

Hagvöxtur eykst og slaki snýst í spennu

Alþjóðlegum efnahagsbata hefur miðað fram í takt við febrúarspá Peningamála. Horfur fyrir viðskiptakjör og útflutning eru betri og líkur taldar á að samfelld rýrnun viðskiptakjara frá árinu 2010 stöðvist í ár. Hagvöxtur mældist 3,3% í fyrra og reyndist hinn mesti meðal þróaðra ríkja. Framleiðslutapið í kjölfar fjármálakreppunnar hefur því að stærstum hluta verið endurheimt. Talið er að hagvöxtur aukist enn frekar í ár og verði 3,7% sem er líðlega 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Skýrast betri horfur fyrst og fremst af vísbendingum um mun meiri undirliggjandi vöxt fjármunamyndunar. Samkvæmt spá bankans heldur hagvöxtur áfram að aukast á næsta ári og verður 3,9% en minnkar í 2,7% árið 2016 þegar dregur úr vexti innlendrar eftirspurnar. Meðalhagvöxtur verður því 3,4% á ári á spátímanum. Til samanburðar er meðalhagvöxtur síðustu þrjátíu ára 2,7% og í helstu viðskiptalöndum Íslands er spáð 2,2% á spátímanum að meðaltali. Batinn á vinnumarkaði heldur einnig áfram með minnkandi atvinnuleysi, fjölgun heildarvinnustunda og hækkandi hlutfalli starfandi. Slakinn í þjóðarbúinu hefur því haldið áfram að minnka og verður samkvæmt spánni horfinn um mitt þetta ár. Vegna mikillar aukningar innlendrar eftirspurnar er því spáð að framleiðsluspenna myndist í þjóðarbúinu í framhaldinu og er áætlað að hún nái hámarki um mitt ár 2016. Verðbólga var jöfn 2,5%-markmiði bankans á fyrsta ársfjórðungi og verður við markmiðið út þetta ár samkvæmt spánni. Verðbólguhorfur hafa batnað lítillega frá febrúarspánni og skýrast bætтар horfur fyrst og fremst af herra gengi krónunnar og minni hækkun launakostnaðar á framleidda einingu undanfarið. Líkt og í febrúar er þó talið að verðbólga taki að aukast á ný á næsta ári og verði á bilinu 3-3½% fram á seinni hluta spátímans er hún tekur að hjaðna á ný vegna stífara taumhalds peningastefnunnar. Gangi spáin eftir verður verðbólga eitthvað yfir markmiði í lok spátímans en markmiðið er þó innan 50% af líkindadreifingu spárinnar.

I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

Peningastefnan

Nafnvextir Seðlabankans áfram óbreyttir ...

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur haldið nafnvöxtum bankans óbreyttum frá því að þeir voru hækkaðir um 0,25 prósentur í nóvember 2012. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum voru því 5% fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 5,75%, veðlánvextir 6% og daglánvextir 7%. Þar sem lausafjárstaða fjármálakerfisins er tiltölulega rúm, er eftirspurn fjármálafyrirtækja eftir lausafjárþyrri-greiðslu frá Seðlabankanum lítil og því liggja virkir vextir bankans nærri innlánsvöxtum hans. Miðað við einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og á 28 daga innstæðubréfum voru þeir 5,4% rétt fyrir útgáfu *Peningamála* en vextir til einnar nætur á millibankamarkaði voru 5,25% á sama tíma (mynd I-1). Markaðsaðilar virðast vænta þess að vextir bankans verði óbreyttir fram á næsta ár en hækki þá lítillega.

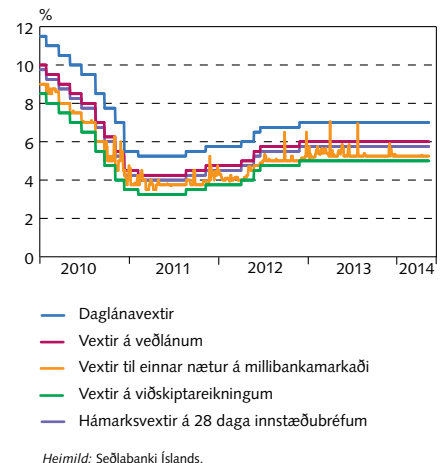
... en raunvextir bankans hafa hækkað

Þrátt fyrir að nafnvextir Seðlabankans hafi haldist óbreyttir í eitt og hálf ár hafa raunvextir bankans þokast upp á við eftir því sem verðbólga hefur leitað aftur í markmið og slakinn í þjóðarbúskapnum minnkað (mynd I-2). Miðað við núverandi verðbólgu mælast raun-

Mynd I-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-millibankavextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 16. maí 2014



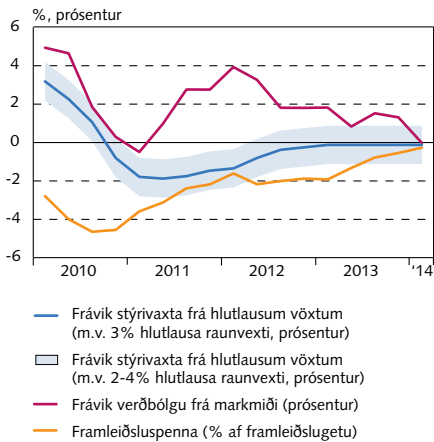
Heimild: Seðlabanki Íslands.

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

Mynd I-2

Virkir vextir Seðlabanka Íslands, verðbólga og framleiðsluspenna¹

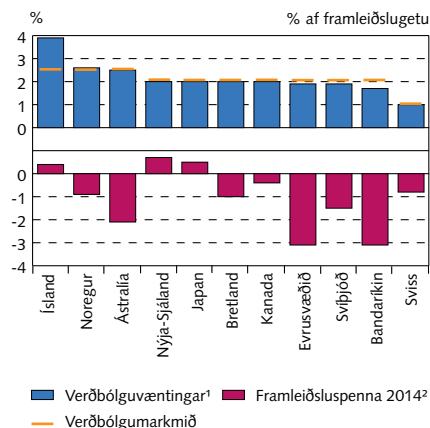
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2014



1. Meðaltal vaxta á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum og hámarks vaxta á 28 daga innstæðubréfum.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3

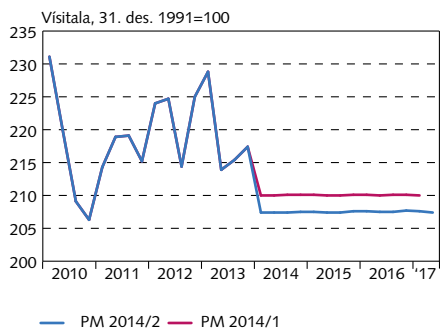
Langtímaværðbólguvæntingar og framleiðsluspenna í nokkrum iðnríkjum



1. Langtímaværðbólguvæntingar (til 5-10 ára) út frá könnunum meðal markaðsaðila og sérfræðinga (nema fyrir Ástralíu, Bretland, Japan, Nýja-Sjáland og Sviss þar sem notast er við spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins 5 ár fram í tímann). 2. Fyrir önnur lönd en Ísland er notast við mat OECD.
 Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, Macrobond, heimasiður seðlabanka, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

Gengi krónu gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu - samanburður við PM 2014/1



Heimild: Seðlabanki Íslands.

vextir bankans um 3% en 2,3% ef miðað er við meðaltal nokkurra mælikvarða á verðbólgu og skammtímaværðbólguvæntinga. Frá sama tíma í fyrra hafa raunvextir bankans hækkað um tæplega 1 prósentu og hafa raunvextir á markaði þróast í takt við raunvexti bankans. Þeir eru nú orðnir nokkru hærri en þekkist meðal seðlabanka annarra iðnríkja. Helgast það fyrst og fremst af því að enn hefur langtímaværðbólguvæntingum ekki verið sköpuð traust kjölfesta hér á landi, þótt verðbólga hafi að undanförunu hjaðnað að markmiði. Aðstæður eru því aðrar en í öðrum iðnríkjum þar sem langtímaværðbólguvæntingar eru stöðugar við verðbólgu markmið viðkomandi seðlabanka. Eins og mynd I-3 sýnir er slakinn á sama tíma töluvert meiri í mörgum þessara ríkja og sums staðar er enn hætta á verðhjöðnun frekar en verðbólgu. Því hefur verið þörf á hærri nafnvöxtum og harðara taumhaldi peningastefnunnar hér á landi (sjá einnig rammagrein I-1 í *Peningamálum* 2013/2). Nánar er fjallað um vaxtaþróun og fjármálaeg skilyrði einkageirans í kafla III.

Gengi krónunnar ríflega 5% hærra en fyrir ári

Verulega hefur dregið úr sveiflum í gengi krónunnar frá því að Seðlabankinn jók inngrip sín á gjaldeyrismarkaði í maí í fyrra. Gengi krónunnar hefur hækkað það sem af er ári og var um 1% hærra gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* en fyrir útgáfuna í febrúar og rúmlega 5% hærra en á sama tíma fyrir ári. Hækkunin endurspeglar marga þætti en líklegt er að ríflegur afgangur á viðskiptum við útlönd á síðasta ári og lægri afborganir af erlendum lánum innlendra aðila á fyrri hluta þessa árs en á sama tíma í fyrra og á seinni hluta síðasta árs eigi verulegan hlut að máli.

Gengi krónunnar reyndist ríflega 1% hærra á fyrsta fjórðungi en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Líkt og þá byggist grunnspá bankans á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann miðað við stöðu gengisvísitölunnar þegar spágerð lýkur. Spáin byggist því á þeirri forsendu að gengisvísitalan verði rúmlega 207 stig út spátímann (mynd I-4). Eins og fjallað er um síðar í þessum kafla er þessi forsenda háð mikilli óvissu og er þetta hærra gengi en byggt hefur verið á í spám bankans um nokkra hríð. Frekari umfjöllun um þróun á gjaldeyrismarkaði og gengisþróun er að finna í köflum II og III.

Meginþættir grunnspár Seðlabankans

Hægfara bata í alþjóðlegum efnahagsmálum vindur fram ...

Í takt við febrúarspá *Peningamála* hefur efnahagsbatinn í helstu viðskiptalöndum Íslands sótt í sig veðrið frá miðbiki síðasta árs. Batinn er í vaxandi mæli drifinn áfram af hagvexti í þróuðum ríkjum, þótt krafturinn í batanum sé mismikill og hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu áfram fremur slakar. Hagvaxtarhorfur fyrir helstu viðskiptalönd hafa lítið breyst frá febrúarspánni. Talið er að hagvöxtur verði að meðaltali um 2% í ár og ríflega 2% á ári á næstu tveimur árum og er gert ráð fyrir að innlend eftirspurn muni í vaxandi mæli taka við af útflutningi sem megindrífkraftur hagvaxtar (mynd I-5). Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur hefur einnig minnkað, þótt hún sé enn nokkur (sjá umfjöllun síðar í þessum kafla). Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II.

... og horfur um þróun viðskiptakjara og útflutnings batna

Í fyrra höfðu viðskiptakjör rýrnað samtals um 17% frá árinu 2007. Spáð er smávægilegum bata í viðskiptakjörum í ár frá fyrra ári eftir samfellda rýrnun frá árinu 2010. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa einnig batnað sem fyrst og fremst má rekja til betri horfa um þróun útflutningsverðs, einkum verðs sjávarafurða. Gert er ráð fyrir að viðskiptakjör batni samtals um tæplega 1% á spátímanum en í febrúar var spáð ríflega 2% rýrnun þeirra.

Kraftmeiri þjónustuútflutningur skýrir tæplega 1 prósentu meiri vöxt útflutnings í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúar. Hann skýrir einnig betri horfur um vöxt útflutnings í ár í samanburði við febrúarspána. Þessi bati vegur þyngra en lakari horfur um vöruútflutning sem rekja má til meiri samdráttar í útflutningi sjávarafurða. Útflutningshorfur til næstu tveggja ára hafa einnig batnað. Nú er reiknað með 2,7% vexti útflutnings að meðaltali á ári á spátímanum en í febrúar var gert ráð fyrir tæplega 2% vexti á tímabilinu. Afgangur á viðskiptum við útlönd batnar með samsvarandi hætti. Nánar er fjallað um útflutning og ytri skilyrði í kafla II og ytri jöfnuð í kafla VII.

Hagvöxtur mældist 3,3% í fyrra sem er meiri vöxtur en meðal annarra þróaðra ríkja ...

Samkvæmt tölum Hagstofu Íslands var hagvöxtur í fyrra 3,3% sem er 0,3 prósentum meiri vöxtur en spáð var í febrúarhefti *Peningamála*. Skýrist frávikid af jákvæðara framlagi utanríkisviðskipta sem einkum má rekja til kröftugri vaxtar þjónustuútflutnings. Landsframleiðslan hefur því vaxið um tæplega 11% frá því sem hún var minnst í kjölfar fjármálakreppunnar á fyrsta ársfjórðungi 2010 en er enn tæplega 3% undir því sem hún var mest í aðdraganda fjármálakreppunnar.² Eins og sést á mynd I-6 hefur batinn að mestu verið drifinn áfram af framleiðsluaukningu í þjónustugeiranum en aðrir geirar (fyrir utan fjármálaþjónustu) eru einnig farnir að leggja til batans.³

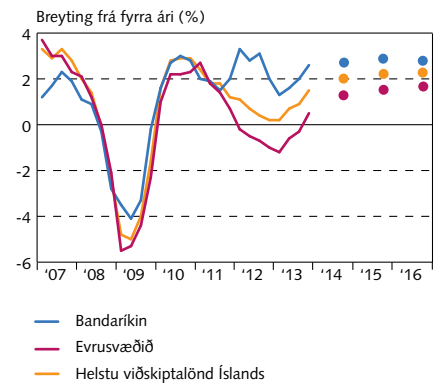
Efnahagssamdrátturinn hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar var meiri en að jafnaði meðal þróaðra ríkja.⁴ Frá því að efnahagsbati hófst hér á landi hefur batinn hins vegar verið kröftugri en að jafnaði á meðal helstu viðskiptalanda og annarra OECD-ríkja (mynd I-7) og var hagvöxtur í fyrra hinn mesti meðal þróaðra ríkja (mynd I-8).

... og horfur á að hagvöxtur aukist enn frekar í ár

Hagvöxtur var einkar kröftugur á seinni hluta síðasta árs eða um 4,1% að meðaltali og er gert ráð fyrir svipuðum vexti á fyrri hluta þessa árs. Talið er að heldur hægi á vextinum á seinni hluta ársins og að hag-

- Hér er vísað í árstíðarleiðrétta tölur sem byggjast á mati Seðlabankans. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2012/4 virðast aðferðir Hagstofunnar við árstíðarleiðréttingu ekki henta við túlkun efnahagsþróunar innan árs og kys Seðlabankinn því að nota aðrar aðferðir við árstíðarleiðréttingu.
- Mynd I-6 sýnir uppsafnaðan samdrátt landsframleiðslu og bata milli ársmeðaltala en á þann hátt mælist samdrátturinn 10½% í kjölfar kreppunnar og batinn frá árinu 2010 tæplega 8%. Þegar notast er við árstíðarleiðrétta ársfjórðungsleg gögn mælist tapið hins vegar rúm 12% og batinn tæp 11% líkt og sagt er í megintextanum.
- Það þarf ekki að koma á óvart í ljósi mikils ójafnvægis sem byggðist upp í aðdraganda kreppunnar. Einnig þarf að hafa í huga að hér á landi skali bæði á kerfisleg bankakreppa og alvarleg gjaldþrenging. Rannsóknir benda til þess að efnahagsamdráttur í kjölfar slíkra kreppa sé að jafnaði allt að þrefalt meiri og vari um helmingi lengur en þegar eingöngu verður bankakreppa (sjá t.d. rammagrein I-2 í *Peningamálum* 2012/4).

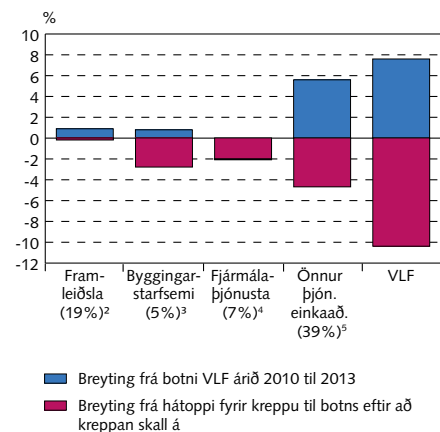
Mynd I-5
Alþjóðlegur hagvöxtur¹



1. Punktar sýna spár Consensus Forecasts og Global Insight fyrir árin 2014-2016.

Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

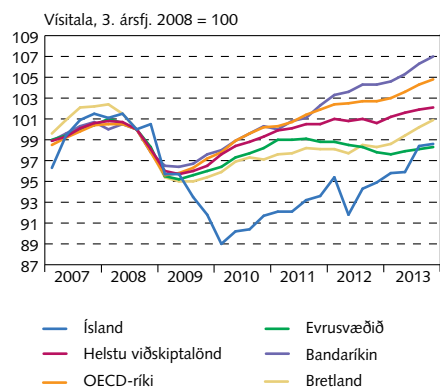
Mynd I-6
Hlutdeild einstakra atvinnugreina í samdrættinum og efnahagsbatanum¹



1. Samdráttur og bati atvinnugreina veginn með hlutdeild hennar í vergum þáttatekjum á viðkomandi tímabili (hlutdeild 2013 í sviga). 2. Framleiðsla, námugróftur, veitustarfsemi og meðhöndlun úrgangs. 3. Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð. 4. Fjármálaþjónusta og váttryggingarstarfsemi. 5. Heilidsala, verslun, samgöngur og geymslusvæði, veitinga- og gististaðir, upplýsingar og fjarskipti, fasteignaviðskipti og ýmis sérhæfð þjónusta. Heimild: Hagstofa Íslands.

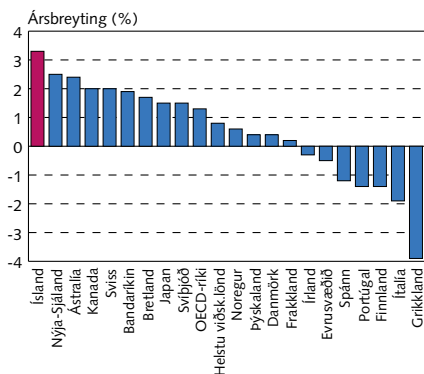
Mynd I-7
Þróun landsframleiðslunnar í kjölfar fjármálakreppunnar¹

1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2013



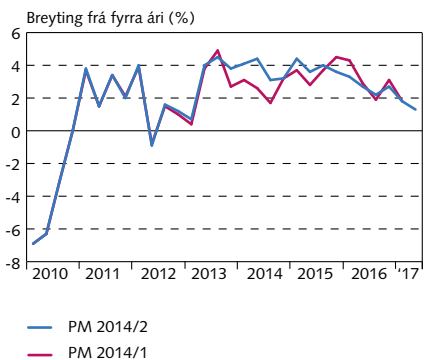
1. Árstíðarleiðrétta gögn fyrir Ísland koma frá Seðlabanka Íslands. Heimildir: Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Hagvöxtur í ýmsum OECD-ríkjum 2013



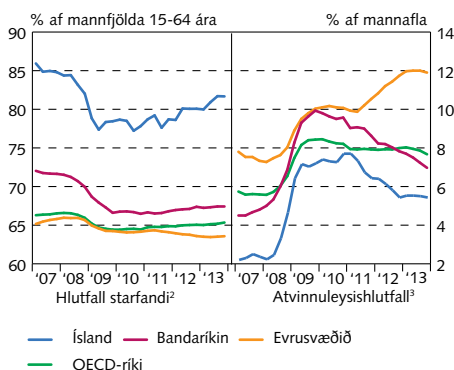
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD.

Mynd I-9
Hagvöxtur - samanburður við PM 2014/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10
Hlutfall starfandi og atvinnuleysi¹
1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2013



1. Árstíðarleiðrétta tölur. 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 15-64 ára. 3. Fjöldi atvinnulausra sem hlutfall af vinnuafli (alþjóðlega samræmdur mælikvarði OECD).
Heimild: OECD.

vöxtur á árinu í heild verði 3,7%, drifinn áfram af kröftugum vexti einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar. Líkt og í öðrum þróuðum ríkjum er því gert ráð fyrir að innlend eftirspurn verði í vaxandi mæli drifkraftur hagvaxtar.

Hagvaxtarhorfur fyrir árið í ár hafa því batnað töluvert frá febrúarspá bankans en þá var reiknað með 2,6% hagvexti á árinu í heild (mynd I-9). Skýrast betri horfur fyrst og fremst af því að nú er talið að fjárfesting muni aukast mun hraðar en áður var talið í takt við fjölda vísbendinga um fjárfestingaráætlanir fyrirtækja.

Meðalhagvöxtur á spátímanum nokkru meiri en að meðaltali síðustu þrjátíu ár

Hagvaxtarhorfur til næstu tveggja ára eru lítið breyttar frá febrúarspá bankans. Gert er ráð fyrir 3,9% hagvexti á næsta ári þar sem saman fer áframhaldandi kröftugur vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar. Líkt og í febrúar er talið að heldur hægi á hagvexti árið 2016 þegar hægir á vexti innlendrar eftirspurnar. Gert er ráð fyrir 2,7% hagvexti á því ári en í febrúar var spáð að hann yrði 3%.

Gangi spáin eftir verður meðalhagvöxtur 3,4% á ári á spátímanum sem er um ½ prósentu meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúarspánni og nokkru umfram 2,7% meðalhagvöxt síðustu þrjátíu ára. Til samanburðar er áætlað að meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands verði 2,2% á þessu tímabili (mynd I-5). Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera og hagvaxtarþróun og -horfur er að finna í köflum IV og V.

Áframhaldandi bati á vinnumarkaði

Árstíðarleiðrétta skráð atvinnuleysi var 3,8% á fyrsta fjórðungi þessa árs og hafði minnkað um tæplega 1 prósentu frá sama tíma í fyrra og 4½ prósentu frá því að það var hæst um mitt ár 2009. Atvinnuleysi samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar var herra eða 5,2% og var nánast óbreytt frá sama tíma í fyrra en tæplega 3 prósentum minna en það var þegar það var mest. Störfum hélt áfram að fjölga umfram fjölgun fólks á vinnufærum aldri og því hækkaði hlutfall starfandi. Meðalvinnutími lengdist einnig nokkuð á fyrsta fjórðungi og því fjölgaði heildarvinnustundum um 3% frá fyrra ári, sem er lítillaga meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Atvinnuþátttaka hélt einnig áfram að aukast, fólki utan vinnumarkaðar að fækka og langtímaatvinnuleysi að minnka. Batinn á vinnumarkaði hefur verið kröftugri en að jafnaði meðal annarra OECD-ríkja (mynd I-10).

Vísbendingar eru um að enn sé einhver slaki á vinnumarkaði. Hann mun hverfa á næstunni en óvissa er töluverð varðandi tíma-setningu þess. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi haldi áfram að minnka og verði 3,3% á síðasta fjórðungi þessa árs og 3,2% árið 2016 (mynd I-11). Í takt við betri hagvaxtarhorfur mun heildarvinnustundum einnig fjölga nokkru hraðar en spáð var í febrúar.

Hækkun launakostnaðar undanfarin tvö ár minni en áður var áætlað en horfur svipaðar og í febrúar

Þrátt fyrir að nýjar tölur Hagstofunnar gefi til kynna að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu hafi verið minni síðustu tvö ár en fyrri tölur sýndu, hefur hlutfall launa af þáttatekjum haldið áfram

að hækka og er launahlutfallið komið nálægt sögulegu meðaltali sínu. Frá febrúarspá bankans hafa verið gerðir kjarasamningar við stærstan hluta vinnumarkaðarins. Þrátt fyrir að umsamdar launahækkanir séu almennt í takt við kjarasamninginn sem gerður var í desember sl. er áætlað að launahækkanir í ár og á næsta ári verði meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Á móti vegur heldur hraðari vöxtur undirliggjandi framleiðni og því eru horfur um vöxt launakostnaðar á framleidda einingu áþekkar og í febrúar og er gert ráð fyrir að hann vaxi um tæplega 3% á ári að meðaltali á spátímanum (mynd I-12). Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla VI.

Slakinn í þjóðarbúinu minnkar

Talið er að framleiðsluslakinn hafi verið um ½% af framleiðslugetu í fyrra og hafi minnkað um 4 prósentur frá því sem hann var mestur um mitt ár 2010. Áframhaldandi kröftugur hagvöxtur gerir það að verkum að slakinn er talinn hverfa um mitt þetta ár sem er um hálfu ári fyrr en gert var ráð fyrir í febrúarspánni (mynd I-13). Um þetta mat er þó töluverð óvissa en eins og fjallað er um síðar í þessum kafla bendir fjöldi mælikvarða á umfangi slakans í þjóðarbúinu í sömu átt. Líkt og í febrúarspánni gerir kröftugur vöxtur innlestrar eftirspurnar það að verkum að smám saman byggist upp nokkur framleiðsluspenna sem nær hámarki í 1½% af framleiðslugetu um mitt ár 2016 en tekur síðan að minnka og er orðin um ½% í lok spátímans um mitt ár 2017. Þetta mat á framleiðsluspennunni í þjóðarbúinu byggist á því að vöxtur framleiðslugetu á spátímanum verði í samræmi við 2,7% meðalhagvöxt síðustu þrjátíu ára. Nánari umfjöllun um framleiðslugetu og -slaka er að finna í kafla IV.

Verðbólga komin í markmið ...

Verðbólga hefur hjaðnað hratt það sem af er þessu ári og var komin niður fyrir markmið bankans í febrúar þegar hún mældist 2,1%. Hún hefur haldist í námunda við markmiðið síðan og mældist 2,5% á fyrsta fjórðungi ársins. Til samanburðar mældist verðbólgan 4,3% á fyrsta ársfjórðungi í fyrra og 6,4% á sama tíma árið 2012. Samfara hjöðnun verðbólgu hefur dregið úr sveiflum í verðbólgu og hagvexti eins og fjallað er um í rammagrein I-1.

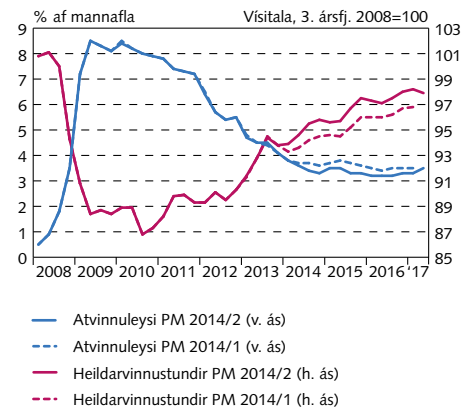
Síðustu ár hefur verðbólga fyrst og fremst verið drifin áfram af innlendum þáttum, þ.e. verðhækkunum húsnæðis og innlestrar vöru og þjónustu. Undanfarið hefur innlend verðbólga án húsnæðis hins vegar einnig minnkað og hefur, ásamt lítilli innfluttri verðbólgu, stuðlað að minnkandi almennri verðbólgu (mynd I-14). Undirliggjandi verðbólga hefur einnig minnkað töluvert og skammtímaverðbólguvæntingar hjaðnað. Verðbólguvæntingar til lengri tíma hafa hins vegar verið prálátari.

... og horfur á að hún verði þar út þetta ár en fari upp fyrir 3% á næsta ári þegar framleiðsluspenna myndast í þjóðarbúskapnum

Verðbólgan reyndist 0,2 prósentum minni á fyrsta fjórðungi en spáð hafði verið í febrúar og hafa verðbólguhorfur fyrir þetta ár lítilla batnað frá fyrri spá (mynd I-15). Gert er ráð fyrir að verðbólgan verði við 2,5%-markmið bankans út þetta ár en líkt og í febrúar er búist við því að verðbólga aukist á ný á næsta ári þegar stærstur hluti

Mynd I-11

Atvinnuleysi og heildarvinnustundir¹ - samanburður við PM 2014/1

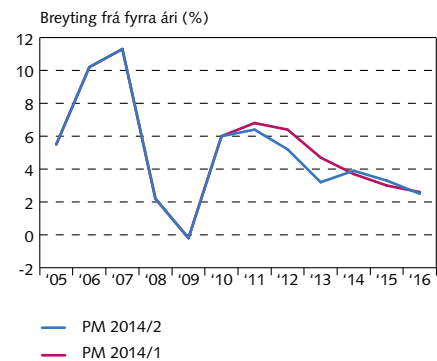


1. Skráð atvinnuleysi og heildarvinnustundir eru árstíðarleiðréttar tölur af Seðlabanka Íslands.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Launakostnaður á framleidda einingu¹ - samanburður við PM 2014/1

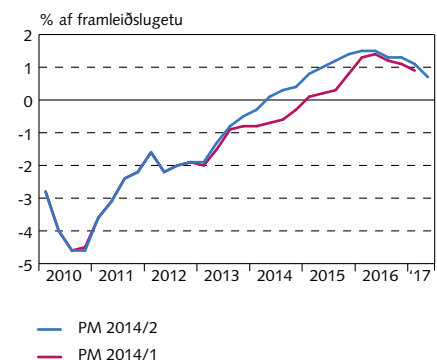


1. Heildarlaunakostnaður að teknu tilliti til undirliggjandi framleiðni-vaxtar.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

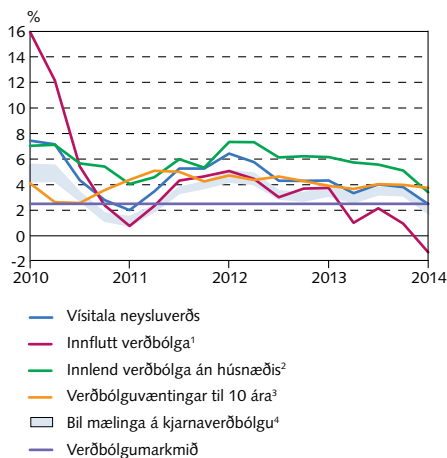
Mynd I-13

Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2014/1



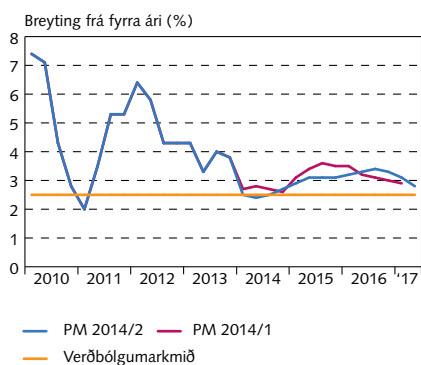
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14
Verðbólga og verðbólguvæntingar
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2014



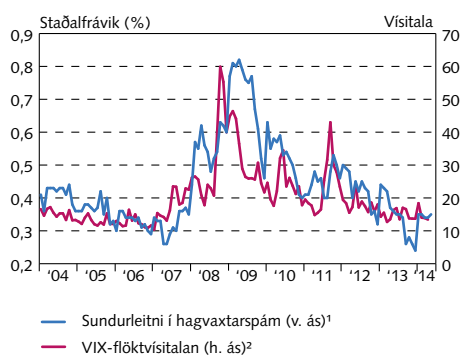
1. Innflutt mat- og drykkjarvara, nýir bílar og varahlutir, bensín og aðrar innfluttar vörur. 2. Innlend vara og grænmeti og almenn og opinber þjónusta. 3. Út frá ávöxtunarferli verðtryggðra og óverðtryggðra vaxta. 4. Bil 1. og 3. fjórðungs ýmissa mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu (kjarnavísitölu 3 og 4 án skattaáhrifa, klippts meðaltals (þar sem ófgagildum sem breytast um allt frá 5 til 25% milli mánaða er sleppt) og vegins miðgildis).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-15
Verðbólga - samanburður við PM 2014/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16
Óvissa í hagvaxtarspám og flókt í hlutabréfaferði



1. Vegið meðaltal staðalfráviks í hagvaxtarspám þeirra spáaðila sem Consensus Forecasts tekur saman fyrir G7-rikin (vegið með PPP-leiðréttri landsframléiðslu). 2. Afleitt flókt S&P500-hlutabréfavisitölunnar (Chicago Board Options Exchange).
Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond.

áhrifa hækkunar á gengi krónunnar undanfarið er talinn hafa fjarð út og slakinn í þjóðarþúinu snýst í spennu. Svipað og í febrúar er gert ráð fyrir að verðbólga verði á bilinu 3-3½% fram á seinni hluta spátímans en þá taki hún að hjaðna á ný í átt að markmiði vegna stífara taumhalds peningastefnunnar. Ýmsar forsendur spárinnar eru háðar töluverðri óvissu, sem fjallað er um hér á eftir, en nánar er fjallað um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og um þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VIII.

Helstu óvissuþættir

Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og um áhrif þeirrar þróunar á hann. Spáin byggist einnig á mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í efnahagslífið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa og þróun efnahagsmála, hvort sem er innanlands eða alþjóðlega, gæti vikið frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hér á eftir eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissuþættir.

Alþjóðleg efnahagsþróun

Horfur eru á áframhaldandi hægfara bata í heimsbúskapnum. Óvissa heldur áfram að minnka, þótt óróleiki tengdur sviptingum í fjármagns-streymi til ýmissa nýmarkaðsríkja á borð við það sem gerðist um miðbik árs í fyrra sé að nokkru leyti enn til staðar. Staðbundnir þættir, t.d. tengdir átökum í Úkraínu, geta einnig haft sitt að segja. Samhljómur í hagvaxtarspám fyrir helstu iðnríki hefur haldið áfram að aukast (mynd I-16) og óvissan í hagvaxtarspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er töluvert minni nú en á sama tíma í fyrra (mynd I-17). Áfram telur sjóðurinn þó líklegra að horfurnar séu ofmetnar en að þær séu vanmetnar. Verði alþjóðlegur efnahagsbati hægari en gert er ráð fyrir í grunnspánni er hættu á að efnahagsbatinn hér á landi verði hægari en spáð er: viðskiptakjör gætu rýrnað enn frekar, aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum gæti reynst erfiðara og útflutningsvöxtur orðið minni.

Útflutningur

Samkvæmt grunnspánni eykst útflutningur vöru og þjónustu að meðaltali rétt yfir 2½% á ári á spátímanum. Á sama tíma er gert ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda aukist að meðaltali um u.þ.b. 3½% á ári og að vöxtur heimsviðskipta verði ríflega 5% á ári. Útflutningsvöxtur á spátímanum er einnig nokkru minni en 5% meðalvöxtur undanfarinna fimm ára og minni en bæði meðalvöxtur undanfarinna tíu ára og áratugarins fram að alþjóðlegu fjármálakreppunni sem var 5½%. Útflutningsvöxtur gæti því verið vanmetinn í grunnspánni. Verði alþjóðlegur hagvöxtur minni gætu útflutningshorfur hins vegar verið ofmetnar. Mynd I-18 sýnir möguleg áhrif mismunandi forsendna um útflutningsvöxt á tímabilinu á meðalhagvöxt á spátímanum og viðskiptajöfnuð ársins 2016. Annars vegar er sýnt fráviksdæmi þar sem útflutningur vex í takt við vöxt eftirspurnar helstu viðskiptalanda og hins vegar fráviksdæmi þar sem meðalvöxtur útflutnings er um 1 prósentu minni en í grunnspánni. Hagvöxtur á tímabilinu breytist lítillega frá grunddæminu en þar vege á móti áhrif

á gengi krónunnar, innlenda eftirspurn og þar með innlent vaxtastig. Eins og búast mátti við eru áhrifin á þróun viðskiptajafnaðar meiri.

Gengi krónunnar

Í grunnspá bankans er sem fyrr gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist tiltölulega stöðugt út spátímann. Þessi forsenda er hins vegar háð mikilli óvissu, sérstaklega þegar greiðslufafnaðarvandi þjóðarbúsins og óvissa um uppgjör búa fallinna fjármálafyrirtækja og losun fjármagnshafna eru höfð í huga (sjá umfjöllun í *Fjármálastöðugleika* 2014/1). Ytri skilyrði geta einnig breyst eins og rakið er hér að ofan. Eins og mynd I-19 sýnir felur núverandi gengisforsenda í sér hærra gengi krónunnar en byggt hefur verið á síðustu tvö ár.

Innlend launaþróun

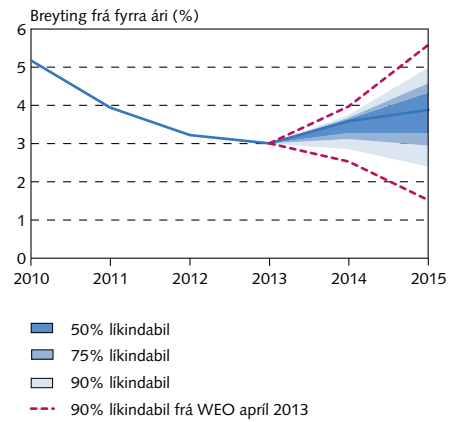
Nú er búið að ganga frá kjarasamningum fyrir meginhluta vinnumarkaðarins sem fela í sér tiltölulega hóflegar launahækkunar, þótt einstaka hópar hafi samið um nokkru meiri hækkunar. Enn er eftir að semja við nokkra hópa og hefur verið boðað til verkfalla hjá hluta þeirra. Gert er ráð fyrir að launahækkunar á næstu árum verði í meginatriðum í takt við flesta núgildandi samninga og að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu verði á bilinu 2½-4% á spátímanum. Um þessa forsendu er hins vegar óvissa og þegar hafa einstakir hópar reynt að komast út fyrir þennan ramma. Fari launahækkunar á ný í þann farveg sem þekkt hefur hér á landi er hætt við að hluta þess aukna launakostnaðar verði velt út í verðlag og því verði verðbólguþrýstingur meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir. Líklegt er einnig að hluti fyrirtækja muni bregðast við auknum launakostnaði með því að hægja á ráðningum eða jafnvel með uppsögnum. Það, ásamt hærri vöxtum Seðlabankans til að vega á móti auknum þrýstingi á verðlag og gengi krónunnar, myndi hægja á innlendum efnahagsbata í samanburði við grunnspána.

Einkaneysla

Eftir tiltölulega hægan vöxt einkaneyslu í fyrra gerir grunnspáin ráð fyrir að hún muni vaxa um ríflega 4% á ári á þessu og næsta ári. Þótt aukinn undirliggjandi þróttur í þjóðarbúskapnum eigi hlut í auknum einkaneysluvexti, skýrist þessi kröftugi vöxtur að nokkru leyti af áhrifum áforma stjórnvalda um að lækka húsnæðisskuldur heimila sem taka munu gildi síðar á þessu ári. Eins og rakið er í viðauka 2 í *Peningamálum* 2014/1 eru áhrif skuldalækkunarinnar háð nokkurri óvissu. Við þetta bætist óvissa í tengslum við yfirlýst áform stjórnvalda um að takmarka aðgengi einstaklinga að lengri tíma verðtryggðum fasteignalánnum. Eins og fjallað er um í rammagrein V-1 í *Fjármálastöðugleika* 2014/1 myndi slík takmörkun gera greiðslubyrði nýrra fasteignalána framhlaðnari en ella og gera einstaklingum, sérstaklega þeim tekjulægri, erfiðara að standa undir greiðslubyrði af húsnæðislánnum. Að öðru óbreyttu myndi það minnka það fé sem einstaklingar hafa til ráðstöfunar eftir að greitt hefur verið af fasteignalánnum og draga úr neysluútgjöldum þeirra, a.m.k. fyrst um sinn. Verði af þessum áformum gæti grunnspáin því falið í sér nokkurt ofmat á vexti einkaneyslu næstu missera. Þótt hugsanlegt vanmat á eftirspurnaráhrifum skuldalækkunarinnar geti vegið á móti neikvæðum áhrifum

Mynd I-17

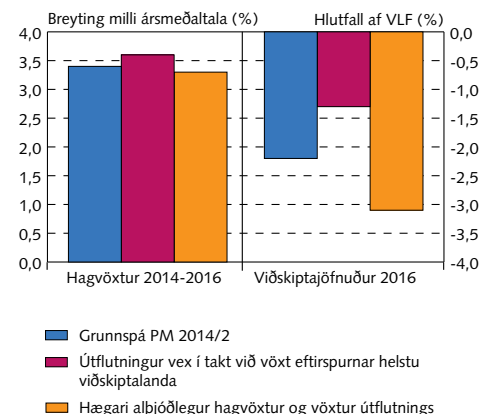
Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir heimshagvöxt



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook (WEO)*, apríl 2014.

Mynd I-18

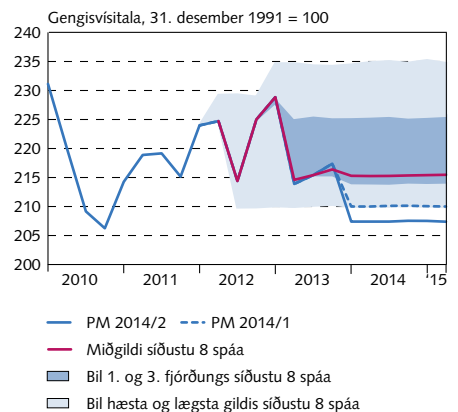
Hagvöxtur og viðskiptajöfnuður með ólíkum forsendum um vöxt útflutnings



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-19

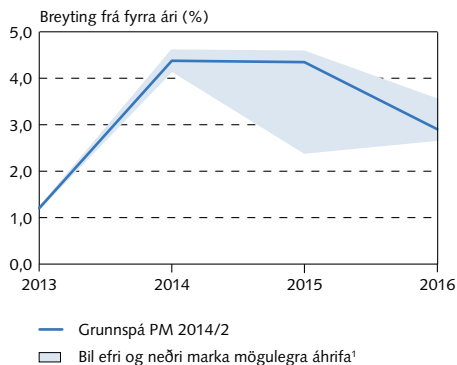
Gengisforsenda grunnspár *Peningamála* - bil síðustu 8 spáa¹



1. Myndin sýnir gengisforsendu grunnspár *Peningamála* 2012/2-2014/1 yfir tímabil elstu spáinnar (til annars ársfjórðungs 2015).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-20

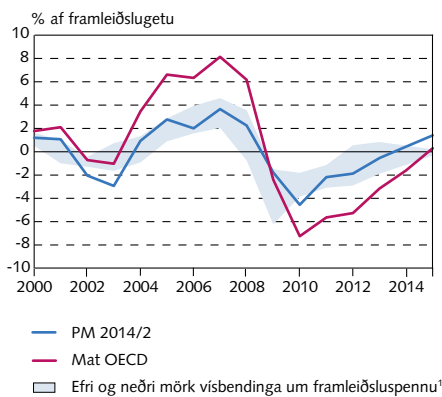
Óvissa um þróun einkaneyslu vegna áhrifa skuldalækkunar og takmarkana á framboði verðtryggðra lána



1. Efri og neðri mörk áhrifanna endurspeglar samanlögð áhrif óvissubils áhrifa skuldalækkunar sem fjallað er um í viðauka 2 í *Peningamálum* 2014/1 og óvissubils áhrifa banns við 40 ára verðtryggðum jafngreiðslulánum sem fjallað er um í rammagrein V-1 í *Fjármálastöðugleika* 2014/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-21

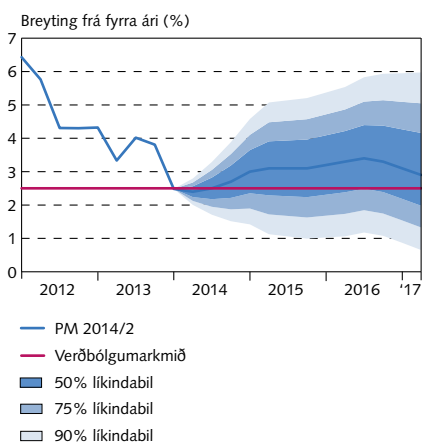
Mismunandi mat á framleiðsluspennu 2000-2015



1. Tveir mælikvarðar á frávikni atvinnuleysis frá jafnvægisatvinnuleysi (sjá rammagrein VI-1 í PM 2013/4), mati á getu fyrirtækja til að mæta óvæntri framleiðsluaukningu og hvort þau búa við skort á starfsfólki, hlutfalli launa af vergum þáttatekjum og mati OECD á framleiðsluspennu á Íslandi. Við matið á bilinu eru allar stærðirnar endurskalaðar þannig að þær hafi sama meðaltal og staðalfrávik og metna framleiðsluspennan. Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-22

Verðbólguþá og óvissumat



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

takmörkunar á aðgengi almennings að verðtryggðum lánum, er líklegt að neikvæð áhrif þess síðarnefnda vegi þyngra, sérstaklega á næsta ári (mynd I-20). Vöxtur innlendrar eftirspurnar yrði þá hægari en í grunnspánni og hagvöxtur minni.

Slakinn í þjóðarbúskapnum

Samkvæmt grunnspánni er slakinn í þjóðarbúskapnum að verulegu leyti horfinn. Því er spáð að á þessu ári myndist framleiðsluspenna sem að öðru óbreyttu mun valda því að verðbólguþrýstingur eykst á ný. Um þetta mat ríkir auðvitað óvissa (sjá umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2011/4 og IV-2 í *Peningamálum* 2013/4). Þær vísendingar sem Seðlabankinn horfir á við mat á framleiðsluspennu benda þó allar til þess að slakinn sé nánast horfinn eða hafi breyst í spennu (mynd I-21). Þannig gefur mat á jafnvægisatvinnuleysi til kynna að slakinn sé þegar horfinn (sjá rammagrein VI-1 í *Peningamálum* 2013/4) og útlit er fyrir að hlutfall launa í þáttatekjum fari upp fyrir langtímadeðaltal sitt í ár. Svör forráðamanna fyrirtækja um hvort starfsemi þeirra sé nærri fullri framleiðslugetu og hversu auðvelt þeir eiga með að bæta við sig starfsfólki benda hins vegar til þess að enn sé einhver slaki fyrir hendi þótt hann fari minnkandi. Hið sama má segja þegar horft er til nýlegs mats OECD á slakanum í þjóðarbúskapnum.

