



PENINGAMÁL

2018•4

Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 4 Peningamál 2018/4
 - 5 Kafli I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissupættir
 - 15 Kafli II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör
 - 21 Kafli III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir
 - 29 Kafli IV Eftirspurn og hagvöxtur
 - 37 Kafli V Vinnumarkaður og nýting framleiðslupáttá
 - 41 Kafli VI Verðbólga
 - 45 Rammagrein 1 Miðlun meginvaxta Seðlabankans yfir í aðra vexti
 - 49 Rammagrein 2 Þjóðarbúskapurinn áratug eftir fjármálakreppuna
 - 52 Rammagrein 3 Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2019
 - 55 Rammagrein 4 Vísitala heildarlauna
 - 57 Rammagrein 5 Reynsla af spám Seðlabankans
- 61 Viðauki 1 Spátöflur

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

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

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

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 101 Reykjavík

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

74. rit. 7. nóvember 2018

Prentun og bókbund: Oddi ehf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

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

Yfirlýsing peningastefnunar

7. nóvember 2018

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 4,5%.

Hagvöxtur á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs var meiri en fyrri áætlanir höfðu gert ráð fyrir. Þrátt fyrir vísbendingar um hægari vöxt á seinni hluta ársins er spáð 4,4% hagvexti á árinu öllu í nóvember-hefti *Peningamála*. Það er tæplega 1 prósentu meiri vöxtur en bankinn spáði í ágúst. Gert er ráð fyrir að hægja muni á hagvexti á næstu miss-erum og að spenna hverfi úr þjóðarbúskapnum.

Verðbólga var 2,8% í október. Munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis hefur ekki verið álíka lítill í rúm fjögur ár. Áfram dregur úr árshækkun húsnæðisverðs en á móti vegur að innflutningsverð hefur hækkað umtalsvert að undanförunu. Að hluta endurspeglar það hækkingu olíuverðs á alþjóðamarkaði en gengi krónunnar hefur einnig lækkað frá því í ágúst.

Horfur eru á að verðbólga haldi áfram að aukast og verði nokkuð yfir markmiði á næsta ári. Þá hafa verðbólguvæntingar hækkað undanfarið og eru nú yfir markmiði á alla mælikvarða. Verðbólguhorfur hafa því versnað en á móti vega horfur á að hraðar dragi úr vexti efnahagssumsvifa en áður var talið.

Aukin verðbólga og hærri verðbólguvæntingar síðustu mánuði hafa lækkað raunvexti Seðlabankans umfram það sem æskilegt er í ljósi núverandi efnahagsástands og -horfa. Því er nauðsynlegt að hækka vexti bankans nú.

Peningastefnan mun á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvæðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Peningastefnunefnd ítrekar að hún hefur bæði vilja og þau tæki sem þarf til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið. Haldi verðbólguvæntingar áfram að hækka og festist í sessi umfram markmið mun það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hafa þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður verður í lægra atvinnustigi.

I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa heldur versnað

Heimsframleiðslan jókst um 3,7% í fyrra sem er mesti vöxtur sem mælst hefur frá árinu 2011. Hagvöxtur í heiminum hefur hins vegar aðeins gefið eftir það sem af er þessu ári og horfur hafa versnað lítillega. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir nú ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum haldist í 3,7% í ár og á næsta ári en í fyrri spá sjóðsins hafði verið gert ráð fyrir 3,9% vexti hvort ár. Eftir sem áður eru horfur á að hinn þráláti slaki sem einkennt hefur þjóðarbúskap helstu iðnríkja hverfi í lok þessa árs.

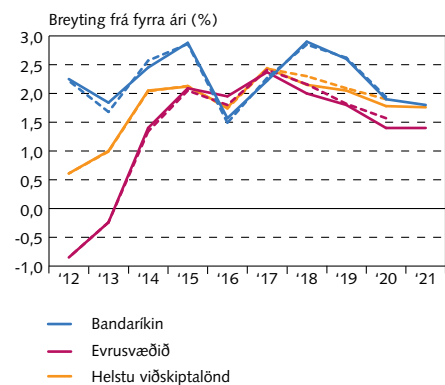
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum var 2,4% að meðaltali í fyrra og hafði ekki verið meiri frá árinu 2010. Horfur eru á að hann minnki lítillega í ár og verði 2,2% að meðaltali og að hann minnki enn frekar í 1,8% árið 2020 (mynd I-1). Þetta eru lakari horfur en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Munar þar mestu um hægari hagvöxt á evrusvæðinu en horfur fyrir Bandaríkin hafa lítið breyst. Þar er áfram gert ráð fyrir að hagvöxtur aukist nokkuð milli ára og verði 2,9% í ár en minnki síðan smám saman eftir því sem áhrif mikillar slökunar í ríkisfjármálum fjara út og neikvæð áhrif stigmagnandi viðskiptadeilu Bandaríkjanna og Kína koma fram. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

Gengi krónunnar lægra en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans

Viðskiptakjör vöru og þjónustu hafa batnað um samtals tæplega 15% á undanförnum fjórum árum. Nú eru hins vegar blikur á lofti eftir 4,5% rýrnun milli ára á öðrum fjórðungi þessa árs. Rýrnunin skýrist að töluverðu leyti af mikilli hækkun olíuverðs og verðhækkun súrals vegna tímabundinnar framleiðsluminnkunar í Brasilíu. Einnig hefur innflutningsverð almennt hækkað. Horfur eru á að viðskiptakjör rýrni um tæplega 2% á árinu öllu sem er svipað því sem spáð var í ágúst en þar vege betri horfur um verð sjávarafurða og áls nokkurn veginn upp horfur á herra olíuverði (mynd I-2). Á næsta ári er hins vegar talið að viðskiptakjör standi í stað en í ágúst var spáð 2% bata. Vegur herra olíuverð þar þyngst en einnig eru horfur á lægra álverði og minni lækkun á verði súrals. Gangi spáin eftir verða viðskiptakjör hátt í 2% lakari í lok spátímans en gert var ráð fyrir í ágúst.

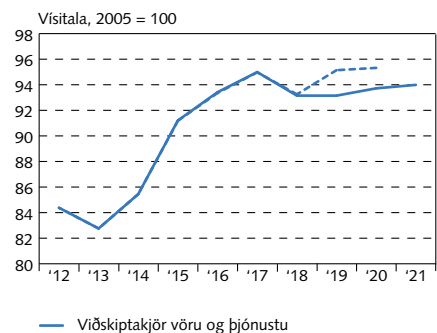
Gengi krónunnar hefur lækkað nokkuð undanfarnar vikur og er krónan nú um 10% lægri gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla en hún var við útgáfu *Peningamála* í ágúst. Hún er jafnframt tæplega 8% lægri það sem af er fjórða ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Hefur gengi krónunnar ekki verið lægra í ríflega tvö ár. Nokkrir samverkandi þættir skýra þessa snörpu gengislækkun en upphaf hennar má líklega að einhverju leyti rekja til tímabundinnar óvissu um fjármögnun flugfélagsins WOW Air í fyrstu viku septembermánaðar. Þessu til viðbótar virðast þeir þjóðhagslegu þættir sem hafa verið megindrifkraftar gengishækkunar undanfarna missera

Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2012-2021¹



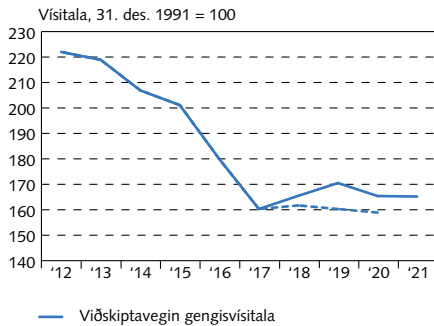
1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2
Viðskiptakjör 2012-2021¹



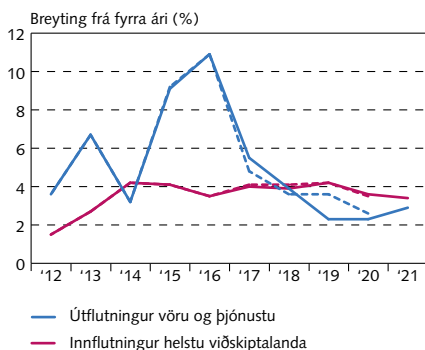
1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3
Gengi krónunnar 2012-2021¹



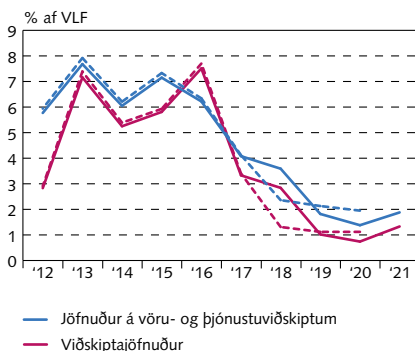
1. Þróng viðskiptavog. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/3.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2012-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2012-2021¹



1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

vera að gefa eftir. Viðskiptakjör hafa rýrnað og hægt hefur á útflutningsvexti. Þá er rekstrarumhverfi í ferðaþjónustu orðið erfiðara og útlit er fyrir að hægt hafi á hagvexti á seinni hluta ársins. Allir þessir þættir, til viðbótar við vaxandi áhyggjur af komandi kjaraviðræðum, virðast hafa aukið svartsýni fjárfesta sem leitt hefur til lækkunar á gengi krónunnar. Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann og það hefur verið að meðaltali það sem af er þessu ári. Það felur í sér að gengisvísitalan er að meðaltali um 3% lægri í ár en í fyrra og lækkar um 3% til viðbótar á næsta ári (mynd I-3). Á árunum 2020-2021 er vísitalan hins vegar líðlega 165 stig sem er svipað og hún verður í ár og um 4% lægra gengi en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Nánar er fjallað um óvissu í tengslum við gengishorfur síðar í þessum kafla og um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

Útlit fyrir hægari vöxt útflutnings en spáð var í ágúst

Útflutningur vöru og þjónustu á fyrri hluta ársins var í meginatriðum í takt við mat bankans frá því í ágúst. Endurskoðun Hagstofu Íslands á útflutningstölum fyrir síðasta ár gerir það hins vegar að verkum að útflutningsvöxtur mælist lítillaga minni en gert hafði verið ráð fyrir í ágúst. Horfur fyrir árið í heild hafa hins vegar lítið breyst. Gert er ráð fyrir að útflutningur aukist um 3,9% frá fyrra ári sem er nokkuð undir meðalvexti síðustu þriggja ára en áþekkur vöxtur og var að meðaltali árin 2011-2014 (mynd I-4). Ágætan vöxt í ár má að mestu þakka líðlega 10% vexti í útflutningi sjávarafurða sem er nokkru meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst og má rekja til meiri veiði það sem af er ári. Óvæntur samdráttur í samgöngu- og flutningalið útfluttrar þjónustu á fyrri hluta ársins gerir það síðan að verkum að nú er talið að útflutt þjónusta vaxi heldur hægari en spáð var í ágúst. Þrátt fyrir að vöxtur þjónustuútflutnings verði svipaður á næsta ári og í ár eru horfur á að hægja muni enn frekar á vexti útflutnings. Skýrist það fyrst og fremst af 3,5% samdrætti í útflutningi sjávarafurða vegna mikils samdráttar aflaheimilda í uppsjávarfiski þótt á móti komi auknar aflaheimildir í botnfisktegundum. Þetta er nokkur breyting frá ágústspá bankans og er megin skýring þess að nú er spáð líðlega 2% vexti útflutnings á næsta ári í stað 3½% í ágúst. Gert er ráð fyrir áþekktum útflutningsvexti árið 2020 en að hann aukist í tæplega 3% árið 2021 í takt við aukinn vöxt vöruútflutnings.

Óvæntur samdráttur vöruinnflutnings á fyrri hluta ársins er megin skýring þess að nú er talið að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum verði 3,6% af landsframleiðslu í ár eða líðlega 1 prósentu meiri en spáð var í ágúst (mynd I-5). Horfur um hægari vöxt útflutnings og lakari viðskiptakjör gera það hins vegar að verkum að afgangurinn minnkar nokkuð á næsta ári og mælist lítillaga minni en spáð var í ágúst eða 1,8% af landsframleiðslu. Talið er að afgangurinn minnki enn frekar árið 2020 en að hann verði aftur kominn í tæplega 2% af landsframleiðslu árið 2021. Afgangur á viðskiptajöfnuði er talinn þróast með áþekktum hætti: hann verður 2,8% af landsframleiðslu í ár en rétt um 1% af landsframleiðslu að meðaltali á næstu þremur árum. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Hægt hefur á vexti þjóðarútgjalda og horfur á að hægja muni enn frekar á vextinum á spátímanum

Vísbendingar eru um að nokkuð hafi hægt á vexti einkaneyslu eftir því sem liðið hefur á árið eftir mikinn vöxt undanfarin misseri. Vöxturinn er þó enn mikill í sögulegu samhengi, studdur af hækkun raunlauna, aukinni atvinnu og bættri eigna- og skuldastöðu heimila. Einkaneysla jókst um 5,3% á fyrri hluta ársins sem er lítillega minni vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans. Væntingavísitala Gallup bendir hins vegar til þess að heimilin séu orðin svartsýnni en áður í takt við fréttir af mögulegum umskiptum í þjóðarþúinu og leiðandi vísbendingar benda til að draga muni enn frekar úr vexti neysluútgjalda á seinni hluta ársins. Því er áætlað að vöxtur einkaneyslu verði 4,6% á árinu öllu sem er 1 prósentu minni vöxtur en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næstu ár breytast hins vegar lítið: gert er ráð fyrir tæplega 4% vexti einkaneyslu á næsta ári og að hún vaxi um tæplega 3% á ári á seinni hluta spátímans (mynd I-6).

Einnig hefur hægt á vexti fjárfestingarútgjalda, þótt vöxturinn hafi verið heldur meiri á fyrri hluta þessa árs en gert var ráð fyrir í ágúst. Alls jókst fjármunamyndun um 7,6% á fyrri hluta ársins en í fyrri var vöxturinn 9,5% og að meðaltali liðlega 19% á ári tímabilið 2014-2016. Grunnspáin gerir ráð fyrir að það hægi enn frekar á vexti fjárfestingarútgjalda á seinni hluta ársins og að fjármunamyndun alls aukist um 5% á árinu öllu. Byggist það á nýrri könnun á fjárfestingaráformum og öðrum vísbendingum um fjárfestingu. Spáin felur í sér að samdráttur verði í fjárfestingu í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum og að hægja muni töluvert á vexti annarrar atvinnuvegafjárfestingar. Atvinnuvegafjárfesting dregst því saman í heild en á móti vegur kröftugur vöxtur fjárfestingar hins opinbera og í íbúðarhúsnæði. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu verður því um 23% í ár sem er svipað og spáð var í ágúst (mynd I-7). Horfur eru á að hlutfallið hækki enn frekar á næsta ári og verði um eða yfir 24% af landsframleiðslu á spátímanum sem er bæði hærra hlutfall en gert var ráð fyrir í ágúst og nokkru yfir sögulegu meðaltali. Hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu lækkar hins vegar áfram og verður komið í sögulegt meðaltal í lok spátímans.

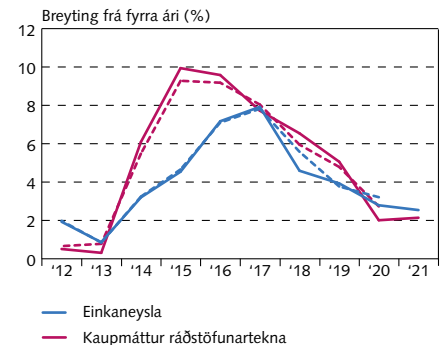
Þjóðarútgjöld endurspeglar öll neyslu- og fjárfestingarútgjöld einkaaðila og hins opinbera. Þau jukust um 7,9% í fyrri og um 6,2% á fyrri hluta þessa árs. Að hluta endurspeglar þróunin á fyrri hluta ársins mikla aukningu birgða en sé horft fram hjá þeim jukust neyslu- og fjárfestingarútgjöld um 5,3% frá fyrri ári sem er mjög áþekkt þeirri 5,1% aukningu sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Gert er ráð fyrir að enn frekar hægi á vexti þjóðarútgjalda á seinni hluta ársins og að þau aukist um 4,2% á árinu öllu sem er 0,5 prósentum hægari vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst (mynd I-8). Fjárfestingarútgjöld vaxa heldur meira á næsta ári en í ár og það veldur því að aftur bætir í vöxt þjóðarútgjalda á næsta ári en aftur hægir á vextinum frá árinu 2020. Nánari umfjöllun um þróun einkaneyslu, fjárfestingar og þjóðarútgjalda er að finna í kafla IV.

Meiri hagvöxtur í fyrri og í ár en áður hafði verið gert ráð fyrir

Hagvöxtur reyndist 4% í fyrri sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en fyrri tölur Hagstofunnar höfðu gefið til kynna. Hagvöxtur á fyrri hluta

Mynd I-6

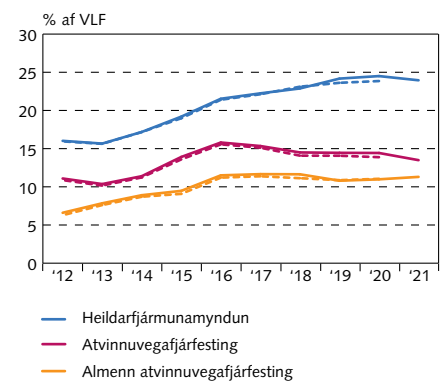
Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2012-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

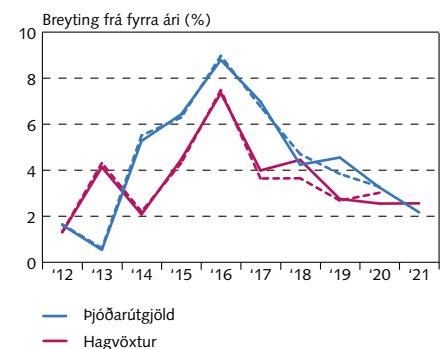
Fjármunamyndun 2012-2021¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

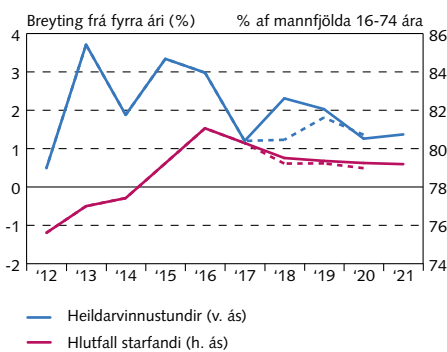
Mynd I-8

Þjóðarútgjöld og hagvöxtur 2012-2021¹



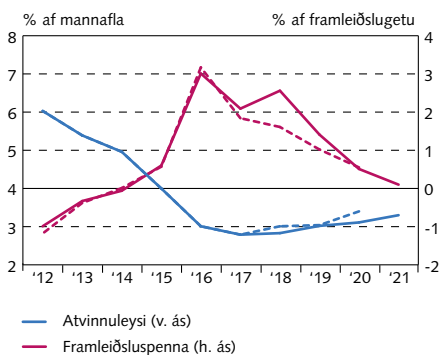
1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2012-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10
Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2012-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þessa árs reyndist einnig meiri en áður var áætlað. Í ágústspá bankans hafði verið gert ráð fyrir 5,6% vexti en hann reyndist vera 6,4%. Þetta er töluverð aukning hagvaxtar frá 2,7% meðalvexti á seinni hluta síðasta árs þótt nokkuð hafi dregið úr vexti innlendrar eftirspurnar frá því í fyrra. Frávík hagvaxtar frá fyrri spá skýrist fyrst og fremst af mikilli birgðaaukningu á fyrri hluta ársins og óvæntum samdrætti vöruinnflutnings. Því virðist sem eftirspurn hafi í vaxandi mæli beinst að innlendri framleiðslu.

Horfur eru á að nokkuð hægi á hagvexti á seinni hluta ársins en að hann verði 4,4% á árinu öllu sem er 0,8 prósentum meiri vöxtur en spáð var í ágúst (mynd I-8). Skýrist það af meiri krafti í þjóðar- búskapnum á fyrri hluta ársins og hagstæðara framlagi utanríkisviðskipta en þá var búist við en tölur Hagstofunnar um utanríkisviðskipti benda til þess að vöruinnflutningur hafi dregist enn frekar saman á þriðja ársfjórðungi. Líkt og í ágústspá bankans er talið að hagvöxtur verði við 2,7% langtímaleitnivöxt á næstu árum. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Meiri spenna er í þjóðarbúskapnum en horfur á að hún minnki hraðar en áður var spáð

Starfandi fólki fjölgaði um 4,1% milli ára á þriðja fjórðungi ársins sem er meiri fjölgun en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Heildarvinnustundum fjölgaði um 4,3% frá fyrra ári sem er töluvert umfram ársvöxt undanfarinna fimm fjórðunga. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi mældist 2,6% á þriðja fjórðungi og minnkaði um 0,3 prósentur frá fyrri fjórðungi en er svipað og það var á sama tíma í fyrra. Hlutfall vinnulítilla (þeirra sem eru í hlutastörfum en vilja vinna meira) var 3,5% á þriðja fjórðungi og hafði lækkað um 0,5 prósentur frá fyrra ári. Atvinnuleysi er nú 0,2 prósentum undir því sem það var að meðaltali árin 2003-2007 en hlutfall vinnulítilla er orðið 0,5 prósentum lægra.

Talið er að heildarvinnustundum fjölgi um 2,3% í ár sem er um 1 prósentu meiri fjölgun en gert var ráð fyrir í ágúst (mynd I-9). Þrátt fyrir ríflega 2% fjölgun starfa í ár er útlit fyrir að hlutfall starfandi lækki um tæplega 1 prósentu frá fyrra ári þar sem horfur eru á ríflega 3% fjölgun fólks á vinnualdri. Atvinnuþátttaka minnkar með svipuðum hætti og hlutfall starfandi og því helst atvinnuleysi í 2,8% að meðaltali í ár eins og í fyrra (mynd I-10). Kannanir benda til áframhaldandi fjölgunar starfa næsta misserið en þó hægari en verið hefur. Grunnspáin gerir því ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi um 2% á næsta ári en um tæplega 1½% á ári á næstu tveimur árum. Hlutfall starfandi helst hins vegar í liðlega 79% af fólki á vinnualdri eins og í ágústspánni. Atvinnuleysi eykst í 3% á næsta ári og er komið í 3,3% árið 2021, sem er nálægt því atvinnuleysi sem talið er samræmast verðstöðugleika.

Eins og áður hefur verið rakið var hagvöxtur í fyrra og á fyrri hluta þessa árs meiri en áður var talið. Framleiðsluspennan var því lítillega meiri í lok síðasta árs en gert var ráð fyrir í ágúst og er útlit fyrir að hún verði um 1 prósentu meiri í lok þessa árs. Þegar frá líður minnkar spennan hins vegar hraðar en spáð var í ágúst og verður nánast horfin undir lok spátímans (mynd I-10). Rétt er að hafa í huga að mat á

framleiðsluspennu er ávallt háð nokkurri óvissu. Nánar er fjallað um vinnumarkaðinn og nýtingu framleiðslupátta þjóðarbúsins í kafla V.

Verðbólguhorfur versna á fyrri hluta spátímans vegna meiri framleiðsluspennu og lækkunar á gengi krónunnar

Verðbólga hefur verið við verðbólgu markmiðið á meginhluta þessa árs. Hún hefur hins vegar heldur aukist eftir því sem liðið hefur á árið og mældist 2,7% á þriðja ársfjórðungi og 2,8% í október. Verðbólga er því orðin um 1 prósentu meiri en hún var á sama tíma fyrir ári. Innflutningsverðlag í krónum hefur hækkað nokkuð undanfarið með hækkandi olíuverði og lækkun á gengi krónunnar en á móti vegur að hægt hefur á hækkuð húsnæðisverðs. Verulega hefur því dregið saman með verðbólgu með og án húsnæðisliðar. Undirliggjandi verðbólga var 3% í október miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða og hefur aukist um 1,8 prósentur frá sama tíma í fyrra. Hefur undirliggjandi verðbólga ekki mælst meiri á þennan mælikvarða síðan í janúar 2014.

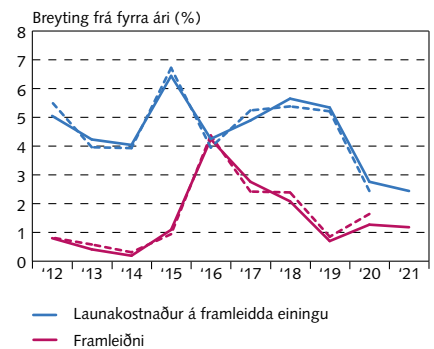
Óróleiki á vinnumarkaði og gengislækkun krónunnar hafa leitt til þess að verðbólguvæntingar hafa hækkað á ný. Skammtíma-verðbólguvæntingar úr könnunum hafa hækkað um allt að 1 prósentu frá sama tíma í fyrra og langtíma-verðbólguvæntingar hafa einnig þokast upp á við og eru nú um eða yfir 3% á alla mælikvarða. Þær hafa ekki mælst hærri síðan um mitt ár 2016 sé miðað við könnun meðal markaðsaðila en síðan um mitt ár 2015 sé miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði.

Launaþróun hefur í meginatriðum verið í takt við ágústspá bankans. Hægt hefur á árhækkun launa það sem af er þessu ári þótt hún sé enn töluverð. Gert er ráð fyrir að nafnlaun hækki að meðaltali um 7% í ár frá fyrra ári en undanfarin þrjú ár er áætlað að nafnlaun hafi hækkað að meðaltali um 8% á ári. Gert er ráð fyrir að áfram hægi á árhækkunum launa á spátímanum í takt við hægari vöxt framleiðni vinnuafsls, vaxandi atvinnuleysi og lítinn bata viðskiptakjara. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu fer því úr 5½% í ár og á næsta ári í 2½% árið 2021 (mynd I-11).

Verðbólguþróunin það sem af er ári hefur í meginatriðum verið í samræmi við spár bankans og gerir núverandi spá ráð fyrir að verðbólga verði 3,2% að meðaltali á fjórða ársfjórðungi en í ágústspá bankans var áætlað að hún yrði 3,1%. Ólíkt því sem talið var í ágúst eru nú horfur á að verðbólga aukist enn frekar og verði um 3,5% að meðaltali fram eftir næsta ári og að hún verði enn yfir 3% í lok ársins í stað þess að vera við markmiðið eins og spáð var í ágúst (mynd I-12). Verrri verðbólguhorfur fram á fyrri hluta árs 2020 litast fyrst og fremst af lækkun á gengi krónunnar undanfarið en einnig vegur þungt að endurskoðun hagvaxtar í fyrra og á fyrri hluta þessa árs gerir það að verkum að meiri framleiðsluspenna mælist fram á mitt ár 2020. Frá þeim tíma er matið á framleiðsluspennu áþekkt því sem gert var ráð fyrir í ágúst og áhrif gengislækkunarinnar undanfarið eru talin hafa fjarað út. Verðbólga minnkar því í markmið með svipuðum hætti og í ágústspánni frá seinni hluta ársins 2020. Nánar er fjallað um óvissuþætti verðbólguþróunarinnar hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Mynd I-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2012-2021¹

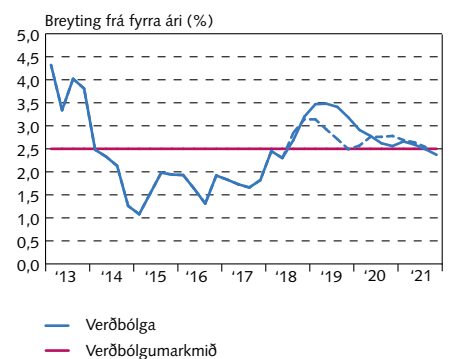


1. Framleiðni mæld sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga¹

1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2021



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Lykilforsendur og helstu óvissubættir

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

Stefnan í opinberum fjármálum og peningastefnan

Eftir töluverða slökun á aðhaldi ríkisfjármála árin 2015-2017 eru horfur á að aðhaldsstigið aukist lítillega í ár en að það slakni lítillega á ný á næstu tveimur árum (sjá kafla IV). Yfir tímabilið 2018-2021 er aðhaldsstigið þó í meginatriðum hlutlaust sem er áþekkt því sem áður var gert ráð fyrir.

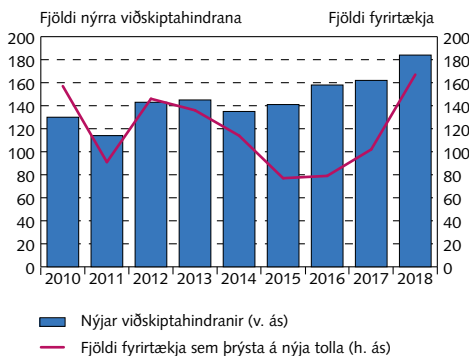
Meginvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í 4,25% frá því í október í fyrra en þá höfðu þeir lækkað um 1,5 prósentur frá ágúst 2016 (sjá kafla III). Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir bankans þróist á spátímanum í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að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

Alþjóðleg viðskiptadeila gæti grafið undan innlendum efnahagssumsvifum

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa versnað lítillega frá ágústspá Seðlabankans og mögulegt er að hagvöxtur hafi víða náð hámarki. Þrengt hefur að fjármálegum skilyrðum í ýmsum nýmarkaðsríkjum og hættan á að alþjóðlegar hagvaxtarhorfur séu ofmetnar hefur aukist. Þá hafa áhyggjur af aukinni hörku í viðskiptadeilu Bandaríkjanna við ýmis önnur ríki farið vaxandi og svo virðist sem stuðningur við frjáls alþjóðaviðskipti fari dvinandi. Þannig hafa ríki t.d. í vaxandi mæli gripið til tæknilegra viðskiptahindrana á síðustu árum og á sama tíma gætir vaxandi þrýstings hagsmunaafila á aukna verndartolla (mynd I-13). Bandarísk stjórnvöld hafa þegar lagt tolla á ýmsan innflutning og íhuga enn frekari tollahækkunar. Önnur ríki hafa brugðist við og líklegt er að viðbrögðin verði kröftugri hækki Bandaríkin tolla enn frekar.² Verði þetta að veruleika mun það hafa alvarlegar afleiðingar fyrir heimsbúskapinn þar sem hægja mun á alþjóðaviðskiptum og hagvexti. Stigmögnun deilunnar gæti einnig haft neikvæð áhrif á fjárfestingaráform fyrirtækja ef viðskiptadeilan eykur á óvissu í efnahagsmálum. Þá er líklegt að aukin óvissa leiði til hækkandi vaxtaálags sem þrengir enn frekar að almennum fjármögnunarskilyrðum fyrirtækja víða um heim. Í nýlegri greiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er reynt að leggja mat á áhrif alls þessa á heimsbúskapinn.³ Samkvæmt niðurstöðum sjóðsins

Mynd I-13

Nýjar tæknilegar viðskiptahindranir og þrýstingur á nýja verndartolla¹



1. Myndin sýnir fjölda nýrra tæknilegra viðskiptahindrana sem eru innleiddar að meðaltali í hverjum mánuði og fjölda fyrirtækja sem þrýsta á Bandaríkjaþing um nýja verndartolla. Tölur fyrir 2018 eru fyrir fyrstu níu mánuði ársins.

Heimildir: Alþjóðaviðskiptastofnunin, Center for Responsive Politics.

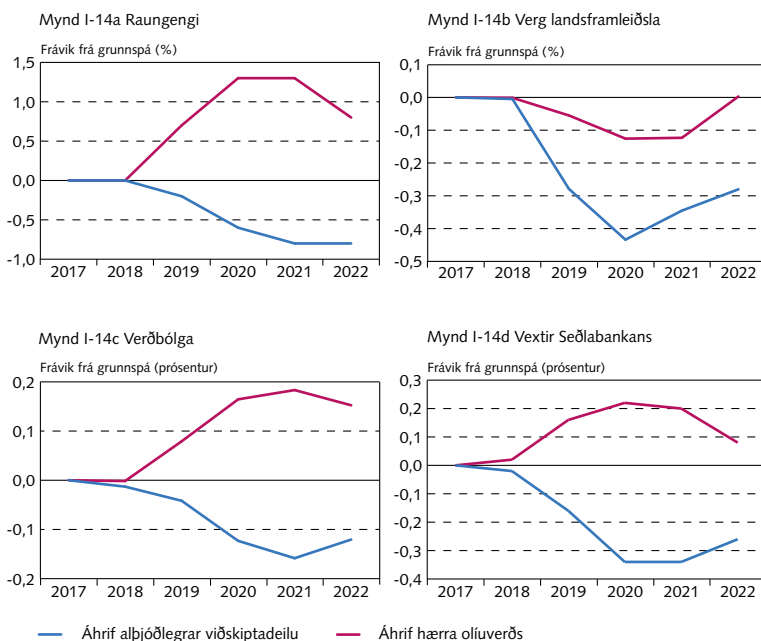
2. Bandarísk stjórnvöld hafa þegar lagt 10% toll á allan innflutning áls og 25% toll á innflutning stáls. Þá hafa þau lagt 25% toll á innflutning frá Kína að verðmæti 50 ma. Bandaríkjadala og 10% toll til viðbótar á innflutning frá Kína að verðmæti 200 ma. dala sem ætlunin er að hækki í 25%. Aðrar þjóðir hafa í meginatriðum svarað í sömu mynt með tollum á bandarískan útlutning. Bandaríkin hafa einnig til skoðunar að leggja 25% toll á viðbótarinnflutning frá Kína að verðmæti 267 ma. dala og á innflutning bifreiða og bifreiðahluta að verðmæti u.þ.b. 350 ma. dala.
3. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2018), *World Economic Outlook*, kafla 1, október 2018.

gæti heimshagvöxtur orðið 0,3 prósentum minni í ár en ella og um 0,5 prósentum minni á næsta ári. Hagvaxtaráhrifin myndu smám saman fjara út en heimsframleiðslan yrði varanlega um ½% minni en ella. Meðal þróaðra ríkja eru áhrifin mismikil en þau eru sýnu mest á Bandaríkin þar sem landsframleiðslan minnkar varanlega um tæplega 1%. Samkvæmt mati sjóðsins má ætla að landsframleiðsla í helstu viðskiptalöndum Íslands muni að meðaltali lækka varanlega um 0,5%.

