



PENINGAMÁL

2017 • 1

Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 4 Útflutningur og viðskiptakjör drifkraftar mikils hagvaxtar og gengishækkunar á síðasta ári
- 16 Viðauki 1 Spátöflur

8. febrúar 2017

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 neysliverðs 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 peningastefnunnendrar Seðlabankans byggjast á. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

67. rit. 8. febrúar 2017

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

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

Yfirlýsing peningastefnunefndar

8. febrúar 2017

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 5%.

Áætlað er að hagvöxtur hafi verið 6% í fyrra. Það er heilli prósentu meiri vöxtur en spáð var í nóvemberhefti *Peningamála*, sem skýrist einkum af meiri fjárfestingu atvinnuveganna og þjónustuútlutningi á fyrstu níu mánuðum ársins. Spáð er að hagvöxtur verði áfram ör, 5½% í ár og á bilinu 2½-3% á næstu tveimur árum. Störfum fjölgar hratt, atvinnuleysi er komið niður fyrir 3% og atvinnuþátttaka orðin meiri en hún var mest á þenslutímanum fyrir fjármálakreppuna. Þrátt fyrir að innflutningur erlends vinnuafls vegi á móti fer spennan í þjóðarþúinu vaxandi og verður meiri en áður var áætlað.

Verðbólguhorfurnar hafa batnað lítillega frá nóvemberspánni þrátt fyrir meiri spennu í þjóðarþúskapnum. Þær byggjast þó á þeirri forsendu að kjarasamningar á vinnumarkaði losni ekki á næstunni. Um það ríkir hins vegar töluverð óvissa. Á móti innlendum verðbólguþrýstingum vegur lítil alþjóðleg verðbólga, hækkun gengis krónunnar á spátímanum og aðhaldssöm peningastefna. Peningastefnan hefur skapað verðbólguvæntingum kjölfestu, haldið aftur af útlánavexti og stuðlað að meiri sparnaði en ella.

Gengi krónunnar hefur lækkað frá síðasta fundi nefndarinnar eftir hraða hækkun á seinni hluta síðasta árs. Skammtímasveiflur það sem af er ári hafa einnig verið nokkru meiri en síðustu tvö ár. Stefnt er að því að skammtímasveiflur verði minni á næstunni í samræmi við það markmið að draga úr sveiflum í gengi krónunnar. Viðskipti bankans á gjaldeyrismarkaði munu einnig markast af því að ekki er þörf fyrir frekari stækkun gjaldeyrisforða og að hætta á tímabundnu ofrísni krónunnar í aðdraganda losunar fjármagnshaftra hefur minnkað eftir að stór skref voru stigin nýlega.

Ör vöxtur efnahagssumsvifa og skýr merki um vaxandi spennu í þjóðarþúskapnum kalla á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Traustari kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþrýstingum og hækkun gengis krónunnar hafa hins vegar gert peningastefnunefnd mögulegt að ná lögboðnu markmiði um verðstöðugleika við lægra vaxtastig en ella. Kröftugur vöxtur eftirspurnar og órói á vinnumarkaði kalla á varkárni við ákvörðun vaxta. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

Útflutningur og viðskiptakjör drifkraftar mikils hagvaxtar og gengishækkunar á síðasta ári¹

Talið er að hagvöxtur í helstu iðnríkjum hafi sótt nokkuð í sig veðrið á seinni hluta síðasta árs og aukinnar bjartsýni gætir í alþjóðlegum efnahagsmálum. Verð á olíu og helstu hrávörum hefur hækkað og alþjóðleg verðbólga aukist. Aukin bjartsýni um efnahagshorfur og væntingar um aukna verðbólgu hafa leitt til töluverðrar hækkunar langtímaaxta í Bandaríkjunum og vextir í mörgum öðrum þróuðum ríkjum hafa fylgt í kjölfarið.

Þrátt fyrir hækkun olíu- og hrávöruverðs eru horfur á að viðskiptakjör íslensks þjóðarbúskapar batni enn frekar í ár en viðskiptakjarabati og ör vöxtur ferðaþjónustu hafa verið helstu drifkraftar innlands efnahagsbata. Áætlað er að útflutningur hafi aukist um líðlega 10% í fyrra. Þar af jukust umsvif í ferðaþjónustu um ríflega 37% að raunvirði og voru fjórfalt meiri að umfangi en árið 2010. Þessir tveir stóru búhnykkir eru meginskýring 12% gengishækkunar krónunnar í fyrra. Þeir hafa einnig leitt til mikillar hækkunar innlendrar tekna og auðs og ýtt undir öran vöxt innlendrar eftirspurnar. Slökun á aðhaldi opinberra fjármála hefur sl. tvö ár lagst á sömu sveif og benda fjárlög nýrrar ríkisstjórnar til þess að svo verði einnig í ár. Á móti vegur hið peningalega aðhald sem vextir Seðlabankans veita og sú kjölfesta verðbólguvæntinga sem peningastefnan hefur náð að skapa.

Áætlað er að hagvöxtur hafi verið 6% í fyrra sem er heilli prósentu meira en gert var ráð fyrir í nóvemberhefti *Peningamála*. Skýrist frávikíð fyrst og fremst af töluvert meiri fjárfestingu atvinnuveganna og þjónustuútflutningi á fyrstu níu mánuðum ársins. Einnig er gert ráð fyrir miklum hagvexti í ár eða um 5½% en að smám saman hægi á vextinum og að hann verði á bilinu 2½-3% á næstu tveimur árum. Hagvöxtur í fyrra og á meginhluta spátímans er meiri en spáð var í nóvember og því mun reyna meira á innlenda framleiðsluþætti og framleiðsluspennan verður meiri. Spennan á vinnumarkaði verður meiri en störfum fjölgar hratt og atvinnuleysi er komið niður fyrir 3%. Atvinnuþátttaka er jafnframt orðin meiri en hún var mest á þenslutímnum fyrir fjármálakreppuna en á móti vegur töluverður innflutningur á erlendu vinnuafli. Innlendir verðbólguþrýstingur er því töluverður og er hann meiri en gert var ráð fyrir í nóvember. Á móti vegur lítil alþjóðleg verðbólga og hækkandi gengi krónunnar. Gengið er hærra en spáð var í nóvember og horfur eru á að það verði hærra á spátímnum. Verðbólguhorfur hafa því batnað lítillega frá nóvemberspánni þrátt fyrir horfur um meiri spennu í þjóðarbúinu. Talið er að verðbólga verði um 2% fram yfir mitt ár, en taki þá að þokast upp á við og verði komin í markmið á seinni hluta ársins. Horfur eru á að verðbólga fari tímabundið upp fyrir markmiðið er líður á spátímnum þegar áhrif gengishækkunarinnar taka að fjara út en að hún verði nálægt markmiðinu í lok spátímans.

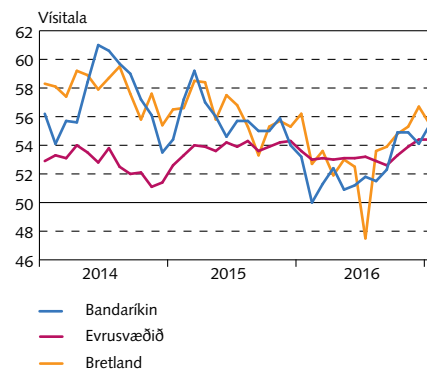
1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála frá *Peningamála* 2016/4 í nóvember sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir í byrjun febrúar.

Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

- Áætlað er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafi verið 1,6% í fyrra líkt og gert var ráð fyrir í nóvemberspá *Peningamála*. Hagvöxtur í Bandaríkjunum var 1,6% sem er litlu meira en gert var ráð fyrir í nóvember en 1 prósentu minna en árið 2015. Minni hagvöxtur í fyrra skýrist einkum af lítilli fjárfestingu en vöxtur einkaneyslu hefur verið kröftugur. Áætlað er að hagvöxtur á evrusvæðinu hafi verið 1,7% í fyrra en heldur meiri í Bretlandi eða 2%. Hagvöxtur var 1% í Danmörku og einungis 0,7% í Japan og Noregi. Hann var hins vegar töluvert meiri í Svíþjóð eða 3,2%.
- Frá útgáfu *Peningamála* í nóvember hafa helstu hagvísar fyrir Bandaríkin reynst nokkru hagfelldari en markaðsaðilar höfðu vænst og leiðandi vísendingar um hagvöxt hafa hækkað þrátt fyrir tímabundið bakslag í desember í kjölfar vaxtahækkunar bandaríska seðlabankans. Væntingar um örvunaraðgerðir í ríkisfjármálum og áttak í innviðafjárfestingu hafa glætt skammtíma-hagvaxtarhorfur í kjölfar forsetakosninganna en að sama skapi hafa yfirlýsingar nýs forseta um alþjóðlega viðskiptasamninga aukið á óvissu um hagvaxtarhorfur lengra fram á veginn.
- Hækkandi framleiðsluvísitölur á evrusvæðinu og í Bretlandi benda einnig til þess að hagvaxtarhorfur þar hafi vænkast. Hefur hækkunin verið sérstaklega snörp í Bretlandi eftir mikla lækkun í kjölfar þjóðaratkvæðagreiðslunnar um útgöngu Breta úr Evrópusambandinu (ESB) sl. sumar. Líkt og í nóvember er því gert ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði áfram hægur en sækir þó aðeins í sig veðrið, verði 1,7% að meðaltali í ár en verði kominn í 1,9% árið 2019. Horfur um innflutning helstu viðskiptalanda hafa hins vegar verið færðar niður í takt við spár alþjóðastofnana um hægari vöxt alþjóðaviðskipta.
- Aukin bjartsýni um hagvöxt og væntingar um meiri verðbólgu í kjölfar forsetakosninganna í Bandaríkjunum leiddu til snarprar hækkunar ávöxtunarkröfu bandarískra ríkisskuldabréfa. Þannig hefur ávöxtunarkrafa 10 ára ríkisskuldabréfa hækkað um 0,7 prósentur frá því snemma í nóvember og líftímaálag (e. term premia) bréfanna er orðið jákvætt á ný. Langtímavextir fjölda annarra ríkja hafa hækkað í kjölfarið og hefur stofn útistandandi ríkisskuldabréfa með neikvæða ávöxtunarkröfu minnkað um fjórðung frá ágúst í fyrra.
- Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur þokast upp á við með vaxandi efnahagssumsvifum og hækkandi hrá- og olíuverði. Verðbólga mældist 2,1% í Bandaríkjunum í desember en um mitt ár í fyrra hafði hún verið í kringum 1%. Verðbólga á evrusvæðinu hefur einnig aukist. Í janúar mældist verðbólga þar 1,8% en hún var í kringum 0% um mitt ár 2016. Verðbólga í Bretlandi hefur einnig aukist, m.a. vegna gengislækkunar pundinsins. Þá er verðlag tekið að hækka milli ára í Japan eftir samfellda lækkun lungann úr síðasta ári. Líkt og í nóvemberspá bankans er áætlað að verðbólga í helstu viðskiptalöndum haldi áfram að þokast upp á við og verði 1,8% á þessu ári og nálægt 2% á næstu tveimur árum.