Verðbólguhorfur

Allir þeir óvissuþættir sem lýst er hér að ofan skapa óvissu varðandi verðbólguhorfur. Verði t.d. gengi krónunnar lægra eða launahækkunar meiri en í grunnspánni er hættu á að verðbólguhorfur grunnspárinnar eða forsendan um það vaxtastig Seðlabankans sem dugir til að tryggja hjöðnun verðbólgu í markmið séu of bjartsýnar.⁵ Það sama á við ef grunnspáin ofmetur slakann í þjóðarbúskapnum. Hætta á vanmati undirliggjandi verðbólguþrýstings er jafnframt meiri en ella í ljósi þess hve illa hefur tekist að skapa langtímaverðbólguvæntingum trausta kjölfestu. Sé krafturinn í innlendri eftirspurn aftur á móti ofmetinn eða alþjóðlegur hagvöxtur minni en gert er ráð fyrir gætu efnahagssumsvif orðið hægari hér á landi og verðbólguþrýstingur því minni. Hið sama á við ef hægari alþjóðlegur efnahagsbati hefur einnig í för með sér meiri lækkanir alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs, a.m.k. að svo miklu leyti sem gengi krónunnar gæfi ekki eftir.

Verðbólguhorfur eru því sem fyrr óvissar. Til að endurspeglar þessa óvissu sýnir mynd I-22 verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá með mati á óvissubili spárinnar. Myndin sýnir mat á líkindadreifingu spárinnar, þ.e. þau bil sem metin eru 50%, 75% og 90% líkur á að verðbólga verði innan á spátímanum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Talið er að óvissan sé svipuð og í febrúarspá bankans en að heldur meiri líkur séu á að verðbólgu sé vanspáð á seinni hluta spátímans en að henni sé ofspáð.

5. Grunnspáin byggist á því að peningastefnunni sé beitt þannig að tryggt sé að verðbólga leiti aftur í markmið þegar líður á spátímann.

Sveiflur í verðbólgu og hagvexti hafa smám saman minnkað

Frá því að efnahagsbatinn hófst snemma árs 2010 hefur framleiðslu- tapið í kjölfar fjármálakreppunnar að stórum hluta verið endurheimt og verulega hefur dregið úr atvinnuleysi. Verðbólga, sem jókst mjög í kjölfar gjaldeyriskreppunnar, hefur einnig hjaðnað og er nú komin í verðbólgu markmið Seðlabankans. Eftir því sem lengra hefur liðið frá fjármálakreppunni hafa sveiflur í hagvexti og verðbólgu að sama skapi minnkað.

Þetta má sjá á mynd 1 sem sýnir þróun sveiflna í verðbólgu og hagvexti frá því að verðbólgu markmiðið var tekið upp snemma árs 2001 til fjórða ársfjórðungs í fyrra. Tímabilinu er skipt upp í fjögur jafnlöng liðlega þriggja ára tímabil.¹ Fyrstu tvö tímabilin ná annars vegar frá fyrsta fjórðungi 2001 til fyrsta fjórðungs 2004 og hins vegar frá öðrum fjórðungi 2004 til annars fjórðungs 2007. Þessi tvö tímabil endurspeglu því tímasteiðið frá upphafi hinnar nýju peningastefnu og fram að því að alþjóðlega fjármálakreppan skellur á. Þriðja tímabilið nær frá þriðja fjórðungi 2007 til þriðja fjórðungs 2010, þ.e. yfir fjármálakreppuna og alvarlegustu efnahagsáhrif hennar, en þjóðarbúskapurinn tók að vaxa á ný á öðrum fjórðungi 2010. Síðasta tímabilið nær síðan frá fjórða fjórðungi 2010 til síðasta ársfjórðungs í fyrra. Þetta tímasteið endurspeglar því tímabil þar sem þjóðarbúskapurinn er smám saman að komast í eðlilegt horf.

Eins og sést á myndinni dró smám saman úr sveiflum í hagvexti eftir að verðbólgu markmiðið var tekið upp árið 2001, þótt ekki drægi úr sveiflum í verðbólgu svo neinu nam fyrr en komið var fram á árið 2005. Áfram dró úr hagsveiflum þegar komið var fram yfir miðjan áratuginn en á sama tíma jukust sveiflur í verðbólgu á ný. Þegar fjármálakreppan skall á jukust sveiflur í verðbólgu og hagvexti verulega. Sveiflur í verðbólgu náðu hámarki snemma árs 2009 þegar staðalfrávikikið var 4½% og sveiflur í hagvexti snemma árs 2010 þegar staðalfrávikikið var 6%. Á síðasta tímabilinu tóku sveiflurnar hins vegar að minnka á ný. Frá ársbyrjun 2012 dró nokkuð hratt úr sveiflum í verðbólgu en sveiflur í hagvexti voru áfram miklar. Í fyrra minnkuðu sveiflur í hagvexti hins vegar einnig og á síðasta fjórðungi ársins var staðalfrávik hagvaxtar komið niður í 1,7% og staðalfrávik verðbólgu í 1,2%. Þótt staðalfrávik verðbólgu sé nú áþekkt og það var um miðjan síðasta áratug er staðalfrávik hagvaxtar minna en það hefur verið frá aldamótum. Litið til sveiflna í báðum stærðunum má því sjá að stöðugleiki í þjóðarbúskapnum hefur ekki verið eins mikill á þessari öld og hann er nú. Minnkandi sveiflur virðist ekki einungis mega rekja til þess að áhrif fjármálakreppunnar séu smám saman að fjara út, heldur virðist stöðugleikinn einnig meiri nú en fyrir fjármálakreppuna.

Af hverju hafa sveiflur í verðbólgu og hagvexti minnkað?

En hvað skýrir aukinn stöðugleika í hagvexti og verðbólgu? Hefur þeim efnahagsskellum sem þjóðarbúskapurinn verður reglulega fyrir einfaldlega fækkað eða þeir minnkað að umfangi? Gæti aukinn stöðugleiki skýrst af kerfisbreytingu í þjóðarbúskapnum sem gerir honum betur kleift að standa af sér efnahagsáföll? Eða getur verið að framkvæmd peningastefnunnar hafi batnað þannig að unnt hafi verið að auka bæði verðstöðugleika og draga á sama tíma úr hagsveiflum?

Við fyrstu sýn virðist erfitt að halda því fram að eigna megi peningastefnunni þennan árangur, enda gefa fræðin til kynna að ef peningastefnan sé mótuð og framkvæmd á hagkvæmasta hátt geti

1. Nánar tiltekið fjögur jöfn 13 ársfjórðunga tímabil. Staðalfrávik ársverðbólgu og árs-
hagvaxtar miðast því við 13 ársfjórðunga hreyfanlegan glugga. Niðurstöðurnar eru þær
sömu ef hagsveiflur eru mældar með staðalfrávikum framleiðsluspennu í stað staðalfráviks
hagvaxtar.

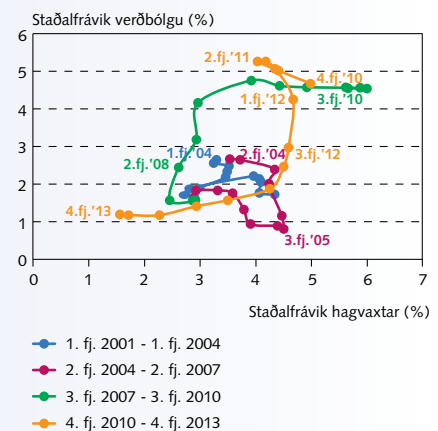
Rammagrein I-1

Aukinn efnahagslegur stöðugleiki og þáttur peningastefnunnar

Mynd 1

Samspil sveiflna í hagvexti og verðbólgu

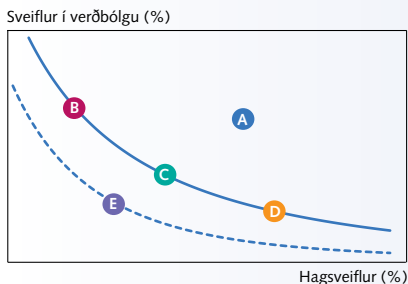
Staðalfrávik ársbreytinga ársfjórðungstalna yfir 3 ára tímabil



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Taylor-ferlar: hagkvæmasta samspil sveiflna í verðbólgu og hagvexti



Myndin sýnir mismunandi þrjú sveiflna í verðbólgu og hagvexti. Niðurhallandi línan sýnir hagkvæmnisjaðar peningastefnunnar (Taylor-ferillinn), þ.e. þær minnstu mögulegu sveiflna í verðbólgu og hagvexti sem hægt er að ná. Punktur B, C og D endurspeglar ólíkt vægi sem peningamála-yfirvöld leggja á að draga úr sveiflum í verðbólgu og hagvexti. Punktur A er innan hagkvæmnisjaðarsins og lýsir því óhagkvæmri peningastefnu en punktur E er á nýjum hagkvæmnisjaðri sem hefur hlíðrast nær núll-ásum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

hún ekki dregið frekar úr sveiflum í verðbólgu án þess að hagsveiflur aukist (og öfugt). Það var hagfræðingurinn John Taylor sem fyrstur sýndi fram á þetta í frægri grein frá árinu 1979. Hann sýndi fram á að jafnvel þótt peningastefnan gæti ekki valið á milli verðbólgu og hagvaxtar til langs tíma,² væri til niðurhallandi langtímasamband á milli minnstu mögulegu sveiflna í verðbólgu og hagvexti. „Hagkvæm“ peningastefna gæti því aðeins dregið úr sveiflum í annarri stærðinni á kostnað aukinna sveiflna í hinni. Þetta niðurhallandi samband er almennt kallað Taylor-ferillinn en einnig hagkvæmnisjaðar peningastefnunnar (e. efficient monetary policy frontier) og er dæmi um slíkan feril sýnt á mynd 2.

Til að skýra þetta samspil er hægt að hugsa sér viðbrögð peningastefnunnar við efnahagsáfalli eins og t.d. framboðsskelli sem rekja má til hækkunar olíu- eða hrávöruverðs. Slík hækkun grefur jafnan undan innlendu framleiðslu- og atvinnustigi en eykur jafnframt á verðbólguþrýsting. Bregðist peningastefnan við með hækkun vaxta ættu verðbólguáhrif framboðsskellsins að vera tiltölulega skammvinn en á sama tíma eykur harðara taumhald peningastefnunnar enn frekar á samdráttaráhrif framboðsskellsins. Peningastefnan stendur því frammi fyrir valkosti: hún getur lagt áherslu á að draga úr verðbólguáhrifum skellsins en á sama tíma aukið sveiflur í hagvexti eða hún getur umborið meiri sveiflur í verðbólgu til þess að draga úr hagvaxtaráhrifum skellsins.³ Mynd 2 lýsir þessum tveimur valkostum: Punktur B lýsir peningastefnu sem leggur áherslu á að mýkja hagvaxtaráhrif skellsins og er því reiðubúin til að taka tíma í að koma verðbólgu í markmið á ný en punktur D sýnir peningastefnu sem leggur meiri áherslu á að draga hraðar úr verðbólguáhrifum skellsins með tilheyrandi auknum sveiflum í hagvexti. Báðir valkostir lýsa jafn hagkvæmri peningastefnu, munurinn felst einfaldlega í mismikilli áherslu peningastefnunnar á að draga úr sveiflum í verðbólgu og sveiflum í hagvexti. Taylor (1993) lagði sjálfur til einfalda peningastefnureglu sem gefur sveiflum í verðbólgu og framleiðslustigi jafnt vægi og þá fæst hin þekktu Taylor-regla sem gjarnan er notuð sem einföld viðmiðunarregla við mótun peningastefnu og mat á hæfilegu aðhaldsstigi hennar á hverjum tíma. Punktur C gæti verið dæmi um slíka peningastefnu.⁴

Í ofangreindri lýsingu á valkostum peningastefnunnar er sú forsenda lögð til grundvallar að peningastefnan sé á hagkvæmnisjaðrinum, þ.e. að hún sé mótuð og framkvæmd á hagkvæmasta hátt. Það hefur þær afleiðingar að ekki er hægt að draga úr sveiflum í verðbólgu án þess að auka sveiflur í hagvexti (og öfugt): jaðarinn skilgreinir þær minnstu mögulegu sveiflna í verðbólgu og hagvexti sem unnt er að ná að gefinni uppbyggingu þjóðarbúsins og þeirra skella sem það verður fyrir. Í reynd má hins vegar vel hugsa sér að peningastefnan sé ekki framkvæmd á hagkvæmasta hátt og sé því hægra megin við hagkvæmnisjaðarinn í stað þess að vera á honum, samanber punkt A á mynd 2. Sé það tilvikið er hægt að draga úr sveiflum í bæði verðbólgu og hagvexti með bættri framkvæmd

2. Þetta er það sem í hagfræðinni er kallað að Phillips-ferillinn sé lóðréttur til langs tíma. Fræðilegar rannsóknir og bitur reynsla ára mikillar verðbólgu á áttunda og níunda áratug síðustu aldar hafa gert það að verkum að hagfræðingar eru nú almennt sammála um að ekki sé unnt að nota peningastefnuna til að auka hagvöxt (eða minnka atvinnuleysi) viðvarandi með því einu að vera tilbúin að setta sig við herra verðbólguþrýsting.
3. Í þessu felst að peningastefnan stendur ekki frammi fyrir sömu afarkostum þegar þjóðarbúskapurinn verður fyrir eftirspurnarskelli þar sem saman fer aukning eftirspurnar og verðbólgu (eða öfugt). Í því tilviki getur peningastefnan lagst gegn áhrifum skellsins og dregið samtímis úr sveiflum í verðbólgu og hagvexti.
4. Samkvæmt upphaflegri útfærslu Taylors á Taylor-reglunni vegur frávik verðbólgu frá markmiði jafnt og frávik framleiðslustigs frá framleiðslugetu: $i = (r^* + \pi) + 0,5(\pi - \pi^T) + 0,5x$ þar sem i eru stýrivextir seðlabankans, r^* eru jafnvægisraunvextir, π er verðbólga, π^T er verðbólguþrýstingur bankans og x er framleiðsluspenna í þjóðarbúskapnum. Sjá nánari umfjöllun í Seðlabanki Íslands (2012, kafla 3).

peningastefnunnar og færast þannig nær hagkvæmnisjaðrinum. Sá möguleiki er einnig fyrir hendi að minni sveiflur í verðbólgu og hagvexti endurspegli að hagkvæmnisjaðarinn hafi hliðrast til vinstri þar sem minnstu mögulegu sveiflur í bæði verðbólgu og hagvexti eru minni en áður, samanber punkt E á mynd 2.

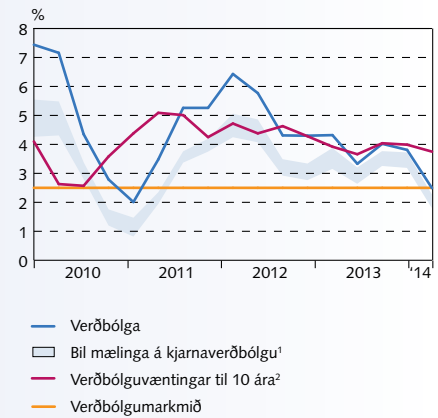
Peningastefnan gæti því átt þátt í þeim aukna stöðugleika sem hefur einkennt verðbólgu og hagvöxt hér á landi að undanfögnu hafi framkvæmd hennar batnað þannig að hún hafi færst nær undirliggjandi hagkvæmnisjaðri eða ef jaðarinn hafi sjálfur hliðrast til vinstri. Það gæti hafa gerst með því að fyrirsjáanleiki og gagnsæi peningastefnunnar hafi aukist og að verðbólga og verðbólguvæntingar hafi traustari kjölfestu en áður,⁵ samanber mynd 3 sem sýnir hvernig bæði mæld og undirliggjandi verðbólga hefur hjaðnað að undanfögnu. Meiri tregða hefur verið í langtímaverðbólguvæntingum, þótt þær hafi einnig þokast niður á við. Allt þetta dregur úr sveiflum í vöxtum, verðbólgu og verðbólguvæntingum og eykur fyrirsjáanleika þeirra og stuðlar þannig að minni sveiflum t.d. í raunvöxtum og -gengi sem aftur stuðlar að minni hagsveiflum. Traustari kjölfesta verðbólguvæntinga getur einnig minnkað hættu á skyndilegum verðbólguóttu, sem getur verið sjálfstæð uppspretta sveiflna í verðbólgu og hagvexti (sjá t.d. Goodfriend, 1993). Traustari kjölfesta getur að sama skapi dregið úr áhrifum sveiflna í alþjóðlegu hrávöru- og olíuverði og í gengi krónunnar á verðbólgu (sjá t.d. Devereux, Engel og Storgaard, 2003). Ekki er heldur útilokað að skilningur á gangverki hagkerfisins og ábyrgð peningastefnunnar á verðbólgu hafi aukist en bættur skilningur á hlutverki peningastefnunnar við að halda aftur af verðbólgu getur dregið úr sveiflum í verðbólgu og hagvexti (sjá t.d. Bernanke, 2004).

Sveiflur í verðbólgu og hagvexti gætu einnig hafa minnkað vegna þess að utanaðkomandi efnahagsskellir séu einfaldlega færri og minni en áður. Reyndar er erfitt að sjá að utanaðkomandi efnahagsumhverfi sé að einhverju leyti hagfelldara nú í ljósi fjölmargra áskorana sem þjóðarbúskapurinn hefur staðið frammi fyrir á síðustu árum, eins og umfangsmikil lækkun skulda og endurbætur innlendra efnahagsreikninga í kjölfar fjármálakreppunnar og mjög óhagstæð þróun viðskiptakjara bera vott um. Á móti má færa rök fyrir því að fjármagnshöftin hafi að einhverju leyti einangrað innlenda þjóðarbúskap fyrir áhrifum óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, t.d. tengdum skuldakreppunni á evrusvæðinu og óvissu í tengslum við minnkandi skuldabréfakaup bandaríska seðlabankans í fyrri. Að því leyti hafa fjármagnshöftin lagst á sveif með peningastefnunni og auk-ið efnahagslegan stöðugleika, þótt til lengdar hafi þau áreiðanlega í för með sér umtalsverðan efnahagslegan kostnað. Hér þarf þó að gæta að því að breytt stefna Seðlabankans um viðskipti á gjaldeyrismarkaði á einnig þátt í að dregið hefur úr gengissveiflum að undanfögnu. Í annan stað gætu áhrif alþjóðlegrar hagsveiflu hafa aukist með aukinni hlutdeild utanríkisviðskipta í innlendum þjóðarbúskap.

Þótt of snemmt sé að skera úr um hver sé meginástæða aukins þjóðhagslegs stöðugleika hníga mörg rök að því að bættur rammi og framkvæmd peningastefnunnar eigi þar mikilvægan hlut að máli. Það væri í takt við reynslu annarra landa og fjölda rannsókna sem ótvírætt benda til hlutverks peningastefnunnar við að draga úr verðbólgu og sveiflum í verðbólgu í öðrum löndum (sjá t.d. Bernanke, 2004, og Cecchetti o.fl., 2007).⁶

Mynd 3

Verðbólga og verðbólguvæntingar frá 2010



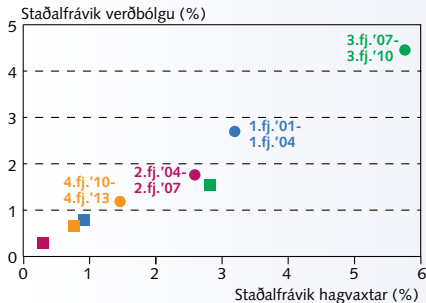
1. Bil 1. og 3. fjórðungs ymissa mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu (kjarnavísitölu 3 og 4 án skattaáhrifa, klippts meðaltals (þar sem ófgagildum sem breytast um allt frá 5 til 25% milli mánaða er sleppt) og vegins miðgildis). 2. Út frá ávöxtunarkerfi verðtrygðra og óverðtrygðra vaxta.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

5. Eins og kemur fram í Dincer og Eichengreen (2014) hefur gagnsæi peningastefnunnar aukist einna mest hér á landi á síðustu fimm árum meðal þróaðra ríkja.

6. Reynsla annarra landa sýnir einnig að verulegt ójafnvægi getur byggst upp í fjármálakerfinu þrátt fyrir að stöðugleiki ríki í verðbólgu og hagvexti, sem getur að lokum leitt til mikils óstöðugleika í þjóðarbúskapnum. Af þeim sökum hefur kastljósið bæði erlendis og hér á landi beinst að ýmsum þjóðhagsvarúðartækjum og samspli þeirra við hið hefðbundna vaxtateki peningastefnunnar. Sjá t.d. Borio (2014).

Mynd 4

Samspil sveiflna í verðbólgu og hagvexti á Íslandi og í öðrum OECD-ríkjum¹

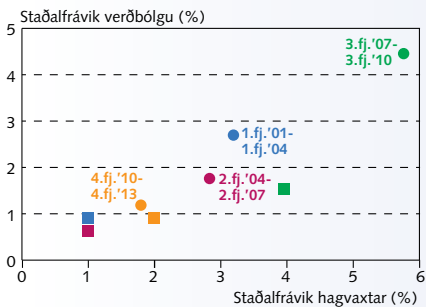


1. Hringir sýna tölur fyrir Ísland en kassar samsvarandi tölur fyrir OECD-ríki.

Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Samspil sveiflna í verðbólgu og hagvexti á Íslandi og öðrum Norðurlöndum¹

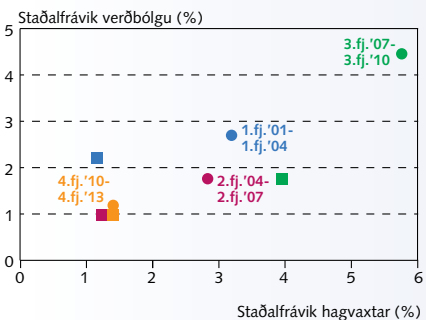


1. Hringir sýna tölur fyrir Ísland en kassar samsvarandi tölur fyrir hin Norðurlöndin.

Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Samspil sveiflna í verðbólgu og hagvexti á Íslandi og í 10 þróuðum nýmarkaðsríkjum¹



1. Hringir sýna tölur fyrir Ísland en kassar samsvarandi tölur (miðgildi) fyrir 10 minnst þróuðu OECD-ríkin (Chile, Eistland, Ísrael, Mexíkó, Pólland, Slóvakía, Slóvenía, Tékkland, Tyrkland og Ungverjaland).

Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Alþjóðlegur samanburður

Rannsóknir sýna að sveiflur í hagvexti og verðbólgu hafa jafnan verið ýktari hér á landi en í öðrum iðnríkjum (sjá t.d. Bjarni G. Einarsson o.fl., 2013, og Þórarinn G. Pétursson, 2008). Niðurstöður Honjo og Hunt (2006) benda jafnframt til þess að hagkvæmnisjaðar peningastefnunnar liggja hægra megin við samsvarandi ferla í öðrum iðnríkjum með sambærilega peningastefnu.⁷ Valkostir peningastefnunnar hafa því verið lakari hér á landi og kostnaðarsamara (í forni meiri hagsveiflna) að halda verðbólgu stöðugri en í öðrum iðnríkjum. Í fyrrgreindum rannsóknum eru nokkrar mögulegar ástæður þessa raktar en í meginráttum má segja að þeirra megi fyrst og fremst leita í smæð og eðli þjóðarbúskaparins og þeim tíðu náttúrufarslegu skellum sem ríða yfir hann.

Eins og sést á mynd 4 virðist munurinn á milli Íslands og annarra OECD-ríkja hins vegar hafa minnkað á síðustu þremur árum.⁸ OECD-ríkin færðust almennt nær skurðpunkti ásanna er leið á síðasta áratug en það er þróun sem endurspeglar minnkandi hagsveiflur víða um heim,⁹ þótt verulegt bakslag yrði í fjármálakreppunni. Sveiflur í verðbólgu og hagvexti hafa minnkað á ný á síðustu þremur árum en þær eru þó áfram meiri en þær voru fyrir fjármálakreppuna. Þróunin frá aldamótum er því í stórum dráttum svipuð og hér á landi en það sem vekur eftirtekt er að þótt sveiflur séu áfram meiri hér en almennt meðal OECD-ríkja hefur dregið verulega saman.

Þar sem ofangreindur samanburðarhópur inniheldur stærstu iðnveldi heims gæti verið eðlilegra að bera Ísland saman við hóp smærri iðnríkja. Mynd 5 sýnir t.d. samsvarandi samanburð við hin Norðurlöndin. Svipaða þróun má sjá meðal þeirra: þeim tókst að draga úr sveiflum í verðbólgu eftir því sem leið á áratugin og eftir bakslag í fjármálakreppunni hefur tekist að draga úr sveiflum á ný þótt enn séu hagsveiflur meiri en þær voru fyrir fjármálakreppuna. Í þessum samanburði verður árangurinn hér á landi enn eftirtektarverðari þar sem sveiflur hér í verðbólgu og hagvexti eru orðnar mjög áþekkar og á hinum Norðurlöndunum eftir að hafa verið mun meiri hér bæði fyrir fjármálakreppuna og á meðan á henni stóð. Mynd 6 sýnir síðan samsvarandi samanburð við tíu þróuð nýmarkaðsríki (þ.e. þau tíu OECD-ríki sem flokkast sem nýmarkaðsríki). Enn á ný sést hve mikið hefur áunnist hér á landi: sveiflurnar eru mjög svipaðar á síðasta tímabilinu eftir að hafa verið töluvert meiri hér á fyrri tímabilunum. Mynd 7 sýnir hins vegar að sveiflur í þjóðarbúskap þessara tíu nýmarkaðsríkja voru að jafnaði mun meiri áratug fyrr og jafnvel meiri en þær hafa verið hér frá aldamótum. Umbætur þessara ríkja í hagstjórn hafa því skilað þeim töluverðum árangri en í sumum tilvikum höfðu þau búið við langvarandi óstöðugleika. Árangur þeirra sýnir að það getur tekið nokkurn tíma áður en hann verður sýnilegur, ekki síst þegar agaleysis hefur lengi gætt í hagstjórn. Árangur þeirra sýnir hins vegar ótvírætt að það er hægt að ná verulegum árangri í að auka efnahagslegan stöðugleika með traustri hagstjórn.

Lokaorð

Á síðustu árum hafa sveiflur í verðbólgu og hagvexti minnkað mjög frá því sem þær voru mestar í kjölfar fjármálakreppunnar. Þær hafa einnig minnkað frá því sem þær voru fyrir fjármálakreppuna. Þótt tímabilið sé stutt virðist sem nokkur árangur hafi náðst við að auka stöðugleika í þjóðarúinu. Samanburður við önnur lönd sýnir að þótt

7. Samanburðurinn nær til Bandaríkjanna, Bretlands, Kanada og Nýja-Sjálands. Sjá einnig umfjöllun í Seðlabanki Íslands (2012, kafli 3).

8. Hver punktur á myndum 4-6 samsvarar því síðasta punkti hvers tímabils á mynd 1.

9. Þróun sem á ensku hefur verið kölluð „the great moderation“. Sjá t.d. Blanchard og Simon (2001) og Stock og Watson (2003). Sjá einnig umfjöllun í grein Ásgeirs Danielssonar (2008).

sveiflur í verðbólgu og hagvexti séu áfram heldur meiri hér á landi en að jafnaði meðal annarra OECD-ríkja er munurinn mun minni nú en hann var bæði fyrir fjármálakreppuna og á meðan á henni stóð. Samsvarandi þróun má sjá gagnvart hinum Norðurlöndunum og þróuðum nýmarkaðsríkjum og eru sveiflur í verðbólgu og hagvexti nú orðnar áþekkar því sem þar þekktist.

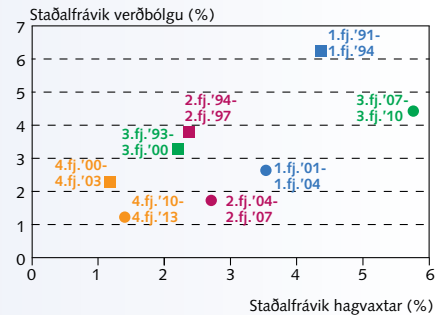
Færa má rök fyrir því að peningastefnan eigi mikilvægan þátt í þessum árangri. Með auknum fyrirsjáanleika og gagnsæi stefnunnar og virkri beitingu fleiri stýritækja hefur tekist að draga smám saman úr verðbólgu og skapa henni traustari kjölfestu. Það hefur síðan dregið úr sveiflum í verðbólgu og verðbólguvæntingum sem síðan hefur leitt til minni sveiflna í raunvöxtum og raungengi sem aftur dregur úr sveiflum í raunstærðum eins og hagvexti og atvinnuleysi.

Heimildir

- Ásgeir Danielsson (2008). „The great moderation Icelandic style“, Seðlabanki Íslands *Working Paper*, nr. 38.
- Bernanke, B. S., (2004). „The great moderation“. Ræða flutt á fundi Eastern Economic Association, Washington D.C., 20. febrúar 2004.
- Bjarni G. Einarsson, Guðjón Emilsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa B. Sveinsdóttir (2013). „On our own? The Icelandic business cycle in an international context“. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 63.
- Blanchard, O., og J. Simon (2001). „The long and large decline in U.S. output volatility“. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 135-164.
- Borio, C., (2014). „Monetary policy and financial stability: What role in prevention and recovery?“, *BIS Working Papers*, nr. 440.
- Cecchetti, S. G., P. Hooper, B. C. Kasman, K. L. Schoenholtz og M. W. Watson (2007). „Understanding the evolving inflation process“. U.S. Monetary Policy Forum 2007, júlí 2007.
- Devereux, M., C. Engel og P. Storgaard (2003). „Endogenous exchange-rate pass-through when nominal prices are set in advance“. *Journal of International Economics*, 63, 263-291.
- Dincer, N. N., og B. Eichengreen (2014). „Central bank transparency and independence: Updates and new measures“. *International Journal of Central Banking*, 10, 189-253.
- Goodfriend, M., (1993). „Interest rate policy and the inflation scare problem, 1979-1992“. Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly*, 1, 1-23.
- Honjo, K., og B. Hunt (2006). „Stabilizing inflation in Iceland“. *IMF Working Paper*, nr. 06/262.
- Seðlabanki Íslands (2012). „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“. *Sérít*, nr. 7.
- Stock, J., og M. Watson (2003). „Has the business cycle changed? Evidence and explanations“. Erindi á ráðstefnu bandaríska seðlabankans í Kansas, *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*. Jackson Hole, ágúst 2003.
- Taylor, J. B., (1979). „Estimation and control of a macroeconomic model with rational expectations“. *Econometrica*, 47, 1267-1286.
- Taylor, J. B., (1993). „Discretion versus policy rules in practice“. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Þórarinn G. Pétursson (2008). „How hard can it be? Inflation control around the world“. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 40.

Mynd 7

Samspil sveiflna í verðbólgu og hagvexti á Íslandi og í 10 þróuðum nýmarkaðsríkjum á 10. áratugnum¹

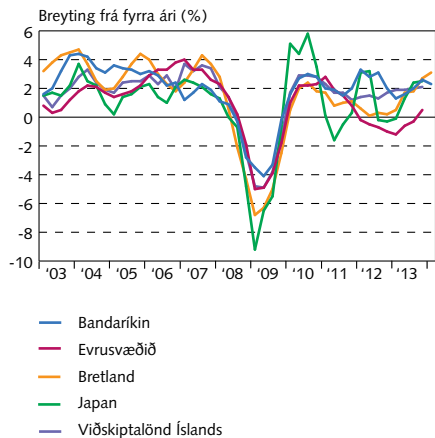


1. Hringir sýna tölur fyrir Ísland en kassar samsvarandi tölur (miðgildi) fyrir 10 minnst þróuðu OECD-ríkin (Chile, Eistland, Ísrael, Mexíkó, Pólland, Slóvakía, Slóvenía, Tékkland, Tyrkland og Ungverjaland á samsvarandi tímabilum á 10. áratug síðustu aldar).

Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Þórarinn G. Pétursson (2008), Seðlabanki Íslands.

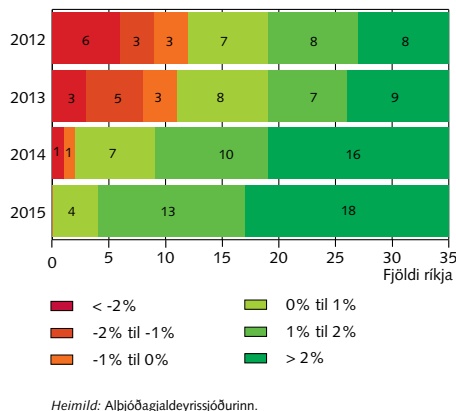
Mynd II-1

Hagvöxtur meðal viðskiptalanda Íslands og nokkurra iðnríkja
1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2014



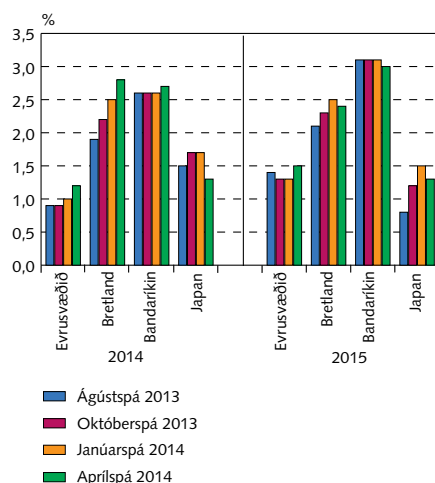
Mynd II-2

Dreifing hagvaxtar meðal 35 þróaðra ríkja



Mynd II-3

Hagvaxtarspár fyrir árin 2014 og 2015¹



II Ytri skilyrði og útflutningur

Eins og vænst var náði efnahagsbatinn á heimsvísu viðspyrnu um miðbik síðasta árs og búist er við að hann sækir áfram í sig veðrið á næstu árum en verði þó í auknum mæli drifinn áfram af þróuðum ríkjum. Horfur um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands eru óbreyttar frá því í febrúarhefti *Peningamála*. Óvissa um hagvaxtarhorfur hefur farið minnkandi, hún er þó enn nokkur og áfram eru taldar meiri líkur á að hagvexti sé ofspáð fremur en vanspáð. Verðbólga er víða undir markmiði og sums staðar er útlit fyrir að svo verði um nokkurt skeið, ekki síst á evrusvæðinu. Verðlækkun hrávöru og nokkur framleiðslulaki hefur stuðlað að mjög lítilli verðbólgu í mörgum löndum. Af þessum sökum er það helsta verkefni margra seðlabanka að koma verðbólgu á ný upp í markmið. Horfur um alþjóðaviðskipti hafa vænkast. Horfur um viðskiptakjör Íslands hafa einnig batnað og er nú gert ráð fyrir því að þau batni í ár frá fyrra ári eftir að hafa rýrnað samfelld frá árinu 2010. Horfur eru einnig á meiri vexti útflutnings í ár þar sem betri horfur í ferðapjónustu vega þyngra en minni vöxtur útflutnings á sjávarafurðum. Horfur um útflutningsvöxt á næsta ári hafa einnig batnað frá febrúarspánni.

Efnahagsbatanum í helstu viðskiptalöndum Íslands óx ásmegin á seinni árshelmingi í fyrra ...

Batinn á evrusvæðinu hefur fest í sessi eftir að 1½ árs samfelldu samdráttarskeiði lauk á vormánuðum í fyrra (mynd II-1). Síðan hefur vöxtur innlendrar eftirspurnar í vaxandi mæli lagst á sveif með vexti utanríkisviðskipta og knúði áfram efnahagsbata. Engu að síður mældist tæplega ½% samdráttur á árinu í heild í takt við spár en landsframleiðsla dróst saman í níu af sautján ríkjum svæðisins í fyrra. Meginþorra þeirra þróðu ríkja þar sem samdráttur átti sér stað á síðasta ári var því að finna á evrusvæðinu (mynd II-2).

Efnahagsbatanum í Bandaríkjunum og Bretlandi óx örar ásmegin eftir því sem leið á síðasta ár eins og vænst var og mældist hagvöxtur tæplega 2% í báðum ríkjum á árinu (mynd II-3). Í Japan hafa örvunaraðgerðir í ríkisfjár- og peningamálum kynt undir hagvöxt og verðbólgu, en vöxturinn varð þó minni á síðari helmingi ársins en búist var við. Á Norðurlöndunum var mestur hagvöxtur í fyrra í Noregi, um 2%, en á bilinu ½-1½% í Danmörku og Svíþjóð, og 1½% samdráttur mældist í Finnlandi. Heilt á litið mældist 0,8% hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands í fyrra og eins og búist var við var vöxturinn umtalsvert sterkari á síðari árshelmingi eða 1,2% en einungis 0,5% á þeim fyrri.

... og framlag þróaðra ríkja til hagvaxtar í heimsbúskapnum fer vaxandi

Hagvöxtur í heimsbúskapnum var 3% í fyrra, sem er lítils háttar lækkun frá fyrra ári. Í aprílspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir 3,6% hagvexti í ár og 3,9% vexti á því næsta. Það eru nær óbreyttar horfur frá októberspá sjóðsins en hann væntir þess að framlag þróaðra ríkja til vaxtarins í heimsbúskapnum hækki í þriðjung og að batinn nái til fleiri ríkja en áður. Eins og sjá má á mynd II-2 er búist við að þeim

ríkjum fjölgi ört þar sem hagvöxtur verður yfir 2% og að samdráttur verði í einungis tveimur þróuðum ríkjum í ár og engu á því næsta.

Hagvísar benda til áframhaldandi efnahagsbata beggja vegna Atlantsála og bata fjármálalegra skilyrða á suðurhluta evrusvæðisins

Hagvísar eru almennt í takt við áframhaldandi efnahagsbata beggja vegna Atlantsála þótt tímabundið bakslag hafi orðið í Bandaríkjunum á fyrsta ársfjórðungi, m.a. vegna slæms tíðarfars (mynd II-4). Gert er ráð fyrir að árlegur hagvöxtur í Bandaríkjunum verði um 2½-3% á árunum 2014-2015 en um 1-1½% á evrusvæðinu. Hægari vöxtur á evrusvæðinu endurspeglar arfleifð fjármálakreppunnar sem birtist m.a. í umfangsmiklu atvinnuleysi og veikburða efnahag einkaaðila og hins opinbera. Búist er við að erfið fjármálaleg skilyrði reynist enn um sinn dragbitur á eftirspurn í evruríkjunum. Þar hafa vanskil haldið áfram að aukast og útlán til heimila og fyrirtækja dragast enn saman, öfugt við þróunina í Bandaríkjunum (mynd II-5). Jákvæð teikn eru þó á lofti: vaxtaálag á skuldsett ríki í suðurhluta álfunnar og evrópsk fyrirtæki í áhættuflokki hefur lækkað umtalsvert. Þannig er t.d. vaxtaálag gagnvart tíu ára þýskum ríkisskuldabréfum komið niður fyrir 2 prósentur fyrir Ítalíu og Spán og 5 prósentur fyrir Grikkland (mynd II-6). Álagið hefur ekki verið lægra um þriggja til fjögurra ára skeið. Líklegt er að eftirspurn eftir lánsfé aukist eftir því sem vaxtaálag lækkar og vísendingum fjölgar um aukna eftirspurn heimila eftir vöru og þjónustu. Væntingar neytenda á evrusvæðinu hafa t.d. ekki mælst hærri en í apríl sl. frá því síðla árs 2007. Óvissa hefur einnig minnkað (mynd II-7).

Óbreyttar hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands frá síðustu spá

Heilt á lítið eru horfur um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands óbreyttar frá síðustu spá *Peningamála*. Horfurnar eru lítillega betri fyrir evrusvæðið, Bretland og Bandaríkin (mynd II-3), verri fyrir nokkur nýmarkaðsríki í hópi viðskiptalanda Íslands og nokkru verri fyrir Norðurlöndin að Svíþjóð undanskilinni. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands verði 2% í ár og tæplega 2½% á ári á árunum 2015-2016.

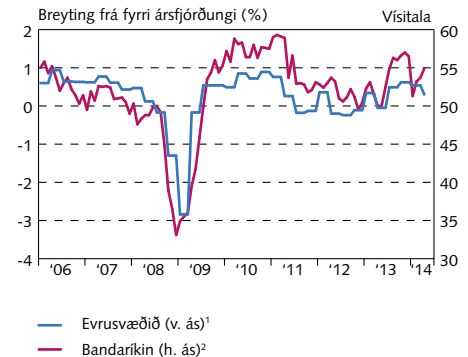
Verðbólga hjaðnað meira en vænst var og er víða undir markmiði

Verðbólga hefur víða hjaðnað í helstu viðskiptalöndum Íslands og skýrist þróunin m.a. af lækkun hrávöruverðs, einkum orkuverðs og verðs matvöru. Víða þar sem þó nokkur framleiðslulaki er enn til staðar hefur verðbólga ekki verið minni frá því að samdráttaráhrif efnahagskreppunnar, sem fylgdi í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar, náðu hámarki á árinu 2009. Verðbólga er því víðs vegar undir verðbólgu markmiðum stjórnvalda. Þetta á ekki síst við á evrusvæðinu þar sem nær samfelld hjöðnun verðbólgu hefur átt sér stað frá árslokum 2011. Áhyggjur hafa því aukist af verðhjöðnun á svæðinu en í apríl mældist aðeins 0,7% verðbólga. Verðhjöðnun er þegar orðin að veruleika í fjórum ríkjum evrusvæðisins og í alls átján Evrópuríkjum er verðbólga undir 0,7%. Í aprílspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að verðbólga verði undir markmiði á evrusvæðinu a.m.k.

Mynd II-4

Leiðandi vísendingar um hagvöxt

Janúar 2006 - apríl 2014

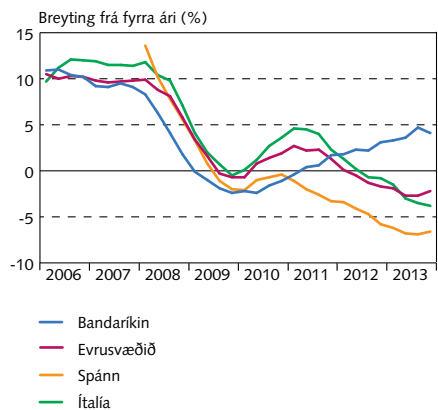


1. Hagvaxtarvísir OFCE og EUROFRAME leggur mat á ársfjórðungslegan hagvöxt á evrusvæðinu tvo ársfjórðunga fram í tímann. 2. Iðnaðarvísitalan fyrir framleiðendur í Bandaríkjunum, Manufacturing Purchasing Managers' index (PMI) er birt mánaðarlega og er árstíðarleidd. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50, táknar það vöxt milli mánaða, en ef hún er undir 50, táknar það samdrátt. Heimild: Macrobond.

Mynd II-5

Þróun útlánaaukningar í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu¹

1. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2013

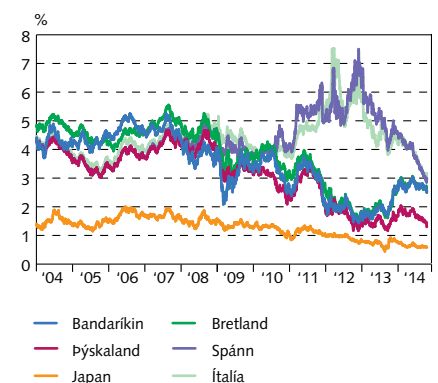


1. Fyrirtæki (önnur en fjármálfyrirtæki) og heimili. Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-6

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa

Daglegar tölur 1. janúar 2004 - 16. maí 2014

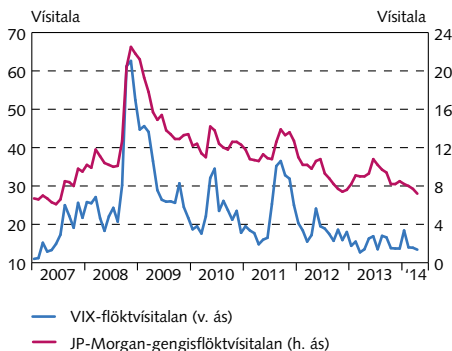


Heimild: Macrobond.

Mynd II-7

Flókt í hlutabréfaverði og gengi gjaldmiðla¹

Janúar 2007 - apríl 2014

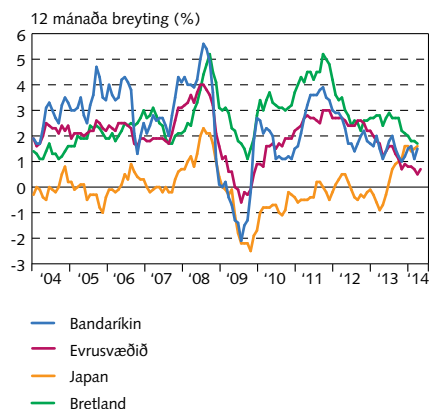


1. Afleitt flókt S&P500-hlutabréfavisitalunnar (Chicago Board Options Exchange) og afleitt flókt í gengi gjaldmiðla út frá gjaldveynslaréttum (JP-Morgan VXYGL-visitlan).
Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd II-8

Verðbólga meðal nokkurra iðnríkja

Janúar 2004 - apríl 2014

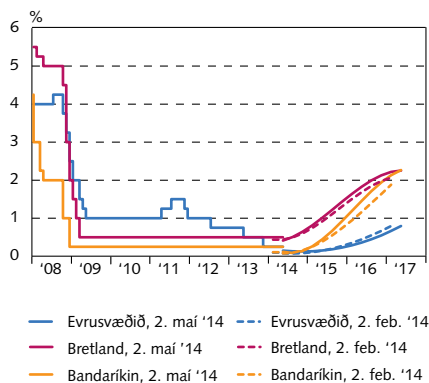


Heimildir: Macrobond.