Erfitt er að meta hver áhrifin yrðu hér á landi en líklegt er að minni alþjóðleg efnahagssumsvif dragi úr útflutningi héðan og þar með úr hagvexti. Möguleg viðbótaráhrif gætu komið í gegnum rýrnun viðskiptakjara, sérstaklega með lækkandi álverði en tollahækkunar á álafurðir hafa þegar leitt til lækkunar álverðs og aukinnar óvissu á álmaknaði. Til að leggja mat á áhrif viðskiptadeilunnar á innlenda þjórðarbúskap er byggt á mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á áhrifum deilunnar á alþjóðlegan hagvöxt og eftirspurn helstu viðskiptalanda. Einnig er gert ráð fyrir samsvarandi hækkun áhættuálags á fjármagns-kostnað innlendra fyrirtækja og í mati sjóðsins. Að lokum er gert ráð fyrir að alþjóðlegt álverð lækki í takt við sögulegt samband álverðs við alþjóðlegan hagvöxt og innflutning meðal helstu viðskiptalanda. Það felur í sér að á næsta ári verði álverð um 6% lægra en í grunnspánni.

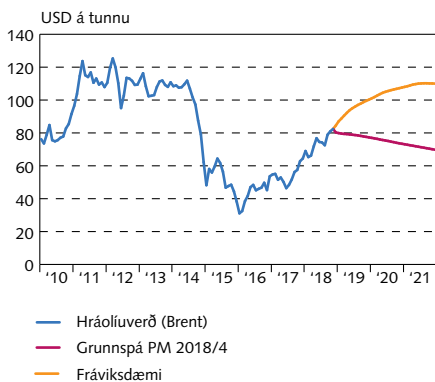
Hægari alþjóðleg efnahagssumsvif gera það að verkum að útflutningur Íslands vex um ½-¾ prósentu hægar á ári á næstu tveimur árum. Viðskiptakjör rýrna einnig og verða um 1% lakari en í grunnspánni árið 2020. Hægari vöxtur útflutnings og rýrnun viðskiptakjara gera það að verkum að hagvöxtur verður 0,3 prósentum minni en í grunnspá á næsta ári og 0,2 prósentum minni árið 2020 en síðan taka hagvaxtaráhrifin að fjara út. Eins og sést á mynd I-14 er landsframleiðslan orðin um ½% minni en í grunnspá árið 2020 þegar áhrifin ná hámarki. Þetta eru heldur minni áhrif en að meðaltali meðal helstu viðskiptalanda en mjög áþekkt mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins

Mynd I-14
Frávíkisdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-15
Alþjóðlegt hráolíuverð¹
Janúar 2010 - desember 2021



1. Grunnspáin byggist á framvirku verði hráolíu.
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

á áhrifum á evrusvæðið. Á móti samdráttaráhrifum vegna hægari umsvifa í heimsbúskapnum vegur lækkun raungengis og meginvaxta Seðlabankans en þeir eru orðnir tæplega ½ prósentu lægri en í grunnspá árið 2020. Verðbólga er um 0,1-0,2 prósentum minni en í grunnspánni en þar vegast á áhrif lægra gengis krónunnar og minni spennu í þjóðarbúskapnum.

Mikil óvissa um þróun olíuverðs eftir mikla hækkun undanfarið

Hratt hefur gengið á alþjóðlegar olíubirgðir undanfarið og olíuverð því hækkað mikið. Verðið fór upp fyrir 80 Bandaríkjadali á tunnu seint í september og var þá orðið þrefalt hærra en það var í janúar 2016 þegar það var lægst. Áhrifa þessarar hækkunar er þegar farið að gæta hér á landi. Þau koma fram í gegnum bein áhrif hækkunar bensínverðs á vísitölu neysluverðs en einnig í gegnum margvísleg óbein áhrif á efnahagssumsvif, þjóðartekjur og almenna verðbólgu. Þar má t.d. nefna verðhækkun annarra innfluttra vara sem verða fyrir áhrifum herra olíuverðs og aukinn kostnað við framleiðslu innlendra vara þar sem innflutt eldsneyti er notað til framleiðslunnar. Þá hefur hækkunin leitt til rýrnunar viðskiptakjara og þrengt að stöðu flugfélaga og annarra samgöngufyrirtækja.

Samkvæmt grunnspá bankans mun olíuverð smám saman lækka aftur í um 70 Bandaríkjadali á tunnu í lok árs 2021 en spáin byggist á framvirku verði á alþjóðamarkaði (mynd I-15). Um þetta mat er hins vegar töluverð óvissa og ekki útilokað að verðið haldi áfram að hækka ef t.d. frekari truflanir verða á olíuframleiðslu í Venesúela eða ef viðskiptabann Bandaríkjanna grefur enn meira undan olíuútflutningi Írana án þess að aukin framleiðsla frá öðrum olíuframleiðendum komi á móti. Til að leggja mat á áhrif þess á þjóðarþúið að olíuverð hækki enn frekar er gert ráð fyrir að olíuverð verði komið í 95 dali um mitt næsta ár og í ríflega 100 dali í lok ársins. Gert er ráð fyrir að verðið haldi áfram að hækka og verði komið í 110 dali í lok árs 2021 sem er það verð sem var að meðaltali frá ársbyrjun 2011 og fram í september 2014 áður en hin mikla lækkunarhrina olíuverðs hófst. Gangi þetta eftir verður meðalverð næsta árs um fimmtungi hærra en í grunnspánni og í lok spátímans yrði það orðið um 50% hærra. Þessu til viðbótar er gert ráð fyrir að hækkun olíuverðs hafi áhrif á alþjóðlegt hrávöruverð, almennt útflutningsverð helstu viðskiptalanda og neysluverðlag í þeim löndum í takt við sögulegt samband þessara stærða. Það felur í sér að í lok spátímans er hrávöruverð um 9% hærra en í grunnspánni, útflutningsverð 2% hærra og neysluverðlag viðskiptalanda tæplega 1% hærra. Samanlagt hækkar innflutningsverðlag í erlendum gjaldmiðlum á næstu þremur árum því um 1-1½ prósentu meira á ári en í grunnspánni og er orðið liðlega 3% hærra en í grunnspánni í lok spátímans.

Mynd I-14 sýnir áhrifin á innlendan þjóðarbúskap. Hækkun olíuverðs og annars hrávöruverðs rýrir viðskiptakjör þjóðarbúsins og dregur úr kaupmætti heimila. Þjóðartekjur lækka því í samanburði við grunnspána og eftirspurn vex hægar. Landsframleiðslan yrði því um 0,1% lægri en í grunnspánni frá næsta ári. Innflutningsverð í krónum hækkar hraðar en í grunnspánni og er orðið liðlega 2% hærra í lok tímabilsins. Verðbólga eykst því í samanburði við grunnspá og

er orðin tæplega 0,2 prósentum meiri árið 2021 þegar ársáhrifin ná hámarki. Til að bregðast við almennri hækkun verðlags sem orsakast af olíuverðshækkuninni og tryggja að verðbólga leiti aftur í verðbólguþröngun til meðallangs tíma eru vextir Seðlabankans orðnir um 0,2 prósentum hærrí en í grunnspánni frá næsta ári. Hærrí vextir þrýsta upp gengi krónunnar og er raungengið orðið liðlega 1% hærra en í grunnspá frá árinu 2020. Hærrí vextir og gengi draga einnig úr verðbólguáhrifum hækkunar olíuverðs með því að hægja enn frekar á innlendum efnahagssumsvifum.⁴

Gengishorfor óvissar

Samkvæmt grunnspá verður viðskiptavegið gengi krónunnar svipað á meginhluta spátímans og það hefur verið að meðaltali það sem af er þessu ári. Þessi tæknilega forsenda litast annars vegar af horfum um hagvöxt og vaxtamun gagnvart útlöndum og hins vegar af mati á jafnvægisraungengi. Talið er að jafnvægisraungengið hafi lækkað frá fyrra mati í ljósi lakari viðskiptakjara og óhagstæðari útflutningshorfa. Þá hefur vaxtamunur gagnvart útlöndum minnkað eftir því sem slakinn hefur horfið í helstu viðskiptalöndum og spennan hér á landi dvínað. Um alla þessa þætti ríkir óvissa og gengisþróunin gæti því auðveldlega orðið með öðrum hætti en grunnspáin gerir ráð fyrir. Þótt horfur séu á að hagvöxtur verði áfram við leitnivöxt á meginhluta spátímans gæti gengi krónunnar t.d. haldið áfram að lækka ef óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum eykst enn frekar eða ef alþjóðlegir vextir hækka hraðar en markaðir gera ráð fyrir. Gengisferill grunnspárinnar er þó mjög svipaður þeim sem fæst út frá heildarjafnvægislíkani bankans, DYNIMO (mynd I-16). Markaðsaðilar eru hins vegar svartsýnni á gengisþróunina ef marka má nýja könnun bankans á mati þeirra á efnahagshorfum. Líkt og í grunnspánni gera þeir ráð fyrir að gengi krónunnar verði lægra á næsta ári en í ár en ólíkt grunnspánni telja þeir að lækkunin gangi ekki til baka árið 2020.

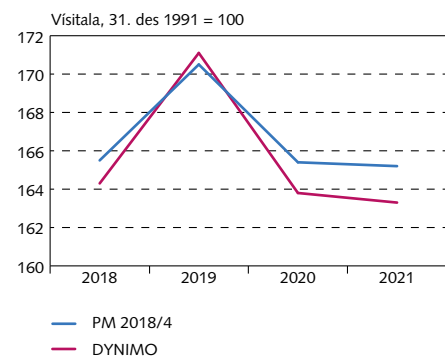
Hægt gæti hraðar á vexti ferðþjónustu en gert er ráð fyrir í grunnspánni

Útflutt ferðþjónusta jókst um 11% í fyrra en á árunum 2015-2016 nam vöxturinn ríflega 25% á ári að meðaltali. Hægt hefur enn frekar á vextinum það sem af er þessu ári og samkvæmt grunnspá bankans er talið að hann verði tæplega 4% á árinu öllu og undir 3% á næstu tveimur árum. Framlag útfluttrar ferðþjónustu til útflutningsvaxtar hefur því farið minnkandi: í fyrra skilaði ferðþjónustan liðlega 4 prósentum til 5,5% vaxtar útflutnings vöru og þjónustu en á árunum 2015-2016 var framlag hennar tæplega 8 prósentur á ári að meðaltali. Horfur eru á að framlag hennar til útflutningsvaxtar verði töluvert minna í ár eða um 1½ prósentu og um 1 prósentu á ári á næstu tveimur árum.

Hægari vöxtur í ferðþjónustu var að nokkru leyti fyrirsjáanlegur en þó hefur hægt hraðar á vextinum en gert hefur verið ráð fyrir í

4. Verðbólguáhrif hærra olíuverðs gætu verið ofmetin að því leyti að hér er horft fram hjá neikvæðum áhrifum hækkunar olíuverðs á alþjóðleg efnahagssumsvif. Þau gætu hins vegar einnig verið vanmetin ef kjölfesta verðbólguvæntinga veikist þannig að langtímaverðbólguvæntingar taka einnig að hækka sem kalla myndi á kröftugri viðbrögð peningastefnunnar en hér eru sýnd (sjá t.d. umfjöllun í kafla I í *Peningamálum* 2018/2).

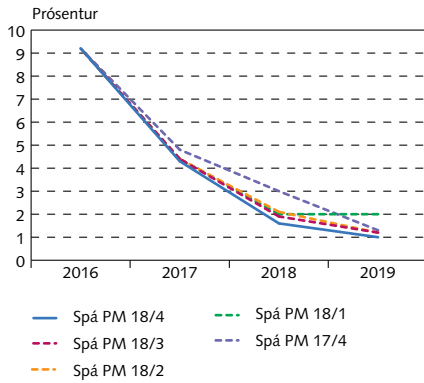
Mynd I-16
Gengisspár¹



1. Ársmeðaltöl gengisvísitölu samkvæmt grunnspá PM 2018/4 og heildarjafnvægislíkani bankans, DYNIMO.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17

Spár um framlag ferðabjónustu til vaxtar
útflyttrar vöru og þjónustu¹



1. Framlag ferðabjónustu (ferðalaga og farþegaflutninga með flugi) til vaxtar útflyttnings vöru og þjónustu í spám PM.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fyrri spám bankans. Nú eru t.d. horfur á að framlag ferðabjónustu til útflyttningsvaxtar verði um helmingi minna í ár en gert var ráð fyrir í spá bankans í nóvember í fyrra og horfur fyrir næsta ár hafa verið færðar niður með áþekkingum hætti (mynd I-17). Líklegt er að breyttar horfur endurspegli áhrif hás raungengis og mikillar hækkunar olíuverðs undanfarið. Farið er að bera á vaxandi þrengingum í ferðabjónustu og flugrekstri eftir því sem samkeppnisstaða atvinnugreinarinnar hefur versnað og ekki er því útilokað að vöxturinn í ár og á næsta ári verði minni en grunnspáin gerir ráð fyrir.

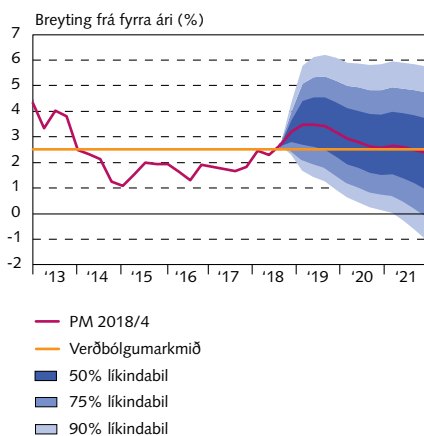
Verðbólga gæti aukist hraðar á næstunni en grunnspá gerir ráð fyrir

Álitamálin sem rakin eru hér að framan undirstrika þá óvissu sem jafnan er um efnahagshorfur. Sumir þessara áhættuþátta gætu bent til þess að verðbólguhorfur séu vanmetnar í grunnspánni. Þyngst vegur óvissa um niðurstöður komandi kjarasamninga. Þótt grunnspáin geri þegar ráð fyrir nokkuð riflegum launahækkunum þrátt fyrir að hlutfall launa í þáttatekjum sé komið yfir sögulegt meðaltal er ekki útilokað að samið verði um enn meiri hækkunir eða að launaskrið verði meira en gert er ráð fyrir, ekki síst í ljósi þess að atvinnuleysi er enn lítið og spennan á vinnumarkaði nokkur. Ýmsir aðrir þættir gætu lagst á sömu sveif og gert það að verkum að verðbólga verði meiri en í grunnspánni. Alþjóðlegt olíuverð hefur t.d. hækkað mikið undanfarið og ekki er útilokað að það hækki enn frekar, þvert á það sem grunnspáin gerir ráð fyrir. Þótt hætta á lækkun á gengi krónunnar vegna viðsnúnings ytri skilyrða sem fjallað var um í fyrra áhættumati bankans hafi að hluta raungerst gæti gengið haldið áfram að lækka í stað þess að haldast svipað og það er núna út spátímann eins og grunnspáin gerir ráð fyrir. Að sama skapi gæti hækkun húsnæðisverðs sótt aftur í sig veðrið ef vöxtur útlána til húsnæðiskaupa heldur áfram að aukast. Þá gæti mikill kraftur í þjóðarbúinu á fyrri hluta ársins bent til þess að spennan í þjóðarbúinu verði þrálátari en gert er ráð fyrir, sérstaklega ef meira slaknar á aðhaldi opinberra fjármála en spáð er. Verðbólga gæti einnig aukist meira og orðið þrálátari ef langtímaverðbólguvæntingar leita ekki í markmið á ný.

Mynd I-18

Verðbólguþspá og óvissumat

1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2021



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en búist er við í grunnspánni. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað á ný ef ytri skilyrði batna aftur. Viðskiptadeila Bandaríkjanna og Kína gæti einnig grafið undan alþjóðlegum efnahagssumsvifum sem gæti hægt á útflytningi frá Íslandi og þannig hægt enn frekar á hagvexti í samburði við grunnspána. Framleiðnivöxtur gæti þar að auki verið vanmetinn og það gæti dregið hraðar úr spennu í þjóðarbúinu en gert er ráð fyrir í grunnspá.

Til að endurspeglar þessa óvissuþætti sýnir mynd I-18 óvissubíl spárinnar, þ.e. það bil sem taldar eru allt að 90% líkur á að verðbólga verði innan á næstu þremur árum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Taldar eru meiri líkur á að verðbólga sé vanmetin en ofmetin til skemmri tíma. Til langs tíma er líkjadreifing verðbólguþspárinnar hins vegar talin u.þ.b. samhverf sem er svipað og í fyrri spá bankans. Taldar eru um helmingislíkur á að verðbólga verði á bilinu 2¼-4½% að ári liðnu og á bilinu 1-3¾% í lok spátímans.

II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands og í heimsbúskapnum hafa versnað lítillega frá því í ágúst og misvægi í efnahagsumsvifum milli landa hefur aukist. Stighækkandi tollar og alþjóðleg viðskiptadeila hafa hægt á vexti alþjóðaviðskipta sem einnig hefur áhrif á innflutning viðskiptalandanna. Alþjóðleg verðbólga hefur aukist samhliða hækkandi olíuverði en víða mælist undirliggjandi verðbólga enn lítil. Viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa rýrnað á þessu ári með hækkun alþjóðlegs orkuverðs og hefur raungengið lækkað nokkuð eftir mikla hækkun á undanförunum árum.

Alþjóðleg efnahagsþróun

Hagvöxtur hefur gefið lítillega eftir í helstu viðskiptalöndum ...

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist 2,1% á fyrri helmingi ársins (mynd II-1). Það er heldur minni hagvöxtur en búist var við í ágústhefti *Peningamála* og einnig minni vöxtur en á síðasta ári þegar hann var 2,4%. Vöxturinn reyndist minni en gert var ráð fyrir í ágúst í flestum þeirra og hefur munur á styrk efnahagsumsvifa meðal þeirra aukist á ný.

Eftir að hafa sótt í sig veðrið í fyrri hefur hagvöxtur á evrusvæðinu gefið eftir. Að hluta er það vegna hægari útflutningsvaxtar en einnig hefur dregið úr einkaneyslu m.a. vegna hækkunar olíuverðs. Atvinnuleysi heldur þó áfram að minnka og hefur ekki verið minna síðan seint á árinu 2008 (mynd II-2). Hagvöxtur hefur einnig gefið eftir í Japan og mældist 1,2% á fyrri helmingi ársins líkt og í Bretlandi en slæmt veður þar í landi á fyrsta ársfjórðungi er talið hafa haft tímabundin áhrif á efnahagsumsvif. Þrátt fyrir það hefur atvinnuleysi í Bretlandi ekki verið minna í rúmlega fjóra áratugi og atvinnuleysi í Japan er með því minnsta sem mælst hefur í rúmlega tvo áratugi. Hagvöxtur hefur einnig minnkað í Noregi og Danmörku en haldið velli í Svíþjóð. Hagvöxtur í Bandaríkjunum hefur hins vegar áfram sótt í sig veðrið og hefur ekki verið meiri í þrjú ár. Vöxtur innlendrar eftirspurnar hefur aukist enn frekar í kjölfar skattalækkana og aukningar ríkisútgjalda. Batinn á vinnumarkaði hefur einnig reynst þróttmikill og hefur atvinnuleysi ekki verið minna í liðlega hálföld.

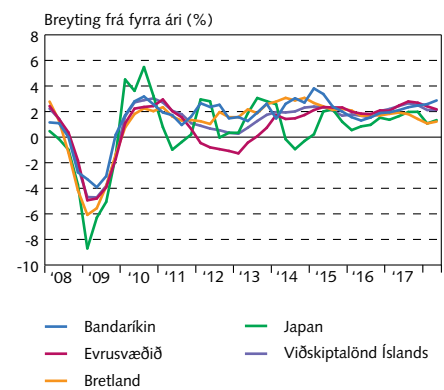
... og hægt hefur á vexti heimsframleiðslu

Hagvöxtur á heimsvísu mældist 3,7% í fyrri sem var mesti vöxtur sem mælst hefur frá árinu 2011. Heimshagvöxtur gaf lítillega eftir á fyrri helmingi þessa árs og munaði þar einkum um hagvöxt í þróuðum ríkjum sem minnkaði úr 2,8% á seinni hluta síðasta árs í 2,3% á fyrri hluta þessa árs. Efnahagsumsvif í nýmarkaðsríkjum hafa hins vegar í meginatriðum haldið áfram að aukast með áþekkingu hraða og í fyrri og er meginþorri heimshagvaxtar borinn uppi af þeim.

Vísendingar um að tekið sé að hægja á hagvexti í mörgum þróuðum ríkjum ...

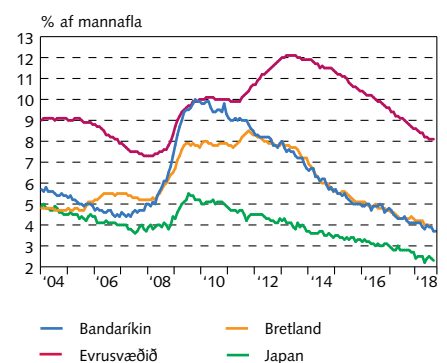
Leiðandi vísendingar og hagvaxtarspár benda áfram til ágætis vaxtar í þróuðum ríkjum en horfurnar eru þó heldur lakari en fyrir á þessu

Mynd II-1
Alþjóðlegur hagvöxtur
1. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2018



Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2
Atvinnuleysi¹
Janúar 2004 - október 2018

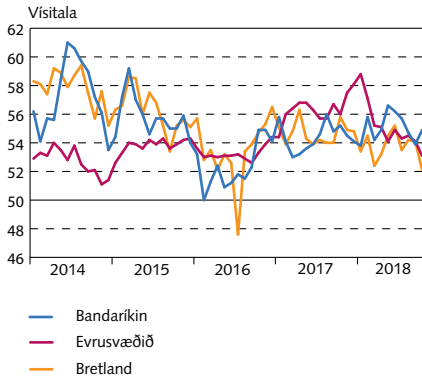


1. Árstíðarleiðréttar tölur.
Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-3

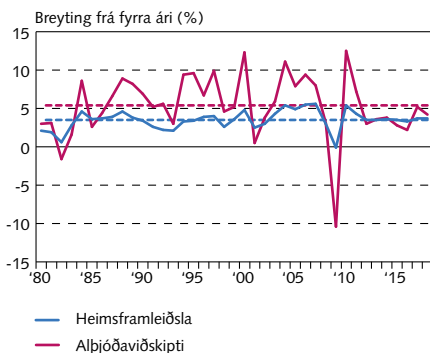
Leiðandi vísbendingar um hagvöxt¹

Janúar 2014 - október 2018



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

Mynd II-4

Heimsframleiðsla og alþjóðaviðskipti 1980-2018¹

1. Brotalínur sýna meðaltal árunna 1980-2017. Gildi ársins 2018 byggjast á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, október 2018).
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

ári. Spár fyrir evrusvæðið gefa til kynna að hagvöxtur verði minni í ár en áður var gert ráð fyrir sem skýrist einkum af veikari vexti á fyrri hluta ársins en vænst hafði verið. Leiðandi vísbendingar hafa einnig verið undir væntingum markaðsaðila og hefur PMI-vísitalan fyrir framleiðslu og þjónustu lækkað enn frekar eftir snarpa lækkun í vor (mynd II-3). Einnig gætir aukinnar svartsýni meðal neytenda og fyrirtækja á evrusvæðinu þótt vinnumarkaðurinn hafi áfram þokast til betri vegar. Hagvísar fyrir Bretland hafa verið í ágætu samræmi við væntingar markaðsaðila að undanfögnu. Horfurnar eru þó lakari fyrir árið í heild þar sem hagvöxtur á fyrri hluta ársins olli vonbrigðum líkt og á evrusvæðinu. Þrátt fyrir að PMI-vísitalan í Bandaríkjunum hafi lækkað lítillega að undanfögnu hefur bjartsýni heimila og fyrirtækja þar í landi hins vegar aukist enn frekar og hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild lítið breyst.

... og horfur um heimshagvöxt hafa versnað

Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heimsbúskapnum verði 3,7% bæði í ár og á næsta ári sem er 0,2 prósentum minni vöxtur en sjóðurinn spáði í júlí og apríl sl. Endurspeglar það minni efnahagsumsvif í stórum þróuðum ríkjum á fyrri hluta þessa árs en gert hafði verið ráð fyrir auk neikvæðra áhrifa viðskiptadeilna Bandaríkjanna og annarra helstu ríkja heimsins. Minni hagvöxt í heiminum má einnig rekja til verri horfa í hluta nýmarkaðs- og þróunarríkja en þrengt hefur að fjármálegum skilyrðum í mörgum þeirra, m.a. í kjölfar hækkandi vaxta í Bandaríkjunum og styrkingar Bandaríkjadals en mörg þeirra eru afar skuldsett í Bandaríkjadöllum. Hefur þetta m.a. leitt til nokkurs fjármagnsútstreymis og lækkunar á gengi gjaldmiðils þeirra.

Alþjóðleg viðskiptadeila hægir á vexti alþjóðaviðskipta

Alþjóðaviðskipti jukust um ríflega 5% í fyrra en útlit er fyrir að vöxturinn í ár verði líðlega 4% sem er nokkru minna en áður var spáð (mynd II-4). Stigmagnandi tollastríð milli Bandaríkjanna og margra annarra ríkja, einkum Kína, auk vaxandi stuðnings við verndarstefnu víða um heim hefur hægt á alþjóðaviðskiptum. Samkomulag tókst þó á milli Bandaríkjanna, Mexíkó og Kanada um nýjan fríverslunarsamning í stað NAFTA-samningsins. Enn ríkir þó töluverð óvissa um hver áhrif viðskiptadeilunnar verða og hvort hún muni magnast enn frekar (sjá nánar umfjöllun í kafla I).

Horfur um hagvöxt og eftirspurn helstu viðskiptalanda eru lítillega verri en í ágúst ...

Í takt við lakari horfur um heimshagvöxt og heimsviðskipti er talið að hagvöxtur og vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands verði minni í ár en gert var ráð fyrir í ágúst. Spáð er 2,2% hagvexti í viðskiptalöndunum sem er 0,1 prósentu minni vöxtur en búist var við í ágúst. Vega þar þyngst horfur um minni hagvöxt á evrusvæðinu, Bretlandi og Norðurlöndunum en áfram er spáð 2,9% hagvexti í Bandaríkjunum. Spár um innflutning helstu viðskiptalanda eru endurskoðaðar með svipuðum hætti en gert er ráð fyrir 3,9% aukningu í ár samanborið við 4,1% í ágúst.

... en verðbólga í viðskiptalöndunum hefur aukist umfram væntingar

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur farið vaxandi á árinu og endurspeglar einkum mikla hækkun olíuverðs á öðrum og þriðja fjórðungi ársins. Verðbólga mældist 1,8% í viðskiptalöndunum að meðaltali á fyrri helmingi ársins en var komin í 2,2% á þeim þriðja sem er umfram væntingar (mynd II-5). Hún jókst umfram væntingar á evrusvæðinu, í Kanada, Svíþjóð og Noregi en aftur á móti minna en gert hafði verið ráð fyrir í Bandaríkjunum, Bretlandi og Danmörku. Undirliggjandi verðbólga er hins vegar enn víða lítil og á evrusvæðinu er hún enn undir verðbólguþröngmiði Seðlabanka Evrópu (ECB). Í Bandaríkjunum er undirliggjandi verðbólga hins vegar komin lítillaga yfir markmið. Gert er ráð fyrir að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði að meðaltali 2% á þessu ári sem er 0,1 prósentu meiri verðbólga en búist var við í ágúst.

Munur á vöxtum seðlabanka þróaðra ríkja eykst enn frekar

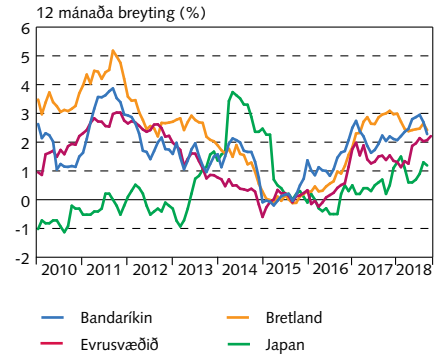
Seðlabanki Bandaríkjanna hækkaði vexti sína um 0,25 prósentur í september sl. í takt við væntingar markaðsaðila og eru þeir nú 2-2,25% (mynd II-6). Vextirnir hafa verið hækkaðir um 0,75 prósentur það sem af er ári eftir því sem slakinn í bandarískum þjóðarbúskap hefur horfið og verðbólga aukist. Vextir eru einnig teknir að hækka í ýmsum öðrum iðnríkjum. Kanadabanki hækkaði t.d. vexti sína í þriðja sinn á árinu í 1,75% og Noregsbanki hækkaði vexti sína um 0,25 prósentur í september í fyrsta sinn síðan á vormánuðum 2011. Englandsbanki hækkaði vexti í 0,75% í byrjun ágúst og er þetta önnur hækkunin frá því að fjármálakreppan skall á. ECB hefur hins vegar haldið meginvöxtum sínum óbreyttum í 0% og gefið í skyn að svo verði áfram a.m.k. fram á haustið 2019.

Samfara vaxandi misvægi milli hagvaxtarþróunar í Bandaríkjunum og ýmsum öðrum þróuðum ríkjum hefur munur á vöxtum í þróuðum ríkjum aukist og eru horfur á að hann aukist enn frekar á næstu misserum. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur gefið til kynna að hann muni hækka vexti sína um 0,25 prósentur til viðbótar á þessu ári og um 0,75 prósentur í þremur skrefum á því næsta og að þeir verði 3-3,25% í lok næsta árs. Þetta endurspeglast í meginatriðum í framvirkum vöxtum á markaði (mynd II-6). Þar að auki hefur bankinn haldið áfram að draga úr skuldabréfaeign sinni sem talin er vera meginástæða þess að líftímaálag (e. term premium) á lengri skuldabréf hefur hækkað. Skuldabréfavextir hafa því hækkað vestanhafs (mynd II-7) og meðalgengi Bandaríkjadals hækkað um 4½% það sem af er ári. Markaðsaðilar búast við minni vaxtahækkunum í Bretlandi og að vextir verði áfram lágir á evrusvæðinu. Langtímavextir í Þýskalandi hafa lækkað á ný þrátt fyrir að ECB hafi dregið úr hreinum mánaðarlegum skuldabréfakaupum sínum í október og tilkynnt að hann hyggest hætta þeim í lok desember. Skuldabréfavextir í Japan hafa einnig haldist lágir og stefnir Seðlabanki Japans áfram á að halda langtíma-vöxtum í kringum 0%.

Nokkurt umrót á fjármálamörkuðum og eignaverð hefur lækkað
Sveiflur á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafa aukist á þessu ári eftir

Mynd II-5

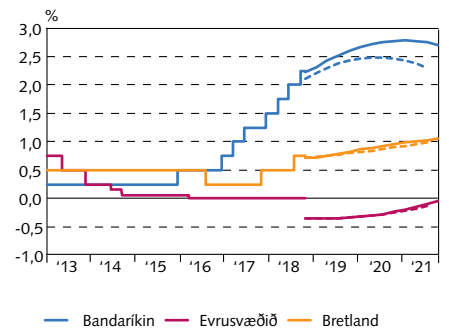
Verðbólga í nokkrum iðnríkjum
Janúar 2010 - október 2018



Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-6

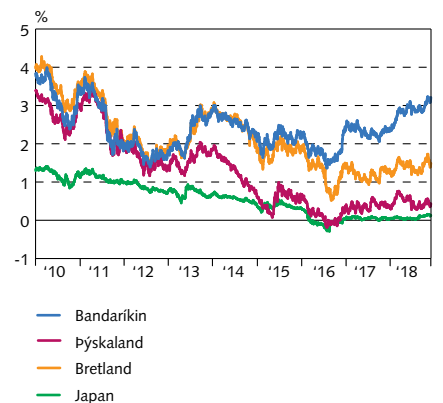
Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum¹
Janúar 2013 - desember 2021



1. Daglegar tölur 1. janúar 2013 til 2. nóvember 2018 og ársfjórðungslegar tölur 4. ársfj. 2018 til 4. ársfj. 2021. Bandarísku vextirnir eru efnimörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á OIS (Overnight Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Hællar línur sýna framvirka ferla frá 2. nóvember 2018 en brotalínur frá 24. ágúst 2018.
Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-7

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í nokkrum iðnríkjum
1. janúar 2010 - 2. nóvember 2018

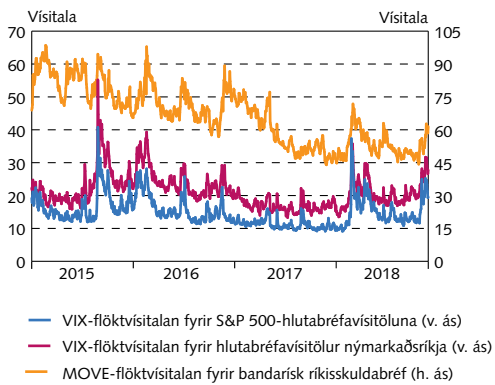


Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-8

Flökt á alþjóðlegum mörkuðum¹

1. janúar 2015 - 2. nóvember 2018

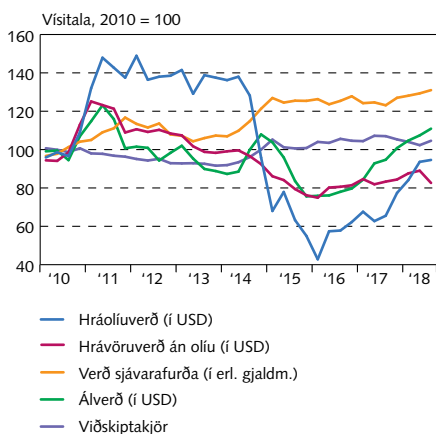


1. VIX- og MOVE-flöktvísitölur sýna afleitt flökt fjármálaafurða.
 Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-9

Hrávöruverð og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2018



1. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadal. Viðskiptakjör fyrir 3. ársfjórðung 2018 byggjast á grunnspá Seðlabankans.
 Heimildir: Alþjóðabankinn, Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

að hafa verið tiltölulega litlar á seinni hluta síðasta árs (mynd II-8). Flökt jókst einkum á fyrsta fjórðungi ársins og aftur í byrjun október sl. samhliða nokkurri lækkun eignaverðs þótt það hafi að hluta gengið til baka. Aukið flökt er einkum talið tengjast óvissu um framvindu og áhrif viðskiptadeilna Bandaríkjanna og annarra ríkja, einkum Kína, á alþjóðaviðskipti og efnahagsvöxt í heimsbúskapnum en horfurnar hafa versnað eins og fjallað var um hér að framan. Sveiflurnar tengjast að sama skapi óvissu um áhrif hækkandi vaxta í Bandaríkjunum á efnahagsbatann þar í landi, hvort aðlögunin að jafnvægisvöxtum verði of hröð og herði of hratt að fjármálalegum skilyrðum heimila og fyrirtækja og hægi þar með um of á batanum. Hægari hagvöxtur í Bandaríkjunum og Kína gæti haft töluverð smitáhrif á efnahagsumsvif í öðrum ríkjum enda hlutdeild þessara ríkja í eftirspurn í heiminum mikil. Þá hafa vaxtahækkunir í Bandaríkjunum einnig skapað óvissu um fjármagnsflæði í heiminum en hraðari hækkun vaxta þar í landi gæti leitt til frekari samdráttar í fjármagnsinnflæði, einkum til nýmarkaðsríkja, með tilheyrandi gengissveiflum.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Útflutningsverð hækkar meira í ár en spáð var í ágúst

Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðlum hefur tekið við sér á þessu ári eftir lítils háttar lækkun í fyrra og hafa nær allar tegundir sjávarafurða hækkað í verði enda eftirspurn á erlendum mörkuðum verið mikil. Verð sjávarafurða hækkaði um 3½% á fyrri helmingi ársins og bráðabirgðatölur benda til að það hafi hækkað enn frekar á þeim þriðja (mynd II-9). Horfur um verð sjávarafurða hafa því batnað frá því í ágúst. Nú er gert ráð fyrir að verðið hækki um 5% á árinu öllu í stað 3½% í ágústspánni en horfur fyrir næsta ár eru svipaðar.

