

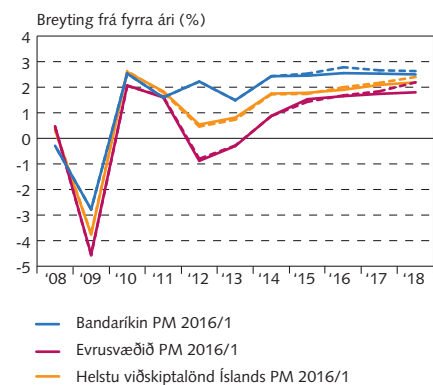
Verðbólga áfram undir markmiði en spenna eykst í þjóðarbúskapnum¹

Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum hefur aukist og hagvaxtarhorfur versnað frá útgáfu Peningamála í nóvember sl. Áhrifin á innlend efnahagssumsvif hafa þó verið takmörkuð enn sem komið er: útflutningsvöxtur hefur verið töluverður og viðskiptakjör batnað og eru horfur á áframhaldandi kröftugum útflutningsvexti og viðskiptakjara-bata í ár. Hagvöxtur í fyrra er talinn hafa verið heldur minni en gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans eða 4,1% í stað 4,6% og skýrist fráviknið fyrst og fremst af meiri vexti innflutnings en þá var spáð. Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa hins vegar breyst töluvert í ljósi þess að nú er útlit fyrir mun meiri vöxt kaupmáttar ráðstöfunartekna en áður var spáð og leggst þar á sömu sveif kröftugri atvinnuvöxtur, meiri launahækkunar og horfur um minni verðbólgu á árinu. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur í ár verði 4,2% sem er 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í nóvember. Líkt og í fyrri spám bankans er talið að heldur hægi á hagvexti á næstu tveimur árum og er spáð um 3-3½% vexti á hvoru ári. Talið er að framleiðslulakinn sem myndaðist í kjölfar fjármálakreppunnar hafi horfið í fyrra og að nokkur framleiðsluspenna sé að byggjast upp. Það birtist m.a. í miklum vexti kaupmáttar ráðstöf-unartekna og hratt minnkandi atvinnuleysi sem er líklega komið niður fyrir það sem samræmist stöðugri og lítilli verðbólgu. Enn sem komið er hefur verðbólga þó haldist lítil og verið minni en spáð var í nóvember. Innfluttur verðhjóðunarþrýstingur hefur reynst meiri en þá var gert ráð fyrir enda hefur alþjóðlegt olíuverð lækkað enn frekar og er töluvert lægra en þá var spáð. Verðbólguhorfur fyrir þetta ár hafa því batnað nokkuð frá nóvember-spánni en eftir sem áður er gert ráð fyrir að þegar áhrif mikillar lækkunar innflutningsverðs taka að fjara út muni verðbólga aukast samhliða vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum og miklum launahækkunum.

Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

- Heldur hægt á efnahagsbata viðskiptalanda Íslands er leið á síðasta ár. Talið er að hagvöxtur í Bandaríkjunum hafi verið 2,4% á árinu í heild sem er lítillega minni vöxtur en gert var ráð fyrir í nóvemberspá *Peningamála*. Skýrist fráviknið fyrst og fremst af neikvæðara framlagi utanríkisviðskipta vegna hækkunar á gengi Bandaríkjadals en vöxtur einkaneyslu var einnig minni en gert hafði verið ráð fyrir. Hagvöxtur í Bretlandi hefur jafnframt valdið vonbrigðum, en umsvif í framleiðslugreinum og byggingariðnaði hafa verið minni en vænst var. Hagvöxtur á evrusvæðinu var hins vegar lítillega meiri en spáð var í nóvember og skýrir það, ásamt kröftugri hagvexti á Norðurlöndunum, að nú er talið að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum hafi verið 1,8% í fyrra í stað 1,7% í nóvemberspanni.
- Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa heldur versnað. Í spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá því í janúar er gert ráð fyrir um 3,4% heimshagvexti í ár og 3,6% á næsta ári sem er 0,2 prósentum minni hagvöxtur á hvoru ári en sjóðurinn spáði í október. Lakari horfur má fyrst og fremst rekja til veikari efnahagsbata í Bandaríkjunum og nýmarkaðsríkjum, einkum Brasilíu og Mið-Austurlöndum. Þá hefur óvissa um alþjóðlegar hagvaxtarhorfur aukist, einkum vegna óvissu um áhrif vaxtahækkana bandaríska seðlabankans og um hversu vel kínverskum þjóðarbúskap tekst að laga sig að breyttri samsetningu hagvaxtar en þar hægti nokkuð á hagvexti í fyrra. Talið er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum

