úr 1,6% í fyrra (mynd I-1). Er það 0,2 prósentum meiri vöxtur en spáð var í febrúar og vegur þar þyngst endurmat á hagvaxtarhorfum fyrir Bretland og evrusvæðið en þar er nú spáð 1,7% hagvexti í stað 1,3-1,4% í febrúar. Talið er að hagvöxtur í Bandaríkjunum verði 2,2% í ár sem er svipaður vöxtur og spáð var í febrúar. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði um 1,9% á ári út spátímann. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

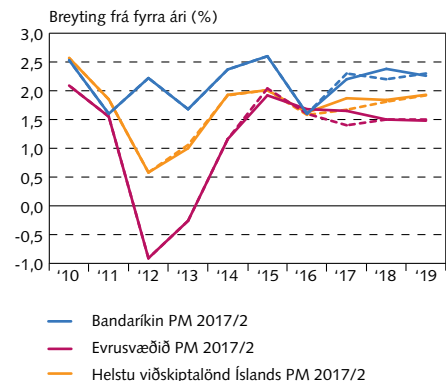
### Líkur á einhverri frekari hækkun á gengi krónunnar út næsta ár

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands hækkaði hlutfall verðlags útflutningsafurða Íslands og útflutningsverðlags helstu viðskiptalanda á fjórða ársfjórðungi í fyrra um 1 prósentu meira milli fjórðunga en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Horfur um þróun verðlags sjávar- og álafurða hafa einnig batnað í ár og er nú talið að hlutfallslegt útflutningsverð hækki um 4½% í ár sem er tæplega 2 prósentum meiri hækkun en spáð var í febrúar (mynd I-2). Eigi að síður gerir hraðari hækkun innflutningsverðs það að verkum að viðskiptakjör batna heldur minna í ár en áður var talið eða um 1% í stað 1,9% í febrúarspánni. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst.

Nokkrar hræringar hafa verið á gjaldeyrismarkaði undanfarið, m.a. í tengslum við sjómannaverkfallið í kringum áramótin og tilkynningu stjórnvalda um losun fjármagnshafta í mars. Viðskiptavegið gengi krónunnar var 3½% hærra á fyrsta fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í febrúarspánni og um 18% hærra en á sama fjórðungi í fyrra. Eins og rakið er í kafla III má að mestu leyti rekja hækkun gengisins undanfarið ár til vaxtar ferðapjónustu, mikils viðskiptakjarabata og stórbættar ytri stöðu þjóðarbúsins. Hækkunin endurspeglar því aðlögun krónunnar að herra jafnvægisraungengi fremur en innflæði í tengslum við vaxtamunarviðskipti. Talið er að jafnvægisraungengið hafi hækkað nokkuð og að gengi krónunnar sé nálægt jafnvægisgildinu. Slíkt mat er þó háð mikilli óvissu.

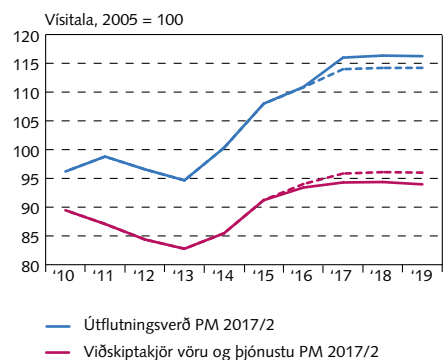
Samkvæmt grunnspánni hækkar gengi krónunnar áfram til loka næsta árs (mynd I-3). Gert er ráð fyrir að viðskiptavegin gengisvísitala verði að meðaltali um 157 stig í ár og um 148 stig á næsta ári. Gangi forsundur spárinnar eftir verður gengi krónunnar í ár að meðaltali ríf-

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



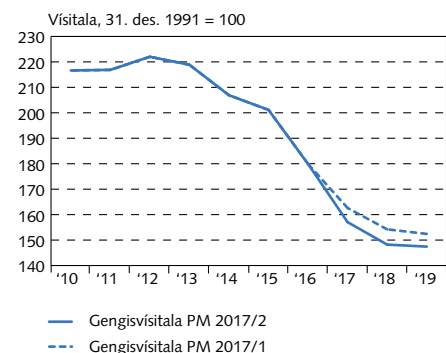
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

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



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

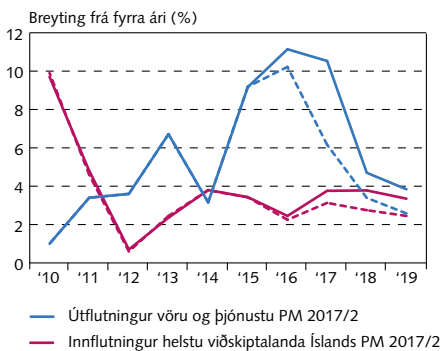
Mynd I-3  
Gengi krónunnar 2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Þróng viðskiptavog. Heimild: Seðlabanki Íslands.

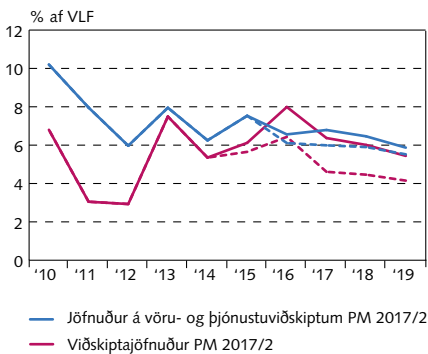
1. Greiningin í þessum *Peningamálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan maí.

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



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

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



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

lega 14½% hærra en í fyrra og hækkar um ríflega 6% til viðbótar á næstu tveimur árum. Árið 2019 yrði gengi krónunnar 3½% hærra en gert var ráð fyrir í febrúar, en rétt er að undirstrika óvissuna í þessum spám. Raungengið mun samkvæmt spánni hækka meira en áður hefur verið spáð. Gangi það eftir verður það orðið 11% hærra í lok spátímans en á fyrsta fjórðungi þessa árs, sé miðað við hlutfallslegt verðlag. Hækkunin miðað við hlutfallslegan launakostnað er heldur meiri. Nánar er fjallað um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

### Mikill vöxtur útflutnings skilar sér í metviðskiptaafgangi ...

Útflutningur hefur vaxið hratt undanfarin ár. Útflutningur vöru og þjónustu jókst um liðlega 11% í fyrra og undanfarin fimm ár hefur vöxturinn verið tæplega 7% að meðaltali sem nemur næstum þreföldum vexti innflutnings helstu viðskiptalanda á sama tíma. Megindrífkraftur vaxtarins er vöxtur í ferðaþjónustu sem að mestu leyti stendur á bak við 19% vöxt þjónustuútflutnings í fyrra og tæplega 11% meðalvöxt hans undanfarin fimm ár. Mikill vöxtur í þjónustuútflutningi er einnig meginskýring þess að spáð er 10½% aukningu útflutnings í ár. Er það töluvert meiri vöxtur en spáð var í febrúar en þá var gert ráð fyrir ríflega 6% vexti (mynd I-4). Munurinn skýrist einkum af því að horfur eru á enn fleiri ferðamönnum til landsins en áður var spáð. Þrátt fyrir samdrátt í útflutningi sjávarafurða á fyrsta fjórðungi ársins sakir áhrifa sjómannaferðafallsins er einnig spáð nokkru meiri útflutningi sjávarafurða í ár en í febrúar sem skýrist af því að loðnuveiði á síðustu vetrarvertíð var töluvert meiri en áður hafði verið reiknað með. Þá bætist við að spáð er meiri álútflutningi en áður. Líkt og í fyrri spám bankans er talið að hægja muni á vexti útflutnings á næstu tveimur árum í takt við hækkanði raungengi og tiltölulega hægjan hagvöxt í heiminum. Horfur á hraðari vexti þjónustuútflutnings gera það þó að verkum að spáð er meiri vexti útflutnings á næstu tveimur árum en í febrúar.

Afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum mældist 6,6% af landsframleiðslu í fyrra sem er lítilla meiri afgangur en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar. Horfur eru einnig á meiri afgangi í ár en áður var spáð eða 6,8% í stað 6% í febrúar (mynd I-5). Skýrist frávikkið fyrst og fremst af horfum um meiri vöxt útflutnings sem helst út spátímans. Spáð er að afgangurinn nemi um 6% af landsframleiðslu árið 2019.

Afgangur á viðskiptajöfnuði nam 8% af landsframleiðslu í fyrra og hefur ekki verið eins mikill áður, að undanskildu árinu 2009 þegar hann var einnig 8%. Afgangurinn í fyrra skýrist einkum af sögulega háum þjóðhagslegum sparnaði sem nam ríflega 29% af landsframleiðslu (sjá rammagein 1). Í ár er talið að minni afgangur á jöfnuði frumþáttatekna vegi á móti vaxandi afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum og að viðskiptaafgangurinn minnki því í 6½% af landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir að afgangurinn minnki um 1 prósentu til viðbótar það sem eftir lifir spátímans. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

### ... þrátt fyrir hraðan vöxt þjóðarútgjalda

Ráðstöfunartekjur heimila hafa vaxið mjög hratt undanfarin misseri og hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna vaxið að meðaltali um 7½% á ári

frá árinu 2014. Á sama tíma hefur auður heimilanna aukist mikið með hækkandi eignaverði og lækkun skulda. Heimilin hafa notað auknar ráðstöfunartekjur til að auka neysluútgjöld en einnig nýtt hluta þeirra til að styrkja efnahag sinn og auka sparnað. Einkaneysla jókst um tæplega 7% í fyrra en á sama tíma jókst sparnaður heimilanna í næstum 11% af ráðstöfunartekjum. Vöxtur einkaneyslu í fyrra reyndist heldur meiri en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar og skýrist fráviknið að hluta til af endurskoðun Hagstofunnar á fyrri tölum auk þess sem einkaneysla á síðasta fjórðungi ársins var meiri en gert var ráð fyrir (mynd I-6). Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna hafi aukist aðeins meira í fyrra en áður var gert ráð fyrir. Í ár er spáð að heldur bæti í kaupmáttaraukninguna og að sparnaður heimila aukist meira en í síðustu spá bankans. Það skýrir að nokkru leyti hvers vegna einkaneysla er talin vaxa hraðar á næstu árum en samkvæmt febrúarspánni. Þrátt fyrir það eykst sparnaður heimila áfram lungann af spátímanum. Aðeins í blálokin þegar hægja tekur á vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna taka heimilin að ganga á sparnað á ný.

Fjárfesting hefur vaxið hratt undanfarin ár. Í fyrra jókst hún um tæplega 23% frá fyrra ári, í kjölfar tæplega 17% árlegs vaxtar árin tvö á undan. Þyngst vegur fjárfesting atvinnuveganna sem hefur aukist um tæplega fjórðung á ári að meðaltali undanfarin þrjú ár. Er aukningin sérstaklega áberandi í atvinnugreinum tengdum flutningum og ferðaþjónustu. Þá hefur fjárfesting í íbúðarhúsnæði tekið kröftuglega við sér og jókst hún um ríflega þriðjung í fyrra. Horfur eru á að töluvert hægi á vexti fjárfestingar í ár en áfram er spáð ríflegum vexti eða 8½%. Þótt þetta sé meiri vöxtur en spáð var í febrúar eru horfurnar fyrir þetta og næstu tvö ár í heild áþekkar því sem þá var gert ráð fyrir. Þrátt fyrir það verður hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu heldur lægra en spáð var í febrúar út spátímann (mynd I-7).

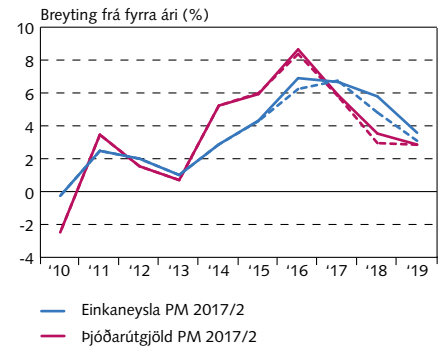
Þjóðarútgjöld jukust um 8,7% í fyrra sem er svipað og gert hafði verið ráð fyrir í febrúar (mynd I-6). Það er mesti vöxtur þjóðarútgjalda á einu ári síðan árið 2006. Horfur eru einnig á örum vexti í ár eða tæplega 6% en að hann minnki í ríflega 3% á næsta ári. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

### Hagvöxtur í fyrra töluvert umfram það sem spáð var í febrúar og horfur á áframhaldandi miklum hagvexti í ár og á næsta ári

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar sótti hagvöxtur verulega í sig veðrið er leið á síðasta ár. Var vöxturinn 10,4% á seinni hluta ársins en 7,2% á árinu öllu (mynd I-8). Þetta er ríflega 1 prósentu meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans og skýrist fyrst og fremst af meiri útflutningi en gert hafði verið ráð fyrir en vöxtur þjóðarútgjalda var áþekkur því sem spáð hafði verið. Sem fyrr leggst á eitt mikill vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar en á móti vegur neikvætt framlag utanríkisviðskipta þótt útflutningur hafi vaxið um liðlega 11% frá fyrra ári.

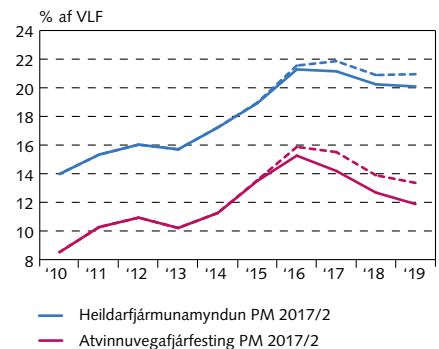
Vísbendingar eru um að heldur hafi dregið úr hagvexti á fyrsta fjórðungi þessa árs. Ljóst er að verkfall sjómanna í byrjun ársins dró töluvert úr útflutningi sjávarafurða og leiddi til þess að gengið var á

Mynd I-6  
Einkaneysla og þjóðarútgjöld 2010-2019<sup>1</sup>



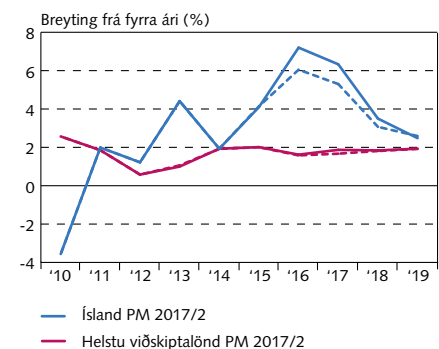
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7  
Fjármunamyndun 2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

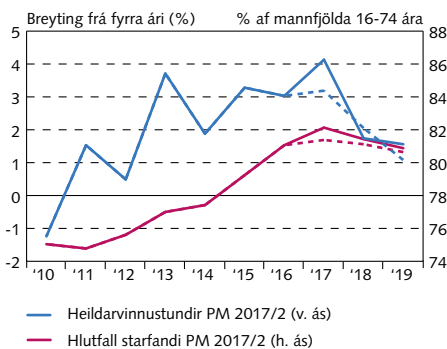
Mynd I-8  
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum 2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

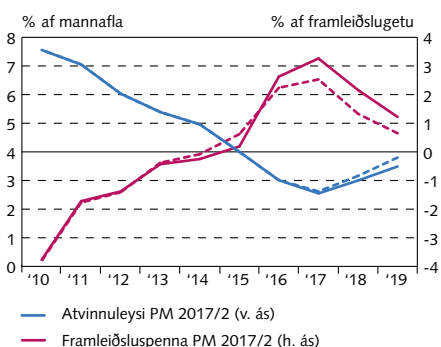
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi  
2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10

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



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

útflutningsbirgðir. Þar sem um tímabundin áhrif er að ræða er gert ráð fyrir að hagvöxtur taki kröftuglega við sér strax á öðrum ársfjórðungi og að hann verði 6,3% á árinu í heild sem er 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Skýrist meiri hagvöxtur af því að talið er að undirliggjandi kraftur í þjóðarþúinu sé meiri, fyrst og fremst vegna þess að horfur eru á að útflutningur aukist meira en áður var gert ráð fyrir en einnig fela ný fjárlög í sér meiri slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála en áður hafði verið spáð. Kröftugur útflutningsvöxtur litar einnig hagvaxtarhorfur næsta árs en nú er spáð 3,5% hagvexti í stað 3,1% í febrúarspánni. Líkt og í febrúar er talið að hagvöxtur haldi áfram að hjaðna er líður á spátímam og verði 2,5% árið 2019 og verði þá í ágætu samræmi við það sem talin hefur verið langtíma hagvaxtargeta þjóðarþúsins sem er um 2¾% árlegur hagvöxtur. Gangi spáin eftir verður meðalhagvöxtur á tímabilinu 2015-2019 4,7% sem er hátt í tvöfalt meiri vöxtur en talið er samsvara langtímaleitni. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

### Framleiðsluspenna eykst hratt þrátt fyrir hraðan vöxt framleiðslugetu

Heildarvinnustundum fjölgaði um 3% í fyrra og um 3,5% á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er lítillaga meiri fjölgun en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Sem fyrr var meginástæða fjölgunar heildarvinnustunda að starfandi fólki fjölgaði verulega og gerir grunnspáin ráð fyrir að svo verði áfram. Talið er að heildarvinnustundum fjölgi áfram það sem eftir lifir ársins og að þær verði 4,1% fleiri í ár en í fyrra (mynd I-9). Fólki á vinnualdri fjölgar um 2% milli ára sem skýrist m.a. af miklum innflutningi erlends vinnuafis. Þá heldur atvinnuþátttaka áfram að aukast og verður ¾ prósentum meiri í ár en í fyrra. Hefur hún þá aukist um tæplega 3 prósentur frá árinu 2014. Þrátt fyrir fjölgun fólks á vinnufærum aldri er gert ráð fyrir að hlutfall starfandi hækki enn frekar og verði að meðaltali um 82% í ár. Gangi það eftir yrði hlutfallið herra en mælst hefur í árgögnum frá því að vinnumarkaðskannanir Hagstofunnar hófust.

Atvinnuleysi hélt einnig áfram að minnka og var 2,7% á fyrsta fjórðungi þegar tekið er tillit til árstíðar. Gert er ráð fyrir að það verði 2,6% á árinu í heild eins og spáð var í febrúar (mynd I-10). Líkt og í fyrri spám er atvinnuleysið talið þökast smám saman upp í það stig sem talið er samræmast litilli og stöðugri verðbólgu. Spáð er að það verði að meðaltali 3% á næsta ári og 3½% árið 2019. Þetta er heldur minna atvinnuleysi en spáð var í febrúar og endurspeglar horfur á þróttmeiri hagvexti og að jafnvægisatvinnuleysið er talið vera heldur lægra. Að sama skapi fjölgar heildarvinnustundum hraðar í ár en í febrúarspánni og hlutfall starfandi er herra allt tímabilið.

Hinn mikli vöxtur eftirspurnar og hröð fjölgun starfa hefur leitt til viðvarandi skorts á starfsfólki þrátt fyrir aukinn innflutning erlends vinnuafis. Þá segjast talsmenn æ fleiri fyrirtækja starfa við eða umfram full afköst. Vísendingar eru því um vaxandi framleiðsluspennu. Áætlað er að hún nemi 3½% af framleiðslugetu í lok þessa árs (mynd I-10). Spennan eykst því hraðar en spáð var í febrúar og verður hátt í 1 prósentu meiri út spátímam og enn tæplega 1% af framleiðslugetu í lok spátímans um mitt ár 2020.

Í grunnspánni eykst framleiðslugeta þjóðarbúsins töluvert umfram langtímaleitni allt frá árinu 2015. Spennan í þjóðarbúinu væri enn meiri ef framboðshliðin væri ekki eins sveigjanleg og raun ber vitni. Þessi mikli vöxtur framleiðslugetu endurspeglar vaxandi atvinnuþátttöku og fjölgun fólks á vinnualdri með innflutningi vinnuafis. Þá hefur jafnvægisatvinnuleysi minnkað eins og áður segir og fjárfesting vaxið hratt. Fjármagnsstofninn er því tekinn að vaxa eftir að hafa minnkað um tæplega 5% í kjölfar fjármálakreppunnar. Því til viðbótar jókst framleiðni óvenju mikið í fyrra og horfur eru á að svo verði einnig í ár, eins og fjallað er um hér á eftir. Eins og ævinlega er mikil óvissa um framleiðsluspennuna á hverjum tíma og er fjallað um nokkra óvissuþætti sem tengjast matinu hér á eftir en nánar er fjallað um vinnu- markaðinn og nýtingu framleiðsluþátta þjóðarbúsins í kafla V.

### Verðbólguhorfur versna þegar liður á spátímann

Verðbólga mældist 1,8% á fyrsta fjórðungi ársins en í febrúar var spáð að hún yrði 1,9%. Verðbólga minnkaði lítillega framan af ári en jókst á ný í apríl þegar hún mældist 1,9%. Verðbólga hefur því verið við eða undir verðbólgu markmiði Seðlabankans í ríflega þrjú ár en það má að miklu leyti rekja til innfluttrar verðhjöðunar og hækkunar á gengi krónunnar. Eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2016/4 hefur lækkun innflutningsverðs í krónum sem af þessu hefur leitt mun meiri áhrif á mælikvarða á verðbólgu sem undanskilja húsnæðiskostnað. Verulegur munur er því á verðbólgu miðað við heildarvísitölu neysluverðs annars vegar og vísitölu neysluverðs án húsnæðis og samræmda vísitölu neysluverðs hins vegar. Þannig lækkaði verðlag miðað við vísitölu neysluverðs án húsnæðis um 1,8% frá apríl í fyrra en samræmda vísitalan var 1,4% lægri í mars en á sama tíma í fyrra.<sup>2</sup> Verðbólguvæntingar eru á flesta mælikvarða í ágætu samræmi við verðbólgu markmiðið og virðast þær hafa traustari kjölfestu í markmiðinu en þær hafa haft um langa hríð (sjá rammagrein 3).

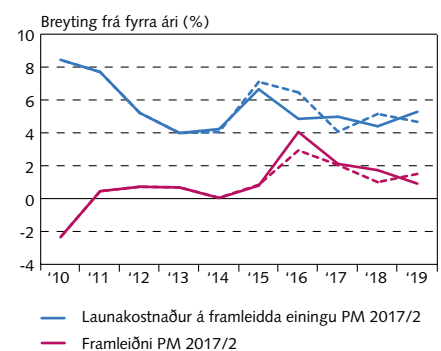
Laun hafa hækkað mikið undanfarin misseri og hafa vegið á móti innfluttri verðhjöðnun og hækkun krónunnar. Laun og launatengd gjöld hækkuðu um 9½% í fyrra og hafa hækkað um 17½% undanfarin tvö ár. Hækkunin verður einnig mikil í ár eða því sem næst 7% en heldur hægari á næstu tveimur árum. Á móti þessum miklu launahækkunum kemur óvenju mikill framleiðnivöxtur í fyrra og horfur á áframhaldandi kröftugum vexti í ár. Eins og rakið er í köflum V og VI er hugsanlegt að framleiðni aukningin í fyrra sé ofmetin, m.a. sakir vanmats á aukningu erlends vinnuafis í landinu. Miðað við þessar tölur var framleiðnivöxturinn líðlega 1 prósentu meiri í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúar. Launakostnaður á framleidda einingu hækkaði því um 4,9% en ekki 6,5% (mynd I-11). Spáð er svipaðri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu í ár og á næstu tveimur árum. Gangi spáin eftir verður áfram töluverður verðbólguþrýstingur frá vinnu- markaði á spátímanum.

Samkvæmt grunnspá verður verðbólga um 2% fram á næsta ár en fer um tíma í u.þ.b. 3% um mitt ár 2019 áður en hún tekur að þokast niður í markmið á ný (mynd I-12). Eins og rakið var í

2. Eins og fjallað er um í rammagrein 2 var munurinn milli þessara tveggja mælikvarða sem undanskilja húsnæðiskostnað óvenju mikill stóran hluta síðasta árs sem rekja má til mikils vægis útgjaldþátta sem vega þungt í útgjöldum ferðamanna hér á landi.

Mynd I-11

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



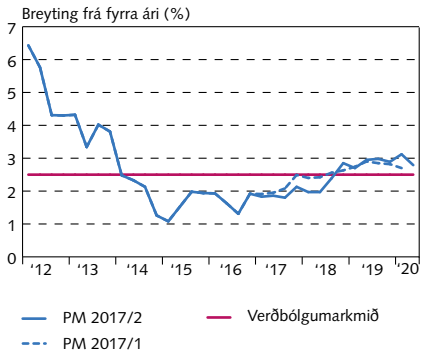
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga<sup>1</sup>

1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2020

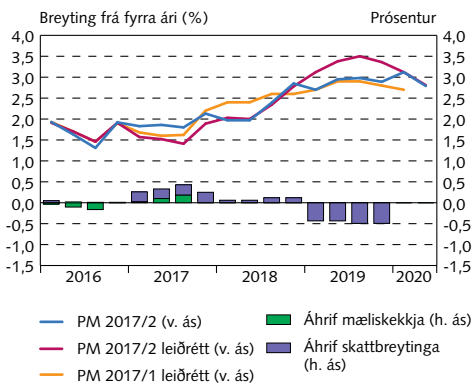


1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2017 - 2. ársfj. 2020.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Verðbólguhorfur leiðréttar fyrir áhrifum  
mæliskekkja og skattbreytinga<sup>1</sup>

1. ársfj. 2016 - 2. ársfj. 2020

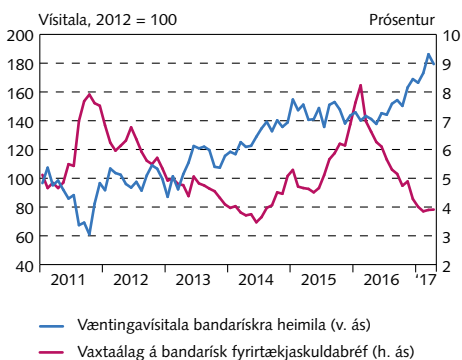


1. Verðbólguþáttur PM 2017/2 og PM 2017/1 leiðréttar fyrir áhrifum mæliskekkju í VNV mars-ágúst 2016 og breytinga á vörugjöldum í byrjun árs 2017. Verðbólguþáttur PM 2017/2 einnig leiðrétt fyrir áhrifum fyrirhugaðra breytinga á virðisaukaskatti samkvæmt ríkisfjármálaáætlun.  
Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14

Væntingar heimila og vaxtaálag á skuldabréf<sup>1</sup>

Janúar 2011 - apríl 2017



1. Væntingavísitala heimila í Bandaríkjunum og vaxtaálag á skuldabréf bandarískra fyrirtækja með lánsþæfiseinkunn í spákaupmennskuflokki.  
Heimildir: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis, Macrobond.