Álverð á alþjóðlegum mörkuðum hefur haldist tiltölulega stöðugt á undanförunum mánuðum og jafnan verið á bilinu 2.000-2.100 Bandaríkjadalar á tonnið (mynd II-9). Útflutningsverð til íslenskra álfyrirtækja er þó hærra þar sem kaupendur greiða álag á heimsmarkaðsverðið en álagið er mismunandi milli fyrirtækja og breytilegt milli mánaða. Gert er ráð fyrir að meðalsölverð á áli verði um 16% hærra á þessu ári en í fyrra sem er heldur meiri hækkun en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næsta ár eru hins vegar lítillega lakari en í ágúst.

Mikil hækkun olíuverðs það sem af er ári

Olíuverð hefur sveiflast á undanförunum mánuðum og ríkir töluverð óvissa um þróun þess. Verðið hækkaði um ríflega fjórðung frá miðjum ágúst sl. til byrjunar október og var þá rúmlega 86 Bandaríkjadalar á tunnu. Verðið hefur hins vegar lækkað á ný og stóð í um 75 dólum í lok október. Það er um fjórðungi hærra verð en á sama tíma í fyrra og þrefalt hærra en það var lægst seint í janúar 2016 (mynd II-9). Mikil hækkun olíuverðs undanförunum misseri skýrist einkum af mikilli eftirspurn á olíumarkaði, m.a. frá olíuefnaiðnaði, og minnkandi olíubirgðum (mynd II-10). Á sama tíma er aukinn ótti um að olíuframboð dragist saman. Skýrist hann einkum af áhrifum af viðskiptabanni Bandaríkjustjórnar gegn Íran og stjórn málaástandinu í Venesúela sem

hafa dregið úr framboði á olíu frá þessum ríkjum. Þessum samdrætti var að lokum mætt með auknu framboði frá OPEC-ríkjum og nokkrum olíuframleiðendum utan OPEC sem leiddi til verðlækkunar á ný í október. Einnig hefur komið í ljós að miklar birgðir eru til hjá stærstu olíuframleiðendum, einkum í Bandaríkjunum, og við það bætist að ónotuð framleiðslugeta í Sádi-Arabíu virðist hafa verið vanmetin. Þótt framvirkt verð bendi til þess að olíuverð hafi náð hámarki eru horfur á að það verði að meðaltali 38% hærra í ár en í fyrra sem er hærra verð en gert var ráð fyrir í ágúst. Miðað við framvirkt verð eru horfur á að olíuverð lækki í um 70 dali í lok árs 2021 sem er heldur hærra en gert var ráð fyrir í ágúst. Verðhorfur eru þó óvenju óvissar, einkum vegna áðurnefndra áhrifa viðskiptabannsins á Íran og viðskiptadeilu Bandaríkjanna og Kína (sjá nánari umfjöllun í kafla I).

Hrávöruverð án olíu hefur lækkað

Hrávöruverð án olíu hækkaði nær samfleytt frá byrjun árs 2016 eftir nokkra lækkingu árin þar á undan (mynd II-9). Hækkaði verðið áfram á fyrstu fimm mánuðum þessa árs en þá gaf það eftir á ný og lækkaði um 9,5% frá maí til septemberloka. Verð á nær öllum tegundum hrávöru hefur lækkað en mest þó verð á matvælum og drykkjarvörum. Verðlækkunin gekk að hluta til baka í október og er gert ráð fyrir að það hækki um líðlega 1% á fjórða fjórðungi og verði um 2,5% hærra á árinu í heild en það var í fyrra. Það er þó minni hækkun en gert var ráð fyrir í ágúst. Horfur fyrir næsta ár hafa hins vegar lítið breyst.

Viðskiptakjör hafa rýrnað í ár eftir verulegan bata undanfarin ár

Eftir nær samfelldan bata frá fjórða ársfjórðungi 2013 rýrnuðu viðskiptakjör vöru og þjónustu um 4,5% milli ára á öðrum fjórðungi ársins (mynd II-9). Skýrist það einkum af mikilli hækkun olíu- og hrávöruverðs, einkum á súráli sakir skertrar framleiðslugetu súralsverksmiðju Norsk Hydro í Brasilíu. Einnig hefur innflutningsverð almennt hækkað. Talið er að viðskiptakjör muni rýrna um 1,9% á árinu í heild sem er svipað og gert var ráð fyrir í ágúst. Nú er hins vegar gert ráð fyrir að þau muni haldast óbreytt á næsta ári en ekki batna um 2% líkt og í ágústspá bankans og vegur hærra olíuverð þyngst, auk þess sem horfur eru á lægra álverði og minni lækkingu á verði súrals.

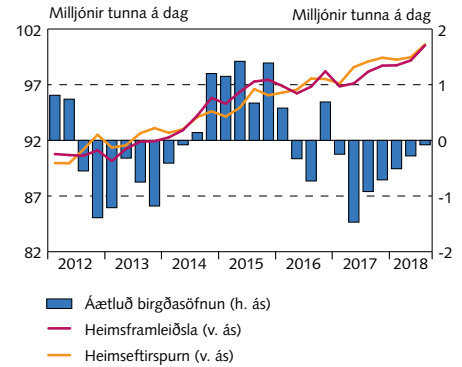
Raugengið hefur lækkað eftir mikla hækkun undanfarin ár

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag hélst tiltölulega stöðugt frá seinni helmingi ársins 2016 og fram í ágúst sl. eftir mikla hækkun árin þar á undan (mynd II-11). Í september tók gengi krónunnar hins vegar að lækka nokkuð (sjá kafla III) og hafði raugengið lækkað um 7,7% í október frá ágústmánuði og ekki verið lægra síðan í ágúst árið 2016. Það var þó enn 11,5% hærra en það hefur verið að meðaltali undanfarin aldarfjórðung. Talið er að mikil hækkun raugengis á undanförunum árum endurspeglar hærra jafnvægisraugengi, þ.e. það raugengi sem samrýmist innra og ytra jafnvægi þjóðarbúsins (sjá t.d. rammagrein 3 í *Peningamálu* 2016/2). Lakari viðskiptakjör og hægari vöxtur útflutnings valda því hins vegar að jafnvægisraugengið er talið heldur lægra nú en það var metið í ágúst.

Mynd II-10

Framboð og eftirspurn eftir olíu¹

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2018



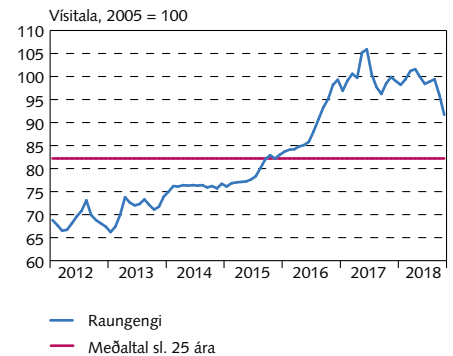
1. Jarðolia og annað fljótandi eldsneyti. Áætluð birgðasöfnun er mismunur áætlaðs heimsframboðs og -eftirspurnar.

Heimild: U.S. Energy Information Administration.

Mynd II-11

Raugengi¹

Janúar 2012 - október 2018

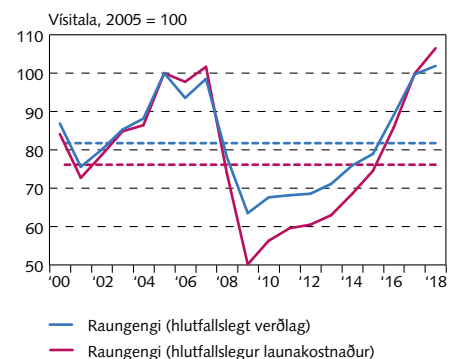


1. Raugengi m.v. hlutfallslegt verðlag.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Raugengi 2000-2018¹



1. Brotalínur sýna 25 ára meðaltöl (1993-2017). Grunnspá Seðlabankans 2018.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Innlendur launakostnaður hækkar meira en í öðrum þróuðum ríkjum

Miðað við grunnsþá bankans verður raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag um 2½% lægra að meðaltali á þessu ári en það var í fyrra. Yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2009 að raungengið lækkar á milli ára (mynd II-12). Miðað við hlutfallslegan launakostnað er raungengið hins vegar nánst óbreytt milli ára.

III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Meginvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í liðlega ár en raunvextir bankans hafa lækkað og vaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum minnkað. Aðrir vextir á markaði hafa í meginatriðum þróast í takt við vexti bankans. Samkvæmt nýlegri könnun vænta markaðsaðilar þess að meginvextir bankans verði hækkaðir á næstunni. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hækkað undanfarna mánuði sem bendir til að markaðsaðilar vænti meiri verðbólgu. Vísendingar eru um að fjárfestar hafi auknar áhyggjur af innlendum efnahagshorfum og hefur gengi krónunnar lækkað undanfarið. Vöxtur víðs peningamagns er enn tiltölulega hraður og útlánvöxtur hefur ekki verið meiri frá því að efnahagsbatinn hófst. Þrátt fyrir það hefur dregið úr hækkingu húsnæðisverðs og hlutabréfaverð hefur lækkað það sem af er ári. Skuldir einkageirans eru hins vegar hlutfallslega lágar í sögulegu samhengi og skuldir í erlendum gjaldmiðlum litlar. Fastir óverðtryggðir vextir hafa hækkað nýlega hjá hluta viðskiptabanka og lífeyrissjóða en fjármálaleg skilyrði einkageirans virðast að öðru leyti lítið hafa breyst.

Peningastefnan

Meginvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í ár ...

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur haldið vöxtum bankans óbreyttum frá því í október 2017. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á bundnum innlánnum til sjö daga, voru því 4,25% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* og hafa einungis einu sinni verið lægri frá því að verðbólguþröngun var tekið upp árið 2001 (mynd III-1). Samþykktir vextir í útboðum ríkis- og bankavísla hafa þróast í takt við meginvexti bankans sem og vextir á millibankamarkaði með krónur en lítil viðskipti hafa verið á þeim markaði á árinu.

... en raunvextir bankans lækka áfram

Slaknað hefur á taumhaldi peningastefnunnar á undanförunum miss-erum samhliða aukinni verðbólgu og hækkingu verðbólguvæntinga (sjá nánar í kafla VI). Raunvextir Seðlabankans eru nú 0,8% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs (tafla III-1). Þeir hafa lækkað um 0,4 prósentur frá útgáfu *Peningamála* í ágúst og um 1 prósentu frá nóvember í fyrra. Raunvextir bankans miðað við núverandi ársverðbólgu hafa einnig lækkað. Þeir eru nú 1,4% og eru 0,9 prósentum lægri en þeir voru fyrir ári síðan. Lækkun raunvaxta bankans hefur almennt miðlast yfir í raunvexti á markaði (mynd III-2) en síst í fasta vexti verðtryggðra húsnæðislána.¹

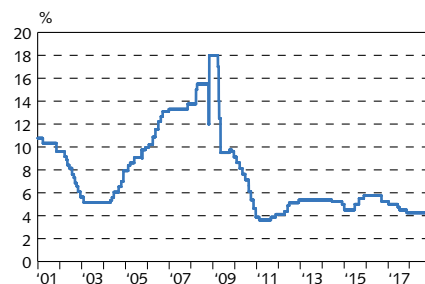
Vaxtamunur við útlönd hefur minnkað

Nafnvaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum hefur minnkað áfram eftir því sem dregið hefur úr slaka í þjóðarbúskap helstu iðnríkja og vextir hækkað (sjá kafla II). Nafnvaxtamunur hefur minnkað um 0,3 prósentur frá sama tíma í fyrra og hefur ekki verið minni síðan

Mynd III-1

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

3. janúar 2001 - 2. nóvember 2018



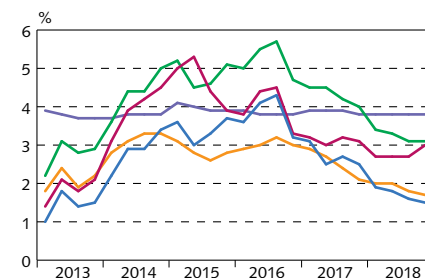
1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlönnum fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á viðskiptareikningum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Raunvextir Seðlabanka Íslands og raunvextir á markaði¹

1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2018



— Raunvextir Seðlabankans
— Raunvextir óverðtryggðra skuldabréfa²
— Vextir verðtryggðra skuldabréfa³
— Raunvextir óverðtryggðra húsnæðislána með breytilegum vöxtum⁴
— Vextir verðtryggðra húsnæðislána⁴

1. Gögn til og með 2. nóvember 2018. 2. 5 ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferli. 3. 5 ára vextir út frá metnum raunvaxtaferli. 4. Einfalt meðaltal lægstu útlánsvaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eru fastir frá 5 árum og allt upp í allan lánstímann.

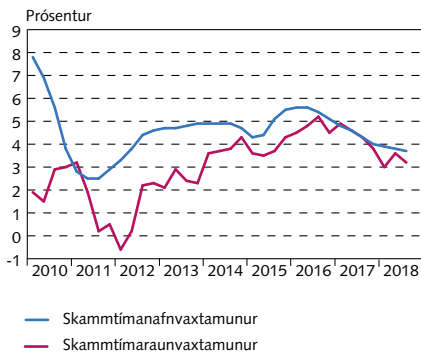
Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Sjá einnig umfjöllun um miðlun vaxta Seðlabankans yfir í aðra markaðsvexti og verðtryggðra vexti húsnæðislána í rammagrein 1.

Mynd III-3

Vaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum¹

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2018

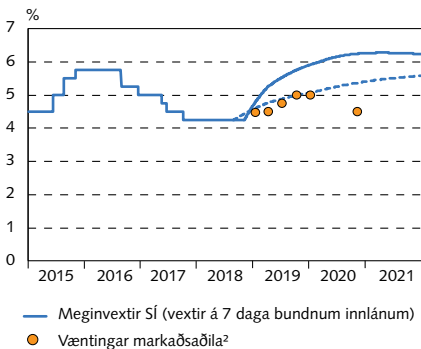


1. Mismunur meginvaxta Seðlabanka Íslands og vegins meðaltals meginvaxta seðlabanka helstu viðskiptalanda. Raunvextir miðast við ársverðbólgu hvers tíma. Innlend gögn til og með 2. nóvember 2018. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2018 fyrir erlendar stærðir. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Meginvextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra¹

1. janúar 2015 - 31. desember 2021

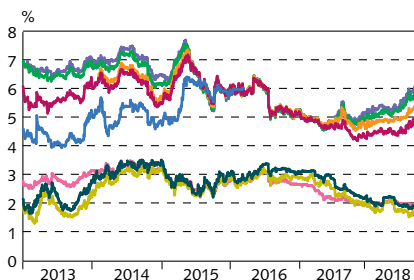


1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotna línan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2018/3. 2. Aætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlávaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 29. - 31. október 2018. Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

2. janúar 2013 - 2. nóvember 2018



Óverðtryggð ríkisbréf á gjalddaga:
— 2016 — 2019 — 2020 — 2025 — 2031
Verðtryggð ríkis- eða íbúðabréf á gjalddaga:
— 2021 — 2024 — 2044

Heimildir: Seðlabanki Íslands.

um mitt ár 2012 (mynd III-3). Raunvaxtamunur hefur minnkað með svipuðum hætti.

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (2/11 '18)	Breyting frá PM 2018/3 (24/8'18)	Breyting frá PM 2017/4 (10/11 '17)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	1,4	-0,1	-0,9
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	1,2	0,0	-0,6
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	0,7	-0,1	-0,5
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs ²	0,6	-0,6	-1,1
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs ³	0,3	-0,8	-1,7
verðbólguþá Seðlabankans ⁴	0,8	-0,5	-0,7
Meðaltal	0,8	-0,4	-1,0

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

Markaðsaðilar vænta hækkunar vaxta

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í lok október sl. búast þeir við að meginvextir bankans verði hækkaðir um 0,25 prósentur á fjórða ársfjórðungi þessa árs og enn frekar á næsta ári. Gert er ráð fyrir að vextir verði komnir í 5% undir lok næsta árs en taki síðan að lækka á ný (mynd III-4). Þetta eru hærri vextir en þeir væntu í ágústkönnuninni. Samkvæmt framvirkum vöxtum hækka meginvextir bankans enn meira og verða komnir í um 6% í lok næsta árs og 6,25% í lok árs 2021.

Markaðsvextir og áhættuálag

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hækkað

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa tók að hækka undir lok síðasta árs og er ávöxtunarkrafa lengstu bréfanna nú 6% og hefur ekki verið hærri síðan sumarið 2016. Á sama tíma hefur ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkað í takt við lækkun raunvaxta Seðlabankans og eru verðtryggðir vextir nú 1,4-1,9% en voru 2,0-2,4% fyrir ári síðan (mynd III-5). Ávöxtunarkrafa sértryggðra skuldabréfa viðskiptabankanna hefur þróast með áþekktum hætti. Vaxtamunur óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa hefur því aukist undanfarna mánuði og bendir þessi hækking verðbólguálagsins til þess að verðbólguvæntingar hafi hækkað.

Velta á skuldabréfamarkaði hefur minnkað undanfarin misseri með minnkandi útgáfu ríkisbréfa og takmarkaðri útgáfu verðtryggðra skuldabréfa. Þar að auki virðist hafa dregið úr eftirspurn lífeyrissjóða á innlendum skuldabréfum í kjölfar þess að höft á erlenda fjárfestingu innlendra aðila voru losuð. Þá hefur innflæði nýfjárfestingar á innlendan skuldabréfamarkað verið hverfandi (mynd III-6).

Bindihlutfall sérstakrar bindiskyldu hefur verið lækkað

Í júní 2016 tók Seðlabankinn í notkun sérstakt fjárstreymistæki sem felur í sér að 40% af nýju innflæði erlends gjaldeyris vegna fjárfestingar í rafrænt skráðum skuldabréfum og víxlum útgefnum í krónum og hávaxtainnstæðum eru bundin á vaxtalausum reikningi

í Seðlabankanum í eitt ár (sjá t.d. rammagrein 1 í *Peningamálum* 2018/2). Aðstæður hafa myndast til að lækka bindihlutfallið með minnkandi vaxtamun og lægra gengi krónunnar. Hlutfallið var því lækkað í 20% í byrjun nóvember.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hefur ekki verið lægra í áratug

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs hafa lítið breyst á árinu þrátt fyrir að matsfyrirtækið Moody's breytti í sumar horfum um láns hæfiseinkunn ríkissjóðs úr stöðugum í jákvæðar. Skuldatryggingarálag á ríkissjóð er nú 0,6 prósentur og hefur ekki verið lægra í um áratug (mynd III-7). Hræringar á fjármálamörkuðum í haust virðast því ekki hafa haft áhrif á áhættuálagið en vaxtaálag í alþjóðlegum skuldabréfaútgáfum innlendra viðskiptabanka hefur hins vegar hækkað á árinu, líkt og hjá mörgum erlendum fjármálafrýrtækjum, að hluta vegna aukinnar óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum.

Gengi krónunnar

Vísendingar um aukið hreint fjármagnsútfærði er liðið hefur á árið Hreint útstreymi fjármagns hefur verið hóflegt frá því að fjármagnshöft voru að mestu losuð vorið 2017, þrátt fyrir kaup innlendra aðila (einkum lífeyrissjóða) á erlendum verðbréfum (mynd III-8). Hreint fjármagnsútfærði utan forðahreyfinga nam tæplega 83 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi 2018 en hluti þess var vegna sölu á hlutum í innlendum viðskiptabanka. Á öðrum ársfjórðungi nam það einungis tæplega 11 ma.kr. en vísendingar eru um að hreint útfærði hafi aukist á þriðja ársfjórðungi sem skapaði þrýsting á gengi krónunnar.

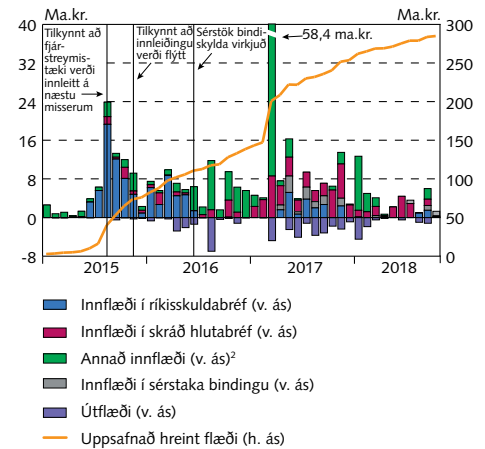
Gengi krónunnar hefur lækkað undanfarið

Gengi krónunnar hélt tiltölulega stöðugt á fyrri hluta ársins og dregið hafði úr gengissveiflum eftir að þær jukust við losun fjármagnshafta í fyrri. Snemma í september tók gengi krónunnar hins vegar að lækka og var viðskiptavegið meðalgengi komið í ríflega 180 stig rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hafði lækkað um 10% frá því í byrjun september. Það hefur ekki verið lægra síðan í lok júlí 2016 eða rúm tvö ár (mynd III-9). Upphaf þessarar lækkunarhrinu má að nokkru leyti rekja til tímabundinnar óvissu um fjármögnun flugfélagsins WOW Air í fyrstu viku september. Þeir þjóðhagslegu þættir sem hafa verið megindrífkraftar gengishækkunar krónunnar undanfarnna missera virðast hins vegar einnig vera að gefa eftir. Viðskiptakjör hafa rýrnað og hægt hefur á útflutningsvexti. Þá er rekstrarumhverfi fyrirtækja í ferðaþjónustu orðið erfiðara og útlit er fyrir að hægt hafi á hagvexti á seinni hluta ársins.

Þessir þættir, ásamt vaxandi áhyggjum af niðurstöðum komandi kjaraviðræðna, virðast hafa aukið svartsýni fjárfesta sem hefur leitt til lækkunar á gengi krónunnar. Aukin óvissa hefur einnig birst í auknum gengissveiflum en lítil velta á gjaldeyri markaði hefur gert það að verkum að lítil viðskipti geta haft mikil verðáhrif. Seðlabankinn hafði ekki beitt inngripum á markaði á árinu þar til að óróa fór að gæta á gjaldeyri markaði í byrjun september. Síðan þá hefur bankinn í tvígang beitt inngripum og selt gjaldeyri fyrir samtals um 2,4 ma.kr.

Mynd III-6

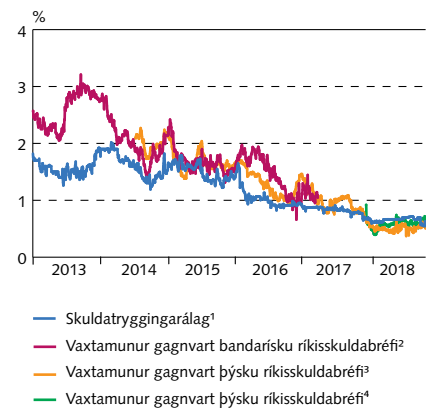
Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar¹
Janúar 2015 - október 2018



1. Fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlenda gjaldeyri hjá fjármálafrýrtækum hér á landi. 2. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupa erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

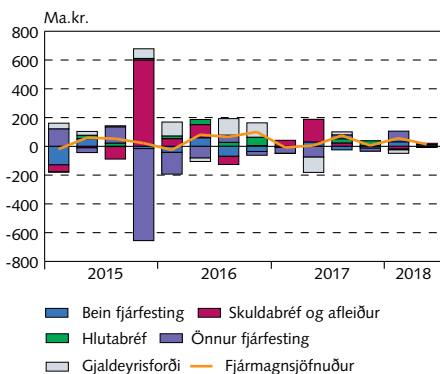
Mynd III-7

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs
2. janúar 2013 - 2. nóvember 2018



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

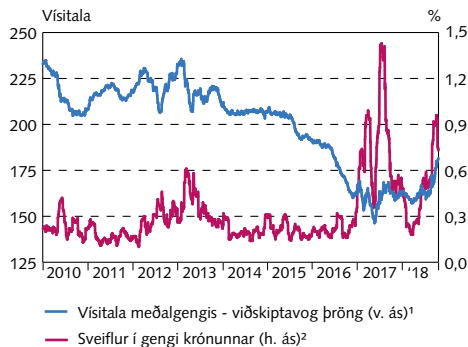
Mynd III-8
Fjármagnsflæði¹
1. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2018



1. Fjármagnsjöfnuður (hreint ústreymi fjármagns) og hreint fjármagnsflæði til beinar fjárfestingar, verðbréfafjárfestingar og annarrar fjárfestingar (að mestu seðlar og innstæður auk lána). Jákvæðar (meikvæðar) tölur tákna aukningu (minnkun) í erlendri eign innlendra aðila eða minnkun (aukningu) í erlendri skuld þeirra. Stórar hreyfingar á fjórða ársfjórðungi 2015 endurspeglar uppgjöri slitabúa föllnu fjármála-fyrirtækjanna.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

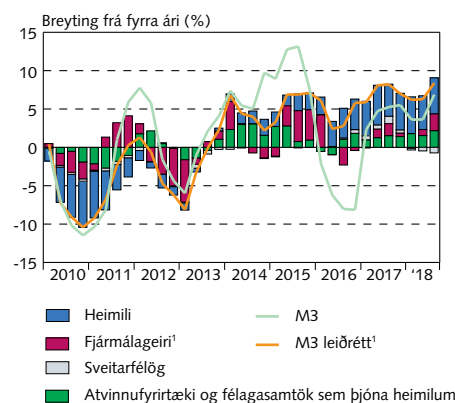
Mynd III-9
Gengi krónunnar og gengissveiflur
4. janúar 2010 - 2. nóvember 2018



1. Verð erlendra gjaldmiðla á krónum. 2. 30 daga staðalfrávik daglegra breytinga í viðskiptaveginni gengisvísitölu.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10
Peningamagn
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2018



1. Leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálfyrirtækja.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Markaðsaðilar vænta áframhaldandi lækkunar á gengi krónunnar
Samkvæmt könnun bankans á væntingum markaðsaðila sem gerð var í lok október búast þeir við að gengi krónunnar lækki um tæplega 2% á næstu tveimur árum. Það er heldur minni lækkun á gengi krónunnar en í síðustu könnun þegar þeir gerðu ráð fyrir 4½% gengislækkun á næstu tveimur árum enda var gengi krónunnar tæplega 10% lægra þegar könnunin var framkvæmd í október en í ágúst sl.

Peningamagn og útlán

Umframlausafé innlánsstofnana hefur aukist ...

Seðlar og mynt hafa vaxið með svipuðum hraða og undanfarin ár samhliða auknum efnahagssumsvifum og fjölgun erlendra ferðamanna. Umframlausafé innlánsstofnana, þ.e. lausar innstæður þeirra hjá Seðlabankanum umfram álagða bindiskyldu, jókst meira milli ára á þriðja fjórðungi ársins en fjórðungana þar á undan.

... og vöxtur víðs peningamagns er umfram nafnvöxt landsframleiðslu ...

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var tæplega 8½% á þriðja ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálfyrirtækja (mynd III-10). Það er meiri vöxtur en var á fyrri helmingi ársins en svipaður vöxtur og var á sama fjórðungi síðasta árs. Vöxtur M3 var umfram áætlaðan nafnvöxt landsframleiðslu á þriðja fjórðungi ársins, líkt og undir lok síðasta árs.

... og helgast sem fyrr af meiri innlánnum heimila

Líkt og á undanförunum misserum má að mestu leyti rekja aukningu peningamagns til aukinnar lausafjäreignar heimila. Þrátt fyrir töluverðan vöxt einkaneyslu undanfarin misseri hafa ráðstöfunartekjur heimila vaxið enn hraðar og sparnaður heimila því aukist (sjá kafla IV). Þessi aukni sparnaður hefur m.a. fundið sér farveg í auknum innlánnum heimila en ársaukning þeirra hefur verið liðlega 10% undanfarið ár.

Útlánvöxtur til innlendra aðila sækir áfram í sig veðrið ...

Vöxtur útlána lánakerfisins til innlendra aðila var nokkuð hægur í upphafi efnahagsbatans en hann sótti hins vegar í sig veðrið á seinni hluta síðasta árs og hefur aukist áfram það sem af er ári. Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 9% að nafnvirði milli ára á þriðja ársfjórðungi og hefur vöxturinn ekki verið hraðari í um áratug (mynd III-11).

... og skýrist hraðari vöxtur einkum af meiri útlánnum til fyrirtækja ...

Þegar fjárfesting fyrirtækja tók að aukast í upphafi efnahagsbatans var hún að mestu fjármögnuð með eigin fé. Fyrst eftir að fyrirtæki fóru að sækja frekari fjármögnun var hlutdeild markaðsskuldabréfa meiri en áður og vógu stóru fasteignafélögin þar þungt. Atvinnufyrirtæki fjármagna sig nú í meira mæli með beinni lántöku hjá lánastofnunum og hafa útlán til atvinnufyrirtækja því aukist hratt á undanförunum mánuðum og nam ársaukningin rúmlega 12½% að nafnvirði á þriðja

ársfjórðungi. Útlánavöxturinn byggist sem fyrr á breiðum grunni og hafa útlán aukist til nánast allra atvinnugreina, þó einna mest til þjónustufyrirtækja, einkum fasteignafélaga, og til byggingariðnaðar og atvinnugreina tengdra ferðapjónustu (mynd III-12).

... en útlán til heimila hafa einnig haldið áfram að aukast

Útlán lánakerfisins til heimila hafa einnig aukist hraðar undanfarna fjórðunga. Þegar leiðrétt hefur verið fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda má áætla að stofn útlána lánakerfisins til heimila hafi stækkað um rúmlega 7% að nafnvirði milli ára á þriðja ársfjórðungi (mynd III-11). Útlán lífeyrissjóða vega enn þyngst í aukningunni og hlutfell þeirra á lánamarkaði hefur vaxið á sama tíma og hlutfall sjóðfélagalána af heildareign lífeyrissjóða er komið yfir meðaltal undanfarna tuttugu ára.

Eignaverð og fjármáleg skilyrði

Enn hægir á hækkun húsnæðisverðs ...

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 3,9% milli ára í september og leiguverð um 6,1% samkvæmt upplýsingum frá Þjóðskrá Íslands. Árshækkun íbúðaverðs hefur því verið minni en hækkun leiguverðs síðastliðna sjö mánuði og hefur hún minnkað mikið frá því að hún náði hámarki í tæpum 24% í maí í fyrra. Húsnæðisverð á landsbyggðinni hefur hækkað meira að undanförunu en á höfuðborgarsvæðinu þar sem hátt fermetraverð á höfuðborgarsvæðinu kann að skýra að hluta aukna eftirspurn eftir húsnæði í nágrennasveitarfélögunum. Í október hafði húsnæðisverð á landsbyggðinni hækkað um 14,1% frá fyrra ári á meðan hækkunin á landinu öllu var 5,8% (mynd III-13).

Eftirspurn eftir húsnæði á höfuðborgarsvæðinu virðist þó vera nokkur um þessar mundir en þinglýstum kaupsamningum hefur fjölgað um tæplega 12% á fyrstu níu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en þar af hefur samningum með nýtt húsnæði fjölgað nokkru meira eða um 14%. Þá var hlutfall fyrstu kaupenda á þriðja fjórðungi ársins rúmlega 26% og hefur ekki mælst hærra frá því fyrir efnahagskreppuna. Nýjum eignum á markaði fjölgaði talsvert frá því í fyrra en eignum á sölu hefur fækkað á ný eftir að fjöldinn náði hámarki í apríl sl. Meðalsölutími húsnæðis á höfuðborgarsvæðinu var 1,4 mánuðum styttri í september en fyrir ári eða 1,6 mánuðir.

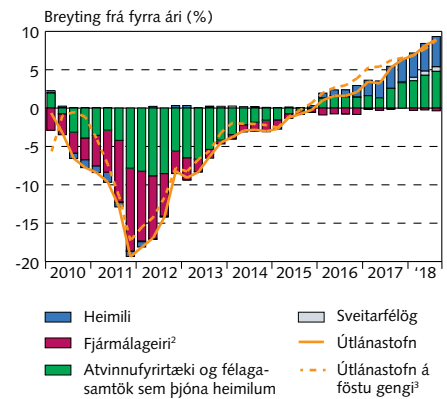
... í takt við ráðandi efnahagsþætti

Raunverð húsnæðis var 60% hærra á þriðja ársfjórðungi en það var lægst í upphafi árs 2010. Á tímabilinu gætti mikils misvægis milli húsnæðisverðs og þeirra þátta sem alla jafna ráða þróun þess. Skýrist það einkum af auknum vinsældum skammtímaútleigu til ferðamanna og fólksfjölgun á sama tíma og lítil aukning var á framboði nýs húsnæðis (mynd III-14). Ólíkt því sem gerðist í síðustu uppsveiflu á húsnæðismarkaði hefur núverandi hækkun ekki verið drifin áfram af mikilli útlánaaukningu og skuldsetningu (sjá *Penningamál* 2017/4). Raunverð húsnæðis miðað við neysliverðsvisitölu er nú hærra en það hefur áður verið og virðist enn vera að hækka. Hækkun húsnæðisverðs í hlutfalli við laun, tekjur og byggingarkostnað virðist hins vegar hafa stöðvast.