Mynd 1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2008-2018¹

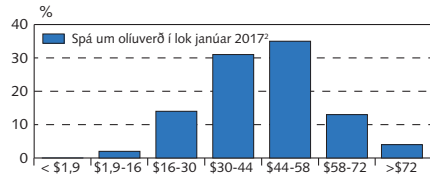
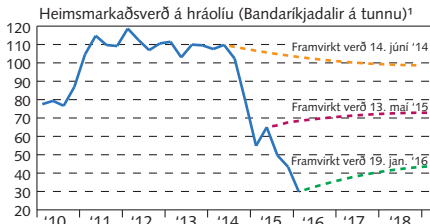


1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/4. Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála frá *Peningamála* 2015/4 í nóvember sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir í byrjun febrúar.

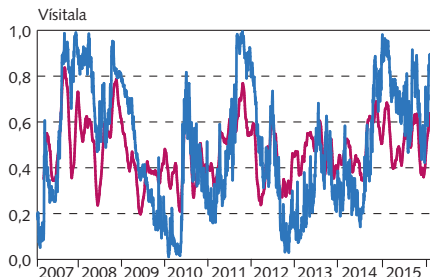
Mynd 2 Óliuverð

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2019



1. Verð á tunnu af Brent-olíu í Bandaríkjadalum. 2. Consensus Forecasts-könnun á meðal 250 markaðsgreinenda um á hvaða bili þeir teldu Brent-verð í Bandaríkjadalum verða í lok janúar 2017.
Heimildir: Bloomberg, Consensus Forecasts.

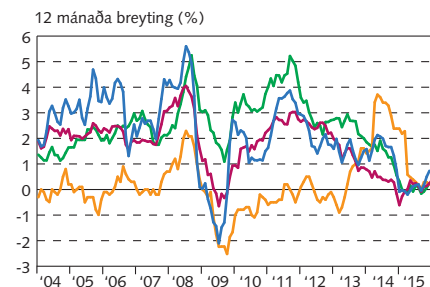
Mynd 3 Óvissa á alþjóðlegum fjármálamörkuðum¹ Daglegar tölur 1. janúar 2007 - 5. febrúar 2016



— Langtímaáhættufælni
— Skammtímaáhættufælni (40 daga hreyfanlegt meðaltal)

1. Núll táknar litla áhættufælni og einn mikla áhættufælni. Áhættuvisitala Citi Bank á alþjóðlegum fjármálamörkuðum byggist á skuldatriyggingarálagi á bandarísk og evrópsk fyrirtæki auk nýmarkaðsríkja, mismun millibankavaxta, ávöxtunarkröfu ríkisvixla í Bandaríkjunum og fólgið fjórt gægis gjaldmiðla, hlutabréfaverðs og skiptasamningsvaxta.
Heimild: Macrobond.

Mynd 4 Verðbólga í nokkrum iðnríkjum Janúar 2004 - janúar 2016



— Bandaríkin
— Evrusvæðið
— Japan
— Bretland

Heimild: Macrobond.

verði að meðaltali 1,9% í ár og 2,1-2,2% á næstu tveimur árum sem er heldur minni vöxtur en spáð var í nóvember.