Mynd II-9

Stýrivextir og framvirkir vextir á evrusvæðinu, Bandaríkjunum og á Bretlandi

Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 2. maí 2014, ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2014 - 2. ársfj. 2017



Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

þangað til á árinu 2016 og hvetur sjóðurinn til frekari örvunaraðgerða til að koma verðbólgu á ný í markmið og renna styrkari stoðum undir efnahagsbatann. Seðlabanki Evrópu hefur gefið til kynna að hann muni grípa til aðgerða af því tagi verði þörf á.

Í Bretlandi tók verðbólga að hjaðna nokkuð ört á haustmánuðum í fyrra eftir að hafa haldist á bilinu 2½-3% um 1½ árs skeið. Í janúar sl. fór verðbólga þannig í fyrsta skipti frá því í nóvember 2009 niður fyrir 2% verðbólgu markmið Englandsbanka og í apríl mældist hún 1,8%. Verðbólga hefur verið stöðugri í Bandaríkjunum og í apríl var hún 2%. Í Japan hefur verðbólga hins vegar aukist skarpt vegna hækkana virðisaukaskatts sem búist er við að verði framhald á. Þá gætir einnig áhrifa lægra gengis jensins og hækkunar orkuverðs vegna áhrifa jarðskjálftanna árið 2011 (mynd II-8). Heilt á litið er gert ráð fyrir að verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands verði 1,5% í ár, sem er lítils háttar minni verðbólga en í fyrra. Eins og í febrúar er búist við að verðbólga aukist eftir því sem efnahagsbata viðskiptalandanna vindur fram og að hún verði tæplega 2% árin 2015 og 2016.

Útlit er fyrir áframhaldandi laust taumhald peningastefnunnar meðal þróaðra ríkja en að það þróist í ólíka átt vegna ójafns efnahagsbata

Í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar hefur peningastefna þróaðra ríkja hvarvetna stutt við efnahagsbata og í ljósi þeirrar litlu verðbólgu að undanfögnu sem fjallað var um hér á undan leitast seðlabankar víða við að koma verðbólgu á ný upp í markmið. Spár gera almennt ráð fyrir að það takist á endanum og að komist verði hjá lækkun langtímaverðbólguvæntinga sem myndi að öðrum kosti auka taumhald peningastefnunnar og grafa undan efnahagsbatanum.¹

Útlit er fyrir að meiri munur verði á taumhaldi peningastefnu þróaðra ríkja á komandi misserum vegna mismunandi efnahags- og verðbólguhorfa. Eins og fjallað er um hér á undan, hefur efnahagsbatinn verið kröftugri en vænst var í Bandaríkjunum og í Bretlandi, á meðan hann er enn frekar veikburða á evrusvæðinu og verðbólga er þar minni. Áfram er búist við að framleiðslulakinn minnki örar í Bandaríkjunum og Bretlandi en á evrusvæðinu og að þeirrar þróunar muni gæta í verðbólgu og þar með taumhaldi peningastefnunnar. Bandaríski seðlabankinn er þegar byrjaður að draga úr skuldabréfa-kaupum sínum og búist er við að þeim ljúki síðar á þessu ári. Langtímavextir hækkuðu á vormánuðum í fyrra þegar vísbendingar um fyrirætlanir bankans litu dagsins ljós. Þeir eru þó enn lægri en fyrir fjármálakreppuna (mynd II-6). Samkvæmt framvirkum vöxtum vænta markaðsaðilar meiri stýrivaxtahækkana í Bandaríkjunum og Bretlandi en í febrúar, en á hinn bóginn að vöxtum verði haldið lengur lágum á evrusvæðinu (mynd II-9).

Horfur á áframhaldandi lækkun hrávöruverðs

Eins og fjallað er um hér á undan, hefur verðlækkun hrávöru, einkum orkuverðs og verðs matvæla, verið sameiginlegur drifkraftur minnkandi verðbólgu í helstu viðskiptalöndum Íslands. Ólíuverð reyndist

1. Sjá t.d. umfjöllun í rammagrein 1.3 í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2014), „Anchoring inflation expectations when inflation is undershooting“, *World Economic Outlook*, apríl 2014.

engu að síður nokkru hærra á fyrsta ársfjórðungi en vænst var, ekki síst vegna staðbundinna þátta í Úkraínu og Líbýu. Verð á hrávöru utan olíu hækkaði ennfremur umtalsvert í febrúar þvert á spár, m.a. vegna óhagstæðs veðurfars í Brasilíu og Bandaríkjunum. Eins og í síðustu spá *Peningamála* er gert ráð fyrir áframhaldandi verðlækkun á hrávöru og olíu út spátímabilið en minni en þá var vænst (mynd II-10). Við mat á horfum um verðþróun hrávöru og eldsneytis vegast á annars vegar áhrif þess að efnahagsbatinn í heimsbúskapnum er að sækja í sig veðrið með tilheyrandi aukinni eftirspurn eftir hrávörum og eldsneyti, og hins vegar áhrif aukinnar framleiðslu matvara og olíu. Í ár er gert ráð fyrir um 3% lækkun olíuverðs, sem er um 1½ prósentu minni lækkun en í síðustu spá. Búist er við að verð á hrávöru lækki um tæp 2% í ár í stað þeirrar 5½% lækkunar sem gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Auk þess er gert ráð fyrir nokkru minni lækkun árið 2015.

Horfur um útflutningsverð vænkast

Verð sjávarafurða hefur á heildina litið staðið í stað síðustu mánuði. Horfur miðað við síðustu spá eru misjafnar eftir tegundum: betri en vænst var fyrir botnfiskafurðir en verri fyrir uppsjávarfisk. Þar vege þyngst viðsnúningur í verðþróun á söltuðum afurðum og sjófrystum botnfiski og vænt verðlækkun á frystum makríl samfara auknum veiðum. Heilt á litið er gert ráð fyrir um 2% árlegri hækkun á verði sjávarafurða á þessu og næsta ári, sem er 1 prósentu meiri hækkun hvort árið fyrir sig en í febrúar (mynd II-11). Á hinn bóginn er búist við 1,7% lækkun árið 2016 en áður var gert ráð fyrir óbreyttu verði frá fyrra ári.²

Samfelld verðlækkun á áli hefur átt sér stað frá árslokum 2012. Í takt við framvirkt verð og alþjóðlegar spár er gert ráð fyrir 2% lækkun í ár en það er 1½ prósentu meiri lækkun en í síðustu spá. Á móti kemur að búist er við að verðhækkun næstu tveggja ára verði nokkru meiri en þá var gert ráð fyrir.

Horfur á að viðskiptakjör batni í ár eftir samfellda rýrnun frá árinu 2010

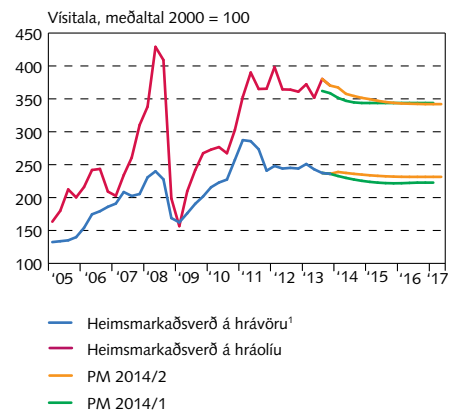
Minni lækkun innflutningsverðs í fyrra en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar gerði það að verkum að viðskiptakjör rýrnuðu um 1 prósentu meira en búist var við í febrúarspánni (mynd II-12). Horfur um viðskiptakjör í ár og á næstu tveimur árum hafa hins vegar batnað frá því í febrúar og er nú spáð að þau batni lítillega í ár eftir samfellda rýrnun frá árinu 2010. Samtals er gert ráð fyrir að þau batni um tæplega 1% á spátímanum en í febrúar var reiknað með ríflega 2% rýrnun þeirra. Gangi spáin eftir verða viðskiptakjör undir lok spátímans áþekkt og þau voru árið 2009. Hagstæðari þróun viðskiptakjara á spátímabilinu skýrist fyrst og fremst af bættum horfum um útflutningsverð, sem endurspeglar líklega að hluta aukinn þrótt eftirspurnar í helstu viðskiptalöndum Íslands.³

2. Spáin um verð sjávarafurða byggist á spá FAO-OECD um verðþróun sjávarafurða á alþjóðmarkaði og spálíkani bankans. Auk þess er tekið tillit til mats helstu markaðsaðila innanlands á horfum fyrir þetta ár.

3. Sjá umfjöllun um helstu ástæður að baki rýrnun viðskiptakjara í kjölfar alþjóðlegra fjármálakreppunnar í rammagrein II-1 í *Peningamála* 2013/4.

Mynd II-10

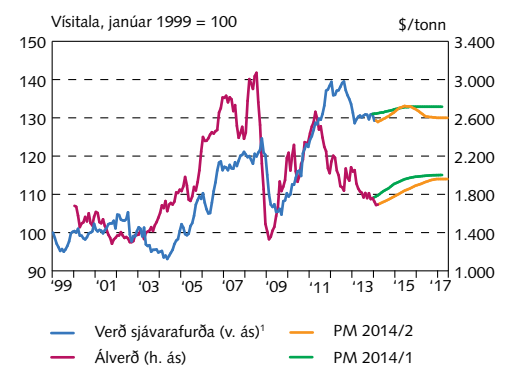
Heimsmarkaðsverð á olíu og hrávöru
1. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2017



1. Verð á hrávöru án olíu í USD.
Heimildir: Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

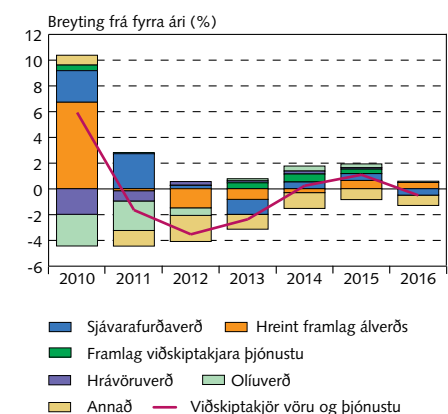
Verð á sjávarafurðum og áli
í erlendum gjaldmiðli



1. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með vöruskiptavog m.v. útflutning.
Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Seðlabanki Íslands.

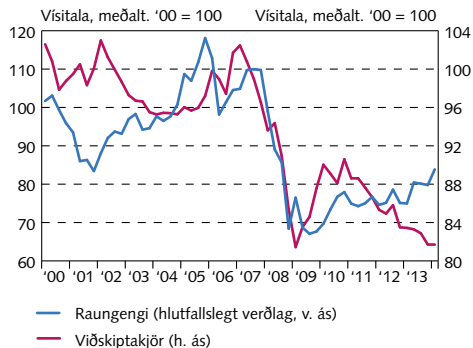
Mynd II-12

Viðskiptakjör og framlag undirliða
2010-2016¹



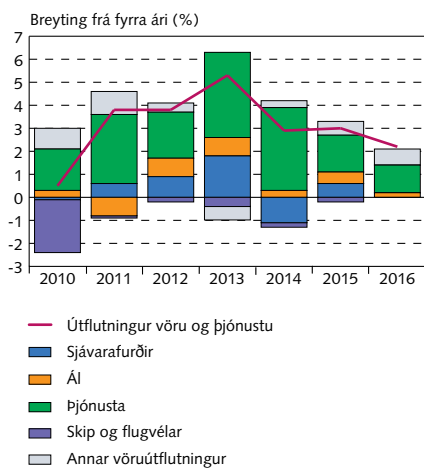
1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar viðskiptakjara er fengið með því að vege saman árlega breytingu viðkomandi undirliða með vægi hans í út- eða innflutningi vöru og þjónustu. Líðurinn "annað" er afgangslíður.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13
Raungengi og viðskiptakjör
1. ársfj. 2000 - 1. ársfj. 2014



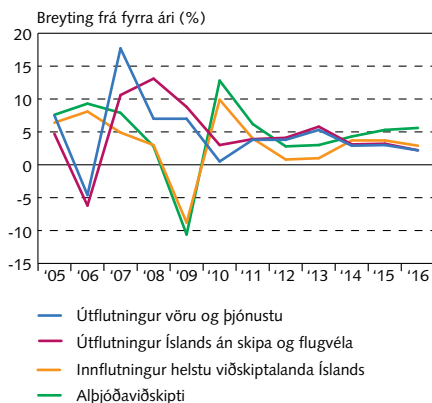
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-14
Þróun útflutnings og framlag undirliða hans
2010-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-15
Útflutningur og alþjóðaviðskipti 2005-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

Raungengið ekki mælst hærra frá því að fjármálakreppan skall á
Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um tæp 12% á fyrsta fjórðungi ársins frá fyrra ári (mynd II-13). Hækkunin skýrist fyrst og fremst af herra nafngengi krónunnar en verðbólga hefur einnig verið um 1½ prósentu meiri hér en í helstu viðskiptalöndum Íslands. Raungengið hefur ekki mælst eins hátt og í febrúar sl. frá því að fjármálakreppan skall á af fullum þunga haustið 2008. Raungengi á fyrsta ársfjórðungi var engu að síður 11% lægra en meðalraungengi undanfarinna þrjátíu ára miðað við hlutfallslegt verðlag og 13% lægra miðað við hlutfallslegan launakostnað.

Vaxandi kraftur í alþjóðaviðskiptum og eftirspurn helstu viðskiptalanda

Spár um alþjóðaviðskipti gera ráð fyrir að verulega bæti í vöxt þeirra á þessu og næsta ári eftir því sem efnahagsbatanum vindur fram. Búist er við því að árlegur vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands verði um 3,7% á þessum tveimur árum en minnki svo í tæp 3% árið 2016. Þetta er ríflega ½ prósentu meiri vöxtur á ári á árunum 2015-2016 en gert var ráð fyrir í síðustu spá *Peningamála* og felur í sér veruleg umskipti frá þeim 1% vexti sem var í fyrra. Þessi þróun endurspeglar að hluta að efnahagsbatinn í helstu viðskiptalöndum Íslands er í auknum mæli knúinn áfram af innlendri eftirspurn í stað framlags utanríkisviðskipta.

Útflutningshorfur betri en í febrúar þrátt fyrir minni vöxt útflutnings sjávarafurða

Horfur um útflutning eru þó nokkru betri fyrir spátímabilið í heild sinni en í febrúar, ekki síst vegna þróttmeiri þjónustuútflutnings. Gert er ráð fyrir að rýr loðnuvertið leiði til um 1½ prósentu meiri samdráttar í útflutningi sjávarafurða í ár miðað við febrúarspána. Er það meginástæða u.þ.b. ½ prósentu meiri samdráttar vöruútflutnings (mynd II-14). Hins vegar er búist við að næsta loðnuvertið verði betri og að veiði verði þá í takt við sögulega reynslu, en það skýrir meginþorra þess 2½% vaxtar í útflutningi sjávarafurða sem gert er ráð fyrir á næsta ári. Um þessa forsendu ríkir nokkur óvissa, m.a. í ljósi þess að aflaheimildir fyrir næsta fiskveiðiár (sem hefst þann 1. september nk.) liggja ekki fyrir. Þá eru horfur um álútflutning taldar nær óbreyttar frá því í febrúar: búist er við tæplega 1½% vexti í ár og 1-2% á næstu tveimur árum.

Ör vöxtur hefur einkennt útflutta þjónustu en hún hefur verið mikilvægur burðarás efnahagsbatans í kjölfar fjármálakreppunnar. Vísendingar eru um áframhaldandi vöxt og jafnvel kröftugri en áður var vænst. Komum erlendra ferðamanna til landsins fjölgar enn umtalsvert eða um liðlega þriðjung milli ára á fyrsta fjórðungi ársins. Þá eykst framboð flugferða til landsins enn. Loks skiptir máli að efnahagsbatinn í þróuðum ríkjum hefur sótt örar í sig veðrið en vænst var, eins og fjallað var um hér á undan, þótt á móti geti vegið hækkun raungengisins undanfarið. Gert er ráð fyrir um 9% vexti útfluttrar þjónustu í ár, sem er nokkru meiri vöxtur en í febrúarspánni. Einnig er spáð ívið meiri vexti á næsta ári. Í ár vega betri horfur í ferðaþjónustu þyngra en minni vöxtur útflutnings sjávarafurða. Heilt á litið er því búist við að útflutningur aukist um 3% í ár og á næsta ári, sem er

um 1½ prósentu meiri vöxtur hvort árið um sig en í febrúarspánni. Meðalvöxtur útflutnings vöru og þjónustu verður því 2,7% á ári á spátímanum, sem er ríflega ½ prósentu minni vöxtur en meðalvöxtur eftirspurnar helstu viðskiptalanda okkar á tímabilinu en tæplega 1 prósentu meiri vöxtur en búist var við í febrúarspánni (mynd II-15).

Tafla II-1 Útflutningur og helstu forsendur fyrir þróun ytri skilyrða

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram ¹			
	2013	2014	2015	2016
Útflutningur vöru	2,8 (2,9)	-1,2 (-0,8)	2,5 (1,2)	1,7 (2,0)
Útflutningur þjónustu	9,6 (7,6)	8,9 (4,8)	3,8 (2,7)	2,9 (2,9)
Útflutningur vöru og þjónustu	5,3 (4,7)	2,9 (1,4)	3,0 (1,8)	2,2 (2,4)
Útflutningur vöru og þjónustu án flugvéla og skipa	5,8 (5,1)	3,1 (1,7)	3,2 (2,0)	2,2 (2,4)
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	7,5 (7,5)	-4,5 (-3,0)	2,5 (-0,2)	0,0 (-0,1)
Útflutningsframleiðsla áls	3,3 (3,3)	1,3 (1,2)	2,1 (1,6)	1,0 (2,0)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli	-4,4 (-4,4)	2,0 (1,1)	2,0 (0,9)	-1,7 (0,1)
Verð áls í USD ²	-5,0 (-5,0)	-2,1 (-0,6)	6,6 (6,1)	4,8 (1,7)
Verð eldsneytis í USD ³	-0,9 (-0,9)	-3,0 (-4,4)	-3,2 (-2,4)	-1,1 (-1,4)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-2,4 (-1,3)	0,2 (-0,4)	1,1 (-0,7)	-0,5 (-1,2)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	1,7 (1,6)	1,5 (1,7)	1,9 (1,9)	1,9 (2,0)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁴	0,8 (0,7)	2,0 (2,0)	2,2 (2,3)	2,3 (2,4)
Skammtímaþvæxtir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁵	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,8 (0,8)	1,7 (1,7)

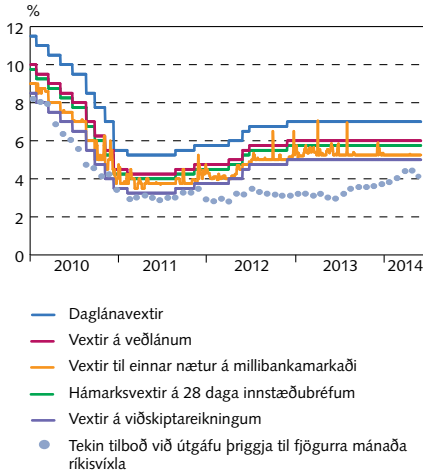
1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/1. 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Spá OECD um þriggja mánaða peningamarkaðsvæxti helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Mynd III-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 16. maí 2014

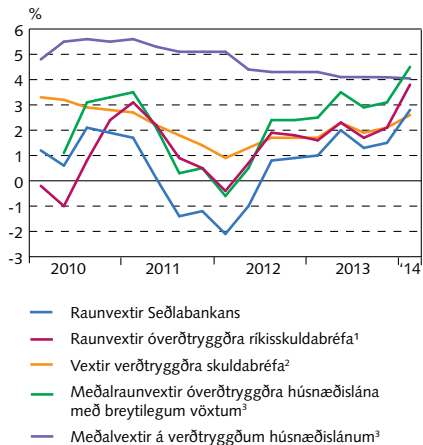


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Raunvextir Seðlabanka Íslands
og raunvextir á markaði

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2014



1. 5 ára vextir metnir út frá vaxtarófi ríkisbréfa. 2. 5 ára verðtryggðir vextir metnir út frá vaxtarófi verðtryggðra ríkisskuldabréfa og íbúðabréfa. 3. Vegið meðaltal útlánavaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eru fastir frá 5 árum og all upp í allan lánstímann.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

III Fjármálaleg skilyrði

Nafnvextir Seðlabankans eru óbreyttir frá því í nóvember 2012 en taumhald peningastefnunnar hefur styrkst frá útgáfu *Peningamála* í febrúar vegna hjöðnunar verðbólgu og verðbólguvæntinga. Markaðsaðilar virðast gera ráð fyrir óbreyttum nafnvöxtum í ár en hækkun þeirra á næsta ári. Gengi krónunnar hefur hækkað þrátt fyrir gjaldeyriskaup Seðlabankans. Vít skilgreint peningamagn hefur aukist í takt við aukin efnahagssumsvif eins og hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja, þótt heldur hafi dregið úr útlánaaukningunni. Fjármálaleg skilyrði einkageirans hafa að sama skapi batnað. Hrein eign heimila og fyrirtækja hefur aukist samhliða hækkandi eignaverði og lækkun skulda. Skuldir einkageirans eru þó enn tiltölulega háar í alþjóðlegu samhengi. Fjárhagslegri endurskipulagningu einkageirans virðist miða áfram og vanskilum hefur fækkað.

Nafnvextir Seðlabanka Íslands óbreyttir ...

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands tilkynnti 12. febrúar og aftur þann 19. mars sl. að vextir bankans yrðu óbreyttir. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana 5%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 5,75%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 6% og daglánavextir 7% og hafa þeir verið óbreyttir frá nóvember 2012.

Lausafjárstaða fjármálakerfisins er rúm og lítil spurn eftir lausafjárþyrirgreiðslu frá Seðlabankanum. Því lætur nærri að einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálfyrirtækja í Seðlabankanum og hámarksvaxta innstæðubréfa, nú um 5,4%, sé enn besti mælikvarðinn á þá vexti bankans sem ráða þróun vaxta á peningamarkaði. Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði hafa haldist í neðri hluta vaxtagangsins í um 5,25% frá útgáfu *Peningamála* í febrúar (mynd III-1). Velta á markaðinum hefur hins vegar einungis numið um 41 ma.kr. það sem af er þessu ári sem er um 80% minni velta en á sama tíma í fyrra. Kann það að endurspeglar rúma lausafjárstöðu fjármálakerfisins og markvissari lausafjárstyrkingu markaðsaðila en dregið hefur úr sveiflum vaxta á millibankamarkaði á undanförunum mánuðum sem jafnan hafa verið þegar mikið greiðslufæði er út úr fjármálfyrirtækjum. Vextir ríkisvixla í útboðum hafa þokast nær vöxtum Seðlabankans. Þeir eru nú um 0,1 prósentu hærri en í byrjun þessa árs og um 1,2 prósentum hærri en um miðjan maí í fyrra. Þeir eru þó enn tæplega prósentu fyrir neðan gólf vaxtagangsins.

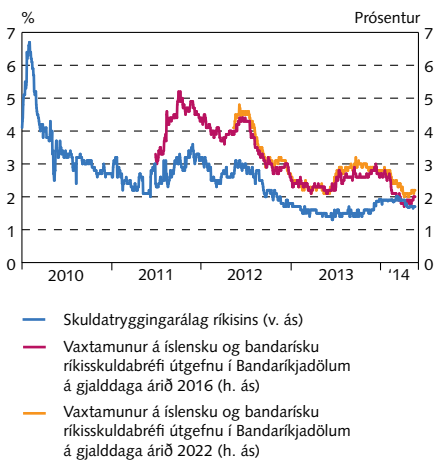
... en taumhald peningastefnunnar hefur styrkst

Þótt nafnvöxtum bankans hafi verið haldið óbreyttum hefur taumhald peningastefnunnar heldur styrkst frá útgáfu síðustu *Peningamála* í takt við minnkandi verðbólgu og verðbólguvæntingar. Virkir raunvextir bankans eru nú 3% miðað við núverandi ársverðbólgu og 2,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntinga til eins árs eða um 0,5-0,8 prósentum hærri en rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í febrúar og um 0,8-1,0 prósentu hærri en þeir voru um miðjan maí í fyrra (tafla III-1). Aðrir raunvextir á markaði hafa í meginatriðum hækkað samhliða vöxtum bankans (mynd III-2).

Mynd III-6

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 16. maí 2014

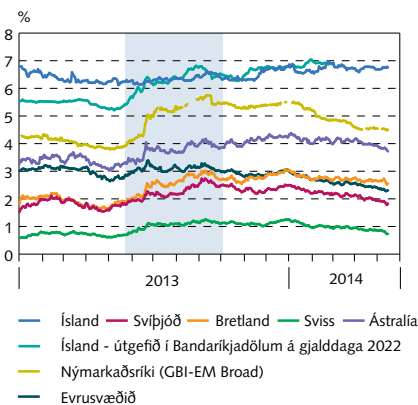


Heimild: Bloomberg.

Mynd III-7

Ávöxtunarkrafa á 10 ára innlendum ríkisskuldabréfum nokkurra ríkja og erlendra útgáfu Ríkissjóðs Íslands¹

Daglegar tölur 1. janúar 2013 - 16. maí 2014



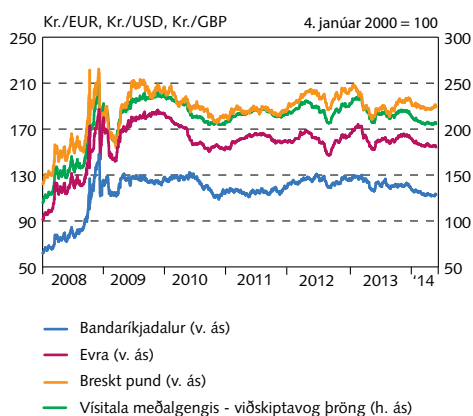
1. Lítaða svæðið sýnir tímabil óróleika á alþjóðamörkuðum frá 22. maí þegar Seðlabanki Bandaríkjanna gaf merki um að hann kynni að draga úr eignakaupum sínum þar til um miðjan september þegar þeim áformum var frestað.

Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn, Macrobond, Seðlabanki Evrópu, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 16. maí 2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hefur lækkað

Þótt raunvextir hafi heldur hækkað frá því í febrúar, hefur ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa lækkað um allt að 0,6 prósentur, mest á stysta enda vaxtarófsins (mynd III-5). Hún er þó enn um 0,3-0,6 prósentum hærrí en hún var í byrjun nóvember sl. og 0,4-1 prósentu hærrí en um miðjan maí í fyrra. Lækkun kröfunnar að undanfögnu kann að skýrast af aukinni eftirspurn vegna hagstæðra verðbólguæmelinga nýlega og lægri skammtíma verðbólguvæntinga (sjá kafla VIII) og af endurfjárfestingarþörf vegna ríkisbréfs sem var á gjalddaga um miðjan mars sl. en stærstur hluti bréfanna var í eigu erlendra fjárfesta en þeir fjárfesta einkum í styttri bréfum. Raunávöxtun óverðtryggðra skuldabréfa hefur hins vegar hækkað í takt við fyrrnefnda hækkun raunvaxta Seðlabankans og hækkun verðtryggðra vaxta.

Í ársáætlun Lánamála ríkisins fyrir árið 2014 er gert ráð fyrir að útgáfa ríkisbréfa verði um 50 ma.kr. á þessu ári og að hrein útgáfa verði um 25 ma.kr., sem er meira en gefið var út í fyrra. Gefin hafa verið út bréf fyrir tæplega 31 ma.kr. það sem af er þessu ári og er ríkissjóður því langt kominn með að ná markmiðum ársáætlunar sinnar.

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs lækkar áfram

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands hefur heldur lækkað frá útgáfu síðustu *Peningamála* í febrúar en rétt fyrir þá útgáfu staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Fitch Ratings láns hæfiseinkunn ríkissjóðs og mat horfunar áfram stöðugar en í janúar hafði Standard & Poor's breytt láns hæfisorfum úr neikvæðum í stöðugar. Þá sendi matsfyrirtækið Moody's frá sér álit um miðjan febrúar þar sem fram kemur að lögsókn yfirvalda í Bretlandi og Hollandi á hendur Tryggingarsjóði innstæðueigenda og fjárfesta á Íslandi hafi engin áhrif á láns hæfiseinkunn Ríkissjóðs Íslands.

Frá því í febrúar hefur skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs lækkað um 0,2 prósentur og mælist nú 1,7% (mynd III-6). Það er þó enn 0,2 prósentum hærrí en það var um miðjan maí í fyrra. Þá hefur áhættuálag samkvæmt vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegum bréfum ríkissjóðs Bandaríkjanna einnig lækkað og hefur það á undanfönum vikum aldrei mælst jafn lágt. Vaxtamunurinn var um 2% rétt fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* sem er tæplega ½ prósentu minni munur en í febrúar. Sú hækkun sem varð á álaginu um mitt síðasta ár í kjölfar óróleika á alþjóðamörkuðum vegna óvissu sem þá ríkti um framhald stuðningsaðgerða bandaríska seðlabankans hefur þar með gengið til baka. Óróleikinn sem þá varð á mörkuðum virtist hins vegar ekki hafa haft marktæk áhrif til hækkunar á vöxtum innlendra markaðsskuldabréfa ríkissjóðs eða veikingar íslensku krónunnar, líkt og hann hafði í ýmsum öðrum ríkjum (mynd III-7), sem líklega endurspeglar það skjól sem fjármagnshöftin veita.

Lækkun áhættuálags á Ríkissjóð Íslands og áframhaldandi lækkun vaxtaálags á evrópsk fyrirtæki í áhættuflokki eru vísbendingar um að aðgengi innlendra fyrirtækja, ekki síst fjármálfyrirtækja, að erlendum lánsfjármörkuðum á viðráðanlegri kjörum gæti verið að opnast en það skiptir miklu fyrir losun fjármagnshöfta. Þau vaxtakjör sem innlendum fjármálfyrirtækjum bjóðast á alþjóðlegum fjármálamörkuðum munu

því líklega áfram batna og áhættuálag minnka. Merki um þetta má þegar sjá í erlendra skuldabréfaútgáfu viðskiptabankanna.

Gengi krónunnar hefur hækkað

Krónan hefur styrkst en þó hægar en hún gerði undir lok síðasta árs. Frá *Peningamálum* í febrúar hefur gengið hækkað um 1,1% miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu, 2,3% gagnvart Bandaríkjadal og 1,4% gagnvart evru en lækkar lítillega gagnvart bresku pundi (mynd III-8). Gengi krónunnar miðað við gengisvísitöluna er nú rúmlega 5% hærra en það var um miðjan maí í fyrra og tæplega ½% hærra en þegar það varð hæst sumarið 2012. Áframhaldandi fjölgun í komum erlendra ferðamanna til landsins og afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd hefur stutt við gengi krónunnar þrátt fyrir afar óhagstæð viðskiptakjör í sögulegu samhengi en horfur eru á að þau batni í ár eftir að hafa rýrnað samfelld frá því 2010 (sjá kafla II). Þá hafa minni afborganir erlendra lána fyrirtækja og sveitarfélaga líklega dregið úr gjaldeyrisústreymi og þar með þrýstingi til lækkunar á gengi krónunnar. Á móti hafa gjaldeyrisviðskipti vegna innlendra vaxtagreiðslna til erlendra aðila aukist talsvert (mynd III-9) og Seðlabankinn keypt gjaldreyri á markaði í því skyni að draga úr sveiflum í gengi krónunnar. Hrein kaup bankans hafa numið um 14,2 ma.kr. frá útgáfu *Peningamála* í febrúar og rúmlega 28 ma.kr. á árinu í heild sem er meira en allt árið í fyrra að meðtöldum greiðslum vegna framvirkra samninga.

Heildarveltan á millibankamarkaði með gjaldeyri hefur numið um 80 ma.kr. það sem af er ári sem er lítillega meiri velta og á sama tímabili í fyrra. Hlutdeild Seðlabankans hefur hins vegar verið talsvert meiri eða um 36% samanborið við um 9% í fyrra.

Áframhaldandi aukning innlána ...

Heildarinnlán innlendra aðila í innlánsstofnunum voru 7% meiri á fyrsta fjórðungi þessa árs miðað við sama fjórðung í fyrra. Innlánin hafa vaxið milli ára þrjú ársfjórðunga í röð eftir samfelldan samdrátt frá fjórða fjórðungi 2012. Sem fyrr er stærsti hluti aukningarinnar vegna innlána eignarhaldsfélaga en þau jukust um 25,4% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins eða um rúmlega 50 ma.kr. Þá jukust innlán fyrirtækja um 9,2% á sama tímabili, einkum þjónustu- og sjávarútvegsfyrirtækja. Innlán heimila jukust um 2,2% á sama tíma og innlán fjármálfyrirtækja annarra en banka um 3,1%.

... og peningamagns í umferð

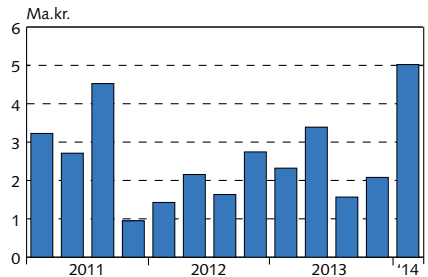
Vítt skilgreint peningamagn (M3) hefur haldið áfram að vaxa milli ára og var um 6,9% meira á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama fjórðung í fyrra (mynd III-10). Það hafði hins vegar dregist talsvert saman á árinu 2012 og á fyrsta fjórðungi 2013, m.a. vegna afborgana innlendra fyrirtækja á erlendum lánnum, og er nú álíka mikið og það var í ársbyrjun 2012. Innlán eignarhaldsfélaga hafa aukist mest en innlán fyrirtækja og heimila hafa einnig aukist.³ Þrengra skilgreint peningamagn hefur einnig aukist: M2 var um 7,9% meira á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama fjórðung í fyrra og M1 11,4% meira. Á sama tíma hefur grunnfé Seðlabankans vaxið um 8,8%.

3. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 má rekja hluta af aukningu peningamagnsins til gjaldreyrisútboda Seðlabankans.

Mynd III-9

Gjaldeyrisviðskipti erlendra aðila vegna innlendra vaxtagreiðslna

1. ársfj. 2011 - 1. ársfj. 2014

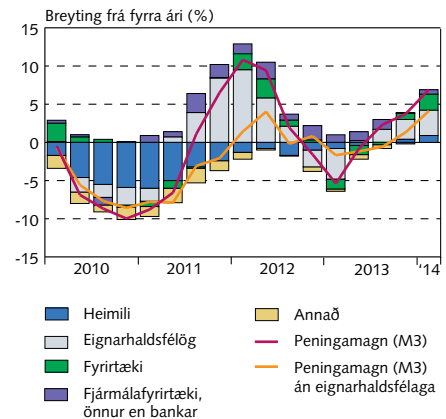


Tölur byggjast á upplýsingum sem innlend fjármálfyrirtæki hafa sent Seðlabankanum um gjaldeyrisviðskipti erlendra aðila vegna greiðslna vaxta og verðbóta af skuldabréfum útgefnum í innlendum gjaldeyri af innlendum aðilum og innstæðum í innlendum fjármálfyrirtækjum. Við samanburð fjárhæða yfir tíma þarf að hafa í huga að ákvæði um gjaldeyrisviðskipti vegna vaxtagreiðslna hafa tekið breytingum. Seðlabankinn telur áreiðanleika gagna fyrir árin 2009 og 2010 ekki nægjanlegan til opinberrar birtingar. Þó má ætla að gjaldeyrisviðskipti vegna vaxtagreiðslna erlendra aðila hafi lækkað á milli þessara tímabila.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Samsetning peningamagns í umferð

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2014

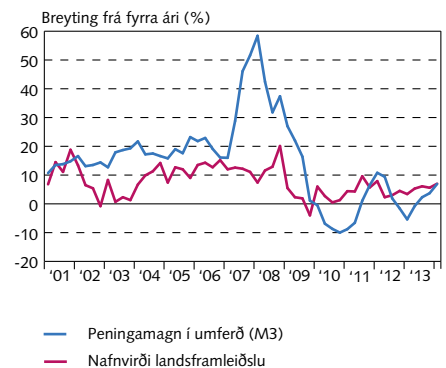


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Nafnvirði landsframleiðslu og M3

1. ársfj. 2001 - 1. ársfj. 2014¹

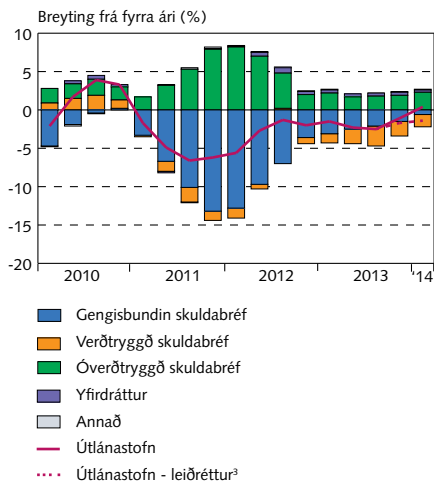


1. Ætlan Seðlabankans fyrir 1. ársfj. 2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

Framlag til útlánavaxtar¹ innlánsstofnana, lífeyrissjóða og íbúðalánasjóðs til heimila og fyrirtækja²

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2014

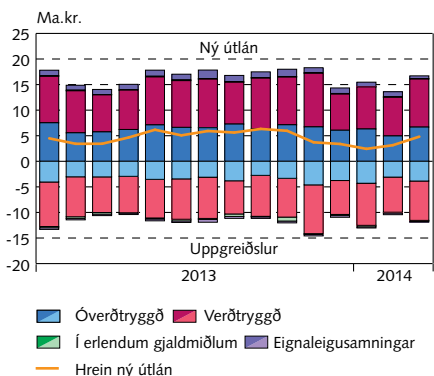


1. Leiðrétt er fyrir áhrifum verðlags- og gengisbreytinga á stofn verð- og gengisbyggðra lána. Útlán innlánsstofnana eru metin á bókfærðu virði. 2. Eignarhaldsfélög eru ekki meðtalin. 3. Leiðrétt fyrir yfirtöku Arion banka hf. á einstaklingslánum Dróma hf. og Hildu ehf.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13

Ný útlán innlánsstofnana til heimila og uppgreiðslur eldri lána

Janúar 2013 - mars 2014

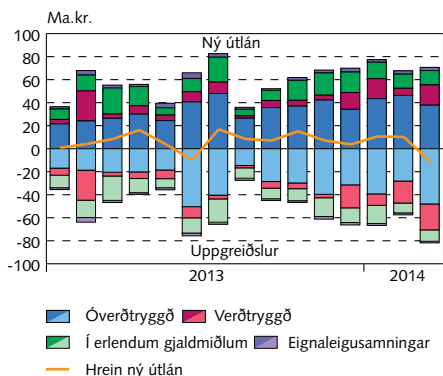


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-14

Ný útlán innlánsstofnana til fyrirtækja og uppgreiðslur eldri lána¹

Janúar 2013 - mars 2014



1. Eignarhaldsfélög eru ekki meðtalin.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þótt vöxtur peningamagns hafi verið nokkur undanfarið hefur hann verið í ágætu samræmi við vöxt nafnvirðis landsframleiðslunnar eftir nokkru hægari vöxt frá síðari hluta 2012 (mynd III-11). Raunvirði peningamagns hefur vaxið að undanfögnu eftir að hafa dregist saman meginhluta síðustu fjögurra ára. Ef þróunin hér á landi er borin saman við samdráttarskeið í öðrum OECD-ríkjum sést að hér hefur samdráttur raunvirðis peningamagns í kjölfar núverandi fjármálakreppu varað lengur. Nánar er fjallað um þróun peningamagns á Íslandi í rammagrein III-1. Eins og rakið er í rammagreininni virðist þróun peningamagns á síðustu árum í stórum dráttum í samræmi við það sem sögulegt samband peningamagns og ákvörðunarþátta peningaeftirspurnar segir til um.

Útlánastofn til heimila og fyrirtækja hefur lítið breyst

Undir lok síðasta árs yfirtók Arion banki hf. einstaklingslán sem höfðu verið í eigu Dróma hf. og Hildu ehf., dótturfélags Eignasafns Seðlabanka Íslands ehf. (ESÍ), sem hluta af uppgjöri milli þessara aðila. Leiddi það til talsverðrar aukningar í útlánastofni innlánsstofnana án þess að um raunverulega útlánaaukningu væri að ræða þar sem lánasöfnin höfðu ekki verið talin með í reikningum innlánsstofnana. Miðað við bókfært virði hefur gengis- og verðlagsleiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana til heimila aukist um rúmlega 9½% á fyrsta fjórðungi ársins samanborið við sama fjórðung í fyrra en rúmlega 2½% ef stofninn er leiðréttur fyrir þeirri aukningu sem varð vegna yfirtökunnar (mynd III-12). Áframhaldandi aukning hefur verið á óverðtryggðum lánunum en á móti hefur stofn gengisbundinna lána og yfirdráttarlána dregist saman. Að útlánunum íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða meðtöldum héldu heildarútlán til heimila hins vegar áfram að dragast saman milli ára.

Gengis- og verðlagsleiðréttur útlánastofn innlánsstofnana og íbúðalánasjóðs til fyrirtækja, annarra en eignarhaldsfélaga, dróst lítillega saman milli ára á fyrsta fjórðungi ársins. Sem fyrr skýrist minnkun stofnsins að stærstum hluta af samdrætti í stofni gengisbundinna og verðtryggðra lána innlánsstofnana en stofn óverðtryggðra lána og yfirdráttarlána hefur stækkað.

Hægt hefur á nýjum útlánunum til heimila ...

Ný útlán innlánsstofnana til heimila voru um 45,8 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins eða um 2% minni en á sama fjórðungi í fyrra (mynd III-13). Stærstur hluti nýrra útlána hefur verið verðtryggður eða um 55%, en um 39% verið óverðtryggð lán. Uppgreiðslur eldri lána hafa jafnframt að stærstum hluta verið á verðtryggðum lánunum og hafa heimilin því hugsanlega verið að nýta sér hagstæða vaxtaþróun verðtryggðra húsnæðislána og lægri raunvexti óverðtryggðra lána á undanfögnu árum. Stærstur hluti bæði nýrra verðtryggðra lána og lána sem hafa verið greidd upp hefur verið íbúðalán með föstum vöxtum. Hrein ný útlán, þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum, til heimila námu um 10,4 ma.kr. á fjórðungnum sem er um 8,5% minni útlánaaukning en á sama fjórðungi árið áður og um 30% minni en að meðaltali í fyrra. Sem fyrr hefur stærstur hluti hreinna nýrra útlána verið óverðtryggð lán. Námu þau um 6,7 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins en hrein ný

verðtryggð lán voru um 2,3 ma.kr. og eignaleigusamningar um 1,6 ma.kr., að mestu leyti bílalan.

... og fyrirtækja

Samkvæmt upplýsingum frá innlánsstofnunum námu ný útlán til fyrirtækja, annarra en eignarhaldsfélaga, um 216 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins. Það er um 35% aukning frá sama fjórðungi í fyrra og 25% aukning frá meðaltali síðasta árs (mynd III-14). Uppgreiðslur eldri lána hafa hins vegar einnig aukist og námu um 206 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins. Hrein ný útlán til fyrirtækja, að mestu leyti óverðtryggð lán, námu tæplega 10 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins en það er um 28% samdráttur frá sama fjórðungi í fyrra. Útlánaaukningin á fyrsta fjórðungi ársins var að mestu leyti til fyrirtækja í iðnaði, nánast að öllu leyti til fyrirtækja í vinnslu sjávarafurða, en einnig jukust útlán til byggingargeirans. Eins og kemur fram í kafla IV hafa fyrirtæki að stærstum hluta fjármagnað fjárfestingar í gegnum eigin rekstur, þótt hlutdeild lánsfjármögnunar virðist eitthvað vera að aukast.

Íbúðaverð hefur hækkað talsvert frá síðustu Peningamálum ...

Á fyrstu þremur mánuðum ársins fjölgaði þinglýstum kaupsamningum um 15% milli ára á landinu öllu og um 9½% á höfuðborgarsvæðinu. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var um fjórir mánuðir fyrstu þrjá mánuði ársins og hefur styst um rúman mánuð miðað við sama tímabil í fyrra.

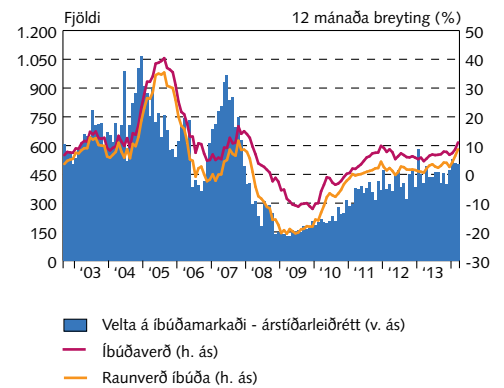
Frá útgáfu síðustu Peningamála í febrúar hefur íbúðaverð hækkað um 3,6%. Hækkaði það um rúmlega 9% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins og um tæplega 6½% að raunvirði (mynd III-15). Í mars sl. mældist tólf mánaða hækkun íbúðaverðs rúm 11% sem er mesta hækkun frá upphafi árs 2008. Hækkunin er nokkru umfram það sem gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Verð á íbúðum í fjölbýli hækkaði mest enda hefur eftirspurn eftir minni íbúðum verið mikil. Í tölum frá Samtökum iðnaðarins kemur í ljós að töluvert vantar upp á að byggingariðnaðurinn geti annað eftirspurn enda er fjöldi íbúða í byggingu undir árlegri þörf markaðarins. Nýjar upplýsingar frá Þjóðskrá um hverjir eiga viðskipti á íbúðamarkaðnum á höfuðborgarsvæðinu sýna einnig að hlutfall lögaðila af íbúðakaupendum hækkaði milli ára á fyrsta fjórðungi ársins en þeir hafa einkum verið umsvifamiklir í miðbæ Reykjavíkur.