Mynd III-11

Útlán lánakerfis til innleendra aðila og framlag geira¹

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2018

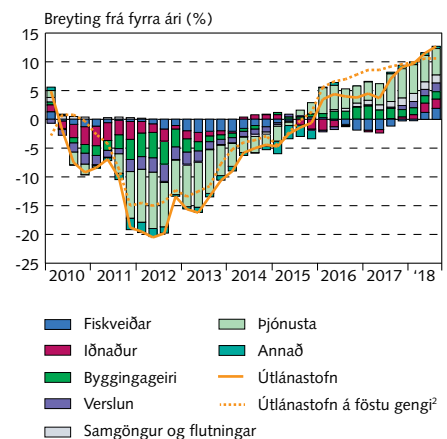


1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Eingöngu sjóðfélagalán meðalín hjá lífeyrissjóðum. 2. Án útlána til innlánsstofnana og fallinna fjármálfyrirtækja. 3. Stofn útlána í erlendum gjaldeyri er reiknaður miðað við visitölu meðalgengis í september 2018. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

Útlán lánakerfis til atvinnufyrirtækja¹

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2018

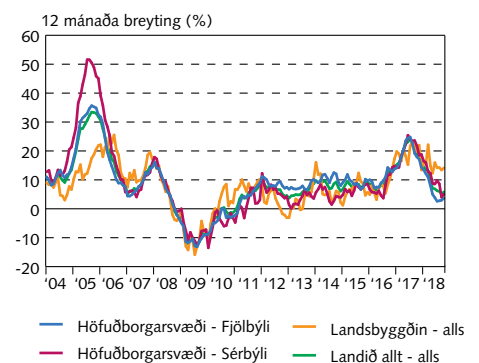


1. Áætluð útlán fyrir september 2018. Án útlána frá föllum fjármálfyrirtækjum. 2. Stofn útlána í erlendum gjaldeyri er reiknaður miðað við visitölu meðalgengis í september 2018. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13

Markaðsverð húsnæðis

Janúar 2004 - október 2018

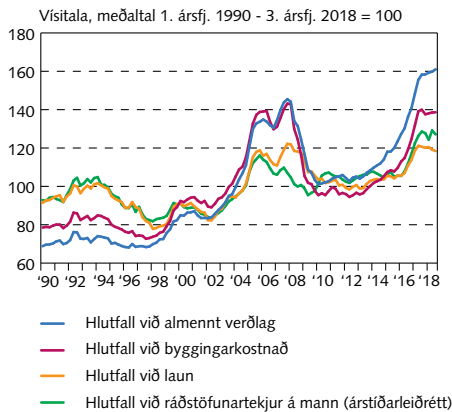


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd III-14

Húsnæðisverð í hlutfalli við verðlag, byggingarkostnað, laun og tekjur¹

1. ársfj. 1990 - 3. ársfj. 2018



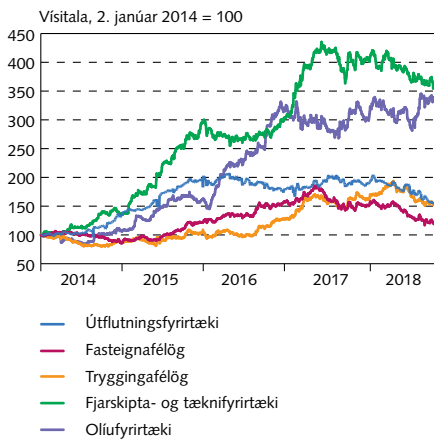
1. Hlutfall húsnæðisverðs og vísitölu neysluverðs, byggingarvísitölu, launavísitölu og ráðstöfunartekna á mann (miðað við mannfjölda á vinnufærum aldri).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-15

Gengi hlutabréfa fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar¹

2. janúar 2014 - 2. nóvember 2018

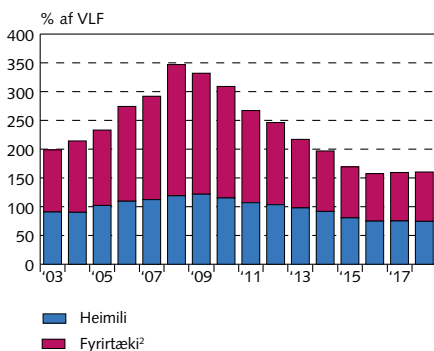


1. Meðaltal breytinga gengis hlutabréfa skráðra fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar, leiðrétt fyrir aðgreiðslum og hlutafjárlekunum.

Heimildir: Nasdaq Iceland.

Mynd III-16

Skuldir heimila og fyrirtækja 2003-2018¹



1. Skuldir við fjármálfyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. 2. Án fjármálfyrirtækja (þar með talið eignarhaldsfélaga).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Húsnæðisverð er þó enn hátt í hlutfalli við byggingarkostnað sem bendir til þess að enn sé nokkur hvati til nýbygginga.

Hlutabréfaverð hefur lækkað það sem af er ári

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, er svipuð og hún var við útgáfu *Peningamála* í ágúst en tæplega 4% lægri en hún var fyrir ári. Hlutabréfaverð lækkaði nokkuð um mitt ár í kjölfar afkomuviðvarana tryggingafélaganna en verðbreytingar á hlutabréfum Ícelandair hafa einnig sett sinn svip á hlutabréfamarkaðinn. Gengi bréfa í flestum greinum hefur lækkað frá upphafi sumars ef frá eru skilin olíufyrirtækin en gengi bréfa þeirra hefur hækkað yfir sama tímabil (mynd III-15). Á fyrstu tíu mánuðum ársins nam velta á aðalmarkaði u.þ.b. 401 ma.kr. sem er um 27% minni velta en á sama tíma í fyrra.

Skuldir einkageirans litlar í sögulegu samhengi ...

Skuldir einkageirans í hlutfalli við verga landsframleiðslu hafa hækkað lítillega frá árslokum 2016 og námu 160% af áætlaðri landsframleiðslu um mitt þetta ár. Þær hafa hækkað um 2 prósentur frá því á sama tíma í fyrra (mynd III-16). Skuldir fyrirtækja jukust um 9,8% að nafnvirði milli ára og námu um 86% af landsframleiðslu sem er 2 prósentum hærra hlutfall en á sama tíma fyrir ári. Skuldir þeirra við innlend fjármálafyrirtæki jukust mest en lítil breyting varð á útgefnum markaðsskuldabréfum og skuldum við erlend fjármálafyrirtæki. Skuldir heimila jukust um 6% á sama tíma og var skuldahlutfallið um 75% í árslok. Þótt skuldahlutfall einkageirans hafi hækkað lítillega undanfarið er það enn lágt í sögulegu samhengi og skuldir í erlendum gjaldmiðlum hafa minnkað verulega frá því sem þær voru í aðdraganda fjármálakreppunnar (mynd III-17). Skuldir heimila í erlendum gjaldmiðlum eru nú nánast engar og skuldir fyrirtækja afmarkast fyrst og fremst við fyrirtæki í útflutningi. Einnig hefur dregið verulega úr skuldum hins opinbera og fjármálakerfisins í erlendum gjaldmiðlum.

... og vanskil hafa minnkað

Hlutfall útlána heimila í vanskilum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur og Íbúðalánasjóði mældist 2,3% af heildarútlánum í lok september sl. og hafði lækkað um tæplega 1 prósentu frá sama tíma fyrir ári. Einstaklingum á vanskilaskrá Creditinfo hafði einnig fækkað um 6,4% milli ára í september. Hlutfall útlána fyrirtækja í vanskilum við lánastofnanir hefur einnig lækkað og var 6,5% í september eða 2,5 prósentum lægra en fyrir ári. Í september hafði fyrirtækjum á vanskilaskrá fækkað um 5% miðað við sama tíma fyrir ári. Þrátt fyrir minnkandi vanskil fjölgaði gjaldþrotum fyrirtækja milli ára á fyrri hluta ársins en hlutfall þeirra af heildarfjölda fyrirtækja hefur haldist stöðugt undanfarið misseri. Nýskráningum fyrirtækja fækkaði lítillega í fyrra og hefur sú þróun haldið áfram á þessu ári.

Fastir vextir óverðtryggðra íbúðalána hafa hækkað

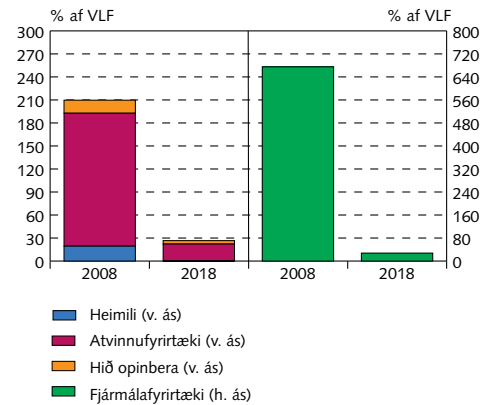
Þar til á haustmánuðum höfðu óverðtryggðir inn- og útlánsvextir banka og lífeyrissjóða verið nánast óbreyttir frá því í október í fyrra enda vextir Seðlabankans óbreyttir síðan þá. Í september og október voru fastir óverðtryggðir vextir hjá nokkrum viðskiptabönkum og lífeyrissjóðum hækkaðir og nemur meðalhækkunin um 1/3 úr prósentu. Á

sama tíma breyttust verðtryggðir vextir lítið fyrir utan breytilega vexti sjóðfélagalána hjá hluta lífeyrissjóða. Vextir á sjóðfélagalánum eru sem fyrr heldur lægri en á sambærilegum lánum viðskiptabankanna.

Fyrirkomulagi bindiskyldu lánastofnana í Seðlabankanum var breytt í byrjun júní. Átti sú breyting ekki að hafa áhrif á aðhald peningastefnunnar og ekki hefur verið hægt að greina merki um að svo hafi verið. Nýlegar vaxtahækkningar á íbúðalánum virðist fremur mega rekja til hækkandi verðbólguvæntinga. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja eru í meginatriðum að öðru leyti óbreytt frá útgáfu síðustu *Peningamála* og svo virðist sem aðgengi að lánsfé sé svipað og þá.

Mynd III-17

Skuldir í erlendum gjaldmiðlum¹



1. Skuldir í erlendum gjaldmiðlum eða tengdar erlendum gjaldmiðlum. Atvinnufyrirtæki án fjármálafyrirtækja (þ.m.t. eignarhaldsfélaga). 2008 tölur eru tölur fyrir september 2008 hjá heimilum og fyrirtækjum en fyrir ágúst hjá hinu opinbera. 2018 tölur eru tölur fyrir júní 2018 hjá heimilum og fyrirtækjum en fyrir september 2018 hjá hinu opinbera (árslokaáætlun *Peningamála* 2018/4 hjá sveitarfélögum).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

IV Eftirspurn og hagvöxtur

Endurskoðaðar tölur benda til þess að hagvöxtur hafi verið meiri í fyrra en áður hafði verið talið og svo virðist sem hagvöxtur á fyrri hluta ársins hafi verið kröftugri en gert var ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála*. Þrátt fyrir að útlit sé fyrir að það hægi á hagvexti á seinni hluta ársins er spáð meiri hagvexti á árinu öllu. Samsetning hagvaxtarins er einnig að breytast. Eftirspurn einkaaðila vex hægar en áður á meðan vöxtur eftirspurnar hins opinbera hefur haldið betur velli. Þá eru horfur á að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði jákvætt í fyrsta sinn í fimm ár. Að hluta endurspeglar það að eftirspurn hefur í vaxandi mæli beinst að innlendri framleiðslu.

Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

Hagvöxtur umfram væntingar á fyrri hluta ársins

Hagvöxtur mældist 4% í fyrra samkvæmt endurskoðuðum tölum Hagstofu Íslands sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en fyrri tölur höfðu gefið til kynna. Hagvöxtur minnkaði frá árinu 2016 en jókst síðan á ný á fyrri helmingi þessa árs. Tölur Hagstofunnar gefa til kynna að hann hafi verið 7,2% á öðrum ársfjórðungi en 6,4% á fyrri árs-helmingnum. Heldur hægði á vexti þjóðarútgjalda frá því í fyrra en á móti vó að framlag utanríkisviðskipta batnaði mikið þar sem verulega dró úr vexti innflutnings en samdráttur í vexti útflutnings var minni.¹

Í ágústhefti *Peningamála* var búist við að hagvöxtur myndi aukast á fyrri helmingi ársins en þó minna en tölur Hagstofunnar gefa til kynna. Neysla og fjárfesting jukust á heildina lítið í takt við spá bankans en þar vógust á veikari einkaneysla og sterkari atvinnuvega-fjárfesting, en framlag utanríkisviðskipta var hagfelldara en spáð var (mynd IV-1). Auk þess var framlag birgðabreytinga meira en áætlað var í ágúst en búist er við að það jafnist út á seinni hluta ársins og framlag þeirra reynist lítið á árinu í heild.

Vöxtur einkaneyslu minni en áætlað var ...

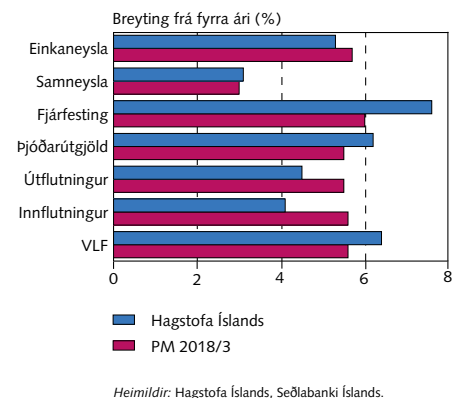
Einkaneysla jókst um 5,3% á fyrri helmingi ársins sem er hægari vöxtur en á undanförunum tveimur árum en þó ríflega 2 prósentum yfir meðalársvexti einkaneyslu síðasta aldarfjórðungs. Þetta er heldur minni vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans en þar var áætlað að einkaneyslan myndi vaxa um 5,7% á fyrri hluta ársins.

... og búist við að hann minnki áfram

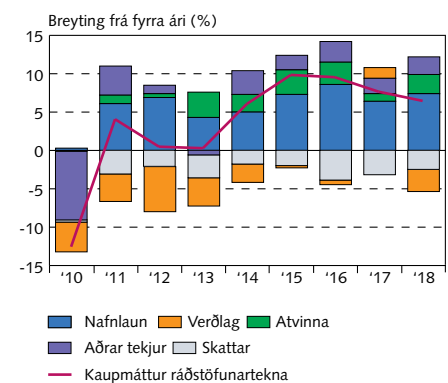
Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna hafi vaxið um 7,7% í fyrra samhliða mikilli fjölgun starfa og hækkun launa (mynd IV-2).² Talið er að heldur hægi á vexti ráðstöfunartekna í ár en að hann verði áfram kröftugur eða 6,5%. Mat heimila á eigin atvinnustöðu og almennum efnahagshorfum virðist þó hafa dvínað að undanförunu

1. Í ár er áratugur liðinn frá því að fjármálakreppan skall á haustið 2008. Í því ljósi er lagt mat á það framleiðslutap sem varð í kjölfar kreppunnar í rammagrein 2.
2. Alla jafna liggja fyrir tölur frá Hagstofunni um ráðstöfunartekjur heimila á síðasta ári þegar fjórða hefti *Peningamála* hvers árs er gefið út en vegna tafa á birtingu ríkisreiknings liggja ekki fyrir tölur Hagstofunnar um ráðstöfunartekjur ársins 2017 að þessu sinni.

Mynd IV-1
Þjóðhagsreikningar fyrir hluta 2018



Mynd IV-2
Kaupmáttur ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2010-2018¹

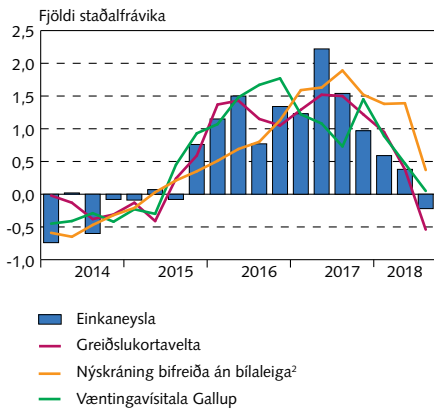


1. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að vega saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirliða gefur því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna námundunar og þar sem fullkomnið tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands. Grunnspá Seðlabankans 2017-2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

Einkaneysla og vísbendingar¹

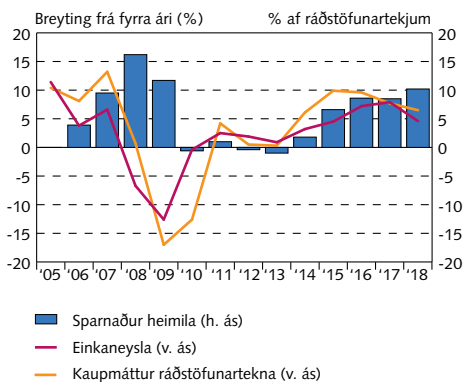
1. ársfj. 2014 - 3. ársfj. 2018



1. Gögnin eru sköluð til þannig að meðaltal þeirra frá árinu 2011 er 0 og staðalfrávik 1. Einkaneysla og greiðslukortavelta eru ársbreytingar en nýskráning bifreiða og Væntingavísitala Gallup eru árstíðarleiðréttar tímaraðir. 2. Nýskráning bifreiða að frádregnum umsóknum bílaleiga um nýskráningar í hverjum ársfjórðungi.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

Einkaneysla, ráðstöfunartekjur og sparnaður 2005-2018¹

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

og sjást merki um breytt viðhorf heimila m.a. í hægari kortaveltu og fækkun nýskráninga bifreiða frá fyrra ári (mynd IV-3). Ekki er útilokað að einhverra mettnaráhrifa gæti eftir verulega fjölgun nýskráninga bifreiða og mikla aukningu í kaupum heimila á varanlegum neysluvörum undanfarin ár. Talið er að enn frekar hægi á vexti einkaneyslu á seinni hluta ársins og að vöxturinn á árinu í heild verði 4,6% sem er 1 prósentu minni vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Gangi það eftir auka heimilin enn við sparnað sinn (mynd IV-4).

Meiri vöxtur fjárfestingar en spáð var ...

Fjárfesting jókst um 7,6% á fyrstu sex mánuðum ársins frá sama tímabili í fyrra sem er meira en áætlað var í ágústspá bankans. Vöxtur fjárfestingar atvinnuveganna var umtalsvert meiri en gert hafði verið ráð fyrir en á móti var vöxtur íbúðafjárfestingar og fjárfestingar hins opinbera minni. Á fyrri hluta ársins jókst fjárfesting atvinnuveganna um 5,6% en það var þvert á það sem spáð var í ágúst þegar búist var við samdrætti. Það var einkum almenn atvinnuvegafjárfesting, þ.e. fjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla, sem var sterkari en áætlað var. Á fyrri hluta ársins var nokkur aukning í fjárfestingu í skipum og flugvélum ásamt því að stóriðjutengd fjárfesting yfirstandandi árs verður að líkindum framhlaðnari en bankinn gerði ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála*.

... en fyrirtæki búast við minni fjárfestingu í ár en þau gerðu í vor Niðurstöður úr könnun sem bankinn framkvæmdi á fjárfestingaráformum fyrirtækja í haust benda til þess að þau áform sem könnunin nær til verði minni að umfangi í ár en í fyrra (tafla IV-1). Þar munar mest um fjárfestingaráform fyrirtækja í ferðaþjónustu og flutningum annars vegar og verslun hins vegar. Í samanburði við könnun bankans frá því í vor benda niðurstöðurnar til þess að á heildina litið áformi fyrirtæki heldur minni fjárfestingu í ár en það má einkum rekja til breyttra áforma fárra en stórra fyrirtækja í þessum tveimur greinum. Niðurstöður könnunarinnar eru athyglisverðar í ljósi þess að almenn atvinnuvegafjárfesting var nokkru sterkari á fyrri hluta ársins en spáð var. Þó þarf að hafa í huga að könnunin nær ekki til hótélbygginga en mikil uppbygging er í slíkum mannvirkjum í ár.

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

Stærstu 99 (102) fyrirtæki Upphæðir í ma.kr.	2017	2018	2019	Breyting	Breyting
				2017-2018 (%)	2018-2019 (%)
Sjávarútvegur (15)	14,4	12,8	14,3	-10,8 (-14,3)	11,4
Iðnaður (16)	8,5	6,6	5,5	-23,0 (-19,5)	-17,0
Verslun (21)	8,6	7,5	8,9	-12,9 (13,5)	19,5
Flutningar og ferðaþj. (8)	28,7	18,1	20,4	-36,7 (3,9)	12,3
Fjármál/tryggingar (9)	3,5	5,4	6,0	54,4 (28,2)	9,9
Fjöl- og upplýsingat. (6)	7,6	7,8	7,6	3,1 (-2,0)	-3,3
Þjónusta og annað (24)	19,0	14,3	16,1	-24,9 (-25,5)	13,2
Alls 99 (102)	90,3	72,6	78,8	-19,6 (-4,8)	8,6

1. Innan sviga eru tölur úr síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 102 fyrirtækja fyrir árin 2017-2018 (*Peningamál* 2018/2). Birtur er paraður samanburður milli ára en þar sem breyting getur orðið á úrtaki milli kannana getur það haft áhrif á niðurstöðuna.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Könnun Gallup á stöðu og framtíðarhorfum meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins sem framkvæmd var í september sl. dregur upp svipaða mynd af fjárfestingaráformum fyrirtækja. Samanborið við könnun Gallup í febrúar fjölgar bæði í hópi þeirra sem vilja auka hana og sem vilja draga úr henni. Fjölgunin í síðarnefnda hópnum er meiri og búast fleiri stjórnendur við minni fjárfestingu en þeir sem vænta aukningar en það hefur ekki gerst frá september 2013. Samkvæmt könnun Gallup eru það einkum fyrirtæki í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu ásamt fyrirtækjum í ýmissi sérhæfðri þjónustu sem hafa dregið úr fjárfestingaráformum í ár frá fyrri könnun sem er í takt við niðurstöður könnunar Seðlabankans (mynd IV-5). Þá eru fyrirtæki í byggingastarfsemi svartsýnni um þróun innlendirar eftirspurnar eftir þeirra afurðum á næstu sex mánuðum en í síðustu könnun sem bendir til þess að ör vöxtur undanfarinna ára í mannvirkjafjárfestingu atvinnuveganna fari minnkandi (mynd IV-6).

Hlutdeild lánsfjármögnunar í fjárfestingu fyrirtækja minnkar í ár

Í fjárfestingarkönnun bankans kemur fram að fyrirtæki telja að um 30% fjárfestingar í ár verði fjármögnuð með lánsfé sem er 8½ prósentu lækkun frá árinu á undan. Það eru einkum fyrirtæki í ferðaþjónustu og flutningum ásamt verktökum sem hafa dregið úr vægi lánsfjármögnunar milli ára. Í samanburði við könnun bankans frá því í vor minnkar áætluð lánsfjármögnun í ár um 5 prósentur. Könnunin gefur til kynna að hlutdeild lánsfjármögnunar í fjárfestingu aukist á ný á næsta ári og verði 38% sem er áþekkt því sem var á árunum 2016-2017 og er breytingin mest hjá fyrirtækjum í sjávarútvegi og verktökum.

Horfur eru á að atvinnuvegafjárfesting minnki í ár

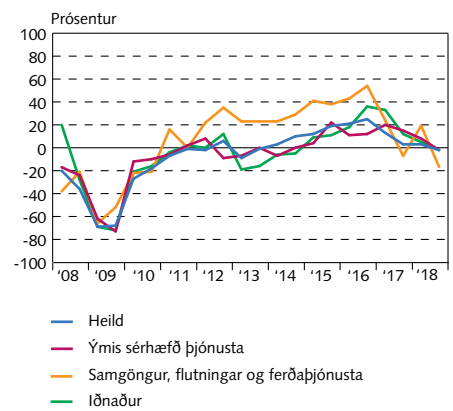
Í ljósi fjárfestingarkönnunarinnar og annarra vísbendinga um þróun fjárfestingar og fjárfestingaráform fyrirtækja er gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting dragist saman um 3% á árinu í heild. Spáin byggist á því að umtalsvert dragi úr vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar og að einnig verði samdráttur í öðrum liðum atvinnuvegafjárfestingar á seinni hluta ársins í takt við vísbendingar (mynd IV-7). Útlit er fyrir að stóriðjutengd fjárfesting og fjárfesting í skipum og flugvélum verði minni í ár en í fyrra en á móti kemur að spáð er liðlega 2% vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar. Samkvæmt spánni verður almenn atvinnuvegafjárfesting heldur sterkari en fjárfestingarkönnunin gefur til kynna. Í því tilliti þarf að hafa í huga að könnunin nær ekki til smærri fyrirtækja og veigamestu breytingarnar í fjárfestingarkönnuninni stafa af breyttum áætlunum fárra en stórra fyrirtækja. Hægari vöxtur almennrar atvinnuvegafjárfestingar á seinni hluta ársins er í samræmi við aðrar vísbendingar, t.a.m. úr viðhorfskönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja.

Vísbendingar eru um aukinn kraft íbúðafjárfestingar

Íbúðafjárfesting jókst um rúm 24% á fyrri hluta ársins og hefur hún verið einn helsti vaxtarbroddur fjárfestingar á síðustu misserum enda hvatinn til íbúðafjárfestingar farið vaxandi með auknum kaupmætti heimila og hækkandi húsnæðisverði. Aukningin á fyrri hluta ársins var

Mynd IV-5

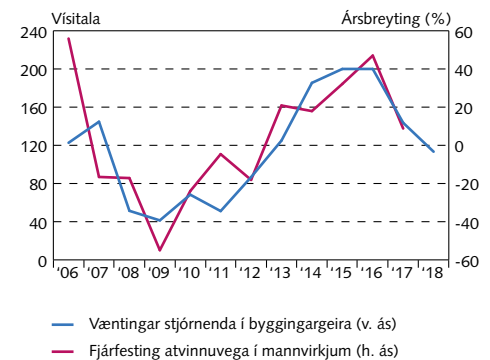
Fjárfesting: skoðanavægi eftir atvinnugreinum¹
1. ársfj. 2008 - 3. ársfj. 2018



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

Mynd IV-6

Væntingar innan byggingageira og þróun mannvirkjagerðar 2006-2018¹

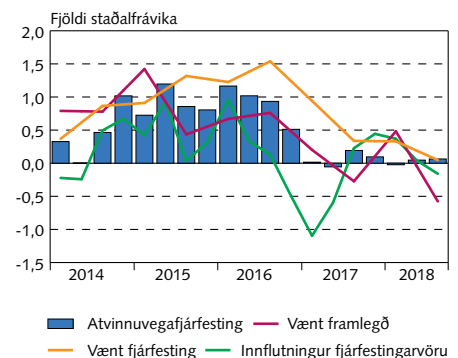


1. Væntingar stjórnenda innan bygginga- og veitustarfsemi um þróun innlendirar eftirspurnar eftir vöru og/eða þjónustu þeirra fyrirtækis á næstu sex mánuðum. Visitalan tekur gildi milli 0-200 þar sem gildið 100 þýðir að jafn margir búast við aukningu og samdrætti. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

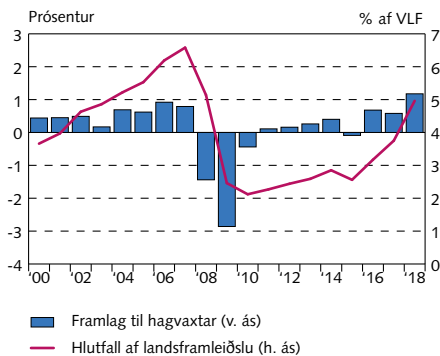
Atvinnuvegafjárfesting og vísbendingar¹

1. ársfj. 2014 - 3. ársfj. 2018



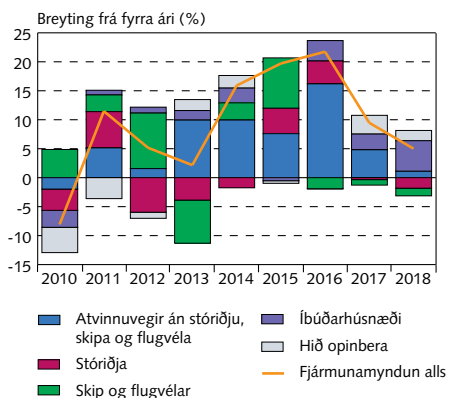
1. Gögnin eru sköluð til þannig að meðaltal þeirra frá árinu 2006 er 0 og staðalfrávik 1. Tveggja fjórðunga hreyfanleg meðaltöl fyrir ársbreytingu atvinnuvegafjárfestingar og innflutning fjárfestingarvöru. Vænt framlegð (EBITDA) og fjárfesting eru mælingar á væntingum stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins til næstu sex mánaða. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2018 fyrir atvinnuvegafjárfestingu. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8
Íbúðafjárfesting 2000-2018¹



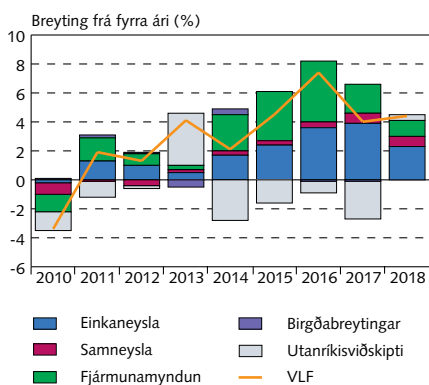
1. Grunnspá Seðlabankans 2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9
Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2010-2018¹



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

Mynd IV-10
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2018¹



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

þó minni en gert var ráð fyrir í ágúst. Þrátt fyrir það er talið að íbúða-fjárfesting muni aukast um tæplega þriðjung á árinu í heild eins og í ágústspánni. Byggist það m.a. á nýlegri talningu Samtaka iðnaðarins á íbúðum í byggingu sem bendir til þess að fullgerðum íbúðum fjölgi verulega á þessu ári. Gangi spáin eftir verður framlag íbúðafjárfestingar til hagvaxtar í ár meira en það var þegar það náði hámarki á árunum fyrir fjármálakreppuna (mynd IV-8).

Hægari vöxtur fjárfestingar í ár

Á fyrri hluta ársins dró verulega úr vexti fjármunamyndunar eftir mikinn vöxt árin þar á undan og mátti einkum rekja það til hægari vaxtar atvinnuvegafjárfestingar. Á árinu öllu er áætlað að fjárfestingar-útgjöld aukist um 5% alls sem er tæplega helmingi minni vöxtur en í fyrra. Hratt dregur úr vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar og fjárfestingarútgjöld í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum dragast saman. Á móti vegur töluverður vöxtur í fjárfestingu hins opinbera og í íbúðarhúsnæði (mynd IV-9). Gangi spáin eftir verður hlutdeild fjárfestingar í landsframleiðslu tæp 23% í ár sem er um 1½ prósentu yfir langtíameðaltali.

Meiri hagvöxtur í ár en áður var búist við þrátt fyrir veikari innlenda eftirspurn

Hagvöxtur á fyrri hluta ársins var talsvert meiri en spáð var eins og rakið er hér að framan. Útlit er hins vegar fyrir að hægt hafi á vextinum á seinni hluta ársins og gerir grunnspá bankans ráð fyrir að hann verði 4,4% á árinu öllu. Það er 0,4 prósentum meiri hagvöxtur en í fyrra þrátt fyrir að hægt hafi á vexti þjóðarútgjalda og útflutnings. Eftirspurn virðist því í auknum mæli beinast að innlendri framleiðslu sem sést m.a. á samdrætti vöruinnflutnings á fyrri hluta ársins og vís-bendingum um áframhaldandi samdrátt á þeim þriðja. Horfur eru því á að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði jákvætt um 0,4 prósentur í ár en það hefur verið töluvert neikvætt undanfarin ár (mynd IV-10). Þetta er jafnframt nokkur breyting frá ágústspá bankans. Horfur eru á að hagvöxtur verði 0,8 prósentum meiri en þá var gert ráð fyrir þrátt fyrir að vöxtur þjóðarútgjalda verði 0,5 prósentum hægari. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu ár breytast hins vegar lítið: sem fyrr er gert ráð fyrir að hagvöxtur leiti í 2,7% langtímaleitnivöxt sinn.

Hið opinbera

Áfram gert ráð fyrir umtalsverðum vexti samneyslu

Vöxtur samneyslu á fyrri hluta ársins var 3,1% sem er áþekkt því sem var á síðasta ári og í takt við ágústspá *Peningamála*. Áætlað er að þróunin á seinni hluta ársins verði svipuð og á þeim fyrri og að vöxtur ársins í heild verði 2,9%. Þar er gert ráð fyrir að vöxtur samneyslu ríkis og sveitarfélaga verði svipaður. Fjárfesting hins opinbera var hins vegar töluvert minni en áætlað hafði verið sem að einhverju leyti má rekja til þess að tafir geta verið á því að auknar fjárheimildir skili sér í framkvæmdum. Í spánni er því gert ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera vaxi hraðar á seinni hluta ársins þegar fjárheimildir skila sér í auknum framkvæmdum og að aukningin í ár verði rúmlega 12%. Samanlagt er búist við að samneysla og fjárfesting hins opinbera

aukist um 4% í ár og er framlag þeirra til hagvaxtar 1 prósentu sem er heldur minna en í fyrra (mynd IV-11).