- Minni hagvöxtur á heimsvísu endurspeglast í hægari vexti alþjóðaviðskipta. Á meðal viðskiptalanda Íslands hefur innflutningur Rússa gefið verulega eftir og dróst hann saman um 27% í fyrra. Innflutningsvöxtur hefur einnig verið óvenju veikur í mikilvægum viðskiptalöndum eins og Bretlandi og Danmörku. Gert er ráð fyrir að innflutningsvöxtur verði nokkru minni í ár en spáð var í nóvember en verði lítillega meiri á næstu tveimur árum.
- Þróun olíuverðs hefur markað alþjóðlega efnahagsþróun undanfarið. Mikil lækkun olíuverðs hefur valdið nokkrum búsigjum meðal olíuútflytjenda en enn sem komið er virðist hún ekki hafa örvað hagvöxt í olíuinnflutningslöndunum eins mikið og gert var ráð fyrir. Frá útgáfu *Peningamála* í nóvember hefur olíuverð lækkað enn frekar og er nú um 30% lægra en í byrjun nóvember og hefur lækkað um u.þ.b. 70% á síðustu tuttugu mánuðum. Á sama tíma í fyrra fór verðið lægst í tæplega 50 Bandaríkjadali á olíutunnu og töldu flestir markaðsgreinendur þá að það yrði komið aftur upp fyrir 50 Bandaríkjadali snemma á þessu ári. Verðið hefur hins vegar lækkað enn frekar og stóð í 35 dölum á tunnu í lok janúar eftir að hafa farið niður í 28 dali um miðbik mánaðarins og hafði þá ekki mælst jafn lágt síðan árið 2003. Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* má að mestu leyti rekja þessa miklu lækkun til framboðspátta þótt lakari alþjóðlegur hagvöxtur eigi þar einnig hlut að máli. Olíuverðslækkunin er mun meiri en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* en flestir markaðsgreinendur búast nú við að olíuverð þokist upp á ný og verði 44-58 Bandaríkjadalir á olíutunnu í byrjun næsta árs. Samkvæmt framvirkum samningum verður tunnan komin í tæplega 45 Bandaríkjadali í árslok 2018 sem er um 30% lægra en framvirkt verð gaf til kynna í nóvember.
- Minni hagvöxtur í Kína og breytt samsetning hans hefur haft mikil áhrif á alþjóðaviðskipti og hrávöruverð. Sveiflur á fjármálamörkuðum þar í landi og óvissa um efnahagsþróunina hafa einnig leitt til nokkurs titrings á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Það, ásamt lakari hagvaxtarhorfum í nýmarkaðsríkjum, hefur leitt til lækkandi hlutabréfaverðs um allan heim en þó mest í nýmarkaðsríkjum. Alþjóðleg fjármálaskilyrði hafa því versnað og fjármagn leitað frá nýmarkaðsríkjum til þróaðra ríkja.
- Alþjóðleg verðbólga hefur verið lítil um nokkurn tíma og útlit fyrir að svo verði áfram. Verðhjöðnun gæti í ýmsum ríkjum á evrusvæðinu og verðbólga er víða nokkuð undir verðbólguþröngunni viðkomandi seðlabanka. Mikil lækkun olíuverðs og verðs annarrar hrávöru vegur þar þungt en undirliggjandi verðbólga er einnig lítil enda er víða enn nokkur efnahagsslaki til staðar. Verðbólga var að meðaltali 0,7% í viðskiptalöndum Íslands á fjórða ársfjórðungi. Gert er ráð fyrir að hún aukist á næstu misserum þegar áhrif lægra olíuverðs taka að fjara út og verði komin í um 2% frá og með næsta ári.