Mynd 1

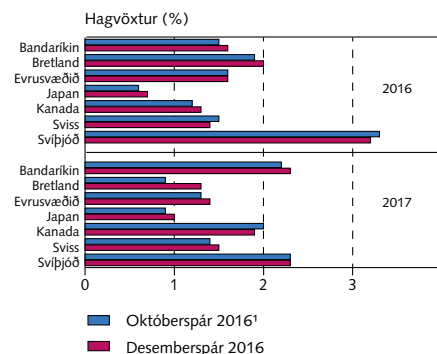
Leiðandi vísendingar um hagvöxt¹
Janúar 2014 - janúar 2017



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

Mynd 2

Hagvaxtarspár fyrir árin 2016 og 2017

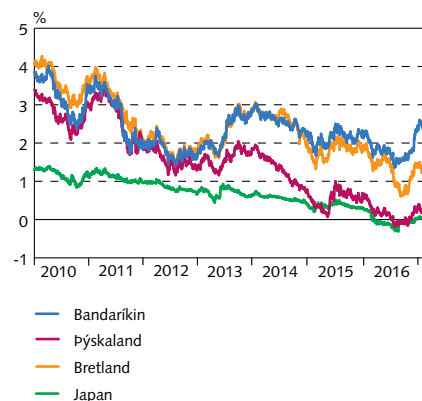


1. Spár sem lágu til grundvallar í PM 2016/4.
Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd 3

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í nokkrum iðnríkjum

1. janúar 2010 - 3. febrúar 2017

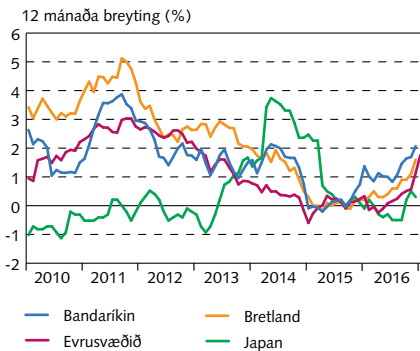


Heimild: Macrobond.

Mynd 4

Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2010 - janúar 2017

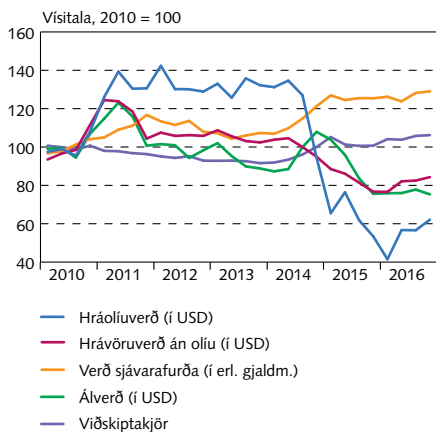


Heimild: Macrobond.

Mynd 5

Alþjóðleg verðlagsþróun og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016

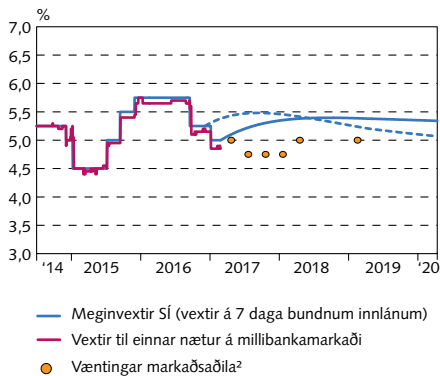


1. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadal. Viðskiptakjör fyrir 4. ársfjórðung 2016 byggjast á grunnspá Peningamála 2017/1.
Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Meginvextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra¹

Daglegar tölur 1. júní 2014 - 31. mars 2020



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Brotna línan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2016/4. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlanavaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 30. janúar - 1. febrúar 2017.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

- Heimsmarkaðsverð á olíu er nú 56 Bandaríkjadalir á tunnu og hefur hækkað um 53% frá því að það var lægst í janúar í fyrra. Kemur hækkingin í kjölfar ákvörðunar OPEC-ríkjanna um samdrátt í olíuframleiðslu en hún endurspeglar einnig bætta horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum. Þetta er nokkru meiri hækking olíuverðs en gert hafði verið ráð fyrir í nóvemberspá bankans og hið sama má segja um annað hrávöruverð sem talið er hækka um ríflega 1 prósentu meira í ár en spáð var í nóvember. Horfur um þróun álverðs hafa að sama skapi batnað. Spáin um þróun sjávarafurðaverðs hefur hins vegar lítið breyst frá því í nóvember. Á heildina lítið er talið að viðskiptakjör batni um 1,9% í ár sem er 0,7 prósentum meiri bati en spáð var í nóvember. Viðskiptakjarabatinn er einnig talinn hafa verið heldur meiri í fyrra en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni eða 3,1% í stað 2,8%. Talið er að viðskiptakjör standi nánast í stað á næstu tveimur árum en það eru lítilla bætta horfur frá fyrri spá.
- Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 12,9% milli ára í fyrra og var tæplega 10% hærra en meðaltal síðustu 25 ára. Hækkingin miðað við hlutfallslegan launakostnað var meiri eða 18% og var raungengið á þennan mælikvarða orðið liðlega 16% yfir langtíma meðaltali sínu.

Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

- Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundi sínum í nóvember að halda vöxtum bankans óbreyttum en lækkaði þá um 0,25 prósentur á desemberfundinum. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á bundnum innlánum til sjö daga, voru 5% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* og höfðu lækkað úr 5,75% frá ágústmánuði 2016. Raunvextir bankans hafa einnig lækkað. Miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum til eins árs höfðu þeir lækkað um 0,4 prósentur frá útgáfu *Peningamála* í nóvember og eru nú 2,6%, en þeir voru á bilinu 2½-3% á síðasta ári. Lækkingin miðað við núverandi ársverðbólgu er svipuð en á þann mælikvarða eru raunvextir bankans nú 3,0%.
- Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila frá því í lok janúar sl. gera þeir ráð fyrir því að meginvextir bankans verði lækkaðir um 0,25 prósentur á fyrri hluta þessa árs en hækkaðir aftur í 5% í byrjun næsta árs og haldist þá óbreyttir út spátímann. Þetta eru heldur lægri vextir en þeir væntu í samsvarandi könnun í nóvember sl. og lægri vextir en lesa má út úr framvirka vaxtaferlinum.²
- Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hefur þróast í takt við meginvexti Seðlabankans. Krafa óverðtryggðra ríkisbréfa hefur lítið breyst frá því í nóvember en hefur lækkað um 0,6-0,8 prósentur frá því rétt fyrir vaxtalækkingu bankans í ágúst. Ávöxtunarkrafa á stuttum og löngum ríkisbréfum er mjög svipuð og nálægt megin-

2. Framvirki ferillinn gefur til kynna að vænst sé hækkingar vaxta á næstunni en það litast af notkun millibankavaxta á styttri enda vaxtarófsins.

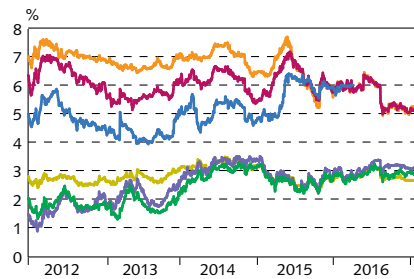
vöxtum bankans. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hefur lækkað lítillega frá því í nóvember og er allt að 0,3 prósentum lægri en í ágúst. Vaxtalækkunar Seðlabankans hafa því miðlast út í nafn- og raunvexti markaðsskuldabréfa. Vextir óverðtryggðra inn- og útlána fjármálafyrirtækja lækkuðu einnig en verðtryggðir vextir þeirra hafa hins vegar ekki breyst.