*Peningamálum* 2016/4 urðu Hagstofunni á mistök við mælingu á vísitölu neysluverðs í fyrra sem leiddi til vanmats á verðbólgu á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Af því leiðir einnig að ársverðbólga verður lítillega ofmetin yfir sama tímabil í ár. Um áramótin hækkuðu vörugjöld á fjölda vara, m.a. á eldsneyti, áfengi og tóbaki. Áhrif þess á vísitölu neysluverðs eru svipuð og áhrifin af fyrrnefndri mæliskekkju. Þá áforma stjórnvöld breytingar á óbeinum sköttum á næstu misserum (sjá kafla IV). Sé leiðrétt fyrir þessum áhrifum hafa verðbólguhorfur batnað fyrir þetta og næsta ár (mynd I-13). Það snýst hins vegar við frá ársbyrjun 2019 þegar verðbólga er orðin um ½ prósentu meiri en spáð var í febrúar enda horfur á meiri framleiðsluspennu en áður var spáð. Nánar er fjallað um óvissuþætti verðbólguþáttarinnar hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissuþættir og rakið hvernig breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem er frábrugðin því sem grunnspáin gerir ráð fyrir.

Peningastefnan

Meginvextir Seðlabankans voru 5% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* og höfðu lækkað um 0,75 prósentur frá sama tíma í fyrra. Eins og fyrri grunnspár bankans byggist núverandi spá á þeirri forsendu að meginvextir þróist á spátímanum í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sé í samræmi við verðbólgu markmiðið til meðallangs tíma.

Aukin bjartsýni í alþjóðlegum efnahagsmálum en áfram meiri hætta á ofmati þegar horft er lengra fram á veginn

Eins og rakið er fyrr í þessum kafla virðist sem heimsbúskapurinn hafi tekið nokkuð við sér í lok síðasta árs og gæti aukinnar bjartsýni á alþjóðamörkuðum, eins og sjá má í hækkingu hlutabréfaverði og langtíma vöxtum, aukinni bjartsýni heimila og fyrirtækja og lækkun áhættuálags á alþjóðlegum fjármálamörkuðum (mynd I-14). Þá virðast markaðir hafa tekið vel í áform nýs forseta Bandaríkjanna um innviðafjárfestingu, skattalækkunir og fækkun reglugerða um fjármálamarkaði þó að óvissa ríki enn um umfang og tímasetningu slíkra aðgerða. Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár og mögulega fram á það næsta gætu því verið vanmetnar í grunnspá bankans.

Litið lengra fram á veginn eru hins vegar taldir meiri líkur á að alþjóðlegur hagvöxtur sé ofmetinn en að hann sé vanmetinn. Í meginatriðum liggja þar sömu ástæður að baki og í fyrri spám bankans. Hætta er á að útganga Breta úr Evrópusambandinu valdi truflunum í hinu samþætta neti alþjóðaviðskipta. Ásamt vaxandi tilhneigingu til verndarstefnu gæti það sett af stað atburðarás sem dregið gæti úr við-

skiptum milli landa og þannig hægt á efnahagssumsvifum í heiminum. Þá eru hagvaxtarhorfur í Kína óvissar, en landið er ein mikilvægasta aflvél heimshagvaxtar. Eignaverð hefur hækkað mikið þar í landi og svo virðist sem hagvöxturinn sé útlánadrifinn í ríkari mæli en áður. Hagvaxtarhorfur þar virðast því brothættar og snörp leiðrétting eignaverðs gæti reynt mjög á viðnámsþrótt fjármálakerfisins. Fjármálaleg skilyrði í nýmarkaðsríkjum gætu einnig versnað hratt með hækkandi vöxtum í Bandaríkjunum og hækkun á gengi Bandaríkjadals. Sem fyrr standa mörg þróuð ríki frammi fyrir ýmsum áskorunum tengdum hægum framleiðnivexti og öldrun.

Af ofangreindu má ráða að vöxtur eftirspurnar helstu viðskiptalanda í grunnspánni sé mögulega vanmetinn til skemmri tíma litið en ofmetinn þegar litið er lengra fram á veginn. Þá gæti aukin pólitísk óvissa í heiminum eða snörp hækkun olíuverðs leitt til viðsnúnings í þróun útflutnings og viðskiptakjara hér á landi. Áhrif hækkunar raungengis undanfarin misseri á samkeppnistöðu útflutnings- og samkeppnisgreina gætu einnig verið vanmetin. Ekki er því útilokað að forsendur grunnspárinnar um vöxt útflutnings, sérstaklega til lengri tíma, séu of bjartsýnar.

### **Án herra gengis væri framleiðsluspenna og verðbólga meiri og vextir hærri**

Hækkun á gengi krónunnar hefur leikið lykilhlutverk í aðlögun þjóðarbúsins að þeim búhnykkjum sem hafa fallið því í skaut undanfarin misseri og líklegt að svo verði áfram. Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengið haldi áfram að hækka út næsta ár og að það muni hægja á efnahagssumsvifum og beina eftirspurn að nokkru leyti út úr þjóðarbúinu. Með því að draga úr hagvexti og lækka verð á innfluttri vöru og þjónustu vegur gengishækkunin á móti innlendum verðbólguþrýstingi. Það gerir Seðlabankanum kleift að halda verðbólgu við verðból gumarkmiðið með lægri vöxtum en ella.

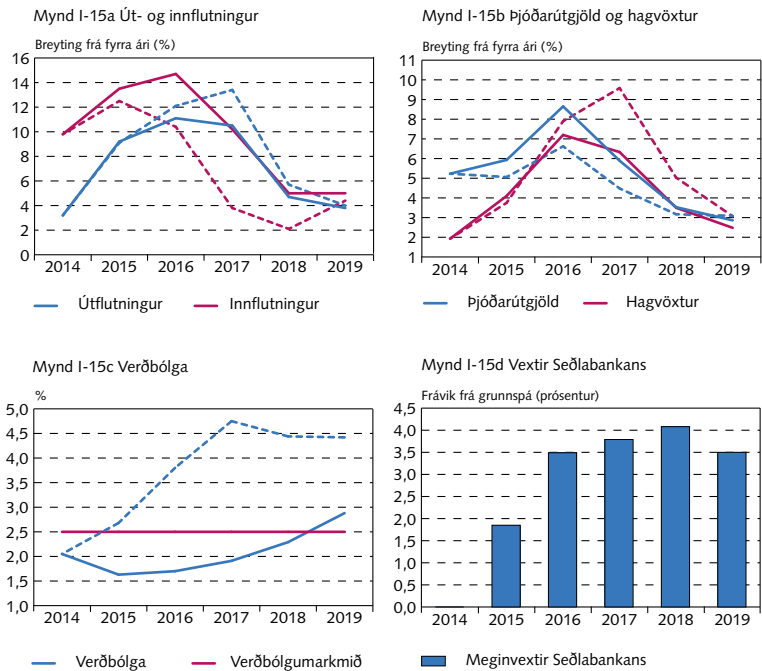
Mynd I-15 sýnir mögulega efnahagsþróun hefði gengi krónunnar ekki hækkað eins og raun ber vitni. Frávíksdæmið gerir ráð fyrir að gengisvísitalan hafi haldist óbreytt í 207 stigum frá árinu 2014 og út spátímann. Það felur í sér að gengi krónunnar hafi verið um fimmtungi lægra í lok árs 2016 en það var í raun og ríflega fjórðungi lægra árið 2019 en gert er ráð fyrir í núverandi grunnspá. Eins og mynd I-15a sýnir hefði lægra gengi krónunnar að öðru óbreyttu leitt til töluvert annarrar framvindu utanríkisviðskipta en raun varð á. Samkvæmt frávíksdæminu hefði útflutningsvöxtur verið um 1 prósentu meiri í fyrra en hann var í raun. Vöxturinn hefði að öðru óbreyttu verið enn meiri í ár eða ríflega 13% í stað 10½% sem nú er spáð. Vöxturinn hefði líklega einnig verið meiri á næsta ári en frá árinu 2019 væri hann orðinn áþekkur því sem hann er í grunnspánni. Munurinn á vexti innflutnings er enn meiri. Án gengishækkunarinnar hefði vöxtur innflutnings þegar verið um 1 prósentu minni árið 2015 og ríflega 4 prósentum minni í fyrra. Munurinn hefði að öðru óbreyttu náð hámarki í ár, en þá eykst innflutningur um tæp 4% í frávíksdæminu í stað ríflega 10% samkvæmt grunnspánni. Vöxturinn er einnig minni á næstu tveimur árum.

Ein af ástæðum hægari innflutningsvaxtar í frávíksdæminu er að lægra gengi krónunnar dregur einnig úr vexti þjóðarútgjalda: lægra



Mynd I-15

Frávíksdæmi með lægra gengi krónunnar<sup>1</sup>



1. Frávíksdæmi þar sem gengisvísitala helst óbreytt í 207 stigum frá árinu 2014. Grunnspá PM 2017/2 er sýnd með heilum línum en frávíksdæmið með lægra gengi krónunnar með brotalínunum.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

gengi leiðir til minni kaupmáttar en ella og það, ásamt hærri vöxtum (sjá hér á eftir), hægir á neyslu- og fjárfestingarútgjöldum. Eins og mynd I-15b sýnir hefði vöxtur þjóðarútgjalda líklega verið um 1-2 prósentum hægari undanfarin tvö ár hefði gengi krónunnar haldist óbreytt frá árinu 2014. Munurinn er því nokkru minni en í innflutningi sem sýnir hvernig lægra gengi krónunnar stuðlar að því að beina hlutfallslega stærra hluta útgjalda heimila og fyrirtækja að innlendi vöru og þjónustu. Það, ásamt kröftugri útflutningsvexti, gerir það að verkum að hagvöxtur er töluvert meiri í frávíksdæminu en í grunnspánni þrátt fyrir hægari vöxt þjóðarútgjalda. Með lægra gengi hefði hagvöxtur að öðru óbreyttu verið 7,9% í fyrra eða 0,7 prósentum meiri en hann varð í raun og samkvæmt frávíksdæminu yrði hann 9½% í ár eða ríflega 3 prósentum meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir. Horfur væru einnig á meiri hagvexti á næstu tveimur árum hefði gengi krónunnar þróast eins og í frávíksdæminu.

Án gengishækkunarinnar væri spennan í þjóðarbúskapnum því enn meiri en hún er í raun. Innflutningsverð í krónum hefði einnig lækkað minna undanfarin tvö ár og hækkunin á spátímanum orðið meiri sem því nemur. Eins og mynd I-15c sýnir hefði verðbólga því þróast með talsvert öðrum hætti en hún hefur gert. Hún hefði líklega þegar verið komin í markmið árið 2015 og verið komin í tæplega 4% í fyrra. Samkvæmt frávíksdæminu hefði verðbólgan haldið áfram að aukast í ár og verið um 4½% út spátímann. Mun meiri verðbólga hefði að öðru óbreyttu kallað á töluvert harðara taumhald peningastefnunnar til þess að stuðla að því að verðbólga leiti í markmið til meðallangs tíma. Samkvæmt peningastefnureglu þjóðhagslíkans Seðlabankans hefðu meginvextir bankans þurft að vera ríflega 9% í

fyrri eða um 3½ prósentu hærrí en þeir voru í raun og hefði sá munur haldist út spátímann (mynd I-15d).

Það er rétt að taka reikningsæfingum eins og þessum með vissum fyrirvara. Þannig er í dæminu t.d. horft fram hjá því hvernig óbreytt gengi hefði komið til við þessar aðstæður. Væntanlega hefði þurft aðgerðir af hálfu Seðlabankans eins og enn meiri gjaldeyriskaup en raunin varð. Slíkar aðgerðir hefðu ekki verið án hliðarverkana sem ekki er tekið tillit til í dæminu. Eigi að síður sýnir frávíkisdæmið glögglega hve mikilvæg gengishækkunin hefur verið í aðlögun þjóðarbúsins að auknum vexti útflutnings og viðskiptakjarabatanum. Gengishækkunin hefur bæði hægt á efnahagssumsvifum og beint hluta tekjuaukans sem rekja má til búhnykkjanna út úr þjóðarbúinu. Hefði gengi krónunnar ekki hækkað eins og það hefur gert hefði áraunin á innlenda framleiðsluþætti því verið enn meiri. Þá hefur gengishækkunin létt á spennunni í þjóðarbúskapnum með því að auðvelda innflutning á nýjum framleiðsluauðföngum, bæði vinnuafli og fjármagni, til að mæta vexti efnahagssumsvifa. Frávíkisdæmið sýnir einnig hversu mikilvægu hlutverki gengi krónunnar leikur í miðlun taumhalds peningastefnunnar út í þjóðarbúskapinn. Án gengishækkunarinnar hefði þurft hærrí vexti Seðlabankans til að sporna gegn því að vaxandi spenna og miklar launahækkningar leiddu til þess að verðbólga og verðbólguvæntingar misstu kjölfestu við markmið bankans.

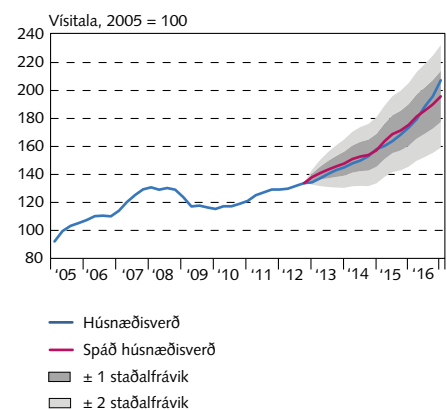
### Hægir á hækkun húsnæðisverðs frá næsta ári

Raunverð húsnæðis hækkaði um 11,4% í fyrri og hefur hækkað um tæplega 50% frá því að það var lægst í ársbyrjun 2010. Hækkunin er svipuð og á tímabilinu frá ársbyrjun 2004 til ársloka 2007 og er raunverðið nú orðið lítillega hærrí en það var hæst í lok árs 2007. Eins og fjallað er um í kafla III er hækkunin svipuð þegar horft er til hlutfalls húsnæðisverðs og byggingarkostnaðar en minni sé húsnæðisverð sett í hlutfall við laun eða ráðstöfunartekjur á mann.

Húsnæðisverð hefur lengst af hækkað álíka mikið og þættir sem taldir eru ráða húsnæðisverði samkvæmt þjóðhagslíkani Seðlabankans. Mynd I-16 sýnir samanburð á þróun húsnæðisverðs við kvika (e. dynamic) spá með húsnæðisverðsjöfnu þjóðhagslíkansins frá fyrsta ársfjórðungi 2013 til fyrsta ársfjórðungs þessa árs. Eins og myndin sýnir hefur hækkun húsnæðisverðs undanfarin fjögur ár verið svipuð og búast mætti við miðað við sögulegt samband húsnæðisverðs, ráðstöfunartekna og raunvaxta. Þótt spáfrávik séu vel innan skekkjumarka er húsnæðisverð hins vegar farið að hækka hraðar en spáafnan gefur til kynna í blálok spátímans. Það er einnig í takt við niðurstöður sérstakra tölfræðiprófa sem benda til vaxandi misvægis milli húsnæðisverðs og þeirra þátta sem alla jafnan ráða þróun þess frá seinni hluta síðasta árs eða byrjun þessa árs.<sup>3</sup>

Samkvæmt grunnspánni nær árshækkun húsnæðisverðs hámarki í ár en síðan hægir á henni frá og með næsta ári í takt við aukið fram-

Mynd I-16  
Raunverulegt og spáð húsnæðisverð<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2017



1. Húsnæðisverðspáin er fengin með kvikri spá frá 1. ársfj. 2013 - 1. ársfj. 2017 með húsnæðisverðsjöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Notast er við GSADF-prófið sem er einhliða einingarrótarpróf sem leitar að óstöðugri rót (e. explosive root) í eignaverði [P. C. B. Phillips, Y. Wu og J. Yu (2011), „Explosive behavior in the 1990s NASDAQ: When did exuberance escalate asset values?“, *International Economic Review*, 52, 201-226]. Þetta tölfræðipróf bendir ótvírætt til bólu myndunar í húsnæðisverði í aðdraganda fjármálakreppunnar árið 2008. Á sama tíma hækkaði húsnæðisverð einnig langt umfram það sem húsnæðisverðsjafna þjóðhagslíkans bankans spáði fyrir um.

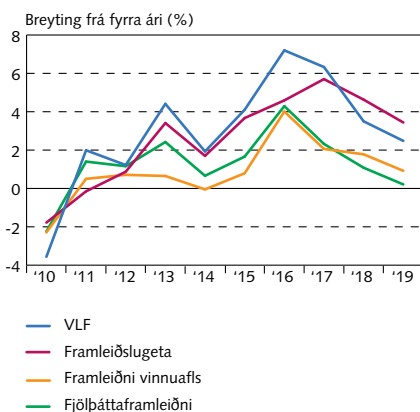
boð íbúðarhúsnæðis og aðlögun tekna og eftirspurnar að langtíma leitnivexti. Ekki er hins vegar útilokað að þróun húsnæðisverðs víki enn frekar frá þróun launa og tekna, ekki síst ef hækkunin yrði drifin áfram af lántöku sem byggðist á því að húsnæðisverð héldist áfram hátt. Við slíkar aðstæður gæti ójafnvægið byggst enn hraðar upp í þjóðarþúinu og hætta aukist á hraðri og harkalegri leiðréttingu síðar meir. Ekki er heldur útilokað að húsnæðisverð hækki hægar en spáð er, t.d. ef mikill tekjuvöxtur undanfarinna missera snýst við vegna utanaðkomandi áfalls eins og rýrnunar viðskiptakjara eða samdráttar í útflutningi. Í kjölfarið gætu tekjur og auður heimila minnkað og eftirspurn þeirra, þ.á m. eftir húsnæði, dregist saman. Að öðru óbreyttu myndi þá draga hraðar úr vexti efnahagssumsvifa en grunnspáin gerir ráð fyrir.

### Vexti eftirspurnar hefur verið mætt með innflutningi framleiðsluþátta og bættri nýtingu þeirra

Eins og rakið hefur verið fyrir í þessum kafla hefur hagvöxtur hér á landi verið mikill undanfarin ár og horfur eru á að svo verði einnig í ár. Vöxturinn hefur verið langt umfram langtíma hagvaxtargetu þjóðarþúsins og verður enn um sinn. Spenna í þjóðarþúskapnum hefur því aukist og er talið að framleiðsluspennan hafi numið 2½% af framleiðslugetu í fyrra og aukist í 3½% í ár. Hún væri hins vegar mun meiri ef framleiðslugeta þjóðarþúsins væri ekki einnig talin hafa vaxið hraðar en sem nemur langtímaleitni vexti hennar. Áætlað er að framleiðslugetan hafi vaxið um 3¾% árið 2015 og um 4½% í fyrra. Hefði framleiðslugetan vaxið í takt við langtímaleitni hefði framleiðsluspennan í fyrra því verið að öðru óbreyttu liðlega tvöfalt meiri en nú er áætlað. Samkvæmt grunnspánni heldur framleiðslugetan áfram að aukast hratt í ár og á næsta ári en þegar líða tekur á spátímann hnígur vöxturinn smám saman að leitni.

Eins og rakið er fyrir í þessum kafla skýrist hinn óvenju mikli vöxtur framleiðslugetu af nokkrum þáttum. Framleiðsluþættirnir vinnuafli og fjármagn hafa vaxið mikið en nýting þeirra hefur einnig batnað. Framleiðnivöxtur mældist óvenju mikill í fyrra og horfur eru á að hann verði einnig mikill í ár.<sup>4</sup> Eins og sést á mynd I-17 virðist vöxtur fjölþáttaframleiðni (e. total factor productivity) skýra lungann úr framleiðnivextinum í fyrra og í ár en framlag vaxtar fjármagnsstofnsins er tiltölulega lítið, þótt það aukist er líður á spátímann.<sup>5</sup> Þróunin sýnir hversu sveigjanleg framboðshlið þjóðarþúsins er: þegar efnahagsáfall ríður yfir dregst framboðshliðin saman en undanfarið hefur hún vaxið hratt með miklum innflutningi framleiðsluáðfanga og betri nýtingu þeirra. Eins og rakið er hér að framan gegnir hækkun á gengi krónunnar hér mikilvægu hlutverki: hún lækkar hlutfallslegt verð innfluttra framleiðsluáðfanga og auðveldar þannig aðlögun þjóðarþúsins að búhnykkjum sem hafa dunið á þjóðarþúinu undanfarin ár.

Mynd I-17  
Framleiðni vinnuafis og undirliggjandi þættir 2010-2019<sup>1</sup>



1. Framleiðni vinnuafis er metin sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Fjölþáttaframleiðni er metin sem frávik VLF frá því framleiðslustigi sem fæst með fullri nýtingu framleiðsluþátta út frá framleiðslufalli þjóðhagslíkans bankans. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019.

Heimildir: Hagstofa Íslands Seðlabanki Íslands.

- Eins og fjallað er um í kafla V er líklegt að framleiðnivöxturinn í fyrra endurspegli að einhverju leyti mæliskekkju vegna vanmats á umfangi erlends vinnuafis. Það þarf þó ekki að breyta matinu á vexti framleiðslugetu þjóðarþúsins: framleiðnivöxtur væri þá minni en á móti væri vöxtur fólks á vinnuálfri meiri. Eins og rakið er í köflum V og VI kann ofmat framleiðnivaxtar einnig að tengjast ofmati á hagvexti ársins þar sem verðþáttur landsframleiðslunnar sé vanmetinn. Sé það rétt er einnig líklegt að vöxtur framleiðslugetu í fyrra hafi verið ofmetinn.
- Vöxtur fjölþáttaframleiðni er sá hluti framleiðsluaukningar sem er umfram það sem skýra má með vexti framleiðsluþátta fjármagns og vinnuafis. Sjá nánar í kafla V.

Hversu sveigjanleg framboðshlið þjóðarbúsins getur orðið er hins vegar takmörkum háð, eins sjá má t.d. á vaxandi erfiðleikum fyrirtækja við að ráða starfsfólk og viðvarandi launaþrýstingi. Einnig er óvissa um hversu lengi jafn hraður vöxtur framleiðslugetu og undanfarin ár getur varað. Matið er háð mikilli óvissu enda byggist það að nokkru leyti á túlkun hagstærða sem ekki eru mælanlegar. Sé vöxtur framleiðslugetu ofmetinn felur það í sér að framleiðsluspennan í grunnspánni er vanmetin og þar með undirliggjandi verðbólguþrýstingur og hið gagnstæða sé um vanmat að ræða.

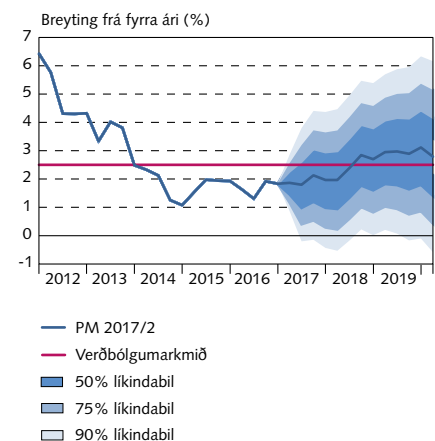
### Verðbólguhorfur sem fyrr óvissar

Þau álitamál sem rakin eru hér að framan undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólguhorfur gætu t.d. verið lakari en samkvæmt spánni ef krafturinn í innlendri eftirspurn er vanmetinn eða sveigjanleiki framboðshliðar þjóðarbúsins ofmetinn. Framundan er einnig fjöldi kjarasamninga sem gætu leitt til meiri launahækka-ana en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Mikil spenna á vinnumarkaði gæti einnig leitt til meira launaskriðs en spáin gerir ráð fyrir. Þá gæti geta innlendra fyrirtækja til að taka á sig frekari kostnaðarhækkunarir verið komin að endamörkum, sérstaklega fyrirtækja í útflutnings- og samkeppnisgreinum sem hafa þurft að þola töluverða skerðingu á samkeppnisstöðu með hækkandi raungengi. Ójafnvægið á húsnæðis- markaði gæti einnig verið vanmetið sem gæti kynt enn frekar undir spennunni í þjóðarbúinu og aukið hættu á snarpri leiðréttingu síðar meir. Slakni meira á aðhaldi opinberra fjármála en nú er gert ráð fyrir væri eftirspurnarþrýstingur einnig vanmetinn. Allt þetta gæti reynt á nýfengna kjölfestu verðbólguvæntinga.

Verðbólguhorfur samkvæmt grunnspánni gætu einnig reynst of dökkar. Útlit er fyrir að afgangur á viðskiptum við útlönd verði áfram töluverður og erlend staða haldi því áfram að batna. Jafnvægisgengi krónunnar gæti því átt eftir að hækka meira en gert er ráð fyrir í spánni og toga gengi krónunnar enn meira upp. Hægari hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum og veikari bati alþjóðlegs hrá- og olíuverðs gæti einnig leitt til minni efnahagsumsvifa innanlands og dregið á langinn áhrif innfluttrar verðhjöðnunar sem hefur hjálpað til við að halda aftur af verðbólgu hér á landi. Áhrif aukinnar alþjóðlegrar samkeppni á verð-ákvarðanir fyrirtækja í innlendri smásölu gætu einnig verið vanmetin. Að lokum gæti vöxtur framleiðslugetu enn verið vanmetinn.

Mynd I-18 sýnir verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá ásamt mati á óvissubili spárinnar, þ.e. mati á bili verðbólgu sem taldar eru 50-90% líkur á að hún verði innan næstu þrjú ár (sjá viðauka 3 í *Peningamállum 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 líkindadreifing verðbólguþrýstingurinn talin samhverf. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1-3% að ári liðnu og á bilinu 1½-4¼% í lok spátímans.