... og leiguverð hækkar áfram

Fyrstu þrjá mánuði ársins hækkaði leiguverð um 7,8% frá sama tíma í fyrra og um rétt rúmlega 5% að raunvirði. Vegna strangari krafna um eiginfjárframlag og gjaldþrota hafa margir, sér í lagi ungt fólk, þurft að leita út á leigumarkað og er eftirspurnin því mikil, sérstaklega eftir minni íbúðum, en hlutfall heimila í leiguhúsnæði hefur hækkað úr 15,4% árið 2007 í 24,9% árið 2013 samkvæmt nýlegum tölum Hagstofu Íslands.⁴ Til að mæta þessari eftirspurn og til að koma til móts við vilja stjórnvalda um að auka framboð á leiguhúsnæði í langtímaleigu seldi Íbúðalánasjóður leigufélagi í eigu sjóðsins stóran hluta af leiguibúðum sínum í byrjun ársins. Salan var jafnframt liður í því að

Mynd III-15

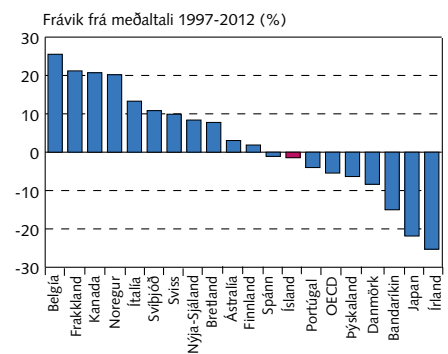
Íbúðaverð og velta á höfuðborgarsvæðinu¹
September 2002 - mars 2014



1. Velta er miðuð við fjölda þinglýstra kaupsamninga.
Heimildir: Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-16

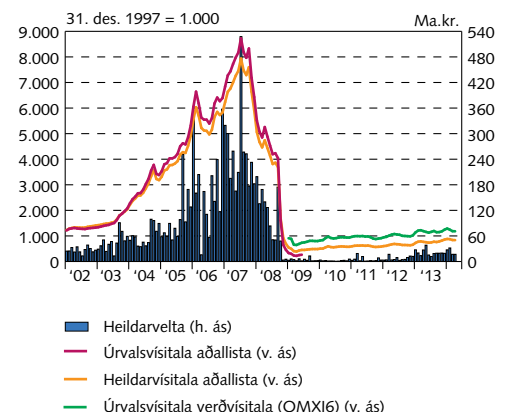
Núverandi hlutfall húsnæðisverðs og tekna nokkurra OECD-riksa¹



1. Hlutfall Íslands er frá árinu 2013 en hlutföll annarra ríkja frá árinu 2012. Miðað er við meðaltal árunna 1997-2012 = 100.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-17

Hlutfjármarkaður¹
Janúar 2002 - apríl 2014

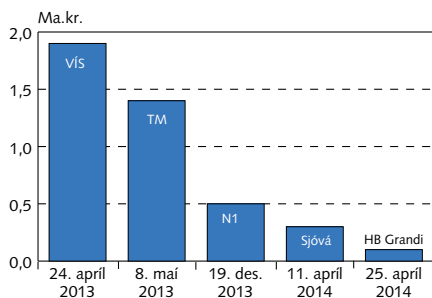


1. Mánaðarleg heildarvelta skráðra hlutabréfa og mánaðarlegt meðaltal úrvalsvisitalna.
Heimild: Nasdaq OMX Iceland.

4. Hagstofa Íslands, „Félagsvísar: Leigjendur á almennum leigumarkaði“, *Hagtiðindi*, 99, 28. apríl 2014.

Mynd III-18

Útboðsafsláttur við skráningu fyrirtækja á aðalmarkað 2013-2014¹

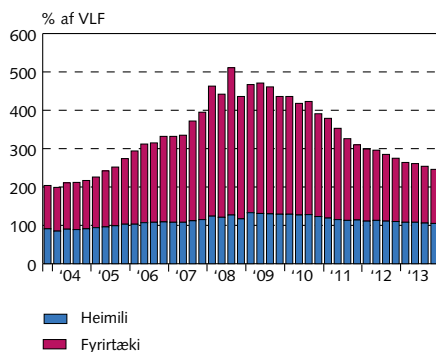


1. Markaðsvirði útgáfu í lok fyrsta viðskiptadags að frádregnu söluandvirði útgáfunnar samkvæmt tilkynningu útboðsaðila. Heimildir: Arion banki hf., Íslandsbanki hf., Landsbankinn hf., NASDAQ OMX Iceland.

Mynd III-19

Skuldir heimila og fyrirtækja¹

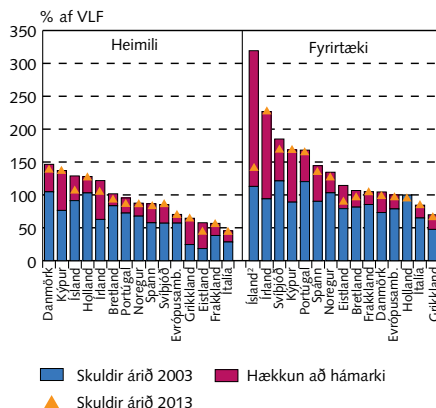
4. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2013



1. Miðað við árstíðarleiðréttar landsframleiðslutölur Seðlabankans. Skuldir við fjármálafyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-20

Þróun skulda heimila og fyrirtækja í nokkrum Evrópulöndum 2003-2013¹



1. Bláar súlur sýna skuldastöðu heimila og fyrirtækja í lok árs 2003. Rauðar sýna aukningu skulda að hesta árslokagildi og þríhyrningar sýna stöðuna í lok árs 2013. Miðað er við skuldir árið 2012 ef tölur fyrir 2013 eru ekki fáanlegar. Tölur eru ekki á samstöðugrunni. 2. Eingöngu skuldir fyrirtækja við fjármálafyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf skv. tölum Seðlabanka Íslands. Tölur innihalda skuldir eignarhaldsfélaga sem tengjast fjármálastarfsemi þar sem þau hafa ekki verið flokkuð sérstaklega. Heimildir: Eurostat, Seðlabanki Íslands.

losa um eignarhald sjóðsins á fasteignum en á fyrsta ársfjórðungi voru þær um 2.100 talsins.

Hlutfall íbúðaverðs og tekna nálægt langtímeðaltali

Hækkun íbúðaverðs hefur verið í ágætu samræmi við helstu efnahagsstærðir á undanförunum fjórum árum. Hlutföll íbúðaverðs af launum, ráðstöfunartekjum og byggingarkostnaði voru í fyrra nærri langtímeðaltölum sínum, ólíkt mörgum öðrum OECD-ríkjum (mynd III-16). Grunnspáin gerir ráð fyrir að húsnæðisverð haldi áfram að hækka í takt við tekjur út spátímann.

Lækkun á hlutabréfamarkaði en skráðum fyrirtækjum fjölgar

Frá síðustu *Peningamálum* hefur heildarverðvísitala aðallista Kauphallarinnar lækkað um 5,7% og verðvísitala OMXI6 um 7,9% (mynd III-17). Að hluta til má rekja breytingarnar til arðgreiðslna sem fallið hafa til á tímabilinu en sambærilegar heildarafkomuvísitölur, sem leiðréttar eru fyrir verðáhrifum arðgreiðslna, hafa lækkað minna eða um 4,4-6,1%.

Velta á hlutabréfamarkaði eykst enn milli ára þótt hægt hafi á aukningunni að undanförunu. Samanlögð velta jókst um 24% milli ára á fyrsta ársfjórðungi en það er talsvert minni aukning en var á sama fjórðungi í fyrra þegar hún jókst um 156%. Í apríl voru bréf Sjóvár og HB Granda tekin til viðskipta í Kauphöll Íslands en samanlagt markaðsvirði þeirra var metið á um 71 ma.kr. í lok þess mánaðar og er framlag HB Granda þar mest eða um 50 ma.kr. Markaðsvirði skráðra félaga á aðalmarkaðinum var 33% af landsframleiðslu síðasta árs í lok aprílmánaðar en 29% án nýju félaganna. Íslensk félög á aðalmarkaði eru því orðin 13 talsins og er frekari nýskráninga að vænta á næstu tveimur árum.

Frá efnahagshruninu hefur talsverðrar óvissu gætt við útgáfu hlutafjár sem hefur endurspeglast í afslætti á verði til fjárfesta í frumútboðum. Hins vegar virðist sem dregið hafi úr bæði umframeftirspurn og útboðsafslætti að undanförunu (mynd III-18). Minnkandi útboðsafsláttur, metinn sem markaðsvirði hlutafjárútgáfunnar í lok fyrsta viðskiptadags að frádregnu söluandvirði sömu útgáfu, gefur til kynna að útboðsaðilar hafi hækkað útboðsverð. Kann það að endurspegla minnkandi óvissu á hlutabréfamarkaði.

Skuldir einkageirans halda áfram að lækka

Skuldir heimila námu um 105% af vergri landsframleiðslu í árslok 2013 og höfðu lækkað um 5 prósentur milli ára og um 28 prósentur frá því að þær voru mestar á fyrsta ársfjórðungi 2009 (mynd III-19). Skuldir fyrirtækja lækkuðu sem nemur 24 prósentum af landsframleiðslu á síðasta ári og mældust um 141% af landsframleiðslu í lok ársins eða um 242 prósentum lægri en þegar þær voru mestar haustið 2008.⁵ Skuldir einkageirans voru því tæplega 250% af landsframleiðslu í lok síðasta árs eða rúmlega helmingi lægri en þegar þær voru

5. Tölur um skuldir íslenskra fyrirtækja innihalda einnig skuldir eignarhaldsfélaga sem tengjast fjármálastarfsemi þar sem þau hafa ekki verið flokkuð sérstaklega. Án eignarhaldsfélaga hafa skuldir fyrirtækja lækkað um sem nemur 144 prósentum af landsframleiðslu á sama tímabili.

voru mestar í lok þriðja ársfjórðungs 2008 og hafa þær ekki verið jafn lágar síðan um mitt ár 2005. Þrátt fyrir meiri lækkun skulda hér á landi í kjölfar núverandi fjármálakreppu en hjá öðrum þjóðum er skuldsetning einkageirans enn nokkur í alþjóðlegum samanburði þar sem heimili og fyrirtæki söfnuðu gríðarlegum skuldum í aðdraganda kreppunnar (mynd III-20).

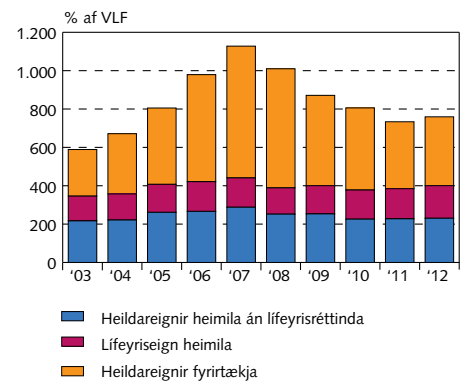
Fjármálaleg skilyrði einkageirans hafa batnað

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa í meginatriðum haldið áfram að batna að undanfögnu. Hrein eign einkageirans hefur aukist samhliða hækkandi eignaverði og lækkandi skuldum. Samkvæmt tölum frá Hagstofunni námu heildareignir heimila, þ.e. samanlagt virði fjáreigna, fasteigna og ökutækja, um 400% af landsframleiðslu í árslok 2012, þar af um 170 prósentur lífeyriseignir, og höfðu aukist um sem nemur tæplega 23 prósentum af landsframleiðslu frá 2010 (mynd III-21). Eiginfjárlutfall heimila, þ.e. hrein eign í hlutfalli af heildareignum, var því um 72% í árslok 2012 og hafði hækkað um 6 prósentur frá því að það var lægst árið 2010. Þá voru áætlaðar eignir fyrirtækja, annarra en fjármálfyrirtækja, um 360% af landsframleiðslu í árslok 2012 og höfðu aukist um tæpar 10 prósentur frá árinu áður er þær voru lægstar í kjölfar fjármálakreppunnar.⁶ Áætlað eiginfjárlutfall fyrirtækja hefur einnig hækkað og var um 40% í árslok 2012 eða álíka hátt og það var árið 2005. Aukning á hreinni eign einkageirans er því að mestu til komin vegna minnkandi skulda. Ef gengið er út frá þeirri einföldu forsendu að eignir heimila og fyrirtækja hafi haldist nær óbreyttar frá fyrra ári var áætlað eiginfjárlutfall heimila um 73% í árslok í fyrra og 46% hjá fyrirtækjum vegna áframhaldandi lækkunar skulda (mynd III-22).

Horfur eru á að fjármálaleg staða einkageirans batni enn frekar á næstu árum m.a. vegna aðgerða til lækkunar á húsnæðisskuldum heimila. Hins vegar gæti takmörkun á lánstíma verðtryggðra jafngreiðslulána, sem rætt er um, leitt til aukinnar greiðslubyrði nýrra lána og lækkunar húsnæðisverðs að öðru óbreyttu (sjá kafla I).⁷ Á undanförunum átta árum hefur húsnæðiskostnaður meðaleinstaklings verið nokkuð stöðugur samkvæmt nýlegum tölum Hagstofunnar og mældist um 16,8% af ráðstöfunartekjum árið 2013. Húsnæðiskostnaður hefur þó þróast mismunandi eftir hópum, hækkað hjá leigjendum en lækkað hjá fólki í eigin húsnæði.

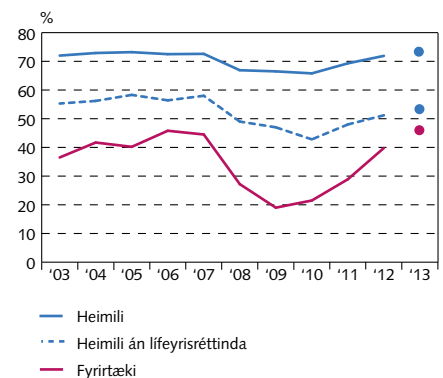
Einstaklingum á vanskilaskrá hefur fækkað en fjöldi þeirra er enn mikill samanborið við stöðuna við upphaf samdráttarskeiðsins (mynd III-23). Eins og rakið er í *Fjármálastöðugleika* 2014/1 hefur hlutfall lána heimila og fyrirtækja í vanskilum hjá þremur stærstu viðskiptabönkunum og Íbúðalánasjóði haldið áfram að lækka. Þá virðist fjárhagslegri endurskipulagningu fyrirtækja hafa miðað áfram. Hlutfall lána lítilla og meðalstórra fyrirtækja í vanskilum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur hefur lækkað hraðar undanfarið sem kann að endurspeglar það að stærstur hluti stærri fyrirtækja hefur nú þegar

Mynd III-21
Heildareignir heimila og fyrirtækja
2003-2012¹



1. Áætlað út frá gögnum Hagstofu Íslands og Seðlabanka Íslands. Ekki á samstæðugrunni.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

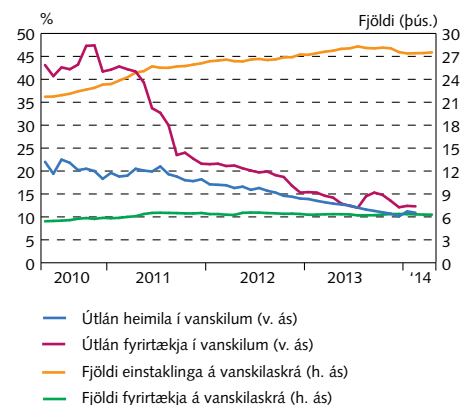
Mynd III-22
Áætlað eiginfjárlutfall heimila og fyrirtækja
2003-2013¹



1. Áætlað út frá gögnum Hagstofu Íslands og Seðlabanka Íslands. Eiginfjárlutföll á árinu 2013 miðast við þá forsendu að eignir heimila og fyrirtækja haldist nær óbreyttar frá fyrra ári. Ekki á samstæðugrunni.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-23
Fjöldi á vanskilaskrá og hlutfall útlána í vanskilum¹ þriggja stærstu viðskiptabankanna og Íbúðalánasjóðs²

Maí 2010 - apríl 2014



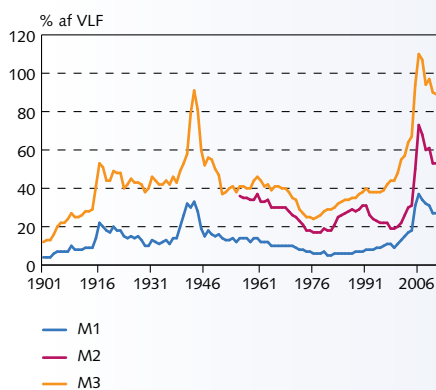
1. Útlán í vanskilum (e. non-performing loans) eru skilgreind sem lán í 90 daga vanskilum eða greiðsla talin ólíkleg. Ef eitt lán viðskiptavinar er komið í 90 daga vanskil eru öll lán viðkomandi viðskiptavinar talin í vanskilum (e. cross default method). 2. Móðurfélög, bókfært virði.
Heimildir: Creditinfo, Fjármálaferlitíð, Seðlabanki Íslands.

6. Virði varanlegra rekstrarfjármuna er áætlað út frá efnahagsfirliti fyrirtækja frá Hagstofunni en þar sem gildi ársins 2012 er óbirt er miðað við árið 2011.
7. Nánari umfjöllun er einnig að finna í rammagrein V-1 í *Fjármálastöðugleika* 2014/1.

Rammagrein III-1

Þróun peningamagns í kjölfar fjármálakreppunnar

Mynd 1
Peningamagn á Íslandi sem hlutfall af VLF 1901-2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

gengið í gegnum endurskipulagningu og röðin því komin að minni fyrirtækjum. Skráðum gjaldþrotum fyrirtækja hefur einnig fækkað en fjöldi fyrirtækja á vanskilaskrá hefur hins vegar lítið breyst.

Aðgengi að lánsfé virðist enn tiltölulega gott fyrir þá sem hafa fullnægjandi eiginfjárstöðu. Eins og mynd III-2 fyrr í kaflanum sýnir hafa raunvextir óverðtryggðra húsnæðislána hins vegar hækkað nokkuð samhliða hærri raunvöxtum Seðlabankans og eru nú orðnir hærri en sambærilegir vextir verðtryggðra húsnæðislána eftir að hafa verið talsvert lægri á undanförunum árum.

Peningamagn í umferð jókst verulega á Íslandi í efnahagsuppsveiflunni upp úr síðustu aldamótum og hefur aldrei verið jafn mikið í hlutfalli af vergri landsframleiðslu eins og það var í aðdraganda fjármálakreppunnar. Í kjölfar kreppunnar hefur hlutfallið hins vegar lækkað á ný en er þó enn hátt í sögulegu samhengi. Samdráttur peningamagns hér á landi er meiri en fordæmi eru fyrir meðal annarra iðnríkja en virðist í ágætu samræmi við sögulegt samband peningamagns og meginákvörðunarþátta peningaeftirspurnar hér á landi.

Peningamagnið var að jafnaði tæpur helmingur af landsframleiðslu á síðustu öld ...

Í upphafi tuttugustu aldar var vítt skilgreint peningamagn (M3) á Íslandi einungis um 10% af vergri landsframleiðslu (mynd 1). Endurspeglar það í raun hversu lítið og vanþróað innlent fjármála- og bankakerfi var á þessu tíma.¹ Hlutfallið fór hækkanði á fyrstu tveimur áratugum aldarinnar í kjölfar fjölgunar innlendra fjármálfyrirtækja og uppbyggingar innlends fjármálakerfis og var orðið hátt í 50% á þriðja áratug aldarinnar. Fyrir utan mikla hækkun hlutfallsins á stríðsárunum hélt peningamagnið að jafnaði í um 40-50% af landsframleiðslu fram á áttunda áratug aldarinnar þegar það tók að lækka samhliða stigvaxandi verðbólgu og neikvæðum raunvöxtum innlána sem drógu úr peningaeftirspurn og leiddu til tilfærslu yfir í önnur eignaforn, sérstaklega fasteignir. Hlutfallið varð lægst tæplega 25% undir lok áttunda áratugar síðustu aldar en tók síðan að hækka á ný, m.a. í kjölfar innleiðingar almennra laga um verðtryggingu árið 1979 sem leiddi til aukningar innlends sparnaðar, fram á tíunda áratuginn þegar það mældist um 40% af landsframleiðslu.²

... en jókst hratt í uppsveiflunni upp úr aldamótum ...

Upp úr síðustu aldamótum tók peningamagnið að vaxa með auknum hraða samhliða mikilli útlánaþenslu lánastofnana. Hlutfall M3 af landsframleiðslu jókst þannig um tæplega 70 prósentur frá aldamótum til ársloka 2008 þegar það var orðið 110% af landsframleiðslu. Töluverð aukning varð einnig í þrengra skilgreindu peningamagni. Sú mikla útlánaaukning sem varð í bankakerfinu og meðfylgjandi aukning peningamagns í umferð skýrist af mörgum þáttum, m.a. atburðum í kjölfar einkavæðingar viðskiptabankanna, auknum efnahagssumsvifum, hraðri þróun fjármálakerfisins, greiðara

1. Hlutfall breiðs peningamagns af landsframleiðslu er hefðbundinn mælikvarði á þróunarstig og dýpt innlends fjármálakerfis. Sjá t.d. umfjöllun í Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011).

2. Umfjöllun um þróun peningamagns og mat á ákvörðun peningaeftirspurnar á Íslandi má finna í rannsóknum Þráins Eggertssonar (1982), Guðmundar Guðmundssonar (1986), Cornelius (1990) og Þórarins G. Péturssonar (1996, 2000). Nýlegt mat á peningaeftirspurnarjöfnu fyrir Ísland er að finna í þjóðhagslíkani Seðlabankans (sjá Ásgeir Danielsson o.fl., 2009, en uppfært mat á líkaninu er væntanlegt).

aðgengi banka og fyrirtækja að ódýru lánsfé á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, hækkun veðhlutfalla húsnæðislána og eignaverðsbólu sem jók auð heimila og veðrymi til aukinnar lántöku (sjá einnig umfjöllun í rammagrein III-2 í *Peningamálum* 2010/2). Taumhald peningastefnunnar virðist einnig hafa verið of laust á þessum tíma eins og rakið er í Seðlabanki Íslands (2012) en peningastefnan setur peningamyndun innlánsstofnana skorður í gegnum stjórnþæki sín með því að ákvarða jaðarkostnað fjármagns, einkum ákvörðun stýri-vaxta.³ Útlánaaukning bankakerfisins hér á landi var þó eingöngu að hluta til fjármögnuð með peningamyndun sem er í samræmi við alþjóðlega þróun á þessu tímabili. Þannig var M3 tæplega 60% af útlánastofni innlánsstofnana í september 2003 en 30% í sama mánuði árið 2008 þegar fjármálaáfallið skall á (mynd 2).

... og hefur farið lækkaði eftir því sem liðið hefur frá fjármálaáfallinu

Peningamagnið hélt áfram að vaxa í upphafi fjármálakreppunnar undir lok árs 2008 sem má að hluta til rekja til aukinnar eftirspurnar eftir peningum í kjölfar kerfisbreytinga á sparnaði: fjármagn sem legið hafði í sjóðum var fært yfir á innlánsreikninga ásamt því að versnandi efnahagshorfur leiddu til þess að sparifjáreigendur færðu eignir sínar í auðseljanlegri og áhættuminni eignir, líkt og innlán sem voru að fullu tryggð samkvæmt yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar hinn 6. október 2008. Fækkun fjárfestingarkosta beindi fjármagninn inn á aðrar brautir eins og innlán. Að auki leiddi lækkun vaxta og minni ávöxtun annarra eignaforma í kjölfar fjármálakreppunnar til aukinnar peningaeftirspurnar.

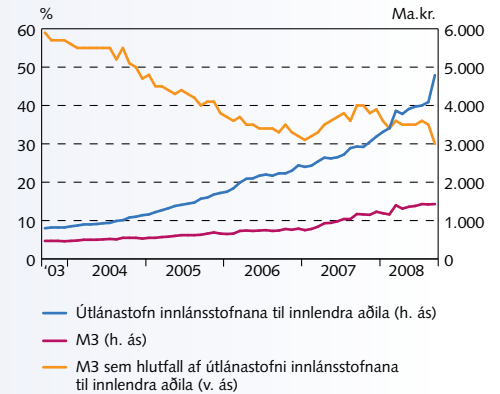
Eftir því sem lengra hefur liðið frá fjármálaáfallinu hefur þróunin hins vegar snúist við og peningamagn í umferð sem hlutfall af landsframleiðslu minnkaði á ný og var það orðið um 90% í lok árs 2013. Lækkun hlutfallsins skýrist líklega af mörgum þáttum. Peningaeftirspurn tók að dragast saman samhliða minnkandi auði heimila sem hafa í einhverjum mæli gengið á sparnað sinn og greitt niður lán eða notað hann til að jafna út neyslu vegna samdráttar í kaupmætti ráðstöfunartekna. Skuldsetning fyrirtækja minnkaði einnig, þau gengið í gegnum endurskipulagningu, skuldir verið afskrifaðar og lán greidd niður. Auk þess virðist stærstur hluti fjárfestingarútgjalda þeirra hafa verið fjármagnaður úr eigin rekstri en ekki með lántöku (sjá t.d. niðurstöðu fjárfestingarkönnunar Seðlabankans í kafla IV). Þá fjölgaði fjárfestingarmöguleikum með tilheyrandi tilfærslu frá innlánnum yfir í önnur eignaform og viðskiptabankar seldu eignir sem þeir tóku yfir í kjölfar fjármálakreppunnar. Að auki kann peningaeftirspurn að hafa dregist saman í kjölfar hækkandi eignaverðs, lágrar raunávöxtunar innlána og hærri ávöxtunar annarra fjárfestingarkosta ásamt því að dregið hefur úr varúðarsjónarmiðum við eignadreifingu einstaklinga samhliða því að eignasamsetning er orðin eðlilegri.

Þótt samdráttur peningamagns hafi í meginatriðum stöðvast á síðustu tveimur árum hefur hlutfall þess af landsframleiðslu hins vegar lækkað áfram, sérstaklega þegar tekið er tillit til áhrifa endurflokkunar innlána í kjölfar fjármálakreppunnar á mælt peningamagn. Innlán innlendra aðila hafa aukist þar sem viðskiptabankaleyfi slita-stjórna fallinna fjármálafyrirtækja hafa verið afturkölluð og þær skilgreindar sem eignarhaldsfélög.⁴ Þá hafa innlán sértækra félaga (e.

Mynd 2

M3 og útlánastofn innlánsstofnana

September 2003 - september 2008



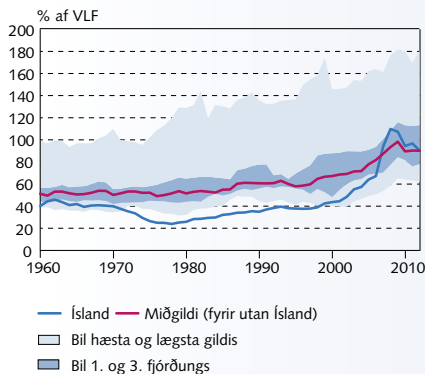
Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Umfjöllun um hvernig peningastefnan takmarkar peningamyndun innlánsstofnana má t.d. finna í McLeay o.fl. (2014).

4. Þar sem peningamagn í umferð er skilgreint sem skuldbindingar bankakerfis gagnvart almenningi eykst mælt peningamagn í umferð við það að innlán slita-stjórna breytast úr því að vera innlán fjármálastofnunar (og því skuld eins fjármálafyrirtækis við annað) yfir í að vera skuld fjármálastofnunar við fyrirtæki sem ekki telst fjármálastofnun án þess að um raunverulega aukningu innlána sé að ræða.

Mynd 3

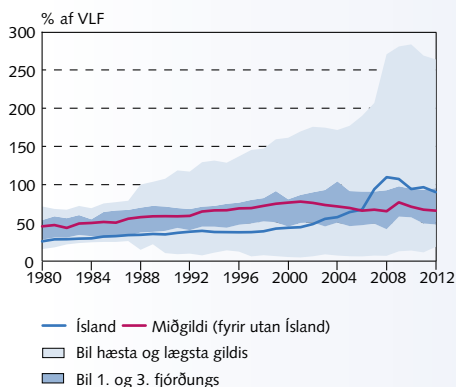
Vítt skilgreint peningamagn í hlutfalli við VLF á Íslandi og í nokkrum öðrum Evrópuríkjum 1960-2012¹



1. Bretland, Danmörk, Finnland, Frakkland, Holland, Ítalía, Noregur, Portúgal, Spánn, Sviss, Svíþjóð og Þýskaland. Fyrir sum ríkjanna eru ekki til gögn fyrir allt tímabilið.
Heimildir: Alþjóðabankinn, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

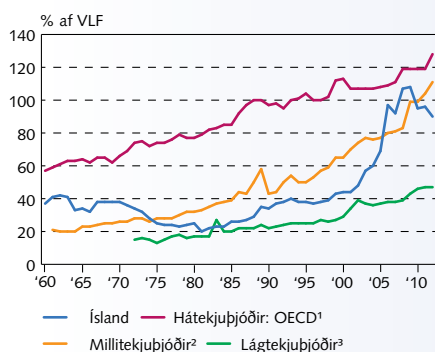
Vítt skilgreint peningamagn í hlutfalli við VLF á Íslandi og í nokkrum öðrum smárikjum 1980-2012¹



1. Antígva og Barbúða, Arúba, Bahamaeyjar, Bahrein, Barbados, Brúnei, Estland, Grenada, Hollensku Antíllaejar, Katar, Kýpur, Lettland, Malta, Mántíus, Miðbaugs-Gínea, Oman, Sambandsríkið Sankti Kristófer og Nevis, Santa Lúsía, Seychelleseyjar, Trínidad og Tóbago. Fyrir sum ríkjanna eru ekki til gögn fyrir allt tímabilið.
Heimildir: Alþjóðabankinn, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Vítt skilgreint peningamagn í hlutfalli við VLF eftir þjóðartekjum 1960-2012



1. Þjóðartekjur á mann árið 2012 12.616 Bandaríkjadalir eða hærri.
2. Þjóðartekjur á mann árið 2012 milli 1.036 og 12.615 Bandaríkjadala.
3. Þjóðartekjur á mann árið 2012 1.035 Bandaríkjadalir eða lægri.
Heimildir: Alþjóðabankinn.

special purpose vehicles), sem m.a. halda utan um fasteignaveðlán, aukist en það hefur áhrif á mælt peningamagn í umferð þrátt fyrir að þau séu að fullu í eigu viðskiptabanka.⁵ Ef leiðrétt er fyrir innlánnum þessara aðila var peningamagn í umferð rúmlega 80% af landsframleiðslu í lok árs 2013 eða tæplega 10 prósentum af landsframleiðslu minna en mælt M3.

Þróun peningamagns í samanburði við önnur ríki

Ef þróunin á Íslandi er borin saman við nokkur önnur Evrópuríki á tímabilinu 1960-2012 sést að vítt peningamagn í hlutfalli af landsframleiðslu var að jafnaði lægra á Íslandi fram að aldamótum og talsvert fyrir neðan miðgildi ríkjasafnsins sem bendir til þess að fjármálakerfið hafi verið tiltölulega vanþróað hér á landi, eins og áður var nefnt (mynd 3). Upp úr aldamótum hækkar hlutfallið í ríkjasafninu en þó hraðar hér á landi sem endurspeglar að innlent fjármálakerfi líkist smám saman meira fjármálakerfum annarra Evrópuríkja. Þrátt fyrir mikla hækkun hlutfalls peningamagns af landsframleiðslu var það þó ekki orðið hærra en svo að í árslok 2012 var það orðið svipað og miðgildi ríkjasafnsins. Sambærilega þróun má sjá í samanburði við önnur smáríki (mynd 4). Í þessum alþjóðlega samanburði er því ekki hægt að álykta sem svo að peningamagnið á Íslandi sé óeðlilega mikið um þessar mundir þrátt fyrir mikinn vöxt frá aldamótum. Hins vegar er rétt að hafa í huga að hlutfallið getur verið afar breytilegt milli ríkja og engin gullin regla til um hvað telst eðlilegt hlutfall. Eins og mynd 5 sýnir er það þó jafnan hærra í tekjuhærri ríkjum.

Samdráttur peningamagns meiri í kjölfar fjármálakreppunnar hér en fordæmi eru fyrir í öðrum kreppum meðal iðnríkja ...

Frá því að fjármálakreppan skall á hefur M3 dregist saman um rúmlega 20% að raunvirði. Þetta sýnir er það töluvert meiri samdráttur en fordæmi eru fyrir meðal iðnríkja í kjölfar annarra efnahags- og fjármálakreppna (mynd 6).⁶ Eins og búast má við er samdráttur peningamagns enn meiri og viðsnúningur peningamagnsvaxtar hægari í ríkjum sem ganga í gegnum fjármálakreppu samhliða efnahags-samdrætti.

Eins og sjá má út frá samanburðarhópnum dregur yfirleitt úr raunvexti peningamagns, og stundum hefur peningamagn dregist saman í 1-2 ár eftir að kreppan skellur á, en tilvik þar sem peningamagn er enn að dragast saman að raunvirði hátt í fjórum árum eftir kreppuna, eins og hér á landi, eru sjaldgæf.

... sem endurspeglar umfang efnahags-samdráttarinnar

Mynd 6 sýnir að peningamagn dróst mun meira saman hér á landi í kjölfar núverandi fjármálakreppu en í öðrum OECD-ríkjum í kjölfar annarra efnahags- og fjármálakreppna. Peningamagnið hefur jafnframt verið lengur að taka aftur við sér hér á landi. Kann það að endurspeglar meiri vöxt peningamagns í aðdraganda kreppunnar. Þannig tvöfaldaðist M3 að raunvirði á fjórum árum fyrir fjármálakreppuna en jókst að meðaltali einungis um ríflega 20% meðal annarra iðnríkja þar sem fjármálakreppur fylgdu í kjölfarið.

Ástæða mikils samdráttar peningamagns hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar kann einnig að vera stærð efnahagsáfallsins hér á landi. Til að kanna hvort samdráttur peningamagns í kjölfar fjármálakreppunnar hafi verið í takt við það sem sögulegt samband peningamagns og efnahagslegra ákvörðunarþátta peningamagns

5. Seðlabanki Íslands hefur tekið skilgreiningar bankans á peningamagni til endurskoðunar, þar á meðal stöðu sértækra félaga. Sjá einnig umfjöllun í Burgess og Janssen (2007).

6. Myndin sýnir þróun peningamagns í kjölfar 87 samdráttarskeiða (þar af 23 samhliða fjármálakreppu) í 23 OECD-ríkjum á tímabilinu 1960-2013 (sjá Seðlabanki Evrópu, 2012).

gefur til kynna er hægt að bera samdráttinn saman við það sem hefðbundin peningaeftirspurnarjafna hefði spáð fyrir um að gerðist í kjölfar fjármálakreppunnar. Notast er við peningaeftirspurnarjöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans (sjá Ásgeir Danielsson o.fl., 2009). Eins og mynd 7 sýnir er samdrátturinn í fyrstu heldur hraðari en líkanið spáir en frá árinu 2011 er þróunin í góðu samræmi við hefðbundið samband peningamagns og ákvörðunarþátta peningaeftirspurnar, sérstaklega þegar horft er til peningamagns sem hefur verið leiðrétt fyrir áhrifum innlána sértækra félaga í eigu banka og fallinna fjármálafyrirtækja sem misst hafa viðskiptabankaleyfi sín. Myndin sýnir líka að spáin er vel innan skekkjumarka á öllu tímabilinu.

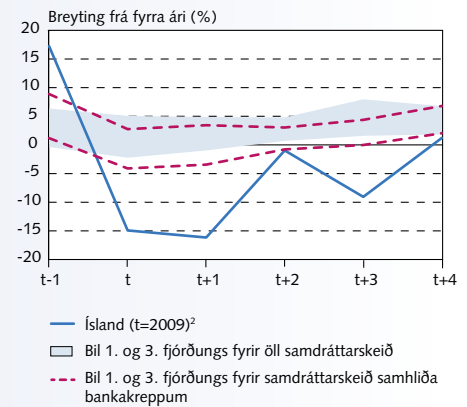
Þótt samdráttur peningamagns hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar hafi verið meiri en fordæmi eru fyrir meðal annarra iðnríkja í kjölfar fjármálakreppna, virðist þróun peningamagns í kjölfar fjármálakreppunnar í ágætu samræmi við það sem búast mátti við miðað við hversu alvarlegur efnahagssamdrátturinn varð og í takt við sögulegt samband peningamagns og meginákvörðunarþátta peningaeftirspurnar.

Heimildir

- Ásgeir Danielsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Ó. Pétursdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa Sveinsdóttir (2009). „A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy“, Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 41.
- Burgess, S., og N. Janssen (2007). „Proposals to modify the measurement of broad money in the United Kingdom: A user consultation“, Bank of England *Quarterly Bulletin* 2007/Q3, 402-414.
- Cornelius, P. K., (1990). „Monetary indexation and revenues from money creation: The case of Iceland“, *IMF Working Papers*, nr. 20.
- Guðmundur Guðmundsson (1986). „Peningamagn og vextir“, *Fjármálatíðindi*, 37, 95-104.
- MacLeay, M., A. Radia og R. Thomas (2014). „Money creation in the modern economy“, Bank of England *Quarterly Bulletin* 2014/Q1, 14-27.
- Seðlabanki Evrópu (2012). „Money and credit growth after economic and financial crises – Historical global perspective“. *Monthly Bulletin*, febrúar 2012.
- Seðlabanki Íslands (2012). „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, *Sérít*, nr. 7.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011). „Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility“. Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*, ritstj. M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge University Press.
- Þórarinn G. Pétursson (1996). „Peningaefitirspurn á Íslandi“, *Fjármálatíðindi*, 43, 17-38.
- Þórarinn G. Pétursson (2000). „The representative household's demand for money in a cointegrated VAR model“, *Econometrics Journal*, 3, 162-176.
- Þráinn Eggertsson (1982). „Inflation expectations and the demand for money in Iceland“, *Scandinavian Journal of Economics*, 84, 1-12.

Mynd 6

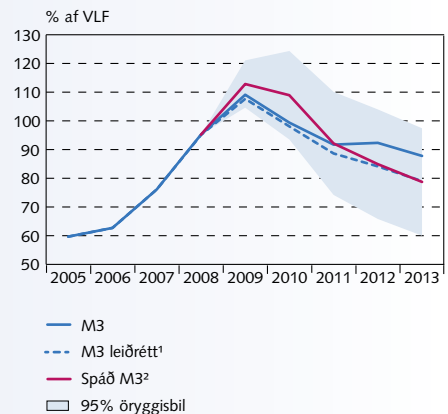
Þróun peningamagns í kjölfar efnahagskreppna¹



1. Þróun peningamagns í kjölfar efnahags- og bankakreppna á árunum 1960-2013 í 23 OECD-riki (ár t er upphafsár kreppna). Notast er við vilt skilgreint peningamagn (M3 eða M2) að raunvirði (staðvirk með samræmri vísitölu neysluverðs eða vísitölu neysluverðs). 2. Leiðrétt fyrir áhrifum fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga í eigu fjármálafyrirtækja.
- Heimildir: Alþjóðabankinn, OECD, Seðlabanki Evrópu, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

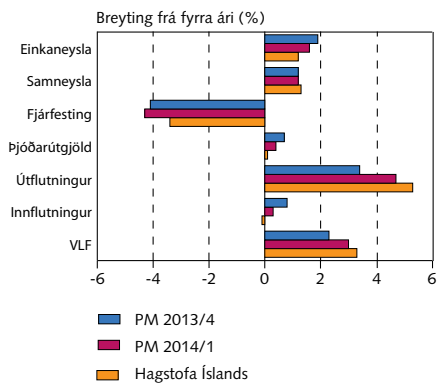
Raunveruleg og spáð þróun vilt skilgreinds peningamagns 2005-2013



1. Leiðrétt fyrir innlánunum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja sem misst hafa viðskiptabankaleyfi sín og innlánun sértækra félaga í eigu fjármálafyrirtækja. 2. Spá fyrir 2009-2013.
- Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

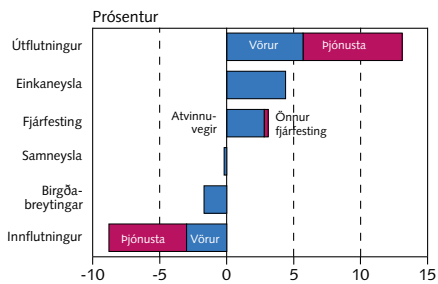
Mynd IV-1

Þjóðhagsreikningar 2013 og mat Seðlabankans



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

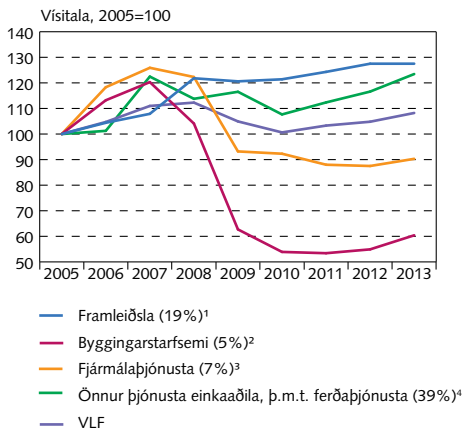
Mynd IV-2

Framlag undirliða landsframleiðslu til efnahagsbata¹

1. Árstoðarleiðréttar tölur. Frá fyrri hluta 2010 til 4. ársfj. 2013. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

VLF og framleiðsla ýmissa atvinnugreina



1. Framleiðsla, námugróftur, veitustarfsemi og meðhöndlun úrgangs.
 2. Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð. 3. Fjármálaþjónusta og váttryggingarstarfsemi. 4. Heildsala, verslun, samgöngur og geymslusvæði, veitinga- og gististaðir, upplýsingar og fjarskipti, fasteignaviðskipti og ýmis sérhæfð þjónusta. Tölur í svigum sýna hlutdeild viðkomandi atvinnugreinar í vergum þáttatekjum árið 2013.
 Heimild: Hagstofa Íslands.

IV Innland eftirspurn og framleiðsla

Efnahagsbatanum óx meira ásmegin í fyrra en búist var við í febrúarspá *Peningamála* og hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa sömuleiðis batnað verulega, einkum vegna aukinnar atvinnuvegafjárfestingar. Hagvöxtur síðasta árs var einkum knúinn áfram af útfluttri þjónustu en útlit er fyrir að innland eftirspurn verði megindrífkraftur efnahagsbatans í ár. Vísbendingar eru um kröftugan vöxt einkaneyslu á fyrsta fjórðungi ársins en vöxturinn í fyrra var nokkru minni en vænst var. Samneysla jókst í fyrra í fyrsta sinn frá árinu 2008 og búist er við áframhaldandi vexti samneyslu og opinberrar fjárfestingar út spátímabilið. Framleiðslulakinn hefur minnkað ört að undanfögnu og gert er ráð fyrir að framleiðsluspenna taki að myndast á þessu ári.

Meiri hagvöxtur í fyrra en vænst var og einkum knúinn áfram af útflutningi

Hagstofa Íslands birti í mars sl. þjóðhagsreikninga fyrir fjórða ársfjórðung síðasta árs og um leið fyrir árið í heild ásamt endurskoðun á fyrri tölum. Hagvöxtur á ársfjórðungnum var 3,8% frá fyrra ári en í febrúar var spáð 2,7% vexti á tímabilinu. Á árinu í heild var 3,3% hagvöxtur sem er 0,3 prósentum meiri vöxtur en búist var við í febrúarspá *Peningamála*, sem gerði þó ráð fyrir umtalsvert meiri vexti en nóvemberspá bankans (mynd IV-1). Á síðasta ári var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar umtalsvert meira en gert hafði verið ráð fyrir en af 3,3% hagvexti ársins mátti rekja 3,2 prósentur til þeirra. Þetta má að miklu leyti rekja til útfluttrar þjónustu sem á undanförunum misserum hefur lagt stóran hluta til þess efnahagsbata sem orðið hefur (mynd IV-2). Þá var samdráttur fjárfestingar minni en búist var við og innflutningur minni er spáð var. Á móti þessu vó að einkaneysla jókst minna en vænst var.

Þessa þróun má einnig sjá í bráðabirgðatölum fyrir vergar þáttatekjur samkvæmt framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga síðasta árs.¹ Vergar þáttatekjur jukust um 3,1% á síðasta ári en aukin umsvif í ferðaþjónustu skýra umtalsverðan hluta þess vaxtar. Aðrir gearar skila minna en þó eru farin að sjást merki viðsnúnings í öllum megingeirum þjóðarþjónustunnar, einnig í byggingariðnaði og fjármálaþjónustu en þeir gearar drögust mest saman í kjölfar fjármálakreppunnar (mynd IV-3).²

Heldur minni vöxtur einkaneyslu á síðasta ári en búist var við ...