Afkoma ríkissjóðs í ár batnar lítillega frá fyrra mati

Afkoma ríkissjóðs í ár stefnir í að verða nokkuð nærri því sem fjárlög kváðu á um en þau voru samþykkt með 33 ma.kr. afgangi. Þó eru nokkrar breytingar í samsetningu tekna og gjalda. Þannig verða reglulegar frumtekjur ríkissjóðs um 7 ma.kr. minni en fjárlög sögðu til um en arðgreiðslur úr viðskiptabönkum í eigu ríkisins verða auknar um rúmlega 6,5 ma.kr. og verða í ár 37,7 ma.kr. Gjöld utan vaxtagjalda verða meiri en fjárlög gerðu ráð fyrir, vaxtagjöld minni og heildaráhrifin á afkomuna neikvæð um sem nemur 0,1% af landsframleiðslu. Afkoma í ár batnar því lítillega frá því í fyrra. Gert er ráð fyrir að undirliggjandi afgangur verði sem samsvarar 0,8% af landsframleiðslu en afgangur á undirliggjandi frumjöfnuði verður 2,4% af landsframleiðslu (mynd IV-12).

Lítills háttar aukið aðhald ríkisfjármála í ár en slökun á ný á næstu tveimur árum

Undanfarin þrjú ár var slakað mikið á aðhaldsstigi ríkisfjármála eins og það er mælt með breytingu á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs. Gangi spá bankans eftir verður hins vegar breyting á í ár en þá mælist lítills háttar aukið aðhald (mynd IV-13). Það er þó minna en áætlað var í vor þegar Seðlabankinn lagði síðast mat á aðhaldsstig ríkisfjármála. Miðað við fjárlagafrumvarp fyrir næsta ár má hins vegar ætla að á ný slakni á aðhaldinu á næsta ári en þó minna en búist var við í vor (sjá nánar umfjöllun um fjárlagafrumvarpið í rammagrein 3). Samkvæmt fyrirliggjandi áætlunum má einnig ætla að á aðhaldinu slakni lítillega árið 2020 en að það gangi að hluta til baka árið 2021. Yfir tímabilið í heild hafa horfur um aðhaldsstig ríkisfjármála hins vegar lítið breyst frá því í vor. Skuldir hins opinbera lækka því áfram með áþekkingum hætti og áður hefur verið gert ráð fyrir.

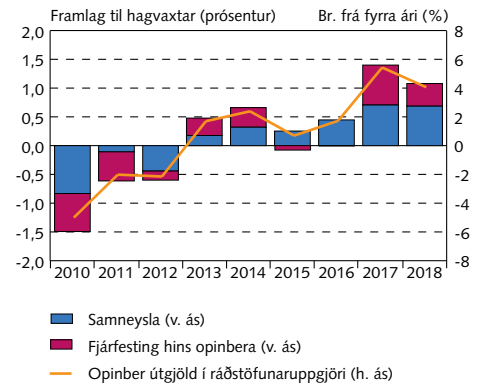
Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

Minni vöxtur útflutnings á fyrri helmingi ársins en búist var við í ágúst

Útflutningur á vöru og þjónustu jókst um 4,5% á fyrri helmingi ársins frá sama tíma í fyrra. Vöruútflutningur jókst um rúmlega 6% og munaði þar mestu um útflutning á sjávarafurðum sem endurspeglar að töluverðu leyti minni veiði í ársbyrjun í fyrra vegna verkfalls sjómanna. Þjónustuútflutningur jókst um líðlega 3% sem er nokkru minna en verið hefur á síðustu árum og má að verulegu leyti rekja til þess að hægt hefur á vexti í ferðaþjónustu. Vöxtur útflutnings í heild á árshelmingnum var 1 prósentu minni en gert var ráð fyrir í ágúst en frávikkið skýrist að mestu leyti af endurskoðun Hagstofunnar á áður birtum tölum um útflutning sem sýna að hann hafi verið meiri á síðasta ári en fyrri tölur gáfu til kynna. Umfang vöru- og þjónustuútflutnings á fyrri helmingi þessa árs var því í góðu samræmi við ágústspá bankans. Samsetning þjónustuútflutnings var þó lítillega önnur en áætlað var. Liðurinn samgöngur og flutningar dróst óvænt saman milli ára á fyrri helmingi ársins sem hefur ekki gerst síðan á árinu 2008.

Mynd IV-11

Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2018¹

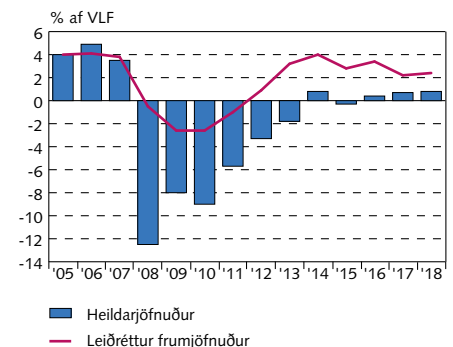


1. Grunnspá Seðlabankans 2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12

Afkoma ríkissjóðs 2005-2018¹

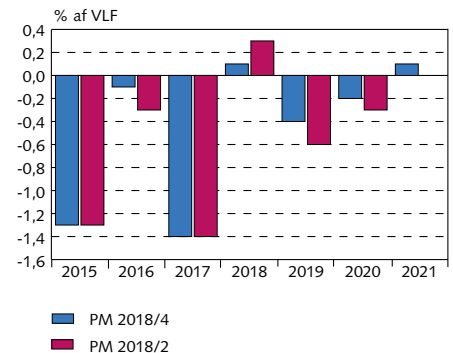


1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisliðum. Árin 2016-2018 eru bæði frum- og heildarjöfnuður leiðréttur fyrir stöðugleikafamlögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðislána, sérstakri innborgun í A-deild LSR og arðgreiðslum umfram fjárlög. Grunnspá Seðlabankans 2018.

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

Mynd IV-13

Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2015-2021¹



1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisliðum (stöðugleikafamlögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðislána, sérstakri innborgun í A-deild LSR og arðgreiðslum umfram fjárlög). Grunnspá Seðlabankans 2018-2021.

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

flutnings flestra annarra vara utan eldsneytis og smuroliu sem hefur aukist milli ára. Bráðabirgðatölur utanríkisviðskipta Hagstofunnar gefa jafnframt til kynna að vöruinnflutningur hafi dregist enn frekar saman milli ára á þriðja ársfjórðungi (mynd IV-16). Á móti samdrætti í vöruinnflutningi var þjónustuinflutningur heldur meiri á fyrri helmingi ársins en spáð var í ágúst og er áfram útlit fyrir hraðan vöxt á árinu í heild. Tölur ferðamálastofu sýna t.d. áframhaldandi fjölgun milli ára í brottförum Íslendinga um Keflavíkurflugvöll. Af þessum sökum hefur spá bankans um innflutning vöru og þjónustu í ár verið endurskoðuð verulega frá ágústspá bankans. Nú er talið að vöxturinn verði einungis 3,3% en í ágúst var spáð 6% vexti. Gangi spáin eftir verður framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar því jákvætt um 0,4 prósentur í stað þess að vera neikvætt um tæplega 1 prósentu eins og gert var ráð fyrir í ágúst. Yrði það í fyrsta skipti í fimm ár sem framlagið yrði jákvætt.

Horfur á meiri afgangi af vöru- og þjónustuviðskiptum í ár

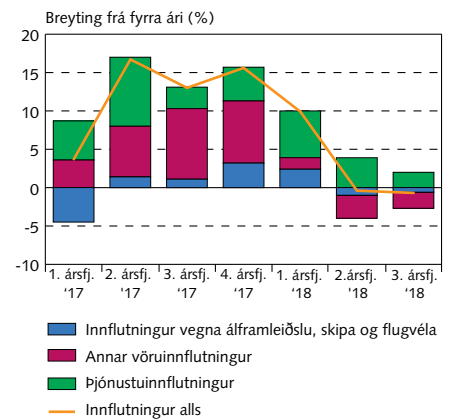
Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum nam 1% af landsframleiðslu á fyrri hluta þessa árs sem er lítillaga minni afgangur en spáð var í ágúst og jafnframt minni en á sama tíma í fyrra þegar hann var 1,9% af landsframleiðslu. Áætlað er að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum verði 3,6% af landsframleiðslu á árinu öllu sem er 1,2 prósentum meiri afgangur en búist var við í ágúst. Minni halli á vöruviðskiptum, einkum sakir minni innflutnings, er helsta ástæða breyttra horfa en minni afgangur af þjónustuviðskiptum vegur þar á móti.

Árið í ár verður tíunda árið í röð sem töluverður afgangur mælist á viðskiptajöfnuði. Hann hefur þó farið heldur minnkandi á undanförunum misserum. Á fyrri helmingi þessa árs var afgangur á viðskiptajöfnuði sem samsvarar 0,4% af landsframleiðslu en á sama tíma í fyrra var 1,6% afgangur og á fyrri helmingi ársins 2016 var 3,8% afgangur. Til viðbótar við minnkandi afgang á vöru- og þjónustujöfnuði varð viðsnúningur á jöfnuði frumþáttatekna og rekstrarframlaga í fyrra úr afgangi yfir í halla. Tekjur af beinni erlendri fjárfestingu hafa dregist meira saman en gjöld af beinni erlendri fjárfestingu. Þá hafa erlendar launatekjur Íslendinga einnig dregist saman á undanförunum árum á sama tíma og launatekjur erlendra aðila hér á landi hafa aukist sakir gengishækkunar krónunnar og fjölgunar erlendra starfsmanna (mynd IV-17). Horfur eru á að jöfnuður þáttatekna og rekstrarframlaga verði einnig neikvæður í ár en þó hagstæðari en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Áfram er gert ráð fyrir að viðskiptaafgangur fari minnkandi en hagstæðari vöruviðskipti vega á móti. Áætlað er að viðskiptaafgangur verði 2,8% af landsframleiðslu í ár í stað 1,3% í ágústspá bankans (mynd IV-18). Gangi spáin eftir verður vergur þjóðhagslegur sparnaður 25½% af landsframleiðslu í ár eins og í fyrra.

Mynd IV-16

Innflutningur og framlag undirliða¹

1. ársfj. 2017 - 3. ársfj. 2018

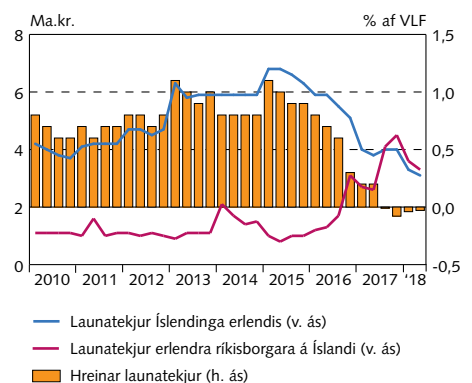


1. Álinnflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfjórðungur 2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

Hreinar launatekjur

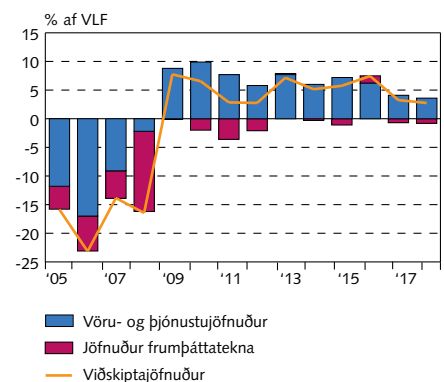
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2018



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-18

Viðskiptajöfnuður 2005-2018¹



1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Viðskiptajöfnuður án áhrifa fallinna fjármálfyrirtækja 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumþáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálfyrirtækja. Grunnspá Seðlabankans 2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

V Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta

Horfur eru á áframhaldandi fjölgun starfa en líklegt er þó að hún hafi náð hámarki. Á þriðja fjórðungi ársins fjölgaði heildarvinnustundum meira en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Atvinnuþátttaka jókst lítillega frá fyrra ári en hlutfall starfandi hækkaði einnig og því hélst atvinnuleysi óbreytt frá fyrra ári. Niðurstöður könnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins benda til þess að störfum muni áfram fjölga en hægar en á síðasta ári. Erlendu vinnuafla fjölga enn mikið og samhliða þeirri þróun hefur fyrirtækjum sem búa við skort á starfsfólki fækkað. Fyrirtækjum sem starfa umfram full afköst hefur einnig fækkað þótt hlutfallið sé enn hátt í sögulegu samhengi. Á heildina litið virðist spennan í þjóðarbúinu því fara minnkandi en endurskoðun á hagvaxtarþróun í fyrra og á fyrri hluta þessa árs gerir það að verkum að framleiðsluspenna er talin vera meiri en gert var ráð fyrir í ágúst. Horfur eru hins vegar á að hún minnki hraðar en þá var áætlað.

Vinnumarkaður

Heildarvinnustundum fjölgaði mikið á þriðja fjórðungi ársins ...

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 4,3% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Það er töluvert umfram ágústspá bankans og umfram ársvöxt undanfarinna fimm fjórðunga (mynd V-1). Starfandi fólk fjölgaði um 4,1% frá fyrra ári og meðalvinnuvikan lengdist lítillega. Eins og áður hefur verið rakið í *Peningamálum* er líklegt að VMK hafi vanmetið fjölgun starfa um nokkurt skeið vegna mikillar fjölgunar erlends starfsfólks sem fallið hefur utan könnunarinnar. Nú virðist hins vegar sem VMK sé farin að mæla álíka fjölgun starfandi fólks og mælist samkvæmt staðgreiðsluskrá en samkvæmt henni virðist fjölgun starfandi hafa náð hámarki (mynd V-2).

... en atvinnuleysi er svipað og á sama tíma í fyrra

Samkvæmt VMK jókst atvinnuþátttaka á þriðja ársfjórðungi um 0,4 prósentur frá fyrra ári og var 81,7% að teknu tilliti til árstíðar. Hlutfall starfandi hækkaði með samsvarandi hætti og því hélst atvinnuleysi óbreytt frá fyrra ári. Sé leiðrétt fyrir árstíð var atvinnuleysi 2,6% á þriðja fjórðungi ársins og minnkaði um 0,3 prósentur frá fyrri fjórðungi. Hlutfall vinnulítilla (þeirra sem eru í hlutastörfum en vilja vinna meira) hefur hins vegar haldið áfram að lækka milli ára. Það mældist 3,5% á þriðja fjórðungi ársins sem er 0,5 prósentum undir því sem það var að meðaltali í uppsveiflunni árin 2003-2007. Langtímaatvinnuleysi mælist jafnframt sáralítið en það hefur verið um 0,2-0,4% frá fjórða ársfjórðungi 2015 (mynd V-3).

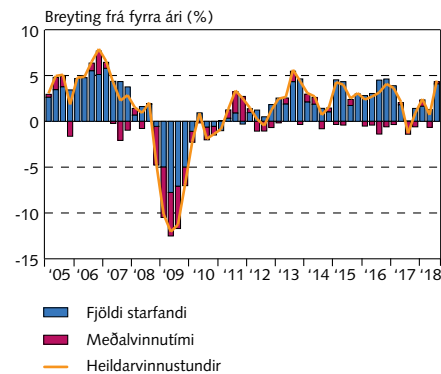
Áfram horfur á að störfum fjölgi á næstu sex mánuðum

Samkvæmt haustkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins vildu 4 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki en fækka því. Hlutfallið hefur verið svipað í síðustu tveimur könnunum og verið lítillega undir sögulegu meðaltali. Áfram eru horfur á fjölgun starfsfólks hjá fyrirtækjum í ýmissi sérhæfðri þjónustu og byggingarstarfsemi.

Mynd V-1

Atvinna og vinnutími¹

1. ársfj. 2005 - 3. ársfj. 2018

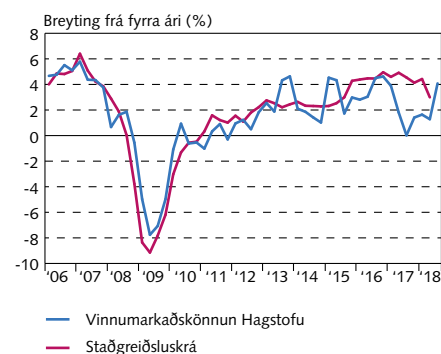


1. Ársfjórðungsleg meðaltöl mánaðarlegra gagna. Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-2

Fjöldi starfandi fólks¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2018

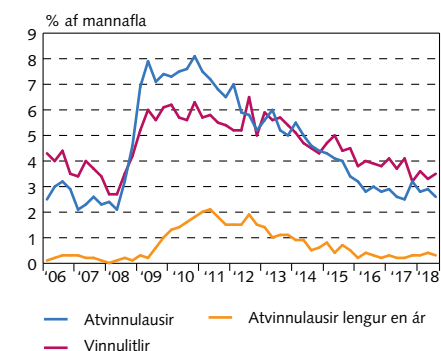


1. Fjöldi starfandi fólks skv. VMK er ársfjórðungsleg meðaltöl mánaðarlegra gagna. Fjöldi starfandi fólks skv. staðgreiðsluskrá byggist á gögnum um 16-74 ára einstaklinga sem höfðu einhverjar tekjur af atvinnu sem gerð er grein fyrir í uppgjöri ríkisskattsjóra um staðgreidda skatta, þ.á.m. þeir sem voru í fæðingarorlofi frá vinnu og þeir sem eru með reiknað endurgjald. Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-3

Atvinnulausir og vinnulitlir¹

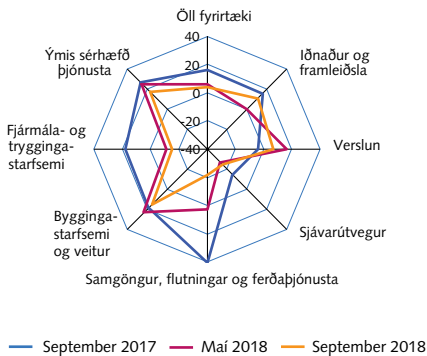
1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2018



1. Vinnulitlir eru aðilar í hlutastarfi sem vilja vinna meira. Árstíðarleiðréttar tölur. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

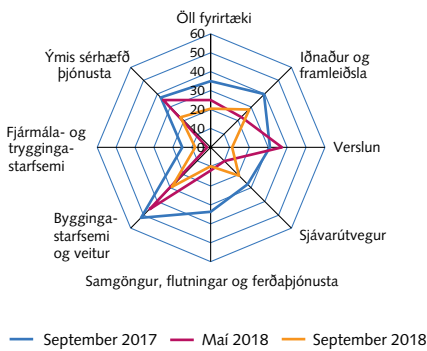
Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki umfram þau sem vilja fækka því næstu 6 mánuði¹
Hlutfall fyrirtækja (%)



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

Mynd V-5

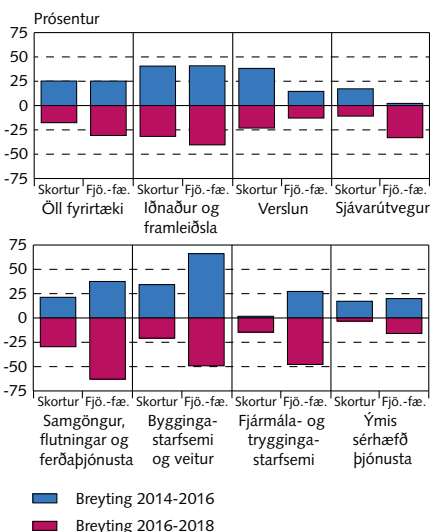
Fyrirtæki sem telja að skortur sé á starfsmönnum¹
Hlutfall fyrirtækja (%)



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

Mynd V-6

Sveiflur í vinnuafseftirspurn og skorti á starfsfólki¹



1. Myndin sýnir breytingu í hlutfalli fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki umfram þau sem vilja fækka því og þeirra sem telja vera skort á starfsfólki yfir árin 2014-2016 og árin 2016-2018. Meðaltal sumar- og haustkönnunar ársins. Árstíðarleiðrétta tölur.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Munurinn á milli þeirra sem vildu fjölga umfram þá sem vildu fækka var á bilinu 15-17 prósentur sem er þó nokkru lægra en í síðustu könnun. Niðurstöður könnunarinnar benda einnig til þess að starfsfólki muni fjölga áfram í iðnaði og framleiðslu og einnig í verslun. Sem fyrr gera fleiri fyrirtæki í sjávarútvegi ráð fyrir að fækka starfsfólki en að fjölga. Einnig er mögulegt að störfum í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu muni fækka sem er mikill viðsnúningur frá haustkönnuninni í fyrra þegar útlit var fyrir töluverða fjölgun starfsfólks (mynd V-4).

Vísbendingar um nýtingu framleiðslupáttá

Dregið hefur úr skorti á starfsfólki

Fimmtungur fyrirtækja á erfitt með að manna störf samkvæmt árstíðarleiðréttem niðurstöðum haustkönnunar Gallup. Hlutfallið mælist nú við sögulegt meðaltal og hefur lækkað um 5 prósentur frá fyrri könnun í sumar og um 15 prósentur frá sama tíma í fyrra (mynd V-5). Mestur var skorturinn í byggingarstarfsemi og í iðnaði og framleiðslu þar sem hlutfallið var tæplega 30% sem er þó ekki hátt í sögulegu samhengi. Lítil skortur er hins vegar á starfsfólki í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu, fjármálaþjónustu og verslun. Hlutfall stjórnenda sem áttu í vanda við að fylla stöður var á bilinu 8-11% í þessum greinum og er það nokkuð undir sögulegu meðaltali. Niðurstöður könnunarinnar gætu bent til þess að starfsfólki muni fækka í fjármála- starfsemi og í ferðaþjónustutengdum greinum næsta misserið.

Áform um ráðningar og erfiðleikar við að finna nýtt starfsfólk hafa í meginatriðum þróast í takt við hagsveifluna

Samkvæmt könnun Gallup virðist sem uppsveiflan á vinnumarkaði hafi náð hámarki um mitt ár 2016 og hægt hafi á ráðningaráformum með svipuðum hætti. Þetta sést ágætlega á mynd V-6 sem sýnir hvernig æ fleiri fyrirtæki hugðust fjölga störfum frá miðju ári 2014 samhliða því sem meira fór að bera á skorti á vinnuafli. Þetta snýst síðan við á seinni hluta árs 2016 og er viðsnúningurinn áþekkur þvert á atvinnugreinar en þó sýnu meiri í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu. Myndin sýnir einnig hve viðsnúningurinn er samhverfur innan atvinnugreina, þ.e. fyrirtækjum sem íhuga frekari ráðningar og telja skort á starfsfólki hefur fækkað undanfarið með svipuðum hætti og þeim fjölgaði fram á mitt ár 2016.¹ Áform fyrirtækja um ráðningar og erfiðleikar þeirra við að finna nýtt starfsfólk hafa því í meginatriðum þróast í takt við hagsveifluna.

Fjölgun erlends vinnuafls er enn mikil þótt hægt hafi á henni

Tölur um búferlaflutninga á þriðja fjórðungi ársins sýna enn mikla fjölgun erlends vinnuafls þó að hægt hafi á henni frá metfjölgun ársins í fyrra. Fjöldi aðfluttra umfram brottflutta erlenda ríkisborgara var 1% af mannfjölda á fjórðungnum og hefur þeim fjölgað um 2,7% af mannfjölda það sem af er ári (mynd V-7). Fjöldi starfsmanna hjá

1. Helstu undantekningar eru í sjávarútvegi, þar sem gætt hefur ruðningsáhrifa frá miklum vexti ferðaþjónustunnar, og í fjármála- og trygginga- starfsemi, þar sem dregið hefur úr umsvifum á undanföllum árum.

starfsmannaleigum og erlendum þjónustufyrirtækjum hefur haldist nokkuð stöðugur frá upphafi árs og verið um 0,8-0,9% af vinnuaflinu en útgefnum atvinnuleyfum á fyrstu níu mánuðum ársins hefur fjölgað um 12% frá fyrra ári.

Meiri framleiðnivöxtur í fyrra en minni í ár

Vegna endurskoðunar Hagstofunnar til hækkunar á landsframleiðslu ársins 2017 er útlit fyrir að framleiðni vinnuafls, mæld sem hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda samkvæmt VMK, hafi aukist um 2,8% í fyrra. Það er lítillega meiri framleiðnivöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Á móti eru horfur á heldur minni framleiðnivexti í ár eða 2,1% í stað 2,4% enda horfur á 1 prósentu meiri fjölgun heildarvinnustunda en spáð var í ágúst.

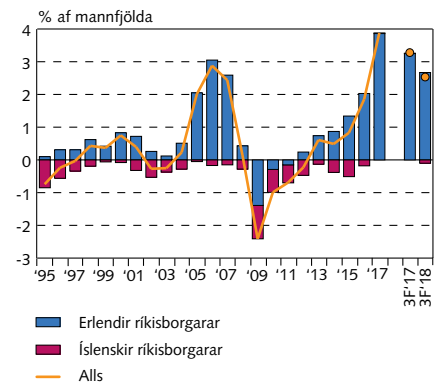
Enn nokkur spenna í þjóðarbúskapnum en talið að hún hjaðni á næstu árum

Tæplega helmingur fyrirtækja taldi sig eiga í erfiðleikum með að mæta óvæntri eftirspurn sem er aukning um 5 prósentur frá sumarkönnuninni. Hlutfallið er því enn hátt en það hefur verið nokkuð sveiflukennt frá því að það náði hámarki á fyrsta fjórðungi ársins 2017. Enn skýrari merki um viðsnúning má sjá í hlutfalli fyrirtækja sem segjast búa við skort á starfsfólki (mynd V-8). Samanborið við sumarkönnunina fjölgaði stjórnendum í fjármálastarfsemi og ýmissi sérhæfðri þjónustu sem töldu erfitt að mæta óvæntri eftirspurn en þeim fækkaði í byggingarstarfsemi og sjávarútvegi.

NF-vísitalan, sem tekur saman fjölda vísbendinga um nýtingu framleiðslupátta, hefur lækkað nokkuð frá því að hún náði hámarki um mitt árið 2016 og bendir nú til þess að nýting framleiðslupátta sé komin í nokkuð eðlilegt horf (mynd V-9). Vísitalan hefur lækkað nokkuð hratt frá því í vor en mikill hagvöxtur í fyrra og í ár gerir það hins vegar að verkum að framleiðsluspenna er enn talin nokkur. Hún er jafnframt talin nokkru meiri en áætlað var í ágúst vegna endurskoðunar Hagstofunnar á hagvaxtartölum síðasta árs og horfum á meiri hagvexti í ár. Spennan er hins vegar talin minnka hraðar en þá var spáð og búist við að hún verði horfin undir lok spátímans.

Mynd V-7

Aðfluttur umfram brottflutta 1995-2018¹

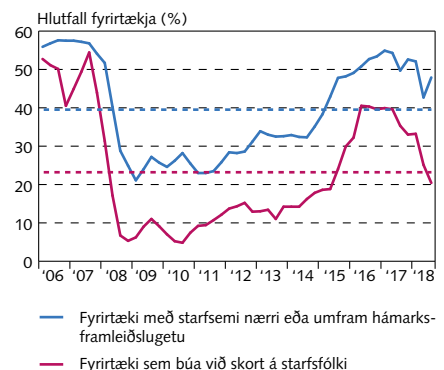


1. Búferlafutningar fólks á aldrinum 20-59 ára í hlutfalli af mannfjölda í sama aldurshópi. Mannfjöldatölur í upphafi árs. Árlegar tölur 1995-2017 og uppsafnaðar tölur fyrir 3. fjórðung ársanna 2017 og 2018.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-8

Nýting framleiðslupátta¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2018

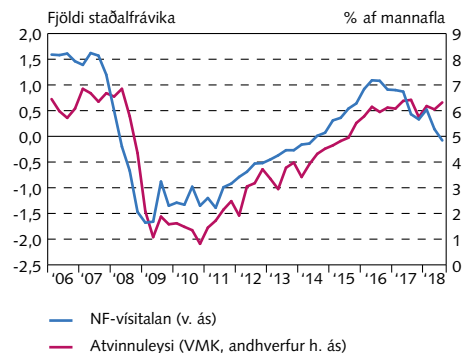


1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðslupátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Árstíðarleiðréttar tölur. Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilsins.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

NF-vísitalan og atvinnuleysi¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2018



1. NF-vísitalan er fyrsti frumþáttur valinna vísbendinga um nýtingu framleiðslupátta sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ítarlegri lýsingu má finna í rammagrein 3 í PM 2018/2. Atvinnuleysi er árstíðarleiðrétt.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

VI Verðbólga

Verðbólga var 2,7% á þriðja fjórðungi þessa árs sem var lítillega minna en áætlað var í ágústspá *Peningamála*. Samsetning hennar hefur breyst töluvert frá fyrra ári þar sem hægt hefur á hækkingun húsnæðisverðs en framlag annarra þátta aukist á móti. Innflutt verðbólga hefur aukist þar sem gengi krónunnar hefur lækkað síðan í ágúst og olíuverð á heimsmarkaði haldið áfram að hækka. Verð innlendrar vöru hefur einnig hækkað að undanfögnu en framlag almennrar þjónustu til verðbólgu er enn lítið. Þótt hægt hafi á hækkingun launa það sem af er ári eru launahækkunir enn töluverðar og litast horfur á spátímanum af óvissu um niðurstöður komandi kjarasamninga. Verðbólguvæntingar hafa hækkað það sem af er ári og langtímaverðbólguvæntingar eru komnar nokkuð yfir verðbólguþröngmið.

Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi lítillega minni en spáð var

Verðbólga hefur verið við verðbólguþröngmið á meginhluta þessa árs. Hún mældist 2,7% á þriðja ársfjórðungi sem var 0,1 prósentu minna en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Þótt dregið hafi úr hækkingun húsnæðisverðs undanfarn misseri hafði sá undirlíður mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs á fjórðungnum. Rekja mátti meira en helming af áhrifum hækkingar húsnæðisverðs til verðhækkunar á landsbyggðinni. Hluti hækkingar húsnæðisliðarins var ennfremur vegna greiddrar húsaleigu sem hefur hækkað um rúmlega 6% sl. tólf mánuði. Á móti hækkingun húsnæðiskostnaðar vó árstíðarbundin lækking flugfargjalda.

Verðbólga hefur heldur aukist eftir því sem liðið hefur á árið og mældist 2,8% í október (mynd VI-1). Verðhækkun á nýjum bílum vó þungst í 0,6% mánaðarhækkingun vísitölu í október ásamt hækkingun húsnæðis- og matvöruverðs. Á móti vógu áhrif lækkingar veggjalda. Verðbólga án húsnæðis mældist 1,7% í október og hefur munurinn á milli verðbólgu með og án húsnæðis ekki verið álíka lítill síðan sumarið 2014, þótt hann sé enn yfir þeirri ½ prósentu sem hann hefur verið að meðaltali til lengri tíma. Samræmda neysluverðsvísitalan undanskilur einnig kostnað vegna eigin húsnæðis og í september hafði hún hækkað um 1,2% milli ára.

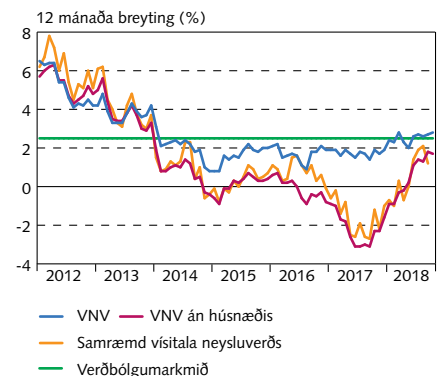
Verðbólga hefur því aukist frá því á sama tíma í fyrra. Miðað við vísitölu neysluverðs hefur hún aukist um 0,9 prósentur en aukningin er enn meiri ef miðað er við vísitölu þar sem kostnaður vegna eigin húsnæðis er undanskilinn en á þá mælikvarða mældist töluvert verðhjöðnun fyrir ári síðan.

Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísendingar um verðbólguþröng

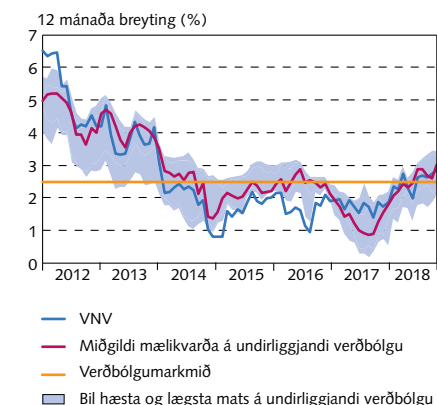
Undirliggjandi verðbólga hefur aukist frá sama tíma í fyrra

Undirliggjandi verðbólga var 3% í október miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða og hafði aukist um 1,8 prósentur frá október í fyrra (mynd VI-2). Hún hefur ekki mælst meiri á þennan mælikvarða síðan í janúar

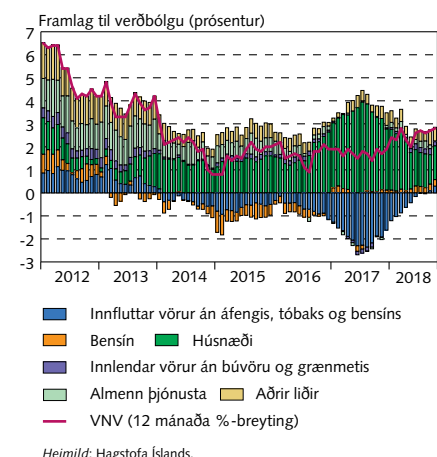
Mynd VI-1
Verðbólga á ýmsa mælikvarða
Janúar 2012 - október 2018



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



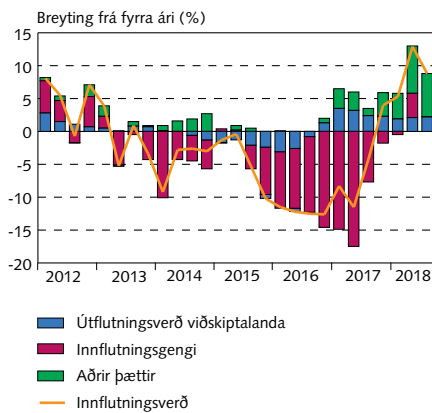
Mynd VI-3
Undirlíður verðbólgu
Janúar 2012 - október 2018



Mynd VI-4

Innflutningsverðlag og áhrifaþættir¹

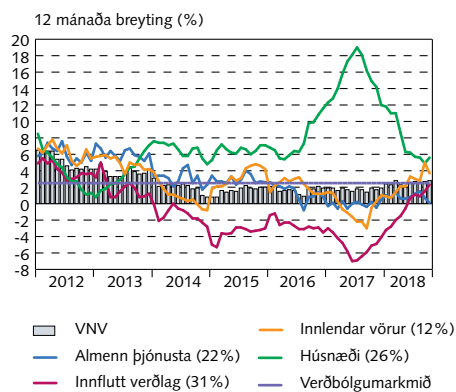
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2018



Mynd VI-5

Innlend og innflutt verðbólga¹

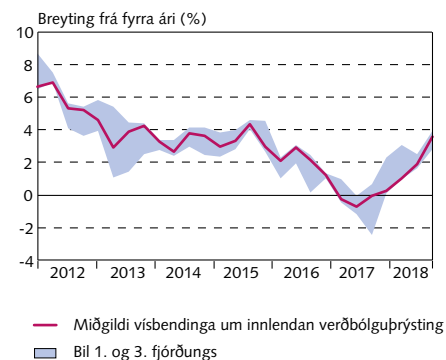
Janúar 2012 - október 2018



Mynd VI-6

Innlendur verðbólguþrýstingur¹

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2018



2014. Undirliggjandi verðbólga hefur því aukist eins og mæld verðbólga á undanförunum misserum á sama tíma og hægt hefur verulega á hækkun húsnæðisverðs. Samsetning verðbólgu hefur breyst nokkuð þar sem hlutfallslegt framlag húsnæðisliðarins til ársverðbólgu hefur minnkað töluvert frá byrjun þessa árs en aðrir undirliðir eru farnir að veða þyngra (mynd VI-3). Kostnaður vegna eigin húsnæðis hafði í október hækkað um 5,5% milli ára og mátti rekja um helming af ársverðbólgu til húsnæðisliðarins (sjá kafla III).