Mynd I-18  
Verðbólguþrýstingur og óvissumat  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2020



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Hagvöxtur hefur heldur sótt í sig veðrið í heiminum og aukinnar bjartsýni gætir um horfur fyrir þetta ár. Spáð er meiri hagvexti í helstu viðskiptalöndum í ár en í febrúarspá Seðlabankans. Einnig er útlit fyrir að hagvöxtur verði í auknum mæli fjárfestingardrífinn og því bæti meira í vöxt innflutnings í helstu viðskiptalöndum en áður var gert ráð fyrir. Alþjóðleg verðbólga hefur aukist á síðustu mánuðum með vaxandi efnahagssumsvifum og hækkun orku- og hrávöruverðs. Viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa batnað verulega frá miðbiki árs 2014 og er búist við að sú þróun haldi áfram. Raungengið hefur haldið áfram að hækka og var á fyrsta ársfjórðungi komið fimmtungi yfir sögulegt meðaltal sem endurspeglar viðskiptakjarabatann og vöxt útflutnings sem hefur leitt til mikils afgangis á viðskiptajöfnuði og bætt ytri stöðu þjóðarbúsins.

### Alþjóðleg efnahagsþróun

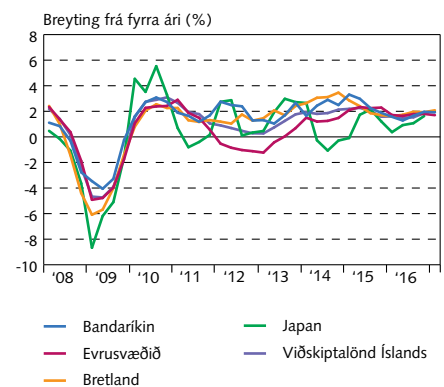
#### Hægari efnahagsbati í helstu viðskiptalöndum í fyrra en hagvöxtur á fjórða ársfjórðungi þó umfram væntingar ...

Líkt og gert var ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans mældist hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands 1,6% í fyrra sem er nokkru minni vöxtur en tvö árin þar á undan. Í nær öllum viðskiptalöndum dró úr hagvexti frá fyrra ári. Á síðari helmingi ársins jókst hann þó meðal flestra þróaðra ríkja og mældist 1,9% að meðaltali í helstu viðskiptalöndunum á síðasta fjórðungi þess (mynd II-1). Fjárfesting sótti í sig veðrið á seinni hluta síðasta árs beggja vegna Atlantsála samhliða aukinni eftirspurn, lágum vöxtum og hækkingu hrávöruverði sem leitt hefur til aukinnar fjárfestingar í orkufrekum iðnaði. Batinn á vinnu- markaði hefur reynst þróttmikill vestanhafs, í Bretlandi og í Japan þar sem atvinnuleysi hefur ekki mælst minna síðan fyrir fjármálakreppu (mynd II-2). Þótt hægt hafi á efnahagsbata á evrusvæðinu í fyrra nær hann til fleiri landa innan myntsvaldisins og atvinnuleysi hefur ekki verið minna á því síðan í maí 2009. Hagvöxtur mældist í öllum ríkjum svæðisins og var hann um og yfir 2% í níu þeirra. Á sama tíma hefur heldur hægt á efnahagssumsvifum á Norðurlöndunum fyrir utan Finnland þar sem þau hafa sótt í sig veðrið eftir að löngu samdráttarskeiði lauk árið 2015. Í Danmörku og Noregi mældist liðlega 1% hagvöxtur í fyrra en yfir 3% vöxtur var í Svíþjóð annað árið í röð.

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

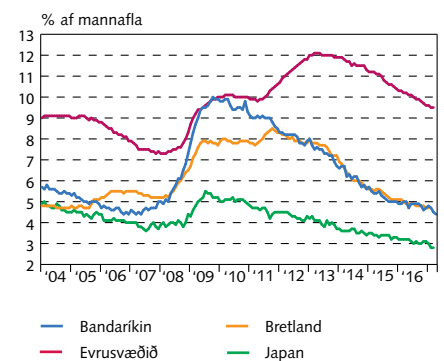
Heimshagvöxtur var 3,1% í fyrra sem er minnsti vöxtur frá efnahags- samdrættinum árið 2009. Þessi þróun endurspeglar hægari efnahags- bata bæði meðal þróaðra ríkja og nýmarkaðsríkja. Hagvöxtur var að meðaltali 1,7% meðal þróaðra ríkja og hefur ekki verið minni síðan árið 2013. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjum var 4,1% sem er um 1½ prósentu minna en meðalhagvöxtur síðustu sex ára á undan. Enn er þó meginþorri hagvaxtar í heimsbúskapnum borinn uppi af nýmarkaðs- ríkjum og þá sérstaklega hrávöruinnflytjendunum tveimur, Kína og

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



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2  
Atvinnuleysi<sup>1</sup>  
Janúar 2004 - apríl 2017

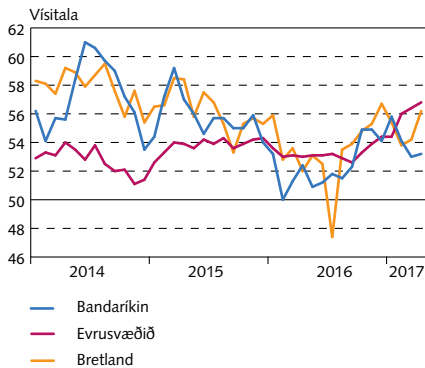


1. Árstíðarleiddar tölur.  
Heimild: Macrobond.

Mynd II-3

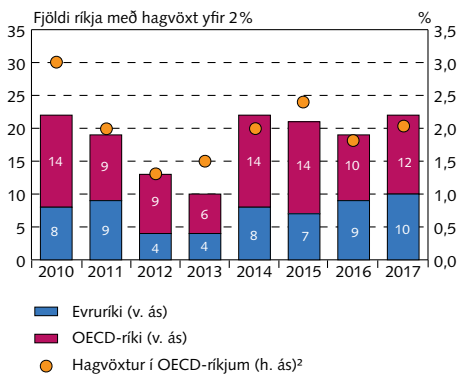
Leiðandi vísbendingar um hagvöxt<sup>1</sup>

Janúar 2014 - apríl 2017



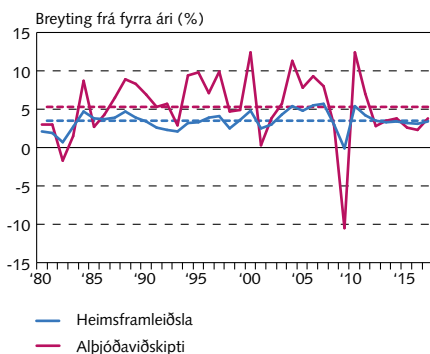
1. Vísitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt.  
Heimild: Bloomberg.

Mynd II-4

Hagvaxtarþróun meðal OECD-ríkja<sup>1</sup>

1. Að Litháen, Möltu og Kýpur meðtöldum þar sem þau heyrta til evrusvæðisins en eru ekki í OECD, alls 38 lönd. 2. Gildi ársins 2017 byggist á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, apríl 2017).  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD.

Mynd II-5

Heimsframleiðsla og alþjóðaviðskipti 1980-2017<sup>1</sup>

1. Brotalínur sýna meðaltal árána 1980-2016. Gildi ársins 2017 byggist á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, apríl 2017).  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Íslandi. Á sama tíma hafa orðið umskipti í Rússlandi og Brasilíu í kjölfar hækkunar olíu- og hrávöruverðs undanfarið.

## Vísbendingar um vaxandi efnahagsumsvif meðal þróaðra ríkja

Hagvísar fyrir Bretland hafa verið umfram væntingar markaðsaðila. Jafnvel þótt snörp aukning verðbólgu hafi dregið úr hækkun raunlauna benda hagvísar til þess að vöxtur einkaneyslu hafi gefið minna eftir en áður var búist við. Talið er að lækkun á gengi pundins muni koma fram í jákvæðara framlagi utanríkisviðskipta og er búist við að nýleg aukning heimshagvaxtar styðji enn frekar við þá þróun. Hagvísar benda þó til þess að hagvöxtur í Bretlandi minnki lítillega en minna en áður var talið. Hagvísar fyrir evrusvæðið og Bandaríkin hafa einnig reynst betri en áður var gert ráð fyrir. Framleiðsluvísitalan á evrusvæðinu hefur ekki mælst hærra frá því í apríl 2011 og hið sama á við um mælikvarða á bjartsýni neytenda á evrusvæðinu (mynd II-3). Í Bandaríkjunum tók fjárfesting að aukast í lok árs í fyrra. Vísbendingar um vöxt í helstu framleiðslugreinum og aukin bjartsýni heimila og fyrirtækja benda til þess að áframhald verði á þeirri þróun.

## Horfur á að hagvöxtur færast í aukana í ár ...

Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að heimshagvöxtur aukist í 3,5% í ár. Hagvaxtarhorfur hafa batnað frá spá sjóðsins í janúar sl., einkum fyrir þróuð ríki þar sem spáin fyrir Bretland hækkar mest, en spáin fyrir nýmarkaðsríki er óbreytt. Samkvæmt spánni eykst hagvöxtur frá fyrra ári í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum og fjölgar þróuðum ríkjum nokkuð þar sem hagvöxtur er yfir 2% (mynd II-4).

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins verður heimshagvöxtur svipaður á næsta ári, þar sem hagvexti í nýmarkaðsríkjum vex ásmegin en hagvöxtur í þróuðum ríkjum stendur í stað milli ára. Aukinnar bjartsýni gætir um efnahagshorfur til skemmri tíma en sjóðurinn telur óvissu enn mikla, sérstaklega varðandi langtímahorfur (sjá einnig kafla I) og áfram vera meiri líkur á að heimshagvöxtur reynist minni en spáð er á næstu árum.

## ... og að vöxtur alþjóðaviðskipta verði umfram heimshagvöxt á nýjan leik

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins verður vöxtur alþjóðaviðskipta í ár meiri en heimshagvöxtur. Það er breyting frá því sem verið hefur undanfarin tvö ár þegar alþjóðaviðskipti uxu hægar en hagvöxtur (mynd II-5). Í fyrra jukust alþjóðaviðskipti um 2,2% sem er minnsti vöxtur sem mælst hefur frá árinu 2009 og töluvert undir sögulegu meðaltali. Minni vöxtur alþjóðaviðskipta í fyrra á sér fyrst og fremst rætur í minni vexti út- og innflutnings meðal þróaðra ríkja sakir lítillar fjárfestingar og samdráttar í birgðahaldi, sérstaklega á fyrri helmingi síðasta árs. Miðað við helstu vísbendingar má vænta vaxandi fjárfestingar og aukinna efnahagsumsvifa sem ætti að leiða til meiri alþjóðaviðskipta á næstu misserum. Tilhneiging til aukinnar verndarstefnu víða um heim gæti þó haft áhrif á þessa þróun.

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

Í takt við batnandi horfur um heimshagvöxt og alþjóðaviðskipti er nú talið að hagvöxtur og vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands verði meiri í ár en gert var ráð fyrir í febrúar. Spáð er 1,9% hagvexti í viðskiptalöndunum sem er 0,2 prósentum meiri vöxtur en búist var við í febrúar. Vega þar þyngst horfur á meiri hagvexti í Bretlandi og á evrusvæðinu en hagvöxtur í Bandaríkjunum er talinn verða svipaður og spáð var í febrúar. Gert er ráð fyrir að vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda verði um ½ prósentu meiri í ár en vænst var í febrúar eða 3,8% að meðaltali. Aukningin endurspeglar að hluta grunnáhrif vegna meiri innflutningsvaxtar á seinni helmingi síðasta árs auk þess sem vísbendingar eru um að hagvöxtur viðskiptalandanna verði í auknum mæli fjárfestingardrífinn. Af þeim sökum er búist við að vöxtur innflutnings viðskiptalandanna verði nokkuð yfir hagvexti á spátímanum.

## ... og verðbólga hefur aukist meira en áður var spáð

Verðbólga í helstu iðnríkjum hefur aukist á síðustu mánuðum með vaxandi efnahagssumsvifum og hækkun orku- og hrávöruverðs (mynd II-6). Verðbólga í Bretlandi og hrávöruútflutningsríkjum hefur einnig markast af gengisbreytingum. Verðbólga mælist yfir verðbólgu markmiði í Bretlandi og Bandaríkjunum en verðbólga á evrusvæðinu er áfram undir markmiði Seðlabanka Evrópu (ECB). Undirliggjandi verðbólga er hins vegar víðast hvar lítil. Búist er við að verðbólga mælist meiri í ár en í fyrra í öllum viðskiptalöndum Íslands nema í Noregi og Brasilíu og verði 2% að meðaltali sem er 0,2 prósentum meiri verðbólga en búist var við í febrúar.

## Munur á taumhaldi peningastefnu meðal þróaðra ríkja eykst

Hlutabréfaverð í þróuðum ríkjum hefur hækkað samhliða því að hagvísar hafa mælt umfram væntingar og aukinnar bjartsýni gætir um efnahagshorfur. Þá hefur flökt eignaverðs einnig minnkað að undanfögnu (mynd II-7).

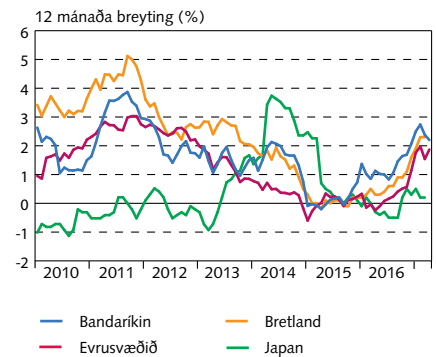
Seðlabanki Bandaríkjanna hækkaði vexti í mars um 0,25 prósentur og eru þeir 0,75-1% en í öðrum þróuðum ríkjum er aðhaldsstig peningastefnunnar óbreytt. Með auknum vaxtamun hefur gengi Bandaríkjadals og gjaldmiðla hrávöruútflytjenda hækkað en evran og japanska jenið lækkað. Þá er pundið um 10% lægra gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu en það var fyrir þjóðaratkvæðagreiðsluna um útgöngu Breta úr Evrópusambandinu (ESB) sl. sumar. Munur langtímavaxta í Bandaríkjunum og Bretlandi hefur einnig aukist og hefur ekki verið jafn mikill frá árinu 1980. Munur langtímavaxta í Bandaríkjunum og Þýskalandi hefur einnig aukist eftir því sem fjárfestar hafa í auknum mæli fært sig yfir í þýsk ríkisskuldabréf vegna pólitískrar óvissu í aðdraganda kosninga í Frakklandi, Ítalíu og Spáni (mynd II-8).

Áfram er búist við að það dragi í sundur í þróun vaxta í þróuðum ríkjum. Framvirkir vextir benda til þess að fjárfestar vænti hraðari vaxtahækkunarferlis í Bandaríkjunum en þeir væntu í febrúar (mynd II-9). Markaðsaðilar gera ráð fyrir tveimur vaxtahækkunum í viðbót

Mynd II-6

Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2010 - apríl 2017

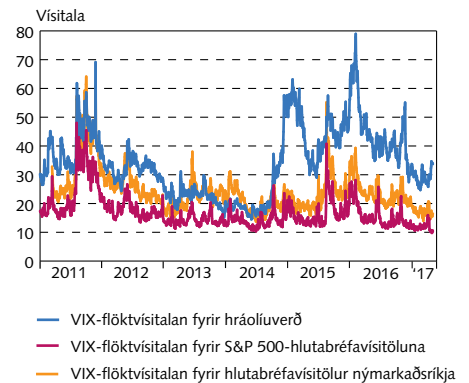


Heimild: Macrobond.

Mynd II-7

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

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 12. maí 2017



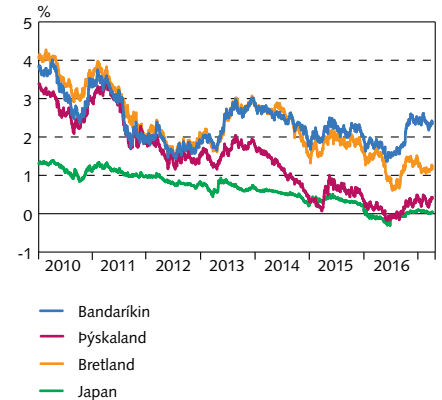
1. VIX-flöktvísitölur sýna afleitt flökt fjármálaferða.

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

Mynd II-8

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í nokkrum iðnríkjum

1. janúar 2010 - 12. maí 2017

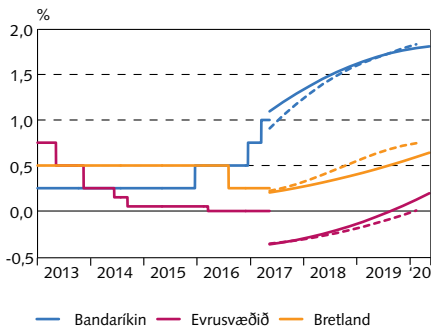


Heimild: Macrobond.

## Mynd II-9

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

Janúar 2013 - júní 2020



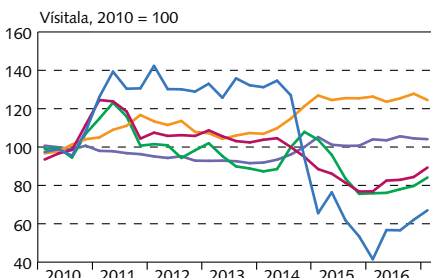
1. Daglegar tölur 1. janúar 2013 til 12. maí 2017 og ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2017 til 2. ársfj. 2020. Bandarísku vextirnir eru efri mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Heilar línur sýna framvirka ferla frá 12. maí 2017 en brotalínur frá 3. febrúar 2017.

Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

## Mynd II-10

Hrávöruverð og viðskiptakjör<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2017



— Hrálíuverð (í USD)  
— Hrávöruverð án olíu (í USD)  
— Verð sjávarafurða (í erl. gjaldm.)  
— Álverð (í USD)  
— Viðskiptakjör

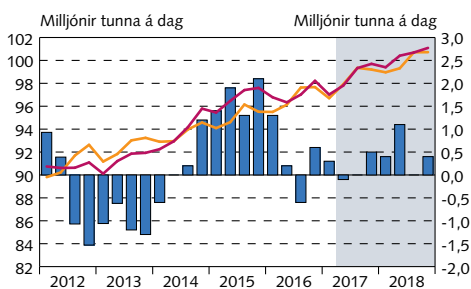
1. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadals. Viðskiptakjör fyrir 1. ársfjórðung 2017 byggjast á grunnspá Peningamála 2017/2.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd II-11

Framboð og eftirspurn eftir eldsneyti<sup>1</sup>

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2018



— Áætluð birgðasöfnun (h. ás)  
— Heimsframleiðsla (v. ás)  
— Heimseftirspurn (v. ás)

1. Fliótandi eldsneyti (e. liquid fuels). Spá 2. ársfj. 2017 - 4. ársfj. 2018. Áætluð birgðasöfnun er mismunur heimsframboðs og heimseftirspurnar.

Heimildir: U.S. Energy Information Administration.

á þessu ári og að vextir í árslok verði 1,25-1,5%. Á meðan er áfram búist við lausbeisluðu taumhaldi peningastefnunnar í Japan, Bretlandi, Svíþjóð og á evrusvæðinu. Hærri vextir í Bandaríkjunum gætu haft neikvæð áhrif á hagvaxtarhorfur nýmarkaðsríkja sem mörg hver eru berskjölduð fyrir hækkun fjármagnskostnaðar og gengis Bandaríkjadals vegna skuldsetningar fyrirtækja í nýmarkaðsríkjum í þeim gjaldmiðli.

## Útflutningsverð og viðskiptakjör

## Útlit fyrir að útflutningsverð í erlendum gjaldmiðlum hækki áfram

Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðlum stóð í stað í fyrra eftir samtals ríflega 18% hækkun árin tvö þar á undan (mynd II-10). Mat helstu markaðsaðila er að verðið muni hækka lítillega á þessu ári, einkum vegna góðra horfa um verð botnfiskafurða en töluverð óvissa er þó um verðþróun á frystum uppsjávarfiski, mjöli og lýsi. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir lítills háttar verðhækkun til viðbótar þegar líða tekur á spátímann.

Álverð á alþjóðlegum mörkuðum hefur hækkað nokkuð undanfarna fimm ársfjórðunga og var meðalverðið á fyrsta fjórðungi ársins ríflega fimmtungi hærra en fyrir ári sem er talsvert meiri hækkun en búist var við í febrúar (mynd II-10). Álbirgðir á heimsmarkaði eru enn nokkrar þótt þær hafi minnkað ört undanfarin tvö ár. Framvirkt verð og mat greiningaraðila bendir til að verðið haldi áfram að hækka þar sem búist er við að eftirspurn fari vaxandi samhliða auknum hagvexti á heimsvísu og minni álframleiðslu í Kína. Samdrátturinn er afleiðing stefnu stjórnvalda um að draga úr mengun en framleiðsla raforku til álframleiðslu í Kína styðst í ríkum mæli við brennslu kola. Talið er að verðið verði komið í 2.000 Bandaríkjadali á tonnið undir lok spátímans.

## Búist er við minni hækkun eldsneytisverðs en í febrúarspánni

Olíuverð hélt tiltölulega stöðugt í 55 Bandaríkjadöllum á tunnu frá desemberbyrjun og þar til í byrjun mars er það lækkað í 50 dali. Eftir að hafa hækkað aftur í 55 dali í lok mars var það komið í 50 Bandaríkjadali á ný fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála*. Þrátt fyrir að verð olíu sé tæplega tvöfalt hærra en þegar það var lægst um miðjan janúar í fyrra er það enn um 55% lægra en það var áður en lækunarhrinin hófst síðla árs 2014 (mynd II-10). Á sama tíma hefur dregið úr misvægi framboðs og eftirspurnar eftir eldsneyti (mynd II-11). Gert er ráð fyrir að olíuverð verði 22% hærra í ár en í fyrra sem er heldur minni hækkun en spáð var í febrúar. Bæði framvirkt verð og spár greiningaraðila á olíumarkaði benda til að olíuverð muni haldast tiltölulega stöðugt það sem eftir lifir spátímans.

## Hrávöruverð án olíu hefur hækkað töluvert

Hrávöruverð án olíu hefur hækkað frá miðju ári 2016 þótt verðið sé enn talsvert lægra en það var áður en það tók að lækka um mitt ár 2014 (mynd II-10). Á fyrsta fjórðungi ársins hafði hrávöruverð hækkað um 16% frá sama tíma í fyrra sem er meiri hækkun en búist var við í febrúar. Hækkunin hefur að mestu verið drifin áfram af verðhækkun málna en verð á matvörum hefur einnig hækkað. Talið er að hrávöruverð haldist tiltölulega stöðugt út árið. Gert er ráð fyrir að



verð á hrávöru án olíu hækki um 8,7% á þessu ári sem er 6 prósentum meiri hækkun en spáð var í síðustu *Peningamálum*.

### Viðskiptakjör hafa batnað verulega undanfarin tvö ár og útlit fyrir áframhaldandi bata í ár

Viðskiptakjör hafa batnað nær óslitið frá öðrum ársfjórðungi 2014 og hefur þróun þeirra verið mun hagstæðari en meðal annarra þróaðra ríkja, sérstaklega í samanburði við aðra hrávöruútflytjendur (sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/2). Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands bötunðu viðskiptakjör á fjórða ársfjórðungi um 3,8% frá fyrra ári (mynd II-10) og hafa þau þá batnað um 14% frá miðju ári 2014. Þrátt fyrir þennan mikla bata voru þau 11% 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 1% á árinu í heild en standa nánast í stað á næstu tveimur árum.

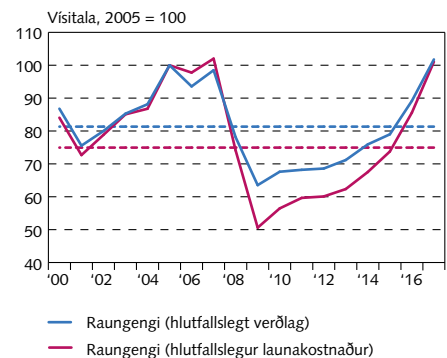
### Raungengi hefur hækkað mikið frá árinu 2009 ...

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hefur hækkað mikið frá því að það var lægst haustið 2009 og er nú einungis 6,5% lægra en það var hæst í lok ársins 2005. Hækkunin hefur haldið áfram það sem af er ári og var raungengið á fyrsta ársfjórðungi um fimmtungi hærra en það hefur verið að meðaltali undanfarin 25 ár (mynd II-12). Má að mestu leyti rekja hækkunina til hækkunar á nafngengi krónunnar en meiri verðbólga hér á landi en í helstu viðskiptalöndum hefur einnig leitt til hækkunar raungengis. Ytri staða þjóðarbúsins hefur batnað mikið undanfarin ár með batnandi viðskiptakjörum og kröftugum útflutningsvexti. Ólíkt því sem var fyrir fjármálakreppuna er talið að hækkun raungengis undanfarin misseri endurspegli að töluverðu leyti aðlögun þjóðarbúsins að herra jafnvægisraungengi.<sup>1</sup>

### ... og samkeppnisstaða þjóðarbúsins versnað

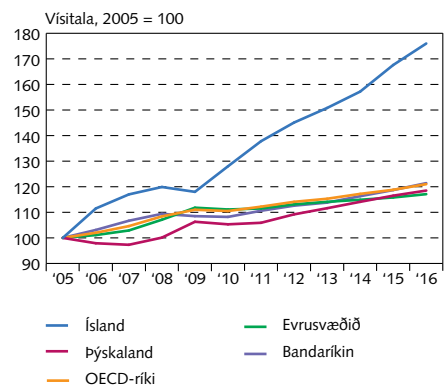
Gangi spá *Peningamála* eftir mun raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag verða tæplega 13% hærra á þessu ári en það mældist í fyrra. Gert er ráð fyrir að raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað muni hækka meira eða um liðlega 16%. Launakostnaður fyrirtækja á Íslandi hefur hækkað umtalsvert meira en í helstu samkeppnislöndum á undanförunum árum sem að öðru óbreyttu veikir samkeppnisstöðu innlendra fyrirtækja í útflutningi og samkeppnisrekstri (mynd II-13). Eins og fjallað er um í kafla I er því spáð að gengi krónunnar haldi áfram að hækka út næsta ár og því eru horfur á að raungengið eigi eftir að hækka enn frekar.