- Gjaldeyrissinnflæði vegna nýfjárfestingar á innlendum skuldabréfamarkaði hefur verið hverfandi frá því að fjárstreymistæki Seðlabankans var virkjað í júní sl. en hefur haldið áfram í aðrar eignir, einkum beina fjárfestingu í innlendum fyrirtækjum.
- Þrátt fyrir nýlega hækkun matsfyrirtækisins Standard & Poor's á láns hæfiseinkunn ríkissjóðs í A- og breytingu Fitch á láns hæfisorfum úr stöðugum í jákvæðar er áhættuálag á erlendar skuldbindingar hans svipað og það var í nóvember. Skuldatryggingarálagið hefur lækkað lítillega en vaxtamunur milli skuldabréfa ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli og sambærilegra bréfa ríkissjóða Þýskalands og Bandaríkjanna er lítið breyttur frá því í nóvember. Vaxtaálag í alþjóðlegum skuldabréfaútgáfum innlendra viðskiptabanka hefur hins vegar haldið áfram að lækka.
- Gengi krónunnar hækkaði nær samfleytt frá síðasta sumri fram í desember. Endurspeglaði það að mestu leyti gjaldeyrissinnstreymi vegna afgangis á viðskiptum við útlönd vegna aukins útflutnings, sérstaklega aukinna umsvifa í ferðaþjónustu, og bættra viðskiptakjara. Gengið hefur aftur á móti lækkað frá byrjun desember. Að einhverju leyti stafar lækkunin líklega af minni gjaldeyriskjóm af völdum verkfalls sjómanna á sama tíma og árstíðarbundin lægð er í gjaldeyriskjóm af ferðaþjónustu og tengdum greinum í upphafi árs. Þá er mögulegt að útstreymi á fjármagni vegna fjárfestingarheimilda lífeyrissjóða og viðbótarskrefs í almennri losun fjármagnshafna sem tekið var um áramótin eigi hlut að máli. Útflæðið hefur þó verið hóflegt hingað til.
- Heldur dró úr kaupum Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði í desember sl. en þau höfðu verið mikil mánuðina tvo á undan. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á árinu 2016 námu rúmlega 386 ma.kr. sem er um 40% meira en árið á undan. Gjalddeyriforði bankans jókst um 163 ma.kr. í fyrra og nam í árslok 815 ma.kr.
- Líkt og í nóvemberspánni er gert ráð fyrir því að gengi krónunnar hækki á spátímanum. Gert er ráð fyrir að gengisvísitalan verði um 163 stig að meðaltali á þessu ári, sem felur í sér tæplega 2% hækkun gengis krónunnar frá núverandi gengi. Samkvæmt spánni hækkar gengið áfram og fer gengisvísitalan í ríflega 152 stig árið 2019 sem er um 3% hærra gengi en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni.
- Ársvöxtur peningamagns hefur sótt í sig veðrið en er þó enn undir nafnvexti landsframléiðslunnar. Leiðrétt fyrir innlánum innlánsstofnana í slitameðferð jókst vítt peningamagn (M3) um 5,9% á fjórða ársfjórðungi 2016 frá sama fjórðungi árið áður. Líkt og á síðasta ári skýrist aukning peningamagnsins að mestu leyti af auknum innlánum heimila en innlán fyrirtækja jukust einnig á

Mynd 7

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2012 - 3. febrúar 2017



Óverðtryggð ríkisbréf á gjalddaga:

— 2016 — 2019 — 2031

Verðtryggð ríkis- eða íbúðabréf á gjalddaga:

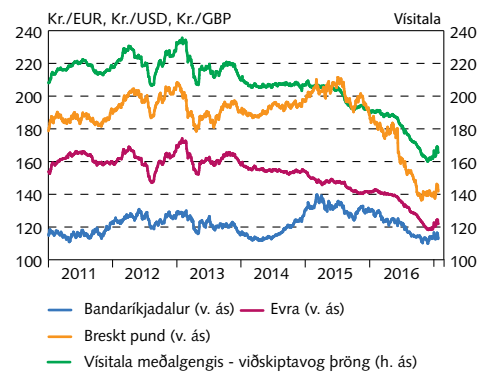
— 2021 — 2024 — 2044

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 3. febrúar 2017

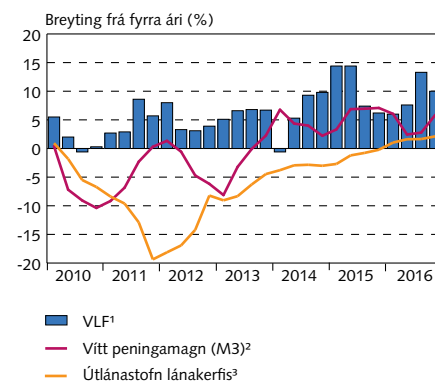


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Peningamagn, útlán og nafneftirspurn

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016

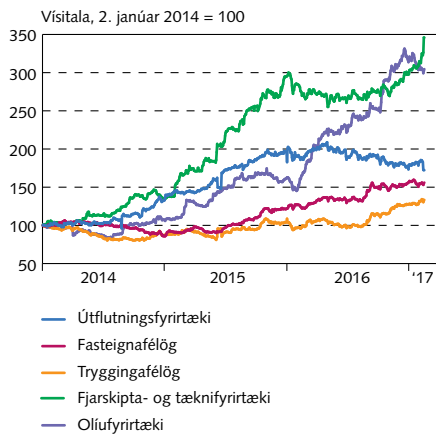


1. VLF fyrir 4. ársfjórðung byggist á grunnsþá Peningamála 2017/1.
2. Án innlána fjármálafyrirtækja í slitameðferð. 3. Útlán til innlendra aðila utan ríkissjóðs og fjármálafyrirtækja í slitameðferð. Leiðrétt fyrir endurflokkunum og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Gengi hlutabréfa fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar¹

Daglegar tölur 2. janúar 2014 - 3. febrúar 2017



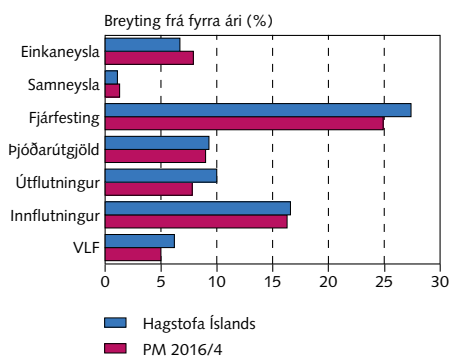
1. Meðaltal breytinga gengis hlutabréfa skráðra fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar, leiðrétt fyrir arðgreiðslum og hlutafjárþækkunum. Heimild: Nasdaq Iceland.

milli ára. Á sama tímabili stækkaði útlánastofn lánakerfisins um rúmlega 2% sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Vöxturinn var heldur meiri eða tæplega 4% sé stofn lána í erlendum gjaldmiðli að auki leiðréttur fyrir gengisbreytingum. Útlánavöxturinn skýrist af meiri útlánum til atvinnufyrirtækja og heimila. Útlán lífeyrissjóða til heimila hafa aukist töluvert og er hlutdeild þeirra í nýjum útlánum til heimila orðin meiri en innlánsstofnana. Útlán Íbúðalánasjóðs hafa hins vegar áfram dregist saman og er samanlögð útlánaaukning lánakerfis til heimila enn tiltölulega lítil eða 2,8% milli ára á fjórða ársfjórðungi 2016.

- Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði í desember sl. um 15% milli ára og leiguverð um tæp 8%. Kaupsamningum fjölgaði um 6,2% milli ára í fyrra og meðalsölutíminn er nú rétt tæplega tveir mánuðir. Líklega skýrast þessar verðhækkanir einkum af auknum kaupmætti og takmörkuðu framboði húsnæðis sem rekja má til lítillar íbúðafjárfestingar undanfarin ár og stóruaukningu útleigu íbúða til ferðamanna. Á sama tíma hefur hlutabréfaverð lækkað en Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI8, er nú tæpum 4% lægri en hún var við útgáfu *Peningamála* í nóvember. Í kjölfar afkomuviðvörunar í byrjun febrúar lækkaði verð hlutabréfa Ícelandair um fjórðung og hafði það töluvert áhrif á hlutabréfaverð í Kauphöllinni.
- Hinn 1. janúar sl. tóku gildi breytingar á lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál, sem juku heimildir einstaklinga og fyrirtækja til fjárfestingar erlendis í samræmi við þriðja áfanga áætlunar stjórnvalda um losun fjármagnshaftra frá júní 2015. Í kjölfar þessara breytinga geta innlendir og erlendir aðilar flutt innstæður og verðbréf til og frá landinu, átt viðskipti með verðbréf erlendis og keypt eða tekið út erlendan gjaldeyri í reiðufé fyrir allt að 100 m.kr.
- Skuldir heimila og fyrirtækja voru nánast óbreyttar á þriðja ársfjórðungi sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á lán fyrirtækja í erlendum gjaldmiðli og hlutfall útlána í vanskilum heldur áfram að lækka. Gjaldprotum fyrirtækja fjölgaði á síðasta ári sem að einhverju leyti má rekja til tafa í skráningu gjaldþrota í tengslum við verkfall hjá Sýslumanninum á höfuðborgarsvæðinu á fyrri hluta ársins 2015. Hlutfall gjaldþrota af heildarfjölda fyrirtækja er nú svipað því sem verið hefur undanfarin ár að árinu 2015 undanskildu.
- Fjármálaleg skilyrði einkageirans eru á heildina lítið áþekkt því sem þau voru í nóvember en þau höfðu batnað töluvert misserin þar á undan.