Vöxtur einkaneyslu nam 1,2% á síðasta ári sem er um ½ prósentu minni vöxtur en spáð var í febrúar. Við endurskoðun þjóðhagsreikninga í mars var vöxturinn á þriðja ársfjórðungi færður niður auk þess sem vöxturinn milli þriðja og fjórða ársfjórðungs var minni en

1. Framleiðsluuppgjör þjóðhagsreikninga sýnir í hvaða atvinnugreinum landsframleiðslan myndast en ráðstöfunaruppgjör sýnir skiptingu hennar eftir ráðstöfun í einkaneyslu, samneyslu, fjármunamyndun og utanríkisverslun. Vergar þáttatekjur atvinnuveganna mæla virði þeirrar framleiðslu af vörum og þjónustu sem á sér stað í þjóðarþjónustunum. Sá munur er á vegri landsframleiðslu og vergum þáttatekjum að óbeinir skattar eru ekki taldir með í þáttatekjum enda ekki hluti af tekjum fyrirtækja en framleiðslustyrkir eru með. Enn liggja ekki fyrir vergar þáttatekjur á föstu verði fyrir árið 2013 en hægt er að nota magnvísitölur sem Hagstofan birtir til að áætla þróunina á síðasta ári.
2. Undir liðinn ferðaþjónustu falla ferðaskrifstofur, ferðaskipuleggjendur og önnur bókonarþjónusta, rekstur gististaða og veitingarekstur og leigustarfsemi (þó ekki fasteignaleiga).

vísbendingar höfðu gefið til kynna. Ágætur vöxtur kaupmáttar ráðstöfunartekna, bætt eiginfjárstaða heimila og minna atvinnuleysi gáfu tilefni til að búast við meiri vexti einkaneyslu en tölur Hagstofunnar sýna. Ef til vill hefur óvissa í kringum skuldaaðgerðir stjórnvalda haldið aftur af neysluútgjöldum. Þá kann að skipta máli að ársþækkun greiðsluþjónunarvísitölu fasteignaveðlána hefur verið um 7½% að jafnaði á ársfjórðungi frá miðju ári 2012 vegna minnkandi atvinnuleysis og umtalsverðrar hækkunar launavísitölu. Á sama tíma hefur hækkun vísitölu neysluverðs verið mun minni. Greiðslubyrði nokkurs hluta fasteignalána fylgir greiðsluþjónunarvísitölu og hefur greiðslubyrði þeirra lána því aukist undanfarin misseri.

... en vísbendingar um kröftugan vöxt einkaneyslu í upphafi árs

Vísbendingar eru um að einkaneysla hafi færst töluvert í aukana á síðustu mánuðum. Frá desember sl. hefur ársvöxtur greiðslukortaveltu numið rúmlega 7% að jafnaði í hverjum mánuði, nýskráningar bifreiða hafa aukist á ný og umtalsverð aukning hefur átt sér stað í sölu varanlegra neysluvara á borð við raftæki og húsgögn samkvæmt smásöluvísitölum Rannsóknarseturs verslunarinnar. Nokkur viðsnúningur virðist því hafa átt sér stað því að vöxtur einkaneyslu frá því að efnahagsbatinn hófst hefur einkum verið knúinn áfram af kaupum á óvaranlegum neysluvörum og þjónustu (mynd IV-4). Þá hafa kaup á varanlegum neysluvörum verið lítil frá árinu 2008 og því líklegt að nokkur uppsöfnuð eftirspurn sé til staðar. Þá var heimild til sérstakrar útgreiðslu séreignarlífeyrissparnaðar framlengd og rýmkuð töluvert um síðustu áramót. Í síðustu *Peningamálum* var búist við nokkurri aukningu útgreiðslna á fyrsta ársfjórðungi af þessum völdum en samkvæmt upplýsingum frá Ríkisskattstjóra var hún umtalsvert meiri en reiknað var með í spánni og nemur munurinn um 2,5 ma.kr. eða sem samsvarar 1% af ársfjórðungslegri einkaneyslu.

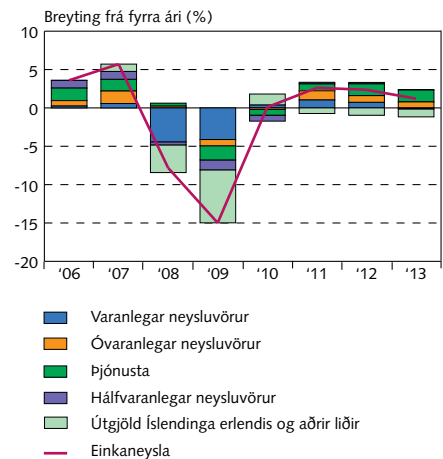
Að teknu tilliti til helstu vísbendinga einkaneyslu er gert ráð fyrir að hún hafi vaxið um 3,5% milli ára á fyrsta fjórðungi (mynd IV-5). Búist er við áframhaldandi vexti einkaneyslu á árinu eða um 4,4% á árinu í heild. Þetta er litlu minni vöxtur en í síðustu *Peningamálum*. Breytingin milli spánna felst helst í því að nú er gert ráð fyrir að skuldaaðgerðir stjórnvalda komi til framkvæmda einum ársfjórðungi seinna en gengið var út frá í febrúar. Auk þess er áætlað að áhrifin á greiðslubyrði heimila verði lítilla minni en gengið var út frá í febrúarspánni vegna áætlana stjórnvalda um að sá hluti af þeim lánum sem eru í greiðsluþjónun og ekki er nú greitt af verði felldur niður áður en kemur til niðurfellingar þess hluta sem greitt er af. Á móti þessu vegur að meiri lækkan húsnæðislána verður möguleg með skattfrjálsri nýtingu séreignarsparnaðar en upphaflega var lagt til í skuldaaðgerðum stjórnvalda gangi tillögur þess efnis fram. Þar að auki virðist vöxtur einkaneyslu í upphafi árs heldur sterkari en spáð var í febrúar.

Spáð er að einkaneysla vaxi umtalsvert á næsta ári en að hægi á vextinum á seinni hluta spátímans

Gert er ráð fyrir áframhaldandi vexti atvinnu á næsta ári og um 2½% aukningu kaupmáttar launa og álíka mikilli aukningu kaupmáttar ráðstöfunartekna. Spáð er 4,3% vexti einkaneyslu eða nokkru meiri vexti en sem nemur vexti ráðstöfunartekna (mynd IV-6). Hækkun

Mynd IV-4

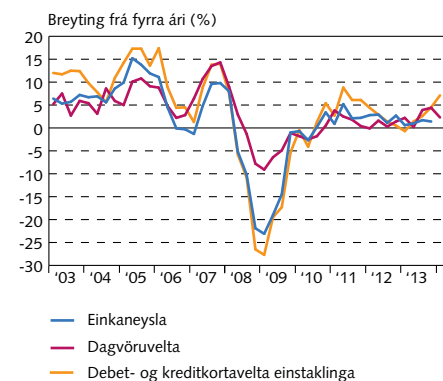
Þróun einkaneyslu og framlag helstu undirliða hennar 2006-2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

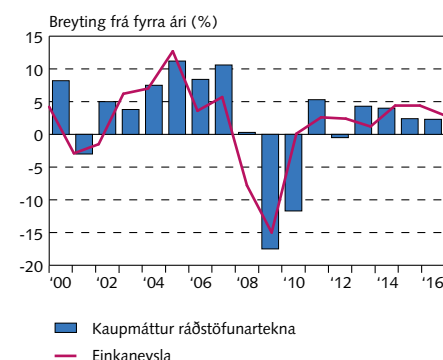
Þróun einkaneyslu, dagvöruveltu og greiðslukortaveltu 1. ársfj. 2003 - 1. ársfj. 2014¹



1. Tölur yfir einkaneyslu ná einungis fram til 4. ársfjórðungs 2013. Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

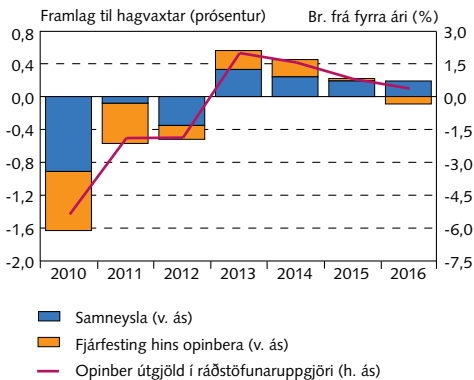
Einkaneysla og kaupmáttur ráðstöfunartekna 2000-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans um einkaneyslu 2014-2016 og kaupmáttur ráðstöfunartekna 2013-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

Samneysla og fjárfesting hins opinbera
2010-2016¹

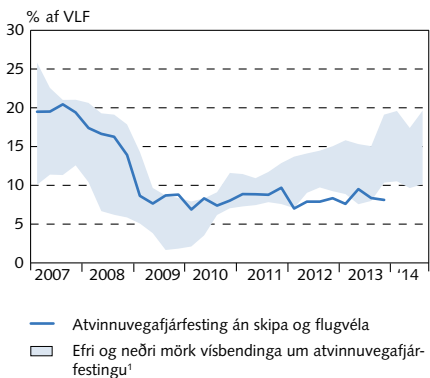


1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Vísibendingar um atvinnuvegafjárfestingu

1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2014

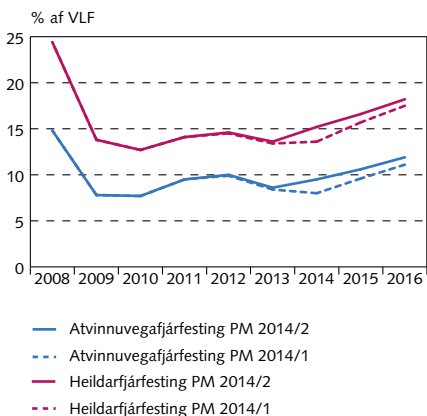


1. Vísibendingar sem horft er til eru innflutningur fjárfestingarvöru án innflutnings skipa og flugvéla á föstu verði og svör við fjórum spurningum úr könnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þær spurningar snúa að mati stjórnenda á efnahagshorfum til sex mánaða, hvernig þeir telja innlenda eftirspurn eftir vörum eða þjónustu þeirra fyrirtækis munu þróast á næstu 6 mánuðum, hvort þeir telji fjárfestingu þeirra fyrirtækis munu aukast á liðandi ári samanborið við fyrra ár og hvort framlegð fyrirtækisins muni aukast milli ára. Við matið á bilinu eru allar stærðirnar endurskilaðar þannig að þær hafi sama meðaltal og staðalfrávik og fjárfestingin. Skygga svæðið sýnir tveggja fjórðunga hreyfanlegt meðaltal vísibendinga fjárfestingar tafið um tvo ársfjórðunga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

Fjárfesting í hlutfalli af VLF 2008-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

eignaverðs mun styðja við vöxt einkaneyslunnar og auður heimila eykst enn frekar vegna lækkunar skulda í tengslum við aðgerðir stjórnvalda (sjá viðauka 2 í *Peningamálum* 2014/1). Árið 2016 eykst einkaneysla síðan um tæp 3%. Gangi spáin eftir verður hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu komið í 54% árið 2016. Það er lágt hlutfall samanborið við meðaltal síðustu þrjátíu ára, sem er nær 58%, en í ágætu samræmi við það sem talið er að samrýmist sjálfbærum ytri jöfnuði þjóðarbúsins.

Samneysla jókst í fyrra eftir samdrátt í fjögur ár og gert er ráð fyrir að svo verði áfram á næstu tveimur árum

Nauðsynleg aðlögun opinberra fjármála hefur sett svip sinn á þróun efnahagsmála í kjölfar fjármálakreppunnar. Skattar hafa hækkað og samneyslan dregist saman. Kaflaskil urðu þó í fyrra þegar samneyslan jókst um ríflega 1% og fjárfesting hins opinbera um tæplega 12% eftir að hafa dregist saman í fimm ár þar á undan. Samanlagt framlag samneyslu og fjárfestingar hins opinbera til innlendar eftirspurnar var því jákvætt í fyrsta sinn frá því að aðhaldsaðgerðir hins opinbera hófust vegna fjármálakreppunnar (mynd IV-7). Búist er við að það verði áfram jákvætt í ár og út spátímann. Gert er ráð fyrir tæplega 1% ársvexti samneyslu á tímabilinu, sem er nokkru meira en búist var við í síðustu spá. Spáð er tæplega 10% vexti fjárfestingar hins opinbera í ár en um 1½% vexti á því næsta. Fjárfestingin er síðan talin dragast saman árið 2016 en þá er m.a. áætlað að framkvæmdum við Vaðlaheiðargöng ljúki. Nánar er fjallað um opinber fjármál í kafla V.

Fjárfesting atvinnuvega meiri í fyrra en gert var ráð fyrir ...

Á síðasta ári dróst atvinnuvegafjárfesting saman um liðlega 10%. Samdrátturinn skýrist fyrst og fremst af neikvæðum grunnáhrifum þar sem fjárfesting í skipum og flugvélum var mun minni í fyrra en árið áður. Sé litið fram hjá henni jókst atvinnuvegafjárfesting um 3,5% frá fyrra ári. Sviptingar í fjárfestingu í skipum og flugvélum hafa afar takmörkuð áhrif á hagvöxt þar eð fjárfestingin kemur einnig fram í vöruinnflutningi. Samdráttur í atvinnuvegafjárfestingu í heild sinni í fyrra gefur því ekki fyllilega rétta mynd af framlagi hennar til hagvaxtar. Stóriðjutengd fjárfesting dróst saman um tæplega fjórðung á árinu en það skýrist einkum af sölu höfuðstöðva Orkuveitu Reykjavíkur, sem lækkar stóriðjutengda fjárfestingu en eykur almenna atvinnuvegafjárfestingu á móti og hefur því engin áhrif á fjárfestingu í heild eða hagvöxt. Samdráttur atvinnuvegafjárfestingar var tæplega 2 prósentum minni en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans en fjárfestingarumsvif atvinnuvega utan stóriðju, skipa og flugvéla var heldur meiri en spáð var í febrúar.³

... og útlit er fyrir umtalsvert meiri vöxt atvinnuvegafjárfestingar á þessu ári

Útlit er fyrir mun meiri vöxt atvinnuvegafjárfestingar í ár en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Þar leggjast á eitt breytingar í áætlunum um stóriðjutengda fjárfestingu, meiri fjárfestingu í skipum og flugvélum

3. Eins og rakið er í rammagrein IV-1 er líklegt að gjaldyrisútboð Seðlabankans hafi stutt við fjárfestingarumsvif að einhverju marki.

og meiri fjárfestingarvilji fyrirtækja sem m.a. kemur fram í upplýsingum sem Seðlabankinn safnar um almenna atvinnuvegafjárfestingu.

Vöxtur stóriðjutengdrar fjárfestingar verður umtalsvert meiri á þessu ári en búist var við í febrúar sem skýrist bæði af færslu framkvæmda yfir á þetta ár og grunnáhrifum vegna fyrrgreindrar lækkunar fjárfestingar í fyrra í tengslum við sölu höfuðstöðva Orkuveitu Reykjavíkur. Í ár er einnig búist við meiri fjárfestingu í skipum og flugvélum um sem nemur rúmum 8 ma.kr. auk þess sem könnun sem bankinn framkvæmir meðal 129 fyrirtækja um fjárfestingaráform þeirra gefur til kynna að önnur atvinnuvegafjárfesting kunni að verða umtalsvert meiri en bankinn gerði ráð fyrir í síðustu spá (tafla IV-1).⁴ Í könnun bankans er aukningin mest meðal fyrirtækja í ferðaþjónustu og flutningum, upplýsingatækni og einnig meðal verktaða og annarra þjónustuaðila en nokkur samhljómur er milli könnunar Seðlabankans og könnunar Capacent Gallup. Þá bendir innflutningur á fjárfestingarvöru einnig til þess að fjárfesting hafi aukist á síðustu mánuðum. Á þessu ári er gert ráð fyrir fimmtungs vexti atvinnuvegafjárfestingar, sem er talsverð hækkun frá fyrri spá en þá var einungis spáð tæplega 1% vexti. Könnun bankans og vísbendingar í mynd IV-8 gætu jafnvel bent til þess að grunnspá bankans vanmeti atvinnuvegafjárfestingu á yfirstandandi ári.

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

Stærstu 129 fyrirtækin Upphæðir í ma.kr.	2013	2014	Breyting milli ára (%) (síðasta könnun)
Sjávarútvegur (18)	9,5	9,2	-2,7 (-11,1)
Iðnaður (23)	5,2	4,3	-17,5 (-36,2)
Verslun (28)	5,9	5,8	-1,7 (-14,4)
Flutningar og ferðaþjónusta (12)	9,2	15,9	73,7 (37,4)
Fjármál/tryggingar (11)	4,5	5,1	12,1 (47,1)
Fjölmíðlar og upplýsingatækni (13)	7,1	8,5	19,7 (4,1)
Þjónusta og annað (24)	10,3	12,7	23,5 (0,7)
Alls	51,7	61,5	19,1 (4,2)

1. Innan sviga er samanburður við síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 55 fyrirtækja fyrir árin 2012-2014 (Peningamál 2013/4).

Atvinnuvegafjárfesting komin í sögulegt meðaltal í lok spátímans

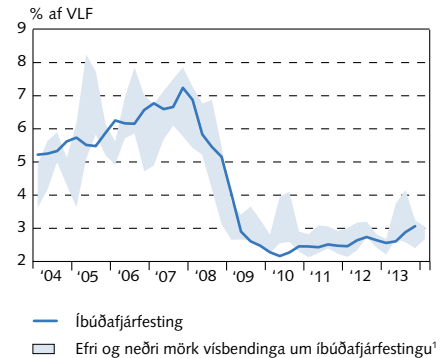
Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar á þessu ári er sem fyrr segir talinn verða mun meiri en í síðustu spá bankans en á því næsta er búist við nokkru minni vexti og má rekja það til grunnáhrifa frá þessu ári og tilfærslu stóriðjuframkvæmda að hluta frá því ári yfir á yfirstandandi ár. Fjárfesting í skipum og flugvélum í ár verður umtalsvert meiri en á árinu á undan og önnur atvinnuvegafjárfesting eykst um tæp 25% sem er 11½ prósentu meira en í síðustu spá. Á seinni hluta spátímans er gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting aukist um 15-18% á ári sem er heldur minna en í síðustu spá en engu að síður verður fjárfestingarstigið umtalsvert hærra vegna meiri vaxtar í upphafi spátímans (mynd IV-9). Árið 2016 er áætlað að atvinnuvegafjárfesting muni nema um 12% af landsframleiðslu sem samsvarar meðaltali síðustu þrjátíu ára.

4. Líkt og í fyrri könnunum bankans kemur fram að meginþorri fjárfestingar fyrirtækja er fjármagnaður með eigin fé, einkum meðal stærri fyrirtækja, þótt hlutdeild lánsfjármagnaðrar fjárfestingar haldi áfram að þökast upp á við.

Mynd IV-10

Vísbendingar um íbúðafjárfestingu

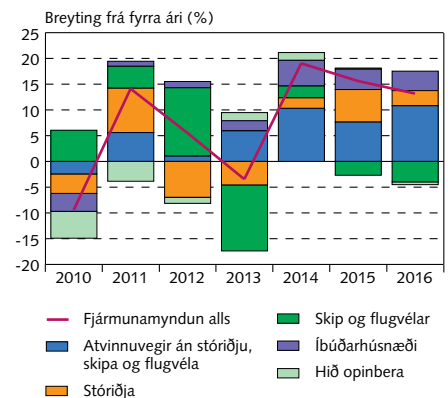
1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2014



1. Innflutningur steypustyrktarjárns, innflutningur annars byggingarefnis og sementssala án sölu til stóriðjufyrirtækja. Við matið á bilinu eru stærðirnar endurskilaðar þannig að þær hafi sama meðaltal og staðalfrávik og mæld íbúðafjárfesting. Myndin sýnir hreyfanlegt meðaltal tveggja fjórðunga. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11

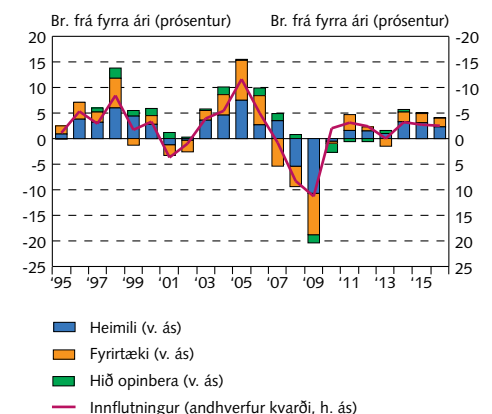
Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2010-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Vegna keðjutengingar er samanlagt framlag undirliða ekki endilega jafnt heildarbreytingunni. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

Framlag til þjóðarútgjalda og framlag innflutnings til hagvaxtar 1995-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Til eftirspurnar heimila telst einkaneysla og íbúðafjárfesting, til eftirspurnar fyrirtækja teljast fjárfesting atvinnuvega og birgðabreytingar og til hins opinbera teljast samneysla og fjárfesting hins opinbera. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Rammagrein IV-1

Efnahagsleg áhrif gjaldeyrisútboða Seðlabankans

Umfang gjaldeyrisútboða Seðlabankans

Frá júnímánuði árið 2011 hefur Seðlabankinn haldið regluleg gjaldeyrisútboð þar sem fjárfestum býðst að kaupa löng ríkisskuldabréf fyrir endurfjárfestanlegan gjaldeyri. Í öðru útboði samdægurs notar Seðlabankinn síðan gjaldeyrinn til þess að kaupa krónur af erlendum aðilum sem vilja draga úr krónustöðu sinni. Frá því í febrúar árið 2012 hefur bankinn einnig haldið útboð samkvæmt svokallaðri fjárfestingarleið þar sem fjárfestum býðst að kaupa aðrar innlendar eignir fyrir krónur sem þeir eignast í útboðum gegn bindingu til fimm ára. Markmið útboðanna er að draga úr kvikri krónustöðu erlendra aðila sem valdið gæti verulegum óstöðugleika þegar fjármagna-höftin eru losuð.

Nítján útboð hafa verið haldin í tengslum við útboð ríkisskuldabréfa og hafa fjárfestar flutt fjármuni sem samsvara u.þ.b. 56 ma.kr. til landsins í tengslum við útboðsleiðina. Haldin hafa verið sautján útboð tengd fjárfestingarleiðinni og hafa þau skilað um 153 ma.kr. til landsins. Af heildarfjárhæðinni hefur um þriðjungur komið í gegnum innlendan gjaldeyrismarkað eða sem nemur 64 ma.kr. en 50% af þeirri fjárhæð sem fjárfest er fyrir samkvæmt fjárfestingarleiðinni verður að breyta í íslenskar krónur á innlendum gjaldeyrismarkaði.¹

Efnahagsleg áhrif

Gjaldeyrisútboðin hafa haft efnahagsleg áhrif eftir nokkrum leiðum. Þau hafa í einhverjum mæli stuðlað að meiri fjárfestingu en ella hefði orðið, að hluta til í útflutningsskapandi atvinnugreinum. Þá hafa þau stutt við eignaverð þar sem hluti þess fjár sem komið hefur inn í gegnum fjárfestingarleiðina hefur beinst að fasteignum og hlutabréfum. Útboðin hafa einnig auðveldað endurskipulagningu innlendra fyrirtækja og lækkað fjármagnskostnað þeirra að því marki sem fjárfesting í gegnum útboðin hefur endurfjármagnað skuldir með hagstæðari skuldabréfum eða eigin fé. Fjármagnskostnaður ríkissjóðs hefur sömuleiðis lækkað að því marki sem útboðin hafa hvatt til aukinnar eftirspurnar eftir ríkisskuldabréfum og hækkað verð þeirra. Einnig hafa útboðin aukið virkni peningamagns í umferð við það að krónur flytjast úr höndum erlendra aðila til innlendra. Þá er líklegt að þau hafi stuðlað að nokkru hærra gengi krónunnar í þeim mæli sem gjaldeyrisinnstreymi vegna fjárfestingar og eignakaupa hefur verið meira en orðið hefði án útboðanna.

Að leggja talnalegt mat á þessi efnahagsáhrif er miklum vandkvæðum háð, meðal annars sakir þess að erfitt er að meta hvað hefði orðið ef ekki hefði verið gripið til útboðanna. Þá hafa útboðin dreift á nokkur ár þegar slaki var í þjóðarbúskapnum og því minni hætta á að aukin eftirspurn yki verðbólgu. Mögulegt er að leggja lauslegt mat á áhrif útboðanna á virkt peningamagn í umferð og að gefnum ákveðnum forsendum á einkaneyslu, fjárfestingu, húsnæðisverð og hagvöxt. Heildaráhrif útboðanna á þjóðarbúskapinn er erfiðara að leggja mat á.

Áhrif á peningamagn í umferð

Efnahagsleg áhrif útboðanna má sem fyrr segir skoða með hliðsjón af áhrifum þeirra á virkt peningamagn í umferð, þ.e. það peningamagn sem innlendir aðilar hafa til ráðstöfunar til að fjármagna innlenda fjárfestingu og neyslu. Frá því að útboð Seðlabankans hófust hafa innlán erlendra aðila í bankanum dregist saman um 85 ma.kr. Við það hafa þau farið úr fullri bindingu í 10% bindingu og má því ætla að virkt peningamagn hafi aukist um 77 ma.kr. vegna þessa, þ.e.a.s. að því gefnu að virkni þess hluta sem var í höndum erlendra aðila hafi verið engin fyrir, sem líklega er vanmat á virkni þess. Á

1. Sjá einnig umfjöllun um gjaldeyrisútboð Seðlabankans í rammagrein II-2 í *Fjármála-stöðugleika* 2014/1.

sama tíma hafa innlán alþjóðlegra greiðslumiðlana í Seðlabankanum aukist um 12 ma.kr. Þessi innlán fara í 100% bindingu nema þau séu tryggð af Tryggingarsjóði innstæðueigenda. Miðað við að um helmingur þeirra sé tryggður má ætla að þessar auknu innstæður hafi dregið úr virku peningamagni um sem nemur 6 ma.kr.

Að öllu samanlögðu hafa gjaldeyrisútböðin því falið í sér að virkt peningamagn í umferð hafi aukist í mesta lagi um 71 ma.kr. á þessu tæplega þriggja ára tímabili. Það samsvarar um 4½% aukningu í breiðu peningamagni (M3) eða ríflega 1½% aukningu á ári. Að öðru óbreyttu (þ.m.t. að því gefnu að peningastefnan hefði ekki brugðist öðruvísi við en hún gerði ef gjaldeyrisútböðin hefðu ekki átt sér stað) samsvarar þessi aukning peningamagns í umferð tæplega ½ prósentu lækkun markaðsvaxta eða um 0,16 prósentna lækkun á ári.² Ætla má að útböðin hafi stutt við innlendan efnahagsbata í gegnum aukið virkt peningamagn í umferð, sérstaklega þar sem þau áttu sér stað þegar nokkur slaki var í þjóðarbúinu. Lauslegt mat bendir þannig til þess að húsnæðisverð og innlend eftirspurn hafi í mesta lagi aukist um u.þ.b. ½ prósentu meira á árunum 2011-2013 en þau hefðu ella gert og hagvöxtur verið um 0,1 prósentu meiri.

Heildaráhrif útböðanna

Hér að ofan er aðeins lagt mat á áhrif útböðanna á þjóðarbúið um einn farveg. Þeir eru fleiri, en heilt á litið má ætla að áhrifin hafi verið jákvæð. Þau studdu við innlenda eftirspurn þegar töluverður slaki var í þjóðarbúinu og hröðuðu þannig efnahagsbatanum. Þau studdu einnig við innlent eignaverð sem aftur bætti enn frekar í efnahagsbatann. Gengi krónunnar hefur einnig líklega verið hærra en ella vegna útböðanna og það, ásamt slakanum í þjóðarbúinu sem var þegar þau voru haldin, veldur því að verðbólguáhrif útböðanna hafa hingað til verið lítil eða jafnvel hverfandi. Nú þegar slakinn er að hverfa úr þjóðarbúinu er hins vegar ástæða til að gefa hugsanlegum áhrifum útböðanna á innlenda eftirspurn meiri gaum. Spá Seðlabankans um eftirspurn og verðbólgu á hverjum tíma á að innifela þau áhrif, sem og aðra lykilkætti sem geta haft áhrif á verðbólguhorfur á hverjum tíma.³

Að lokum er rétt að ítreka að markmið útböðanna er að færa kvikar krónur úr höndum aðila sem vilja skipta þeim strax yfir í erlendan gjaldeyri yfir til langtímafjárfesta. Útböðin stuðla því að gengisstöðugleika til lengri tíma litið og styðja með þeim hætti við verðbólgu markmiðið og fjármálastöðugleika á þeim tíma sem fjármagnshöftin verða losuð.

2. Ástæðan er sú að almenningur mun að öðru óbreyttu ekki vilja halda þessu aukna peningamagni í umferð nema fórnarkostnaður peninga minnki, þ.e. að markaðsvextir lækki. Matið á vaxtaáhrifum þessarar aukningar peningamagns í umferð byggist á vaxtategni peningaeftirspurnar í þjóðhagslíkani Seðlabankans.
3. Með sama hætti þarf að líta til mögulegra áhrifa þátta eins og sölu eigna Eignarhaldsfélags Seðlabankans og lausafjárkragna vegna innlána þrotabúa gömlu bankanna á virkt peningamagn og efnahagssumvif.

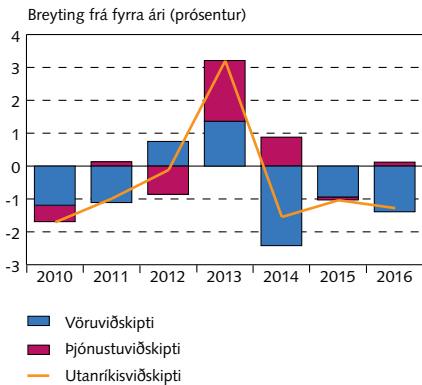
Íbúðafjárfesting eykst um nærri fimmtung á ári út spátímann

Á fyrri hluta síðasta árs stóð íbúðafjárfesting svo til í stað á milli ára en heldur bætti í vöxtinn á seinni hluta ársins. Íbúðafjárfesting jókst um 10,8% milli ára í fyrra samkvæmt þjóðhagsreikningum Hagstofunnar sem er heldur minni vöxtur en spáð var í febrúar en litlu munar þó í fjárhæðum.⁵

5. Rétt er þó að hafa í huga að tölur um íbúðafjárfestingu hafa oft hækkað við endurskoðun þjóðhagsreikninga þegar betri upplýsingar liggja fyrir.

Mynd IV-13

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar
2010-2016¹

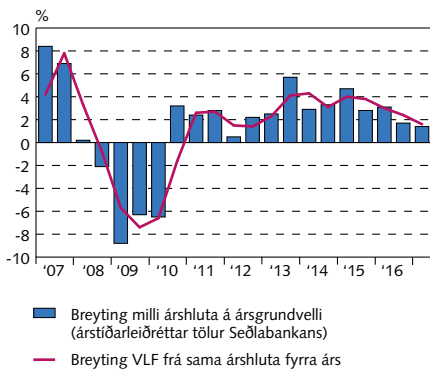


1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14

Hagvöxtur eftir árs Slutum¹

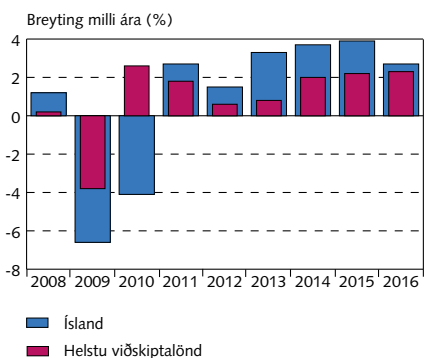
1. árshl. 2007 - 1. árshl. 2017



1. Grunnspá Seðlabankans fyrri hluta 2014 - fyrri hluta 2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-15

Hagvöxtur á Íslandi og í helstu
viðskiptalöndum 2008-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Helstu vísbendingar um íbúðafjárfestingu gefa til kynna að vöxtur hennar muni áfram færast í aukana (mynd IV-10): ný taling Samtaka iðnaðarins frá því í mars leiðir í ljós að um 2 þúsund íbúðir séu í byggingu á höfuðborgarsvæðinu um þessar mundir sem er um 450 fleiri íbúðir en á sama tíma í fyrra. Tæplega 900 íbúðir eru fokheldar eða lengra komnar. Sementssala að frádreginni sölu til stóriðjufyrirtækja jókst um þriðjung í fyrra og áþekkur vöxtur var á fyrsta fjórðungi þessa árs. Innflutningur steypustyrktarjárns jókst einnig umtalsvert frá fyrra ári. Upplýsingar frá Vinnueftirlitinu sýna enn fremur að skoðuðum byggingarkrönum hefur fjölgað um 15% á sama tímabili. Í spánni er gert ráð fyrir um tæplega fjórðungs vexti íbúðafjárfestingar á þessu ári, sem er heldur meira en í síðustu spá. Á næstu tveimur árum er búist við um 17% vexti að meðaltali hvort ár. Árið 2016 verður hlutfall íbúðafjárfestingar því um 4,3% af landsframleiðslu sem er litlu lægra en þráttu ára meðaltal þess.

Heildarfjárfesting eykst á spátímanum en verður þó enn undir langtíma meðaltali sínu í lok spátímabilsins

Á síðasta ári dróst fjárfesting í heild saman um 3,4%, sem er um einni prósentu minni samdráttur en búist var við í febrúar. Eins og fyrr segir endurspeglar samdrátturinn að miklu leyti minni fjárfestingu í skipum og flugvélum en árið áður og jókst fjárfesting án skipa og flugvéla um rúm 6% frá fyrra ári. Gert er ráð fyrir 19% vexti fjárfestingar í ár, sem er veruleg aukning frá febrúarspánni þar sem búist var við 5,4% aukningu og má rekja hana til allra undirliða fjárfestingar þótt mestu muni um áður nefndan þátt atvinnuvegafjárfestingar. Fjárfestingarumsvif fyrirtækja leggja einnig mest af mörkum ásamt íbúðafjárfestingu til þess 15½% vaxtar sem gert er ráð fyrir í heildarfjárfestingu á næsta ári (mynd IV-11). Búist er við aðeins minni vexti árið 2016 sem stafar einkum af minni umsvifum í stóriðju en árið áður. Fjárfesting nam 13,6% af landsframleiðslu í fyrra en gangi spáin eftir mun hlutdeildin hækka í rúm 18% undir lok spátímabilsins (mynd IV-9), sem er tæplega 2 prósentum undir meðalhlutdeild síðustu þrjátíu ára og skýrist fyrst og fremst af lítilli fjárfestingu hins opinbera á spátímanum.

Þjóðarútgjöld taka við sér

Áætlað er að þjóðarútgjöld aukist um 5,6% í ár en í fyrra stóðu þau nánast í stað milli ára. Árið í ár markar einnig viss tímamót þar sem nú leggjast allir útgjaldaliðir á eitt í fyrsta skipti frá því að efnahagskreppan skall á: útgjöld heimila, fyrirtækja og hins opinbera (mynd IV-12). Kröftugur vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar knýja einnig mikinn vöxt þjóðarútgjalda á næsta ári.

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður neikvætt út spátímann þrátt fyrir ágætán vöxt útflutnings

Eins og kemur fram hér að framan var hagvöxtur síðasta árs að mestu leyti knúinn áfram af jákvæðu framlagi utanríkisviðskipta. Búist er við að framlag þjónustujafnaðar verði áfram jákvætt á þessu ári þótt það minnki nokkuð frá fyrra ári (mynd IV-13). Hins vegar er gert ráð fyrir neikvæðu framlagi vöruviðskipta vegna aukningar í fjárfestingu skipa og flugvéla og samdrætti í útflutningi sjávarafurða. Heilt á litið er gert ráð fyrir að framlag utanríkisviðskipta verði neikvætt um 1,5 prósentur

Við mat á efnahagshorfum horfir Seðlabankinn til fjölda hagvísu sem mældir eru á hærri tíðni en þær hagstærðir sem reynt er að spá. Nýverið hefur bankinn tekið að nota fjölda greiðslufyrirmæla í uppgjöri viðskipta til og frá landinu sem vísbendingu og virðast þau hafa töluvert forspárgildi fyrir þróun innflutnings til landsins. Þar sem gögnin eru fánæg nokkru áður en þjóðhagsreikningar fyrir fjórðunginn liggja fyrir bæta þau skammtímaspár bankans um innflutning til landsins.

Greiðslufyrirmæli í uppgjöri alþjóðaviðskipta

Við uppgjör viðskipta milli landa eru send greiðslufyrirmæli frá banka innflytjanda til banka útflytjandans og fer uppgjör greiðslunnar fram í gegnum alþjóðlegan samstarfsvettvang banka um allan heim (SWIFT-kerfið, e. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication). Frá febrúar 2012 hafa á þessum vettvangi verið teknar saman vísitölur sem unnar eru úr greiðslumiðlunarkerfi þess fyrir bæði heiminn allan og OECD-ríkin í heild en í febrúar 2013 var bætt við vísitölum fyrir Evrópusambandið, Bandaríkin, Bretland og Þýskaland. Þessar vísitölur hafa í vaxandi mæli verið notaðar sem hátiðnivísbending fyrir efnahagssumsvif um allan heim.¹ Vísitölurnar mæla fjölda greiðslufyrirmæla sem seðlabanki sendir í umboði innlendra banka sem greiðslubeiðni til erlendra banka (svokölluð MT-103-fyrirmæli) og eru til á mánaðartíðni frá janúar 2005. Fjöldi greiðslufyrirmæla er notaður frekar en fjárhæðir þeirra þar sem hann er talinn gefa betri upplýsingar um efnahagssumsvif, enda geta verið mjög háar upphæðir á bak við einstaka fyrirmæli, (t.d. í tilfalli skipta-samninga) sem hafa lítið með raunveruleg efnahagssumsvif að gera.²

Vísbendingargildi fyrir þróun innflutnings

Ekki kemur á óvart að gögnin hafi gott forspárgildi fyrir þróun innflutnings þar sem þau eru ávísun á greiðslur fyrir kaup innlendra aðila á vörum og þjónustu frá útlöndum (mynd 1). Samtímafylgni ársbreytingar í fjölda MT-103-greiðslufyrirmæla og ársbreytingar heildarinnflutnings mælist 0,83 yfir tímabilið í heild. Samtímafylgni við ársbreytingar innflutnings vöru er litlu minni eða 0,81 og við þjónustu 0,76. Fylgnin er mest við ársbreytingar í heildarinnflutningi. Samtímafylgnin við ársbreytingar vergrar landsframleiðslu er 0,59 á sama tímabili. Þessum hagvísu hefur því verið bætt við mikið úrval hagvísu við mat á nýlegri þróun efnahagssumsvifa og fyrir skammtímaspár Seðlabankans.

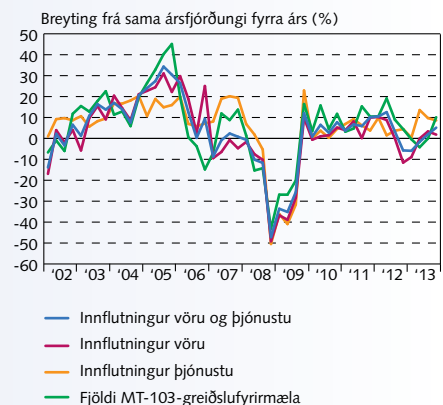
1. Sjá nánar á heimasíðu Alþjóðlegu greiðslumiðlunarinnar, <http://www.swift.com/index.page?lang=en>.
2. Þar sem SWIFT-vísitala er ekki til fyrir Ísland, er notast við fjölda MT-103-greiðslufyrirmæla frá janúar 2005 en einnig hafa verið búin til gögn fyrir árin 2001-2004 út frá yfirflokki MT-103 miðað við áætlaða stærð MT-103.

Rammagrein IV-2

Vísbendingar um þróun innflutnings fengnar út frá fjölda greiðslufyrirmæla í alþjóðlegri greiðslumiðlun

Mynd 1

Innflutningur vöru og þjónustu og fjöldi MT-103-greiðslufyrirmæla
1. ársfj. 2002 - 4. ársfj. 2013



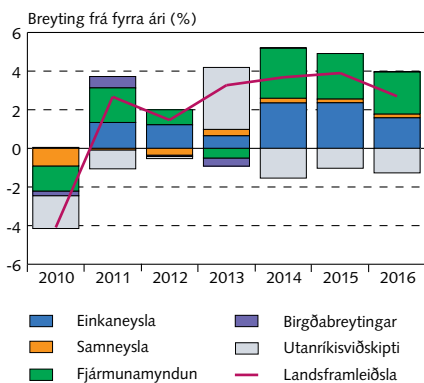
Heimildir: Alþjóðlega greiðslumiðlunin, Hagstofa Íslands.

þrátt fyrir tæplega 3% vöxt útflytninga. Á næstu tveimur árum er því spáð að framlag utánríkisviðskipta verði neikvætt um 1 prósentu af landsframleiðslu á hvoru ári fyrir sig. Skýrist það fyrst og fremst af kröftugum vexti innflutnings sem endurspeglar áður nefndan öran vöxt þjóðarútgjalda á tímabilinu og þann vaxandi innflutning sem því fylgir.⁶ Nánar er fjallað um utánríkisviðskipti í kafla II.

6. Þetta má m.a. lesa út úr auknum fjölda greiðslufyrirmæla í alþjóðlegri greiðslumiðlun eins og fjallað er um í rammagrein IV-2.

Mynd IV-16

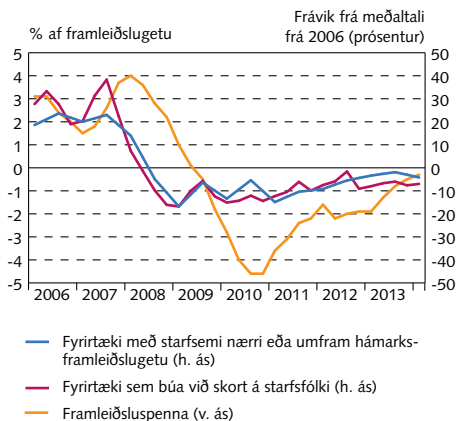
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

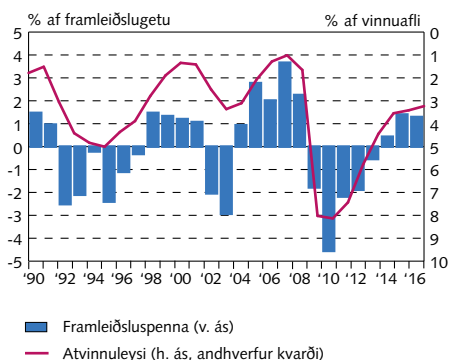
Vísbendingar um notkun framleiðsluþátta og þróun framleiðsluspennu¹



1. Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Tvisvar á ári er spurt um hvort starfsemi sé nærri eða umfram framleiðslugetu. Ársfjórðungsleg gögn eru fengin með línulegri brúnn (e. interpolation). Framleiðsluspenna er mat Seðlabankans.
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-18

Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 1990-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Gert ráð fyrir umtalsvert meiri hagvexti á þessu ári en í febrúarspá bankans

Útlit er fyrir umtalsvert meiri hagvöxt á þessu ári en áður hefur verið spáð. Á fyrsta ársfjórðungi er búist við að hagvöxturinn nemi 4,1% frá sama tíma fyrra árs og 4,3% á fyrri helmingi ársins (mynd IV-14). Talið er að hagvöxtur á seinni hluta ársins verði nokkru hægari og að á árinu í heild verði hann 3,7%, sem er um einni prósentu meiri vöxtur en í febrúarspánni. Skýrist munurinn fyrst og fremst af bættum horfum um fjárfestingu í ár. Á næsta ári er spáð 3,9% hagvexti, sem er áþekkt því sem spáð var í febrúar. Á árinu 2016 er gert ráð fyrir að nokkuð hægi á hagvexti á ný þegar dregur úr vexti innlestrar eftirspurnar eftir mikinn vöxt árin á undan. Gangi spáin eftir verður meðalhagvöxtur á spátímabilinu 3,4% samanborið við 2,7% meðalhagvöxt á síðustu þrjátíu árum. Það er einnig töluvert umfram 2,2% meðalhagvöxt meðal helstu viðskiptalanda Íslands (mynd IV-15).

Hagvöxtur á spátímanum drifinn af vexti innlestrar eftirspurnar

Eins og rakið er að ofan voru utanríkisviðskipti megindrífkraftur hagvaxtar á síðasta ári ólíkt því sem var á fyrri stigum efnahagsbatans þegar innlend eftirspurn einkaaðila lagði mest til batans. Á þessu ári er hins vegar gert ráð fyrir að innlendir eftirspurnarliðir standi fyrir hagvextinum á nýjan leik (mynd IV-16). Frá síðustu spá bankans er það helst framlag atvinnuvegafjárfestingar sem breytist en þar að auki er spáð umtalsverðum vexti einkaneyslu. Samanlagt mun lunginn af hagvexti í ár og á næstu tveimur árum koma frá einkaneyslu og fjárfestingu, en framlag opinberra útgjalda verður lítið og framlag utanríkisviðskipta neikvætt eins og áður hefur komið fram.

Framleiðslulakinn nánast horfinn og spenna myndast um mitt þetta ár

Eins og áður hefur verið fjallað um í *Peningamálum* er jafnan mikil óvissa um mat á framleiðslugetu þjóðarþúskaþarins og á það sérstaklega við í kjölfar fjármálakreppna. Hins vegar hefur framleiðslulakinn sem myndaðist í kjölfar fjármálakreppunnar sem skall á árið 2008 minnkað hratt á undanförunum ársfjórðungum og er annaðhvort horfinn eða við það að hverfa (sjá einnig umfjöllun í kafla I). Bæði benda ýmsar vísbendingar um framleiðsluspennu til þess að sú sé raunin, auk þess sem ólíklegt er að framleiðslugetan hafi náð að halda í við öran hagvöxt undanfarinna ársfjórðunga. Vísbendingar af vinnumarkaði benda í sömu átt (sjá kafla VI). Þannig hefur launahlutfallið hækkað og er komið nálægt sögulegu meðaltali sínu og atvinnuleysi hefur minnkað og gæti verið komið niður fyrir jafnvægisstig atvinnuleysis. Þá sýnir hlutfall fjármagnsstofnsins af landsframleiðslunni að nýting fjármagnsstofnsins hélt áfram að aukast á síðasta ári en hún minnkaði umtalsvert í kjölfar fjármálakreppunnar. Vísbendingar úr könnun Capacent Gallup meðal forráðamanna stærstu fyrirtækja landsins gætu hins vegar bent til þess að einhver slaki sé enn fyrir hendi en að hann sé að hverfa (mynd IV-17).