Mynd II-12  
Raungengi 2000-2017<sup>1</sup>



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

Mynd II-13  
Launakostnaður á framleidda einingu í þróuðum ríkjum 2005-2016



Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

1. Sjá nánar um mat Seðlabanka Íslands á jafnvægisraungengi í rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2 og viðauka 1 í *Peningamálum* 2007/3.

## III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Meginvextir Seðlabankans eru óbreyttir frá *Peningamála* í febrúar en hafa lækkað frá því í ágúst í fyrra. Markaðsaðilar vænta þess að þeir lækki enn frekar í ár. Þrátt fyrir lækkun eru meginvextir bankans enn háir í alþjóðlegum samanburði enda efnahagsaðstæður hér á landi afar ólíkar aðstæðum í öðrum þróuðum ríkjum. Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hefur lækkað líkt og áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs. Gengi krónunnar er tekið að hækka á ný eftir lækkun fyrr á árinu. Peningamagn í umferð og útlán lánakerfis hafa aukist en vöxturinn er enn sem komið er minni en vöxtur efnahagssumsvifa. Húsnæðisverð hefur hækkað mikið að undanfögnu og hlutabréfaverð hefur hækkað á ný. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja halda því áfram að batna.

### Peningastefnan

#### Nafnvextir Seðlabankans eru óbreyttir frá lokum síðasta árs ...

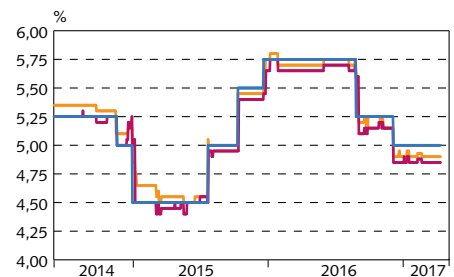
Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundum sínum í febrúar og mars sl. að halda vöxtum bankans óbreyttum eftir að hafa lækkað þá í tvígang á seinni helmingi síðasta árs um samtals 0,75 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á bundnum innlánum til sjö daga, voru því 5% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* (mynd III-1). Vextir á millibankamarkaði með krónur hafa þróast í takt við meginvexti bankans en velta á markaðnum hefur aukist það sem af er ári frá sama tímabili í fyrra.

Samþykktir vextir í útboðum bankavíxla hafa einnig fylgt vöxtum Seðlabankans og verið svipaðir meginvöxtum bankans. Vextir í útboðum ríkisvíxla hafa hins vegar hækkað um 4,3 prósentur frá því í febrúar, í 5%. Aflandskrónueigendur hafa verið stærstu eigendur ríkisvíxla á undanfögnu misserum en þeir hafa haft takmarkaða fjárfestingarkosti og bera flestir kostirnir lága vexti. Hækkunin í síðustu útboðum skýrist af minni eftirspurn þeirra í kjölfar samkomulags við Seðlabankann um miðjan mars sl. um kaup á aflandskrónueignum að fjárhæð um 90 ma.kr., þ.á m. nánast alla útstandandi ríkisvíxla.

#### ... líkt og raunvextir bankans

Raunvextir Seðlabankans eru 2,7% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum og 3% miðað við liðna ársverðbólgu (tafla III-1). Taumhald peningastefnunnar hefur því lítið breyst frá útgáfu *Peningamála* í febrúar. Raunvextir bankans eru hins vegar allt að 1½ prósentu lægri en þeir voru í ágúst sl. áður en meginvextir bankans voru lækkaðir. Lækkunin hefur í meginatriðum miðlast yfir í aðra raunvexti, þó síst yfir í vexti verðtryggðra skuldabréfa og íbúðalána (mynd III-2). Eins og fjallað var um í nóvemberhefti *Peningamála* virðist miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn vera komin í eðlilegt horf eftir að fjárstreymistæki bankans var virkjað í byrjun júní 2016.

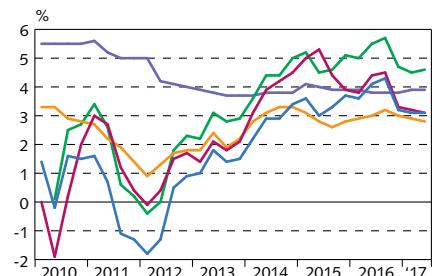
Mynd III-1  
Meginvextir Seðlabanka Íslands og  
skammtímamarkaðsvextir  
Daglegar tölur 2. júní 2014 - 12. maí 2017



— Meginvextir Sí (vextir á 7 daga bundnum innlánum)  
— Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði  
— Vextir til 7 daga á millibankamarkaði

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2  
Raunvextir Seðlabanka Íslands og raunvextir  
á markaði  
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2017<sup>1</sup>

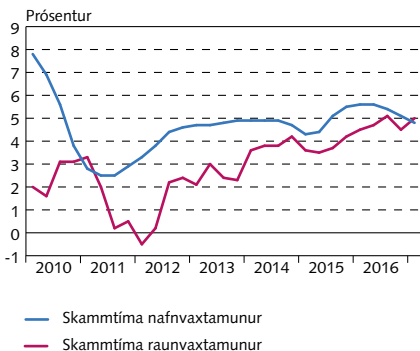


— Raunvextir Seðlabankans  
— Raunvextir óverðtryggðra skuldabréfa<sup>2</sup>  
— Vextir verðtryggðra skuldabréfa<sup>3</sup>  
— Raunvextir óverðtryggðra húsnæðislána með breytilegum vöxtum<sup>4</sup>  
— Vextir verðtryggðra húsnæðislána<sup>4</sup>

1. Gögn til og með 12. maí 2017. 2. 5 ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferli. 3. 5 ára vextir út frá metnum raunvaxtaferli. 4. Einfalt meðaltal lægstu útlánsvaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eru fastir frá 5 árum og allt upp í allan lánstímann.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

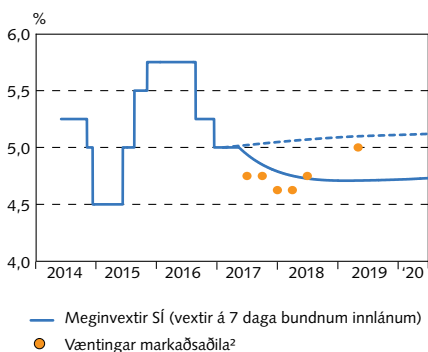
Vaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2017



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

Mynd III-4

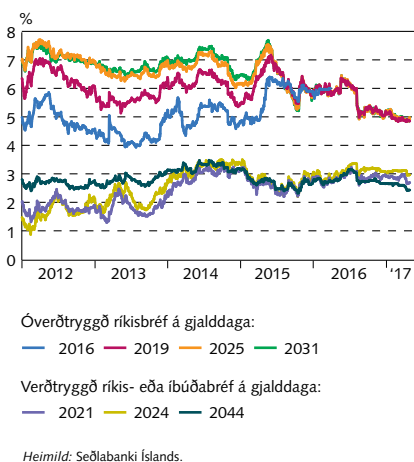
Meginvextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra<sup>1</sup>  
Daglegar tölur 1. júní 2014 - 30. júní 2020



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotna línan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2017/1. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlanavaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 2.-4. maí 2017.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa  
Daglegar tölur 2. janúar 2012 - 12. maí 2017



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (12/5 '17)	Breyting frá PM 2017/1 (3/2 '17)	Breyting frá PM 2016/2 (6/5 '16)
Raunvextir miðað við: <sup>1</sup>			
Ársverðbólgu	3,0	0,0	-1,1
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	2,4	-0,5	-0,3
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	1,9	0,0	-0,4
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs <sup>2</sup>	2,7	0,3	0,2
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs <sup>3</sup>	3,0	0,2	0,1
verðbólguvaxta Seðlabankans <sup>4</sup>	2,9	0,5	0,8
Meðaltal	2,7	0,1	-0,1

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

### Vextir hér á landi eru enn töluvert hærri en í öðrum iðnríkjum

Nafnvaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum minnkaði á síðasta ári samfara lækkun meginvaxta Seðlabankans. Þrátt fyrir það er munurinn enn með því mesta sem hann hefur verið frá því að efnahagsbatinn hófst hér á landi í kjölfar fjármálaáfallsins (mynd III-3). Raunvaxtamunurinn hefur hins vegar haldið áfram að aukast frá ársbyrjun 2012 eftir því sem hefur skilið á milli efnahagsbatans hér á landi og í öðrum þróuðum ríkjum. Þar er enn mikill slaki á meðan töluvert framleiðsluspenna mælist hér á landi (sjá kafla V). Nafnvöxtur eftirspurnar og launahækkanir hafa einnig verið umtalsvert meiri hér á landi. Þrátt fyrir að kjölfesta verðbólguvæntinga virðist hafa styrkst hér á landi, sem stuðlaði m.a. að lækkun vaxta bankans í fyrra, er hún að öllum líkindum enn ótraustari hér en í öðrum iðnríkjum. Allir þessir þættir hafa kallað á aðhaldssamari peningastefnu hér á landi en í nágrannaríkjunum.

### Markaðsaðilar vænta frekari vaxtalækkunar á þessu ári

Samkvæmt niðurstöðu könnunar Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í byrjun maí sl. búast þeir við að meginvextir bankans verði lækkaðir um 0,25 prósentur á öðrum fjórðungi þessa árs og enn frekar á þeim fjórða (mynd III-4). Þeir gera hins vegar ráð fyrir því að vextirnir verði hækkaðir á ný í 4,75% á öðrum ársfjórðungi 2018. Þetta eru lægri vextir en þeir væntu í janúarkönnuninni. Væntingar markaðsaðila eru áþekkar því sem lesa má út úr framvirka vaxtaferlinum.

### Markaðsvextir og áhættuálag

#### Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hefur lækkað

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa hefur lækkað um allt að 0,3 prósentur frá *Peningamálum* í febrúar (mynd III-5). Lækkun skuldabréfavaxta virðist endurspegla lægri verðbólguvæntingar markaðsaðila og væntingar þeirra um lægri vexti Seðlabankans. Er það í samræmi við niðurstöðu maikönnunar bankans á væntingum markaðsaðila (sjá umfjöllun hér að framan og í kafla VI) sem gefur jafnframt til kynna að þeir búast við að skuldabréfavextir verði lægri á næstu árum en þeir gerðu ráð fyrir í lok janúar sl. Ávöxtunarkrafa sértryggðra skuldabréfa viðskiptabankanna hefur þróast með áþekkingu hætti frá því í febrúar.

Innstreymi fjármagns vegna nýfjárfestingar á innlendum skulda-  
bréfamarkaði jókst í apríl en er enn lítið líkt og verið hefur frá því að  
sérstakt fjárstreymistæki Seðlabankans var virkjað í júní sl. (mynd III-  
6). Innstreymið hefur hins vegar haldið áfram í aðrar eignir, einkum  
beina fjárfestingu í innlendum fyrirtækjum og í skráð hlutabréf.

### Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað

Í janúar sl. hækkaði matsfyrirtækið Standard & Poor's (S&P) láns-  
hæfiseinkunn ríkissjóðs úr BBB+ í A- og matsfyrirtækið Fitch breytti  
lánsþæfhorfum úr stöðugum í jákvæðar. Eftir losun fjármagnshafta  
um miðjan mars og samninga Seðlabankans við aflandskrónueigendur  
um kaup á um helmingi útistandandi aflandskrónueigna hækkaði S&P  
einkunn ríkissjóðs aftur, nú í A með stöðugum horfum. Önnur alþjóð-  
leg matsfyrirtæki gáfu það einnig út að losunin muni hafa jákvæð áhrif  
á lánsþæfið. Í kjölfarið hefur áhættuálag á erlendar skuldbindingar  
ríkissjóðs lækkað og hefur ekki verið lægra frá ársbyrjun 2008 (mynd  
III-7). Vaxtaálag í alþjóðlegum útgáfum innlendra viðskiptabanka  
hefur einnig haldið áfram að lækka í takt við bætt lánsþæfismat þeirra  
og alþjóðlega þróun.

### Gengi krónunnar

#### Gengi krónunnar hækkar á ný

Gengi krónunnar hefur hækkað um 7,1% gagnvart vísitölu meðal-  
gengis frá útgáfu *Peningamála* í febrúar og er vísitalan nú um 154  
stig sem samsvarar 22,6% hækkun frá sama tíma í fyrra (mynd III-8).  
Hækkunina má að mestu leyti rekja til hins hraða vaxtar í ferða-  
þjónustu, viðskiptakjarabata og bættrar ytri stöðu þjóðarbúsins. Hún  
endurspeglar því að mestu leyti aðlögun gengis að herra jafnvægis-  
raungengi fremur en innflæði í tengslum við vaxtamunarviðskipti.<sup>1</sup>

Gengið tók að lækka í byrjun desember sl. eftir að hafa hækkað  
nær samfleytt frá síðasta sumri. Líklega hafði sjómannaverkfall sam-  
hliða árstíðabundinni lægð í gjaldeyristekjum af ferðaþjónustu einhver  
áhrif. Þá kunna auknar heimildir til fjármagnshreyfinga um síðustu  
áramót einnig að hafa ýtt á um lækkun á genginu. Gengi krónunnar  
tók hins vegar að hækka á ný í lok janúar og enn frekar eftir að verk-  
fallinu lauk um miðjan febrúar. Það lækkaði aftur lítillega í byrjun mars  
og enn frekar eftir tilkynningu stjórnvalda um losun fjármagnshafta  
hinn 12. mars sl. Í byrjun apríl tók gengið að hækka aftur og er nú  
lítillega hærra en það var fyrir tilkynninguna. Skammtímasveiflur í  
genginu jukust í lok síðasta árs og enn frekar eftir losun hafta í mars  
en sú aukning hefur að hluta gengið til baka.

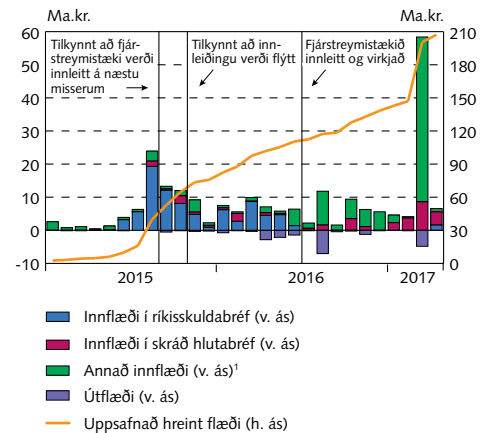
#### Dregið hefur úr gjaldeyriskaupum Seðlabankans

Gjaldeyrisforði Seðlabankans var rúmlega 684 ma.kr. í lok apríl. Forðinn  
hefur minnkað á sl. mánuðum vegna kaupa bankans á aflandskrónu-  
eignum og endurgreiðslu á erlendu láni ríkissjóðs. Hann er þó enn vel  
yfir því viðmiði sem að var stefnt í aðdraganda losunar fjármagns-

1. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein 3 í *Peningamála* 2016/2. Í rammagrein II-4 í  
*Fjármálastöðugleika* 2017/1 er nánari greining á gjaldeyrisflæði síðasta árs. Þar kemur  
fram að innflæðið megi að mestu rekja til afgangis á utanríkisviðskiptum.

Mynd III-6

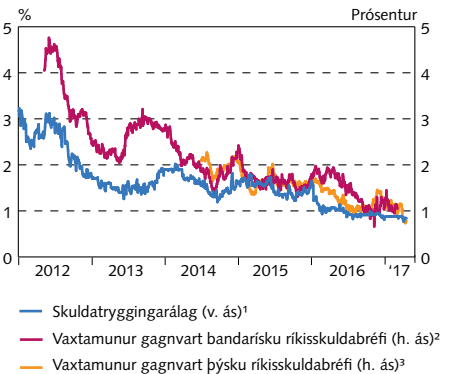
Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar  
Janúar 2015 - apríl 2017



1. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupa  
erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

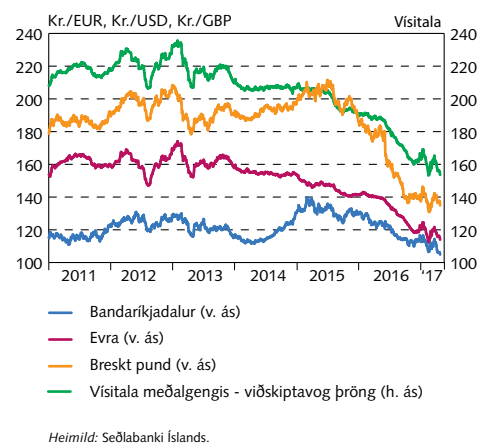
Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs  
Daglegar tölur 2. janúar 2012 - 12. maí 2017



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

Mynd III-8

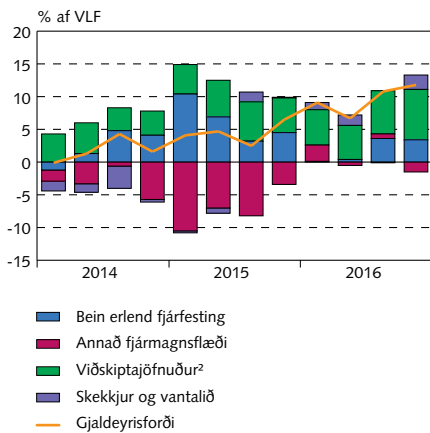
Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu  
Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 12. maí 2017



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

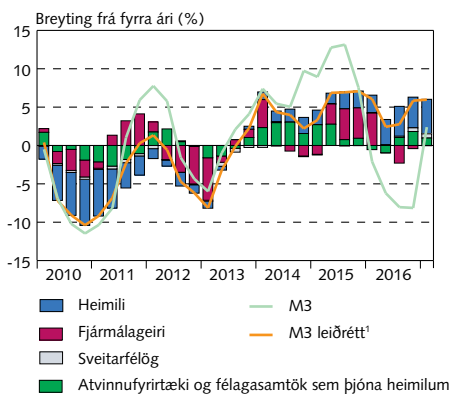
Breyting gjaldeyrisforða og framlag undirliða<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2014 - 4. ársfj. 2016



1. Breyting á gjaldeyrisforða og hreint fjármagnsflæði eftir tegundum út frá greiðslujöfnuði. Fjöögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal. 2. Viðskiptajöfnuður án leiðréttingar á áhrifum fallinna fjármálafyrirtækja. Hrein fjárframlög meðtalin.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

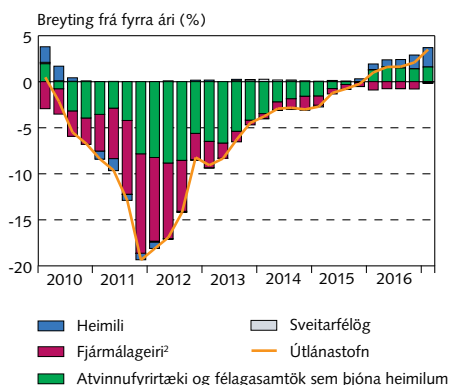
Peningamagn í umferð  
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2017



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

Mynd III-11

Útlán lánakerfis til innlendra aðila og framlag geira<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2017



1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Eingöngu sjoðfélagalán meðtalin hjá lífeyrissjóðum. 2. Án útlána til innlánsstofnana og fallinna fjármálafyrirtækja.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

hafta. Viðskiptaafgangur hefur numið um 6% af landsframleiðslu að meðaltali eftir fjármálakreppuna og hefur honum verið varið í að greiða niður erlendar skuldir og kaupa erlendar eignir, þ.m.t. með stækkun gjaldeyrisforða Seðlabankans (mynd III-9). Dreigið hefur úr gjaldeyriskaupum Seðlabankans að undanförunu í takt við yfirlýst markmið um að ekki sé talin vera þörf fyrir frekari stækkun forðans. Seðlabankinn mun eftir sem áður beita inngripum til að draga úr skammtímasveiflum í gengi krónunnar þegar tilefni er til. Hrein kaup bankans námu um 64 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins en bankinn keypti krónur á gjaldeyrismarkaði í marsmánuði í fyrsta sinn síðan í nóvember 2014.

## Peningamagn og útlán

### Umframlausafé innlánsstofnana hefur haldist tiltölulega stöðugt ...

Seðlar og mynt í umferð hafa haldið áfram að aukast í takt við aukin efnahagssumsvif og aukna seðlanotkun í tengslum við aukinn fjölda erlendra ferðamanna hér á landi. Umframlausafé innlánsstofnana, þ.e. innstæður þeirra á viðskiptareikningi í Seðlabankanum umfram álagða bindiskyldu, hefur hins vegar haldist nokkuð stöðugt.

### ... og vöxtur víðs peningamagns er svipaður og á fyrri fjórðungi

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var 6% á fyrsta ársfjórðungi eftir leiðrétt er fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja (mynd III-10). Er það svipaður vöxtur og á fjórðungnum á undan og er hann því enn undir nafnvexti landsframleiðslunnar. Líkt og undanfarið má að mestu rekja vöxt M3 til aukinna innlána heimila.

### Útlánavöxtur til innlendra aðila er heilt yfir tiltölulega lítill ...

Útlánavöxtur lánakerfisins er enn tiltölulega lítill og talsvert hægari en vöxtur fjárfestingar eða landsframleiðslu. Er það ólíkt því sem átti sér stað í síðustu efnahagsuppsveiflu. Útlán lánakerfis til innlendra aðila jukust um 3,5% að nafnvirði milli ára á fyrsta ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda (mynd III-11). Það er lítill meiri vöxtur en var á síðasta ári eftir samfelldan samdrátt frá öðrum ársfjórðungi 2010. Aukningin er heldur meiri sé stofn lána í erlendum gjaldmiðli leiðréttur fyrir gengisbreytingum eða 4,7%, og ef lántöku innlendra aðila hjá erlendum lánastofnunum er bætt við hefur stofninn stækkað um 5% að teknu tilliti til gengisbreytinga.

### ... en útlán til heimila halda áfram að aukast

Útlánaaukningin á árinu skýrist sem fyrr að mestu leyti af meiri útlánnum til heimila og atvinnufyrirtækja, einkum fyrirtækja í samgöngum og flutningum og fyrirtækja í bygginga- og mannvirkjagerð. Ársvöxtur útlána til heimila tók að aukast undir lok síðasta árs og hefur sú þróun haldið áfram í takt við verðhækkunir á fasteignamarkaði. Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins til heimila um 3,7% milli ára á fyrsta ársfjórðungi. Enn sem komið er telst vöxturinn þó hóflegur og veðhlutföll nýrra lána eru hvorki há í sögulegum né alþjóðlegum samanburði. Hlutdeild verðtryggðra íbúðalána er enn mikil og hafa um 70% veittra íbúðalána verið verðtryggð á undanförunum mánuðum. Líkt og undanfarið ár má einkum rekja vöxt íbúðalána til aukinna útlána innlánsstofnana og lífeyrissjóða en hinir

síðarnefndu hafa aukið hlutdeild sína á íbúðalánamarkaði undanfarið ár. Útlán íbúðalánasjóðs halda hins vegar áfram að dragast saman.

## Eignaverð og fjármálaleg skilyrði

### Húsnæðisverð hefur hækkað mikið á undanförunum mánuðum

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 21% milli ára í mars og leiguverð um rúm 10% samkvæmt tölum Þjóðskrár Íslands. Aukin eftirspurn studd af hækkuð launa og fjölgun starfa skýra þessa hækkun að hluta. Þar að auki hefur hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu verið undir sögulegu meðaltali allar götur frá því að fjármálakreppan skall á árið 2008 og hefur það áhrif á framboð húsnæðis í dag. Íbúðir seljast hratt og hefur eignum á sölu fækkað um 36% á fyrstu þremur mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Aukin skammtímaútleiga til ferðamanna á höfuðborgarsvæðinu hefur einnig dregið úr framboði lítilla eigna og hækkað verð þeirra. Fjöldi þinglýstra kaupsamninga á höfuðborgarsvæðinu á fyrsta fjórðungi ársins var áþekkur og á sama tíma í fyrra og mælist meðalsölutíminn það sem af er ári um 1,4 mánuðir samanborið við rúmlega 2 mánuði á sama tíma í fyrra og 19 mánuði árið 2010.

Húsnæðisverð hækkaði um 11,4% að raunvirði í fyrra og hefur það sem af er ári hækkað um tæplega 50% frá ársbyrjun 2010 þegar það var hvað lægst í kjölfar fjármálakreppunnar. Þetta er svipuð hækkun og í síðustu efnahagsuppsveiflu og er raunverðið nú orðið lítillega hærra en það var hæst í árslok 2007 (mynd III-12). Hækkun húsnæðisverðs hefur einnig verið hröð þegar litið er til hlutfalls þess á móti byggingarkostnaði en hækkunin er nokkru minni þegar horft er til hlutfalls húsnæðisverðs og launa annars vegar og ráðstöfunartekna hins vegar. Lengst af hefur hækkun húsnæðisverðs verið í takt við hækkun launa og tekna en að undanförunu virðist vera farið að bera á vaxandi misvægi milli húsnæðisverðs og þeirra efnahagsþátta sem alla jafnan ráða þróun þess (sjá umfjöllun í kafla I).

### Hlutabréfaverð hefur hækkað á ný og nýfjárfesting aukist

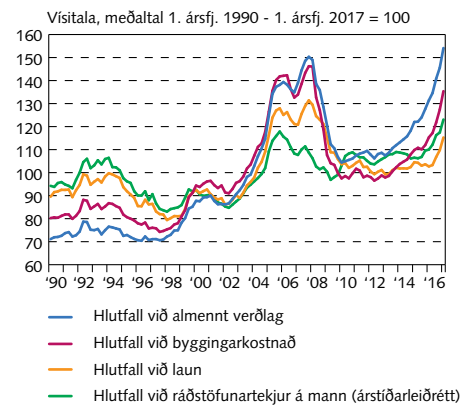
Hlutabréfaverð lækkaði snögglega rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í febrúar í kjölfar afkomuviðvörunar ícelandair. Lækkunin gekk þó fljótt til baka og er úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, nú 17,1% hærra en í febrúar (18,5% ef leiðrétt er fyrir arðgreiðslum). Gengi bréfa fjarskipta- og tæknifyrirtækja hefur hækkað mest á árinu en uppgjör þeirra fyrir síðasta ár voru umfram væntingar markaðsaðila og væntingar eru um aukna framlegð á þessu ári (mynd III-13). Uppgjör fasteigna- og tryggingafélaga voru að mestu leyti í samræmi við væntingar en nokkuð var um óvæntar niðurstöður hjá öðrum fyrirtækjum og urðu töluverðar breytingar á gengi bréfa í kjölfarið. Rekstrarskilyrði hafa almennt verið góð vegna aukinna efnahagssumsvifa en nokkur óvissa ríkir í atvinnugreinum þar sem aukinn innlendir kostnaður og hækkun á gengi krónunnar hafa mest áhrif. Nýbirt uppgjör fyrir fyrsta fjórðung ársins voru ýmist í samræmi við eða aðeins yfir væntingum markaðsaðila.