Mynd 11

Þjóðhagsreikningar fyrir fyrstu þrjú ársfjórðunga 2016



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Innlent raunhagkerfi

- Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands jókst landsframleiðslan um 6,2% á fyrstu níu mánuðum síðasta árs frá sama tíma árið áður sem er 1 prósentu meiri hagvöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í nóvemberhefti *Peningamála*. Árshagvöxturinn var enn meiri á þriðja ársfjórðungi eða 10,2% sem var 3,5 prósentum meiri vöxtur en spáð var. Kröftugri hagvöxtur á fyrstu þremur fjórðungum ársins skýrist helst af því að fjárfesting atvinnu-

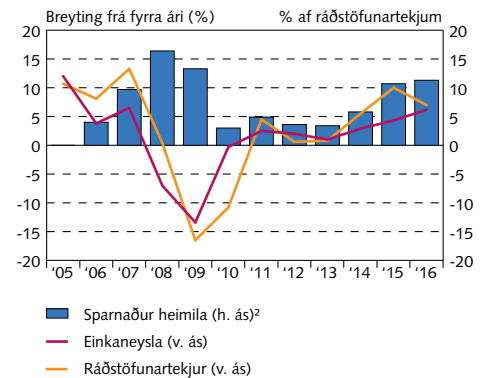
veganna og útflutt þjónusta jukust umtalsvert meira á þriðja ársfjórðungi en gert hafði verið ráð fyrir í nóvemberspánni. Samhliða þessu lækkaði Hagstofan mat sitt á einkaneyslu á fyrri hluta ársins en hækkaði útflutta þjónustu á móti sem endurspeglar tilfærslu á neysluútgjöldum frá innlendum neytendum til ferðamanna.

- Á síðasta ári jókst eftirspurn heimila umtalsvert hraðar en hún hafði gert frá því að efnahagsbatinn hófst á árinu 2010. Það má rekja til hækkandi ráðstöfunartekna og bættrar eignastöðu heimila. Bjartsýni neytenda jókst mikið og hefur ekki mælst meiri frá árinu 2007 þegar horft er til ársins í heild. Auk þess var uppsafnaðri endurnýjunarþörf varanlegra neysluvara líklega sinnt á árinu. Í spá bankans í nóvember var spáð 7,6% aukningu einkaneyslu á síðasta ári og 6,6% í ár. Við endurskoðun þjóðhagsreikninga var einkaneysla á fyrri hluta síðasta árs færð niður sem hefur töluverð áhrif á mat á vexti hennar á árinu í heild. Nú er áætlað að hann hafi verið 6,2% í fyrra en á móti kemur að spáð er lítillega meiri vexti í ár og á næsta ári en búist var við í nóvember.
- Sé þróun einkaneyslu í spá bankans nú borin saman við mat á þróun ráðstöfunartekna heimila á sama tímabili virðist sparnaður heimila ekki hafa dregist saman í fyrra líkt og síðasta spá fól í sér. Þess í stað er talið að sparnaður hafi aukist lítillega og er það meginorsök þess að nú er búist við heldur meiri vexti einkaneyslu á seinni hluta spátímans en áætlað var áður.
- Á fjórða ársfjórðungi 2016 er áætlað að heldur hafi dregið úr ársvexti fjárfestingar miðað við vöxtinn fyrstu níu mánuði síðasta árs. Það má að talsverðu leyti rekja til grunnáhrifa frá fjórða ársfjórðungi 2015. Talið er að heildarfjárfesting hafi aukist um liðlega 23% í fyrra þar sem allir helstu undirþættir lögðust á sömu sveif. Í ár er einnig spáð vexti hinna þriggja meginþátta fjárfestingar þótt í heild verði vöxturinn umtalsvert minni en í fyrra eða liðlega 9%. Að baki þeirri áætlun býr aukinn vöxtur fjárfestingar á vegum hins opinbera og íbúðarfjárfestingar sem endurspeglar einkum mikla eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði og hækkun fasteignaverðs að undanförunu. Á móti þessu vegur að töluvert hægir á vexti fjárfestingar atvinnuveganna. Er hún talin aukast um 6,5% samanborið við hartnær 30% undanfarin tvö ár. Gert er ráð fyrir að það hægi enn frekar á vexti fjárfestingar á næsta ári þegar nokkuð dregur úr fjárfestingu í orkufrekum iðnaði, þótt á móti vegi kröftugur vöxtur íbúðarfjárfestingar. Hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu lækkar því úr tæplega 22% í ár í 21% árið 2019.
- Fjárlög fyrir árið 2017 voru afgreidd með afgangi sem nemur 0,9% af landsframleiðslu. Það er lítillega minni afgangur en var í upphaflegu fjárlagafrumvarpi en áþekkur því sem samþykkt var í fjármálaáætlun sl. vor.³ Afgangurinn er hins vegar heldur meiri en spáð var í nóvember en þá var gert ráð fyrir að útgjöld samkvæmt nýrri samgönguáætlun myndu fara inn á fjárlög. Vegna

3. Fjárlög voru nú í fyrsta skipti birt með alveg nýjum hætti í samræmi við ný lög um opinber fjármál. Útgjöldum er nú deilt niður á málefnsvið og afkoman birt samkvæmt GFS-staðli en það er sami staðall og Hagstofan notar. Þó er einhver munur á milli uppgjörsaðferða milli einstakra undirliða á útgjaldahlíð. Þetta er til mikilla bóta og gefur gleggri mynd af efnahagslegum áhrifum ríkisfjármála.

Mynd 12

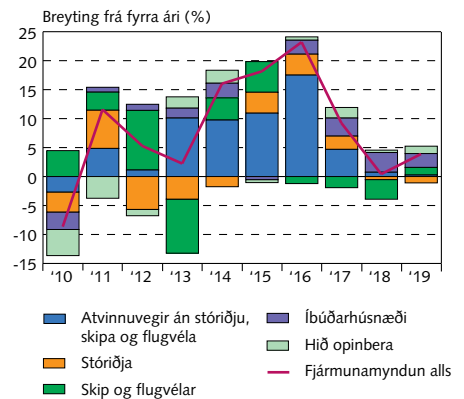
Einkaneysla, kaupmáttur ráðstöfunartekna og sparnaður heimila 2005-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016. 2. Nokkur óvissa er um tölur Hagstofunnar um eiginlegt tekjustig heimila sem snýr að því að ráðstöfunartekjuuppgjörið byggist ekki á samstæðuuppgjöri tekju- og efnahagsreiknings. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur þar sem tölur Hagstofunnar eru hækkaðar með hlíðsjón af áætluðum útgjöldum heimilanna yfir langt tímabil. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

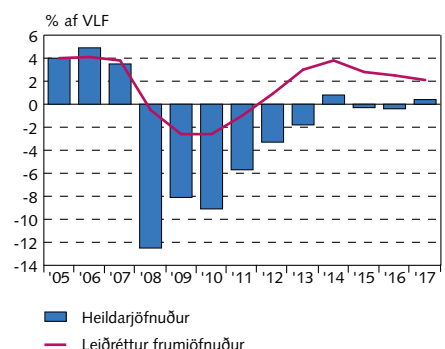
Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Afkoma ríkissjóðs 2005-2017¹

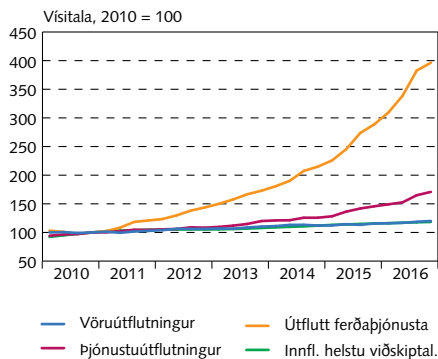


1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþis tekjum og gjöldum (t.d. stöðugleikaframlögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðis-skulda og greiðslu inn á lífeyrisskuldbindingar). Árið 2016 er heildarjöfnuður leiðréttur fyrir einkisþis tekjum og gjöldum, þ.e.a.s. stöðugleikaframlögum, greiðslu inn á lífeyrisskuldbindingar og arðgreiðslum umfram fjárlög. Grunnspá Seðlabankans 2016-2017. Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 15

Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn¹

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016

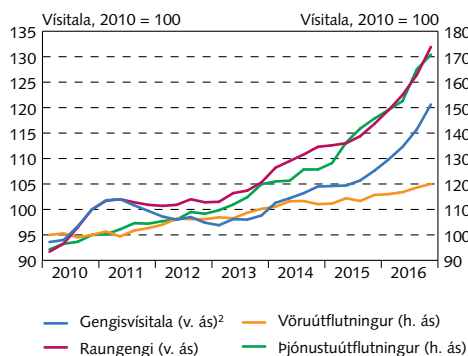


1. Fjögurra fjórðunga hreyfanlegt meðaltal. Útflutningstölur fyrir 4. ársfjórðung 2016 byggjast á grunnsþá Peningamála 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 16

Gengi krónunnar og útflutningur¹

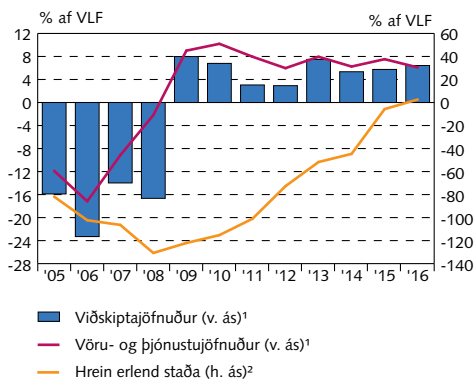
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016



1. Fjögurra fjórðunga hreyfanlegt meðaltal. Útflutningstölur fyrir 4. ársfjórðung 2016 byggjast á grunnsþá Peningamála 2017/1. 2. Gengisvísitala sýnd þannig að hækun vísitölu endurspeglar hækun gengis krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 17

Viðskiptajöfnuður og hrein erlend staða 2005-2016



1. Grunnsþá Seðlabankans 2016. Án áhrifa innlánsstofnana í slitameðferð árin 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis á jöfnuð frumpáttatekna árin 2009-2012. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slitameðferð. 2. Á árunum 2008-2015 er m.v. undirliggjandi erlenda stöðu þjóðarþúsins, þ.e.a.s. að teknu tilliti til áhrifa uppgjörs ILST í slitameðferð. Tölur fyrir árið 2016 eru m.v. 3. ársfjórðung. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hagfelldari efnahagsþróunar en áður var spáð jókst hagsveifluhluti tekna við endurmat á tekjuáætlun fjárlaga. Hækkun tekjuáætlunar leiðir einnig til þess að afkoman helst stöðug þrátt fyrir sértækar aðgerðir stjórnvalda. Á tekjuhlíð leiða sértækar kerfisbreytingar til lækkunar tekna um 8 ma.kr. en 3,2 ma.kr. hækkun krónutölugjalda og gistináttagjalds vega þar á móti. Sértækar aðgerðir á útgjaldahlíð lúta að 11 ma.kr. útgjaldaaukningu í almannatryggingum og 4,6 ma.kr. aukningu fjárfestingar umfram fjármálaáætlun (m.a. vegna Dýrafjarðarganga). Aðhaldsráðstafanir á útgjaldahlíð nema 1 ma.kr. Sértækar aðgerðir árið 2017 veikja því afkomuna um samtals 0,8% af landsframleiðslu. Aðhaldsstig ríkisfjármála minnkar því á þessu ári en heldur minna en áætlað hafði verið í nóvemberspá bankans. Gert er ráð fyrir að útgjaldavöxtur hins opinbera á næstu árum verði áþekkur því sem var í fyrra: samneyslan vex um 1½% á ári og hlutfall opinberrar fjárfestingar helst í um 3% af landsframleiðslu.