Innflutningsverð hefur hækkað töluvert að undanförunu ...

Innfluttur verðbólguþrýstingur hefur aukist töluvert að undanförunu þar sem gengi krónunnar hefur lækkað um 10% frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Til viðbótar hefur olíuverð á heimsmarkaði hækkað áfram og verðbólga í helstu viðskiptalöndum aukist (sjá kafla II). Það leggst því allt á sömu sveif varðandi horfur um þróun innflutningsverðs um þessar mundir og áætlað er að verð innfluttrar vöru og þjónustu hafi hækkað um 8,8% milli ára á þriðja ársfjórðungi (mynd VI-4). Þetta er töluvert viðsnúningur frá því á sama tíma í fyrra en þá nam árslækkun innflutningsverðs í krónum liðlega 4%. Að hluta endurspeglar þetta áhrif hækkanði útflutningsverðs viðskiptalanda en við bætist að áhrif gengishækkunar krónunnar hafa fjarað út. Þá virðist sem álagning á innflutningsverð hafi aukist að undanförunu sem sést á því að innflutningsverð hefur hækkað nokkru meira undanfarið en hægt er að skýra með alþjóðlegum verðhækkunum og gengi krónunnar.

Verð innfluttrar vöru í vísitölu neysluverðs hefur hækkað um 2,3% sl. tólf mánuði og framlag til ársverðbólgu numið um 0,7 prósentum (mynd VI-5). Flestir undirliðir innfluttrar vöru hafa hækkað nokkuð í verði undanfarna mánuði þótt verð á t.d. fatnaði og skóm hafi mælst lægra í október en fyrir ári. Innlent bensínverð hefur hækkað um 16% frá fyrra ári og bætti með beinum hætti um 0,3 prósentum við mælda verðbólgu í október. Til viðbótar eru síðan óbein áhrif hækkunar olíuverðs á aðrar vörur og þjónustu eins og t.d. flugfargjöld.

... og fleiri stjórnendur búast við að þurfa að hækka afurðaverð

Hætta er á að aukinn kostnaður vegna innfluttra aðfanga hjá innlendum fyrirtækjum í kjölfar hækkunar olíuverðs og lækkunar á gengi krónunnar komi nú fram í verðlagi. Kostnaður hefur einnig aukist undanfarin misseri vegna mikilla launahækkana. Verð innlendrar vöru í vísitölu neysluverðs hefur hækkað um 3,7% sl. tólf mánuði en á fyrri hluta þessa árs mældist að meðaltali 1,7% verðhækkun milli ára. Þetta er í takt við þróun framleiðsluverðs afurða sem seldar eru innanlands en verð þeirra hefur farið hækkanði að undanförunu og var árs-hækkunin 2,8% á þriðja ársfjórðungi. Framlag almennrar þjónustu til verðbólgu er enn lítið þrátt fyrir vaxandi innlenda verðbólguþrýsting (mynd VI-6). Lækkun flugfargjalda til útlanda hefur átt stóran þátt í því og var lækkun milli ára svipuð í október og hún var fyrir ári. Einnig hefur verð á símaþjónustu lækkað töluvert á sama tíma (mynd VI-7).

Haustkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins bendir einnig til þess að verðbólguþrýstingur fari vaxandi. Um 56%

stjórnenda töldu þörf á að hækka verð á eigin vöru og þjónustu á næstu sex mánuðum og hefur hlutfallið ekki mælst hærra í tíu ár (mynd VI-8). Um 70% stjórnenda bjuggust við hækkun aðfangaverðs á næstu sex mánuðum sem er fjölgun frá vorkönnuninni. Í könnuninni kom fram að 76% stjórnenda töldu launakostnað hafa mest áhrif til verðhækkunar á eigin afurðum og 38% þeirra töldu að aðfangaverð hefði næstmest áhrif. Jafnframt töldu 35% stjórnenda að samkeppnisstaða og álagning hefðu mest áhrif til verðlækkunar (mynd VI-9).

Launahlutfallið vel yfir langtímameðaltali

Hagstofa Íslands birti í september tölur úr framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga um þróun launa og launatengdra gjalda þar sem fyrri tölur voru litillega endurskoðaðar. Áætlað er að laun á vinnustund hafi hækkað um 8,3% í fyrra sem er nokkru meiri hækkun en samkvæmt launavísitölu sem hækkaði um 6,8% og samkvæmt vísitölu heildarlauna sem hækkaði um 6,5%.¹ Í ágústspánni var gert ráð fyrir að laun á vinnustund hafi hækkað um 7,5% í fyrra og þar sem aðrir mælikvarðar á launapróun sýna minni hækkun er því mati ekki breytt.

Þótt laun og launatengd gjöld hafi lítið breyst við endurskoðun í september hefur launahlutfallið lækkað frá marsbirtingu þjóðhagsreikninga sem má að mestu leyti rekja til endurskoðunar vergra þáttatekna. Launahlutfallið er nú talið hafa verið 63,1% í fyrra sem er 3½ prósentu hærra en á árinu 2016 og 3 prósentum yfir langtímameðaltali.

Hægt hefur á ársþækkun launa en horfur eru mjög óvissar

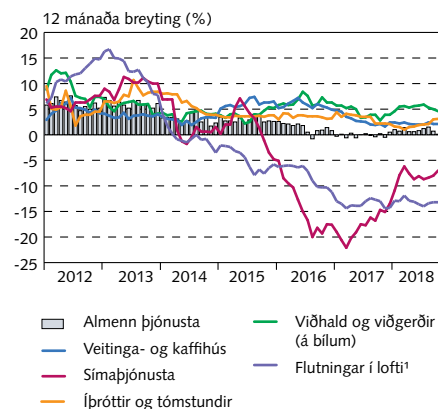
Dregið hefur úr ársþækkun launa það sem af er þessu ári þótt hún sé enn töluverð. Launavísitalan hækkaði um 6,1% á þriðja fjórðungi ársins frá sama tíma í fyrra en vísitala heildarlauna hækkaði um 4,9% milli ára á öðrum fjórðungi ársins (mynd VI-10). Hraðari hjöðnun ársþækkunar launa á mælikvarða vísitölu heildarlauna endurspeglar að hluta grunnáhrif vegna kaupaukagreiðslna í fjármálastarfsemi sem greiddar voru út í fyrra en áhrifa þeirra mun gæta á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Að auki er um bráðabirgðatölur að ræða og lítil reynsla komin á umfang endurskoðunar hinnar nýju vísitölu við nýjar birtingar.

Grunnsþáin gerir ráð fyrir að launakostnaður á vinnustund hækki að meðaltali um 7,8% í ár. Horfur eru á liðlega 2% framleiðnivexti á árinu og því er áætlað að launakostnaður á framleidda einingu hækki um 5,6% sem er svipað mat og í ágústspá bankans en meiri hækkun en á undanförmum tveimur árum (mynd VI-11). Mikil óvissa er um þróun launa á næstu misserum í ljósi stöðunnar í komandi kjaraviðræðum. Komið hafa fram kröfur um miklar launahækkunar en á móti vegur að launahlutfallið er þegar komið yfir sögulegt meðaltal sem fyrr segir og viðskiptakjör hafa rýrnað. Þá eru horfur á að atvinnuleysi þokist upp á við og hægja muni á framleiðnivexti eftir mikinn vöxt undanfarin þrjú ár. Samningsstaða launafólks kann því að hafa veikst á sama tíma og svigrúm fyrirtækja til að taka á sig launahækkunar hefur minnkað.

Mynd VI-7

Almenn þjónusta og valdir undirliðir vísitölu neysluverðs

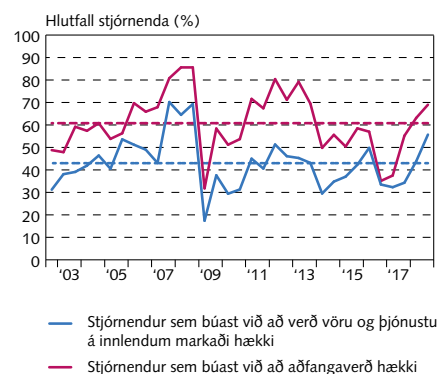
Janúar 2012 - október 2018



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

Mynd VI-8

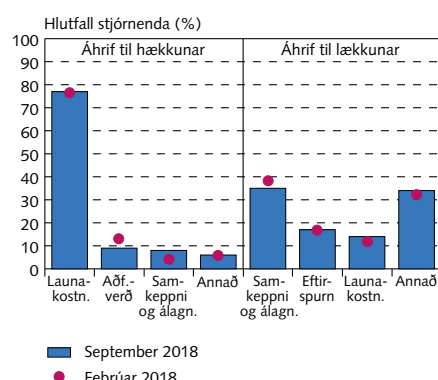
Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurða-verð næstu 6 mánuði 2002-2018¹



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

Mynd VI-9

Verðákvæðanir fyrirtækja¹



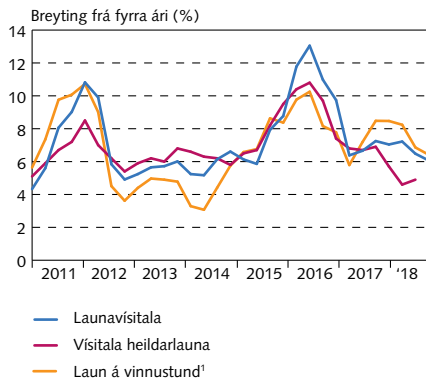
1. Svör stjórnenda við því hvaða þættir hafa mest áhrif á verðlagningu þeirra horft til næstu sex mánaða. Heimild: Gallup.

1. Nánar er fjallað um hina nýju vísitölu heildarlauna í rammagrein 4.

Mynd VI-10

Laun á mismunandi mælikvarða

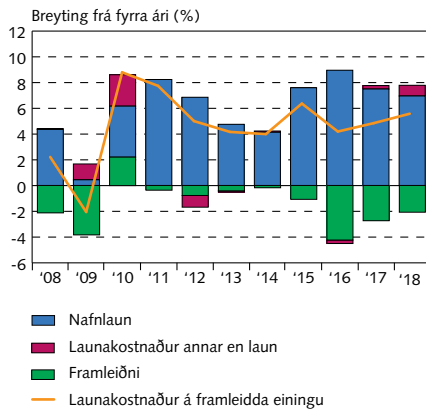
1. ársfj. 2011 - 3. ársfj. 2018



1. Laun á vinnustund byggjast á árstölum fyrir launahluta launa og launategdra gjalda úr framleiðsluþppgjöri í hlutfalli við heildarvinnustundir úr vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Áætun frá 4. ársfj. 2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirlíða 2008-2018¹

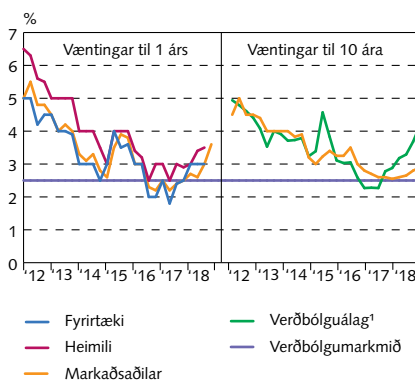


1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2017-2018. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-12

Verðbólguvæntingar

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2018



1. Talan fyrir 4. ársfjórðung 2018 er meðaltal það sem af er fjórðungnum. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólguvæntingar

Skammtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja óbreyttar milli kannana en hafa hækkað frá sama tíma í fyrra

Samkvæmt haustkönnunum Gallup sem framkvæmdar voru í september sl. væntu heimili og fyrirtæki þess að verðbólga yrði 3-3,5% eftir eitt ár en 3,5-4% eftir tvö ár. Þetta er óbreytt mat frá síðustu könnun en hækking um 0,5-0,8 prósentur frá sama tíma í fyrra. Skammtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila hafa hækkað undanfarið (mynd VI-12). Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til eins og tveggja ára hefur verið 3,2-3,5% það sem af er fjórða ársfjórðungi og hefur hækkað um tæplega ½ prósentu frá þriðja fjórðungi og um tæplega 1½ prósentu frá sama tíma í fyrra. Verðbólguvæntingar markaðsaðila samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í lok október segja svipaða sögu en þeir bjuggust við að verðbólga yrði 3,6% eftir eitt ár og 3,2% eftir tvö ár.

Langtímaverðbólguvæntingar komnar nokkuð yfir verðbólguþálagið

Langtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hafa haldist óbreyttar milli kannana en þær voru mældar í fyrsta sinn á fyrri hluta þessa árs. Heimili bjuggust við að verðbólga yrði að meðaltali 3,5% á næstu fimm árum og stjórnendur fyrirtækja gerðu ráð fyrir 3% verðbólgu. Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila hafa hins vegar þökast upp á við undanfarið (mynd VI-12). Samkvæmt könnun bankans væntu þeir að verðbólga yrði um 3% að meðaltali á næstu fimm og tíu árum sem er um ½ prósentu hærra en fyrir ári síðan. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur þar að auki hækkað undanfarna mánuði. Álagið til fimm ára hefur verið 4% það sem af er fjórða ársfjórðungi en var að meðaltali 3,5% á þriðja ársfjórðungi og 2,6% á sama tíma í fyrra.² Álagið til tíu ára hefur þróast með áþekkingum hætti en mælist heldur hærra eða 4,2%. Vísendingar eru því um að kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið hafi veikt undanfarna mánuði.

2. Verðbólguálagið er reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Við túlkun þess þarf að hafa í huga að það inniheldur einnig áhættuálag sem tengist seljanleika bréfanna auk áhættuálags vegna óvissu um verðbólgu. Hækkun verðbólguálagsins undanfarið endurspeglar líklega að einhverju leyti hækkingu áhættuálags á skuldabréfamarkaði.

Meginmarkmið Seðlabankans er að halda verðlagi stöðugu og til þess að ná því markmiði beitir bankinn þeim stjórnækjum sem hann hefur yfir að ráða og þá sérstaklega vaxtakjörum sem bjóðast í viðskiptum hans við önnur fjármálafyrirtæki. Með því að breyta þessum vaxtakjörum getur bankinn haft áhrif á markaðsvexti og þar með á almenn vaxtakjör heimila og fyrirtækja. Vextir bankans hafa einnig áhrif á peningamagn í umferð, eignaverð, gengi krónunnar og að lokum á almenna eftirspurn í þjóðarbúskapnum. Allir þessir þættir hafa síðan áhrif á þróun verðbólgu. Þessir ólíku farvegir peningastefnunnar eru almennt kallaðir miðlunarferli peningastefnunnar.¹

Hvernig hefur peningastefnan áhrif á aðra vexti?

Fyrsti hluti miðlunarferlisins lýsir því hvernig vextir Seðlabankans hafa áhrif á aðra skammtímavexti á markaði og í gegnum þá á langtímamarkaðsvexti. Þar sem skammtíma- og langtímamarkaðsvextir hafa mikilvæg áhrif á fjármögnunarkostnað fjármálafyrirtækja, miðlast áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans að lokum yfir í vaxtakjör heimila og fyrirtækja. Í rannsókn Þórarins G. Péturssonar (2001b) er þessi hluti miðlunarferilsins skoðaður sérstaklega. Eins og þar er rakið ættu vaxtabreytingar Seðlabankans að valda álíka breytingum á skammtímamarkaðsvöxtum. Fyrir fjárskuldbindingar með lengri líftíma verður myndin flóknari. Samkvæmt svokallaðri væntingakenningu vaxta (e. expectations hypothesis) ættu langtímavextir á skuldabréfamarkaði í meginatriðum að ráðast af skammtímavöxtum í dag og væntingum um þá út líftíma skuldabréfsins. Seðlabankinn getur því bæði haft áhrif á langtímavexti með því að breyta meginvöxtum sínum í dag og með því að skapa væntingar um að þeim verði breytt í framtíðinni. Seðlabankinn getur þannig t.d. aukið slagkraft vaxtahækkunar í dag með því að lýsa því yfir að þeir verði hækkaðir enn meira á næstu misserum. Að sama skapi gætu áhrif vaxtahækkunar verið minni en ella ef væntingar eru um að þeir lækki skjótt aftur. Endanleg áhrif vaxtabreytingar Seðlabankans á langtímavexti ákvarðast því ekki síst af því hver áhrif breytingarinnar eru á væntingum markaðsaðila um framtíðarþróun meginvaxta bankans. Hið sama á við um áhrifin á verðtryggðar fjárskuldbindingar. Að því leyti sem vaxtabreyting Seðlabankans hefur áhrif á skammtíma- raunvexti ættu áhrif peningastefnunnar á raunvexti óverðtryggðra langtímaskuldabréfa að miðlast með svipuðum hætti og lýst er hér að ofan. Staðkvæmd milli verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa gerir það síðan að verkum að verðtryggðir skuldabréfavextir breytast með svipuðum hætti og raunvextir óverðtryggðra fjárskuldbindinga.

Gögnin

Niðurstöður ofangreindrar rannsóknar sýna að vextir Seðlabankans hafa áhrif á skammtíma- og langtímamarkaðsvexti í takt við það sem vænta má. Peningastefnan hefur einnig áhrif á verðtryggða útlánvexti banka en áhrifin tekur nokkra mánuði að koma fram og virðast að mestu miðlast í gegnum verðtryggða skuldabréfavexti. Verulegar breytingar hafa hins vegar orðið á uppbyggingu fjármálakerfisins frá því að þessi rannsókn var gerð og grundvallarbreytingar gerðar á umgjörð peningastefnunnar en tímabilið sem þar er skoðað er fastgengistímabilið á tíunda áratug síðustu aldar. Því er ekki úr vegi að uppfæra matið á þessum hluta miðlunarferlisins og skoða hvort breytingar hafi orðið á honum.

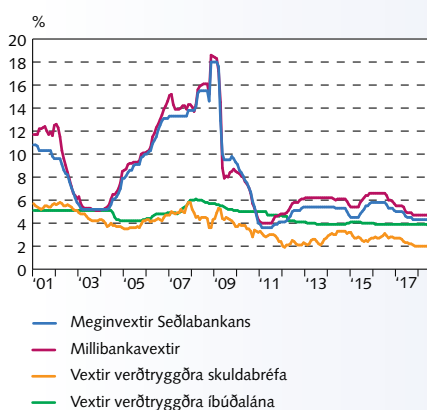
1. Almenna umfjöllun um miðlunarferlið er að finna í Þórarinn G. Pétursson (2001a) og nánari greiningu á stærðargráðu áhrifa og tímatofum í miðlunarferlinu er að finna í handbókum þjóðhagslíkana bankans (Ásgeir Danielsson o.fl., 2015, og Seneca, 2010).

Rammagrein 1

Miðlun meginvaxta Seðlabankans yfir í aðra vexti

Mynd 1

Meginvextir, markaðsvextir og útlánvextir¹
Janúar 2001 - júní 2018



1. Millibankavextir eru 3 mánaða REIBOR-vextir. Vextir verðtryggðra skuldabréfa eru 10 ára vextir metnir út frá eingreiðsluvaxtarófinu. Vextir verðtryggðra íbúðalána eru vegnir meðalvextir íbúðalána frá íbúðalánasjóði, viðskiptabönkum og lífeyrissjóðum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Líkt og í fyrri rannsókninni er notast við svokallað kerfisform margvíðs tímaráðalíkans (VAR-líkans, e. structural vector autoregressive model) en slík líkön eru jafnan notuð til að greina orsakatengsl í líkönum þar sem allar hagstærðirnar ákvarðast samtímis. VAR-líkanið sem er notað hér inniheldur tvenns konar skammtímavexti, annars vegar meginvexti Seðlabankans og hins vegar þriggja mánaða millibankavexti.² Langtímavextirnir eru tíu ára vextir verðtryggðra skuldabréfa sem fengnir eru með því að meta eingreiðsluferil verðtryggðra skuldabréfa út frá vaxtarófinu.³ Fyrir íbúðalánvexti er notast við lægstu skráðu föstu vexti íbúðalána íbúðalánasjóðs (með uppgreiðsluþóknun frá desember 2005 en án hennar fyrir þann tíma), viðskiptabankanna (einfalt meðaltal vaxta viðskiptabankanna þriggja) og lífeyrissjóða (einfalt meðaltal vaxta sjö lífeyrissjóða frá febrúar 2010 en fjögurra sjóða fyrir það). Viðskiptabankarnir buðu fyrst upp á löng verðtryggð íbúðalán í september 2004 þótt þeir hafi boðið upp á skammtímaviðbótarlán fyrir þann tíma. Þá eru upplýsingar um verðtryggð húsnæðislán lífeyrissjóða fyrir árið 2004 ekki aðgengilegar. Íbúðalánvextirnir sem eru notaðir hér eru því í raun vextir íbúðalánasjóðs fram til september 2004 og vegið meðaltal (miðað við markaðshlutdeild) vaxta íbúðalánasjóðs, viðskiptabankanna þriggja og lífeyrissjóða frá þeim tíma.⁴ Mynd 1 sýnir þróun þessara vaxta frá árinu 2001. Eins og sjá má fylgja millibankavextir meginvöxtum Seðlabankans náði en lengri vextir breytast minna og eru lægri enda eru þeir raunvextir en skammtímavextirnir nafnvextir.

Mat á áhrifum peningastefnunnar á aðra vexti

Mynd 2 sýnir matið á áhrifum ófyrirséðs eins staðalfráviks skells í meginvöxtum Seðlabankans á meginvextina og aðra vexti samkvæmt VAR-líkaninu. Líkanið er metið með mánaðargögnum (mánaðarlegum meðaltölum) yfir tímabilið janúar 2001 til júní 2018. VAR-líkanið er metið með tveimur tímatofum í samræmi við niðurstöður Schwarz-prófs og inniheldur gervibreytur fyrir apríl og október til desember 2008 annars vegar og apríl til júní 2009 hins vegar. Gervibreyturnar fyrir árið 2008 eru vegna mikilla sveiflna í skammtímavöxtum í fjármálakreppunni en gervibreyturnar fyrir árið 2009 eru vegna mikilla hreyfinga á lausafjárstöðu fjármálastofnana sem orsökðu miklar sveiflur í millibankavöxtum og gerðu það að verkum að aðhaldsstig peningastefnunnar minnkaði nokkuð umfram það sem stefnt hafði verið að (sjá t.d. umfjöllun í *Peningamállum* 2009/4).

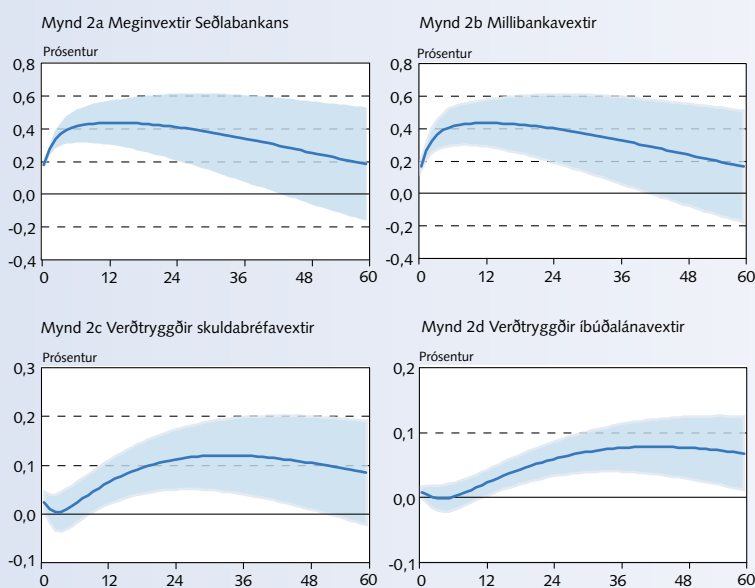
Samkvæmt matinu á viðbragðsföllunum hækka meginvextir Seðlabankans strax um 0,18 prósentur en áhrifin á þá ná hámarki um ári síðar þegar þeir hafa hækkað um tæplega 0,5 prósentur. Eins og sést á myndinni kemur hækkun meginvaxta nánast að fullu fram í hækkun þriggja mánaða millibankavaxta. Þótt samtímaáhrif á

- Skilgreiningin á meginvöxtum Seðlabankans getur breyst frá einum tíma til annars eftir aðstæðum á fjármálamarkaði. Frá janúar 2001 til mars 2009 voru vextir á 7 daga veðlánnum Seðlabankans skilgreindir sem meginvextir bankans en frá apríl til september 2009 voru það vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í bankanum. Frá október 2009 til maí 2014 var meðaltal vaxta á viðskiptareikningum og 28 daga innstæðubréfum skilgreint sem meginvextir bankans en frá maí 2014 eru vextir á 7 daga bundnum innlánnum í Seðlabankanum skilgreindir sem meginvextir bankans.
- Eingreiðsluvaxtarófið er metið með aðferð Nelson-Siegel en við matið er notast við vexti verðtryggðra ríkisskuldabréfa, verðtryggðra íbúðabréfa og verðtryggðra húsbreifa sem falla undir samninga um viðskiptavakt. Við mat á stysta enda vaxtarófsins er miðað við skammtímaraunvexti út frá mældri tólf mánaða verðbólgu.
- Í rannsókn Þórarins G. Péturssonar (2001b) er notast við meðalvexti verðtryggðra útlána bankakerfisins, þ.e. vegið meðaltal kjörvaxta á verðtryggðum skuldabréfalánnum banka og sparissjóða. Nánast sama niðurstaða fæst þegar þessi röð er notuð í stað vaxta verðtryggðra íbúðalána eins og hér er gert en þó eru áhrif peningastefnunnar á útlánvexti heldur meiri en hér er sýnt ef notast er við bankavextina.

verðtryggða skuldabréfavexti séu tiltölulega lítil eru þau tölfræðilega marktæk miðað við 95% öryggisbilið. Þau aukast síðan smám saman og ná hámarki í um 0,12 prósentum ríflega tveimur árum eftir upphaflega skellinn. Áhrifin á verðtryggða íbúðalánavexti verða tölfræðilega marktæk ári eftir upphaflega skellinn og eru hámarksáhrifin á þá svipuð og á skuldabréfavextina. Samtímaáhrif skellsins eru af svipaðri stærðargráðu og í grein Þórarins G. Péturssonar (2001b) en áhrifin eru þrálátari en hann finnur og nokkru meiri en þar fást þegar þau ná hámarki.

Mynd 2

Áhrif ófyrirséðs 1 staðalfráviks skells í meginvöxtum¹



1. Myndin sýnir viðbragðsföll (e. impulse response functions) fyrir ófyrirséðan 1 staðalfráviks skell í meginvöxtum Seðlabankans á skammtíma- og langtíma vexti yfir 5 ára tímabil (60 mánuði). Notast er við VAR-likan með mánaðargögnum fyrir tímabilið 2001 til 2018. Kerfisskilmir eru metnir með Cholesky-þáttun en röð breytanna í líkaninu er rökstudd fræðilega í grein Þórarins G. Péturssonar (2001b). Skygðá svæðið sýnir 95% öryggisbil.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Að lokum sýnir mynd 3 hve mikið af breytileika í einstaka vaxtaröðum megi skýra með undirliggjandi skellum í vaxtaröðunum yfir sama fimm ára tímabil og sýnt er í mynd 2. Þar sést t.d. að sveiflur í millibankavöxtum má að mestu leyti rekja til ófyrirséðra skella í meginvöxtum, þ.e. millibankavextir ráðast í meginatriðum af þróun meginvaxta Seðlabankans. Eftir því sem líður frá upphaflega skellinum í meginvöxtum verður vægi þeirra í breytileika skuldabréfa- og íbúðalánavaxta einnig meira. Eftir þrjú ár má t.d. rekja hátt í helming breytileika í íbúðalánavöxtum til meginvaxta bankans og um tvo þriðju breytileikans eftir fimm ár.⁵

Samantekt

Meginvextir Seðlabankans virðast miðlast út vaxtarófið með eðlilegum hætti. Vaxtabreytingar bankans hafa að sama skapi tölfræðilega marktæk áhrif á vexti verðtryggðra íbúðalána og virðist miðlun peningastefnunnar yfir í útlánvexti hafa styrkst frá því á tíunda áratug síðustu aldar. Áhrif vaxtabreytinga bankans vara lengur og virðast miðlast beint út í útlánvexti í stað þess að virka fremur í gegnum skuldabréfavexti eins og fyrri rannsóknir höfðu

5. Sé tölfræðimatið endurtekið með skammtímaraunvöxtum (skammtíma vöxtum að frádreginni verðbólgu) sést að ofangreint mat endurspeglar í meginatriðum áhrif skells í skammtímaraunvöxtum á verðtryggða vexti.

Mynd 3

Hlutdeild ófyrirséðra skella í vöxtum í breytileika ólíkra vaxta¹

1. Myndin sýnir hlutdeild mismunandi skella í breytileika ólíkra vaxta yfir 5 ára tímabil (ársmeðaltöl). Notast er við VAR-líkan metið með mánaðargögnum fyrir tímabilið 2001 til 2018. Kerfisskellirnir eru metnir með Cholesky-þáttun en röð breytanna í líkaninu er röktuð fráðilega í grein Þórarins G. Péturssonar (2001b).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

bent til. Þetta sést einnig á því að meginvextir bankans skýra nú stærri hluta breytileika útlánvaxta en áður.⁶

Heimildir

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

Ásgeir Jónsson, Ásdís Kristjánsdóttir og Illugi Gunnarsson (2018). *Framtíð íslenskrar peningastefnu*. Skýrsla til ríkisstjórnar Íslands vegna endurmats á ramma peningastefnunnar, júní 2018.

Seneca, M., (2010). A DSGE model for Iceland. Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 50.

Þórarinn G. Pétursson (2001a). Miðlunarferli peningastefnunnar. *Peningamál* 2001/4, bls. 59-74.

Þórarinn G. Pétursson (2001b). The transmission mechanism of monetary policy: Analysing the financial market pass-through. Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 14.

6. Þessar niðurstöður eru nokkuð á skjön við niðurstöður sem birtar eru í viðauka nýrrar skýrslu til stjórnvalda um tillögur að breytingum á ramma peningastefnunnar (Ásgeir Jónsson o.fl., 2018) en þar er komist að þeirri niðurstöðu að áhrif peningastefnunnar á verðtryggða útlánvexti séu tölfræðilega ómarktæk. Notast er við VAR-líkan sem er svipað líkaninu sem metið er af Þórami G. Péturssyni (2001b) og hér er notast við en þó án skuldabréfavaxta. Að sama skapi er líkanið eingöngu metið með gögnum frá árinu 2011 sem gerir niðurstöðurnar síður áreiðanlegar.

Fjármálakreppan sem skall á hér á landi haustið 2008 hafði mikil áhrif á þjóðarbúskapinn. Efnahagssumsvif drógust verulega saman, fjöldi starfa tapaðist og atvinnuleysi varð meira en það hafði mælst um langa hríð. Vorið 2010 náði þjóðarbúskapurinn loks viðspyrnu og efnahagsbati hófst. Framan af var hann hægfara og ójafn en sótti í sig veðrið þegar frá leið, ekki síst vegna mikils viðskiptakjarabata og ótrúlegs vaxtar í ferðaþjónustu.

Nú þegar tíu ár eru liðin frá því að fjármálakreppan skall á er ekki úr vegi að reyna að leggja mat á hve mikið framleiðslutapið í kjölfar fjármálakreppunnar var. Samanburður við áætlaðan leitnivöxt bendir til þess að uppsafnað framleiðslutap nemi um þriðjungi af landsframleiðslu eða sem samsvarar um 2½ m.kr. á hvern landsmann.

Samdrátturinn í kjölfar fjármálakreppunnar hefur verið endurheimtur og gott betur

Samkvæmt tölum Hagstofu Íslands dróst landsframleiðslan saman um 6,8% árið 2009 og um 3,4% til viðbótar árið 2010 eða samtals um 10%.¹ Samdráttur landsframleiðslu á mann var áþekkur eins og mynd 1 sýnir. Bæði var samdrátturinn djúpur og langan tíma tók að vinna hann til baka: það er ekki fyrr en árið 2015 að landsframleiðslan nær aftur því stigi sem hún var á fyrir fjármálakreppuna, þ.e. sex árum eftir að kreppan skall á. Mikill hagvöxtur undanfarin þrjú ár gerir það síðan að verkum að áætlað er að landsframleiðslan verði líðlega fimmtungi meiri í ár en þegar hún var mest fyrir fjármálakreppuna.

Þessi mikli hagvöxtur endurspeglar hins vegar að hluta til mikla mannfjöldaaukningu og því hefur vöxtur landsframleiðslu á mann verið hægari, sérstaklega undanfarin tvö ár. Landsframleiðsla á mann náði því ekki fyrra hámarki fyrr en árið 2016 og verður í ár ríflega 7% meiri en þegar hún var mest árið 2007.