- Í desember sl. hækkaði Seðlabanki Bandaríkjanna vexti sína í fyrsta skipti frá miðju ári 2006. Á sama tíma ákvað Seðlabanki Evrópu (ECB) hins vegar að lækka vexti enn frekar og framlengja mánaðarleg skuldabréfakaup um hálf t. Í janúar bættist Japansbanki í hóp seðlabanka með neikvæða vexti. ECB og Japansbanki gáfu jafnframt til kynna að þeir væru tilbúnir til frekari slökunaraðgerða. Markaðsaðilar telja að vextir ECB verði lækkaðir lítillega á næstu misserum og nú er gert ráð fyrir að Englandsbanki hækki vexti seinna en áður var talið. Búist er við frekari hækkun vaxta í Bandaríkjunum í ár þótt nokkur óvissa sé um hversu hratt það muni gerast.
- Minni eftirspurn vegna lakari hagvaxtarhorfa á heimsvísu hefur einnig komið fram í verðlækkunum á hrávöru. Verð málma hefur ekki verið lægra síðan árið 2009. Framvirkt verð á áli og spár markaðsgreinenda gera ráð fyrir að það hækki þegar líður á þetta ár en verði þó tæplega 11% lægra í ár en í fyrra. Einnig er gert ráð fyrir að verð annarrar hrávöru en olíu lækki um ríflega 9% í ár sem er nokkru meiri lækkun en búist var við í nóvember og kemur sú lækkun til viðbótar við ríflega 20% lækkun sl. tvö ár. Verð matvæla hefur einnig lækkað en þó ekki eins mikið og verð olíu og málma. Hækkaði matvælavæðing á heimsmarkaði lítillega í desember í fyrsta skipti í fimm mánuði – mest verð sjávarafurða. Benda upplýsingar frá helstu útflytjendum til þess að verð íslenskra sjávarafurða hækki um 2½% í ár mælt í erlendum gjaldmiðlum og kemur sú hækkun í kjölfar rúmlega 10½% hækkunar í fyrra. Horfur fyrir næstu tvö ár breytast hins vegar lítið frá nóvemberþáttum.
- Mikil breyting varð á viðskiptakjörum þjóðarbúsins í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að þau hafi batnað um 4,3% á þriðja fjórðungi frá sama tíma árið áður sem er nokkru meiri bati en gert var ráð fyrir í nóvemberþáttum bankans. Hagstæðara verð á útflutningsafurðum, bæði sjávarafurðum og áli, og lægra vöruinnflutningsverðlag skýra frávikið. Viðskiptakjör hafa því batnað um ríflega 9% frá því að þau voru óhagstæðust á fjórða fjórðungi 2013. Gert er ráð fyrir að þau hafi batnað um tæplega 7% á árinu í heild sem er um 1½ prósentu meiri bati en spáð var í nóvember. Horfur fyrir þetta og næstu tvö ár hafa einnig batnað frá nóvemberþáttum og vegur þar þyngst meiri lækkun olíu- og hrávöruverðs en þá var gert ráð fyrir.
- Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði að meðaltali um 4% í fyrra og hefur hækkað um rúmlega þriðjung frá því að það var lægst árið 2009. Hækkunina í fyrra má að mestu rekja til tæplega 3% hækkunar á nafngengi krónunnar. Miðað við hlutfallslegan launakostnað hækkaði raungengið hins vegar enn meira í fyrra eða sem nemur rúmlega 12%.

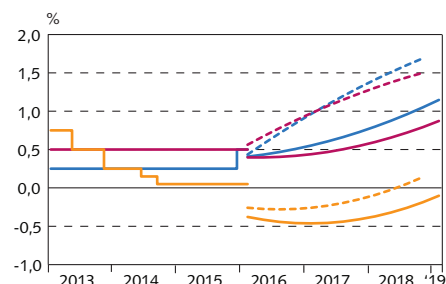
Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

- Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundi sínum í nóvember sl. að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur en hélt þeim óbreyttum á desemberfundinum. Meginvextir Seðla-

Mynd 5

Alþjóðlegir seðlabankavextir¹

Janúar 2013 - mars 2019



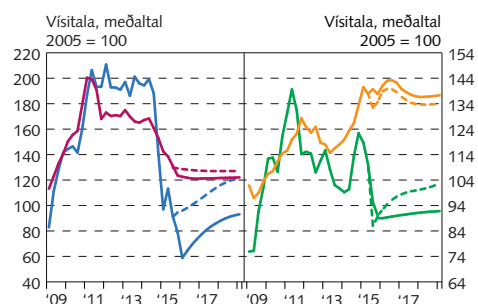
— Bandaríkin
— Bretland
— Evrusvæðið

1. Daglegar tölur 1. jan. 2013 til 5. feb. 2016 og ársfjórðungslegar tölur 1. ársfj. 2016 til 1. ársfj. 2019. Bandarísku vextirnir eru efri mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru meginvextir ECB. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps) og EONIA (Euro Overnight Index Average) fyrir evrusvæðið. Heilar línur sýna framvirka ferla frá 5. febrúar 2016 en brotalínur frá 4. nóvember 2015. Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd 6