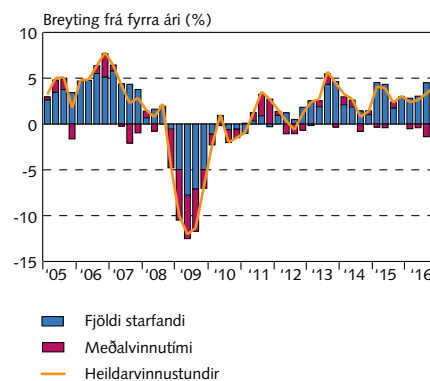
- Fjármálastefna nýrrar ríkisstjórnar fyrir næstu fimm ár var lögð fram í lok janúar sl. Þar er gert ráð fyrir nær sömu afkomu og í fjármálaáætlun sem samþykkt var af fyrri ríkisstjórn í ágúst sl. Útgjöldin í nýju áætluninni eru meiri en í þeirri gömlu en einnig er gert ráð fyrir meiri tekjum. Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir afgangi á ríkissjóði felur fjármálastefnan í sér nokkra slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála þegar tekið hefur verið tillit til hagsveiflunnar. Miðað við grunnsþá bankans hefði afkoman þurft að vera sem nemur ½% af landsframleiðslu betri í ár en áformað er í fjármálastefnunni til að aðhaldsstigið slakni ekki frá því sem það var í fyrra. Áformað er að afkoman batni um ½% af landsframleiðslu á næsta ári og gangi það eftir verður aðhaldsstigið þá orðið svipað og það var í fyrra.
- Nýjar tölur Hagstofunnar sýna að útflutt þjónusta jókst töluvert meira árið 2016 en fyrri áætlanir höfðu gert ráð fyrir. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til um fjórðungsvaxtar þjónustuútflutnings á þriðja fjórðungi í fyrra og að útflutningur hafi aukist um 10% á fyrstu þremur fjórðungum ársins frá sama tíma árið áður. Hagvísar benda til áþekks vaxtar á síðasta fjórðungi ársins og því er nú talið að útflutningur hafi vaxið um 10,2% á árinu í heild í stað 7,8% í nóvemberspá bankans. Hinn öri vöxtur skýrist einkum af vexti ferðaþjónustu. Áætlað er að hún hafi vaxið um ríflega 37% að raunvirði á árinu í heild og að hún sé að raunvirði fjórfalt meiri að umfangi en hún var árið 2010. Mikill vöxtur þjónustuútflutnings er ein meginskýring hækkunar á gengi krónunnar á liðnu ári.
- Horfur eru einnig á meiri vexti útflutnings í ár eða um 6,2% í stað 3,5% í nóvemberspánni. Eins og í tilfelli sl. árs skýrist fráviknið einkum af því að áætlað er að ferðamönnum fjölgi meira á árinu en áður var talið. Einnig er spáð að vöruútflutningur aukist meira á þessu ári því að horfur eru á minni samdrætti í útflutningi sjávarafurða vegna aukinna aflaheimilda í norsk-íslenskrri síld sem talið er að vega muni á móti lítilli loðnuveiði. Líkt og í nóvember er gert ráð fyrir að nokkuð hægi á vexti útflutnings á næstu tveimur

árum sem endurspeglar hækkandi raungengi og hægan vöxt eftirspurnar helstu viðskiptalanda.

- Samhliða örum vexti innlendar eftirspurnar hefur vöxtur innflutnings verið mikill. Á síðasta ári er talið að innflutningur hafi aukist um 15,5% sem er í takt við spá bankans frá því í nóvember en samsetning hans var nokkuð frábrugðin því sem gert hafði verið ráð fyrir. Skýrist það af því að innflutningur skipa var töluvert minni á síðasta fjórðungi ársins en áður hafði verið áætlað. Á móti vegur meiri vöxtur innfluttrar þjónustu. Áfram er gert ráð fyrir kröftugum innflutningsvexti í ár þótt nokkuð hægi á honum frá vexti undanfarinna tveggja ára.
- Þrátt fyrir kröftugan útflutningsvöxt verður framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt í ár, fjórða árið í röð. Afgangur á viðskiptum við útlönd minnkar því í ár, þótt á móti vegi áframhaldandi bati viðskiptakjara. Áætlað er að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum hafi minnkað úr 7,5% af landsframleiðslu árið 2015 í 6% í fyrra. Gert er ráð fyrir að hann verði um 6% í ár og á næsta ári en að hann minnki í 5½% árið 2019. Þetta er töluvert meiri afgangur á öllum spátímanum en gert var ráð fyrir í nóvember og leggjast þar á eitt hagstæðara framlag utanríkisviðskipta og bættar horfur um þróun viðskiptakjara. Afgangur á viðskiptajöfnuði verður líðlega 4½% í ár og á því næsta en rétt rúm 4% árið 2019.
- Með myndarlegum afgangi á viðskiptum við útlönd í átta ár samfelld og nýlegu uppgjöri við slitabú föllnu fjármála fyrirtækjanna hefur erlend skuldastaða þjóðarbúsins gjörbreyst. Hrein erlend staða mælist nú jákvæð í fyrsta sinn frá því að mælingar hófust eftir að hafa verið neikvæð um líðlega 130% af landsframleiðslu árið 2008.
- Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fyrir fjórða ársfjórðung fjölgaði störfum um 4,6% frá fyrra ári sem er töluvert meiri aukning en gert var ráð fyrir í nóvember spá bankans. Meðalvinnuvikan hélt hins vegar áfram að stytta og fjölgaði heildarvinnustundum um 4,1% eins og spáð hafði verið. Atvinnuþátttaka jókst töluvert á árinu og var á síðasta fjórðungi ársins komin yfir það sem hún var mest fyrir fjármálakreppuna og hlutfall starfandi var nánast jafn hátt og það varð hæst þá.
- Atvinnuleysi var heldur minna á fjórða ársfjórðungi en spáð var í nóvember. Mældist það 2,5% en 2,9% leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Hefur árstíðarleiðrétt atvinnuleysi ekki verið jafn lítið síðan á þriðja fjórðungi ársins 2008.
- Fyrirtæki eiga enn erfitt með að manna störf þrátt fyrir mikinn innflutning vinnuafis. Samkvæmt könnunum Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins hefur hlutfall fyrirtækja sem töldu vera skort á starfsfólki sveiflast í kringum 40% frá vormánuðum 2016 (að teknu tilliti til árstíðar). Hlutfall fyrirtækja í byggingastarfsemi sem telja sig búa við skort jókst hins vegar um tæplega 30 prósentur milli haust- og vetrarkönnunarinnar og er nú um 83% sem er 18 prósentum hærra hlutfall en það varð mest snemma árs

Mynd 18

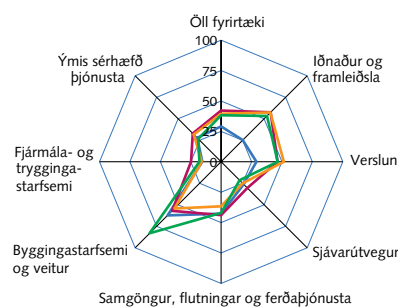
Atvinna og vinnutími¹
1. ársfj. 2005 - 4. ársfj. 2016



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

Mynd 19

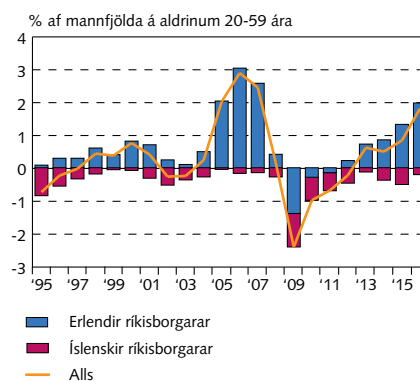
Fyrirtæki sem telja að skortur sé á starfsmönnum¹
Hlutfall fyrirtækja (%)