Talið er að framleiðslulakinn hafi verið ½% af framleiðslugetu í fyrra og minnkað um 1½ prósentu frá árinu 2012 (mynd IV-18). Slakinn er talinn munu snúast í lítils háttar spennu á miðju þessu ári sem heldur áfram að aukast á árinu í takt við minnkandi atvinnuleysi.

Gert er ráð fyrir að hagvöxtur næsta árs verði umfram framleiðslugetu og því eykst spennan enn frekar og nær hámarki í um 1½% í lok árs 2015 og á fyrri hluta árs 2016 en taki síðan að minnka smám saman á ný þegar hægir á hagvexti á seinni hluta spátímans.

V Fjármál hins opinbera

Samkvæmt fjárlögum fyrir árið 2014 og nýju frumvarpi um lög um opinber fjármál stefnir ríkisstjórnin að því að ná í ár bæði lítils háttar afgangi á heildarjöfnuði og festa í lög nýja heildarumgjörð um opinber fjármál. Afgangi á frumjöfnuði var náð árið 2012 en samkvæmt upphaflegum efnahagsáætlunum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og stjórnvalda átti afgangur á heildarjöfnuði að nást í fyrria. Í fjárlögum ársins 2012 var markmiðinu um afgang á heildarjöfnuði frestað um eitt ár til ársins 2014. Þeirri ákvörðun hefur ekki verið breytt. Langtímaáætlun í ríkisfjármálum var hins vegar breytt úr langtímastefnumörkun í einfaldan framreikning í frumvarpi til fjárlaga ársins 2014. Þótt talið sé að skuldir hins opinbera verði áfram háar á spátímanum hafa horfurnar batnað frá fyrri spám bankans, sem má fyrst og fremst rekja til betri hagvaxtarhorfa og einskiptisgreiðslna.

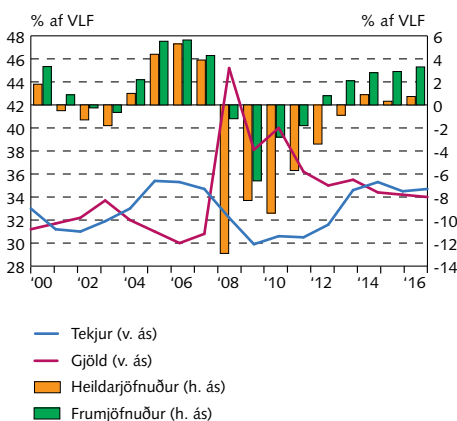
Afkoman árið 2013 mun betri en fjárukalög sögðu til um ...

Fjárlög ársins 2013 voru samþykkt með 3,7 ma.kr. halla. Í fjárukalögum sem samþykkt voru í desember sl. fyrir árið 2013 er hins vegar gert ráð fyrir 19,7 ma.kr. halla. Fráviknið nemur 2,7% af tekjum sem er 1,7 prósentum yfir meðaltali áráanna 2010-2012 ef óregluglegum tekjum og gjöldum sem ekki voru á upphaflegum fjárlögum er haldið utan við matið. Fjármála- og efnahagsráðuneytið gaf í kjölfar alþingiskosninganna í fyrria út spá sem gerði ráð fyrir 31 ma.kr. halla á rekstrargrunni fjárlaga sem hefði þýtt frávik sem nemur 5,6% af áætlunum tekjum ársins 2013. Óvissa í spám um afkomuna var því nokkur. Í *Peningamála* 2013/4 var afkomu ríkissjóðs spáð á þjóðhagsreikningagrunni. Þar var gert ráð fyrir 1,7% halla af landsframleiðslu en bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands sýna 1,9% halla. Eftir samþykkt fjárukalaga kom hins vegar til arðgreiðslna frá Landsbankanum sem var tæplega 14 ma.kr. hærri en gert hafði verið ráð fyrir og því mun að öllum líkindum verða nálægt 6 ma.kr. afgangur á fjárlagagrunni eða sem samsvarar 0,3% af landsframleiðslu.

... og afkoman árið 2014 verður einnig betri en samkvæmt fjárlögum

Fjárlög ársins 2014 voru afgreidd með 0,9 ma.kr. afgangi. Það er aðeins 0,1% af áætlunum tekjum ríkissjóðs í ár og vel innan vikmarka þeirra tekjuspáa sem liggja til grundvallar áætlunum tekjum á fjárlögum. Afkoma ríkissjóðs nýtur góðs af því að þrótturinn í efnahagslífinu verður meiri en þegar síðasta afkomuspá var gerð auk þess sem nýtt samkomulag um breytingu á ákvæðum skuldabréfs sem ríkissjóður gaf út til að styrkja eigið fé Seðlabankans skilar ríkissjóði 19 ma.kr. í ár. Samkvæmt spá *Peningamála* nú verður afkoma ríkissjóðs jákvæð um 13 ma.kr. eða 0,7% af landsframleiðslu í ár (mynd V-1). Í afkomuspá fyrir bæði hið opinbera og ríkissjóð árin 2015 og 2016 er búist við áframhaldandi afgangi á heildarjöfnuði en þó minni afgangi en gert var ráð fyrir í efnahagsáætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og stjórnvalda. Þar var gert ráð fyrir að afgangur á heildarjöfnuði hins opinbera árið 2016 yrði 1,6% af landsframleiðslu og frumjöfnuður 5% af landsframleiðslu. Samkvæmt spá *Peningamála* verður afgangurinn á

Mynd V-1
Fjármál ríkissjóðs 2000-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Á rekstrargrunni.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

heildar- og frumjöfnuði árið 2016 0,4% og 3,5% af landsframleiðslu hvor um sig (mynd V-2). Þrátt fyrir að markmið efnahagsáætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og stjórnvalda hafi ekki gengið fullilega eftir er afgangur á frumjöfnuði í ár með því mesta sem þekkt meðal þróaðra ríkja (mynd V-3).

Helstu óvissuþættir opinberra fjármála í ár eru m.a. fjármögnun skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda, útgjaldaþrýstingur vegna launa-hækkana og aukins vinnu- og útgjaldaþrýstingur vegna sveitarstjórnarkosninga.

Samið um framlengingu á skuldabréfi í eigu Seðlabankans

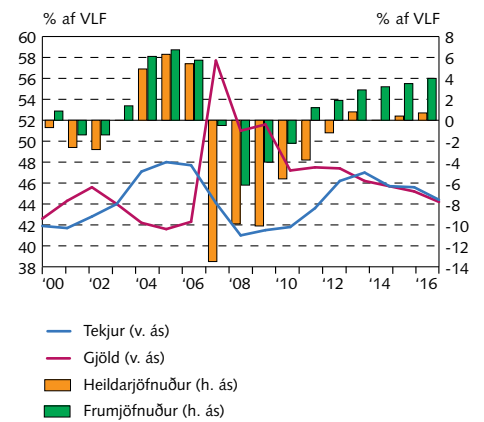
Í fjárlögum ársins í ár var gert ráð fyrir að ákvæði skuldabréfs sem ríkissjóður gaf út til að styrkja eigið fé Seðlabankans í kjölfar veðtapa sem bankinn varð fyrir við fall fjármála fyrirtækja yrði breytt þannig að ríkissjóður greiddi ekki 11 ma.kr. vaxtakostnað af því. Skuldabréfið var upphaflega til fimm ára og var verðtryggt með 2,1% raunvöxtum en samkvæmt frumvarpinu átti að breyta skilmálum þess, framlengja það til tuttugu ára, gera það óverðtryggt og án nafnvaxta. Þessi fyrirætlun varð til þess að fjárhagsleg samskipti Seðlabanka Íslands og fjármála- og efnahagsráðuneytisins voru tekin til endurskoðunar. Niðurstöðuna má sjá í frumvarpi sem fjármála- og efnahagsráðherra hefur lagt fram á Alþingi. Samkvæmt frumvarpinu tekur Seðlabankinn ákvörðun um ráðstöfun hagnaðar til ríkissjóðs á grundvelli mats á æskilegri eiginfjárstöðu bankans og þriggja ára afkomuspá. Tilgangur frumvarpsins er að treysta fjárhagslegt sjálfstæði Seðlabankans og auðvelda honum að hringa í framkvæmd nauðsynlegum aðgerðum til að ná þeim markmiðum sem bankanum eru sett á sviði verð- og fjármálastöðugleika.

Í samningi sem gerður var um sl. áramót milli ríkissjóðs og Seðlabankans um framlengingu á skuldabréfinu sem þá var á gjald-daga var kveðið á um að samhliða tillögum um breytt fyrirkomulag fjárhagslegra samskipta bankans og ríkissjóðs skyldi samið um skilmála skuldabréfsins. Samkomulag hefur náðst og felur það m.a. í sér að skuldabréfið muni bera óverðtryggða vexti sem taka mið af innláns-vöxtum Seðlabankans, sem eru nú 5%, og að það verður með föstum afborgunarkjörum til 29 ára.

Samkvæmt frumvarpinu eru áhrifin á fjárhag ríkissjóðs þau að hægt verður að lækka stöðu innborgaðs eigin fjár um 26 ma.kr. vegna stofnfjárloforðs ríkisins um innkallanlegt eigið fé,¹ sem getur numið allt að 3% af landsframleiðslu. Með þeim fjármunum má greiða inn á skuldabréfið sem endursamið hefur verið um og við það minnkar vaxtakostnaður um 1,3 ma.kr. og skuldsetning ríkissjóðs lækkar um nálægt 1,5% af landsframleiðslu.

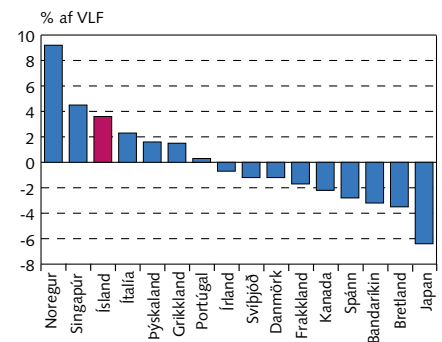
1. Samkvæmt samkomulaginu á ríkissjóður að fjármagna innkallanlegt eigið fé Seðlabankans með markaðshæfum skuldabréfum sem Seðlabankinn getur innleyst í því skyni að uppfylla eiginfjárreglu laganna og getur þetta innkallanlega eigið fé numið allt að 3% af vergri landsframleiðslu. Innkallanlegt eigið fé gerir Seðlabankanum m.a. kleift að auka eigið fé sitt með innköllun í samræmi við eiginfjárreglur án þess að þurfa að semja við ríkissjóð um það fyrst. Þetta er hagstæð fjárhagsráðstöfun fyrir ríkissjóð þar sem fjármagn er ekki bundið í Seðlabankanum á sama tíma og ekki er hægt með rökum að draga í efa að bankinn hafi aðgang að þessu fjármagni sem eigin fé. Þar að auki kemur fjármögnun ríkissjóðs á innkallanlegu eigin fé með markaðshæfum skuldabréfum ekki fram sem aukin skuld ríkissjóðs fyrr en bréfin eru virkjuð.

Mynd V-2
Fjármál hins opinbera 2000-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Á rekstrargrunni. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3
Frumjöfnuður nokkurra þróaðra ríkja árið 2014



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2013). Fiscal Monitor, apríl 2014.

Frumvarp að nýjum lögum um opinber fjármál komið fram

Frá árinu 2011 hefur verið unnið að því að skapa nýja umgjörð um opinber fjármál sem lögfesta á nú á vörpingi með nýjum heildarlögum. Síðast var gerð slík breyting á heildarlögum árið 1997 þegar fjárlög voru m.a. sett fram á rekstrargrunni í stað greiðslugrunns. Brotalamir hafa verið á framkvæmd fjárlaga og fjármálareglur ítrekað ekki gengið eftir. Nýjum lögum um opinber fjármál er ætlað að auka aðhald við framkvæmd fjárlaga með því að skipa sjálfstætt fjármálaráð sem í ættu sæti þrír sérfræðingar með sérþekkingu á opinberum fjármálum sem eiga að veita umsagnir um hvort framkvæmd fjárlaga og fjármálastefnunnar sé í samræmi við nýju fjármálareglurnar sem taka á upp verði frumvarpið að lögum.

Samkvæmt frumvarpinu á að marka fjármálastefnu til fimm ára í senn fyrir hið opinbera í heild sinni. Fjármálaáætlunina skal kynna á vörpingi og er markmiðið með því að hluta að takmarka svigrúm ráðherra til að auka útgjöld yfir sumartímann þegar fjárlagafrumvarpinu er lokað. Auk þessarar stefnumörkunar á að taka upp þrjár tölulegar fjármálareglur og eiga þær að setja fjármálastefnunni mörk og stuðla þannig að sjálfbærri fjárhagsstöðu hins opinbera. Ennfremur er framsetningu fjárlaga breytt til að draga fram stefnumörkunina og yfirsýn yfir markmið fjárlaga. Frekari umfjöllun um frumvarpið má finna í rammagrein V-1.

Áætlað að samneyslan vaxi áfram

Árið 2013 var fyrsta árið frá upphafi fjármálakreppunnar þar sem magn samneyslu jókst frá fyrra ári eftir að hafa dregist saman samfellt frá árinu 2009. Vöxtur var hjá öllum þeim aðilum sem saman mynda hið opinbera. Vöxtur samneyslu var 1,3% í fyrra samkvæmt fyrstu tölum Hagstofunnar en á árunum 2009-2012 hafði hún dregist um 6,7%. Vöxturinn í fyrra er hins vegar ekki mikill í sögulegu samhengi því að á árunum 1997-2008 nam hann að meðaltali 3,9%. Minnstur var vöxturinn árið 2003 þegar hann var 1,8%. Skýringin á því að hluta er sú að skuldastaða ríkissjóðs er mun verri nú en hún var fyrir árið 2008 sem skýrist að hluta af miklum samdrætti tekna frá árinu 2008.

Á árunum 2014 til 2016 er gert ráð fyrir að samneysla vaxi áfram með svipuðum hætti og í ár. Líkt og í spá síðustu *Peningamála* er gert ráð fyrir að kaup og sala vöru og þjónustu aukist hjá sveitarfélögum, en dragist saman bæði hjá ríkissjóði og almannatryggingum í samræmi við yfirlýst aðhaldsmarkmið sem fram koma í fjárlagafrumvarpi ársins 2014. Í síðustu spá var gert ráð fyrir vexti launakostnaðar umfram launahækkunar vegna skorts á aðhaldi. Á grundvelli fjárhagsyfirlits ríkissjóðs fyrir fyrstu tvo mánuði ársins virðist það ætla að ganga eftir og gott betur en launakostnaður reyndist 6% yfir áætlun fjármála- og efnahagsráðuneytisins sem byggði á forsendum fjárlaga um launahækkunar og hækkunar eingreiðslna. Ólíklegt er að svo mikil umframkeyrsla haldi áfram út árið og því er magnvöxtur launakostnaðar áætlaður 1,8% í ár og 1,4% árin 2015 og 2016. Niðurstaðan verður því áframhaldandi vöxtur samneyslu hins opinbera. Er gert ráð fyrir tæplega 1% vexti milli ára á þessu ári og næstu tveimur árum, sem er nokkru meiri vöxtur en spáð var í febrúar.

Fjárfesting hins opinbera hækkar úr sögulegu lágmarki

Eftir rúmlega 60% samdrátt fjárfestingar hins opinbera að magni til á fimm ára tímabili jókst hún aftur á síðasta ári og þá um tæp 12%. Líkt og í fyrri spám *Peningamála* er gert ráð fyrir áframhaldandi vexti í ár og á því næsta en eins og áætlanir yfirvalda standa nú er óvíst um áframhaldandi vöxt árið 2016 þar sem nokkrum framkvæmdum lýkur þá (t.d. Vaðlaheiðargöngum). Árið 2012 náði fjárfesting hins opinbera sögulegu lágmarki þegar hún var einungis 2% af landsframleiðslu. Gangi spá *Peningamála* eftir mun hlutfallið aukast í 2,2% af landsframleiðslu en meðaltal síðustu þrjátíu ára er 3,6%.

Fjárfestingarstig hins opinbera var hærra hér á landi á árunum 2000 til 2008 en meðal annarra þróaðra ríkja en nokkru lægra en hjá nýmarkaðsríkjum (mynd V-4). Á árunum eftir fjármálakreppu lækkaði fjárfestingarstigið hér niður fyrir það sem það var í öðrum þróuðum ríkjum en fjárfestingarstig meðal þeirra hélst að mestu óbreytt frá því sem það hafði verið fyrir fjármálakreppuna en það jókst hins vegar í nýmarkaðsríkjunum. Aðhaldsaðgerðir í opinberum fjármálum komu því meira fram í opinberri fjárfestingu og minna í samneyslútgjöldum hér á landi en að jafnaði meðal annarra ríkja.

Framlag hins opinbera til hagvaxtar aftur orðið jákvætt

Á árunum fyrir fjármálakreppuna var mikill hagvöxtur hér og töluverð framleiðsluspenna í þjóðarþúskapnum. Á þeim árum var framlag hins opinbera til hagvaxtar að jafnaði 1,5 prósentur og því hagsveifluaukandi (sjá einnig kafla IV). Eftir að fjármálakreppan skall á, hagvöxtur dróst saman og slaki myndaðist í þjóðarþúskapnum varð framlag hins opinbera til hagvaxtar hins vegar neikvætt um 1,1 prósentu að jafnaði (mynd V-5). Fyrir fjármálakreppu gerði góð skuldastaða mikinn vöxt mögulegan en eftir að hún skall á kallaði erfið skuldastaða á að farið yrði í aðgerðir sem dýpkuðu samdráttinn.

Árið 2013 varð framlag hins opinbera til hagvaxtar aftur jákvætt á sama tíma og framleiðslulakinn er að hverfa. Á spátímanum er gert ráð fyrir að framlag hins opinbera verði áfram jákvætt.

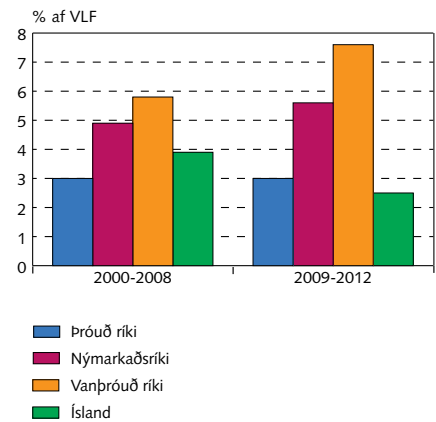
Skuldapróun hagfelldari en í síðustu spá

Spá bankans nú gerir ráð fyrir að vergar skuldir hins opinbera verði 81% af landsframleiðslu í lok spátímans árið 2016 (mynd V-6). Spá um þróun skulda þegar skuldaferillinn var síðast endurmetinn sem birt var í *Peningamálum* 2013/4 endaði í rúnum 84% af landsframleiðslu í lok spátímans. Horfurnar eru því nokkru betri nú en áður. Áætlað er að hreinar skuldir verði 58% af landsframleiðslu árið 2016 samanborið við 66% árið 2012. Við mat á hreinum skuldum eru hér aðeins taldar til eigna peningalegar eignir hins opinbera í handbærum sjóðum. Þetta er þrengri skilgreining en hefðbundið er að nota, en venja er að telja einnig til eigna aðrar peningalegar eignir að undanskildum hlutabréfum, eignarhlutum og stofnfé. Sé það talið með verður hrein skuldastaða hins opinbera betri en hér er lýst. Í frumvarpi um lög um opinber fjármál er gert ráð fyrir að skuldir verði ekki meiri en 45% af landsframleiðslu miðað við sömu skilgreiningu og hér er notuð um hreinar skuldir.

Í spánni er ekki gert ráð fyrir frekari fyrirframgreiðslum á lánnum tengdum efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Mynd V-4

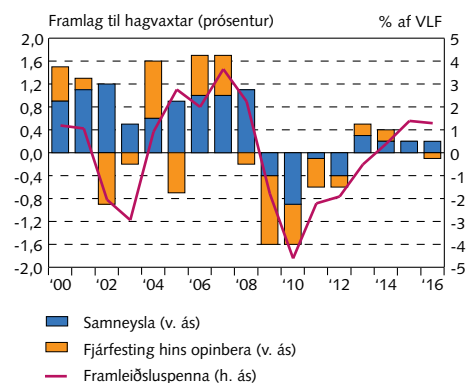
Fjárfesting hins opinbera á Íslandi og í öðrum ríkjum



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn - *Fiscal Monitor*, apríl 2014, Center for International Comparisons (2013), Efnahags- og framfarastofnunin, Hagstofa Íslands.

Mynd V-5

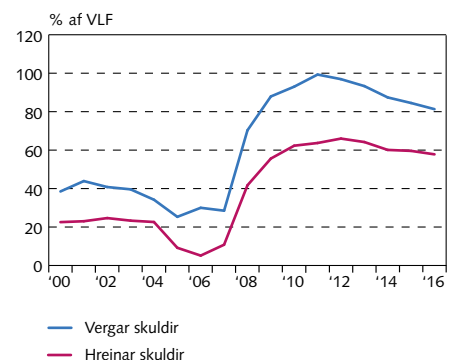
Samneysla, fjárfesting hins opinbera og framleiðsluspenna 2000-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6

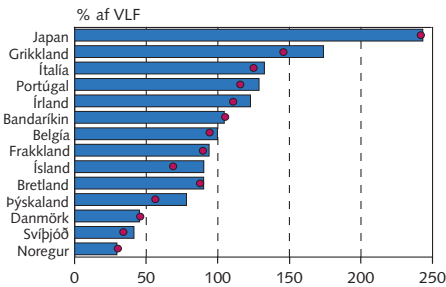
Skuldir hins opinbera 2000-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-7

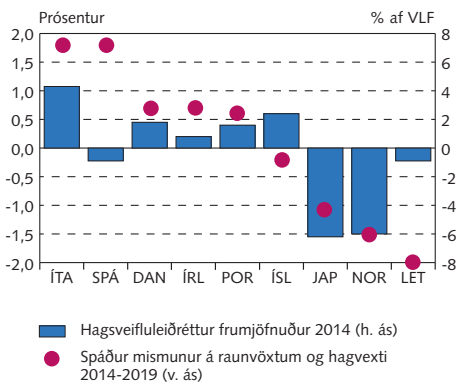
Vergar skuldir hins opinbera í ýmsum iðnríkjum árin 2013 og 2019¹



1. Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir árið 2019 eru sýndar með rauðum punktum.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

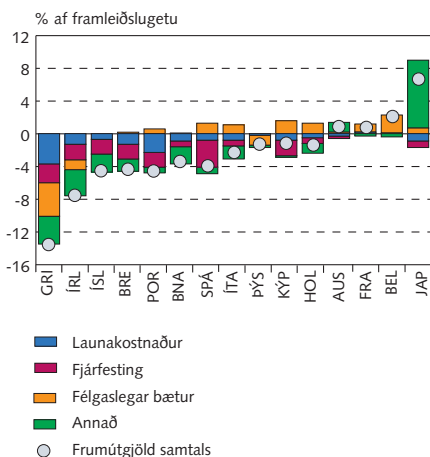
Samanburður á mismun raunvaxta- og hagvaxtarstígs og hagsveifluleiðrættum frumjöfnuði



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn - Fiscal Monitor, apríl 2014.

Mynd V-9

Breytingar í undirlíðum frumútgjalda 2009-2013



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn - Fiscal Monitor, apríl 2014, Evrópusambandið.

Kæmi til frekari fyrirframgreiðslna myndi það lækka vergar skuldir ríkissjóðs en hrein skuld hans héldist óbreytt. Vergar skuldir hins opinbera hér á landi námu 90% af landsframleiðslu í lok árs 2013 samanborið við 101% í lok árs 2011 (mynd V-6). Þetta eru svipaðar vergar skuldir og í ýmsum öðrum þróuðum ríkjum, t.d. Bretlandi og Frakklandi, en töluvert lægri en í Grikklandi, Ítalíu, Írlandi, Portúgal og Japan. Eins og mynd V-7 sýnir er útlit fyrir að skuldastaðan batni enn frekar á næstu árum og að Ísland verði með svipað skuldahlutfall og Þýskaland árið 2019. Skuldir hér á landi væru þó enn nokkru meiri en hjá hinum Norðurlöndunum.

Lækkun skulda hins opinbera mikilvægt framlag til aukinnar sjálfbærni hreinnar erlendra skuldastöðu

Reynsla annarra þjóða gefur skýra vísbendingu um að lækkun skulda hins opinbera hafi jafnan leikið lykilhlutverk í að bæta erlenda stöðu þjóðarbúsins.² Lækkun skulda hins opinbera er því ekki einungis mikilvæg til að tryggja fjármögnun ríkissjóðs á viðunandi kjörum og nauðsynlegan aga í innlendri hagstjórn, heldur getur hún leikið afgerandi hlutverk í að auka þjóðhagslegan sparnað, bæta erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins og tryggja farsæla lausn þess greiðslufarnaðarvanda sem íslenskt þjóðarþú stendur frammi fyrir.

Skuldir og afkoma hins opinbera í alþjóðlegum samanburði

Breyting á skuldum hins opinbera í hlutfalli af landsframleiðslu samsvavar raunvaxtabyrðinni umfram hagvöxt að frádregnum frumjöfnuði sem hlutfalli af landsframleiðslu. Skuldahlutfallið lækkar því ef frumjöfnuður er meiri en raunvaxtabyrði umfram hagvöxt. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn birti nú í aprílútgáfu af riti sínu *Fiscal Monitor* samanburð á væntum raunvaxtamun og hagvexti meðal þróaðra ríkja fram til árisins 2019 (mynd V-8). Þar er spáð að hagvöxtur verði 0,2 prósentum meiri hér á landi en raunvextir. Jafnframt er því spáð að heildar- og frumjöfnuður verði jákvæður og því ljóst að skuldahlutfallið mun lækka bæði vegna mikils hagvaxtar og hallalauss rekstrar.

Til samanburðar má nefna að í mörgum löndum er jákvæður munur á raunvöxtum og hagvexti. Á það við um Ítalíu, Spán, Írland, Portúgal og Danmörku og verða þessi lönd því að hafa hagsveifluleiðrættan frumjöfnuð til jafns við hinn jákvæða mismun til að halda skuldahlutfalli sínu stöðugu. Í sama hefti af *Fiscal Monitor* leggur Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn mat á þá aðlögun sem þarf að gera hér á landi á hagsveifluleiðrættum frumjöfnuði til að skuldahlutfall hins opinbera verði 60% af landsframleiðslu árið 2030 og er niðurstaðan sú að frekari aðlögunar sé ekki þörf hér á landi.

Mikil breyting varð á frumútgjöldum á árunum 2009-2013, ekki bara hér á landi heldur víða um heim (mynd V-9). Ef horft er til nokkurra þróaðra ríkja sem skulda yfir 70% af landsframleiðslu sést að aðeins Grikkland og Írland skáru frumútgjöld meira niður en Ísland. Frumútgjöldum er skipt niður í fernt: félagslegar bætur, fjárfestingu, launakostnað og annað. Grikkir og Írar skáru nokkuð jafnt niður í

2. Sjá nánari umfjöllun í D. Ding, W. Schule og Y. Sun (2014), „Cross-country experience in reducing net foreign liabilities: Lessons for New Zealand“. *IMF Working Paper* nr. 14/62.

öllum fjórum flokkunum en félagslegum bótum var hlíft á Íslandi. Umfang niðurskurðar á frumútgjöldum hér á landi var svipað og í Bretlandi, Bandaríkjunum, Spáni og Portúgal en í þessum löndum var jafnvel bætt í félagslegar bætur.

Endurskoðun laga um fjárreiður ríkisins, nr. 88/1997, hefur verið á dagskrá um nokkurt skeið. Við framkvæmd efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins kom í ljós að bæta þyrfti lagaumgjörðina og var leitað til sjóðsins vorið 2011 um að hann gerði tæknilega úttekt á umgjörð opinberra fjármála hér á landi og setti fram ábendingar og hugmyndir um úrbætur.

Lög um fjárreiður ríkisins tóku gildi árið 1997 en fram til þess hafði löggjöf um þetta efni verið brotakennd. Með lögunum var í fyrsta sinn sett heildarlöggjöf um fjárreiður ríkisins, þ.m.t. fjárlaga-gerð, framkvæmd fjárlaga, ríkisreikning, lántökur ríkissjóðs og reikningsskil. Þannig voru gerðar umtalsverðar breytingar á framsetningu frumvarps til fjárlaga: t.d. var mælt svo fyrir að fjárlög skyldu sett fram á rekstrargrunni í stað greiðslugrunns.

Lagaumgjörð um fjármál sveitarstjórnarstigsins hefur einnig verið betrumbætt eftir að fjármálakreppan skall á. Ný sveitarstjórnarlög (nr. 138/2011) tóku gildi 1. janúar 2012 og tiltóku þau strangari fjármálareglur, samstarf um efnahagsmál og eftirlit. Þar er mælt fyrir um tvær fjármálareglur: jafnvægi skal vera á milli samanlagðra tekna og útgjalda A- og B-hluta samstæðu sveitarfélaga á hverju þriggja ára tímabili og skuldir og skuldbindingar samstæðunnar verða takmarkaðar við 150% af tekjum.

Heildstæð umgjörð um opinber fjármál

Það frumvarp til laga um opinber fjármál sem nú liggur fyrir Alþingi felur í sér heildstæða umgjörð um opinber fjármál sem hefur víðfeðmara gildissvið en gildandi fjárreiðulög. Löggin eiga að ná til opinberra aðila í heild sinni en þar er átt við alla þá aðila sem fara með ríkis- og sveitarstjórnarvald auk fyrirtækja sem eru að hálfu eða meirihluta í eigu ríkis eða sveitarfélaga. Ráðherra er ætlað að tryggja formlegt og reglubundið samráð við Samband íslenskra sveitarfélaga um mótun fjármálastefnu og -áætlunar.

Skýrari stefnumörkun í opinberum fjármálum

Grunngildi stefnumörkunar eru skilgreind sem sjálfbærni, varfærni, stöðugleiki, festa og gagnsæi. Þessi grunngildi fela í sér áherslur og viðmið sem auðveldlega geta orðið haldlítill og of almenn í reynd en þau geta engu að síður öðlast lögmæti í útfærslu löggjafar t.d. í formi sértækra fjármálareglna.

Mörkun fjármálastefnunnar felur í sér að nýkjörin ríkisstjórn móti fjármálastefnu til a.m.k. fimm ára sem nái til bæði ríkis og sveitarfélaga. Í fjármálastefnunni skal megináhersla vera á hið opinbera, þ.e.a.s. A-hluta ríkissjóðs og sveitarfélaga en einnig skulu sett fram markmið um umfang, afkomu og þróun efnahags opinberra aðila í heild (A-, B- og C-hluta ríkissjóðs og A- og B-hluta sveitarfélaga). Fjármálastefnan skal taka mið af mun fleiri skilyrðum en langtímaáætlun samkvæmt gildandi lögum en samkvæmt þeim skal langtímaáætlun í ríkisfjármálum ná til þriggja ára eftir næsta fjárhagsár. Henni eru hins vegar ekki sett skýr skilyrði og gæti hún þess vegna verið einfaldur framreikningur en ekki t.d. stefnumarkandi fjármálaferill (e. Fiscal path). Mörkun stefnumarkandi fjármálaferils er hins vegar hornsteinninn í frumvarpinu nú og helsta fjármálareglan. Fjármálareglan lýtur að verklagi við gerð fjármálastefnu og felur í sér að bundið er í löggjöf svokölluð ferlimiðuð fjármálaregla (e. Procedural fiscal rule). Samkvæmt henni skulu stjórnvöld fylgja skýru

Rammagrein V-1

Frumvarp til laga um endurbætur á framkvæmd opinberra fjármála

og lögfestu ferli við stefnumörkun í opinberum fjármálum, t.d. með því að setja reglulega markmið þar sem tölulegar fjármálareglur um skuldastöðu hins opinbera eða leyfilegan halla á rekstri eru sett sem hliðarskilyrði þegar fjármálastefna og -áætlun eru settar fram.

Eftir að ríkisstjórn hefur verið mynduð skal hún móta fjármála- stefnu sem leggja skal fram á Alþingi í formi tillögu til þingsályktunar svo fljótt sem auðið er og er markmiðið að auka eftirlit þingsins með mótun og framkvæmd stefnumörkunarinnar með þinglegri meðferð. Fjármálaáætlun á að byggja á samþykktri fjármálastefnu en fjármálaáætlun er ætlað að greina frá aðgerðum og leiðum sem fara skal svo að markmiðum fjármálastefnu verði náð. Fjármálaráðherra skal leggja fram fjármálaáætlun á Alþingi á vorþingi ár hvert í formi þingsályktunartillögu. Nýju sjálfstæðu fjármálaráði (sjá hér á eftir) er síðan ætlað að leggja mat á framkvæmd fjármálastefnunnar. Álitsgerðir fjármálaráðsins skal birta opinberlega.

Ný skilyrði fjármálastefnu og fjármálaáætlunar

Fjármálaregla frumvarpsins er tvíþætt. Hún felst annars vegar í því að markmið um þróun opinberra fjármála skulu sett eftir fyrir fram ákveðnu verklagi og hins vegar að fylgt skuli ströngum skilyrðum þegar sett eru töluleg markmið um afkomu og skuldir hins opinbera. Skilyrði fjármálastefnunnar eru sett með eftirfarandi þremur fjármálareglum:

1. Heildarafkoma yfir fimm ára tímabil skal ávallt vera jákvæð og árlegur halli ávallt minni en 2,5% af landsframleiðslu.¹
2. Heildarskuldir, að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum en að viðbættum sjóðum og bankainnstæðum, skulu vera minni en 45% af vergri landsframleiðslu.²
3. Ef skuldahlutfall fer hærra en 45% skal sá hluti sem umfram er lækka að meðaltali á hverju þriggja ára tímabili um a.m.k. 5% (1/20) á hverju ári.³

Með þessum fjármálareglum auk reglunnar um verklag er leitast við að leggja grunn að vel skilgreindu verklagi við stefnumörkun í opinberum fjármálum. Á grunni skilgreinds verklags og tölulegra markmiða eru sett skýr skulda- og afkomuviðmið sem eiga að veita löggjafanum jafnt sem framkvæmdarvaldinu mikið aðhald.

Fjármálaráð

Talið er að hlutlægt mat sjálfstæðra sérfræðinga á framkvæmd fjármálastefnunnar sé mikilvægt. Því er lagt til að sjálfstætt fjármálaráð leggi mat á það hvort fjármálastefna og fjármálaáætlun séu í samræmi við grunnildi og fjármálareglur frumvarpsins og til að auka gegnsæi skulu niðurstöður þess birtar opinberlega. Slík fjármálaráð

1. Markmið fjármálastefnu og skilyrði hennar skal einungis endurskoða ef aðstæður eru óviðráðanlegar, svo sem vegna þjóðarvárs eða alvarlegs efnahagsáfalls.
2. Þessi skilgreining skulda er nálgun við hefðbundna skilgreiningu á hreinni skuld þar sem allar peningalegar eignir eru dregnar frá skuldum. Hér eru þó aðeins dregnar frá peningalegar eignir sem eru handbærar og tiltækar til ráðstöfunar. Þessi skilgreining er notuð m.a. vegna þess að ríkissjóður hefur tekið mikið af lánum t.d. til styrkingar gjald- eyrisvarasjóðs Seðlabankans. Þeim peningum hefur ekki verið varið til rekstrar og eru tiltækir til endurgreiðslu lána sem tekin voru. Þessi skilgreining gefur því gleggri mynd af því hversu miklar skuldir þarf að greiða niður með handbæru fé frá rekstri.
3. Miðað við núverandi skuldastöðu og að óbreyttu nafnvirði landsframleiðslu þarf að lækka nafnvirði skulda um 17 ma.kr. árlega eða u.þ.b. 1% af landsframleiðslu. Vaxtakostnaður hins opinbera er 5% af landsframleiðslu og því þarf afgangur á frumjöfnuði að nema 5% af landsframleiðslu til að tryggja jöfnuð á heildarjöfnuði. Við skilyrði 5% afgangsrúmjafræðar og 5% vaxtar nafnvirðis landsframleiðslu lækkar skuldahlutfallið um 3,3% af landsframleiðslu ef frumjöfnuði er ráðstafað til greiðslu vaxta. Til að lækka skulda- hlutfallið samkvæmt þriðja tölulið við skilyrði 5% nafnvaxtar landsframleiðslu nægir að afgangur frumjafnaðar nemi 2,8% af landsframleiðslu.

eru starfrækt í mörgum nágrannaríkjum Íslands, eins og t.d. Danmörku, Hollandi og Svíþjóð.⁴

Skilgreining fjárheimilda og fækkun fjárlagaliða

Nái frumvarpið fram að ganga verður tekin upp ný framsetning á fjárlagafrumvarpinu sem mun byggjast á því að Alþingi veiti fjárheimildir til málaefnasviða og málaflokka, auk framlags í almennan varasjóð, í stað mikils fjölda fjárlagaliða. Þetta er grundvallarbreyting frá því sem tíðkast hefur. Í frumvarpinu er gert ráð fyrir að ráðherra hvers málaflokks sé falið að fengnu álitni reikningsskilaráðs ríkisins að skilgreina málaefnasvið og málaflokka.⁵ Breyting á skilgreiningu fjárheimilda miðar að því að styðja við efnislega umræðu um stefnu stjórnvalda og Alþingis í mismunandi málaflokkum og um heildarframlög til sérhvers þeirra í stað umræðu um fjárheimildir til einstakra stofnana og viðfangsefna.

Hlutverk og ábyrgð við fjárlagagerð og framkvæmd fjárlaga

Lögunum er ætlað að skýra betur hlutverk og ábyrgð þeirra sem koma að fjárlagagerð og framkvæmd fjárlaga. Frá árinu 1992 hefur verið unnið eftir svokölluðu rammaskipulagi við fjárlagagerðina. Með innleiðingu þess var stefnt að því að allir þátttakendur í fjárlagaferlinu tækju mið af stefnumörkun ríkisstjórnar, sem fólst m.a. í ákvörðunum um útgjaldaramma, og skyldu ráðuneytin axla ábyrgð á nauðsynlegri forgangsröðun og vali á milli verkefna. Þau markmið hafa ekki náðst að öllu leyti. Nú skal byggt á því að með ákvörðun þingsins felist skuldbindandi afstaða þess til framlaga til málaefnasviða og -flokka á fjárlögum og fyrirmæli til hlutaðeigandi ráðherra um að skipta þeim framlögum sem undir þá heyrna niður á einstakar stofnanir og verkefni, fjárlagaliði, í sérstöku fylgiriti með frumvarpi til fjárlaga. Þegar kemur að framkvæmd fjárlaga er mælt svo fyrir að sérhver ráðherra upplýsi ríkisstjórn og fjárlaganefnd Alþingis, eins oft og ástæða er til og eigi sjaldnar en ársfjórðungslega, um framkvæmd fjárlaga og fjárhagslega afkomu ríkissjóðs. Þá getur fjárlaganefnd, og eftir atvikum aðrar nefndir, óskað eftir upplýsingum frá hverjum ráðherra um framkvæmd fjárlaga á hans málaefnasviði.

Lokaorð

Reynsla íslenskra stjórnvalda af framkvæmd fjárlaga og fjármála-reglna hefur oft verið erfið. Nýju frumvarpi til laga um opinber fjármál er ætlað að bæta lagaumhverfi opinberra fjármála þar sem dreginn er lærdómur af reynslu undanfarinna áratuga og reynslu annarra ríkja. Til að tryggja að við gerð frumvarpsins væri lagt af stað með bestu fánlegu upplýsingar voru fengnir sérfræðingar frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum sem hafa víðtæka alþjóðlega reynslu og þekkingu á málinu. Einnig veitti sendinefnd frá Svíþjóð góð ráð. Núverandi frumvarp er veruleg bót frá núgildandi lögum. Þar er gert

4. Almennt eru fjármálaráð skilgreind sem sjálfstæðar opinberar stofnanir sem er ætlað að styrkja skuldbindingu stjórnvalda um sjálfbær opinber fjármál t.d. með úttektum á fjármálastefnu og -áætlunum stjórnvalda með tilliti til stefnumörkunar og árangurs við að framfylgja henni. Einnig gefa mörg fjármálaráð út álit á þjóðhagslegum forsendum afkomuspárinna og þeirri aðferðarfræði sem notuð er við hana. Umfjöllun um árangur slíkra ráða er t.d. að finna í Debrun, Kinda, Curristine, Eyraud, Harris og Seiwald (2013), "The functions and impact of fiscal councils", *IMF Policy Paper*, júlí 2013, Curristine, Harris og Seiwald (2013), „Case studies of fiscal councils – Functions and impact.“ *IMF Policy Paper*, júlí 2013, og Debrun og Kinda (2014), "Strengthening post-crisis fiscal credibility – Fiscal councils on the rise. A new dataset", *IMF Working Paper*, nr. 14/58.

5. Reikningsskilaráð ríkisins fyrir A-hluta ríkissjóðs skal skipað sex mönnum til fimm ára í senn. Fjársýslustjóri, Hagstofustjóri og ríkisendurskoðandi skulu eiga þar sæti stöðu sinnar vegna. Að auki skulu þrír ráðsmenn skipaðir af ráðherra og skal einn vera löggiltur endurskoðandi. Hlutverk reikningsskilaráðs ríkisins er að taka ákvarðanir um innleiðingu reikningsskilastaða og álitaefni þeim tengd og um önnur atriði sem þýðingu hafa fyrir hið reikningslega kerfi ríkisins.

ráð fyrir ferilreglu sem getur verið sveigjanleg innan marka tölulegra fjármálareglna. Breytingin er einnig í samræmi við það sem alþjóðastofnanir eins og Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafa lengi lagt áherslu á: að breytingar á afkomu hins opinbera sem miða að því að hafa áhrif á eftirspurn eigi við venjulegar aðstæður fyrst og fremst að vera í formi sjálfvirkra sveiflujöfnunar og innan skorða vel skilgreindra og formlegra fjármálareglna.⁶

Til þess að formleg fjármálaregla hafi æskileg áhrif á hagþróunina þarf hún að hafa nægan trúverðugleika og vera útfærð þannig að hún stuðli að agaðri stefnu í fjármálum hins opinbera. Hún þarf jafnframt að vera nægjanlega sveigjanleg til að geta brugðist við ófyrirséðum áföllum. Þá er einnig rétt að hafa í huga að þótt nauðsynlegt sé að bæta lagabókstafinn er það ekki endilega nægjanlegt ef marka má reynsluna af núgildandi lögum sem sýnir að það þarf líka að taka upp vinnubrögð í anda nýrra laga. Gangi breytingarnar eftir er hins vegar ljóst að mikið framfaraskref yrði stigið í opinberum fjármálum hér á landi sem ætti að geta orðið mikilvæg stoð fyrir skilvirka og agaða hagstjórn.

6. Sjá t.d. OECD (1999). „The size and role of automatic fiscal stabilisers“, *OECD Economic Outlook* 66, 137-149. Sjá einnig umfjöllun í Seðlabanki Íslands (2012). „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, *Sérrit*, nr. 7, kafli 15.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Slakinn á vinnumarkaði hefur haldið áfram að minnka vegna minnkandi atvinnuleysis og fjölgunar heildarvinnustunda og er gert ráð fyrir að þessi þróun haldi áfram út spátímam. Endurskoðaðar tölur Hagstofu Íslands benda til þess að launahækkunar hafi verið minni en áður var talið á árunum 2012-2013. Hins vegar er áætlað að launahækkunar í ár og á næsta ári verði heldur meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá þrátt fyrir að umsamdar launahækkunar séu almennt í takt við samninginn sem gerður var á almennum vinnumarkaði í desember. Horfur um launakostnað á framleidda einingu fyrir þetta ár og næstu tvö ár eru hins vegar áþekkar og í febrúarspá bankans þar sem meiri framleiðnivöxtur vegur á móti. Gert er ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu hækki um tæplega 4% í ár en að hækkunin verði að meðaltali tæplega 3% á ári næstu tvö árin.

Atvinnuleysi svipað og spáð var í febrúar

Vegna breytinga á atvinnuleysisbótarétti sem tóku gildi í janúar 2013 eru mælingar Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands (VMK) líklega betri mælikvarði á atvinnuleysi en tölur Vinnuálastofnunar (VMS) þar sem þeir sem hafa misst bótarétt eru meðtaldir í hópi atvinnulausra í mælingum Hagstofunnar. Frá því að breytingarnar tóku gildi hefur atvinnuleysi verið um 1 prósentu minna að meðaltali samkvæmt mælingu VMS en VMK. Atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðar var 5,2% á fyrsta fjórðungi ársins samkvæmt tölum VMK en 3,8% samkvæmt mælingu VMS (mynd VI-1). Það minnkaði lítillega á báðum mælikvarða milli fjórðunga en var tæpri prósentu minna en á sama tíma í fyrra samkvæmt mælingu VMS en það stóð nánast í stað samkvæmt tölum VMK. Þróun atvinnuleysis er í ágætu samræmi við það sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*.