Á fyrstu fjórum mánuðum ársins nam velta á aðalmarkaði u.þ.b. 246 ma.kr. sem er um 27% meiri velta en á sama tíma í fyrra. Velta í

Mynd III-12

Húsnæðisverð í hlutfalli við verðlag, byggingarkostnað, laun og tekjur<sup>1</sup>

1. ársfj. 1990 - 1. ársfj. 2017

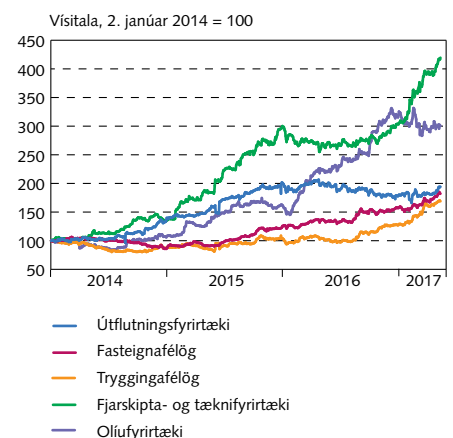


1. Hlutfall húsnæðisverðs og vísitölu neysluverðs, byggingarvísitölu, launavísitölu og ráðstöfunartekna á mann (miðað við mannfjölda á vinnufærum aldri).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13

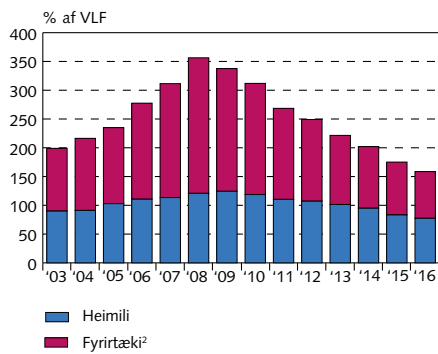
Gengi hlutabréfa fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar<sup>1</sup>

Daglegar tölur 2. janúar 2014 - 12. maí 2017



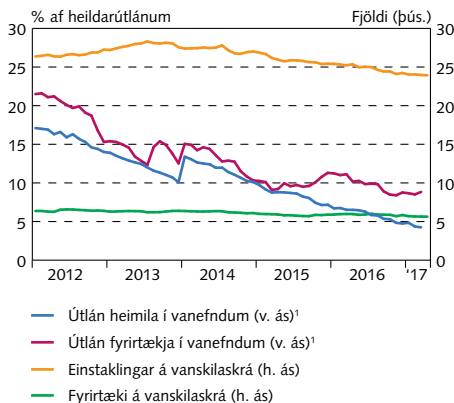
1. Meðaltal breytinga gengis hlutabréfa skráðra fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar, leiðrétt fyrir arðgreiðslum og hlutfjárleggum.  
Heimild: Nasdaq Iceland.

Mynd III-14  
Skuldir heimila og fyrirtækja 2003-2016<sup>1</sup>



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

Mynd III-15  
Vanefndir í lánakerfinu  
Janúar 2012 - apríl 2017



1. Útlán í vanefndum (e. non-performing loans) hjá þremur stærstu viðskiptabönkunum og Íbúðalánasjóði skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum, í frystingu 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 lánaafsnsskýrstu Íbúðalánasjóðs og því ekki um raunverulega hækkun að ræða. Móðurfélag, bókfært virði.  
Heimildir: Creditinfo, Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.

febrúar og mars var yfir 70 ma.kr. og hefur hún ekki verið jafn mikil í einum mánuði síðan árið 2008. Innstreymi erlends fjármagns á innlendan hlutabréfamarkað hefur aukist talsvert undanfarna mánuði (sjá mynd III-6 hér að ofan). Nam það 18,6 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins en var 3,9 ma.kr. á sama tíma í fyrra og 11,1 ma. kr. á síðasta ári.

### Fjármagnshöft hafa að mestu leyti verið losuð

Hinn 14. mars sl. tóku gildi nýjar reglur Seðlabankans um gjaldeyris-mál en með þeim voru takmarkanir á fjármagnshreyfingar milli landa og gjaldeyrisviðskipti að mestu leyti afnumdar. Heimili og fyrirtæki eru því ekki lengur bundin af takmörkunum sem lög um gjaldeyris-mál setja, m.a. á gjaldeyrisviðskipti, fjárfestingu erlendis, áhættuvarnir og lánviðskipti. Einnig var skilaskylda innlendra aðila á erlendum gjald-eyri afnumin. Þessi atriði hafa haft hvað mest áhrif á heimili og fyrir-tæki frá því að fjármagnshöftin voru sett á haustið 2008. Að auki fela nýju reglurnar í sér að erlend fjárfesting lífeyrissjóða, sjóða um sam-eiginlega fjárfestingu og annarra fjárfesta er orðin heimil. Jafnframt hafa milliríkja viðskipti með krónur verið leyfð, þannig að erlendum fjármálfyrirtækjum er heimilt að flytja krónur og fjármálagerninga, útgefna í innlendum gjaldeyri, til og frá Íslandi. Hins vegar eru áfram til staðar takmarkanir á afleiðuviðskiptum í öðrum tilgangi en til áhættu-varna, gjaldeyrisviðskiptum milli innlendra og erlendra aðila sem ekki eru gerðar fyrir milligöngu fjármálfyrirtækja og í ákveðnum tilvikum á lánveitingar innlendra aðila til erlendra í erlendum gjaldeyri. Er það talið nauðsynlegt til að koma í veg fyrir vaxtamunarviðskipti á grund-velli fjárfestingar sem ekki er háð sérstakri bindiskyldu. Þá hafa einnig verið gerðar breytingar á reglum um bindiskylduna til að tryggja virkni þeirra.

### Skuldahlutfall einkageirans heldur áfram að lækka ...

Skuldir fyrirtækja jukust um 2% að nafnvirði á fjórða ársfjórðungi 2016 (4½% að teknu tilliti til áhrifa gengisbreytinga á skuldir í erlend-um gjaldmiðli) og námu um 81% af vergri landsframléiðslu (mynd III-14). Skuldahlutfallið lækkaði um 11 prósentur á síðasta ári, einkum sakir aukinna efnahagssumsvifa. Skuldahlutfall heimila lækkaði einnig og var 77% af landsframléiðslu í árslok 2016, þótt skuldir þeirra hafi hækkað um 1% að nafnvirði á síðasta fjórðungi ársins. Skuldir einka-geirans námu því 159% af landsframléiðslu í árslok 2016 og hefur skuldahlutfallið ekki verið lægra frá árslokum 2003.

### ... og hlutfall útlána í vanefndum að lækka

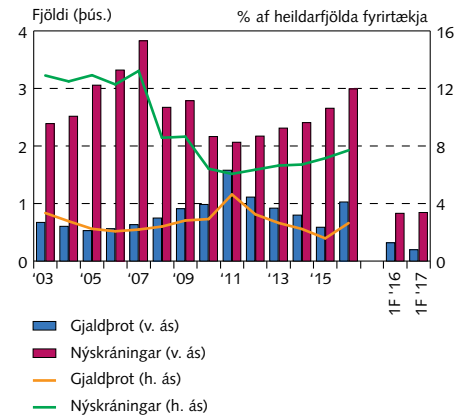
Hlutfall útlána heimila í vanefndum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur og Íbúðalánasjóði hefur lækkað enn frekar að undanfögnu og mældist 4,3% af heildarútlánunum í lok mars sl. samanborið við 6,5% á sama tíma fyrir ári (mynd III-15). Einstaklingum á vanskila-skrá Creditinfo hafði einnig fækkað um 6% milli ára í apríl. Hlutfall útlána fyrirtækja í vanefndum við lánastofnanirnar hefur jafnframt lækkað og mældist 8,8% í mars samanborið við 11,1% á sama tíma fyrir ári. Þá fækkaði fyrirtækjum á vanskilaskrá um 6% milli ára í apríl. Gjaldþrotum fyrirtækja fækkaði einnig á fyrsta ársfjórðungi

samanborið við sama tíma fyrir ári en þau voru óvenju mörg árið 2016 vegna tafa við skráningu gjaldþrota sem rekja má til verkfalls hjá Sýslumanninum á höfuðborgarsvæðinu árið 2015. Fjöldi nýskráninga á fjórðungnum er nánast óbreyttur frá því fyrir ári (mynd III-16).

### Vextir óverðtryggðra íbúðalána hafa lækkað í takt við vexti Seðlabankans

Vextir óverðtryggðra inn- og útlána viðskiptabanka eru nánast óbreyttir frá *Peningamálum* í febrúar líkt og vextir sjóðfélagalána lífeyrissjóða en hafa lækkað frá því í ágúst sl. í takt við vexti Seðlabankans. Vextir sambærilegra verðtryggðra lána hafa hins vegar lítið breyst á undanförunum misserum. Vextir sjóðfélagalána eru sem fyrr heldur lægri en á sambærilegum lánnum viðskiptabanka. Fleiri lánveitendur hafa breytt lántökugjöldum sínum í fast krónugjald til samræmis við breytingar á lögum um fasteignalán til neytenda sem voru samþykktar í október sl.<sup>2</sup> Gjaldið hefur í kjölfarið lækkað fyrir stóran hóp lántaka sem ætti að liðka fyrir lántöku og auka líkur á endurfjármögnun lána.

Mynd III-16  
Gjaldþrot og nýskráningar fyrirtækja  
2003-2017



Heimild: Hagstofa Íslands.

2. Ákvæði laganna fela í sér ígildi banns við innheimtu lántökugjalds sem fasts hlutfalls af lánsfjárhæð líkt og hefur tíðkast hér á landi.



## IV Eftirspurn og hagvöxtur

Hagvöxtur mældist ríflega 7% í fyrra sem er langt umfram hagvöxt meðal helstu viðskiptalanda og það sem talið er vera langtíma hagvaxtargeta þjóðarbúsins. Sem fyrr jókst eftirspurn einkaaðila hratt í takt við vöxt tekna og atvinnu. Vöxturinn byggist á búhnykkjum í formi mikils viðskiptakjarabata og örum vexti ferðapjónustu. Til viðbótar hefur verið slakað nokkuð á aðhaldi opinberra fjármála. Þrátt fyrir hraðan vöxt eftirspurnar er afgangur á viðskiptum við útlönd mikill og þjóðhagslegur sparnaður sögulega hár. Sparnaður heimila hefur haldið áfram að aukast þrátt fyrir hraðan vöxt einkaneyslu. Horfur eru á að hagvöxtur verði einnig mikill í ár eða ríflega 6%. Það er nokkru meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar þar sem horfur eru á kröftugri útflutningsvexti og meiri slökun í aðhaldi opinberra fjármála en þá var gert ráð fyrir. Líkt og í fyrru spám bankans er talið að hagvöxtur muni smám saman leita í langtímaleitni er líður á spátímamann.

### Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

#### Hagvöxtur síðasta árs meiri en spáð var í febrúar

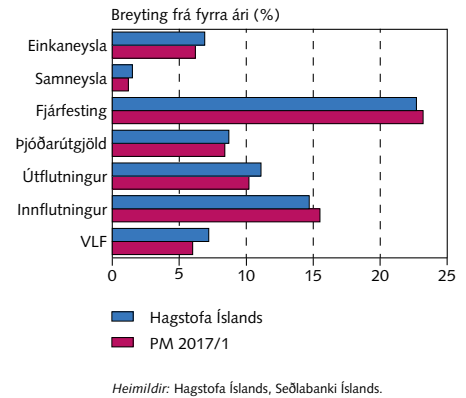
Hagvöxtur jókst hratt er leið á síðasta ár og var 10,4% á síðari hluta ársins samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Hann mældist 7,2% á árinu í heild og var líkt og undanfarin misseri borinn uppi af innlendri eftirspurn einkaaðila auk myndarlegs framlags útfluttrar þjónustu (mynd IV-1). Við þetta bætast áhrif nokkurrar slökunar í opinberum fjármálum á árunum 2015-2016. Vöxtur þjóðarútgjalda nam 8,7% en á móti var heildarframlag utanríkisviðskipta neikvætt um 0,8 prósentur þar sem vöxtur innflutnings vó þyngra en vöxtur útflutnings. Hagvöxtur ársins var rúmlega 1 prósentu meiri en búist var við í *Peningamálu* sem birt voru í febrúar en hagvöxtur á fjórða ársfjórðungi var 11,3%, umtalsvert meiri en spáð var í febrúar. Að hluta skýrist það af mikilli íbúðafjárfestingu sem skráð er á þeim fjórðungi í tölum Hagstofunnar auk þess sem þróun inn- og útflutnings var hagfelldari en gert hafði verið ráð fyrir.

Hagvöxtur síðasta árs var hinn mesti frá árinu 2007 og langt umfram langtímaleitni hagvaxtar sem hefur verið talin samsvara 2¾% árlegum hagvexti. Frá því að niðursveiflunni eftir fjármálakreppu lauk árið 2010 hefur landsframlagsáttátt aukist um 22½%. Svo mikill hagvöxtur er einnig markverður í alþjóðlegu samhengi en hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var á bilinu 1-3% í fyrra (mynd IV-2). Horfa þarf til nýmarkaðsríkja til að finna viðlíka vöxt á síðasta ári.

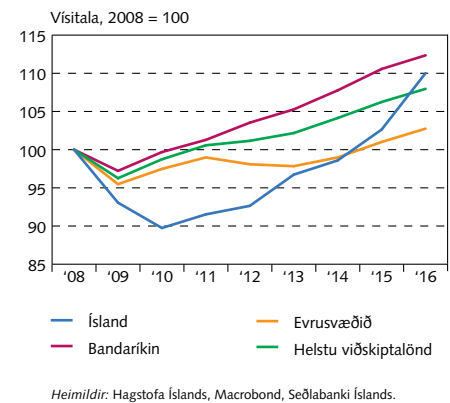
#### Áhrif ferðamannastraumsins til landsins greinileg í framleiðsluþjónu

Líkt og á árinu á undan voru áhrif mikillar fjölgunar ferðamanna vel merkjanleg í framleiðsluþjónu þjóðhagsreikninga. Vergar þáttatekjur jukust um 7,6% að raunvirði á síðasta ári og má rekja hátt í 3 prósentur af þeim vexti til samkeppnisgreina og þorra þess vaxtar má rekja til atvinnugreina þar sem ferðapjónusta vegur þungt (mynd IV-3). Auk þessa var hlutur mannvirkjagerðar mikill en auk vaxandi

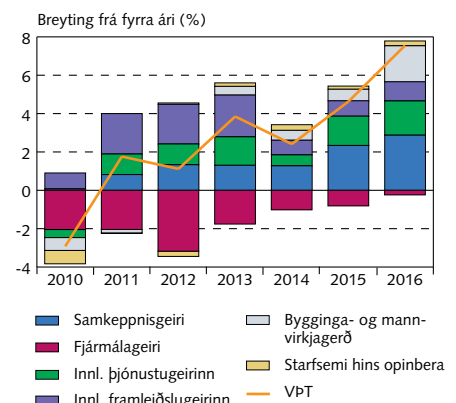
Mynd IV-1  
Þjóðhagsreikningar 2016



Mynd IV-2  
Landsframlagsáttátt á Íslandi og helstu viðskiptalöndum 2008-2016

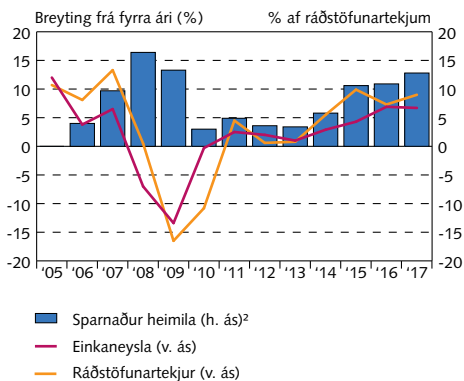


Mynd IV-3  
Vergar þáttatekjur og framlag geira 2010-2016<sup>1</sup>



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, ferðapjónusta og 75% rafmagns-, gas-, hita- og vatnsveitna. Aðrir atvinnuvegir eru flokkaðir sem innlendir og þeim skipt í bygginga-, fjármála-, þjónustu- (án fjármálaþjónustu) og framleiðslugeira.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

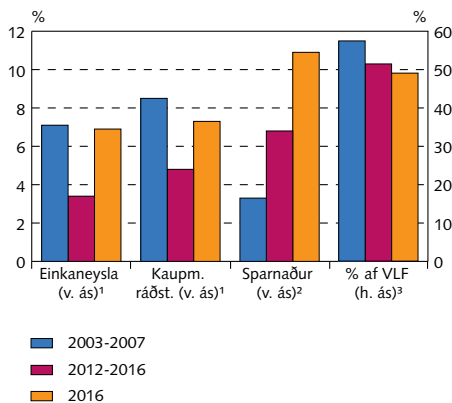
Mynd IV-4

Einkaneysla, kaupmáttur ráðstöfunartekna og sparnaður heimila 2005-2017<sup>1</sup>

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

Mynd IV-5

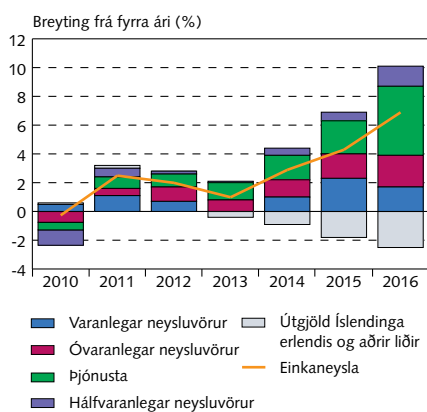
Einkaneysla á tveimur fimm ára vaxtaskeiðum



1. Árlegur raunvöxtur einkaneyslu og kaupmáttur ráðstöfunartekna.  
2. Sparnaður heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum (sjá einnig athugasemd við mynd IV-4). 3. Einkaneysla á verðlagi hvers árs sem hlutfall af nafnvirði VLF.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Einkaneysla og framlag undirliða 2010-2016



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

íbuðafjárfestingar er líklegt að uppbygging innan ferðapjónustunnar skýri hluta þeirrar þróunar. Þá er framlag innlands þjónustugeira einnig töluvert sem endurspeglar bæði fjölgun ferðamanna til landsins en einnig kröftugan vöxt innlestrar eftirspurnar. Líkt og undanfarin ár sýnir framleiðsluuppgjörið vöxt í öllum atvinnugreinum utan fjármálaþjónustu og því virðist hagvöxtur síðasta árs byggjast á tiltölulega breiðum grunni.

### Sparnaður heimila eykst þrátt fyrir hraðan vöxt einkaneyslu

Á síðasta ári jókst einkaneysla um 6,9% frá fyrra ári og hefur hún ekki aukist svo mikið á einu ári frá árinu 2005. Þetta er meiri vöxtur en spáð var í febrúar og skýrist að nokkru leyti af því að Hagstofan endurskoðaði fyrri tölur. Meginástæðan liggur þó í óvenju sterkum fjórða ársfjórðungi þar sem vöxtur einkaneyslu var nokkuð umfram það sem leiðandi vísbendingar höfðu gefið til kynna.

Frá því að einkaneyslan var minnst árið 2010 hefur hún aukist um fimmtungu en hlutur hennar í landsframléiðslunni hefur lítið aukist síðustu ár. Hlutfallið er töluvert lægra nú en það var fyrir fjármálakreppuna enda hefur sparnaður heimila aukist undanfarin ár og er talinn hafa numið tæplega 11% af ráðstöfunartekjum í fyrra (myndir IV-4 og IV-5). Sparnaðarhlutfallið hefur verið ríflega tvöfalt hærra á þessu vaxtaskeiði einkaneyslu en það var að meðaltali á því síðasta á árunum 2003-2007. Efnahagsuppsveiflan nú er því ólík því sem algengast hefur verið hér á landi þar sem innlán heimila hafa aukist og lántökur þeirra vaxið hóflega (sjá kafla III) á sama tíma og einkaneysla eykst hratt.

Greining á undirþáttum einkaneyslunnar, skipt eftir útgjalda-flokkum, sýnir að aukninguna á síðasta ári má rekja til flestra flokka (mynd IV-6). Þótt útgjöld Íslendinga erlendis hafi aukist verulega á síðasta ári vó vöxtur útgjalda ferðamanna hér á landi þyngra.

### Framhald á kröftugum vexti einkaneyslu í ár

Fjárhagsstaða heimila hefur batnað mikið frá lágpunkti hagsveiflunnar eftir fjármálakreppuna. Raunlaun hafa hækkað töluvert og atvinnuleysi minnkað. Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna hafi aukist um 7,3% á síðasta ári. Nemur vöxturinn ríflega tvöfaldri meðalhækkun undanfarins aldarfjórðungs. Við það bætist að fjárhagsstaða heimila hefur batnað, bæði vegna hækkunar eignaverðs og lækkunar skulda. Búið er við því að kaupmáttur ráðstöfunartekna haldi áfram að aukast og eignastaða heimila batni enn frekar. Því er gert ráð fyrir að í ár verði framhald á hinum kröftuga vexti einkaneyslu. Vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi ársins gefa til kynna svipaða þróun og var á síðasta ári og er því spáð að einkaneysla muni vaxa um 6,7% í ár en að svo hægi heldur á vexti hennar, þótt hann verði áfram kröftugur.

### Atvinnuvegafjárfesting yfir langtímameðaltali sínu í fyrra ...

Fjárfesting atvinnuvega jókst um tæpan fjórðung á síðasta ári og nam rúmlega 15% af landsframléiðslu ársins. Hlutfallið hefur hækkað hratt á síðustu árum samhliða aukinni mannvirkjagerð og var í fyrra um 2 prósentum yfir langtímameðaltali. Fjárfesting í mannvirkjum og búnaði til jarðvinnslu vegna mannvirkjagerðar vó þyngst í fjárfesting-

arútgjöldum fyrirtækja í fyrra (mynd IV-7). Bróðurpartur aukinnar atvinnuvegafjárfestingar telst almenn atvinnuvegafjárfesting. Einnig var nokkur aukning í stóriðjutengdri fjárfestingu en skipa- og flugvéla-kaup breyttust lítið frá fyrra ári.

### ... en hægir á vexti hennar í ár

Í ár er búist við að dragi úr hröðum vexti fjárfestingar sem einkennt hefur síðustu ár. Í spánni er áætlað að atvinnuvegafjárfesting aukist um rúmlega 4%. Þar vegast á samdráttur í fjárfestingu í skipum og flugvélum annars vegar og vöxtur almennrar atvinnuvegarfjárfestingar og stóriðjutengdrar fjárfestingar hins vegar. Áætlunin byggist að miklu leyti á upplýsingum um fjárfestingaráform fyrirtækja (sjá umfjöllun hér á eftir). Spáð er áframhaldandi vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar á næsta ári en samdráttur í fjárfestingu í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum gerir það að verkum að atvinnuvegafjárfesting í heild dregst lítillega saman.

### Fyrirtæki búast við lítills háttar aukningu fjárfestingar á árinu ...

Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja frá því í vor sýnir að fjárfesting þeirra á síðasta ári var meiri en fram kom í sambærilegri könnun síðasta haust en vöxtur milli ára var nokkru minni vegna þess að tölur fyrir árið 2015 hafa verið endurskoðaðar upp á við (tafla IV-1). Samkvæmt könnuninni jókst fjárfesting mest í sjávarútvegi og í flutningum og ferðaþjónustu. Á þessu ári gera fyrirtækin ráð fyrir lítills háttar aukningu fjárfestingar en í sambærilegri könnun sem gerð var síðasta haust bjuggust þau við samdrætti. Þar munar mestu um aukin fjárfestingaráform innan flutninga- og ferðaþjónustugeirans en einnig er gert ráð fyrir talsverðri aukningu í fjármálageiranum. Í sjávarútvegi og í þjónustu og verslun er aftur á móti búist við samdrætti fjárfestingar á árinu.

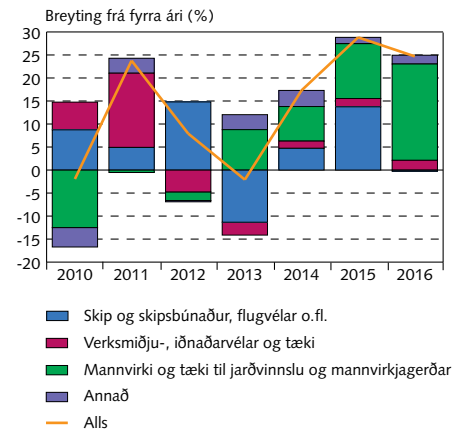
Könnun Gallup á stöðu og framtíðarhorfum meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins sem gerð var í mars gefur svipaðar niðurstöður. Samkvæmt henni búast um fjórðungi fleiri fyrirtæki í sjávarútvegi við að minnka fjárfestingu en auka hana á þessu ári. Fjórðungi fleiri fyrirtæki í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu gera aftur á móti ráð fyrir að auka fjárfestingu á árinu frekar en draga úr henni og um þriðjungi fleiri iðnfyrirtæki. Jafn mörg fyrirtæki í verslun bjuggust hins vegar við að fjárfesting aukist og að hún minnki á árinu.