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

Mynd 20

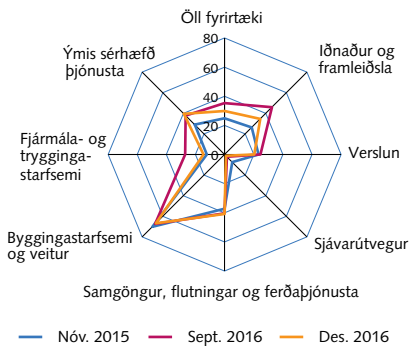
Aðfluttir umfram brottflutta 1995-2016¹



1. Búerflautningar fólks á aldrinum 20-59 ára.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 21

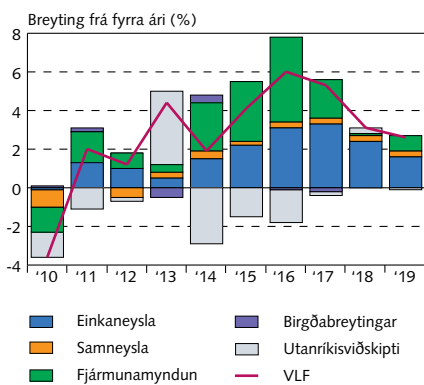
Fyrirtæki sem vilja fjölga starfsfólki umfram þau sem vilja fækka því næstu 6 mánuði¹
Hlutfall fyrirtækja (%)



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

Mynd 22

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2019¹

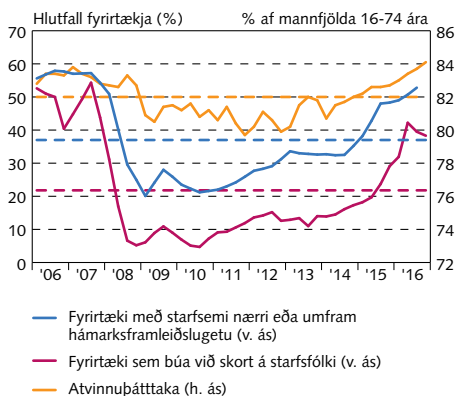


1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 23

Nýting framleiðsluþátta og atvinnuþáttaka¹

1. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2016



1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðsluþátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins en atvinnuþáttaka samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Árstíðarleiddar tölur. Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilsins.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2006. Í auknum mæli mæta fyrirtæki skorti á vinnuafli með innflutningi vinnuafls og var flutningsjöfnuður erlendra ríkisborgara á aldrinum 20-59 ára jákvæður um sem nam 2% af mannfjölda á aldrinum 20-59 ára árið 2016 en var um 1,3% árið 2015.

- Niðurstöður vetrarkönnunar Gallup benda til þess að vinnuafls- eftirspurn muni aukast enn frekar á þessu ári. Um 30 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsfólki frekar en fækka á næstu sex mánuðum. Þetta er heldur lægra hlutfall en í haustkönnuninni en hlutfallið er hátt í flestum greinum að sjávarútvegi undanskildum. Gert er ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi svipað í ár og í fyrra eða um 3,2%. Líkt og í nóvember er áætlað að heldur hægi á vextinum á næstu árum í takt við hægari hagvöxt og að hlutfall starfandi haldist í riflega 80% af mannfjölda á vinnualdri. Talið er að atvinnuleysi verði heldur minna í ár en í nóvemberspánni eða um 2,6% í stað 3% en taki síðan smám saman að þokast upp í það sem talið er vera langtíma jafnvægisatvinnuleysi þegar líða tekur á spátímamann.

- Launahækkningar sem kveðið er á um í kjarasamningum hafa komið fram í launavísitölu Hagstofunnar í takt við það sem gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans og hefur launaskrið verið svipað og þar var áætlað. Hins vegar er áætlað að laun hækki um ½ prósentu meira í ár en í síðustu spá, m.a. vegna nýsamþykkrar kjarasamninga. Eins og áður er ekki gert ráð fyrir að endurskoðun kjarasamninga nú í febrúar leiði til launahækkana umfram það sem er í grunnspánni. Framleiðni vinnuafls virðist hafa aukist nokkru meira í fyrra en áður hafði verið áætlað eða um 2,9% í stað 2% í nóvemberspánni. Horfur fyrir þetta ár hafa einnig batnað og endurspeglar það fyrst og fremst betri hagvaxtarhorfur. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar því um 4% í ár og kemur það í kjölfar 6½-7% hækkunar undanfarin tvö ár. Talið er að launakostnaður á framleidda einingu hækki einnig töluvert á næstu tveimur árum eða um 5% að meðaltali á ári.

- Þjóðhagsreikningar fyrir fyrstu níu mánuði síðasta árs benda til þess að efnahagssumsvif á síðasta ári hafi verið meiri en áður var talið. Hagvísar benda einnig til kröftugs hagvaxtar á síðasta fjórðungi ársins og því er gert ráð fyrir að hagvöxtur á árinu í heild hafi verið töluvert meiri en spáð var í nóvember eða 6% í stað 5%. Helstu ástæður eru meiri fjárfesting atvinnuveganna og meiri þjónustuútflytningur. Í ár er spáð 5,3% hagvexti sem er 0,8 prósentum meira en spáð var í nóvember og skýrist hækkunin af meiri vexti innlendrar eftirspurnar, einkum atvinnuvegafjárfestingu. Á síðari hluta spátímans er búist við að dragi úr hagvexti en að hann verði þó á bilinu 2½-3% á ári sem er í takt við fyrri spá bankans.

- Mikill hagvöxtur hefur óhjákvæmilega reynt á innlenda framleiðsluþætti þótt innflutningur vinnuafls og fjárfestingarvara hafi vegið þar á móti. Áður hefur verið minnst á vaxandi vanda fyrirtækja við að manna störf. Þá segjast um 40% fyrirtækja starfa nálægt eða umfram framleiðslugetu. Áætlað er að slakinn í þjóðar-búinu hafi horfið fyrir nokkru og að vaxandi spenna hafi myndast. Talið er að framleiðsluspennan hafi aukist er leið á síðasta ár og

hafi verið 2,2% af framleiðslugetu á síðasta ári. Horfur eru á að hún aukist enn frekar í ár og verði nokkru meiri en gert var ráð fyrir í nóvember enda hagvöxtur í ár og í fyrra nokkru meiri en þá var áætlað. Líkt og í fyrri spám bankans er búist við að dragi úr framleiðsluspennu á næstu árum eftir því sem hægir á hagvexti.

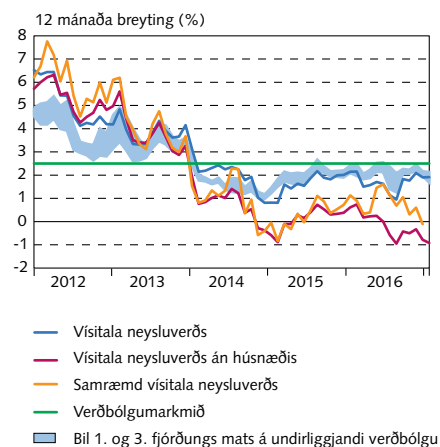
Verðbólga

- Verðbólga hefur nú verið nálægt eða undir verðbólguþröngun Seðlabankans í þrjú ár samfelld en hún var 1,9% á fjórða fjórðungi síðasta árs sem er 0,2 prósentum minna en gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Verðbólga mældist 1,9% í janúar, sem er áþekkt því sem hún var fyrir útgáfu *Peningamála* í nóvember. Í fyrra var hún að meðaltali 1,7%, sem er svipað og hún var árið 2015 þegar hún var 1,6% að meðaltali.
- Mælikvarðar á verðbólgu sem ekki taka tillit til húsnæðiskostnaðar sýna mun minni verðbólgu: vísitala neysluverðs án húsnæðis lækkaði um 0,9% í janúar frá sama mánuði í fyrra en miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna lækkaði verðlag um 0,1% í desember frá sama tíma í fyrra.
- Hækkandi húsnæðisverð og hækkun á gengi krónunnar hafa haft mest áhrif á verðlag undanfarið. Frávik frá nóvemberspánni skýrist að mestu leyti af meiri áhrifum gengisins á verð innfluttrar vöru en gert var ráð fyrir. Áhrifin voru sérstaklega mikil í desember en þá lækkaði verð innfluttra vara án áfengis og tóbaks um 4% frá fyrra ári. Athygli vakti að þær lækkanir komu fram í flestum undirflokkum vísitölnunnar. Í janúar lækkaði verðlag um 0,6% frá fyrri mánuði. Útsöluáhrif vega þungt til lækkunar en þó nokkru minna en undanfarin ár. Sjá mátti áhrif af gengishækkun krónunnar í verði á nýjum bílum en á móti vógu hækkanir á ýmsum opinberum gjöldum sem hækkðu verð á bensíni, áfengi og tóbaki.
- Dregið hefur úr framlagi innlendrar vöru til ársverðbólgu en verð hennar hefur hækkað um 1,4% sl. tólf mánuði. Einnig hefur framlag almennrar þjónustu verið takmarkað en verð hennar lækkaði um 0,3% yfir sama tímabil. Aðra sögu er að segja af hækkun á markaðsverði húsnæðis. Á fjórða ársfjórðungi 2016 hækkaði reiknuð húsaleiga, sem ræðst að töliverðu leyti af þróun markaðsvirðis húsnæðis, talsvert hraðar en hún hafði gert á fyrri mánuðum eða um 13,3% milli ára. Í janúar mældist hækkunin 15% frá fyrra ári.
- Undirliggjandi verðbólga er heldur minni en við útgáfu síðustu *Peningamála*. Ársverðbólga miðað við kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa, sem undanskilur áhrif skattabreytinga, sveiflukenndra matvöruleiða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, mældist 1,7% í janúar samanborið við 2,1% í október. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu liggja flestir á bilinu 1,7-2,1%.
- Samkvæmt könnun Gallup sem framkvæmd var seint í nóvember sl. væntu heimili um 3% verðbólgu að ári liðnu sem er hækkun um ½ prósentu frá könnun frá því í september sl. Væntingar