Eins og sést á mynd VI-2 hefur atvinnuleysi minnkað minna undanfarna fjórðunga en sem nemur hækkandi hlutfalli starfandi fólks þar sem atvinnuþátttaka hefur einnig aukist. Þetta er öfugt við það sem gerðist á árunum 2008-2009 þegar atvinnuleysi jókst minna en sem nam lækkun hlutfalls starfandi vegna þess að atvinnuþátttakan minnkaði einnig.

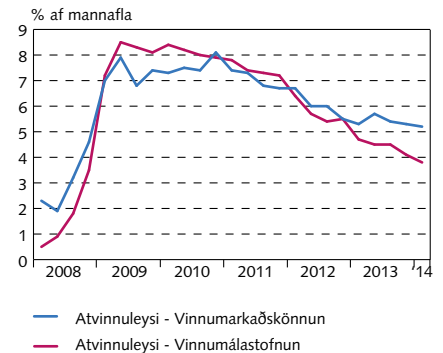
Atvinnuleysi hjaðnar vegna þess að fólk fer í launaða vinnu

Eins og áður hefur verið rakið í *Peningamálum* skýrist hjöðnun atvinnuleysis fyrst og fremst af því að fólk fer í launaða vinnu. Samkvæmt könnun sem gerð var fyrir VMS í lok síðasta árs virðast á milli 12-23% þeirra sem hafa fengið vinnu hafa fengið hana í gegnum átaksverkefni VMS (mynd VI-3).¹ Hlutfall þeirra sem fengu vinnu í gegnum VMS var herra hjá atvinnuleitendum sem höfðu verið lengur atvinnulausir en þeir höfðu einnig í meiri mæli fengið vinnu án atbeina átaksverkefnisins. Það kemur ekki á óvart að samband sé á milli lengdar atvinnuleysis og hins í hve ríkum mæli fólk fær vinnu í gegnum vinnumarkaðsaðgerðir þar sem þær hafa einkum beinst að

Mynd VI-1

Árstíðarleidd atvinnuleysi

1. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2014

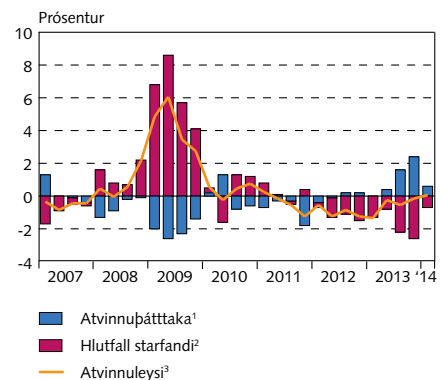


Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

Framlag til breytinga á atvinnuleysi

1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2014

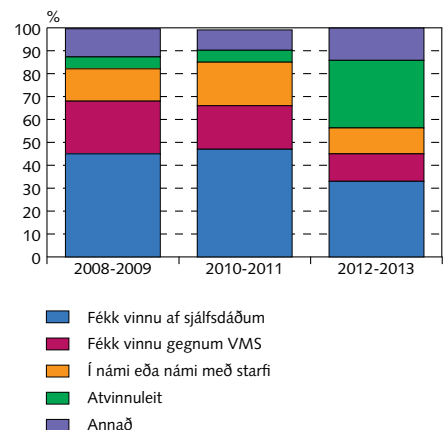


1. Fjöldi á vinnumarkaði sem hlutfall af mannfjölda 16-74 ára. 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 16-74 ára. 3. Hlutfall atvinnulausra af vinnuafli. Vegna námundunar er samanlagt framlag ekki endilega jafnt heildarbreytingunni.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-3

Staða fólks eftir því hvenær það missti vinnu¹

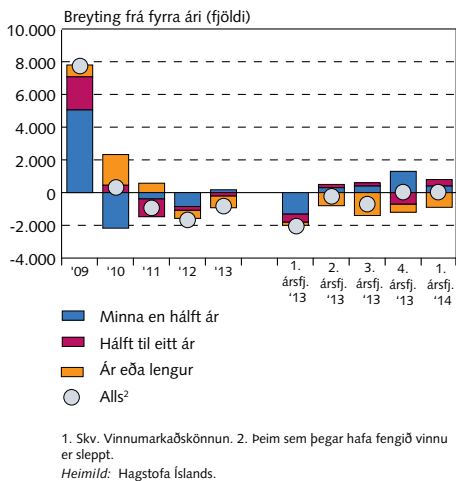


1. Undir flokkinn annað falla aðallega ellilífeyrir, öroka, veikindafri og fæðingarorlof.

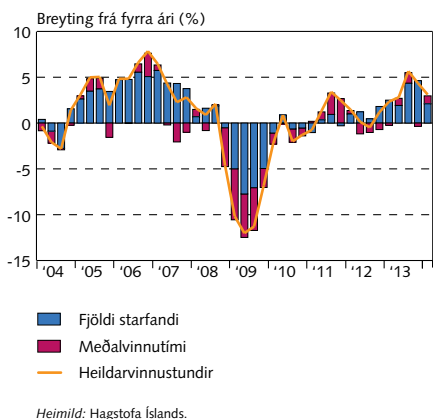
Heimild: Vinnuálastofnun.

1. Könnunin var framkvæmd í nóvember og desember 2013 og var úrtakið þeir sem höfðu verið eða voru enn atvinnuleitendur.

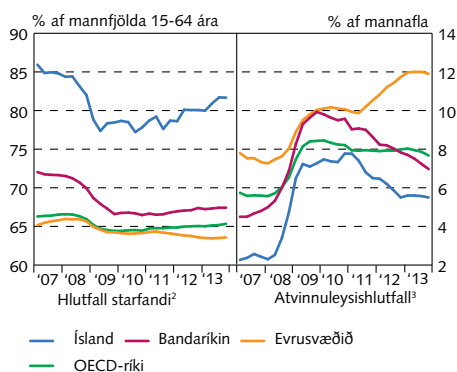
Mynd VI-4
Breyting í fjölda atvinnulausra eftir lengd atvinnuleysis¹



Mynd VI-5
Breytingar á atvinnu og vinnutíma
1. ársfj. 2004 - 1. ársfj. 2014



Mynd VI-6
Hlutfall starfandi og atvinnuleysis¹
1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2013



þeim sem hafa verið lengi án vinnu. Þær virðast einnig hafa skilað sér í töluverðri fækkun langtímaatvinnulausra undanfarin tvö ár eins og sést á mynd VI-4 og skýrist fækkun atvinnulausra í fyrra nánast alfarið af fækkun langtímaatvinnulausra.²

Langtímaatvinnulausir virðast ekki eiga erfiðara með að finna vinnu en þeir sem hafa verið atvinnulausir skemur

Samkvæmt fyrrgreindri könnun virðast þeir sem hafa verið lengur atvinnulausir ekki eiga erfiðara með að finna vinnu en þeir sem hafa verið atvinnulausir um skemmri tíma. Þannig höfðu um 70% þeirra sem misstu vinnuna á árunum 2008-2009 fengið vinnu þegar könnunin var gerð og aðeins rúmlega 5% þeirra voru enn í atvinnuleit (mynd VI-3). Hlutfallið var nánast það sama hjá þeim sem misstu vinnuna á árunum 2010-2011. Hins vegar höfðu aðeins 45% þeirra sem misstu vinnuna á árunum 2012-2013 fengið vinnu en um 30% þeirra voru enn í atvinnuleit.³ Skerðing mannaúðs sem jafnan fylgir langvarandi atvinnuleysi ætti ekki að vera orðin íþyngjandi hjá þessum hópi en hluti af skýringunni á því hvers vegna svona stór hluti hans er enn í atvinnuleit gæti verið að hvati til vinnu sé minni á meðan viðkomandi á rétt á atvinnuleysisbótum. Önnur skýring gæti verið að einhverjir í þessum hópi hefðu í raun verið lengur atvinnulausir því að flokkað er eftir því hvenær viðkomandi missti síðast vinnuna.

Vinnuafseftirspurn meiri en gert var ráð fyrir í febrúar

Samkvæmt niðurstöðum VMK var vinnuafseftirspurn á fyrsta fjórðungi ársins heldur meiri en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Þá var spáð 2,5% fjölgun heildarvinnustunda milli ára en í reynd fjölgaði þeim um 3% (mynd VI-5). Sem fyrr er meginskýring fjölgunar heildarvinnustunda að starfandi fólki fjölgaði en meðalvinnutími jókst einnig um 0,9%.

Hlutfall starfandi af heildarvinnuafli jókst því um ½ prósentu milli ára og hefur hækkað um 1,8 prósentur frá því að það varð lægst á fyrsta ársfjórðungi 2011. Þetta er meiri hækkun en sést að jafnaði meðal annarra OECD-ríkja (mynd VI-6). Batinn á innlendum vinnumarkaði hefur einnig verið kröftugri hér sé litið til þróunar atvinnuleysis.

Atvinnuþátttaka eykst á ný en mismikið eftir aldurshópum og búsetu

Hluti þeirra sem misstu vinnu í kjölfar fjármálakreppunnar yfirgaf vinnumarkaðinn, fór í nám eða flutti úr landi. Atvinnuþátttaka minnkaði því nokkuð en mismikið eftir hópum (mynd VI-7). Mest minnkaði hún hjá körlum og á samdráttur í byggingageiranum líklega stóran þátt þar í og líklegt er að margir í þeim geira hafi flutt úr landi. Atvinnuþátttaka minnkaði einnig verulega í yngsta aldurshópnum, eins og jafnan gerist, en rétt er að hafa í huga að atvinnuþátttaka

2. Hér er miðað við tölur VMK sem taka einnig með þá sem hafa misst bótarétt.
3. Tülkun talnanna er nokkrum vandkvæðum bundin þar sem spurt er hvenær fólk missti vinnuna síðast. Sumir gætu í raun hafa verið atvinnulausir lengur en fengið tímabundið starf í millitíðinni. Þetta virðist eiga við um hluta hópsins því að 20% þeirra sem urðu síðast atvinnulausir á árunum 2012-2013 hafa misst bótarétt sinn. Einnig gætu þeir sem misstu vinnuna fyrst á árunum 2008-2011 í raun hafa fengið vinnu fljótlega.

Í þessum hópi var orðin mjög mikil á þensluárunum 2006-2007. Atvinnuþátttaka minnkaði einnig töluvert meira á höfuðborgarsvæðinu en á landsbyggðinni. Hún hefur hins vegar aukist nokkuð í öllum hópum eftir að efnahagsbatinn sótti í sig veðrið en mismikið og er atvinnuþátttaka t.d. orðin meiri á landsbyggðinni en hún varð mest fyrir efnahagskreppuna.

Á heildina litið jókst atvinnuþátttaka um ½ prósentu á fyrsta fjórðungi í ár frá sama tíma í fyrra og var þá 79,4% og fólki utan vinnumarkaðar fækkaði um 1 prósentu milli ára á fyrsta fjórðungi ársins.

Fyrirtæki álíka bjartsýn á fjölgun starfsfólks og á sama tíma í fyrra

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup, sem var framkvæmd í mars sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, vildu um 14 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki á næstu sex mánuðum en fækka (mynd VI-8). Niðurstaða könnunarinnar er mun jákvæðari en í þeim könnunum sem gerðar voru á seinni árshelmingi í fyrra, en þá vildu nánast jafnmörg fyrirtæki fjölga starfsfólki og fækka því, en svipuð og fékkst úr þeim könnunum sem gerðar voru á fyrri hluta síðasta árs þegar 10 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsfólki en fækka þeim.

Í öllum atvinnugreinum, nema sjávarútvegi og fjármála- og tryggingastarfsemi, er meiri vilji til að fjölga starfsfólki en var í síðustu könnun sem framkvæmd var í desember og aðeins í fjármála- og tryggingastarfsemi og í verslun vilja fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki nú en í síðustu könnun. Fyrirtæki í þeim greinum þar sem vægi útflutnings er líklega hvað mest (þ.e. samgöngum og ferðapjónustu, iðnaði og annarri þjónustu) eru almennt nokkru bjartsýnni en þau voru í síðustu könnun og samanborið við könnunina sem gerð var fyrir ári.

Heildarvinnustundum fjölga í öllum greinum nema fjármálaþjónustu

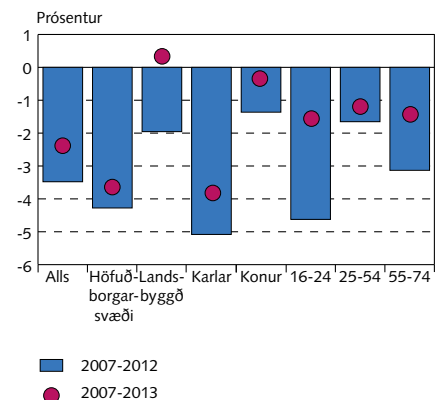
Eins og fram kemur í mynd VI-9 hefur orðið nokkur bati frá botni efnahagskreppunnar í þeim greinum þar sem heildarvinnustundum fækkaði í efnahagshruninu að fjármálagreinanum undanskildum og ef marka má áform forsvarsmanna þar um fjölgun á næstu sex mánuðum má gera ráð fyrir að sú þróun haldi áfram. Heildarvinnustundum fækkaði hins vegar ekki í þeim greinum þar sem ábati af lágu raungengi hefur verið hvað mestur, þ.e. hótél- og veitingarekstri og fiskveiðum og -vinnslu. Fjölgunin hélt áfram í fyrra í hótél- og veitingarekstri en í fiskveiðum og -vinnslu fækkaði hins vegar heildarvinnustundum og benda áform fyrirtækja í báðum greinum til að sambærileg þróun haldi áfram á næstu mánuðum.

Samband atvinnuleysis og lausra starfa færast nær því sem það var fyrir fjármálakreppuna

Það að langtímaatvinnulausir eigi ekki erfiðara með að finna vinnu en þeir sem hafa verið atvinnulausir um skemmri tíma er í góðu samræmi við það sem lesa má út úr þróun á Beveridge-ferlinum að undanförunu. Ferillinn getur gefið vísbendingu um hvort aðlögun atvinnuleysis sé í samræmi við bata í þjóðarbúskapnum eða hvort til staðar séu

Mynd VI-7

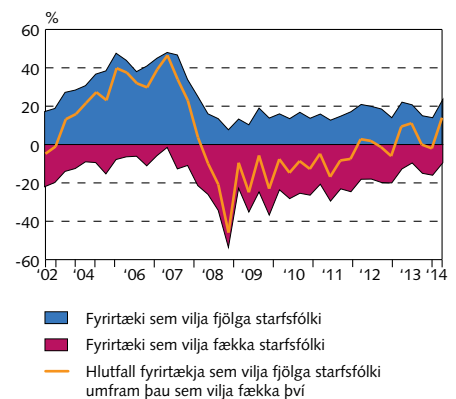
Breytingar á atvinnuþátttöku eftir búsetu, kyni og aldri



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-8

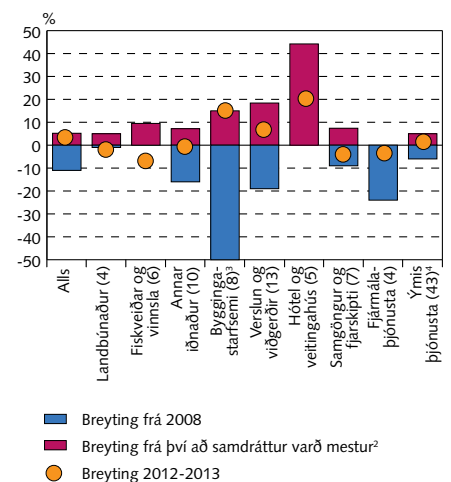
Fyrirtæki sem hyggja á starfsmannabreytingar á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

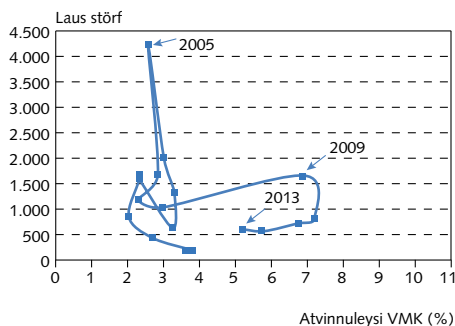
Mynd VI-9

Breytingar á heildarvinnustundum 2008-2013¹



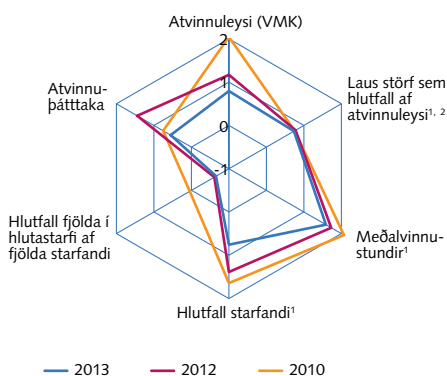
1. Fólki við vinnu í viðmiðunarkvinnu. Hlutdeild atvinnugreinar í heildarvinnustundum 2013 í sviga (%). 2. Mismunandi er eftir atvinnugrein hvernær samdráttur varð mestur. Í nokkrum atvinnugreinum varð ekki samdráttur og þar sýna tölur þróun frá 2008. 3. Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð. 4. Opinber stjórnsýsla, fræðslustarfsemi, heilbrigðisþjónusta, menningarstarfsemi, fasteignaviðskipti og önnur þjónusta. Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-10
Atvinnuleysi samkvæmt VMK og laus störf
1996-2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun.

Mynd VI-11
Mælikvarðar á slaka á vinnumarkaði
Frávik frá meðaltali 1991-2013 mælt í fjölda staðalfrávika



1. Margfaldað með -1 þannig að herra staðalfrávik sýnir meiri slaka.
2. 1996-2013.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

kerfislæg vandamál, t.d. vegna erfiðleika við þörun á milli framboðs og eftirspurnar á vinnumarkaði.⁴ Eins og sjá má á mynd VI-10 hreyfðust atvinnuleysi og störf í boði á árunum 1996-2008 eftir niðurrhallandi línu í takt við hagsveifluna ef undan er skilið stutt tímabil um miðbik síðasta áratugar sem átti sér sérstakar skýringar.⁵ Í kjölfar fjármálakreppunnar jókst atvinnuleysi (og jafnvægisatvinnuleysi) hratt eins og sést vel á hliðrun ferilsins árið 2009. Þessi aukning var þó tímabundin og tekur atvinnuleysi að ganga til baka þegar á árinu 2011 og hefur minnkað síðan jafnvel þótt framboð starfa hafi einnig minnkað. Þótt enn sé nokkuð í land miðað við samband lausra starfa og atvinnuleysis sem var fyrir fjármálakreppuna virðist atvinnuleysi aðlagast á eðlilegan hátt í takt við aukin umsvif í þjóðarþúskapnum og með hjálp aðgerða sem gripið hefur verið til af hálfu stjórnvalda til að koma í veg fyrir að fólk festist í atvinnuleysi.⁶

Slaki á vinnumarkaði að minnka ...

Hversu mikið svigrúm er til staðar til að fjölga heildarvinnustundum án þess að það hafi í för með sér aukinn launaþrýsting ræðst fyrst og fremst af því hversu langt mælt atvinnuleysi er frá jafnvægisgildi sínu. Minnkandi atvinnuleysi þarf því eitt og sér ekki að vera visbending um að slaki á vinnumarkaði sé að hverfa ef jafnvægisatvinnuleysi minnkar í sama mæli. Jafnvægisatvinnuleysi jókst nokkuð hér á landi í kjölfar fjármálakreppunnar. Frá miðju ári 2011 er hins vegar áætlað að það hafi tekið að minnka á ný í takt við efnahagsbatann og minnkandi langtímaatvinnuleysi, þótt enn sé það líklega hærra en það var fyrir kreppuna.⁷

Þegar horft er til fleiri mælikvarða á stöðuna á vinnumarkaði er hins vegar ljóst að dregið hefur úr slaka á vinnumarkaði frá því að hann var mestur árið 2010 (mynd VI-11). Sé einungis litið til síðasta árs sést að atvinnuleysi, atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi færðust nokkuð nær sögulegu meðaltali sínu. Lítil breyting var hins vegar á frávikum meðalvinnustunda frá sögulegu meðaltali þess, enda hefur fjölgun heildarvinnustunda að mestu átt sér stað fyrir tilstilli fjölgunar starfandi fólks. Að þetta hlutfall sé enn töluvert frá sögulegu meðaltali sínu gæti bent til þess að nokkurt svigrúm sé til að fjölga vinnustundum án þess að það skapi verulegan þrýsting á laun. Fyrirtæki virðast einnig geta flutt inn vinnuafli þegar þörf er á en fjölgun aðfluttra umfram brottflutta að undanförmu stafar eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara. Framboð starfa sem hlutfall af fjölda atvinnulausra hefur hins vegar

- Hér eru notaðar tölur um laus störf sem VMS hefur safnað saman frá vinnumiðlunum frá árinu 1996. Nothæfar eldri tölur um framboð starfa hér á landi eru ekki til. Ekki eru öll laus störf auglýst hjá vinnumiðlunum en sambandið milli þeirra og atvinnuleysis ætti engu að síður að vera góður mælikvarði á samstillingu á vinnumarkaði.
- Hliðrun ferilsins til hægri skýrist af því að atvinnurekendur vildu flytja inn vinnuafli en þurftu að auglýsa störf og sýna fram á að ekki væri hægt að manna þau innanlands áður en þeir gátu sótt um atvinnuleysi fyrir erlent vinnuafli. Sjá Rannveig Sigurðardóttir (2005), „Ráðgátur á vinnumarkaði“, *Peningamál* 2005/1.
- Einhver merki um að vandkvæði gæti verið á þörun milli framboðs og eftirspurnar á vinnumarkaði má þó sjá í því að atvinnuleysi hefur lítið breyst meðal háskólamenntaðra á meðan það hefur minnkað um tæplega 30% meðal annarra menntunarhópa enda hafa flest störf skapast í greinum þar sem þörf er á minni menntun.
- Sjá umfjöllun í rammagrein VI-1 í *Peningamálum* 2013/4 og í Bjarni G. Einarsson og Jósef Sigurðsson (2013), „How ‚natural‘ is the natural rate? Unemployment hysteresis in Iceland“. Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 64.

ekki breyst frá árinu 2010 enda hefur framboð starfa minnkað eins og fjallað var um hér að framan.⁸

Þótt slakinn á vinnumarkaði hafi minnkað undanfarið virðist enn einhver slaki fyrir hendi. Þannig var t.d. hlutfall þeirra sem eru í hlutastörfum af starfandi fólki samkvæmt tölum VMK enn um 1/2 prósentu undir meðaltali árána 1991-2013 á fyrsta fjórðungi ársins og meðalvinnutími tæplega 2½ klukkustund styttri. Að sama skapi bendir könnun Capacent Gallup meðal stærstu fyrirtækja landsins til þess að framboð á vinnuafli sé enn nægt. Aðeins tæplega 13% fyrirtækja telja að skortur sé á starfsfólki sem er sama hlutfall og hefur verið að meðaltali undanfarin tvö ár (sjá nánar umfjöllun í kafla IV).

... og horfur á áframhaldandi bata

Búist er við að slakinn á vinnumarkaði haldi áfram að minnka og er talið að það gerist nokkuð jafnt í gegnum minnkandi atvinnuleysi og lengri vinnutíma. Gert er ráð fyrir að skráð atvinnuleysi verði um 3,5% á þessu ári og að það verði komið niður í 3,2% árið 2016, sem er heldur minna en það 3,5% atvinnuleysi sem búist var við í febrúar (mynd VI-12). Það er einnig heldur minna en jafnvægisatvinnuleysið sem metið er á bilinu 4-4½%, í takt við þróun framleiðsluspennu (sjá kafla IV).

Eins og kom fram hér að framan eru forsvarsmenn stærstu fyrirtækja landsins nú álíka bjartsýnir og þeir voru á fyrri hluta síðasta árs, en í kjölfarið jókst vinnuafleiftirspurn verulega sem birtist í því að heildarvinnustundum fjölgaði um 5% á síðari helmingi ársins. Þótt erfitt sé að áætla hvað niðurstöðurnar nú þýði nákvæmlega í fjölgun heildarvinnustunda er líklegt að hún verði meiri í ár en sú tæplega 1% fjölgun sem gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Þótt ekki sé búist við jafnmikilli aukningu á seinni hluta ársins og varð í fyrra er nú gert ráð fyrir heldur örrari fjölgun heildarvinnustunda í ár eða 2%. Horfur fyrir næstu tvö ár eru einnig heldur betri og er spáð tæplega 1½% vexti að meðaltali á spátímanum í stað rúmlega 1% í síðustu spá (mynd VI-12).

Launahlutfallið nálgast sögulegt meðaltal sitt

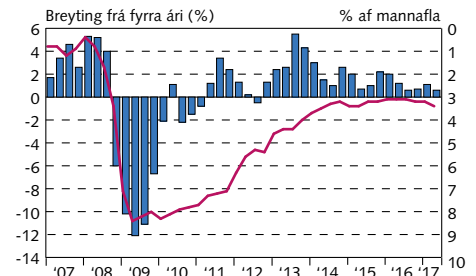
Hlutfall launakostnaðar (þ.e. launa og launatengdra gjalda) af vergum þáttatekjum jókst verulega fyrir fjármálakreppuna og varð hæst tæplega 73% á árinu 2007 sem er tæplega 10 prósentum yfir meðaltali síðustu tuttugu ára (mynd VI-13). Launahlutfallið lækkaði strax á árinu 2008 og síðan enn frekar árið 2009 og var þá orðið tæp 57%. Síðan hefur hlutfallið hækkað jafnt og þétt og var aðeins 0,3 prósentum undir meðaltali síðustu tuttugu ára í fyrra.

Tvennt hefur aðallega flýtt fyrir hækkun launahlutfallsins: kjarsamningarnir sem gerðir voru árið 2011 og þróun gengis krónunnar.⁹ Töluverður launaþrýstingur hefur verið í þeim atvinnugreinum sem hafa séð hagnað sinn aukast vegna lágs raungengis, og hefur launafólk hlotið hluta afrakstrarins í formi hærri launa. Þetta sést greinilega á því að laun hækkuðu mun meira í útflutningsatvinnugreinum og

Mynd VI-12

Heildarvinnustundir og atvinnuleysi

1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2017¹

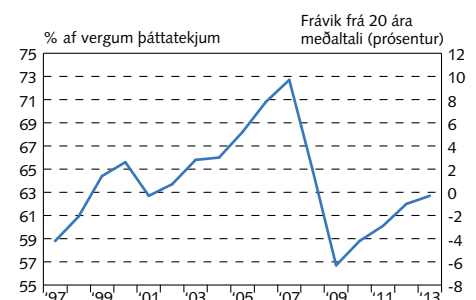


■ Heildarvinnustundir (v. ás)
— Atvinnuleysi (árstíðarleiðrétt, h. ás, andhverfur kvarði)

1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2014 - 2. ársfj. 2017.
Heimildir: Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-13

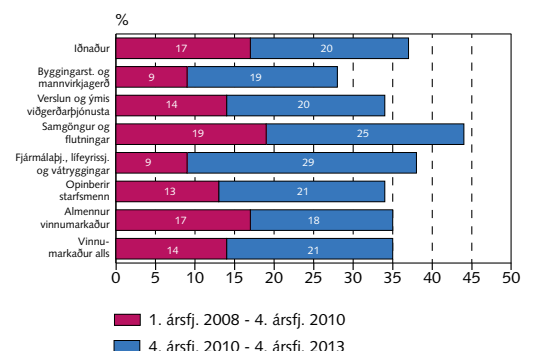
Hlutfall launa af vergum þáttatekjum¹



1. 20 ára meðaltal er 63,1% (1997-grunnur).
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-14

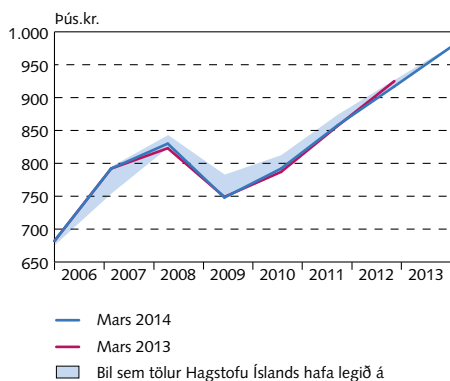
Launabreytingar eftir geirum og atvinnugreinum¹



1. Atvinnugreinar eru skilgreindar skv. ÍSAT-95 atvinnugreinaflokkun.
Heimild: Hagstofa Íslands.

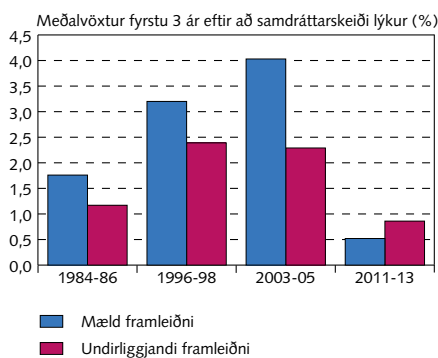
8. Rétt er þó að hafa í huga að aðeins hluti fólks fær vinnu í gegnum störf sem eru á skrá hjá VMS.
9. Þetta eru einmitt þeir áhrifavaldar sem taldir voru líklegir til að hafa áhrif á þróun launahlutfallsins í umfjöllun í *Penningamálum* 2010/2.

Mynd VI-15
Laun og launatengd gjöld



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-16
Framleiðni vinnuafis í efnahagsbata¹



1. Mæld framleiðni er hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda en undirliggjandi framleiðni er hlutfall metinnar leitni samsvarandi stærða. Samdráttarskeiðin á Íslandi byggjast á mati Þórarins G. Péturssonar (2000) að viðbættum skeiðunum 2002-2003 og 2008-2010.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þórarinn G. Pétursson (2000). "Business cycle forecasting and regime switching", Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 7, Seðlabanki Íslands.

sérstaklega í þeim greinum þar sem áhrif aukinnar eftirspurnar í ferðaþjónustu á laun eru líklega hvað mest, þ.e. í samgöngum og flutningum (sjá mynd VI-14). Verulegar launabreytingar í útflutningsfyrirtækjum smituðust síðan út í innanlandsgreinarnar með gerð kjarasamningsins árið 2011.¹⁰

Launhækkunar síðustu tveggja ára minni en fyrri áætlanir bentu til Hagstofan birti í mars sl. endurskoðaðar tölur um launakostnað á grundvelli þjóðhagsreikninga fyrir árin 2008-2012 auk fyrstu talna fyrir árið 2013. Eins og fram kemur á mynd VI-15 breytast tölur þjóðhagsreikninga fyrir laun og launatengd gjöld nokkuð í hvert skipti sem ný endurskoðun liggur fyrir. Engin regla virðist vera á því hvort endurskoðunin leiðir til hækkunar eða lækkunar. Endurskoðunin nú sýnir að launastigið var um 1,8 prósentum lægra á árunum 2008-12 en áður birtar tölur sýndu. Þar vegur endurskoðunin fyrir árið 2012 þyngst. Fyrstu tölur fyrir síðasta ár sýna jafnframt töluvert minni hækkun launakostnaðar en gert hafði verið ráð fyrir. Samkvæmt þessum nýjustu tölum hefur hækkun launa á ársverk verið tæplega 3 prósentum minni á árunum 2012-2013 en gert var ráð fyrir í febrúarspánni.

Meiri kjarasamningsbundnar hækkunar

Gerðir hafa verið kjarasamningar við flest verkalyðsfélög. Eins og fram kemur í rammagrein VI-1 er áætlað að bein hækkun launa vegna þeirra sé almennt í takt við samninginn sem gerður var á almennum vinnumarkaði í desember, þótt samningar við nokkur félög feli í sér meiri hækkun. Jafnframt er búist við að hækkunar í komandi samningum verði eitthvað meiri en almennt hefur verið samið um.

Vegna viðbóta við desembersamninginn og meiri hækkana sem samið hefur verið um við nokkur félög á almennum markaði og hjá hinu opinbera er gert ráð fyrir að launahækkunar vegna samninganna verði heldur meiri en búist var við við gerð síðustu spár. Eins og þá er búist við að launaskrið á árinu verði heldur meira en samningsaðilar gera ráð fyrir. Á næsta ári er gert ráð fyrir að laun hækki strax um 2% og til viðbótar komi nokkur kostnaðarauki þegar samið verður að nýju á vormánuðum 2015. Launahækkunar dreifast einnig öðruvísi yfir árið í ár og næstu ár sem hefur einnig í för með sér meiri hækkun launa milli ársmeðaltala.

10. Sjá umfjöllun um þátt lækkunar launakostnaðar í nauðsynlegri aðlögun þjóðarbúsins í kjölfar fjármálakreppunnar í rammagrein IV-2 í *Peningamálum 2013/4*.

Rammagrein VI-1

Nýgerðir kjarasamningar

Í desember sl. var skrifað undir nýjan eins árs kjarasamning landsambanda og stærstu félaga innan Alþýðusambands Íslands við Samtök atvinnulífsins. Einungis um helmingur aðildarfélaga Alþýðusambands Íslands á almennum vinnumarkaði samþykkti samninginn í atkvæðagreiðslu í janúar sl. Í kjölfarið kom fram sáttatillaga frá ríkissáttasemjara til þeirra félaga sem felldu samninginn um viðbót við desembersamninginn. Sú tillaga var samþykkt og samningum þeirra félaga sem samþykktu upphaflega desembersamninginn breytt til samræmis. Hið opinbera hefur gert áþekka samninga við flesta viðsemjendur sína. Samningar við einstaka félög bæði á almennum og

opinberum vinnumarkaði hafa þó falið í sér meiri hækkun launa. Kjarasamningagerð er ekki lokið og er t.d. enn ósamið við starfsmenn í flugsamgöngum og við hluta starfsmanna sveitarfélaga og ríkis.

Viðbót við desembersamninginn innifelur:

- Hækkun orlofs- og desemberuppbóta um samtals 32.300 kr. eða 40% frá fyrra ári.
- Lengingu samningstímans frá því sem gengið var út frá í desembersamningnum: almennt um tvo mánuði á almennum vinnumarkaði (til loka febrúar 2015) og fjóra mánuði hjá opinberum starfsmönnum (til aprílloka 2015).

Áætlað er að bein hækkun vegna viðbótarinnar sé almennt í takt við desembersamninginn. Gert er ráð fyrir að kostnaður vegna samningsins með viðbótinni nemi 3,2% (2,8% vegna hækkunar almennra launa og 0,4% vegna viðbótarhækkunar lægstu taxta) frá gildistöku samningsins, sem var ýmist 1. janúar eða 1. febrúar eftir því hvenær félög samþykktu samninginn.¹ Framlag launagreiðanda í starfsmenntasjóð hækkar einnig um 0,1%. Kostnaðaráhrif hækkunar orlofsuppbótar eru metin áþekk og ef laun hefðu hækkað um 2% þann 1. janúar á næsta ári og er ætlað að koma til móts við lengingu samningsins. Það sama á við um 20.000 kr. eingreiðslu sem starfsmenn hins opinbera fá almennt í apríl á næsta ári. Hún er sambærileg við að laun séu 2% hærri tveimur mánuðum lengur en samningar á almennum vinnumarkaði. Þetta gæti verið vísbending um að samningsaðilar telji að 2% hækkun sé það sem koma skuli í þeim kjarasamningum sem gerðir verða á næsta ári.

Aðilar desembersamningsins ganga út frá því að aðrar launabreytingar í tengslum við framkvæmd samninga í ár verði ekki meiri en svo að launavísitala Hagstofu Íslands hækki um minna en 4% á tímabilinu frá desember 2013 til desember 2014. Gengi það eftir hefði það í för með sér rúmlega ½ prósentu hækkun launa til viðbótar við beinar umsamdar hækkanir samningsins. Í ljósi þess að umsamdar launahækkanir hafa að meðaltali verið um 60% af breytingu launavísitölunnar frá árinu 1990 gæti þetta verið vanmat, sérstaklega í ljósi þess að síðan hefur verið samið um meiri hækkanir við nokkur félög.

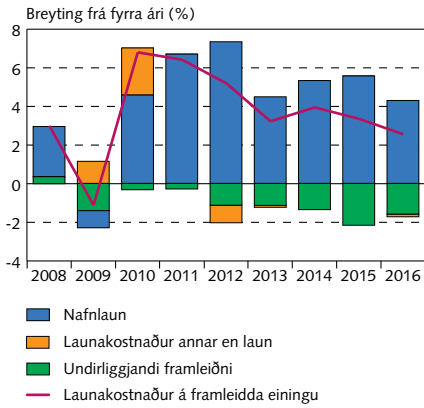
1. Þau félög sem samþykktu samninga með gildistöku 1. febrúar fengu sérstaka 14.600 kr. eingreiðslu en kostnaðaráhrif hennar eru áætluð þau sömu og ef laun hefðu hækkað um 3,2% strax 1. janúar.

Mæld framleiðni vinnuaflsins dróst saman í fyrra

Eftir að efnahagsbatinn hófst árið 2010 jókst mæld framleiðni vinnuaflsins nokkuð enda hélt heildarvinnustundum áfram að fækka um nokkurt skeið. Frá því að heildarvinnustundum tók að fjölga, fyrst árið 2011 og síðan af fullum krafti í fyrra, stöðvaðist framleiðnivöxturinn og tók að dragast saman á síðari árshelmingi í fyrra. Þetta er nokkru hægari framleiðnibati en hefur verið á fyrri bataskeiðum, eins og sést á mynd VI-16. Þróunin er þó í takt við reynslu flestra annarra þróaðra ríkja í kjölfar fjármálakreppunnar sem líklega skýrist af hægum vexti eftirspurnar og skuldsetningu fyrirtækja sem hvort tveggja veldur því að fjárfesting fyrirtækja er lítil, einnig fjárfesting í framleiðniörvandi tækni. Önnur möguleg skýring er að samsetning framleiðslunnar hafi breyst þannig að vægi greina þar sem framleiðnin er minni hafi aukist (mynd VI-9).

Mynd VI-17

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2016¹



1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Undirliggjandi framleiðni vinnuafslisins byggist á mati á undirliggjandi leitni framleiðslu og vinnustunda. Eins og sést á mynd VI-16 hefur hún vaxið heldur hraðar en mæld framleiðni frá því að efnahagsbatinn hófst, þótt vöxtur undirliggjandi framleiðni sé enn undir langtímavexti líkt og mældrar framleiðni.

Minni hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á síðustu árum en áþekkar horfur fyrir spátímabilið og í febrúarspánni

Framleiðniþróun og slaki á vinnumarkaði á næstu misserum munu ráða mestu um þróun launakostnaðar og verðbólguþrýsting frá vinnumarkaði. Einhver slaki virðist enn til staðar þótt hann fari minnkandi. Lítil bati hefur hins vegar mælst í framleiðni en þróun undirliggjandi framleiðni sem skiptir mestu máli fyrir launakostnað á vinnumarkaði hefur verið hagstæðari. Vegna endurskoðunar á launaþróun síðustu tveggja ára er nú talið að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu hafi að meðaltali verið ríflega 1½ prósentu minni en talið var í febrúarspánni. Horfur fyrir þetta og næstu tvö ár eru hins vegar taldar áþekkar og í febrúar: gert er ráð fyrir tæplega 4% hækkun launakostnaðar á framleidda einingu í ár og að meðaltali tæplega 3% hækkun á ári, sem er lítillega umfram verðbólguþrýsting Seðlabankans (mynd VI-17).

VII Ytri jöfnuður

Undirliggjandi viðskiptajöfnuður var jákvæður um tæpa 111 ma.kr. eða ríflega 6% af vergri landsframléiðslu á árinu 2013, sem er mun meiri afgangur en árið áður þegar hann mældist 48 ma.kr. Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum nam tæpum 132 ma.kr. eða 7,4% af landsframléiðslu, en 21 ma.kr. halli var á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði eða sem samsvarar 1,2% af landsframléiðslu. Á sama tíma var halli á undirliggjandi fjármagnsjöfnuði 12% af landsframléiðslu. Útlit er fyrir heldur meiri afgang af vöru- og þjónustujöfnuði yfir spátímamann en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Gert er ráð fyrir að undirliggjandi viðskiptajöfnuður, þ.e. viðskiptajöfnuður leiðréttur fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra, verði jákvæður um tæplega 1% af landsframléiðslu á þessu ári, en að hann verði neikvæður um ½% árið 2015 og um 2% árið 2016.

Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum í fyrra í takt við febrúarspána ...

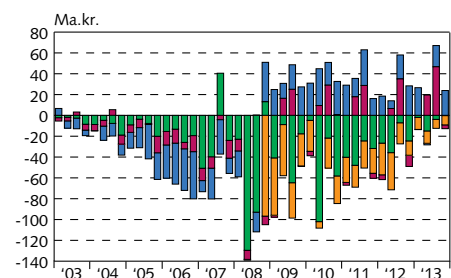
Afgangur af vöruskiptajöfnuði í fyrra nam 70 ma.kr. sem er í takt við spána frá því í febrúar. Vöruskiptajöfnuður reyndist jákvæður alla mánuði síðasta árs að maí undanskildum, en þá hafði hann ekki verið neikvæður síðan í maí árið á undan (mynd VII-1). Vöruútflutningur dróst saman um 1,9% milli ára í fyrra á föstu gengi og munaði þar mest um 5% samdrátt í verðmæti iðnaðarvara. Innflutningur dróst á sama tíma saman um 0,9% og var meginástæðan um þriðjungssamdráttur í verðmæti flutningatækja. Vöruskiptaafgangur án skipa og flugvéla var 74 ma.kr. í fyrra eða um 26 ma.kr. minni en árið 2012 en flutt voru inn skip og flugvélar að verðmæti 7,7 ma.kr. í fyrra en 29,5 ma.kr. árið 2012 (mynd VII-2).

Á síðasta fjórðungi ársins 2013 var um 3,6 ma.kr. halli á þjónustuviðskiptum, mælt á föstu gengi, eftir tæplega 48 ma.kr. afgang á fjórðungnum á undan. Afgangur af þjónustuviðskiptum á árinu í heild nam 66 ma.kr. sem er um 35 ma.kr. meiri afgangur en árið 2012. Hreinar tekjur af samgöngum, sem námu 86 ma.kr., auk 27 ma.kr. tekna af þjónustu við erlenda ferðamenn umfram útgjöld vegna ferðalaga Íslendinga í útlöndum, skýra meginhluta afgangans af þjónustu á síðasta ári. Á móti vó hins vegar innflutningur á „annarri“ þjónustu sem var um 47 ma.kr. meiri en útflutningur, mælt á föstu gengi. Hallinn af „annarri“ þjónustu (t.d. rekstrarleigu og lögfræði- og endurskoðunarþjónustu) dregur talsvert úr áhrifum mikils afgangans af samgöngum og ferðaþjónustu. Útflutt þjónusta jókst um rúm 12% frá árinu 2012 þar sem tekjur af ferðaþjónustu jukust mest eða um 21%. Á sama tíma jókst innflutt þjónusta um 3% milli ára þar sem innflutt ferðaþjónusta jókst um 7½% á föstu gengi. Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum nam því um 135 ma.kr. á síðasta ári sem samsvarar 7,4% af landsframléiðslu. Það er í takt við það sem spáð var í febrúar.

... og óbreyttar horfur í ár en hafa batnað fyrir næstu tvö árin

Vöruskiptaafgangur hefur dregist verulega saman það sem af er ári.

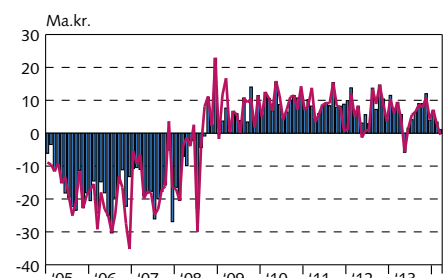
Mynd VII-1
Undirþættir viðskiptajafnaðar¹
1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2013



■ Vöruskiptajöfnuður
■ Þjónustujöfnuður
■ Þáttatekjujöfnuður (hlutur innlánsstofnana í slitameðferð)
■ Þáttatekjujöfnuður (annað)

1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

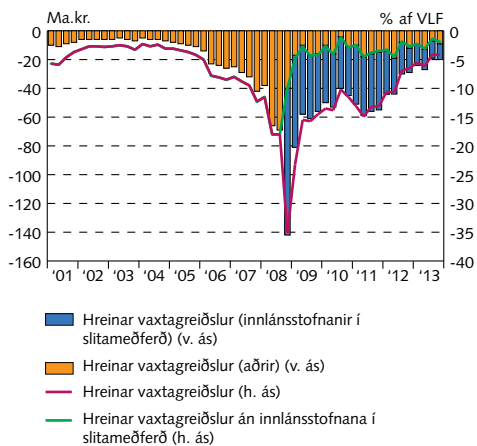
Mynd VII-2
Vöruskiptajöfnuður
Á föstu gengi, janúar 2005 - mars 2014



■ Vöruskiptajöfnuður án skipa og flugvéla
■ Vöruskiptajöfnuður

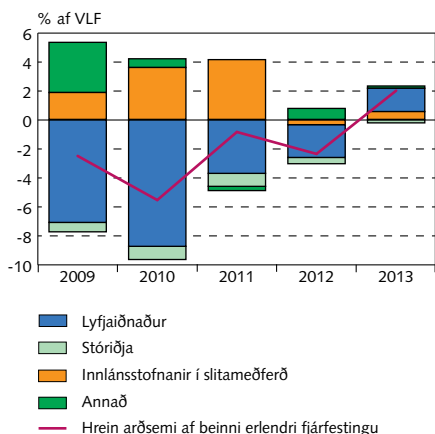
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3
Hreinar erlendar vaxtagreiðslur
1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-4
Hrein arðsemi af beinni erlendri fjárfestingu
2009-2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Útflutningur, mældur á föstu gengi, dróst saman um 5½% á fyrstu þremur mánuðum þessa árs miðað við sama tímabili í fyrra, en innflutningur jókst um 7% á sama tímabili. Afgangur af vöruviðskiptum, mældur á sama hátt, nam því um 9 ma.kr. á fyrstu þremur mánuðum þessa árs sem er tæpum 17 ma.kr. minni afgangur en á sama tíma í fyrra. Vöruskiptajöfnuður án skipa og flugvéla reyndist einnig 17 ma.kr. minni á fyrstu þremur mánuðum ársins en á sama tíma fyrir ári, en þá voru flutt inn skip og flugvélar að verðmæti 2,5 ma.kr. miðað við gengi krónunnar í marsmánuði.