### ... en hlutur fjárfestingar sem fjármagnaður er með lánsfé eykst í flutningum, ferðaþjónustu og sjávarútvegi samhliða minni framlegð

Í fjárfestingarkönnun Seðlabankans er einnig spurt um fjármögnun atvinnuvegafjárfestingar. Athyglisvert er að um 40% hennar voru fjármögnuð með lánsfé á árinu 2016 og búast fyrirtækin við að hlutfallið verði svipað í ár. Það er talsverð aukning frá fyrri könnunum bankans þar sem hlutfallið hefur verið á bilinu 20-30%. Breytingin er mest meðal fyrirtækja í flutningum og ferðaþjónustu, en þar hafa fjárfestingarútgjöld vaxið hraðast undanfarin ár, og í sjávarútvegi. Ef þessar greinar eru undanskildar er hlutur fjárfestingar sem fjármagnaður er með lánsfé nokkuð svipaður og í fyrri könnunum (mynd IV-8).

Mynd IV-7

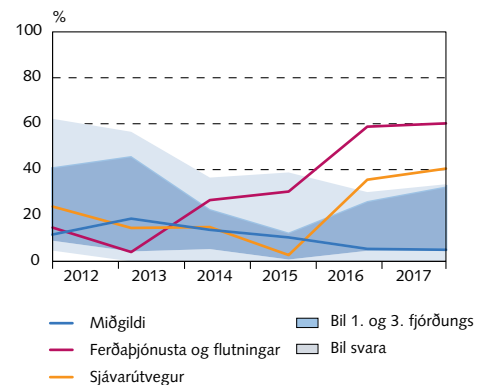
Fjárfesting atvinnveganna og framlag eftir tegund 2010-2016



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Fjárfestingaráform fyrirtækja: hluti fjárfestingar fjármagnaður með lánsfé 2012-2017<sup>1</sup>

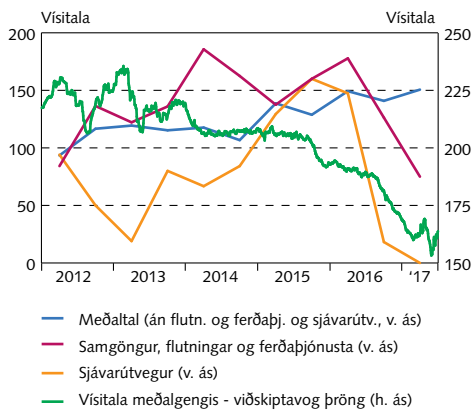


1. Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja, að undanskildum flugvélum og skipum. Miðgildi og bil eru án ferðaþjónustu, flutninga og sjávarútvegs.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

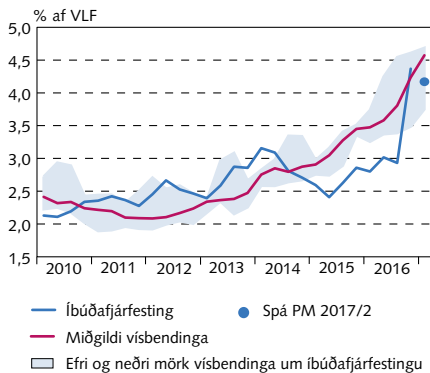
Vísitala EBITDA (síðustu 6 mánuði) í útflutningsgreinum og gengi krónunnar<sup>1</sup>  
Mars 2012 - mars 2017



1. Daglegar tölur fyrir vísitölu meðalgengis en hálfárslegar fyrir vísitölu EBITDA.  
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

Vísbandingar um íbúðafjárfestingu<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2017



1. Vísbandingar eru innflutningur byggingarefnis, sementsala án sölu til stóriðjufyrirtækja og virðisaukaskattsvelta í byggingariðnaði. Við matið á bilinu eru stærðirnar endurskilaðar þannig að þær hafi sama meðaltal og staðalfrávik og mæld íbúðafjárfesting. Myndin sýnir tveggja fjórðunga hreyfinglegt meðaltal vísbandinga. Árstíðarleiðréttar tölur.  
Heimildir: Aalborg Portland Ísland hf., Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Sementsverksmiðjan ehf., Seðlabanki Íslands.

Tafla IV-1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja (án skipa og flugvéla)<sup>1, 2</sup>

Stærstu 102 fyrirtækin Upphæðir í ma.kr.	2015	2016	2017	Breyting	Breyting
				2015-2016 (%)	2016-2017 (%)
				(síðasta könnun)	(síðasta könnun)
Sjávarútvegur (17)	12,2	15,4	8,8	26,0 (12,0)	-42,9 (-32,3)
Iðnaður (17)	4,3	4,6	5,0	8,2 (11,6)	7,4 (10,8)
Verslun (23)	7,4	8,0	7,0	7,8 (22,0)	-12,5 (-9,4)
Flutningar og ferðabj. (8)	33,9	42,5	50,1	25,4 (55,0)	18,0 (-6,0)
Fjármál/tryggingar (9)	4,1	3,7	5,2	-9,3 (32,2)	38,7 (31,8)
Fjöl. og upplýsingat. (7)	7,3	7,5	7,7	3,0 (-2,5)	2,5 (4,1)
Þjónusta og annað (21)	16,4	17,1	16,9	4,3 (-8,5)	-1,2 (-5,3)
Alls (102)	85,7	98,9	100,7	15,5 (19,1)	1,8 (-6,3)

1. Innan sviga eru tölur úr síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 102 fyrirtækja fyrir árin 2016-2017 (Peningamál 2016/4). 2. Breyting á áður birtum tölum um flutninga og ferðabjónustu skýrist af því að fylgihlutum flugvéla var bætt við öll árin en þeir höfðu áður verið flokkaðir sérstaklega. Þá var fylgihlutum skipa einnig bætt við.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Aukna hlutdeild lánsfjármögnunar má líklega að einhverju leyti rekja til minnkandi framlegðar vegna hækkunar á gengi krónunnar en stjórnendur fyrirtækja í þessum geirum segja rekstrarhorfur hafa versnað eftir því sem gengið hefur hækkað (mynd IV-9). Í könnun Gallup frá því í mars sl. voru t.d. fyrirtæki í samgöngum, flutningum og ferðabjónustu sem sögðu framlegð fyrirtækisins hafa minnkað á síðustu sex mánuðum 10 prósentum fleiri en hin sem sögðu hana hafa aukist. Þá sögðu u.þ.b. 80% fyrirtækja í sjávarútvegi framlegð hafa minnkað. Í öðrum atvinnugreinum sögðu hins vegar fleiri fyrirtæki framlegð hafa aukist en minnkað.

### Íbúðafjárfesting loks farin að taka við sér

Vaxandi kaupmáttur heimila, fólksfjölgun, m.a. vegna mikils innflutnings á erlendu vinnuafli, og mikil fjölgun ferðamanna í landinu hafa aukið verulega eftirspurn eftir húsnæði. Íbúðafjárfesting hefur hins vegar verið tiltölulega lítil þar til nú nýverið. Samkvæmt tölum Hagstofunnar jókst íbúðafjárfesting á fjórða ársfjórðungi um rúmlega 70% frá sama tíma í fyrra sem var mun meiri aukning en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Að einhverju leyti endurspeglar þessi mikla fjárfesting á síðasta fjórðungi ársins hvernig gögn um íbúðafjárfestingu berast til Hagstofunnar og hvernig úr þeim er unnið fremur en að gríðarlegur vöxtur hafi orðið í þessum eina fjórðungi.

Það breytir því þó ekki að það er greinilega kominn mikill vöxtur í íbúðafjárfestingu sem jókst um þriðjung á árinu í heild en það er tæplega tvöfalt meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Leiðandi vísbandingar íbúðafjárfestingar benda til áframhaldandi vaxtar á fyrsta fjórðungi ársins (mynd IV-10). Ný talning Samtaka iðnaðarins frá febrúar sl. gefur til kynna að á tímabilinu sem spáin nær yfir verði byrjað á rúmlega 8.000 íbúðum og að lokið verði við um 6.000. Líkt og í febrúarspánni er gert ráð fyrir að íbúðafjárfesting vaxi áfram hratt í ár eða um fjórðung. Einnig er spáð kröftugum vexti á næstu tveimur árum og verður hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu orðið ríflega 5% í lok spátímans sem er ríflega 1 prósentu yfir langtímameðaltali.

## Hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu talið lækka lítillga á spátímanum

Fjárfesting í heild sinni jókst um tæplega fjórðung í fyrra en búist er við að minni fjárfesting atvinnuveganna hægi á vexti heildarfjárfestingar í ár. Spáð er 8½% vexti en þar munar mest um framlag atvinnuvega-fjárfestingar utan skipa og flugvéla og íbúðafjárfestingar auk þess sem heldur bætir í fjárfestingu hins opinbera (mynd IV-11). Gangi spáin eftir helst hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu í um 21% í ár eins og í fyrra en lækkar í 20% frá næsta ári.

## Horfur á áframhaldandi miklum hagvexti

Talið er að dregið hafi úr hagvexti á fyrsta fjórðungi þessa árs, sem skýrist að mestu leyti af áhrifum sjómannaverkfallsins á útflutningsframleiðslu. Búast má við að þeim hafi að nokkru leyti verið mætt með því að ganga á útflutningsbirgðir. Áhrifin af verkfallinu eru tímabundin og gert er ráð fyrir að kröftugur hagvöxtur taki við sér strax á öðrum ársfjórðungi. Spáð er að hagvöxtur á árinu í heild verði 6,3% sem er 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar og skýrist fráviknið af því að horfur eru á að útflutningur aukist hraðar en þá var talið, auk þess sem ný fjárlög fela í sér meiri slökun á aðhaldi í opinberum fjármálum en áður var gert ráð fyrir (sjá umfjöllun hér á eftir). Mikill útflutningsvöxtur ásamt kröftugum vexti einkaneyslu eru sem fyrr meginstoðir mikils hagvaxtar (mynd IV-12). Hagvöxtur verður einnig nokkru meiri á næsta ári en spáð var í febrúar en líkt og í þeirri spá er talið að hann muni smám saman hníga í langtímaleitni er líður á spátímann.

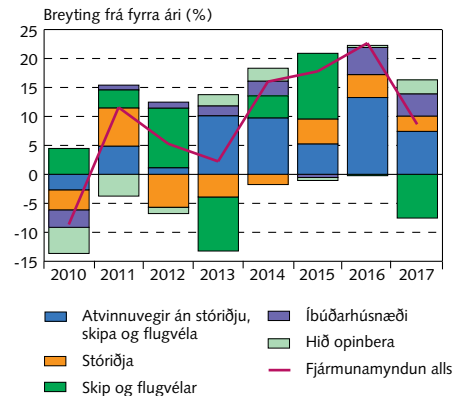
## Hið opinbera

### Horfur um vöxt samneyslu og fjárfestingar svipaðar og í febrúar

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst samneyslan um 1,5% í fyrra sem er 0,5 prósentum meiri vöxtur en árið áður. Neysluútgjöld ríkissjóðs jukust um 2,4% frá fyrra ári og er það mesti vöxtur sem sést hefur eftir fjármálakreppuna. Á sama tíma dróst samneysla sveitarfélaga saman um tæplega 1%. Launakostnaður ríkissjóðs hækkaði um 9,4% í fyrra en launakostnaður sveitarfélaga nokkru minna eða um 7% þrátt fyrir að verð samneyslu sveitarfélaga hafi hækkað 1 prósentu meira en hjá ríkissjóði. Kostnaðaraðhald hjá sveitarfélögunum var því talsvert meira en hjá ríkinu á síðasta ári.

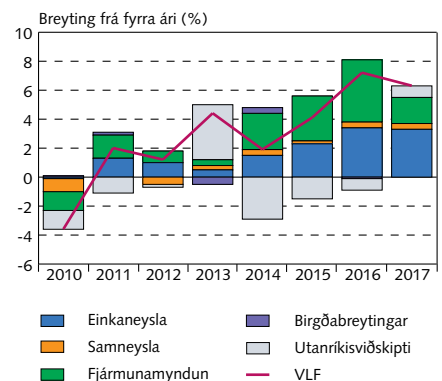
Líkt og í febrúarspánni er nú búist við að miklar launahækkanir haldi aftur af raunvexti samneyslunnar og er því áætlað að vöxtur hennar verði svipaður í ár og hann var í fyrra. Fjárfesting hins opinbera er hins vegar talin aukast milli ára. Opinber útgjöld hækka því um tæplega 3½% frá fyrra ári (mynd IV-13). Vöxtur samneyslu verður svipaður út spátímann en opinber fjárfesting vex að meðaltali um ríflega 10% á ári sem er undir meðaltali árána 2004-2007 sem var tæplega 12%. Gert er ráð fyrir að hlutfall fjárfestingar hins opinbera af landsframleiðslu haldist óbreytt fram til ársins 2019 í tæplega 3% en hækki þá í 3¼% þegar umsvif vegna byggingar nýs Landspítala aukast en meginþungi þeirrar framkvæmdar verður eftir að spátímabilinu lýkur.

Mynd IV-11

Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2010-2017<sup>1</sup>

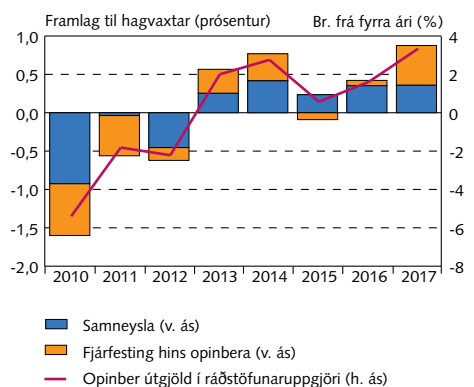
1. Grunnspá Seðlabankans 2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2017<sup>1</sup>

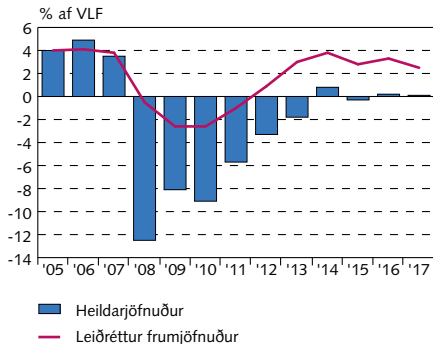
1. Grunnspá Seðlabankans 2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13

Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2017<sup>1</sup>

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

Mynd IV-14  
Afkoma ríkissjóðs 2005-2017<sup>1</sup>



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

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

### Horfur á minni afgangi á frumjöfnuði ríkissjóðs í ár

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var afgangur af rekstri hins opinbera 17,2% af landsframleiðslu árið 2016. Ef stöðugleikaframlög og arðgreiðslur umfram fjárlög eru dregin frá nemur undirliggjandi afkoma af rekstri ríkissjóðs einungis 0,2% af landsframleiðslu sem er þó 0,6 prósentum betri niðurstaða en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í febrúar. Frávikið skýrist að langmestu leyti af ofmati á launakostnaði en Hagstofan endurskoðaði nafnvirði launakostnaðar niður á við um 1,9% frá fyrra mati sínu þegar árið 2016 var gert upp. Til samanburðar var 0,3% halli á rekstri ríkissjóðs árið 2015.

Í ár er gert ráð fyrir að undirliggjandi afgangur verði svipaður og í fyrra eða 0,1% af landsframleiðslu. Frumjöfnuður ríkissjóðs minnkar hins vegar. Gert er ráð fyrir að hann nemi 2,5% af landsframleiðslu í ár en mældist 3,3% í fyrra þegar leiðrétt er fyrir einkisþekjum (mynd IV-14).

### Ný fjármálastefna og -áætlun fyrir árin 2018-2022

Samkvæmt lögum um opinber fjármál voru þingsályktanir um fjármálastefnu og fjármálaáætlun til næstu fimm ára lagðar fyrir Alþingi í janúar og aftur í lok mars. Samkvæmt fjármálastefnunni er gert ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs verði jákvæð um 1,5% af landsframleiðslu árið 2018 og að afkoma sveitarfélaga verði lítillega jákvæð. Afgangur hins opinbera verður því 1,6%. Til loka tímabilsins er síðan áætlað að afkoma ríkissjóðs og hins opinbera versni um 0,1% af landsframleiðslu á hverju ári. Fjármálaáætlunin felur í sér nær óbreytta afkomu ríkissjóðs frá síðustu fjármálaáætlun og nemur mismunurinn að jafnaði um 0,1% af landsframleiðslu á tímabilinu sem áætlunin nær yfir. Afkomuspá *Peningamála* gerir ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs verði 0,4% af landsframleiðslu lakari á ári á spátímanum en samkvæmt fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar. Meginskýringin á því felst í meðhöndlun fastafjárútgjalda, launa og kaupa á vöru og þjónustu auk þess sem ólíkar þjóðhagsforsendur hafa áhrif á afkomuspána.<sup>1</sup>

Fjármálakreppan kallaði á mikið aðhald í útgjöldum hins opinbera sökum erfiðrar skuldastöðu. Þrátt fyrir bættu stöðu er aðhald enn nauðsynlegt í ljósi vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum. Það markmið sem sett er fram í fjármálaáætluninni um að hlutfall frumútgjalda af landsframleiðslu hækki ekki á tímabilinu virðist vart nægjanlega aðhaldssamt í ljósi þess að hagvöxtur á tímabilinu gefur svigrúm fyrir mikinn útgjaldavöxt.

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

Í spánni nú er gert ráð fyrir betri afkomu á spátímanum en í febrúar. Skýrist það að mestu leyti af því að ekki er lengur gert ráð fyrir að fjárfesting samkvæmt þeirri samgönguáætlun sem Alþingi samþykkti fyrir síðustu kosningar komi að fullu til framkvæmda vegna þess að ekki er gert ráð fyrir fullri fjármögnun hennar í fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar.

1. Hagstofan og fjármála- og efnahagsráðuneytið birta afkomuna samkvæmt svokölluðum GFS-staðli. Meðhöndlun þeirra á framsetningu fastafjármuna, launa og kaupa á vöru og þjónustu er hins vegar ekki sú sama. Hér er fylgt framsetningu Hagstofunnar.

Að öðru leyti má rekja betri afkomuhorfur til meiri efnahagssumsvifa en spáð er meiri framleiðsluspennu á spátímanum en í síðustu spá bankans (sjá kafla V). Sé leiðrétt fyrir áhrifum hagsveiflunnar er búist við að frumjöfnuður í ár versni um 1,4% af landsframleiðslu milli ára (mynd IV-15). Áætlað er að slökunin komi fram bæði á tekju- og gjaldahlið og kemur hún í kjölfar slökunar á aðhaldi undangengin tvö ár um sem nemur 1,4% af landsframleiðslu. Slökunin nemur því samtals 2,8% á þremur árum. Þetta er meiri slökun í ár en spáð var í febrúar. Búist er við að fyrirhuguð hækkun virðisaukaskatts á ferðaþjónustu skili sér í auknu aðhaldi á næsta ári um sem nemur 0,7% af landsframleiðslu en að það snúist aftur í slökun árið 2019 upp á 0,2% af landsframleiðslu þegar fyrirhuguð lækkun á almenna virðisaukaskattsþreppinu kemur til framkvæmda.<sup>2</sup>

### Skuldir hins opinbera lækka hratt niður fyrir viðmið fjármálareglu

Áætlun um lækkun skulda sem kemur fram í fjármálastefnu núverandi ríkisstjórnar er nær samhljóða áætlun síðustu ríkisstjórnar. Hraðri lækkun skulda á að ná fram með því að nýta annars vegar afgang sem gert er ráð fyrir að verði á rekstri hins opinbera og hins vegar nýta söluandvirði eigna sem ætlunin er að selja. Því er nú áætlað að skuldir ríkissjóðs nemi 39% af landsframleiðslu í lok þessa árs. Skuldir hins opinbera verði hins vegar 45% af landsframleiðslu á sama tíma en 39% í lok spátímans gangi áætlunin eftir (mynd IV-16).

### Útanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

#### Horfur á kröftugum útflutningsvexti þriðja árið í röð

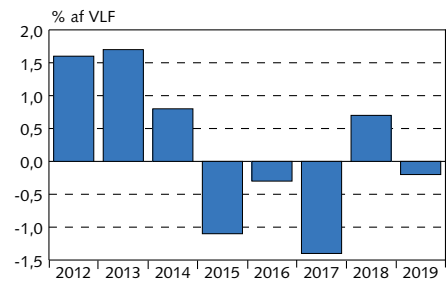
Útflutningur vöru og þjónustu jókst um 11,1% milli ára í fyrra og var vöxturinn að mestu borinn uppi af þjónustuútflutningi sem jókst um 19% frá fyrra ári (mynd IV-17). Hinn mikli þjónustuútflutningur var meginskýring þess að útflutningur jókst um 1 prósentu meira á árinu en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Þjónustuútflutningur hefur vaxið hratt frá árinu 2011 eða að meðaltali um tæplega 10% á ári og er verðmæti hans í fyrsta sinn orðið meira en verðmæti vöruútflutnings.

Vísbendingar eru um áframhaldandi kröftugan vöxt þjónustuútflutnings á þessu ári og gangi spáin eftir vex hann hraðar en búist var við í febrúar. Þannig sýna tölur um komur erlendra ferðamanna á fyrstu fjórum mánuðum ársins 56% ársaukningu. Á sama tíma fyrir ári var ársvöxturinn 35%. Búist er við að heldur hægi á fjölgun ferðamanna þegar líður á árið og að þeim fjölgandi um 22% á árinu í heild sem er líðlega helmingi minni aukning en í fyrra. Líklegt er að hækkun raungengis undanfarið hafi þar áhrif en einnig er útlit fyrir að sætaframboð flugfélaga aukist hægar, sem stafar m.a. af því að Keflavíkurflugvöllur annar vart meiri flugumferð á mestu álagstímum.

Horfur um vöruútflutning í ár hafa einnig batnað frá febrúarspánni. Þótt búist sé við að verulegur samdráttur muni mælast í útflutningi sjávarafurða á fyrsta fjórðungi ársins vegna áhrifa sjó-

Mynd IV-15

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

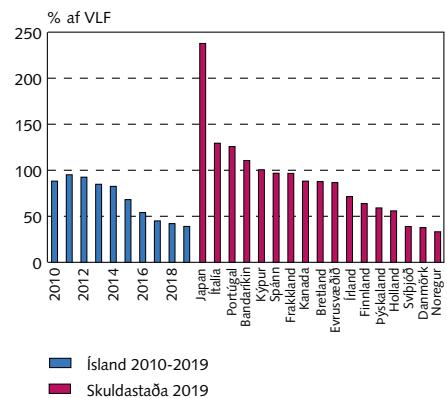


1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþjónustum og -gjöldum (t.d. arðgreiðslum og flýtingu niðurgreiðslna) verðtryggðra húsnæðislána).

Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Vergar skuldir hins opinbera

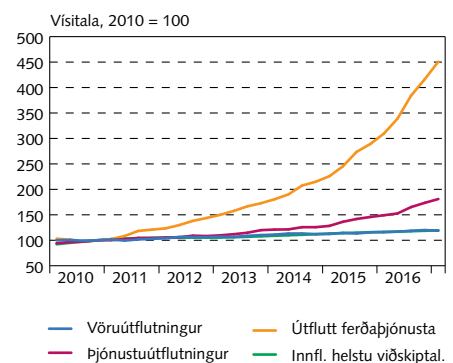


Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, fjármála- og efnahagsráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2017

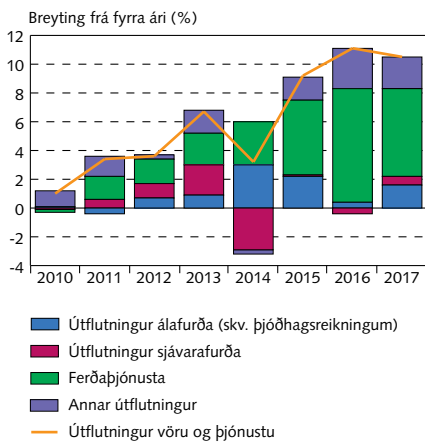


1. Fjögurra fjórðunga hreyfanlegt meðaltal. Útflutningstölur fyrir 1. ársfjórðung 2017 byggjast á grunnspá Peningamála 2017/2.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2. Þetta fer mjög nærri niðurstöðu útreikninga Fjármálaráðs á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði (að teknu tilliti til einkisþjónustila) sem birtir voru í álitgerð þess við fjármálaáætlun 2018-2022 þann 14. apríl sl.

Mynd IV-18

Útflutningur og framlag undirliða 2010-2017<sup>1</sup>

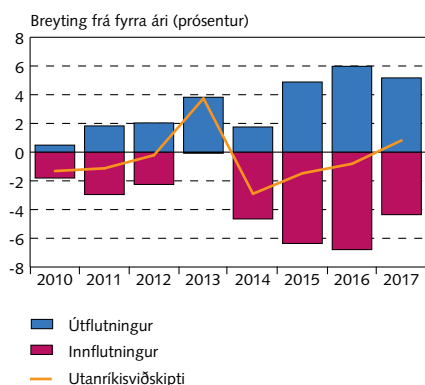
mannaverkfallsins er talið að það muni fyrst og fremst hafa áhrif á dreifingu útflutningsvaxtar innan ársins og því hafa lítil áhrif á útflutning sjávarafurða á árinu í heild. Bættar horfur má rekja til betri loðnuvertíðar en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Einnig er búist við meiri álútflytningi í ár en í fyrra og lítillega meiri aukningu en spáð var í febrúar, þótt langvarandi framleiðslustöðvun í kísilveri United Silicon gæti eitthvað vegið á móti. Á heildina litið er talið að útflutningur vaxi um 10,5% milli ára sem er 4,4 prósentum meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Gangi spáin eftir yrði það þriðja árið í röð sem útflutningur eykst um meira en 9% (mynd IV-18). Horfur eru einnig á hraðari vexti þjónustuútflutnings á næsta ári en spáð var í febrúar en líkt og þá er talið að nokkuð hægi á útflutningsvexti á næstu tveimur árum í takt við hækkingu raungengi og tiltölulega hægna vöxt alþjóðlegra efnahagssumsvifa.

### Mikill vöxtur innflutnings studdur af kröftugri eftirspurn og hækkingu raungengi

Innflutningur vöru og þjónustu jókst um tæplega 15% í fyrra og hefur ekki vaxið svo mikið frá árinu 2005. Vöxturinn var tæplega 1 prósentu minni en búist var við í febrúar en var þó næstum tvöfalt meiri en vöxtur innlendrar eftirspurnar. Mikinn vöxt innflutnings má ekki síst rekja til þess að í fyrra var hlutdeild einkaneyslu í innflutningi mikil, bæði vegna vöru- og þjónustukaupa. Einnig hafa útflutningsgreinar eins og ferðapjónusta og millilandaflugrekstur vaxið hratt en starfsemi þeirra kallar á talsverðan vöru- og þjónustuinnflutning.