Verð á sjávarafurðum, áli, olíu og hrávöru¹

1. ársfj. 2009 - 1. ársfj. 2019



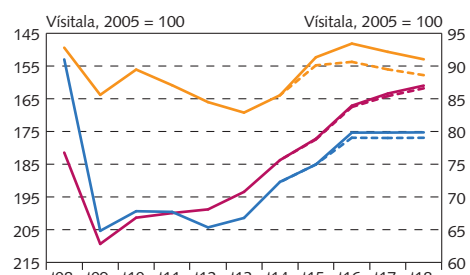
— Heimsmarkaðsverð á hráolíu (v. ás)
— Heimsmarkaðsverð á hrávöru, án olíu (v. ás)²
— Verð sjávarafurða (h. ás)³
— Álverð (h. ás)⁴

1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2016 - 1. ársfj. 2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/4. 2. Verð á hrávöru án olíu í USD. 3. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu vöruútflutnings. 4. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadal.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Gengi krónunnar og viðskiptakjör 2008-2018¹



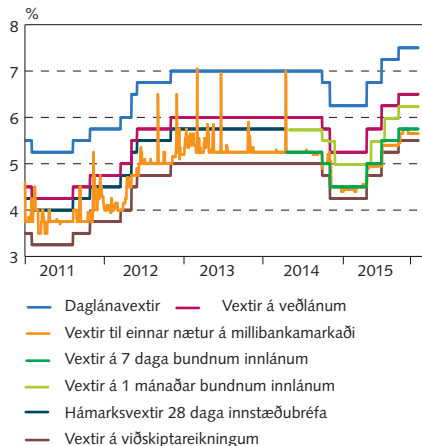
— Gengisvísitala PM 2016/1 (v. ás, andhverfur kvarði)
— Raungengi PM 2016/1 (h. ás)
— Viðskiptakjör PM 2016/1 (h. ás)

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/4. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-markaðsvextir

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 5. febrúar 2016

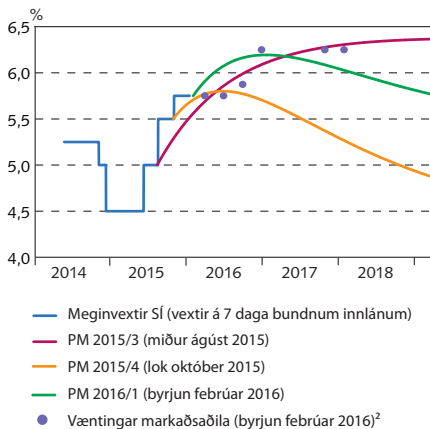


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Meginvextir Seðlabanka Íslands, framvirkir vextir og væntingar markaðsaðila um meginvexti Seðlabankans¹

Daglegar tölur 21. maí 2014 - 31. mars 2019



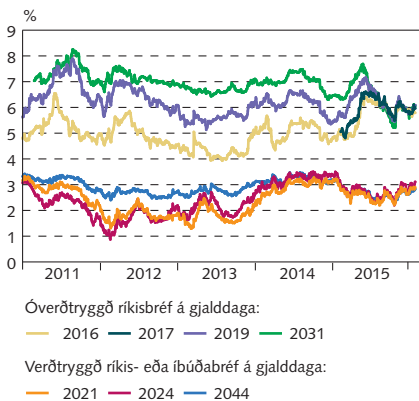
1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlánvaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 1.- 3. febrúar 2016.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 5. febrúar 2016



Heimild: Seðlabanki Íslands.

bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum fjármála-fyrirtækja hjá bankanum, voru því 5,75% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála*. Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun vaxta bankans.