Eins og rakið er í kafla II er búist við að vöruútflutningur dragist saman í ár sem að mestu má rekja til lakra horfa um útflutning sjávarafurða. Á móti kemur að gert er ráð fyrir meiri vexti í útfluttri þjónustu en áður var spáð. Samkvæmt talningu Ferðamálastofu komu 35% fleiri erlendir ferðamenn til landsins á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama tíma í fyrra, sem er svipuð aukning og varð á fyrsta fjórðungi síðasta árs þegar ferðamönnum fjölgaði um 39%. Um þriðjungsaukning frá fyrra ári hefur einnig orðið í fjölda gistinátta og greiðslukortaveltu erlendra aðila á Íslandi það sem af er þessu ári. Því er gert ráð fyrir um 9% aukningu útfluttrar þjónustu í ár frá fyrra ári. Gert er ráð fyrir að vöru- og þjónustuútflutningur í heild aukist um 2,9% frá fyrra ári, sem er um 1½ prósentu meiri vöxtur en í febrúarspánni. Þá er gert ráð fyrir nokkru meiri vöruinnflutningi í ár en í febrúarspánni þar sem horfur eru á að innflutningur á skipum og flugvélum verði 6 ma.kr. meiri að nafnvirði, auk þess sem almennur innflutningur verði heldur meiri en áður var spáð í takt við kröftugri vöxt innlestrar eftirspurnar og útfluttrar þjónustu. Horfur eru því á að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum verði um 5½% af landsframleiðslu í ár, um ½ prósentustigi minni afgangur en spáð var í febrúar. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar batnað vegna betri horfa um útflutning og hagstæðari þróunar viðskiptakjara (sjá kafla II). Gert er ráð fyrir tæplega 5% afgangi á næsta ári og um 3% árið 2016 eða um prósentu meiri afgangi en spáð var í febrúar.

Undirliggjandi þáttatekjuhalli minnkaði mikið milli ára í fyrra

Undirliggjandi þáttatekjuhalli nam tæplega 9 ma.kr. á síðasta ári að undanskildum rekstrarframlögum eða um ½% af landsframleiðslu. Þetta er töluvert minni halli en var árið 2012 þegar hann var 45 ma.kr. sem rekja má til aukinnar hreinnar ávöxtunar hlutfjár og minni halla á vaxtajöfnuði (mynd VII-3). Vaxtagjöld hafa farið minnkandi frá árinu 2011 og náðu lágmarki á þriðja ársfjórðungi 2013. Nokkrar skýringar eru á þessari lækkun: skuldastaða þjóðarbúsins hefur batnað, gengislækkun ársins 2012 gekk til baka og vextir í viðskiptalöndum Íslands hafa lækkað um tæplega 1 prósentu frá árinu 2011, en um helmingur erlendra skulda þjóðarbúsins ber breytilega erlenda vexti.

Þáttatekjuhallinn var minni í fyrra en gert var ráð fyrir í síðustu spá *Peningamála* sem má að miklu leyti rekja til betri ávöxtunar hlutfjár erlendis en það gefur til kynna að bein erlend fjárfesting Íslendinga erlendis hafi gengið betur á árinu 2013 en búist var við (mynd VII-4). Bata hreinnar ávöxtunar hlutfjár árið 2013 í samanburði við árið á undan má hins vegar fyrst og fremst rekja til þess að erlendir aðilar hafi notið minni arðsemi af beinni erlendri fjárfestingu hér á landi.

Hreinar þáttatekjur lyfjafyrirtækja, sem lengi vel vógu þungt í þáttatekjujöfnuði þjóðarbúsins, voru jákvæðar í fyrra í fyrsta sinn eftir fjármálakreppuna og námu tæpum 29 ma.kr. en höfðu verið neikvæðar um 38 ma.kr. árið áður. Að sama skapi voru neikvæð áhrif stóriðju á þáttatekjujöfnuð minni á árinu í samanburði við fyrri ár. Samfelld lækun álverðs frá árinu 2012 hefur leitt til þess að hagnaður stóriðjufyrirtækja hefur dregist saman. Minni arðsemi þeirra hefur jákvæð áhrif á þróun þáttatekjujafnaðar.

Rekstrarframlög námu um 12 ma.kr. í fyrra og jukust um 1,8 ma.kr. frá fyrra ári og var undirliggjandi þáttatekjujöfnuður að meðtöldum rekstrarframlögum því neikvæður um 21 ma.kr. eða sem nemur 1,2% af landsframléiðslu, samanborið við 55 ma.kr. halla árið 2012.

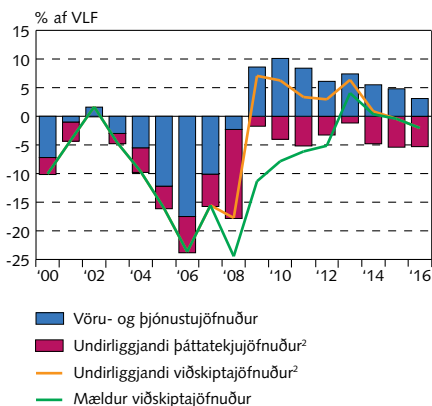
Betri horfur um undirliggjandi viðskiptajöfnuð í ár en í febrúarspánni

Jöfnuður á vöru- og þjónustuviðskiptum var jákvæður um 132 ma.kr. á síðasta ári og undirliggjandi þáttatekjujöfnuður ásamt rekstrarframlögum neikvæður um 21 ma.kr. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður var því jákvæður um tæpa 111 ma.kr. í fyrra eða sem nemur 6,2% af landsframléiðslu ársins. Það er um 1 prósentu meiri afgangur en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar og skýrist af hagstæðari þróun undirliggjandi þáttatekjujafnaðar, einkum vegna hagfelldari áhrifa beinnar erlendra fjárfestingar eins og áður hefur verið rakið.

Eins og áður hefur komið fram er gert ráð fyrir að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum verði um 5½% af landsframléiðslu í ár. Talið er að undirliggjandi þáttatekjuhalli verði minni en gert var ráð fyrir í febrúarspánni en töluvert meiri en í fyrra þar sem ekki er reiknað með að sá bati sem varð á jöfnuði ávöxtunar hlutfjár á síðasta ári sé varanlegur enda byggðist hann að stórum hluta af einkisáhrifum erlendra lyfjafyrirtækja á þáttatekjujöfnuðinn. Þá er gert ráð fyrir að skipti á búum fyrirtækja í slitum verði einum ársfjórðungi seinna en áætlað var í febrúarspánni og eru neikvæð áhrif á þáttatekjujöfnuð minni í ár sem því nemur.¹ Vaxtajöfnuður sem hlutfall af landsframléiðslu verður hins vegar óbreyttur í ár frá fyrra ári. Áætlað er að undirliggjandi þáttatekjujöfnuður með rekstrarframlögum verði neikvæður um sem nemur 4,8% af landsframléiðslu í ár. Því verður undirliggjandi viðskiptajöfnuður jákvæður um 0,7% af landsframléiðslu sem er nokkru minni afgangur en í fyrra en svipaður afgangur og gert var ráð fyrir í febrúarspánni.

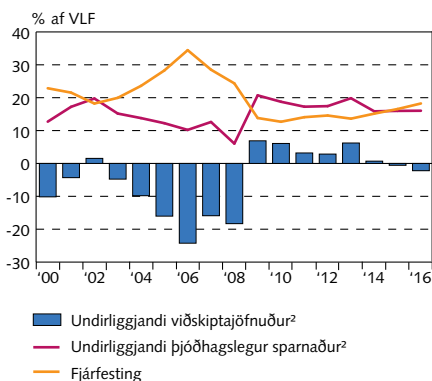
1. Spá um undirliggjandi þáttatekjujöfnuð gengur út frá þeirri forsendu að eignum fyrirtækja í slitameðferð, sem skilgreind eru sem innlendir aðilar, sé skipt á milli kröfuhafa samkvæmt kröfuhafaskrá (þar sem 95% kröfuhafa eru erlendir aðilar) og er áætluðum tekjum og gjöldum sem af skiptunum leiðir bætt við þáttatekjujöfnuð. Þetta hefur þau áhrif að undirliggjandi þáttatekjujöfnuður verður neikvæðari en ella frá og með öðrum ársfjórðungi í ár þegar áhrif fyrirtækja í slitameðferð á undirliggjandi þáttatekjujöfnuð fara frá því að vera engin í að hafa full áhrif á jöfnuðinn. Tímasetning á skiptum búanna er forsenda og segir ekki hvenær þau munu eiga sér stað í raun. Eftir að slitin hafa átt sér stað verður enginn munur á opinbera þáttatekjujöfnuðinum og undirliggjandi þáttatekjujöfnuði. Eins og rakið er í *Peningamálum* 2013/3 er lyfjafyrirtækið Actavis ekki lengur undanskilið við mat á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði þar sem hrein skuldastaða fyrirtækisins hefur ekki lengur sömu áhrif á þáttatekjujöfnuðinn og áður. Staðan hefur batnað verulega í kjölfar sölnunnar til bandaríska lyfjarisans Watson Pharmaceuticals og ef það væri undanskilið við mat á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði hefði undirliggjandi viðskiptajöfnuður verið 4,6% í fyrra í stað rúmlega 6%.

Mynd VII-5
Viðskiptajöfnuður 2000-2016¹



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slitameðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörum þrotabúa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis fram til ársins 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-6
Viðskiptajöfnuður, fjárfesting og sparnaður 2000-2016¹



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. 2. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra og leiðrétt fyrir Actavis fram til ársins 2012.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hreint útlæði vegna fjármagnsjafnaðar meira í fyrra en árið áður

Fjármagnsjöfnuður heldur utan um allar breytingar á erlendum eignum og skuldum sem tilkomnar eru vegna afborgana af erlendum lánunum, nýrra lána eða kaupa og sölu á erlendum eignum. Undirliggjandi fjármagnsjöfnuður án breytinga á gjaldeyrisforða Seðlabankans reyndist neikvæður um rúma 206 ma.kr. á síðasta ári eða sem nemur 12% af landsframleiðslu, sem er heldur meira hreint útstreymi fjármagns en árið áður. Á árinu 2012 var hreint fjármagnsútstreymi verulegt vegna endurgreiðslna erlendra lána ríkissjóðs og Seðlabankans en í fyrra var fjármagnsútstreymi að stórum hluta vegna endurgreiðslna af erlendum lánunum annarra aðila, en einnig vegna kaupa á erlendum verðbréfum.

Hrein erlend staða þjóðarbúsins hefur haldið áfram að batna, sem m.a. má rekja til mikils undirliggjandi viðskiptaafgangs sem hefur verið ríflega 5% af landsframleiðslu að meðaltali undanfarin fimm ár.² Opinber hrein erlend staða þjóðarbúsins var neikvæð um 7.532 ma.kr. eða 421% af landsframleiðslu í lok síðasta árs. Að frátöldum eignum og skuldum innlánsstofnana í slitameðferð var staðan hins vegar mun betri eða neikvæð um 12% af landsframleiðslu. Við þessa stöðu þarf að bæta áhrifum af slitum sömu stofnana með tilliti til bókfærðs virðis eigna og undirliggjandi skiptingar kröfuhafa miðað við samþykktar kröfur í kröfuhafaskrá.³ Þessi áhrif eru talin neikvæð um sem nemur 44% af landsframleiðslu. Að auki hefur verið lagt mat á skuldastöðu annarra fyrirtækja sem unnið er að slitum á og er talið að þau áhrif séu jákvæð sem nemi 3% af landsframleiðslu. Samkvæmt nýjasta mati Seðlabankans er undirliggjandi hrein erlend staða þjóðarbúsins því talin hafa verið neikvæð um 944 ma.kr. eða 53% af landsframleiðslu í árslok 2013. Staðan hefur því batnað um 180 ma.kr. eða 10% af landsframleiðslu frá árslokum 2012. Nánar er fjallað um erlenda stöðu þjóðarbúsins í *Fjármálastöðugleika 2014/1*.

Undirliggjandi viðskiptajöfnuður snýst í halla á seinni hluta spátímans

Gert er ráð fyrir að halli á þáttatekjufjöfnuði verði lítilliga meiri á seinni hluta spátímans en í ár þar sem gert er ráð fyrir að arðsemi erlendra stóriðjufyrirtækja aukist samfara hækkandi álverði. Þrátt fyrir það er undirliggjandi viðskiptajöfnuður talinn verða um ½ prósentu hagstæðari á næstu tveimur árum en í síðustu spá *Peningamála*. Rekja má betri horfur til meiri útflutnings á vöru og þjónustu, sérstaklega á næsta ári þegar gert er ráð fyrir að hann verði um 1½ prósentu meiri en áætlað var í febrúarspánni, og hagstæðari þróunar viðskiptakjara (sjá nánar í kafla II). Undirliggjandi viðskiptajöfnuður verður neikvæður um ríflega ½% af landsframleiðslu árið 2015 en fer í rúmlega 2% halla árið 2016 (mynd VII-5) sem endurspeglar að vergur þjóðhagslegur sparnaður nær ekki að halda í við aukna innlenda fjármunamyndun (mynd VII-6). Sem fyrr eru horfur um viðskiptajöfnuð háðar mikilli óvissu og geta hæglega breyst verði þróun ytri skilyrða með öðrum hætti (sjá umfjöllun í kafla I).

2. Breyting á erlendra stöðu þjóðarbúsins er jöfn fjármagnsjöfnuði auk áhrifa verð- og gengisbreytinga.
3. Sjá nánar í Seðlabanki Íslands (2013), „Undirliggjandi erlend staða og greiðslufjöfnuður“, *Sérrit* nr. 9, mars 2013.

Tafla VII-1 Viðskiptajöfnuður og undirliðir hans

	Hlutfall af vergri landsframleiðslu (%) ¹			
	2013	2014	2015	2016
Vöru- og þjónustujöfnuður	7,4 (7,4)	5,5 (6,0)	4,8 (4,0)	3,1 (2,3)
Mældur þáttatekujöfnuður ²	-3,5 (-4,3)	-5,2 (-5,2)	-5,4 (-5,1)	-5,3 (-5,1)
Undirliggjandi þáttatekujöfnuður ³	-1,2 (-2,1)	-4,8 (-5,2)	-5,4 (-5,1)	-5,3 (-5,1)
Mældur viðskiptajöfnuður ²	3,9 (3,0)	0,2 (0,8)	-0,6 (-1,0)	-2,2 (-2,8)
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður ³	6,2 (5,3)	0,7 (0,8)	-0,6 (-1,0)	-2,2 (-2,8)

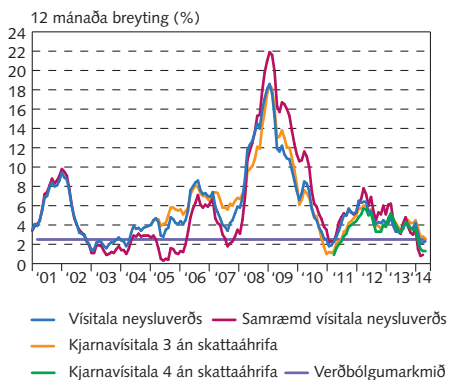
1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/1. 2. Reiknað samkvæmt stöðlum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Þáttatekujöfnuður að viðbættum rekstrarframlögum. 3. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-1

Verðbólga á ýmsa mælikvarða¹

Janúar 2001 - apríl 2014

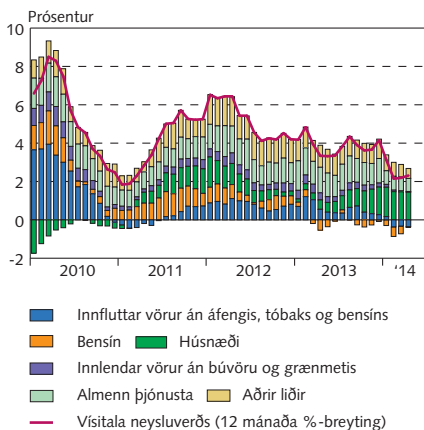


1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensíns, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-2

Undirlitir verðbólgu

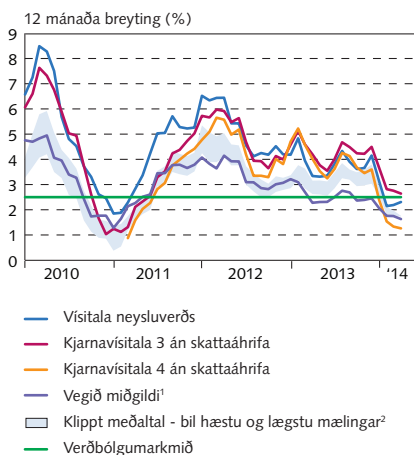
Framlag einstakra undirlita til verðbólgu
janúar 2010 - apríl 2014

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3

Ýmsir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu

Janúar 2010 - apríl 2014



1. Mælikvarði á undirliggjandi verðbólgu þar sem tekin er verðbreyting vegins miðgildis undirlita vísitölu neysluverðs. 2. Undirliggjandi verðbólga er mæld sem klippit meðaltal (e. trimmed mean) þar sem 10%, 15%, 20% og 25% þeirra undirlita sem breytast minnst og mest í verði eru undanskilin.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Ársverðbólga hefur hjaðnað og verið í námunda við verðbólgu markmið Seðlabankans frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig hjaðnað og er nálægt markmiði. Verðbólguvæntingar til næstu tveggja ára hafa að sama skapi lækkað en langtíma verðbólguvæntingar standa nánast í stað og eru enn nokkuð yfir verðbólgu markmiðinu. Verðbólguhorfur hafa batnað lítillega frá febrúarspánni vegna hærra gengis krónunnar og launakostnaður á framleidda einingu hefur hækkað minna en þá var talið. Líkt og í febrúar eru horfur á að verðbólga verði nálægt markmiði út árið en að hún aukist í byrjun næsta árs í takt við aukna framleiðsluspennu. Lægri verðbólguvæntingar gætu þó vegið þar á móti. Samkvæmt grunnspá verður meðalverðbólga á þessu ári 2,5% en yfir 3% á næsta ári og fram á seinni hluta spátímans þegar hún tekur að hjaðna að markmiði vegna stífara taumhalds peninga- stefnunnar. Verðbólguhorfur eru sem fyrr óvissar. Óvissumat spáirinnar bendir til þess að um helmingslíkur séu á að verðbólga verði á bilinu 2¼-4% að ári liðnu og á bilinu 2-4% í lok spátímans. Talið er að óvissan sé svipuð og í febrúarspá bankans en að heldur meiri líkur séu á að verðbólgu sé vanspáð á seinni hluta spátímans en að henni sé ofspáð.

Verðbólga hjaðnar í takt við spá ...

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,7% milli mánaða í febrúar, einkum vegna útsöluloka. Flugfargjöld til útlanda hækkuðu einnig en verðlækkun á dagvöru vó á móti. Ársverðbólga hjaðnaði úr 3,1% í 2,1% vegna hagstæðra grunnáhrifa. Í mars hækkaði vísitalan um 0,2% þegar útsöluáhrifin gengu til baka og í apríl hækkaði vísitalan um 0,3% og fór þá ársverðbólgan í 2,3% (mynd VIII-1). Hækkunina má að mestu rekja til hækkunar reiknaðrar húsaleigu og aukins kostnaðar við ferðir og flutninga en verðlækkun á farsímaþjónustu og dagvöru vó þar á móti.

Verðbólgan mældist töluvert minni ef horft er til vísitölu neysluverðs án húsnæðis en samkvæmt henni hækkaði verðlag um 1% í apríl frá sama tíma í fyrra. Samræmd neysluverðsvísitala Hagstofu Evrópusambandsins, þar sem húsnæðiskostnaði er einnig sleppt, segir sömu sögu, en samkvæmt henni mældist verðbólga 0,9% í mars og hafði minnkað úr 4,5% í mars í fyrra.

Verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs var í 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabankans á fyrsta ársfjórðungi en í síðustu *Peningamálum* var gert ráð fyrir að hún yrði 2,7%. Hún hefur hjaðnað hratt því að hún mældist 3,8% á síðasta ársfjórðungi 2013 og 4,3% á sama tíma í fyrra. Um nokkurt skeið hefur verðbólgan fyrst og fremst verið drifin áfram af innlendum þáttum, einkum verðhækkunum innlendar þjónustu og húsnæðis (mynd VIII-2). Hjöðnun verðbólgunnar undanfarið má að mestu rekja til verðlækkunar á innfluttum vörum og minni verðhækkunar almennrar þjónustu.

... og undirliggjandi verðbólga fylgir

Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu hafa einnig hjaðnað hratt. Að undanskildum áhrifum óbeinna skatta var verðbólga samkvæmt kjarna- vísitölu 3, sem undanskilur áhrif sveiflukenndra matvöruliða, bensíns, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, 2,6% í

apríl og hafði hjaðnað úr 4,2% í apríl í fyrra (mynd VIII-3). Samkvæmt kjarnavísitölu 4, sem til viðbótar undanskilur áhrif breytinga á markaðsverði húsnæðis, var undirliggjandi verðbólga enn minni eða 1,3% en var 4% á sama tíma í fyrra. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu gefa svipaða niðurstöðu: miðað við klippt meðaltal (e. trimmed mean) gæti undirliggjandi verðbólga hafa verið á bilinu 1,4-1,8% í apríl sem er ríflega einni prósentu minni verðbólga en á sama tíma í fyrra og sé miðað við vegið miðgildi (e. weighted median) nam hún 1,6% í apríl sem er lækkun um ríflega ½ prósentu frá því í apríl í fyrra.

Innlend og innflutt verðbólga leggjast á sömu sveif

Innlend verðbólga án húsnæðis hefur hjaðnað hratt að undanfögnu og var við verðbólgu markmið í apríl í fyrsta sinn síðan haustið 2007 (mynd VIII-4).¹ Fyrir ári mældist hún líðlega 6%. Sé húsnæði hins vegar tekið með mældist innlend verðbólga 4% í apríl sem sýnir að undanfarið hefur innlend verðbólga fyrst og fremst verið drifin áfram af verðhækkunum húsnæðis. Hefur húsnæðisliður neysliverðs-vísitölunnar hækkað um 7% síðastliðna tólf mánuði og skýrir hátt í tvo þriðju af hækkun vísitölunnar á apríl.

Hjöldun innlendar verðbólgu hefur lagst á sömu sveif og innflutt verðbólga undanfarið en í apríl lækkaði innflutt verðlag um tæplega 1% frá fyrra ári. Þar lagðist á eitt lækkun heimsmarkaðsverðs á hrávöru og bensíni og hækkun meðalgengis krónunnar frá sama tíma í fyrra (mynd VIII-5). Einnig hefur dregið úr sveiflum í gengi krónunnar frá því að Seðlabankinn jók inngrip sín á gjaldeyrismarkaði fyrir ári sem getur flýtt fyrir því að lítil innflutt verðbólga skili sér í hjöldun verðbólgu innanlands.²

Forsendur eru fyrir hóflegri verðbólgu á næstu mánuðum

Framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands hækkaði um 3,3% á fyrsta fjórðungi frá því á sama tíma í fyrra eftir að hafa hækkað að meðaltali um líðlega 1% í fyrra (mynd VIII-6). Þetta er svipuð hækkun og hækkun innlendar vöru í neysliverðsvísitölunni sem hækkaði um 2,8% á fyrsta fjórðungi en í fyrra var meiri munur milli verðhækkana framleiðslu- og smásöluverðs.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup sem var gerð í mars sl. töldu 40% stjórnenda að framlegð (EBITDA) myndi aukast á næstu sex mánuðum en innan við fimmtungur að hún myndi dragast saman. Þetta er töluvert bjartsýnna mat en í könnuninni í desember og hafa stjórnendur ekki verið bjartsýnni á þróun framlegðar frá því í september 2007. Þótt hlutfall launa í þáttatekjum hafi hækkað undanfarið ár (sjá kafla VI) gæti þetta verið vísbending um að fyrirtæki telji sig hafa aukið svigrúm til þess að taka á sig kostnaðarhækkanir án þess að velta þeim út í verðlag eða hægja á ráðningum. Hvort fyrirtæki nýti sér það fer þó eftir markaðsaðstæðum hverju sinni. Niðurstöður

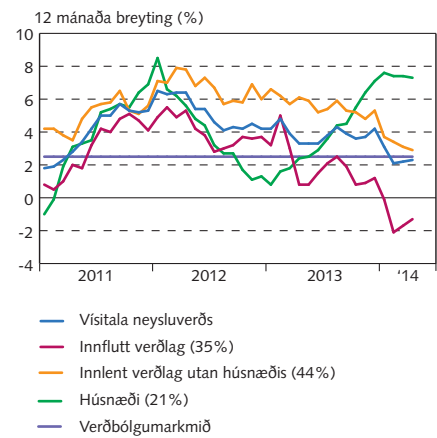
1. Hér er eingöngu um einfalda nálgun á innlenda verðbólgu að ræða þar sem einhverjar erlendar vörur gætu verið flokkaðar sem innlendar og ófugt. Einnig eru aðföng innlendar framleiðslu oft innflutt og því gæti erlent verðlag og gengi krónunnar haft áhrif á innlenda framleiðslukostnað. Þá gæti það haft meiri áhrif á verðmyndun vöru hvort alþjóðleg samkeppni ríkir um hana en hvort hún er framleidd hér á landi eða erlendis.

2. Fjallað er um tengsl gengissveiflna og verðávarðana fyrirtækja í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar, Ásgerðar Pétursdóttur og Karenar Á. Vignisdóttur (2011), „Price setting in turbulent times: Survey evidence from Icelandic firms“, Seðlabanki Íslands Working Papers, nr. 54.

Mynd VIII-4

Innlend og innflutt verðbólga¹

Janúar 2011 - apríl 2014

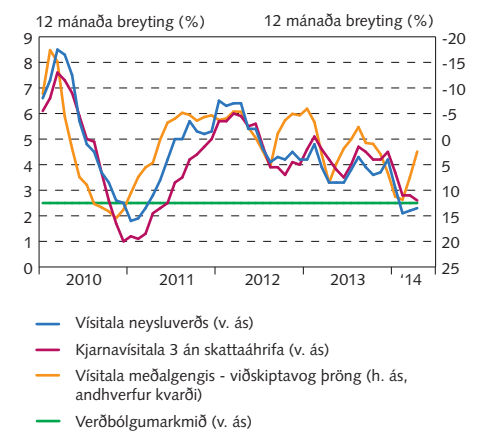


1. Innflutt verðbólga er nálgun með innfluttri mat- og drykkjavöru, verði nýrra bíla og varahluta, bensíns og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálgun með verði innlendar vöru og grænmetis og verði almenningar og opinberra þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysliverðs.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-5

Verðbólga, kjarnaverðbólga og gengi krónunnar

Janúar 2010 - apríl 2014

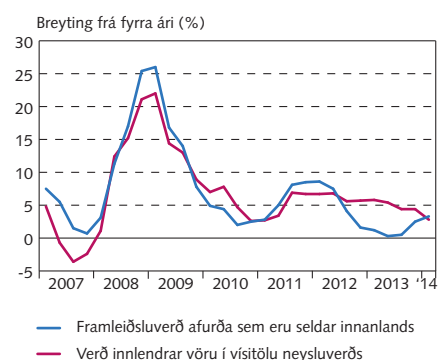


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-6

Framleiðslu- og smásöluverð innlendar vöru

1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2014

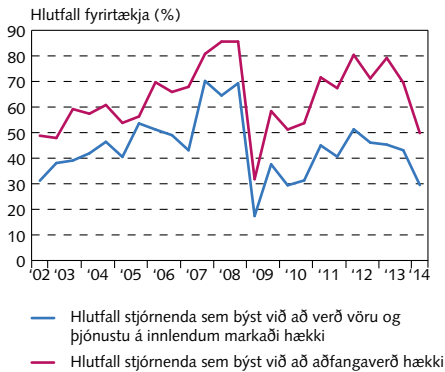


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-7

Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð næstu 6 mánuði

Haust 2002 - vor 2014

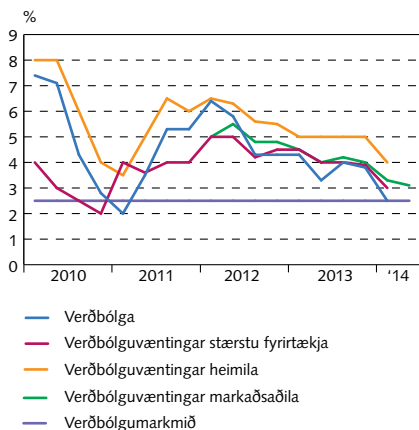


Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VIII-8

Verðbólga og verðbólguvæntingar fyrirtækja, heimila og markaðsaðila til eins árs

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2014

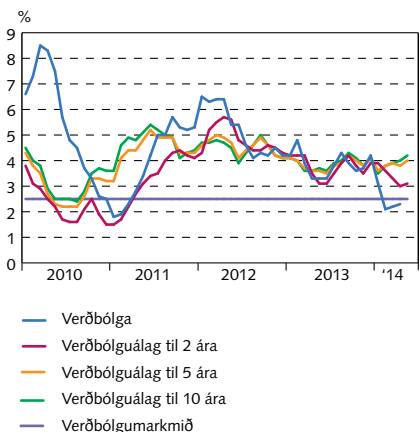


Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-9

Verðbólga og vísendingar um verðbólguvæntingar til miðlungslangs og langs tíma¹

Janúar 2010 - maí 2014



1. Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs. Verðbólguálag út frá vaxtaröfn verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa (mánaðarleg meðaltöl; máltalan fram til 16. maí).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

könnunarinnar sýna einnig að um helmingur stjórnenda býst við að verð á aðföngum fyrirtækisins hækki á næstu sex mánuðum, en hlutfallið var 70% í september sl., og 29% að afurðaverð þeirra myndi hækka en það hlutfall hefur sjaldan mælst lægra (mynd VIII-7).

Verðbólguvæntingar til skamms tíma lækka ...

Verðbólguvæntingar geta skipt sköpum um þróun verðbólgunnar þar sem þær hafa áhrif á launakröfur og vilja fyrirtækja til að samþykka launahækkanir og á verðákvarðanir þeirra. Þannig skapa lágur og stöðugar verðbólguvæntingar verðbólgunni kjölfestu og eru mikilvæg forsenda þess að verðbólga haldist viðvarandi lág.

Skammtíma verðbólguvæntingar sem mældar eru með skoðanakönnunum hafa lækkað að undanfögnu í takt við mældu verðbólgu (mynd VIII-8). Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup sem framkvæmd var í febrúar og mars voru verðbólguvæntingar heimila 4% bæði til eins og tveggja ára sem er einni prósentu lægra en í nóvember. Verðbólguvæntingar heimila hafa ekki mælst lægri síðan í mars 2011. Í sambærilegri könnun meðal fyrirtækja sem gerð var í mars sl. kom fram að stjórnendur fyrirtækja væntu 3% verðbólgu eftir ár, sem er um 1 prósentu minni verðbólga en þau væntu í nóvember sl., og 3,5% eftir tvö ár sem er lægsta gildi frá því að mælingar hófust haustið 2008. Svipaða sögu er að segja af verðbólguvæntingum markaðsaðila en samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í maí væntu þeir 3,2% verðbólgu eftir ár og 3,5% eftir tvö ár sem er svipað og í febrúar en lækking um ½-1 prósentu frá sambærilegri könnun fyrir ári. Skammtíma verðbólguvæntingar út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa sýna sambærilega þróun. Þannig gaf vaxtamunurinn til kynna að verðbólguvæntingar til tveggja ára hefðu verið um 3% að meðaltali í apríl en þær voru um 4% í upphafi árs (mynd VIII-9).³ Eins og mynd VIII-10 sýnir hafa skammtíma verðbólguvæntingar ekki einungis lækkað heldur virðist óvissa um verðbólguhorfur eitt ár fram í tímann einnig hafa minnkað.

... en meiri tregðu gætir í verðbólguvæntingum til lengri tíma

Verðbólguvæntingar til lengri tíma hafa hins vegar verið þrálátari. Verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði til fimm ára var um 4% það sem af er maí og 4% til tíu ára og hafa lítið breyst undanfarið, þótt það hafi lækkað um u.þ.b. ½ prósentu frá sama tíma árið 2012 (mynd VIII-9).⁴ Verðbólguvæntingar markaðsaðila segja svipaða sögu en samkvæmt

3. Skortur er á verðtryggðum skammtímaskuldabréfum sem gerir það að verkum að varlega þarf að fara í túlkun á skammtíma verðbólguvæntingum út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Mæld lækking verðbólguvæntinga út frá vaxtamuninum þarf því ekki endilega að endurspeglar lækking verðbólguvæntinga heldur einfaldlega hjöðnun mældrar verðbólgu.

4. Rétt er þó að áréttu að auk verðbólguvæntinga inniheldur vaxtamunurinn einnig áhættuþöknun sem endurspeglar óvissu um verðbólguna og áhættuþöknun tengda seljanleika skuldabréfanna. Því getur vaxtamunur sem er meiri en 2,5% í raun samræmst verðbólgu markmiði bankans. Alþjóðlegar rannsóknir benda til að áhættuálagið gæti verið á bilinu ½-1 prósentu á langtímaskuldabréfum og er því hærra sem sveiflur í verðbólgu eru meiri (sjá t.d. A. Buraschi og A. Jiltsov (2005), „Inflation risk premia and the expectations hypothesis“, *Journal of Financial Economics*, 75, 429-490, J. Durham (2006), An estimate of the inflation risk premium using a three-factor affine term structure model“, Federal Reserve Board, *FEDS Paper* 2006-42, A. Ang, G. Bekaert og M. Wei (2008), „The term structure of real rates and expected inflation“, *Journal of Finance*, 63, 797-849, og S. D'Amico, D. Kim og M. Wei (2008), „Tips from TIPS: the informational content of treasury inflation-protected security prices“, *BIS Working Papers*, nr. 248.

könnun bankans sem gerð var í maí væntu þeir 3,6% verðbólgu til fimm ára og 3,8% til tíu ára sem er svipað og þeir sögðu í sambærilegri könnun í febrúar en lítilsháttar lækkun frá sama tíma í fyrra.

Verðbólguhorfur batna frá síðustu spá ...

Eins og áður hefur komið fram var verðbólga 2,5% á fyrsta fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir 2,7% í febrúarspá bankans. Líkt og í febrúarspánni er gert ráð fyrir að verðbólga verði við markmið það sem eftir lifir árs. Horfur til skemmri tíma hafa lítilla batnað frá febrúarspánni sem einkum má rekja til þess að gengi krónunnar hefur verið heldur hærra undanfarið en gert var ráð fyrir í febrúar og launakostnaður á framleidda einingu hefur hækkað minna en þá var gert ráð fyrir (mynd VIII-11).⁵

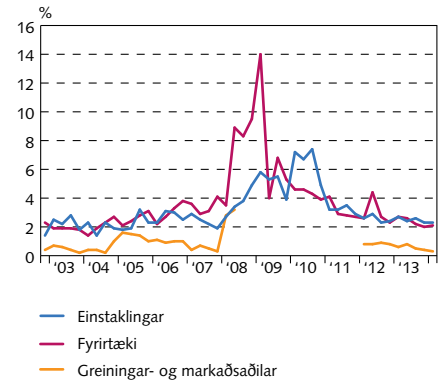
Samkvæmt spánni hverfur framleiðslulakinn um mitt þetta ár og tekur verðbólga að þokast upp á við er liður á árið og er komin yfir 3% á fyrri hluta næsta árs en þá hafa áhrif hækkingar á gengi krónunnar að stærstum hluta fjarað út og nokkur framleiðsluspenna myndast. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði um 3% að meðaltali á næsta ári og aukist lítillega árið 2016 en taki að hjaðna á ný á fyrri hluta árs 2017 og verði rétt yfir markmiði bankans í lok spátímans.

... en horfur sem fyrr háðar óvissu

Nokkur óvissa er um þróun gengis krónunnar m.a. vegna óvissu um tímasetningu og áhrif losunar fjármagnshafa og uppgjör búa fallinna fjármálafyrirtækja. Þótt nýlegir kjarasamningar hafi á heildina litið verið tiltölulega hóflegir hafa einstakir hópar launafólks reynt að komast út fyrir ramma fyrirliggjandi samninga sem leitt gæti til meiri launahækkana í kjarasamningum á næsta ári en grunnspáin gerir ráð fyrir. Verðbólgan gæti einnig verið vanmetin ef slakinn í þjóðarbúskapnum er ofmetinn. Hætta á vanmati á undirliggjandi verðbólguþrýstingi er jafnframt meiri en ella í ljósi þess að langtímaverðbólguvæntingum virðist skorta trausta kjölfestu. Reynist slakinn í þjóðarbúinu hins vegar vanmetinn í grunnspánni eða krafturinn í innlendi eftirspurn ofmetinn gæti verðbólga orðið minni. Það sama á við ef þljóðlegur hagvöxtur er ofmetinn eða ef lækkanir á hrávöru- og olíuverði verða meiri en spáin gerir ráð fyrir.

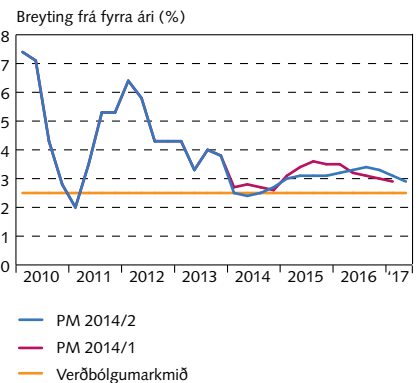
Mynd VIII-12 sýnir mat á líkindadreifingu þróunar verðbólgunnar á spátímanum. Breidd hennar varpar ljósi á hve mikil óvissan er og löggun hennar endurspeglar mat á því hvaða áhættuþættir eru taldir hafa yfirhöndina og hvernig þeir hafa áhrif á verðbólguhorfur. Skyggðu svæðin í myndinni sýna bil um grunnspána. Samkvæmt líkindamatinu eru 50%, 75% og 90% líkur á að verðbólga verði innan viðkomandi bils á spátímanum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1). Samkvæmt þessu mati eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 2¼-4% að ári liðnu og á bilinu 2-4% í lok spátímans. Samkvæmt matinu á líkindadreifingunni eru um þriðjungslíkur á að verðbólga verði undir markmiði bankans á spátímanum. Talið er að óvissan sé svipuð og í febrúarspá bankans en að heldur meiri líkur séu á að verðbólgu sé vanspáð á seinni hluta spátímans en að henni sé ofspáð. Nánar er fjallað um helstu óvissuþætti grunnspárinnar í kafla I.

Mynd VIII-10
Sundurleitni í könnunum á verðbólguvæntingum¹
4. ársfj. 2002 - 1. ársfj. 2014



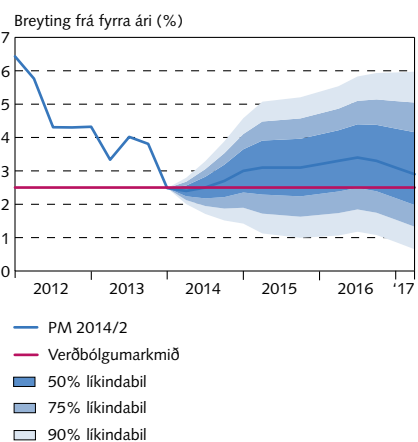
1. Staðalfrávik í svörum um verðbólguhorfur til eins árs. Fram til 2008 er notast við væntingar 4-6 greiningaraðila á verðbólguvæntingum en frá 2012 er byggt á stærra safni greiningar- og markaðsaðila. Í þeim tilvikum þar sem mælingar vanta fyrir fyrirtæki og greiningaraðila er brúað á milli mælinga með líulegri brúun.
Heimildir: Capacent Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-11
Verðbólga - samanburður við PM 2014/1



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-12
Verðbólguþspá og óvissumat



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

5. Bankinn notast við fjölda tölfræðilíkana til að meta verðbólguhorfur til skamms og meðal-langs tíma. Þessi líkón gefa mjög áþekka niðurstöðu og grunnspáin.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2014/2

Tafla 1 Þjóðhagsspá¹

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram			
		2013	2014	Spá	
			2015	2016	
Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar					
Einkaneysla	957,4	1,2 (1,6)	4,4 (4,6)	4,3 (4,3)	2,9 (2,9)
Samneysla	455,1	1,3 (1,2)	0,9 (0,6)	0,8 (0,2)	0,8 (0,4)
Fjármunamyndun	243,3	-3,4 (-4,3)	19,0 (5,4)	15,6 (20,1)	13,2 (14,7)
Atvinnuvegafjárfesting	154,0	-10,2 (-11,9)	20,0 (0,8)	17,9 (25,8)	15,3 (17,7)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	50,8	10,8 (15,7)	23,9 (20,3)	17,7 (16,6)	16,4 (16,4)
Fjárfesting hins opinbera	38,5	11,7 (8,8)	9,6 (6,1)	1,5 (0,7)	-4,1 (-4,0)
Þjóðarútgjöld	1.654,2	0,1 (0,4)	5,6 (3,6)	5,2 (5,5)	4,2 (4,2)
Útflutningur vöru og þjónustu	1.027,6	5,3 (4,7)	2,9 (1,4)	3,0 (1,8)	2,2 (2,4)
Innflutningur vöru og þjónustu	895,6	-0,1 (0,3)	6,4 (3,1)	5,5 (5,1)	5,0 (4,6)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar		3,2 (2,6)	-1,5 (-0,7)	-1,0 (-1,5)	-1,3 (-1,0)
Verg landsframleiðsla	1.786,2	3,3 (3,0)	3,7 (2,6)	3,9 (3,7)	2,7 (3,0)

Aðrar lykilstærðir

Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.786 (1.789)	1.885 (1.867)	2.025 (1.991)	2.140 (2.104)
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)	7,4 (7,4)	5,5 (6,0)	4,8 (4,0)	3,1 (2,3)
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	3,9 (3,0)	0,2 (0,8)	-0,6 (-1,0)	-2,2 (-2,8)
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu) ²	6,2 (5,3)	0,7 (0,8)	-0,6 (-1,0)	-2,2 (-2,8)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu (br. milli ársmeðaltala)	-2,4 (-1,3)	0,2 (-0,4)	1,1 (-0,7)	-0,5 (-1,2)
Heildarfjármunamyndun (% af landsframleiðslu)	13,6 (13,4)	15,2 (13,6)	16,6 (15,7)	18,2 (17,5)
Atvinnuvegafjárfesting (% af landsframleiðslu)	8,6 (8,4)	9,5 (8,0)	10,6 (9,6)	11,9 (11,1)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-0,5 (-0,8)	0,4 (-0,3)	1,4 (0,8)	1,3 (1,1)
Launakostnaður á framleidda einingu (br. milli ársmeðaltala) ³	3,2 (4,7)	3,9 (3,7)	3,3 (3,0)	2,5 (2,6)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)	4,3 (4,1)	4,0 (2,7)	2,4 (2,2)	2,3 (2,4)
Atvinnuleysi (% af mannafla)	4,4 (4,4)	3,5 (3,7)	3,4 (3,7)	3,2 (3,5)
Vísitala meðalgengis – viðskiptavog þröng (31/12 1991 = 100)	218,9 (218,9)	207,4 (210,1)	207,5 (210,1)	207,6 (210,1)
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	3,9 (3,9)	2,5 (2,7)	3,1 (3,4)	3,3 (3,2)
Verðbólga án skattaáhrifa (ársmeðaltal, %)	3,7 (3,7)	2,4 (2,6)	3,1 (3,4)	3,3 (3,2)

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/1. 2. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra. 3. Miðað við undirliggjandi framleiðni.

Tafla 2 Ársfjórðungsleg verðbólguþáttar (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma árið áður)	Verðbólga án skattaáhrifa (br. frá sama tíma árið áður)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
<i>Mæld gildi</i>			
2013:1	4,3 (4,3)	4,2 (4,2)	6,5 (6,5)
2013:2	3,3 (3,3)	3,2 (3,2)	4,1 (4,1)
2013:3	4,0 (4,0)	3,9 (3,9)	1,7 (1,7)
2013:4	3,8 (3,8)	3,7 (3,7)	3,1 (3,1)
2014:1	2,5 (2,7)	2,4 (2,6)	1,1 (2,0)
<i>Spáð gildi</i>			
2014:2	2,4 (2,8)	2,3 (2,7)	3,9 (4,5)
2014:3	2,5 (2,7)	2,4 (2,6)	1,9 (1,3)
2014:4	2,7 (2,6)	2,6 (2,5)	3,8 (2,5)
2015:1	2,9 (3,1)	3,0 (3,1)	2,3 (4,3)
2015:2	3,1 (3,4)	3,1 (3,4)	4,6 (5,5)
2015:3	3,1 (3,6)	3,1 (3,6)	1,9 (2,0)
2015:4	3,1 (3,5)	3,1 (3,5)	3,6 (2,4)
2016:1	3,2 (3,5)	3,2 (3,5)	2,7 (4,2)
2016:2	3,3 (3,2)	3,3 (3,2)	5,1 (4,2)
2016:3	3,4 (3,1)	3,4 (3,1)	2,2 (1,8)
2016:4	3,3 (3,0)	3,3 (3,0)	3,0 (2,0)
2017:1	3,1 (2,9)	3,1 (2,9)	2,1 (3,7)
2017:2	2,8	2,8	4,1

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/1.