Samdrátturinn var meiri hér á landi en í öðrum iðnríkjum en batinn var einnig kröftugri

Samdrátturinn hér á landi var töluvert meiri en meðal helstu iðnríkja og að jafnaði meðal helstu viðskiptalanda eða OECD-ríkja (sjá mynd 2). Samdrátturinn var tæplega 3% í Bandaríkjunum og um 3½% í helstu viðskiptalöndum og að meðaltali í OECD-ríkjum. Hann var öllu meiri á evrusvæðinu eða 4½% sem litaðist mjög af þróuninni á Írlandi, í Grikklandi og í löndunum á Pýreneaskaga. Ástæður þess að samdrátturinn varð meiri hér á landi en í öðrum þróuðum ríkjum eru margar og endurspeglar að verulegu leyti að mikið þjóðhagslegt og fjármálalegt ójafnvægi hafði byggst upp í aðdraganda fjármálakreppunnar. Birtist það t.d. í miklum viðskiptahalla og hraðvaxandi skuldsetningu, m.a. í erlendum gjaldmiðlum. Ólíkt því sem gerðist í öðrum iðnríkjum varð fjármálakreppan hér á landi því tvíþætt. Til viðbótar við viðtæka bankakreppu varð einnig alvarleg gjaldeyris-kreppa en rannsóknir sýna að þegar þetta tvennt fer saman (þ.e. svo kölluð tviburakreppa) verður efnahagssamdrátturinn jafnan mun dýpri og langvinnari.²

Mynd 2 sýnir hins vegar einnig hversu hraður efnahagsbatinn hér á landi hefur verið í alþjóðlegum samanburði. Það á sérstaklega við síðustu ár: meðalhagvöxtur á Íslandi undanfarin fimm ár hefur

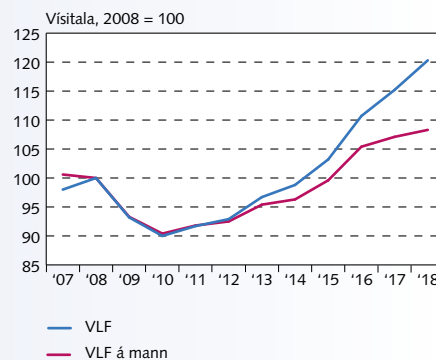
1. Samdrátturinn er meiri ef miðað er við ársfjórðungslegar tölur en samkvæmt þeim dróst landsframleiðslan saman um 13% frá fjórða ársfjórðungi 2007 til fyrsta ársfjórðungs 2010 en frá þeim tíma tók landsframleiðslan að aukast á ný.
2. Sjá t.d. Bordo o.fl. (2001) og Hutchinson og Noy (2005). Ítarlegri umfjöllun um fjármálakreppuna hér á landi og ástæður hennar, auk alþjóðlegs samanburðar, má t.d. finna í Þorvarður T. Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011), Bjarni G. Einarsson o.fl. (2015) og Sigríður Benediktsdóttir o.fl. (2017). Í rammagrein IV-2 í *Peningamálu* 2010/4 er samdrátturinn hér á landi einnig borinn saman við reynsluna úr öðrum alvarlegum fjármálakreppum eins og t.d. norrænu bankakreppunni og Asíukreppunni.

Rammagrein 2

Þjóðarbúskapurinn áratug eftir fjármálakreppuna

Mynd 1

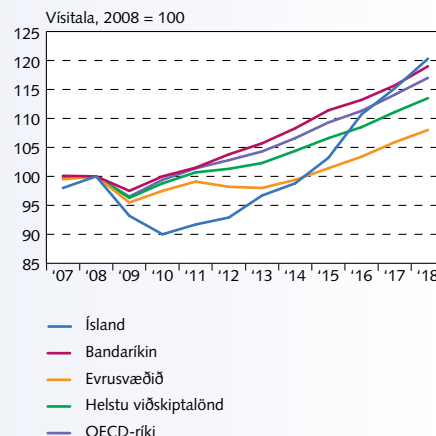
Efnahagssamdráttur og -bati á Íslandi í kjölfar fjármálakreppunnar¹



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

Mynd 2

Efnahagssamdráttur og -bati í alþjóðlegum samanburði¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018 fyrir öll ríkin nema OECD-svæðið sem byggist á spá OECD.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

verið 4,4% en einungis um 2% í helstu viðskiptalöndum og enn minni eða 1½% á evrusvæðinu.

Framleiðslutap í kjölfar fjármálakreppunnar verulegt og langvarandi

Þróun landsframleiðslunnar frá fjármálakreppunni og sú staðreynd að hún hefur nú náð fyrra hámarki segir þó ekki alla söguna um alvarleika fjármálakreppunnar. Til að fá betri mynd af því framleiðslutapi sem varð í kjölfar kreppunnar þarf að leggja mat á hver þróun landsframleiðslunnar hefði verið ef ekki hefði orðið fjármálaáfall. Slíkt mat er alltaf háð mikilli óvissu en hefðbundin leið til að meta tapið er að bera raunverulega þróun landsframleiðslunnar saman við mat á leitniferli hennar og áætla framleiðslutapið sem uppsöfnuð frávik framleiðslunnar frá leitniferlinu í kjölfar fjármálakreppunnar.

Tvö álitaefni vakna hins vegar sem geta haft veruleg áhrif á endanlegt mat á framleiðslutapinu. Í fyrsta lagi þarf að ákveða við hvaða leitnivöxt eigi að miða en hið metna framleiðslutap verður því meira sem leitnivöxturinn er talinn meiri. Æskilegt er að valið á leitnivextinum endurspegli sem best það sem raunhæft er að ætla að þjóðarþúið hefði getað vaxið um að meðaltali hefði fjármálakreppan ekki skolið á. Oft er notast við meðalhagvöxt árána í aðdraganda fjármálakreppunnar en æskilegt er að forðast að láta það mat litast um of af hagvaxtarþróun rétt fyrir áfallið ef mikill hagvöxtur árána fyrir fjármálakreppuna endurspeglar undirliggjandi ójafnvægi sem byggðist upp í aðdraganda kreppunnar. Þetta á sérstaklega við hér á landi þar sem verulegt ójafnvægi hafði byggst upp í aðdraganda fjármálakreppunnar og hagvöxtur um langt skeið verið vel yfir því sem raunhæft er að samræmist langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins. Þetta sést t.d. í nýlegri greiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2018) á framleiðslutapi í kjölfar fjármálakreppunnar þar sem notast er við meðalhagvöxt árána 2000-2008 til að meta leitnivöxtinn. Hér á landi var meðalhagvöxtur á þessu tímabili 3,6% sem er varla raunhæft að ætla að hefði getað staðist til lengdar. Alþjóðlegur samanburður Laeven og Valencia (2013) á framleiðslutapi í kjölfar fjármálakreppunnar er sama marki brenndur þegar kemur að mati á þróuninni hér á landi.

Hitt álitaefnið snýr að því að ákveða við hvaða tímamark á að miða upphaf leitniferilsins en sú ákvörðun felur í sér þá afstöðu að aukning landsframleiðslunnar fram að þeim tímamarki sé varanleg og því ekki birtingarmynd þess ójafnvægis sem var að byggjast upp í aðdraganda kreppunnar. Matið á framleiðslutapinu verður því meira sem upphafspunktur leitniferilsins er nær upphafi kreppunnar í tíma og hætta á ofmati á tapinu verður því meiri sem ójafnvægið í aðdraganda kreppunnar er meira.

Laeven og Valencia (2013) miða upphaf leitniferilsins við fjögur ár áður en kreppan skellur á sem er árið 2004 í tilfelli Íslands og er því fylgt hér. Það rímar ágætlega við þá staðreynd að hið efnahagslega og fjármálalega ójafnvægi tók að byggjast hratt upp í kjölfar umbreytinga á innlendu fjármálakerfi seint árið 2004 og hins hraða útlánavaxtar sem varð í kjölfarið. Þessu til viðbótar bendir mat Seðlabankans til þess að árið 2004 hafi framleiðslustig þjóðarbúsins verið nálægt framleiðslugetu og framleiðsluþættir því nálægt fullri nýtingu.

Til að forðast að láta mat á leitnivextinum litast um of af miklum hagvexti í aðdraganda fjármálakreppunnar er hér miðað við meðalhagvöxt yfir nokkuð langt tímabil sem undanskilur árin fyrir fjármálakreppuna þegar ójafnvægið í þjóðarþúinu var sem mest. Fyrir valinu varð tuttugu ára tímabil sem miðast við tímabilið fram að upphafspunkti leitniferilsins, þ.e. árin 1984-2003. Meðalhagvöxtur á þessu tímabili er 2,8% sem er nálægt 2,7% mati Seðlabankans á langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins.

Mynd 3 sýnir samanburð á þróun landsframleiðslunnar og leitniferli hennar. Eins og myndin sýnir fela ofangreindar forsendur í sér að nokkuð af hagvexti árána fyrir fjármálakreppuna er talið vera ósjálfbært en árið 2009 fellur landsframleiðslan niður fyrir leitniferil sinn og er undir honum þar til árið 2017. Uppsafnað framleiðslutap (svæðið undir leitniferlinum) yfir þetta tíu ára tímabil (árin 2009-2018) er um 35% sem er áþekkt því 32% framleiðslutapi sem Laeven og Valencia meta að meðaltali meðal þróaðra ríkja í kjölfar fjármálakreppna frá árinu 1970 en meira en það 25% tap sem fæst að meðaltali í síðustu fjármálakreppu.³ Efnahagsleg áhrif fjármálakreppunnar voru því veruleg: áætlað er að uppsafnað framleiðslutap nemi liðlega þriðjungi af landsframleiðslu sem samsvarar varanlegu tekjutapi sem nemur um 2½ m.kr. á hvern landsmann.

Þetta er svipað tap og Laeven og Valencia (2013) áætla en þeir telja að framleiðslutapið hér á landi hafi verið um 42% en er töluvert minna en þau 86% sem Sigríður Benediktsdóttir o.fl. (2017) áætla.⁴ Mismunandi mat endurspeglar ólíkar forsendur um undirliggjandi leitnivöxt landsframleiðslunnar og upphafspunkt leitniferilsins. Heldur hærra mat Laeven og Valencia (2013) endurspeglar að þeir miða við töluvert hærra leitnivöxt en hér er miðað við en á móti vegur að þeir meta tapið einungis fyrir fyrstu þrjú árin eftir að kreppan skellur á. Hærra mat Sigríðar Benediktsdóttur o.fl. (2017) skýrist af því að þau miða upphafspunkt leitniferilsins við árið 2007, sem felur í sér töluvert hærra upphafspunkt leitniferilsins en hér er miðað við þótt á móti vegi að þau gera ráð fyrir minni leitnivexti. Forsendur þessara tveggja rannsókna endurspeglar líklega að greining þeirra einblínir á alþjóðlegan samanburð þar sem mikilvægt er að forsendur séu samræmdar milli landa. Það mat sem hér er birt horfir hins vegar eingöngu til þróunarinnar hér á landi sem gerir það auðveldara að velja forsendur sem eiga betur við innlenda hagþróun. Þessar mismunandi niðurstöður bera þess glögglega merki hve matið á framleiðslutapinu í kjölfar fjármálakreppunnar er háð þeim tveimur undirliggjandi forsendum sem fjallað var um hér að framan. Þær sýna hins vegar allar hve alvarleg og langvarandi áhrif fjármálakreppunnar voru.

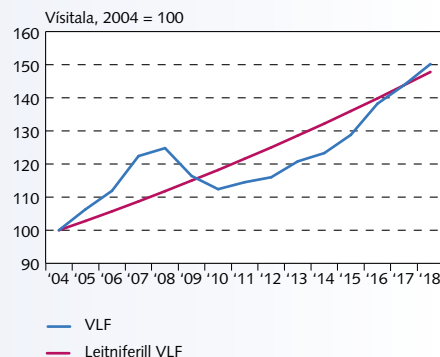
Heimildir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2018). The global recovery 10 years after the 2008 financial meltdown. *World Economic Outlook*, kafli 2, október 2018.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2015). The long history of financial boom-bust cycles in Iceland – Part I: Financial crises. Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 68.
- Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel og M. S. Martinez-Peria (2001). Is the crisis problem growing more severe? *Economic Policy*, apríl 2001, 52-82.
- Hutchinson, M. M., og I. Noy (2005). How bad are twins? Output costs of currency and banking crises. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37, 725-752.
- Laeven, L., og F. Valencia (2013). Systemic banking crises database. *IMF Economic Review*, 61, 225-270.
- Sigríður Benediktsdóttir, Gauti B. Eggertsson og Eggert Þórarinnsson (2017). The rise, fall, and resurrection of Iceland: A postmortem analysis of the 2008 financial crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*, haustið 2017, 191-281.
- Þorvarður T. 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*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge: Cambridge University Press.

3. Matið á framleiðslutapinu hér á landi lækkar hins vegar í 23% ef fráviknið fyrir árið 2008 er einnig talið með eins og Laeven og Valencia (2013) gera en þá var landsframleiðslan liðlega 11% yfir leitniferli sínum (munurinn er þó talsvert minni hjá Laeven og Valencia). Þar sem fjármálakreppan skellur á seint árið 2008 er hins vegar talið réttara að miða útreikning framleiðslutapsins við tímabilið frá og með árinu 2009.

4. Bordo o.fl. (2001) mæla framleiðslutapið með uppsöfnuðum mun hagvaxtar og leitnivaxtar (mældum með meðalhagvexti fimm ár fyrir áfallið) frá því að fjármálakreppan hefst og þangað til að hagvöxtur nær aftur leitnivextinum. Á þennan hátt fæst framleiðslutap sem nemur um 44%.

Mynd 3
Landsframleiðslan í samanburði við leitniferil¹



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

Rammagrein 3

Fjárlagafrumvarp
fyrir árið 2019

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2019 var lagt fram í september sl. Þjóðhagsforsendur hafa breyst lítils háttar frá þeim sem miðað var við í fjármálaáætluninni sl. vor og nokkrir tekju- og gjaldaliðir hafa einnig breyst. Í töflu 1 má sjá spá Hagstofu Íslands sem lögð var til grundvallar fjárlagafrumvarpinu og breytingar frá spánni sem miðað var við í fjármálaáætluninni. Spá *Peningamála* 2018/3 er einnig sýnd til samanburðar en hún var birt á svipuðum tíma og spáin sem lá til grundvallar frumvarpinu.

Tafla 1 Þjóðhagsforsendur fjárlagafrumvarps ársins 2019

	2019 (%)	Breytingar frá febrúar (prósentur)	PM 2018/3 (%)
Einkaneysla	3,9	0,2	3,8
Samneysla	2,1	0,5	1,9
Fjármunamyndun	4,9	-0,2	6,1
Útflutningur	2,7	-0,7	3,6
Innflutningur	5,1	-0,2	6,2
Verg landsframleiðsla	2,7	-0,1	2,7
Neysluverðsvisitala	2,9	0,0	2,8
Gengisvisitala	0,3	0,1	-0,9
Launavisitala	6,0	0,1	5,7

Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2019, Seðlabanki Íslands.

Ýmsar forsendur fjárlagafrumvarps fyrir árið 2019

Launaforsendur: Í forsendum fjárlaga fyrir árið 2018 var gert ráð fyrir 3,1% hækkun launa á þessu ári en flestar hækkunir tóku gildi 1. júní sl. Hækkunin ætlar að reynast meiri vegna áhrifa nokkurra samninga sem ekki lágu fyrir við fjárlagagerðina sem, auk uppfærslu launahækkana 2018 á ársgrundvöll, hefur áhrif til hækkunar á launaforsendum frumvarpsins fyrir árið 2019 sem nemur 4,1 ma.kr. Kjarasamningar starfsmanna ríkisins eru lausir frá 1. apríl á næsta ári og byggist áætlun um launapróun næsta árs á mati á niðurstöðum þeirra kjarasamninga. Í forsendum frumvarpsins er gert ráð fyrir 3,4% hækkun í þessum kjarasamningum og gildistöku 1. apríl 2019. Vegin hækkun meðallauna árið 2019 er áætluð 3,1%.

Verðlagsforsendur: Í forsendum fjárlaga fyrir árið 2018 var gert ráð fyrir að verðbólga í ár næmi 2,9%. Hagstofan hefur endurskoðað spá sína og spáir nú 2,7% verðbólgu. Ekki er hefð fyrir því að lækka fjárheimildir vegna ofmats á verðbólgu í fjárlögum heldur kemur það sem var umfram til frádráttar á verðlagsuppfærslu næsta árs. Hagstofan spáir 2,9% verðbólgu á næsta ári og nemur verðlagsuppfærslan á öðrum rekstrargjöldum 2,7% að teknu tilliti til frádráttarins. Algengt er að rekstrarútgjöld nemi 20-30% af rekstrarveltu stofnana.

Gengisforsendur: Útreikningur í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2019 á kostnaði í erlendum gjaldmiðlum miðast við meðalgengi júlímánaðar 2018. Það er 1,4% hærra en gengið sem miðað var við í forsendum fjárlaga fyrir árið 2018 og veldur 500 m.kr. hækkun á fjárheimildum stofnana.

Atvinnuleysisbætur og bætur almannatrygginga: Í frumvarpinu er gert ráð fyrir að bætur hækki um 3,4% 1. janúar 2019. Kostnaður af hækkun bóta nemur 5,6 ma.kr. Jafnframt er gert ráð fyrir að bætur til öryrkja hækki sérstaklega um 4 ma.kr. til viðbótar.

Samtals nema launa-, verðlags- og gengisbreytingar á fjárheimildum í fjárlagafrumvarpi ársins 2019, að meðtöldum hækkunum atvinnuleysisbóta og bóta Almannatrygginga, rúmum 25 ma.kr. (tafla 2).

Tafla 2 Launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar árið 2019

Rekstrargrunnur	Ma.kr.
Launaforsendur	
Hækkun launa 2018 umfram forsendur fjárlaga	4,1
Áætlaðar launahækkanir 2019	9,9
Sérbókanir í kjarasamningum árána 2015 og 2016	0,1
Samtals launahækkanir	14,1
Atvinnuleysisbætur og bætur Almannatrygginga	5,6
Almennar verðlagsforsendur	5,1
Gengisforsendur	0,5
Samtals launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar	25,3

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2019.

Jafnframt er gert ráð fyrir að skattkerfisbreytingar, bæði þær sem þegar hafa verið lögfestar og hinar sem enn hafa ekki verið lögfestar, lækki tekjur um rúmlega 2 ma.kr. (tafla 3).

Tafla 3 Tekjuáhrif skattkerfisbreytinga á ríkissjóð árið 2019

Rekstrargrunnur	Ma.kr.
Lögfestar breytingar	
Afnám afsláttar af vörugjaldi bilaleigna	1,3
Almennt úrræði séreignarsparnaðar fellur brott um mitt ár	1,1
Samtals	2,4
Ólögfestar breytingar	
Lækkun tryggingargjalds um 0,25 prósentur	-4,0
Viðbótarhækkun persónuafsláttar og minni hækkun efri þrepamarka	-1,7
Stuðningur við bókaútgáfu á íslensku	-0,8
Hækkun kolefnisgjalds um 10%	0,6
Hækkun aukatekna	0,5
Aðgerðir gegn skattsvikum	1,0
Samtals	-4,5
Lögfestar og ólögfestar breytingar samtals	-2,1

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2019.

Frávik fjárlagafrumvarps frá fjármálaáætlun eru lítil

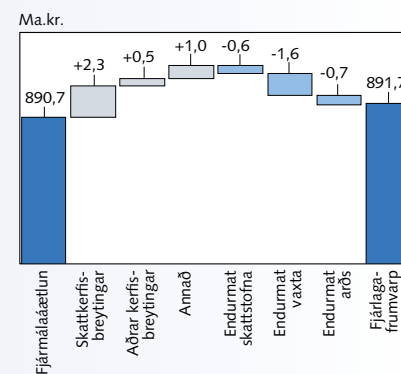
Miðað við ofangreindar forsendur munar einungis 1 ma.kr. á heildar-tekjum og 500 m.kr. á heildargjöldum, hvoru tveggja til hækkunar, ef borið er saman við fjármálaáætlun. Fjárlagafrumvarpið fer því mjög nærri fjármálaáætlun bæði að því er varðar tekjur, gjöld og afkomu.

Breytingar á tekjuhlið

Á mynd 1 eru samandregnar helstu breytingar frá fjármálaáætlun til fjárlagafrumvarps á tekjuhlið eftir því hvers eðlis þær eru. Í fjármálaáætlun voru kynnt áform um nokkrar skattkerfisbreytingar á árinu 2019. Þau áform hafa tekið einhverjum breytingum í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2019. Nú er minni lækkun tekjuskatts áformið samhliða hækkun barnabóta. Þá er gert ráð fyrir auknum tekjum af aðgerðum gegn skattsvikum. Samanlagt hafa þessar breytingar frá því sem gert var ráð fyrir í fjármálaáætlun jákvæð áhrif á tekjur ríkissjóðs sem nemur 2,3 ma.kr. auk 500 m.kr. verðuppfærslu ýmissa aukatekna ríkissjóðs. Eins og komið hefur fram var lítið tilefni til endurmat skattstofna vegna efnahagsforsendna en það leiddi til 0,6 ma.kr. lækkunar á tekjum frá fjármálaáætlun. Helstu ástæður breytinga á sértekjum eru 1,6 ma.kr. brottfall vaxtatekna fimm sjóða af inneign þeirra hjá ríkissjóði auk þess sem arðgreiðslur eru metnar 700 m.kr. lægri.

Mynd 1

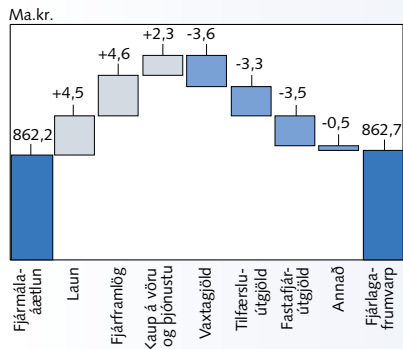
Breyting á áætluðum tekjum frá fjármálaáætlun til fjárlagafrumvarps 2019



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2019.

Mynd 2

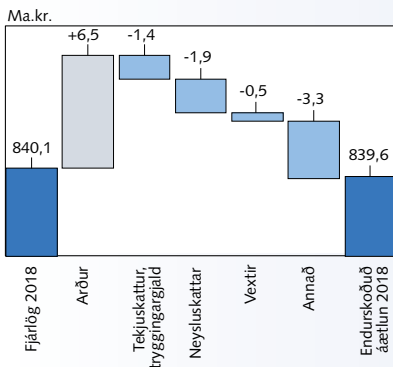
Breyting á útgjöldum frá fjármálaáætlun til fjárlagafrumvarps 2019



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2019.

Mynd 3

Endurskoðun tekjuáætlunar frá fjárlögum 2018



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2019.

Breytingar á gjaldahlið

Helstu breytingar á útgjöldum frá fjármálaáætlun til fjárlagafrumvarps fyrir árið 2019 koma fram á mynd 2. Tveir helstu liðirnir til hækkunar gjalda eru laun og fjárframlög. Endurskoðuð áætlun um vaxtagjöld ríkissjóðs gerir ráð fyrir að þau lækki um 3,6 ma.kr. frá fjármálaáætlun. Þar vegast á ýmis tilefni bæði til hækkunar og lækkunar innan ársins. Fjárfesting minnkar um 3,5 ma.kr. auk þess sem tilfærsluútgjöld lækka um 3,3 ma.kr.

Endurskoðun tekjuáætlunar fyrir árið 2018

Í fjárlögum fyrir árið 2018 voru tekjur áætlaðar 840 ma.kr. og er gert ráð fyrir að sú áætlun gangi eftir (mynd 3). Þrátt fyrir að tekjur af sköttum lækki um samtals 3,4 ma.kr. auk annarra lækkana um 3,8 ma.kr. koma til auknar arðgreiðslur frá viðskiptabönkum í eigu hins opinbera sem bæta upp lækkunina að fullu.

Frumjöfnuður ársins 2019 í takt við fjármálaáætlun en lækkar um 0,5% af landsframleiðslu milli ára

Samkvæmt frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2019 er gert ráð fyrir að frumjöfnuður verði jákvæður um 77,2 ma.kr. samanborið við 91,2 ma.kr. í fjárlögum ársins 2018. Frumjöfnuður lækkar milli ára úr 3,3% í 2,7% af vergri landsframleiðslu (tafla 4). Gert er ráð fyrir ýmsum ráðstöfunum á tekju- og gjaldahlið sem hafa áhrif bæði til hækkunar og lækkunar frumgjalda eins og áður hefur verið fjallað um. Frumtekjur eru áætlaðar 880,5 ma.kr. og hækka um 53,2 ma.kr. frá fjárlögum ársins 2018. Í fjárlagafrumvarpinu er gert ráð fyrir að frumgjöld verði 803,3 ma.kr. samanborið við 736,1 ma.kr. í fjárlögum ársins 2018 og hækki því um 67,2 ma.kr. Að undanskildum launa-, gengis- og verðlagsbreytingum er raunhækkun frumgjalda 42,9 ma.kr. Samkvæmt frumvarpinu batnar vaxtajöfnuður um 10 ma.kr. milli ára. Breytingin felst að mestu leyti í lækkun vaxtagjalda um 11,7 ma.kr. Þar af lækka gjaldfærð vaxtagjöld ríkissjóðs um 10,4 ma.kr. en reiknuð vaxtagjöld á ófjármagnaðar lífeyrisskuldbindingar lækka um 1,3 ma.kr. frá áætlun fjárlaga fyrir árið 2018. Að meðtöldum breytingum á vaxtajöfnuði er áætlað að heildarafkoma ríkissjóðs verði jákvæð um 29 ma.kr. sem svarar til 1% af landsframleiðslu og er í samræmi við þá fjármálastefnu sem Alþingi samþykkti í mars sl.

Við mat á aðhaldsstigi opinberra fjármála þarf að taka tillit til þess að hve miklu leyti frumjöfnuður litast af óreglulegum tekju- og gjaldabreytingum og að hve miklu leyti afkoman endurspeglar einfaldlega breytingar á almennum efnahagssumsvifum. Í kafla IV er nánari greining á afkomunni þegar leiðrétt hefur verið fyrir þessum sjálfvirku sveiflujöfnurum (sjá einnig töflu 4 í viðauka 1).

Tafla 4 Yfirlit yfir afkomu samkvæmt fjárlagafrumvörpum árána 2018 og 2019

Þjóðhagsgrunnur	Ma.kr.		Breyting í ma.kr.	% af VLF		Breyting í prósentum
	Frumvarp 2018	Frumvarp 2019		Frumvarp 2018	Frumvarp 2019	
Frumtekjur	827,2	880,5	53,2	28,9	30,7	1,8
Frumgjöld	736,1	803,3	67,2	25,7	28,0	2,3
Frumjöfnuður	91,2	77,2	-14,0	3,2	2,7	-0,5
Vaxtatekjur	12,9	11,2	-1,7	0,5	0,4	-0,1
Vaxtagjöld	71,2	59,4	-11,7	2,5	2,1	-0,4
Vaxtajöfnuður	-58,3	-48,2	10,0	-2,0	-1,7	0,4
Heildartekjur	840,1	891,7	51,6	29,4	31,1	1,7
Heildargjöld	807,3	862,7	55,4	28,2	30,1	1,8
Heildarjöfnuður	32,8	29,0	-3,8	1,1	1,0	-0,1

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2019.

Hagstofa Íslands birti í júlí sl. í fyrsta sinn vísitölu heildarlauna en hún gefur nýjar upplýsingar um launakostnað fyrirtækja og stofnana og er því gagnleg viðbót við þá launatölfræði sem fyrir er. Í grunninn byggjast útreikningar á vísitölunni á samtölu staðgreiðsluskyldra launa á greidda vinnustund en matið hefur verið auðgað með upplýsingum úr stjórnsýslugögnum og rannsóknnum Hagstofunnar.¹ Að auki eru birtar undirvísitölur fyrir starfsmenn hins opinbera og starfsmenn á almennum vinnumarkaði og fyrir einstakar atvinnugreinar. Á þessari stundu ná tölurnar aftur til fyrsta ársfjórðungs 2008. Meðal kosta vísitölnnar er ársfjórðungsleg birtingartíðni sem gefur vísibendingu um þróun launakostnaðar mun fyrr en launatölfræði út frá framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga sem er einungis til á árstíðni enn sem komið er. Nýja vísitalan er því gagnleg viðbót fyrir Seðlabankann við mat á launaþróun og við spágerð.

Samsetning vinnuafls, vinnutíma og launa hefur áhrif á þróun heildarlauna

Vísitala heildarlauna endurspeglar ekki einungis breytingar á launum á vinnustund því að breytingar á launadreifingu og samsetningu vinnustunda hafa einnig áhrif. Aukið vægi fólks með hlutfallslega há laun eða aukið vægi yfirvinnu myndi þ.a.l. hafa áhrif til hækkunar vísitölnnar en aukið vægi fólks með lág laun og aukin hlutdeild dagvinnustunda hefur áhrif til lækkunar. Vísitalan tekur einnig tillit til óreglulegra greiðslna, t.d. vegna kaupauka og árlegra eingreiðslna. Námsmenn og afleysingafólk koma inn á vinnumarkaðinn yfir sumarmánuðina og hafa alla jafna lægri laun en fastráðnir starfsmenn. Þá eykst vægi fólks með lægri laun sem hefur áhrif til lækkunar vísitölnnar á þriðja fjórðungi hvers árs. Á fjórða ársfjórðungi gættir ekki lengur áhrifa sumarstarfsfólks auk þess sem desemberuppbót er greidd og hækkar vísitalan því yfirleitt mest á síðasta fjórðungi ársins. Þessar breytingar valda sterkri árstíðarsveiflu í vísitölunni. Áhrif breytinga á samsetningu vinnuaflsins geta einnig komið fram yfir lengri tíma, t.d. vegna breytinga á vægi atvinnugreina með mismunandi launastig og breytinga á vægi erlends vinnuafls.

Samanburður við aðra mælikvarða fyrir launaþróun

Þegar vísitala heildarlauna er borin saman við hina almennu launavísitölu þarf að hafa í huga að þær mæla ekki launaþróun með sama hætti. Launavísitalan er vísitala reglulegra launa á greidda vinnustund og þess vegna er þess gætt að breytingar á samsetningu hópa og vinnutíma auk óreglulegra greiðslna hafi ekki áhrif á mælingarnar. Þriðji mælikvarðinn á launaþróun er launakostnaður samkvæmt framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga en það er sá mælikvarði á launaþróun sem Seðlabankinn horfir helst til við mat á launaþróun, þótt þróun launavísitölu sé einnig höfð til hliðsjónar. Þessi mælikvarði byggist á upplýsingum upp úr ársreikningum fyrirtækja og til að mæla laun á vinnustund er deilt upp í launakostnaðinn með vinnutíma úr vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Þar sem framleiðsluuppgjörð er enn sem komið er einungis á ársgrundvelli hafa ársfjórðungstölur verið metnar með því að nota upplýsingar um ársfjórðungsþróun launavísitölnnar. Gallinn við launaupplýsingar úr framleiðsluuppgjörunu er hins vegar sá að þær birtast með nokkurri töf og breytast oft töluvert á milli birtinga (sjá t.d. umfjöllun í rammagrein 4 í *Peningamálum* 2015/4). Í greiningum bankans hefur því jafnan þurft að áætla sögulegar breytingar í launum jafnvel

1. Vísitalan byggist í meginatriðum á fjölpættu mati Hagstofunnar þar sem hlutfallslegar stærðir úr launarannsókn og vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar eru heimfærðar á stjórnsýslugögn sem ná yfir allt þýðið. Af stjórnsýslugögnum er notast við staðgreiðslugögn, skattframtöl og launamiða einstaklinga en einnig við menntaupplýsingar, lögskráningardaga og framtöl fyrirtækja.

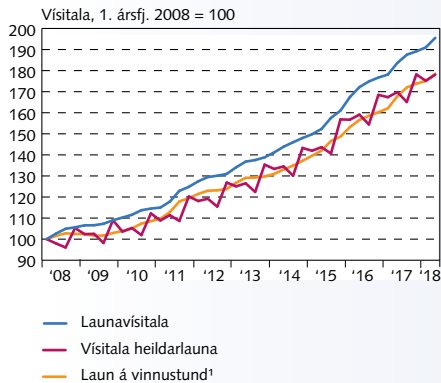
Rammagrein 4

Vísitala heildarlauna

Mynd 1

Laun á mismunandi mælikvarða

1. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2018

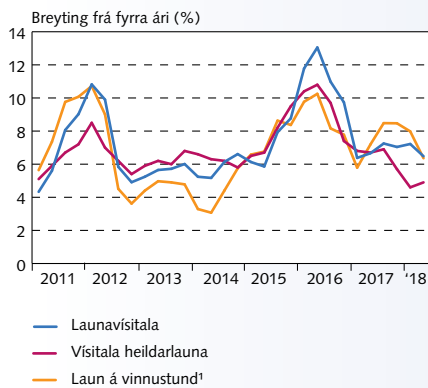


1. Laun á vinnustund byggjast á árstölum fyrir launahluta launa og launategdra gjalda úr framleiðsluþjóni í hlutfalli við heildarvinnustundir úr vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Ætlan frá 4. ársfj. 2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Laun á mismunandi mælikvarða

1. ársfj. 2011 - 2. ársfj. 2018



1. Laun á vinnustund byggjast á árstölum fyrir launahluta launa og launategdra gjalda úr framleiðsluþjóni í hlutfalli við heildarvinnustundir úr vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Ætlan frá 4. ársfj. 2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

allt að tvö ár aftur í tímann, oftast út frá launavísitölunni. Hin nýja vísitala heildarlauna ætti því með tímanum að gefa bankanum fyllri upplýsingar við mat á launabróun.

Þróun launa á mismunandi mælikvarða

Mynd 1 sýnir að vísitala heildarlauna og launakostnaður samkvæmt framleiðsluþjóni fylgjast nokkuð vel að yfir tímabilið og höfðu á tíu ára tímabili, milli fyrsta fjórðungs árána 2008 og 2018, hækkað jafnmikið eða um 75%.² Launavísitalan hækkaði hins vegar töluvert meira á sama tímabili eða um 91%. Frá árslokum 2015 fjölgaði erlendu vinnuafli mikið og má greina að munurinn á þróun launavísitölunnar og hinna mælikvarðanna eykst nokkuð frá þeim tíma. Einnig hefur vægi atvinnugreina tengdra ferðaþjónustu aukist þar sem laun eru alla jafna lægri en meðallaun en vægi fjármálageirans minnkað þar sem laun eru alla jafna hlutfallslega há og voru reyndar sérstaklega há fyrir tíu árum. Þessi breyting á samsetningu hefur ekki áhrif á launavísitöluna en getur haft áhrif á hina tvo mælikvarðana.