- Í september ákvað nefndin að hækka bindiskylduhlutfallið tíma-bundið úr 2% í 4% til að auðvelda Seðlabankanum stýringu á lausu fé í umferð í framhaldi af miklum gjaldeyriskaupum bankans og í tengslum við uppgjör slitabúa gömlu viðskiptabankanna. Í takt við fyrri yfirlýsingar nefndarinnar var bindiskyldan síðan lækkuð á ný í desember úr 4% í 2,5% til þess að milda áhrif stöðugleikaframlaga slitabúanna á laust fé.
- Miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum hefur taumhald peningastefnunnar aukist samhliða hækkun nafnvaxta bankans og eru raunvextir bankans nú 2,6%, sem er hækkun um $\frac{1}{3}$ úr prósentu frá því fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*. Þeir eru hins vegar óbreyttir í 3,6% miðað við núverandi ársverðbólgu.
- Samkvæmt könnun bankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í byrjun febrúar búast þeir við að meginvextir bankans verði hækkaðir um 0,5 prósentur á síðari hluta þessa árs í 6,25% en verði haldið óbreyttum á næsta ári. Er þetta svipuð niðurstaða og í sambærilegri könnun frá því í október sl. Framvirkir vextir gefa áþekka niðurstöðu.
- Á seinni hluta síðasta árs fór að bera á hnökrum í miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn og skiluðu vaxtabreytingar bankans sér ekki að fullu út í aðra markaðsvexti. Þetta átti einkum við um vexti lengri óverðtryggðra ríkisbréfa sem höfðu lækkað um u.þ.b. 2 prósentur frá miðjum júní til loka október. Eins og fjallað er um í nóvemberhefti *Peningamála* er líklegasta ástæða þessarar lækkunar aukin nýfjárfesting erlendra aðila í ríkisskuldabréfum. Þessi þróun gekk að hluta til baka í kjölfar vaxtahækkunar bankans í byrjun nóvember og hækkaði ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa um 0,4-1,1 prósentu á fyrri hluta mánaðarins, mest á lengri óverðtryggðum bréfum. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hefur þokast niður á við á ný frá miðjum nóvember en er enn um 0,2-0,8 prósentum hærrí en í lok október og krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa er 0,5-0,8 prósentum hærrí.
- Samkvæmt áætlunum Lánamála ríkisins verður hrein útgáfa ríkis-verðbréfa neikvæð um tæplega 30 ma.kr. á þessu ári sem ætti að skapa grundvöll fyrir meiri útgáfu annarra aðila. Nú þegar hafa stóru viðskiptabankarnir þrír tilkynnt áætlanir um umtalsverða stækkun á útgáfum sínum á sértryggðum skuldabréfum.
- Samfara auknum óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í upphafi þessa árs hækkaði áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands líkt og hjá mörgum öðrum þróuðum ríkjum. Hækkun skuldatryggingarálags á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs gekk þó til baka á ný undir lok janúarmánaðar og kann hækkun alþjóðlega matsfyrirtækisins Standard & Poor's á láns-

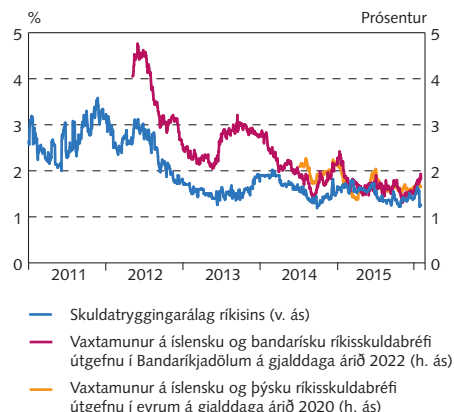
hæfiseinkunn ríkissjóðs í BBB+ um miðjan mánuðinn að hafa haft áhrif á þá þróun. Er skuldatryggingarálagið nú um 1,3% sem er svipað og það var fyrir útgáfu *Peningamála* í nóvember. Vaxtamunur á skuldabréfum Ríkissjóðs Íslands og sambærilegum bréfum ríkissjóðs Bandaríkjanna annars vegar og Þýskalands hins vegar er um 0,1-0,3 prósentum meiri en í nóvember og er nú 1,7-1,8 prósentur.