Spáð er að innflutningur vöru og þjónustu aukist meira á þessu ári en spáð var í febrúar eða 10,2% samanborið við 7,4%. Aukinn innflutningur tengist að nokkru leyti vexti útfluttrar þjónustu. Aukin starfsemi innlendra flugfélaga kallar á að fleiri leiguflygvélar verða starfræktar á árinu og rekstrargjöld á erlendum flugvöllum aukast af þeim sökum. Þá hefur raungengið haldið áfram að hækka og tölur Ferðamálastofu um brottfarir Íslendinga um Keflavíkflugvöll og könnun Gallup á fyrirhuguðum utanlandsferðum einstaklinga benda til þess að þjónustuinnflutningur haldi áfram að aukast hratt á þessu ári.

Mynd IV-19

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar 2010-2017<sup>1</sup>

### Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar jákvætt í fyrsta sinn frá árinu 2013

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var neikvætt um sem nemur 0,8 prósentum í fyrra en í febrúar hafði verið gert ráð fyrir að framlagið yrði neikvætt um 1,7 prósentur (mynd IV-19). Meiri vöxtur útflutnings og minni vöxtur innflutnings en í febrúarspánni leggjast þar á sömu sveif. Undanfarin þrjú ár hefur framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verið neikvætt þrátt fyrir öran vöxt útflutnings en útlit er fyrir að það breytist á þessu ári. Gangi spáin eftir yrði það í fyrsta sinn frá árinu 2013 sem framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar er jákvætt.

### Horfur á meiri viðskiptaafgangi en spáð var í febrúar

Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum í fyrra nam 6,6% af landsframleiðslu sem er meiri afgangur en búist var við í febrúar. Helsta ástæðan er að útflutt þjónusta reyndist meiri en spáð var. Hraður

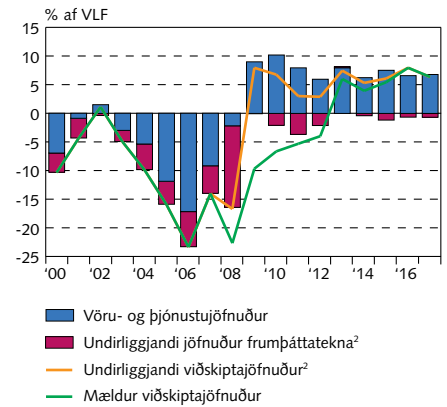


vöxtur útflutnings ásamt betri viðskiptakjörum (sjá kafla II) gera það að verkum að búist er við að afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði sem hlutfall af landsframleiðslu verði svipaður í ár. Horfur eru á að afgangurinn minnki lítillega er líður á spátímann.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 194 ma.kr. í fyrra eða sem nemur 8% af landsframleiðslu. Aðeins einu sinni áður hefur mælst viðlíka viðskiptaafgangur, en það var árið 2009 þegar hann var einnig 8% af landsframleiðslu (mynd IV-20). Þetta er um 1½ prósentu meiri afgangur en febrúarspáin gerði ráð fyrir en þar bætist mun hagstæðari þróun frumpáttatekna við meiri afgang af vöru- og þjónustuviðskiptum. Betri arðsemi af beinni erlendri fjárfestingu er meginástæða hagfeldari frumpáttatekna og skýrist að hluta af áhrifum mikillar einskiptisarðsemi af erlendum eignum eignarhaldsfélaga sem stofnuð voru á grundvelli fallinna fjármálfyrirtækja (mynd IV-21). Einnig er gert ráð fyrir meiri afgangi af jöfnuði frumpáttatekna í ár sem endurspeglar að einhverju leyti bætta erlenda skuldastöðu og lægri vexti á erlendum fjárskuldbindingum þótt þyngst vegi meiri arðsemi beinnar erlendar fjárfestingar en hún hefur verið jákvæð undanfarin fjögur ár þrátt fyrir að hrein staða beinnar erlendar fjárfestingar (leiðrétt fyrir áhrifum fallinna fjármálfyrirtækja) hafi verið neikvæð. Horfur eru því á meiri afgangi á viðskiptajöfnuði í ár en spáð var í febrúar eða 6,4% af landsframleiðslu í stað 4½%. Talið er að afgangurinn minnki í 5½% árið 2019.

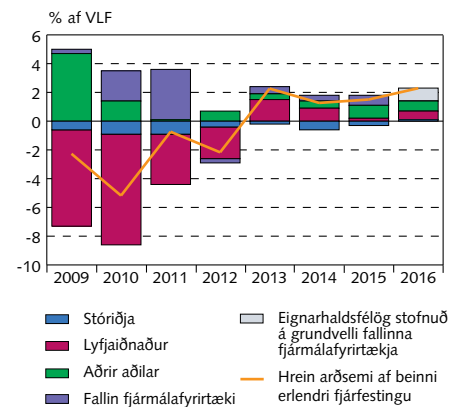
Þjóðhagslegur sparnaður hefur aukist mikið undanfarin ár og mældist 29,3% af landsframleiðslu í fyrra sem er 11 prósentum yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs (mynd IV-22). Hefur þjóðhagslegur sparnaður einungis einu sinni mælst meiri eða árið 1965 en þá var hann líðlega 30% af landsframleiðslu (sjá rammagrein 1). Samkvæmt spánni mun þjóðhagslegur sparnaður haldast nokkuð yfir sögulegu meðaltali út spátímann.

Mynd IV-20  
Viðskiptajöfnuður 2000-2017<sup>1</sup>



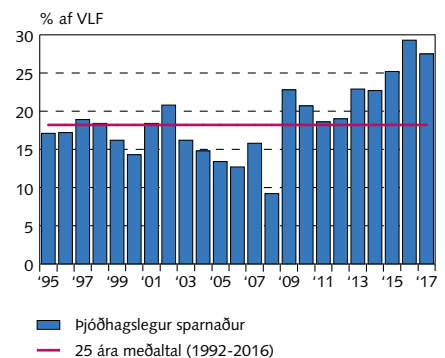
1. Rekstrarframlög talin með frumpáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2017. 2. Án áhrifa fallinna fjármálfyrirtækja 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumpáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálfyrirtækja. Heimildir: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

Mynd IV-21  
Hrein arðsemi af beinni erlendri fjárfestingu 2009-2016<sup>1</sup>



1. Samtala af hreinum arðgreiðslum, endurfjárfestingu og vöxtum af hluthafalánum. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-22  
Þjóðhagslegur sparnaður 1995-2017<sup>1</sup>



1. Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður 2008-2015 þar sem byggt er á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði (leiðréttur fyrir áhrifum fallinna fjármálfyrirtækja 2008-2015 og fyrir lyfjafyrirtækinu Actavis 2009-2012). Grunnspá Seðlabankans 2017. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## V Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum heldur meira á fyrsta fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Atvinnuleysi hélt áfram að minnka og hefur ekki verið minna frá því snemma árs 2008. Um fjórðungur fyrirtækja vill fjölga starfsfólki fremur en fækka því og hlutfall fyrirtækja sem telja sig búa við skort hefur haldist nálægt 40% undanfarið ár þrátt fyrir töluverðan innflutning vinnuafls. Samkvæmt tölum Hagstofunnar jókst framleiðni um líðlega 4% í fyrra eftir að hafa vaxið um tæplega 1% á ári í sex ár þar á undan. Skyndileg aukning framleiðnivaxtar gæti bent til ofmats sem rekja má til vanmats á fjölgun erlendra starfsmanna. Á næstu misserum er gert ráð fyrir að mikill innflutningur vinnuafls haldi áfram og að framleiðslugeta aukist umfram langtímaleitni. Þrátt fyrir það heldur framleiðsluspennan áfram að aukast og eykst hún meira en gert var ráð fyrir í febrúar.

### Vinnumarkaður

#### Heildarvinnustundum fjölgar hratt og atvinnuleysi heldur áfram að minnka

Heildarvinnustundum fjölgaði um 3% í fyrra. Á fyrsta fjórðungi þessa árs nam ársvöxturinn 3,5% sem er 0,2 prósentum meira en spáð var í febrúar (mynd V-1). Störfum fjölgaði hratt fyrstu mánuði ársins en meðalvinnuvikan styttest eins og hún gerði allt síðasta ár en niðurstöður könnunar meðal fyrirtækja benda til þess að sum þeirra hafi ákveðið að fækka dýrum yfirvinnutímum í kjölfar kostnaðarsamra kjarasamninga. Eins og á fjórðungnum á undan mældist atvinnuþátttaka á fyrsta ársfjórðungi 83,8% að teknu tilliti til árstíðar. Þetta er jafn mikil atvinnuþátttaka og þegar hún varð mest fyrir fjármálakreppuna en hlutfall starfandi er enn ½ prósentu lægra en á fyrri hápunktum og mældist 81,6%.

Samkvæmt VMK minnkaði atvinnuleysi um 0,4 prósentur milli ára á fyrsta ársfjórðungi og mældist 2,7% að teknu tilliti til árstíðar og hefur það ekki verið minna síðan á fyrri hluta ársins 2008. Það hefði líklega verið enn minna á fjórðungnum ef ekki hefði verið fyrir áhrif verkfalls sjómanna en áætlað er að 1.300 fiskvinnslustarfsmenn hafi farið á atvinnuleysisbætur á meðan á verkfallinu stóð (mynd V-2).<sup>1</sup>

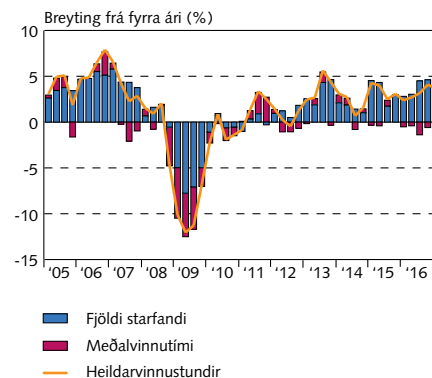
#### Stjórnendur gera enn ráð fyrir töluverðri fjölgun starfsfólks

Útlit er fyrir að vinnuaflseftirspurn verði áfram þróttmikil þótt vorkönnun Gallup sýni að hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki frekar en fækka lækki um rúmlega 5 prósentur í 24% að teknu tilliti til árstíðar (mynd V-3). Hlutfallið er því enn hátt en eins og undanfarið er staðan nokkuð ólík milli atvinnugreina. Verkfall sjómanna virðist hafa aukið enn á svartsýni í sjávarútvegi en þar vildu rúmlega 16 prósentum fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki frekar en fjölga því þegar könnunin var gerð (14. febrúar til 3. mars). Eftirspurn eftir vinnuafli í byggingarstarfsemi er álíka kröftug og hún hefur verið undanfarið eitt

Mynd V-1

Atvinna og vinnutími<sup>1</sup>

1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2017

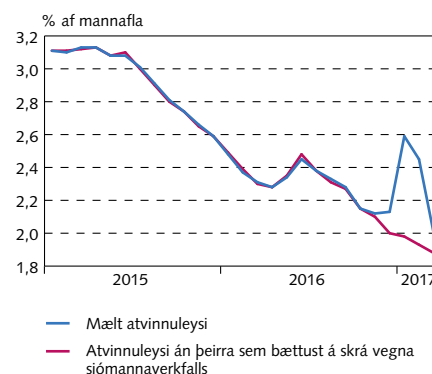


1. Ársfjórðungsleg meðaltöl mánaðarlegra gagna.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-2

Skráð atvinnuleysi<sup>1</sup>

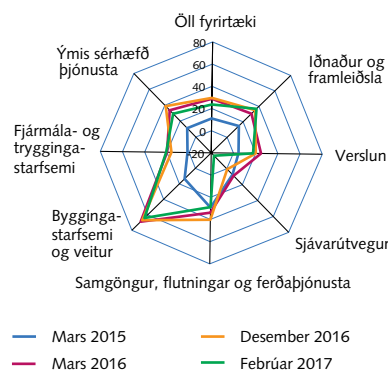
Janúar 2015 - mars 2017



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

Mynd V-3

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



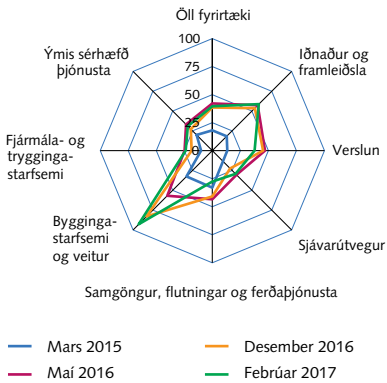
1. Árstíðarleiddar tölur.  
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

1. Samkvæmt skýrslu um mat á þjóðhagslegum kostnaði verkfalls sjómanna sem unnin var fyrir Atvinnuvega- og nýsköpunarráðuneytið.

Mynd V-4

Fyrirtæki sem telja að skortur sé á starfsmönnum<sup>1</sup>

Hlutfall fyrirtækja (%)



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

og hálf tveggja árum en um 64 prósentum fleiri fyrirtæki í greininni vildu frekar fjölga starfsfólki en fækka því. Sama hlutfall var á bilinu 18-37 prósentur í öðrum greinum.

## Vísendingar um nýtingu framleiðslupáttá

### Enn mikill og viðvarandi skortur á starfsfólki ...

Svipað hlutfall fyrirtækja taldi sig búa við skort á starfsfólki í vorkönnun Gallup og í vetrarkönnuninni eða 40% og hefur hlutfallið lítið breyst frá sumarkönnuninni í fyrra (mynd V-4). Frá því um mitt ár 2015 hefur skorturinn verið mestur í byggingastarfsemi. Tæplega 93% fyrirtækja í greininni áttu erfitt með að manna störf í febrúar og jókst hlutfallið um tæpar 10 prósentur milli kannana sé leiðrétt fyrir árstíð. Þetta er mesti skortur sem mælt hefur í nokkurri atvinnugrein frá upphafi kannana Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins.

Skortinum hefur að nokkru leyti verið mætt með innflutningi vinnuafis, en samkvæmt áætlun úr staðgreiðsluskrá hefur erlendum ríkisborgurum sem starfa í byggingastarfsemi fjölgað um 124% frá árinu 2014 en þá voru þeir um 11% af vinnuafli í greininni en voru orðnir um 20% í fyrra. Þrátt fyrir mikinn innflutning á vinnuafli fjölgar enn fyrirtækjum í byggingastarfsemi sem telja sig búa við skort á starfsfólki. Mikill og viðvarandi skortur á starfsfólki gæti takmarkað að einhverju leyti getu greinarinnar til að mæta aukinni eftirspurn. Fyrirtækjum í ferðapjónustu sem telja sig búa við skort fækkaði hins vegar milli kannana og fleiri fyrirtæki í greininni vildu fækka starfsfólki á næstu sex mánuðum en í síðustu könnun. Erlendu vinnuafli hefur fjölgað mikið í greinum sem tengjast ferðapjónustu og gæti það skýrt fækkun fyrirtækja sem telja sig búa við skort á starfsfólki en aukinn vilji til að fækka starfsfólki meðal ferðapjónustufyrirtækja gæti einnig bent til minni eftirspurnar erlendra ferðamanna vegna hækkunar gengis krónunnar undangengið ár.

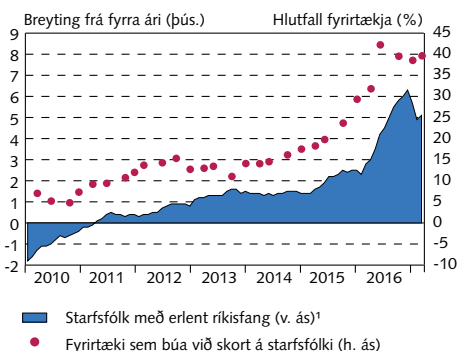
### ... þrátt fyrir töluverðan innflutning á vinnuafli

Á undanförunum árum hafa fleiri erlendir ríkisborgarar flust til landsins en frá því og hefur munurinn farið vaxandi. Svipaða þróun má sjá þegar skoðaðar eru tölur um áætlaðan fjölda erlendra ríkisborgara í staðgreiðslugögnum og skráningu Vinnuálastofnunar á starfsmannaleigum, erlendum þjónustufyrirtækjum og nýjum atvinnuleyfum. Starfsfólki með erlent ríkisfang tók að fjölga í upphafi árs 2011 en verulega bætti í vöxtinn á síðasta ári samhliða vaxandi skorti á starfsfólki (mynd V-5). Alls fjölgaði starfsfólki á staðgreiðsluskrá í fyrra um 4,7% milli ára og var hlutur erlendra ríkisborgara í fjölguninni um 60%. Var það í fyrsta sinn frá árinu 2010 sem framlag þeirra til fjölgunar starfsmanna var meira en íslenskra ríkisborgara. Flestir erlendir ríkisborgarar voru við störf í þeim þjónustugreinum sem hafa vaxið hratt vegna mikillar fjölgunar ferðamanna en einnig voru margir við störf í byggingastarfsemi og verslun. Vaxandi innflutning vinnuafis má einnig sjá í auknum umsvifum starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja hér á landi. Hefur þessum fyrirtækjum og starfsmönnum þeirra fjölgað töluvert frá því í fyrra (mynd V-6). Á sama tíma hefur nýjum tímabundnum atvinnuleyfum útgefnum af Vinnuálastofnun vegna ríkisborgara utan EFTA- og EES-ríkja farið fjölgandi.

Mynd V-5

Erlent vinnuafli og skortur á starfsfólki

Janúar 2010 - febrúar 2017



1. Áætlun byggð á staðgreiðslugögnum.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands.

## Viðbendingar um vanmat á vinnumagni í opinberum tölum

Erlent vinnuafli er líklega vanmetið í opinberum tölum og hefur þetta vanmat líklega aukist að undanfögnu. Úrtak VMK nær eingöngu til einstaklinga sem eru í þjóðskrá og því með lögheimili skráð á Íslandi, en hluti innflutts vinnuafis vinnur hér tímabundið og er því ekki í þjóðskrá. Erlendir ríkisborgarar koma því seint og jafnvel ekki fram í úrtaki VMK. Annað sem bendir til að fjöldi erlendra starfsmanna sé vanmetinn í opinberum tölum er óvenju mikill framleiðnivöxtur í fyrra. Eins og sést á mynd V-7 mældist hann 4,1% sem er töluvert meiri vöxtur en árin þar á undan og langt umfram langtímaleitni framleiðnivaxtar. Framleiðnivöxtinn í fyrra virðist mega rekja til mikils vaxtar fjölþáttaframleiðni (e. total factor productivity) en fjármagnsstofninn á vinnustund er enn að dragast saman, eins og hann hefur gert samfelld frá því að fjármálakreppan skall á.<sup>2</sup> Þótt líklegt sé að fjölþáttaframleiðni hafi aukist með betri nýtingu framleiðslupáttanna, t.d. þeirra sem tengjast ferðamannaíðnaði, virðist ólíklegt að framleiðni hafi skyndilega aukist jafn mikið og mælingar benda til. Líklegra er að fjölgun heildarvinnustunda sé vanmetin vegna erlendra starfsmanna sem koma til tímabundinnar dvalar og birtast því ekki í opinberum skráum (sjá einnig kafla I).<sup>3</sup>

Með hliðsjón af þessu gerir grunnsþáin ráð fyrir að fólki á vinnualdri fjölgi nokkru hraðar en gert er ráð fyrir í mannfjöldaspá Hagstofunnar.<sup>4</sup> Fjölgunin er einnig meiri en í febrúarspá bankans. Við þetta bætist að nú er einnig spáð meiri atvinnuþátttöku en áður. Meiri aukning vinnuafis eykur vöxt framleiðslugetu þjóðarbúsins. Í ljósi mikils innflutnings vinnuafis, aukinnar atvinnuþátttöku og lækkunar langtímaatvinnuleysis er einnig talið að jafnvægisatvinnuleysi sé um 1/2 prósentu minna í fyrra og í ár en gert var ráð fyrir í febrúar.

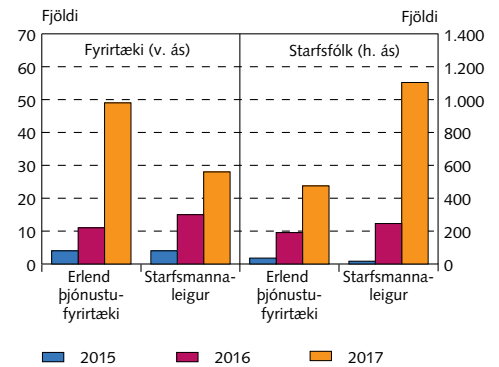
## Meiri framleiðsluspenna þrátt fyrir aukna framleiðslugetu

Viðhorfskönnun meðal stjórnenda fyrirtækja sýnir að fyrirtæki eiga í vaxandi erfiðleikum með að mæta óvæntri eftirspurn. Að teknu tilliti til árstíðar er hlutfall fyrirtækja sem segjast starfa við eða umfram fulla framleiðslugetu komið í ríflega 55% sem er aðeins 2½ prósentu frá því sem hlutfallið var hæst á haustmánuðum ársins 2006 (mynd V-8). Viðvarandi skortur á starfsfólki auk margvíslegra viðbendinga af vinnu- markaði benda einnig til þess að töluvert reyni á framleiðslupættina. Framleiðsluspennan er því talin hafa aukist samhliða hröðum hagvexti frá því að hún tók að myndast snemma árs 2015 (sjá einnig kafla IV). Á móti vegur að gert er ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi hraðar vegna aukins mannafla og meiri atvinnuþátttöku auk þess sem jafn-

- Vöxtur fjölþáttaframleiðni er sá hluti framleiðsluaukningar sem er umfram það sem skýra má með aukinni notkun framleiðslupáttanna. Fjölþáttaframleiðni er metin sem frávik vergrar landsframleiðslu frá því framleiðslustigi sem fæst með Cobb-Douglas-framleiðslufalli þjóðhagslíkans Seðlabankans:  $A = Y/[N^\beta K^{1-\beta}]$ , þar sem  $A$  er fjölþáttaframleiðni,  $Y$  er verg landsframleiðsla,  $N$  eru heildarvinnustundir,  $K$  er fjármagnsstofninn og  $\beta (= 0,6)$  er hlutdeild vinnuafis í framleiðsluverðmætum. Framlag fjölþáttaframleiðni og fjármagnsstofnsins til framleiðni vinnuafis er því hægt að reikna sem:  $Y/N = A(K/N)^{1-\beta}$ , þar sem  $Y/N$  er framleiðni vinnuafis og  $K/N$  er fjármagnsstofninn á vinnustund.
- Eins og rakið er í kafla VI gæti ofmat á framleiðnivexti einnig stafað af ofmati á hagvexti síðasta árs sem rekja mætti til vanmats á verðþætti landsframleiðslunnar í bráðabirgðatölum Hagstofunnar.
- Af ofangreindum ástæðum er ekki víst að opinberar tölur muni sýna svo mikla mannfjöldaaukningu. Mannfjöldaaukning er líklega einnig vanmetin í sögulegum tölum.

Mynd V-6

Starfsmannaleigur, erlend þjónustufyrirtæki og starfsfólk þeirra við lok 1. ársfjórðungs

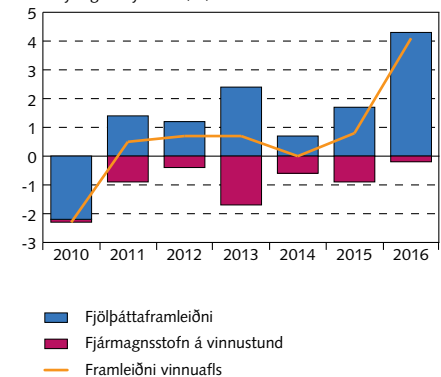


Heimild: Vinnuálagstafnun.

Mynd V-7

Framleiðni vinnuafis og undirbyggjandi þættir 2010-2016<sup>1</sup>

Breyting frá fyrra ári (%)



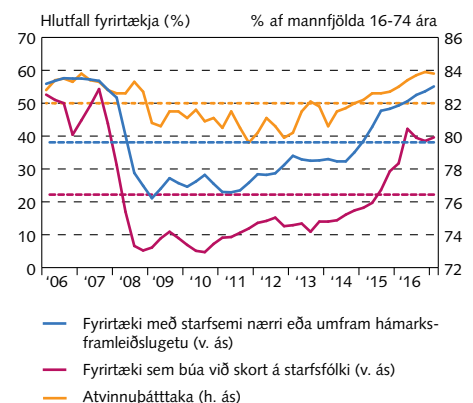
1. Framleiðni vinnuafis er metin sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Fjölþáttaframleiðni er metin sem frávik VLF frá því framleiðslustigi sem fæst með fullri nýtingu framleiðslupáttanna út frá framleiðslufalli þjóðhagslíkans Seðlabankans.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

Nýting framleiðslupáttanna og atvinnuþátttaka<sup>1</sup>

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2017



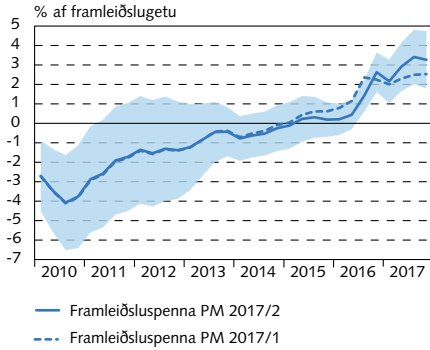
1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðslupáttanna eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins en atvinnuþátttaka samkvæmt vinnuálagstafnun Hagstofunnar. Árstíðarleiddar tölur. Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilsins.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

Framleiðsluspenna<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2017



1. Skyggða bilið sýnir ±1 fimm ára staðalfrávik. Grunnspá Seðlabankans 2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

vægisatvinnuleysi er lægra en áður var talið. Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir að framleiðslugeta þjóðarbúsins vaxi hraðar en talið var í febrúar er útlit fyrir að framleiðsluspenna verði einnig meiri en þá var talið eða 3,3% af framleiðslugetu í lok ársins sem er 0,7 prósentum meira en í febrúarspánni (mynd V-9). Eins og fjallað er um í kafla I er töluverð óvissa um þetta mat enda byggist það að nokkru leyti á túlkun hagstærða sem ekki eru mælanlegar.