Mynd 24

Mæld og undirliggjandi verðbólga¹

Janúar 2012 - janúar 2017



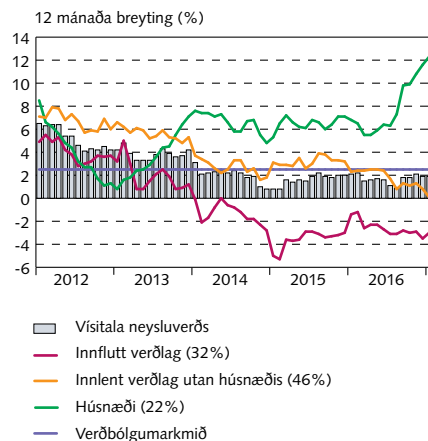
1. Skygðða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölu sem horfa fram hjá áhrifum skattabreytinga, sveiflukenndra matvöruleiða, bensíns, opinberrar þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalíkani.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

Innflutt og innlent verðbólga¹

Janúar 2012 - janúar 2017

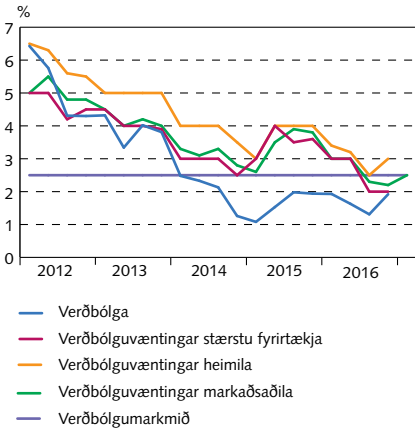


1. Innflutt verðbólga er nálgð með verði innfluttrar mat- og drykkjavöru, nýrra bíla og varahluta, bensíns og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálgð með verði innlendrar vöru og almennrar og opinberrar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

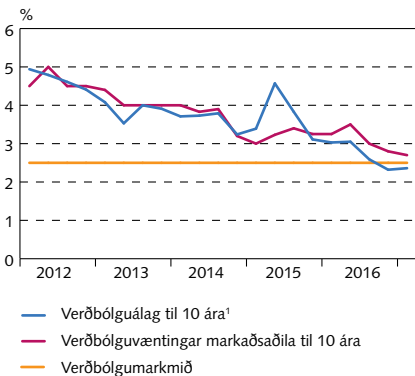
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2017



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 27

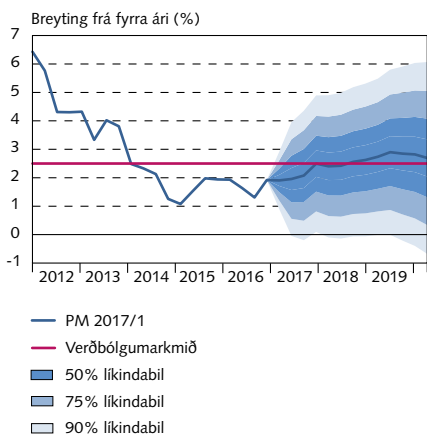
Langtíma-verðbólguvæntingar
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2017



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

Mynd 28

Verðbólguvæntingar og óvissumat
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2020

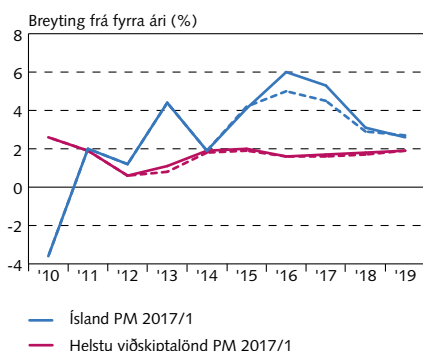


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fyrirtækja um verðbólgu eftir eitt ár voru hins vegar óbreyttar í 2%. Samkvæmt nýrri könnun vænta markaðsaðilar þess að verðbólga verði 2,5% að ári liðnu en verði komin í 2,8% eftir tvö ár. Langtíma-verðbólguvæntingar þeirra halda áfram að lækka í verðbólguvæntingum og vænta þeir nú að verðbólga verði 2,7% að meðaltali á næstu tíu árum en í sambærilegri könnun fyrir ári gerðu þeir ráð fyrir að hún yrði 3,3% næstu tíu ár. Svipaðar vísendingar um betri kjölfestu verðbólguvæntinga við verðbólguvæntingum bankans má einnig sjá á skuldabréfamarkaði en tíu ára verðbólguálag hefur verið 2,4% að meðaltali það sem af er þessum fjórðungi en fyrir ári síðan var álagið um 3%.

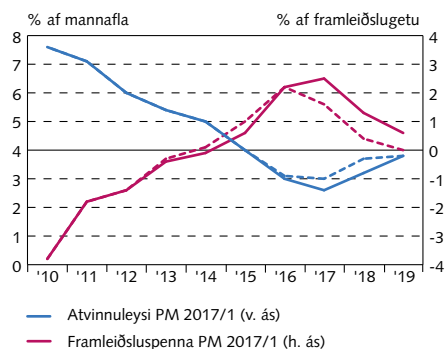
- Núverandi grunnspá felur í sér hærri gengisferil en nóvemberspáin sem gerir það að verkum að verðbólguhorfur batna lítillega fyrir meginhluta spátímans. Talið er að verðbólga verði um 2% fram yfir mitt ár en að hún þokist síðan smám saman upp á við og verði komin í markmið á seinni hluta ársins. Á móti áhrifum hækkandi gengis krónunnar vegur vaxandi spenna í þjóðarþúinu sem leiðir til þess að verðbólga fer yfir markmiðið er líður á spátímans þegar áhrif gengishækkunarinnar taka að fjara út. Samkvæmt grunnspánni nær verðbólga hámarki í 2,9% um mitt ár 2019. Hún tekur síðan að hjaðna á ný og gert er ráð fyrir að hún verði 2,7% á fyrsta ársfjórðungi 2020.
- Verðbólguhorfur eru sem fyrr háðar fjölda óvissuþátta. Kjarasamningar eru í mikilli óvissu og miðað við þá spennu sem ríkir á vinnumarkaði gæti launaskrið verið vanmetið, sérstaklega þegar líður á spátímans. Þá gæti einkaneysla aukist enn hraðar en spáin gerir ráð fyrir í ljósi stórbættrar stöðu heimilanna. Svigrúm fyrirtækja til að taka á sig frekari kostnaðarhækkunar gæti að auki verið komið að þölmörkum. Til viðbótar gæti hækkun húsnæðisliðar verðbólgunnar verið vanmetin ef ójafnvægi á húsnæðismarkaði ágerist enn frekar. Eftirspurnarþrýstingur gæti auk þess verið vanmetinn ef slökun á aðhaldi opinberra fjármála reynist meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir. Innfluttur verðbólguþrýstingur gæti einnig verið vanmetinn, t.d. ef sjómannaverkfall dregst á langinn, sem gæti veikt gengi krónunnar, eða ef olíuverð hækkar hraðar en gert er ráð fyrir. Þá er óvíst hversu traust kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguvæntingum reynist.
- Verðbólguhorfur gætu einnig verið ofmetnar, t.d. ef alþjóðlegur verðhjöðunarþrýstingur reynist þrálátari en gert er ráð fyrir eða ef gengi krónunnar hækkar enn meira en spáð er. Þá gæti vöxtur innlendra efnahagssumsvifa verið ofmetinn, t.d. ef viðskiptakjör rýrna á ný eða ef verulega hægir á vexti útflutnings. Innlendir verðbólguþrýstingur gæti að auki verið ofmetinn ef framleiðni-vöxtur reynist meiri en spáð er eða ef áhrif aukinnar samkeppni í innlendri smásölu á innlendar verðákvæðum eru vanmetin.
- Óvissa um verðbólguhorfur er metin áþekk því sem hún var í nóvember og líkindadreifing spárinnar u.þ.b. samhverf. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1 $\frac{1}{3}$ -3 $\frac{1}{2}$ % að ári liðnu og á bilinu 1 $\frac{1}{3}$ -4% í lok spátímans.

Mynd 29

Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum
2010-2019¹

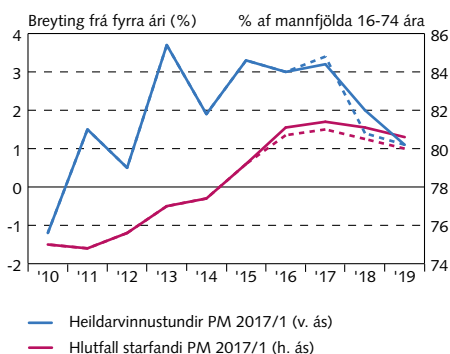
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 30

Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2010-2019¹

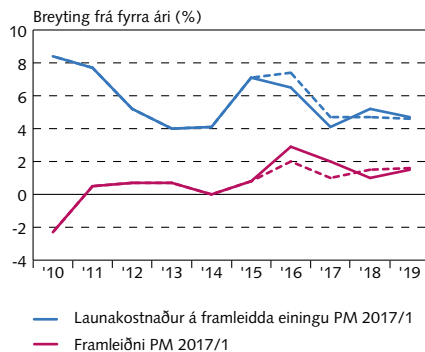
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 31

Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2010-2019¹

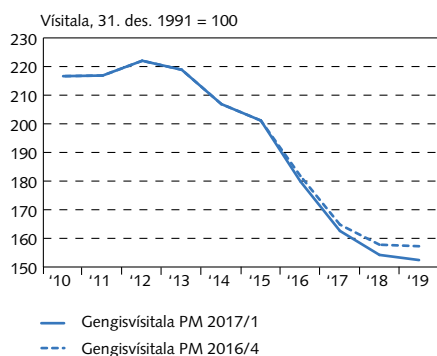
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 32

Launakostnaður á framleidda einingu
og framleiðni 2010-2019¹

1. Framleiðni mæld sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Grunnspá Seðlabankans 2015-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33