Ef fyrirtæki bregðast við launahækkunum með hagræðingu, t.d. með því að ráða yngra starfsfólk eða erlent starfsfólk á lægri launum í stað innlands vinnuafis á hærri launum dregur úr hækkan vísitölu heildarlauna og launa á vinnustund en áhrifin á launavísitöluna eru engin. Hið sama gerist þegar yfirvinnustundum er fækkað. Í því samhengi er einnig áhugavert að skoða þróunina í kjölfar kjarasamninga undanfarinna ára en munur launavísitölu og vísitölu heildarlauna er sérstaklega áberandi þegar launahækkanir náðu hámarki í kjölfar kjarasamninga ársins 2011 annars vegar og samninga árána 2015 og 2016 hins vegar. Í fyrra tilfellinu nær árhækkun launavísitölunnar hámarki í 11% en í um 13% eftir síðari samningana. Vísitala heildarlauna nær hámarki á sama tíma og launavísitalan í bæði skiptin en vöxtur hennar var rúmum 2 prósentum minni (mynd 2). Samanburður vísitölu heildarlauna og launavísitölu gefur því vísbendingu um að atvinnurekendur hafi að hluta mætt kjarasamningsbundnum launahækkunum með því að draga úr yfirvinnu og með því að ráða ódýrara vinnuafli. Hins vegar sýna laun á vinnustund ekki alltaf sambærilega þróun. Miðað við þau komu launahækkanir í kjölfar kjarasamninga ársins 2011 að fullu fram í launakostnaði eins og í launavísitölunni. Þá hækkuðu laun hægar en bæði vísitala heildarlauna og launavísitala á síðari hluta samninganna og við upphaf næstu samninga undir lok árs 2013. Samhljómur launa á vinnustund og vísitölu heildarlauna er þó meiri í kjölfar kjarasamninga árána 2015 og 2016 en aftur skilur á milli í upphafi ársins 2017.

Ólík þróun þessara mismunandi mælikvarða á launabróun endurspeglar ólíka aðferðafræði við mat á launum á vinnustund en hún getur einnig endurspeglad þá óvissu sem felst í mælingum og mæliskekkljum á launum og vinnutíma. Í því ljósi má áfram búast við einhverri óvissu við mat á nýliðinni þróun launakostnaðar.

2. Þróun launakostnaðar samkvæmt framleiðsluþjóni frá fyrsta ársfjórðungi 2017 til annars ársfjórðungs 2018 byggist á mati Seðlabankans.

Þróun hagstærða viku oft frá því sem þjóðhagsspár gera ráð fyrir. Spár *Peningamála* byggjast á haglíkönum sem draga upp einfalda mynd af þjóðarbúskapnum. Jöfnur líkansins lýsa þeim efnahagssamböndum sem mestu skipta en óhjákvæmilegt er að horft sé fram hjá mörgum sem vega minna. Þegar spárnar eru gerðar þarf að byggja á bráðabirgðatölum fyrir nýliðna tíð, áætlunum sem í sumum tilfellum geta tekið breytingum mörgum árum síðar. Þá byggist spágerðin að hluta á mati sérfræðinga og því er rót spáskekkja stundum að finna þar. Auk þess geta ávallt átt sér stað ófyrirséðir atburðir sem ómögulegt er að spá fyrir um. Athugun á skekkjum í eldri spám gefur hugmynd um þá óvissu sem er í nýju spánni og mögulegar kerfisbreytingar í þjóðarbúskapnum. Hún nýtist einnig við frekari þróun á haglíkönum Seðlabankans, notkun þeirra við spágerðina, endurbætur á vinnubrögðum við greiningu almennt og framsetningu spánna.

Þjóðhags- og verðbólguþspár Seðlabankans

Seðlabankinn birtir þjóðhags- og verðbólguþspár fjórum sinnum á ári til þriggja ára í senn í *Peningamálum*. Að baki hverri spá liggur ítarleg greining á stöðu þjóðarbúsins hverju sinni. Forsendur um alþjóðlega efnahagsþróun byggjast m.a. á spám alþjóðastofnana og því sem lesa má úr þróun á framvirku verði helstu hrávörutegunda. Þjóðhagsreikningar eru helsti grundvöllur matsins á stöðu þjóðarbúsins en því til viðbótar leggja sérfræðingar bankans sjálfstætt mat á stöðuna með spurningakönnunum, samtölum við forsvarsmenn fyrirtækja, stofnana og aðila á vinnumarkaði og tölfræðilegri greiningu á þróun lykilstærða. Þjóðhagslíkan Seðlabankans, QMM, er það tæki sem heldur utan um þessar upplýsingar. Sumar jöfnur líkansins eru bókhaldslegs eðlis en aðrar eru hegðunarjöfnur sem metnar eru með tölfræðilegum aðferðum. Spá bankans, einkum fyrir nýliðinn tíma og næstu framtíð, ræðst að miklu leyti af mati sérfræðinga bankans, öðrum spálíkönnum og margvíslegum upplýsingum sem ekki eru til staðar í QMM. Heildarjafnvægislíkan bankans, DYNIMO, leikur einnig mikilvægt hlutverk í spágerðinni, ekki síst sem próf á hversu raunhæf grunnspáin er (sjá rammagrein 3 í *Peningamálum* 2017/4).

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

Verðbólguþspár Seðlabankans fyrir árið 2017

Verðbólga jókst lítillega árið 2017 frá fyrra ári. Meðalverðbólga ársins var 1,8% en var 1,7% árið áður. Þetta var fjórða árið í röð þar sem hún var undir verðbólguþspá bankans. Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta var lítillega minni eða 1,5%. Hækkun húsnæðisverðs var meginþrákraftur verðbólgu á árinu en á móti vó verðlækkun á innfluttum vörum. Mynd 1 og tafla 1 sýna hvernig til tókst við að spá verðbólgu innan ársins 2017 en grunnspá bankans gerði ráð fyrir meiri verðbólgu á árinu en raunin varð, sérstaklega

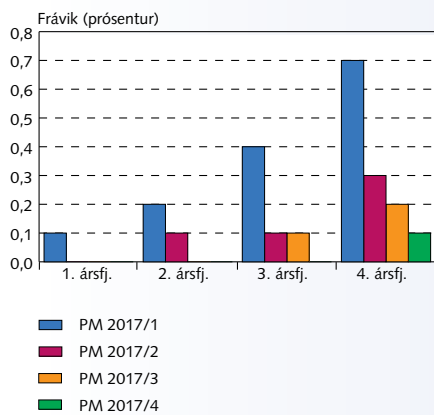
Rammagrein 5

Reynsla af spám Seðlabankans

1. Sjá umfjöllun í Ásgeir Danielsson, Bjarni G. Einarsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson, Signý Sigmundardóttir, Jósef Sigurðsson og Rósa Sveinsdóttir (2015), „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy – Version 3.0“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 71, http://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn---EN/Working-Papers/WP_71_net_nytt.pdf.

Mynd 1

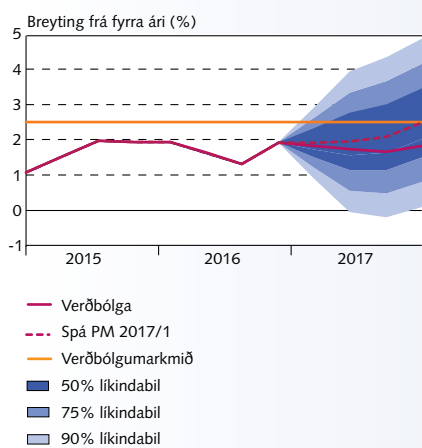
Skekkjur í spám *Peningamála* um verðbólgu á fjórðungum ársins 2017



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

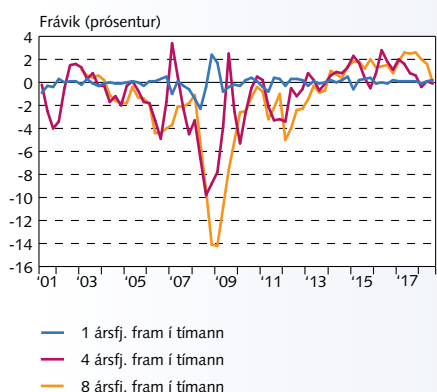
Óvissumat í verðbólgu spá *Peningamála* 2017/1
1. ársfj. 2015 - 4. ársfj. 2017



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum*
2. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2018



1. Fyrsti ársfjórðungurinn sem er spáð er fjórðungurinn þegar *Peningamál* eru birt. Fjórði ársfj. er þremur fjórðungum eftir birtingu PM. Áttundi ársfj. er tveimur árum eftir birtingu.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

fyrsta spá ársins. Að nokkru leyti má rekja þetta til meiri áhrifa gengishækkunar krónunnar snemma á árinu á verð innfluttrar vöru en búist var við. Febrúarspá bankans gerði auk þess ráð fyrir meiri hækkun olíuverðs en raunin varð. Eins og sést á mynd 2 voru spáskekkjur bankans í upphafi árs 2017 vel innan 50% öryggismarka fyrir grunnspána.

Tafla 1 Verðbólgu spá fyrir árið 2017

Breyting frá fyrra ári (%)	Peningamál				Endanleg
	2017/1	2017/2	2017/3	2017/4	útkoma
Verðbólga	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8
Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta	1,9	1,7	1,6	1,5	1,5

Skekkjur í verðbólgu spám yfir lengra tímabil

Mynd 3 sýnir þróun skekkja í verðbólgu spám Seðlabankans einn, fjóra og átta ársfjórðunga fram í tímam frá öðrum fjórðungi ársins 2001 til þriðja fjórðungs ársins 2018. Spár tvö ár fram í tímam hafa verið birtar frá mars 2001 þegar verðbólgu markmið var tekið upp. Spár um verðbólgu einn ársfjórðung fram í tímam sýna hvorki tilhneigingu til of- né vanspár. Spáskekkjurnar aukast jafnan eftir því sem spáð er til lengri tíma og í spám til eins og tveggja ára er meira um vanspá en ofspá. Spáskekkjan var mest fyrir árin 2008 og 2009 þegar verðbólga var verulega vanmetin sem litast mjög af mikilli lækkun á gengi krónunnar í fjármálakreppunni. Myndin sýnir einnig að spár höfðu tilhneigingu til að vanmeta verðbólgu á árunum 2001-2013 en það snýst við frá árinu 2014.

Tafla 2 sýnir meðalskekkju (sem gefur vísbendingu um kerfisbundið of- eða vanmat verðbólgu) og staðalfrávik spáskekkja (sem sýnir óvissuna í spánni) frá því að bankinn hóf að birta verðbólgu spár. Þar sem spáskekkja var óvenju mikil árin 2008 og 2009 sýnir taflan einnig meðalskekkju og staðalfrávik spáskekkja að þeim árum undanskildum.²

Tafla 2 Skekkjur í verðbólgu spám Seðlabankans¹

%	Einn ársfj.	Tveir ársfj.	Þrjú ársfj.	Fjórir ársfj.	Átta ársfj.	Tólf ársfj.
Fjöldi mælinga	67 (63)	66 (63)	65 (62)	64 (62)	60 (57)	34 (33)
Meðalskekkja (%)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	-0,4 (-0,1)	-0,8 (-0,5)	-1,3 (-0,7)	-0,4 (-0,2)
Staðalfrávik (%)	0,6 (0,3)	1,4 (1,0)	2,1 (1,6)	2,4 (2,0)	3,4 (2,2)	1,8 (1,6)

1. Spáskekkjur frá 2. ársfjórðungi 2001 til 3. ársfjórðungs 2018. Tölur í svigum eiga við sama tímabil að árunum 2008 og 2009 undanskildum.

Verðbólgu var vanspáð á tímabilinu þegar horft er þrjú til tólf ársfjórðunga fram í tímam. Vanmatið í spám allt að þremur ársfjórðungum fram í tímam er lítið og ómarktækt en þegar spáð er fjóra og átta ársfjórðunga fram í tímam er vanmatið tölfræðilega marktækt og nemur um 1,3 prósentum í spám til tveggja ára. Hins vegar finnst ekki marktæk bjögun í skekkjum í spám til þriggja ára.

Rétt er að hafa í huga að núverandi þjóðhagslíkan var ekki tekið í notkun fyrr en í ársbyrjun 2006 og að bankinn gerði ekki spár um þróun gengis krónunnar og vaxta bankans fyrr en frá árinu 2007.³ Frá því að fjármagnshöft voru sett á og þar til í spá *Peningamála* 2016/4 höfðu þjóðhags- og verðbólgu spár Seðlabankans jafnframt byggst á þeirri forsendu að gengi krónunnar héldist óbreytt út spá-

2. Færri mælingar eru fyrir verðbólgu spár þrjú ár fram í tímam því að Seðlabankinn hóf ekki að birta spár svo langt fram í tímam fyrr en árið 2007.
3. Sjá umfjöllun í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar (2007), „Birting eigin stýrivaxtaspár eykur áhrifamatt peningastefnu seðlabanka“, *Peningamál* 2007/1, 71-86.

tímann. Reynslan sýnir að stórar skekkjur í verðbólguþáttum á Íslandi eru yfirleitt tengdar sveiflum í gengi krónunnar (mynd 4) en fylgni milli spáskekkja í verðbólgu og gengi krónunnar er 0,72. Á mynd 4 sést einnig að í þeim tilfellum þar sem gengi krónunnar reyndist lægra en spár gerðu ráð fyrir var verðbólgu jafnan vanspáð. Þetta á sérstaklega við um spár sem voru gerðar í kjölfar fjármálakreppunnar. Í þeim tilfellum þar sem gengi krónunnar reyndist hærra en spár gerðu ráð fyrir var verðbólgu hins vegar iðulega ofspáð.

Hagvaxtarspár Seðlabankans fyrir árið 2017

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

Hagstofa Íslands birtir bráðabirgðatölur um þjóðhagsreikninga fyrir hvern ársfjórðung rúmum tveimur mánuðum eftir lok fjórðungsins. Fyrstu tölur um fjórða ársfjórðung 2017 og árið í heild voru birtar í mars sl. og þær síðan endurskoðaðar í september. Spár *Peningamála* og áætlanir Hagstofunnar fyrir breytingar helstu þjóðhagsstærða frá fyrra ári má sjá í töflu 3. Þegar *Peningamál* 2017/1 voru gefin út í febrúar 2017 lágu fyrir bráðabirgðatölur frá Hagstofunni um þjóðhagsreikninga fyrir þriðja fjórðung ársins 2016. Spá fyrir árið 2017 þurfti því að byggja á spá fyrir fjórða fjórðung ársins 2016 auk þess sem spáin byggðist á sögulegum tölum sem síðan áttu eftir að breytast.

Tafla 3 Þjóðhagsspár *Peningamála* og gögn Hagstofunnar fyrir árið 2017

	PM 17/1 (spá frá 4. fj. '16)	PM 17/2 (spá frá 1. fj. '17)	PM 17/3 (spá frá 2. fj. '17)	PM 17/4 (spá frá 3. fj. '17)	PM 18/1 (spá frá 4. fj. '17)	Bráðab.- tölur (mars 2018)	Endursk. tölur (sept. 2018)
Einkaneysla	6,8	6,7	7,1	7,9	7,5	7,8	7,9
Samneysla	1,5	1,6	1,6	1,5	2,7	2,6	3,1
Fjárfesting	9,2	8,6	9,2	8,8	9,0	9,3	9,5
Þjóðarútgjöld	5,8	5,9	6,5	6,3	7,0	6,8	7,0
Útflutningur	6,2	10,5	8,7	6,1	3,2	4,8	5,5
Innflutningur	7,4	10,2	11,9	12,2	11,0	11,9	12,5
Hagvöxtur	5,3	6,3	5,2	3,7	3,4	3,6	4,0

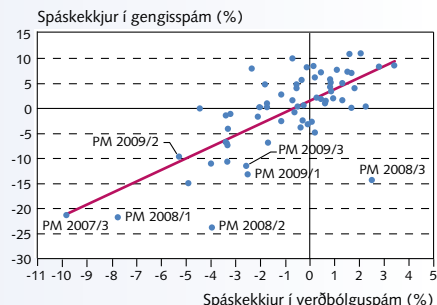
Nokkrar breytingar urðu á tölum Hagstofunnar fyrir árið 2017 frá því að bráðabirgðatölur voru birtar í mars sl. og þar til að endurskoðaðar tölur voru birtar í september. Vöxtur þjóðarútgjalda var vanmetinn í bráðabirgðatölunum og munar þar mest um 0,5 prósentna vanmat á vexti samneyslu. Vöxtur út- og innflutnings var jafnframt vanmetinn en nokkurn veginn jafn mikið og hafði þetta vanmat því lítil áhrif á hagvaxtartölu ársins. Hagvöxtur í septemberbirtingu Hagstofunnar var því 4,0% sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en í birtingunni í mars.

Hagvöxtur ársins reyndist minni en gert var ráð fyrir framan af. Spáskekkjan nam 1,3 prósentum í spá *Peningamála* 2017/1 og 1 prósentu meira í *Peningamálum* 2017/2 en frá ágústthefti *Peningamála* hefur frávikkið verið tiltölulega lítið. Eins og sést í töflu 3 og mynd 5 má að mestu leyti rekja ofspá hagvaxtar í *Peningamálum* 2017/2 til ofmats á horfum um vöxt útflutnings en á móti vó vanmat á vexti þjóðarútgjalda. Vanmat þjóðarútgjalda skýrðist af vanmati á vexti neysluútgjalda heimila og hins opinbera en frávik í spám á vexti fjármunamyndunar voru tiltölulega lítil sem er óvenjulegt þar

Mynd 4

Spáskekkjur í verðbólgu í *Peningamálum* og frávik meðalgengis frá spáðu gengi 2001-2017

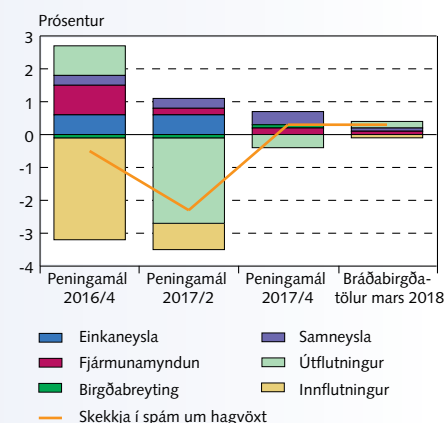
Spár eitt ár fram í tímann



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

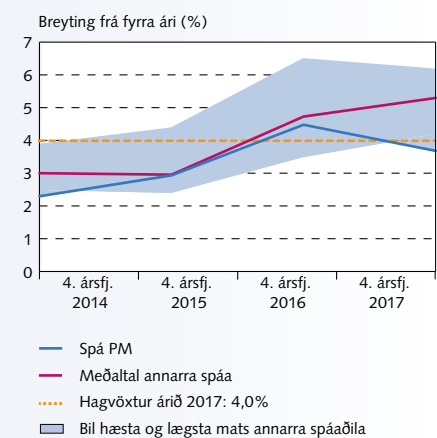
Framlag spáskekkju útgjaldaliða til spáskekkju í hagvexti ársins 2017¹



1. Miðað við rauntölur birtar í september 2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

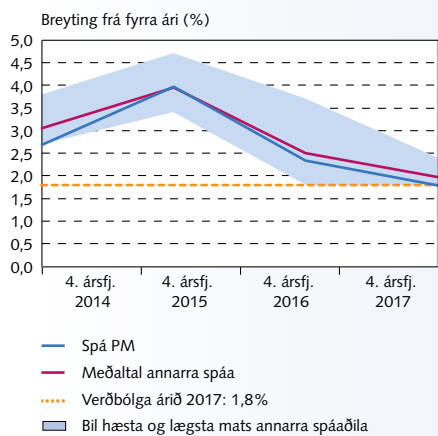
Mynd 6

Spár um hagvöxt árið 2017



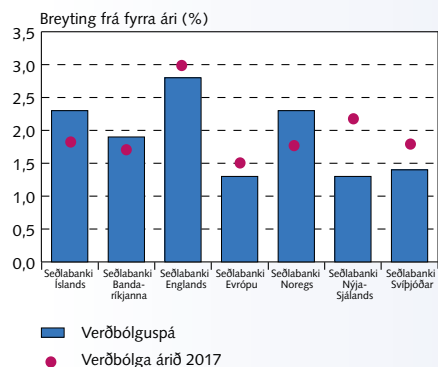
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Arion banki, ASÍ, Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins, Hagstofa Íslands, Íslandsbanki, Landsbankinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7
Spár um verðbólgu árið 2017



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

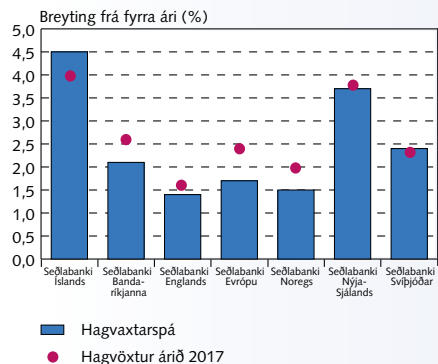
Mynd 8
Spár um verðbólgu árið 2017 í völdum iðnríkjum¹



1. Spár gerðar í lok árs 2016 að undanskilinni spá Seðlabanka Bandaríkjanna sem var gerð í júní 2016. Spá Seðlabanka Englands er verðbólga á fjórða fjórðungi 2017 frá sama ársfjórðungi árið áður.

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

Mynd 9
Spár um hagvöxt árið 2017 í völdum iðnríkjum¹



1. Spár gerðar í lok árs 2016 að undanskilinni spá Seðlabanka Bandaríkjanna sem var gerð í júní 2016.

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

sem fjárfesting er sá liður þjóðhagsreikninga sem er sveiflukenndastur og breytist einna mest í endurskoðunum Hagstofunnar.

Spár Seðlabankans í samanburði við spár annarra spáaðila

Á mynd 6 má sjá hagvaxtarþá *Peningamála* fyrir árið 2017 í samanburði við meðaltal spáa annarra aðila sem birta reglulega spár um íslenskan þjóðarbúskap. Spár bankans voru allar gerðar á fjórða ársfjórðungi á árunum 2014-2017. Meðaltalið samanstendur af síðustu spá hvers árs frá sjö spáaðilum: Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Alþýðusambandi Íslands (ASÍ), stóru viðskiptaböndunum þremur, Hagstofunni og framkvæmdastjórn Evrópusambandsins.⁴ Bil hæsta og lægsta spágildis er sýnt sem skyggt svæði. Þetta bil breiðkar jafnan þegar mikil óvissa ríkir um efnahagshorfur. Að öllu jöfnu ættu hagspár að verða meira samhljóma þegar nær dregur spátímabilinu og ítarlegri upplýsingar liggja fyrir.

Alla jafna er ágætis samhljómur milli spáa *Peningamála* og meðaltals spáa annarra aðila en hagvaxtarþá bankans voru nokkru nær endanlegri útkomu fyrir árið 2017 en spár annarra spáaðila að meðaltali. Mynd 7 sýnir samanburð verðbólguþá bankans og annarra spáaðila fyrir árið 2017. Á undanföllum árum hafa verðbólguþá bankans komið betur út að jafnaði en spár annarra. Það sama á við um árið 2017.

Spár Seðlabankans fyrir árið 2017 í alþjóðlegum samanburði

Að lokum getur verið gagnlegt að setja spár bankans í alþjóðlegt samhengi. Undanfarin ár hafa seðlabankar flestra þróaðra ríkja ofspáð verðbólgu en í fyrra snerist þetta við í nokkrum ríkjum, t.d. í Nýja-Sjálandi og Svíþjóð (mynd 8). Hér á landi var verðbólgu þins vegar ofspáð m.a. vegna meiri áhrifa af gengishækkun krónunnar á verð innfluttrar vöru en gert var ráð fyrir eins og áður kom fram. Frávikíð var svipað og í Noregi.

Mynd 9 sýnir sambærilegan samanburð á hagvaxtarþám. Hagvöxtur fyrir árið 2017 reyndist almennt vanmetinn en hér á landi var hann ofmetinn eins og áður hefur verið rakið. Stærð fráviksins sker sig ekki úr í alþjóðlegu samhengi.

4. Ekki spá allir þessir aðilar þrjú ár fram í tímann og því byggist 2014-gildið í mynd 7 einungis á spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, Arion banka, Hagstofu Íslands og Landsbankans. Þetta skýrir að einhverju leyti minna bil hæsta og lægsta mats árið 2014 en árið 2015.

Viðauki 1

Spátöflur

Tafla 1 Landsframleiðsla og helstu undirliðir¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Einkaneysla	7,9 (7,8)	4,6 (5,6)	3,9 (3,8)	2,8 (3,2)	2,5
Samneysla	3,1 (2,6)	2,9 (2,5)	2,0 (1,9)	2,1 (2,1)	2,5
Fjármunamyndun	9,5 (9,3)	5,0 (5,2)	8,5 (6,1)	5,3 (4,6)	1,0
Atvinnuvegafjárfesting	4,8 (4,3)	-3,0 (-7,2)	2,7 (4,0)	4,6 (2,6)	-2,9
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	18,4 (21,6)	31,4 (31,5)	15,8 (10,7)	10,2 (11,1)	9,2
Fjárfesting hins opinbera	26,9 (23,4)	12,4 (31,9)	22,4 (7,5)	1,3 (3,1)	2,8
Þjódarútgjöld	7,0 (6,8)	4,2 (4,7)	4,6 (3,8)	3,2 (3,3)	2,2
Útflutningur vöru og þjónustu	5,5 (4,8)	3,9 (3,6)	2,3 (3,6)	2,3 (2,6)	2,9
Innflutningur vöru og þjónustu	12,5 (11,9)	3,3 (6,0)	6,2 (6,2)	3,8 (3,1)	2,0
Verg landsframleiðsla (VLF)	4,0 (3,6)	4,4 (3,6)	2,7 (2,7)	2,5 (3,0)	2,6
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	2.615 (2.555)	2.818 (2.731)	2.993 (2.917)	3.150 (3.084)	3.318
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	4,5 (4,1)	7,8 (6,9)	6,2 (6,8)	5,2 (5,7)	5,3
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	22,3 (22,1)	22,9 (23,1)	24,2 (23,6)	24,5 (23,8)	23,9
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	15,3 (15,1)	14,4 (14,0)	14,4 (14,0)	14,4 (13,8)	13,5
Þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) ²	25,6 (25,6)	25,7 (24,4)	25,2 (24,7)	25,2 (24,9)	25,3
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-2,6 (-2,7)	0,4 (-0,9)	-1,6 (-1,1)	-0,6 (-0,2)	0,4

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá Peningamála 2018/3). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og viðskiptajafnaðar. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-3,9 (-3,9)	10,2 (7,5)	-3,5 (3,0)	1,0 (2,0)	2,0
Útflutningsframleiðsla áls ²	4,5 (4,9)	0,0 (1,0)	0,0 (1,0)	1,0 (1,0)	1,0
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	-0,8 (-0,8)	5,0 (3,5)	3,0 (3,0)	2,0 (2,0)	2,0
Verð áls í USD ³	20,3 (20,3)	15,9 (10,0)	-0,6 (2,0)	1,7 (1,0)	2,3
Verð eldsneytis í USD ⁴	24,1 (23,3)	37,6 (32,0)	5,3 (1,0)	-4,4 (-3,0)	-5,0
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	1,7 (1,7)	-1,9 (-1,8)	-0,1 (2,0)	0,6 (0,2)	0,3
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁵	1,7 (1,7)	2,0 (1,9)	1,9 (1,8)	1,9 (1,8)	1,9
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	2,4 (2,4)	2,2 (2,3)	2,1 (2,1)	1,8 (1,9)	1,8
Innflutningur helstu viðskiptalanda ⁵	4,0 (4,1)	3,9 (4,1)	4,2 (4,2)	3,6 (3,5)	3,4
Seðlabankavextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁶	0,2 (0,2)	0,5 (0,5)	0,6 (0,9)	0,7 (1,0)	0,9

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá Peningamála 2018/3). 2. Samkvæmt utanríkisverslunargögnum Hagstofunnar. 3. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 4. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði. 5. Spá byggð á Alþjóðgjaldeyrissjóðnum, Consensus Forecasts, Global Insight og OECD. 6. Spá byggð á framvirkum seðlabankavöxtum helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Tafla 3 Viðskiptajöfnuður og undirliðir hans¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Vöru- og þjónustujöfnuður	4,1 (4,1)	3,6 (2,4)	1,8 (2,1)	1,4 (1,9)	1,9
Jöfnuður frumþáttatekna ²	-0,7 (-0,7)	-0,8 (-1,0)	-0,8 (-1,0)	-0,6 (-0,8)	-0,5
Viðskiptajöfnuður	3,3 (3,4)	2,8 (1,3)	1,0 (1,1)	0,7 (1,1)	1,3

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá Peningamála 2018/3). 2. Jöfnuður frumþáttatekna að viðbættum hreinum rekstrarframlögum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Opinber fjármál¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	1,2 (1,2)	0,9 (0,8)	0,9 (0,6)	0,8 (0,5)	0,6
Frumjöfnuður ríkissjóðs	4,0 (4,0)	3,3 (3,2)	2,5 (2,3)	2,3 (2,1)	2,1
Frumjöfnuður ríkissjóðs án einkisliða ²	2,2 (2,2)	2,4 (1,5)	1,5 (0,9)	0,8 (0,3)	0,7
Heildarjöfnuður hins opinbera	0,0 (1,5)	1,1 (1,0)	1,1 (0,8)	1,0 (0,6)	0,9
Frumjöfnuður hins opinbera	3,0 (4,5)	4,0 (3,9)	3,2 (2,9)	2,9 (2,7)	2,7
Vergar skuldir hins opinbera	42 (42)	40 (40)	37 (37)	36 (37)	32
Hreinar skuldir hins opinbera ³	35 (35)	32 (32)	29 (29)	28 (29)	24

1. Hlutfall af VLF á rekstrargrunni, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2018/2). 2. Einkisliðir eru stöðugleikafamlög, flýting niðurgreiðslu verðtryggðra húsnæðislána, sérstök innborgun í LSR A-deild og arðgreiðslur umfram fjárlög. 3. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádregnum sjóðum og bankainnstæðum.

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

Tafla 5 Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Atvinnuleysi (% af mannafla)	2,8 (2,8)	2,8 (3,0)	3,0 (3,0)	3,1 (3,4)	3,3
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	80,3 (80,3)	79,5 (79,2)	79,4 (79,2)	79,2 (79,0)	79,2
Heildarvinnustundir	1,2 (1,2)	2,3 (1,2)	2,0 (1,8)	1,3 (1,4)	1,4
Framleiðni vinnuafls ²	2,8 (2,4)	2,1 (2,4)	0,7 (0,9)	1,3 (1,6)	1,2
Launakostnaður á framleidda einingu ³	4,9 (5,2)	5,6 (5,4)	5,3 (5,2)	2,8 (2,4)	2,4
Launahlutfall (% af vergum þáttatekjum)	63,1 (64,8)	64,7 (66,2)	65,9 (67,0)	66,0 (66,8)	65,8
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	7,7 (8,0)	6,5 (6,0)	5,1 (4,8)	2,0 (2,7)	2,1
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	2,1 (1,8)	2,6 (1,6)	1,4 (1,0)	0,5 (0,6)	0,1

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2018/3). 2. Hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda. 3. Hlutfall launakostnaðar og framleiðni vinnuafls.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Gengi krónunnar og verðbólga¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Vísitala meðalgengis ²	160,3 (160,3)	165,5 (161,7)	170,5 (160,3)	165,4 (158,9)	165,2
Raugengi (hlutfallslegt verðlag) ³	99,8 (99,7)	97,5 (99,5)	95,9 (101,4)	99,6 (103,2)	100,4
Raugengi (hlutfallslegur launakostnaður) ³	99,6 (99,9)	100,2 (102,4)	100,5 (106,7)	104,0 (107,8)	104,1
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	1,8 (1,8)	2,7 (2,7)	3,4 (2,8)	2,7 (2,7)	2,5
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	1,5 (1,5)	2,6 (2,6)	3,3 (2,8)	2,6 (2,7)	2,5

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2018/3). 2. Þröng viðskiptavog (vísitala = 100 31. desember 1991). Vísitalan hefur verið endurreiknuð þannig að 2. janúar 2009 taki hún sama gildi og vísitala gengisskráningar sem hætt hefur verið að reikna. 3. Ársmeðaltal 2005 = 100.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 7 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi		
2017:4	1,8 (1,8)	1,6 (1,6)	2,5 (2,5)
2018:1	2,5 (2,5)	2,4 (2,4)	2,5 (2,5)
2018:2	2,3 (2,3)	2,2 (2,2)	3,1 (3,1)
2018:3	2,7 (2,8)	2,6 (2,8)	2,6 (3,2)
	Spáð gildi		
2018:4	3,2 (3,1)	3,1 (3,1)	4,6 (3,7)
2019:1	3,5 (3,1)	3,4 (3,1)	3,6 (2,5)
2019:2	3,5 (2,9)	3,4 (2,9)	3,2 (2,2)
2019:3	3,4 (2,7)	3,3 (2,7)	2,3 (2,4)
2019:4	3,2 (2,5)	3,1 (2,5)	3,7 (2,8)
2020:1	2,9 (2,6)	2,8 (2,5)	2,5 (2,9)
2020:2	2,8 (2,8)	2,7 (2,7)	2,6 (3,0)
2020:3	2,6 (2,8)	2,5 (2,7)	1,6 (2,4)
2020:4	2,6 (2,8)	2,5 (2,7)	3,5 (2,9)
2021:1	2,7 (2,7)	2,6 (2,6)	2,9 (2,5)
2021:2	2,6 (2,6)	2,5 (2,6)	2,4 (2,8)
2021:3	2,5 (2,5)	2,4 (2,5)	1,3 (2,0)
2021:4	2,4	2,3	2,9

1. Tölur í svigum eru spá Peningamála 2018/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.