## VI Verðbólga

Verðbólga hefur verið við eða undir verðbólguþröngu Seðlabankans í ríflega þrjú ár. Hún var 1,8% á fyrsta fjórðungi ársins sem er 0,1 prósentu minna en áætlað var í febrúarspá *Peningamála*. Sem fyrr er megindrífkraftur verðbólgunnar hækkandi húsnæðisverð og er það, ásamt miklum launahækkunum, helsta birtingarmynd innlands verðbólguþröngu. Á móti vegur mikil hækkun á gengi krónunnar en útflutningsverð helstu viðskiptalanda er tekið að hækka á ný í takt við vaxandi alþjóðlegan efnahagsbata. Vísingingar eru um kröftugan framleiðnivöxt í fyrra og í ár sem einnig vegur á móti hækkun launa. Undirliggjandi verðbólga hefur heldur minnkað undanfarið og verðbólguvæntingar hafa á flesta mælikvarða mælst við verðbólguþröngu Seðlabankans um nokkurt skeið.

### Nýleg verðbólguþróun

#### Verðbólga undir markmiði og er óbreytt frá útgáfu síðustu *Peningamála*

Verðbólga mældist 1,8% á fyrsta ársfjórðungi sem er 0,1 prósentu minna en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Verðbólga hefur verið svipuð það sem af er ári. Hún mældist 1,9% á fyrstu tveimur mánuðum ársins en í mars hafði hún minnkað í 1,6%. Verðbólga jókst aftur í 1,9% í apríl en á milli mánaða hækkaði vísitala neysluverðs um 0,5%. Helsti áhrifaþáttur aprílþættis var hækkandi húsnæðisverð en aðrir þættir breyttust lítið.

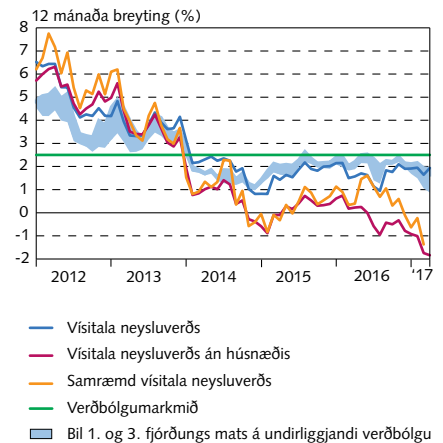
Verðbólga mælst heldur meiri en hún var í apríl í fyrra en svipuð og hún var á síðasta fjórðungi síðasta árs (mynd VI-1). Eins og rakið var í *Peningamála* 2016/4 var verðbólga vanmetin í tölum Hagstofunnar á tímabilinu mars til ágúst í fyrra vegna mistaka við útreikning vísitölunnar sem uppgötvuðust í september sl. Þessi mistök gera það einnig að verkum að ársverðbólga verður ofmetin yfir sama tímabil í ár og verða áhrifin mest í júlí og ágúst þegar verðbólga verður ofmetin um 0,2-0,3 prósentur. Hækkun vörugjalda á m.a. eldsneyti, áfengi og tóbak um áramótin hafði einnig svipuð áhrif til aukningar mældrar verðbólgu í ár. Eins og rakið er í kafla I munu fyrirhugaðar breytingar á vörugjöldum um næstu áramót og á virðisaukaskatti á næstu tveimur árum einnig hafa áhrif á mælda verðbólgu (sjá einnig kafla IV).

Verðbólga á mælikvarða sem undanskilja húsnæðiskostnað mælst sem fyrr töluvert minni en verðbólga samkvæmt vísitölu neysluverðs. Vísitala neysluverðs án húsnæðis lækkaði um 1,8% frá fyrra ári í apríl og er munurinn á þessum tveimur mælikvörðum á verðbólgu nú ríflega sexfalt meiri en hann hefur verið að meðaltali frá árinu 2001. Verðbólga samkvæmt samræmdri vísitölu neysluverðs, sem einnig undanskilur húsnæðisverð, mælst einnig töluvert minni en verðbólga samkvæmt vísitölu neysluverðs. Í mars lækkaði samræmda vísitalan um 1,4% frá fyrra ári. Stóran hluta síðasta árs var munurinn á milli verðbólgu sem mæld er með vísitölu neysluverðs án húsnæðis og samræmdu vísitölunni einnig óvenju mikill vegna mismikils vægis á útgjaldaþáttum sem vega þungt í útgjöldum ferðamanna hér á landi (sjá rammagrein 2).

Mynd VI-1

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

Janúar 2012 - apríl 2017



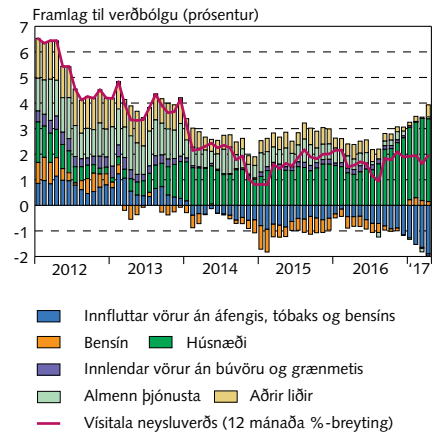
1. Skyggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum þar sem horft er fram hjá áhrifum óbeinna skatta, sveiflunendra matvöruverðs, bensins, opinberra þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klíptum meðaltölum og kviku þáttalíkan.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

#### Undirlíðir verðbólgu

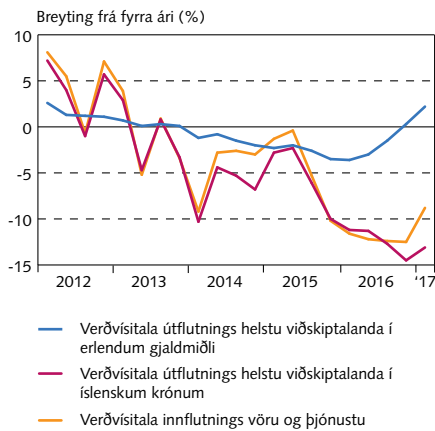
Janúar 2012 - apríl 2017



Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3

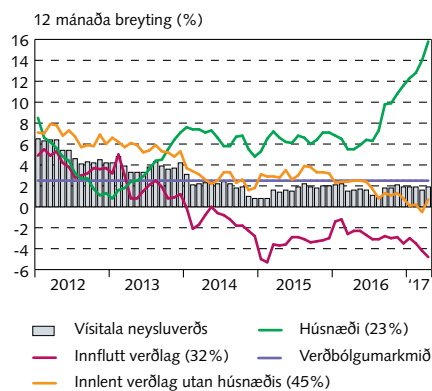
Innflutningsverð og alþjóðlegt útflutningsverð<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2017



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

Mynd VI-4

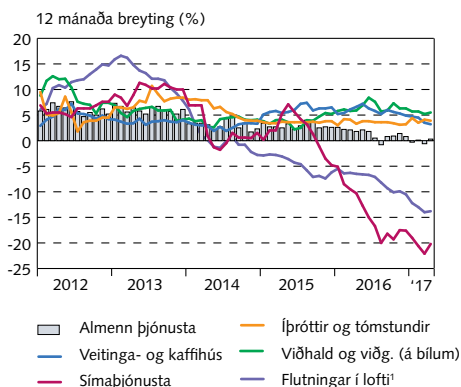
Innlend og innflutt verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - apríl 2017



1. Innflutt verðbólga er nálgud með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálgud 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 VI-5

Almenn þjónusta og valdir undirliðir vísitölu neysluverðs  
Janúar 2012 - apríl 2017



1. Tölf mánaða hreyfanlegt meðaltal.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

## Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

### Innlendur verðbólguþrýstingur birtist hvað skýrast í hækkandi húsnæðisverði ...

Undirliggjandi verðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöru-liða, bensins, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðis-lána, mældist 2% í apríl og hefur aukist um 0,3 prósentur frá útgáfu *Peningamála* í febrúar. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda aftur á móti til þess að hún hafi hjaðnað: flestir þeirra benda til undirliggjandi verðbólgu á bilinu 1-2% í apríl en í febrúar lágu flestir þeirra á bilinu 1½-2% (mynd VI-1).

Undanfarin misseri hefur hækkandi húsnæðisverð verið helsti drifkraftur innlendrar verðbólgu (mynd VI-2). Húsnæðisverð hækkaði um fimmtung milli ára í apríl og hefur framlag þess til ársverðbólgu aukist umtalsvert sl. ár. Eins og rakið er í kafla III hefur hækkun húsnæðisverðs lengst af verið í takti við hækkun launa og ráðstöfunartekna. Síðustu mánuði hefur húsnæðisverð hins vegar hækkað umfram það sem skýra má með launum og tekjum (sjá einnig kafla I).

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

Ein ástæða þess að verðbólga hefur haldist við eða undir markmiði frá byrjun árs 2014 er viðvarandi lækkun á verði innfluttrar vöru í krónum sem rekja má til lítillar alþjóðlegrar verðbólgu og hækkunar á gengi krónunnar. Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur aukist og samhliða því hefur verðlag útflutnings þeirra hækkað. Á fyrsta ársfjórðungi í ár er áætlað að árshækkun útflutningsverðs helstu viðskiptalanda hafi numið 2,2% en undanfarin þrjú ár hefur það að meðaltali lækkað um 2% á ári (mynd VI-3). Meginskýring tæplega 10% lækkunar innflutningsverðs í krónum á fyrsta ársfjórðungi í ár er tölverð hækkun á gengi krónunnar. Gangi spá um frekari hækkun á gengi krónunnar eftir (sjá kafla I) er líklegt að þróun innflutningsverðs í krónum muni enn um hríð halda áfram að vega á móti verðbólguþrýstingi frá fasteignamarkaði og vinnumarkaði.

Samhliða lækkun innflutningsverðs í krónum hefur hægt á hækkun innlends verðlags án húsnæðis (mynd VI-4). Árshækkun þess nam 0,7% í apríl en var 2,5% fyrir ári. Helsti orsakavaldur þessara breytinga er liðurinn almenn þjónusta sem í apríl hækkaði einungis um 0,3% frá fyrra ári. Undanfarin misseri hefur framlag almennrar þjónustu til ársverðbólgu verið afar lítið samanborið við fyrri ár. Það má að mestu leyti rekja til lækkunar tveggja undirliða vísitölu neysluverðs sem snúa að þjónustu, þ.e. símaþjónustu og flugfargjalda til útlanda (mynd VI-5). Þeir hafa að meðaltali lækkað um 15% sl. tólf mánuði og endurspeglar annars vegar tækniframfarir í netþjónustu og hins vegar lækkun olíuverðs, sparneytnari flugflota og aukna samkeppni í farþegaflugi til og frá landinu. Aðrar afurðir sem eru vinnuafsfrekar í framleiðslu og falla undir ýmsa þjónustutengda undirliði vísitölu neysluverðs, t.d. viðhaldsþjónustu, hafa hins vegar hækkað talsvert í verði. Framlag almennrar þjónustu til ársverðbólgu væri því mun meira ef verð símaþjónustu og flugfargjalda til útlanda hefði ekki

lækkað og meira í samræmi við miklar launahækkunir undanfarinna missera (mynd VI-6).

### Innlend verðbólga mælist hófleg ...

Vorkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins bendir til þess að þriðjungur fyrirtækja telji þörf á að hækka verð á eigin afurðum á næstu sex mánuðum sem er nokkuð undir sögulegu meðaltali (mynd VI-7). Svipað hlutfall fyrirtækja væntir hækkunar aðfangaverðs. Ætla má að þessi svör litist af hækkun á gengi krónunnar undanfarið en svör fyrirtækja sem reiða sig í ríkum mæli á innflutning skera sig talsvert úr (t.d. gera forsvarsmenn u.þ.b. 40% fyrirtækja í verslun ráð fyrir að lækka verð á næstu sex mánuðum). Þar getur aukin alþjóðleg samkeppni með aukinni netverslun og innkomu alþjóðlegra smásölurisa á innlandan smásölumarkað einnig haft áhrif.

Aðrar vísbendingar benda einnig til þess að innlend verðbólga sé tiltölulega hófleg (mynd VI-8). Þar gætir þó einnig áhrifa hækkunar gengis krónunnar og lítillar alþjóðlegrar verðbólgu enda vega innflutt aðföng þungt í stórum hluta innlendar framleiðslu. Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hefur t.d. lækkað talsvert frá fyrra ári og má rekja það að mestu leyti til hagfelldrar gengisþróunar. Þá hækkandi verðvísitala vergrar landsframleiðslu einungis um 1,3% milli ára á fjórða ársfjórðungi í fyrra og um 2% á árinu í heild, þrátt fyrir að laun og launatengd gjöld hafi hækkað um 9½% milli ára (sjá hér á eftir).<sup>1</sup>

### ... þrátt fyrir miklar launahækkunir undanfarin misseri

Hagstofan hefur endurskoðað tölur um þróun launa og launatengdra gjalda fyrir árið 2015 til hækkunar og áætla nú að þau hafi hækkað um 6,5% á tímæiningu í stað 5,5% áður. Eftir sem áður er þetta undir 7,2% hækkun launavísitölunnar á sama tíma og álíka mikilli hækkun sem grunnspá Seðlabankans gerir ráð fyrir. Hækkunin er einnig undir því sem áætlað er að laun hafi hækkað á árinu samkvæmt staðgreiðsluskrá.<sup>2</sup>

Í mars sl. birti Hagstofan einnig fyrsta mat á hækkun launa og launatengdra gjalda fyrir árið 2016. Samkvæmt þeim hækkuðu laun á tímæiningu um 9,4% á árinu sem er áþekkt þeim 9,9% sem gert hafði verið ráð fyrir í spá *Peningamála* í febrúar. Þótt hækkunin sé minni en hækkun launavísitölunnar milli ára er hún í ágætu samræmi við vísbendingar úr staðgreiðsluskrá og því hefur fyrra mat bankans á hækkun launa í fyrra verið endurskoðað í 9,4%. Samkvæmt grunnspánni hækkaði launahlutfallið því um 0,4 prósentur árið 2015 og um 1,6 prósentur til viðbótar í fyrra og var þá orðið ríflega 2 prósentum yfir sögulegu meðaltali (mynd VI-9).

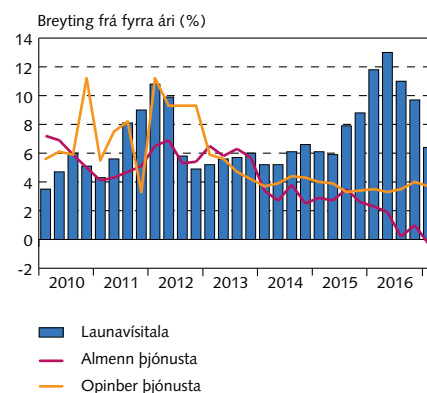
1. Þessi mikli munur á milli þróunar verðvísitölu vergrar landsframleiðslu og launakostnaðar gæti verið vísbending um vanmat á verðlagsþætti landsframleiðslunnar og þá að hagvöxtur í fyrra sé ofmetinn í bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Það gæti einnig að hluta skýrt mikinn framleiðnivöxt í fyrra samkvæmt tölum Hagstofunnar (sjá kafla V og hér á eftir).

2. Eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamála* 2016/2 eru nokkrar ástæður fyrir því að ekki verður byggt einvörðungu á tölum Hagstofunnar um þróun launakostnaðar árið 2015 samkvæmt þjóðhagsreikningum fyrr en endanlegar upplýsingar liggja fyrir. Bæði mæla þær nokkru minni launahækkun en launavísitalan og staðgreiðsluskrá benda til. Þá benda tölur Hagstofunnar til þess að hlutfall launa af þáttatekjum hafi lækkað árið 2015 sem virðist fremur ólíklegt þegar horft er til mikilla umsaminna launahækkana það árið.

Mynd VI-6

### Laun og verðlag þjónustu

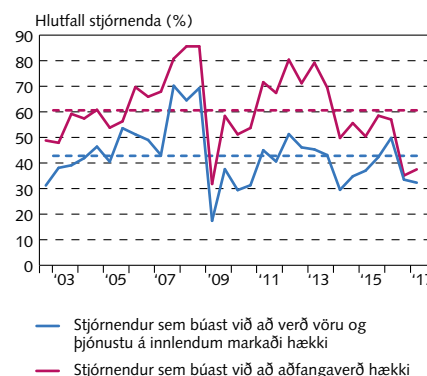
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2017



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-7

### Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð næstu 6 mánuði 2002-2017<sup>1</sup>



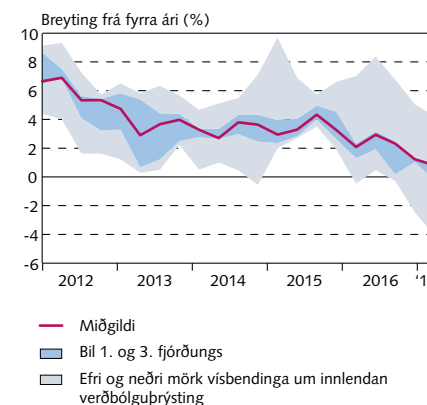
1. Brotalínur sýna meðaltöl frá árinu 2002.

Heimild: Gallup.

Mynd VI-8

### Innlendur verðbólguþrýstingur<sup>1</sup>

1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2017



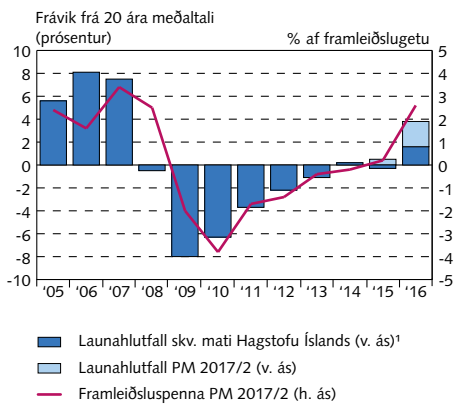
1. Skyggða svæðið inniheldur fimm vísbendingar um innlenda verðbólguþrýsting. Vísbendingarnar eru launakostnaður á framleidda einingu (hreyfanlegt meðaltal), verðvísitala VLF, verð almennrar þjónustu, verð innlendar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2017 fyrir verðvísitölu VLF og tímabilið 2015-2017 fyrir launakostnað á framleidda einingu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



Mynd VI-9

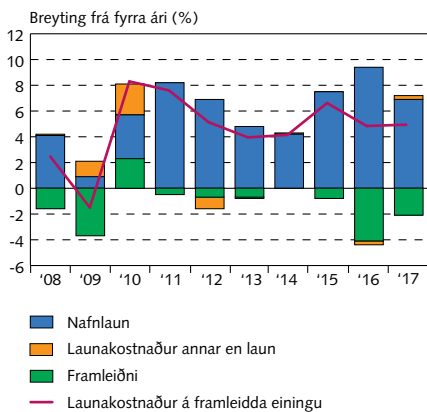
Launahlutfall og framleiðsluspenna  
2005-2016



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

Mynd VI-10

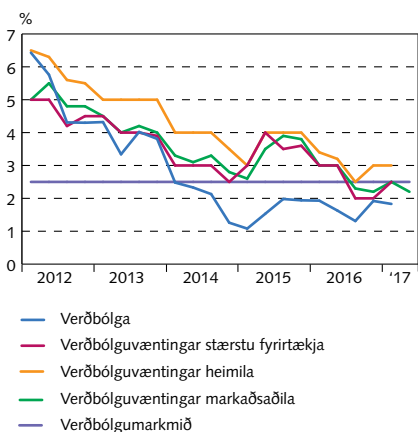
Launakostnaður á framleidda einingu  
og framlag undirliða 2008-2017<sup>1</sup>



1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-11

Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2017



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Gert ráð fyrir að komandi kjarasamningar rúmist innan SALEK-samkomulagsins ...

Launahækkunir sem kveðið er á um í síðustu kjarasamningum hafa komið fram í launavísitölu Hagstofunnar í takt við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá en launaskrið verið lítillega meira en þar var áætlað. Á fyrsta ársfjórðungi 2017 hækkaði launavísitalan um 0,8% milli fjórðunga. Hækkunin frá sama fjórðungi í fyrra var 6,4% og hægð tölulegt á ársþækkun launa frá því sem verið hefur undanfarið ár, enda hurfu áhrif tveggja umsaminna launahækkana á almennum vinnumarkaði úr ársþækkun vísitölunnar í febrúar. Árstakturinn mun hins vegar aukast aftur á vormánuðum þegar næstu umsömdu launahækkunir koma til framkvæmda.

Þar sem ekki var samið um frekari launahækkunir í tengslum við endurskoðun kjarasamninga í febrúar sl. hafa ekki verið gerðar breytingar á mati á launaþróuninni í ár eða á spátímanum. Sem fyrr er gert ráð fyrir að þeir samningar sem gerðir verða á vinnumarkaði í ár rúmist innan launasvigrúms sem hið svokallaða SALEK-samkomulag afmarkar og því komi ekki til endurskoðunar kjarasamninga á almennum vinnumarkaði á næsta ári.

## ... en launakostnaður á framleidda einingu mun áfram hækka töluvert umfram það sem samrýmist verðbólguþáttinum

Þrátt fyrir óbreytt mat á launaþróun í ár verður hækkun launa frá fyrra ári um 1 prósentu meiri en gert var ráð fyrir í febrúar vegna grunnáhrifa frá fyrrnefndri endurskoðun á hækkun launa í fyrra. Á móti vegur að gert er ráð fyrir að framleiðni vinnuafis aukist um líðlega 2% í ár sem er svipað og spáð var í febrúar. Þessi kröftugi framleiðnivöxtur kemur í kjölfar ríflega 4% framleiðnivaxtar í fyrra sem var um 1 prósentu meiri en gert var ráð fyrir í febrúar. Eins og fjallað er um hér að ofan og í kafla V eru ástæður til að ætla að um eitthvert ofmat sé að ræða en miðað við þessar tölur hækkaði launakostnaður á framleidda einingu um 4,9% í fyrra en ekki um 6,5% eins og gert var ráð fyrir í febrúar (mynd VI-10). Gert er ráð fyrir svipaðri hækkun í ár og að meðaltali út spátímann. Gangi þetta eftir verður því áfram verulegur verðbólguþrýstingur frá vinnumarkaði og mun launahlutfallið halda áfram að hækka og verða um 7 prósentum yfir langtíameðaltalinu árið 2019.

## Verðbólguvæntingar

### Skammtímaverðbólguvæntingar í samræmi við verðbólguþáttinn á flesta mælikvarða ...

Verðbólguvæntingar til eins og tveggja ára eru að mestu leyti óbreyttar frá síðustu útgáfu *Peningamála* og eru lágar í sögulegu samhengi (mynd V-11). Verðbólguvæntingar heimila til eins árs voru 3% samkvæmt könnun Gallup í febrúar og eru óbreyttar frá fyrri könnun í desember. Það sama gildir um verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára sem voru 3,5%. Stjórnendur fyrirtækja gera ráð fyrir að verðbólga verði 2,5% eftir eitt ár og hækka væntingar þeirra um ½ prósentu frá sambærilegri könnun í desember. Væntingar þeirra til verðbólgu eftir tvö ár eru hins vegar óbreyttar og voru 3%.

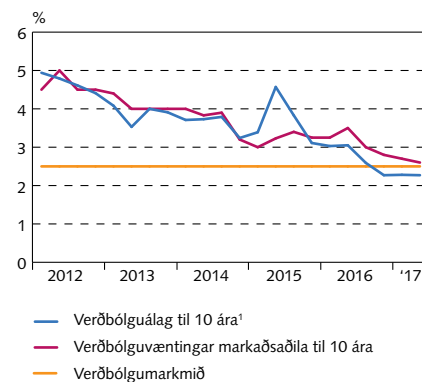
Samkvæmt könnun bankans sem gerð var í byrjun maí bjuggust markaðsaðilar við að verðbólga verði 2,2% eftir ár sem er 0,3 prósentum lægra en þeir gerðu ráð fyrir í sambærilegri könnun í febrúar. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára eru 2,6% en í febrúar gerðu þeir ráð fyrir að hún yrði 2,8%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til skamms tíma, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, lækkaði talsvert í kjölfar birtingar vísitölu neysluverðs í mars. Sú lækkun gekk þó að hluta til baka í kjölfar birtingar vísitölu neysluverðs í apríl þegar álagið hækkaði um ríflega 0,2 prósentur. Meðaltal verðbólguálags til eins árs var 1,7% það sem af er öðrum ársfjórðungi og hefur lækkað um 0,2 prósentur frá áramótum.<sup>3</sup>

### ... og kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga virðist hafa styrkst

Verðbólguvæntingar markaðsaðila til langs tíma hafa lækkað talsvert undanfarin misseri og eru nú við verðbólguþröskulmarkmið bankans. Samkvæmt maikönnun bankans vænta markaðsaðilar þess að verðbólga verði 2,6% að meðaltali á næstu tíu árum sem er lækkun um tæplega 1 prósentu frá sambærilegri könnun fyrir ári (mynd VI-12). Verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði hefur einnig farið lakkandi undanfarin misseri en tíu ára álagið hefur verið um 2,3% það sem af er öðrum ársfjórðungi.

Verðbólguvæntingar virðast því hafa traustari kjölfestu í verðbólguþröskulmarkmiðinu en þær hafa haft um langa hríð. Eins og rakið er í rammagrein 3 virðist einnig sem óvæntar breytingar í skammtíma-verðbólgu hafi minni áhrif á langtímaverðbólguvæntingar en áður. Þá virðast einnig hafa orðið breytingar á verðbólguferlinu sjálfu sem rekja má til minni frávika verðbólgu frá markmiði, minni sveiflna í verðbólgu og minnkandi óvissu um framtíðarþróun hennar.

Mynd VI-12  
Langtímaverðbólguvæntingar  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2017



1. Talan fyrir 2. ársfjórðung 2017 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Varlega þarf þó að fara í túlkun á álaginu þar sem það inniheldur einnig áhættuþóknun sem tengist seljanleika bréffanna auk áhættuþóknunar vegna óvissu um verðbólgu. Sjá rammagrein 1 í *Peningamálum 2015/2*.