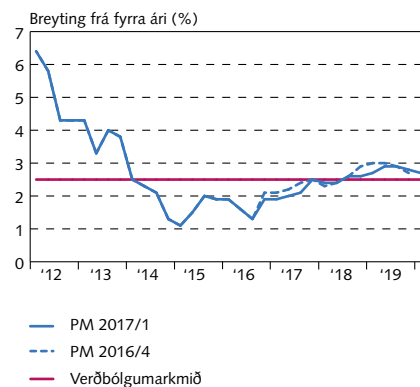
Gengi krónunnar 2010-2019¹

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

Mynd 34

Verðbólga¹

1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2020



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

Viðauki 1

Spátöflur

Tafla 1 Landsframleiðsla og helstu undirliðir¹

	2015	2016	2017	2018	2019
Einkaneysla	4,3 (4,3)	6,2 (7,6)	6,8 (6,6)	4,8 (4,2)	3,1 (3,5)
Samneysla	1,0 (1,0)	1,2 (1,6)	1,5 (1,8)	1,4 (1,5)	1,4 (1,6)
Fjármunamyndun	18,2 (18,3)	23,2 (22,5)	9,2 (5,4)	0,4 (1,3)	3,9 (5,5)
Atvinnuvegafjárfesting	29,4 (29,5)	28,6 (27,2)	6,5 (0,2)	-4,5 (-3,2)	0,7 (2,2)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	-3,1 (-3,1)	17,3 (17,8)	22,9 (23,8)	21,9 (19,4)	12,3 (14,2)
Fjárfesting hins opinbera	-2,9 (-2,5)	4,0 (6,5)	14,2 (18,0)	3,0 (3,3)	8,9 (9,3)
Þjóðarútgjöld	6,0 (6,0)	8,4 (8,7)	5,8 (5,1)	3,0 (2,9)	2,9 (3,4)
Útflutningur vöru og þjónustu	9,2 (9,2)	10,2 (7,8)	6,2 (3,5)	3,4 (3,1)	2,6 (2,6)
Innflutningur vöru og þjónustu	13,5 (13,5)	15,5 (15,7)	7,4 (4,8)	3,2 (3,0)	3,2 (4,3)
Verg landsframleiðsla (VLF)	4,1 (4,2)	6,0 (5,0)	5,3 (4,5)	3,1 (2,9)	2,6 (2,7)
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	2.214 (2.214)	2.420 (2.403)	2.617 (2.576)	2.756 (2.706)	2.908 (2.858)
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	10,3 (10,3)	9,3 (8,5)	8,2 (7,2)	5,3 (5,0)	5,5 (5,6)
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	19,0 (19,0)	21,5 (21,4)	21,8 (20,8)	20,8 (20,2)	20,9 (20,6)
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	13,5 (13,5)	15,8 (15,5)	15,4 (14,1)	13,8 (12,8)	13,3 (12,5)
Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) ²	24,8 (24,9)	28,1 (26,0)	26,4 (23,7)	25,3 (22,6)	25,0 (22,2)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-1,5 (-1,5)	-1,7 (-3,0)	-0,2 (-0,4)	0,3 (0,1)	-0,1 (-0,5)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/4). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og undirliggjandi viðskiptajafnaðar.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur¹

	2015	2016	2017	2018	2019
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	0,6 (0,6)	-2,8 (-3,0)	-1,0 (-2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Útflutningsframleiðsla áls ²	5,3 (5,3)	-3,4 (-2,0)	4,0 (5,0)	1,5 (1,5)	1,5 (1,5)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	10,9 (10,9)	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	0,0 (0,0)	1,0 (1,0)
Verð áls í USD ³	-6,4 (-6,4)	-15,0 (-14,1)	3,2 (3,1)	2,0 (1,2)	2,5 (1,2)
Verð eldsneytis í USD ⁴	-47,2 (-47,2)	-15,7 (-17,0)	30,0 (21,0)	3,0 (8,0)	3,0 (5,0)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	6,7 (6,7)	3,1 (2,8)	1,9 (1,2)	0,3 (-0,6)	-0,1 (-0,4)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁵	0,6 (0,6)	1,0 (1,0)	1,8 (1,7)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	2,0 (1,9)	1,6 (1,6)	1,7 (1,6)	1,8 (1,7)	1,9 (1,9)
Innflutningur helstu viðskiptalanda ⁵	3,4 (3,5)	2,2 (2,5)	3,1 (3,5)	2,8 (3,0)	2,4 (2,7)
Skammtímavextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁶	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,3 (0,5)	0,6 (0,8)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/4). 2. Samkvæmt utanríkisverslunargögnum Hagstofunnar. 3. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 4. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 5. Spá byggð á Alþjóðgjaldeyrissjóðnum, Consensus Forecasts, Global Insight og OECD. 6. Þriggja mánaða peningamarkaðsvextir helstu viðskiptalanda Íslands samkvæmt spá OECD.

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

Tafla 3 Viðskiptajöfnuður og undirliðir hans¹

	2015	2016	2017	2018	2019
Vöru- og þjónustujöfnuður	7,5 (7,5)	6,1 (5,0)	6,0 (4,6)	5,9 (4,1)	5,5 (3,3)
Mældur jöfnuður frumpáttatekna ²	-2,4 (-2,4)	0,3 (-0,4)	-1,4 (-1,7)	-1,4 (-1,8)	-1,4 (-1,7)
Undirliggjandi jöfnuður frumpáttatekna ³	-1,6 (-1,6)	0,3 (-0,4)	-1,4 (-1,7)	-1,4 (-1,8)	-1,4 (-1,7)
Mældur viðskiptajöfnuður ²	5,1 (5,1)	6,4 (4,6)	4,6 (2,9)	4,5 (2,4)	4,2 (1,6)
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður ³	5,6 (5,7)	6,4 (4,6)	4,6 (2,9)	4,5 (2,4)	4,2 (1,6)

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/4). 2. Reiknað samkvæmt staðli Alþjóðgjaldeyrissjóðsins. Jöfnuður frumpáttatekna að viðbættum hreinum rekstrarframlögum. 3. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð fyrir árið 2015 en með nýlegu uppgjöri slitabúanna er ekki lengur munur á mældum og undirliggjandi viðskiptajöfnuði. Í þjónustujöfnuði hefur einnig verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slitameðferð.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta¹

	2015	2016	2017	2018	2019
Atvinnuleysi (% af mannafla)	4,0 (4,0)	3,0 (3,1)	2,6 (3,0)	3,2 (3,7)	3,8 (3,8)
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	79,2 (79,2)	81,1 (80,7)	81,4 (81,0)	81,1 (80,5)	80,6 (80,0)
Heildarvinnustundir	3,3 (3,3)	3,0 (3,0)	3,2 (3,4)	2,0 (1,4)	1,1 (1,1)
Framleiðni vinnuafli ²	0,8 (0,8)	2,9 (2,0)	2,0 (1,0)	1,0 (1,5)	1,5 (1,6)
Launakostnaður á framleidda einingu ³	7,1 (7,1)	6,5 (7,4)	4,1 (4,7)	5,2 (4,7)	4,7 (4,6)
Launahlutfall (% af vergum þáttatekjum)	61,6 (61,6)	63,6 (64,1)	64,5 (65,4)	66,3 (67,1)	67,5 (68,2)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	10,0 (10,0)	7,0 (6,8)	6,7 (5,8)	4,5 (3,8)	4,3 (4,3)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	0,6 (1,0)	2,2 (2,2)	2,5 (1,6)	1,3 (0,4)	0,6 (0,0)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/4). 2. Hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda. 3. Hlutfall launakostnaðar og framleiðni vinnuafli.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Gengi krónunnar og verðbólga¹

	2015	2016	2017	2018	2019
Vísitala meðalgengis ²	201,1 (201,1)	179,9 (181,8)	162,6 (164,8)	154,2 (157,8)	152,4 (157,3)
Raungengi (hlutfallslegt verðlag) ³	79,0 (79,0)	89,1 (88,1)	98,6 (97,7)	104,6 (102,7)	106,7 (104,1)
Raungengi (hlutfallslegur launakostnaður) ³	73,9 (73,7)	87,2 (86,6)	98,9 (98,8)	107,8 (106,0)	111,8 (108,5)
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	2,1 (2,3)	2,5 (2,6)	2,8 (2,9)
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	1,2 (1,2)	1,7 (1,7)	1,9 (2,1)	2,5 (2,6)	2,8 (2,9)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/4). 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 6 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 fyrrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi		
2016:1	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	0,4 (0,4)
2016:2	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	4,1 (4,1)
2016:3	1,3 (1,3)	1,3 (1,3)	1,3 (1,3)
2016:4	1,9 (2,1)	1,9 (2,1)	1,9 (2,6)
	Spáð gildi		
2017:1	1,9 (2,1)	1,7 (2,0)	0,3 (0,6)
2017:2	2,0 (2,2)	1,7 (2,1)	4,3 (4,5)
2017:3	2,1 (2,4)	1,8 (2,2)	1,8 (2,2)
2017:4	2,5 (2,5)	2,2 (2,3)	3,5 (3,0)
2018:1	2,4 (2,3)	2,4 (2,3)	0,0 (-0,3)
2018:2	2,4 (2,4)	2,4 (2,4)	4,4 (4,7)
2018:3	2,6 (2,6)	2,6 (2,6)	2,4 (3,2)
2018:4	2,6 (2,9)	2,6 (2,9)	3,8 (3,8)
2019:1	2,7 (3,0)	2,7 (3,0)	0,4 (0,4)
2019:2	2,9 (3,0)	2,9 (3,0)	5,1 (4,7)
2019:3	2,9 (2,9)	2,9 (2,9)	2,2 (2,9)
2019:4	2,8 (2,7)	2,8 (2,7)	3,7 (3,0)
2020:1	2,7	2,7	-0,1

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2016/4.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.