- Frá upphafi nóvembermánaðar hefur gengi krónunnar hækkað um 1,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Þar hefur vegist á 7,3% hækkun gagnvart bresku pundi og 0,7% hækkun gagnvart Bandaríkjadala á móti 0,8% lækkun gagnvart evru. Hagfelldari viðskiptakjör, áframhaldandi gjaldeyrisinnstreymi vegna komu erlendra ferðamanna og fjármagnsinnstreymis í tengslum við aukna nýfjárfestingu hafa ýtt undir styrkingu gengisins. Á móti hafa vegið umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans. Hrein kaup bankans á millibankamarkaði með gjaldeyri námu 272,4 ma.kr. á árinu 2015 og nam hlutdeild bankans í heildarveltu á gjaldeyrismarkaði um 55%. Til samanburðar námu hrein kaup bankans 111,4 ma.kr. á árinu 2014 sem samsvarar 43% af heildarveltu þess árs.
- Verð erlendra gjaldmiðla í krónum var að meðaltali tæplega 193 stig á fjórða ársfjórðungi 2015, mælt með viðskiptaveginni gengisvísitölu. Sem fyrr byggist grunnspáin á þeirri forsendu að verð erlendra gjaldmiðla haldist svipað út spátímann og það er þegar spáin er gerð. Felur þessi forsenda í sér að gengi krónunnar er u.þ.b. 1% hærra á spátímanum en í nóvemberspá bankans.
- Ársvöxtur peningamagns í umferð hefur verið nokkur samhliða miklum vexti nafnvirðis eftirspurnar á síðasta ári. M3 leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð hækkaði um rúmlega 7% á fjórða ársfjórðungi 2015 frá sama fjórðungi 2014 sem er svipaður ársvöxtur og var á öðrum og þriðja fjórðungi. Sem fyrr skýrist hækkunin einkum af aukningu innlána heimila og annarra fjármálfyrirtækja en innlánsstofnana.
- Grunnfé bankans jókst einnig talsvert á síðari helmingi ársins 2015. Miðað við tólf mánaða hreyfanlegt meðaltal var ársvöxtur þess í desember sl. rúmlega 16% að meðtöldum bundnum innlánnum fjármálfyrirtækja.
- Útlánastofn innlánsstofnana til innlendra aðila dróst saman um tæplega 1% á milli ára á fjórða ársfjórðungi 2015 og um u.þ.b. 3½% að meðtöldum útlánastofni Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða. Skýrist það að stærstum hluta af áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda en nokkur óvissa er þó um umfang áhrifanna sem hefur torvelað mat á útlánastofninum. Sé leiðrétt fyrir aðgerðunum má ætla að útlánastofninn hafi dregist saman um rúmlega 1%. Samdráttur útlánastofnsins kemur einnig að hluta til af minnkun í útlánastofni til fyrirtækja sem skýrist að stórum hluta af endurfjármögnun eldri útlána yfir í annars konar lánaform, m.a. markaðsverðbréf. Einnig hefur orðið töluverð aukning í útlánnum lífeyrissjóða til fyrirtækja í gegnum kaup lífeyrissjóða á fyrirtækjaskuldabréfum. Þannig hefur eign lífeyrissjóða í bréfum fyrirtækja

Mynd 11

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 5. febrúar 2016

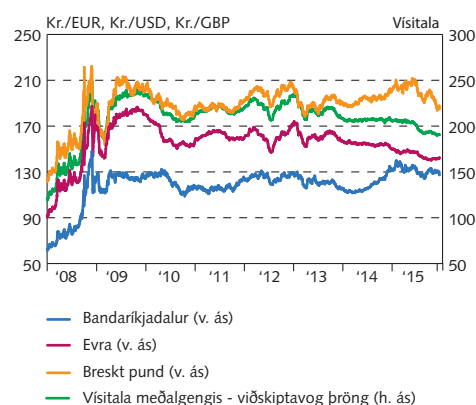


Heimild: Bloomberg.

Mynd 12

Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 5. febrúar 2016

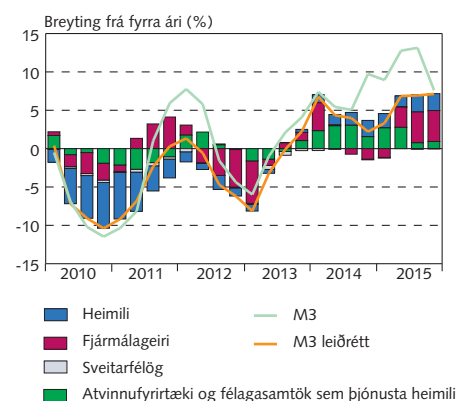


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

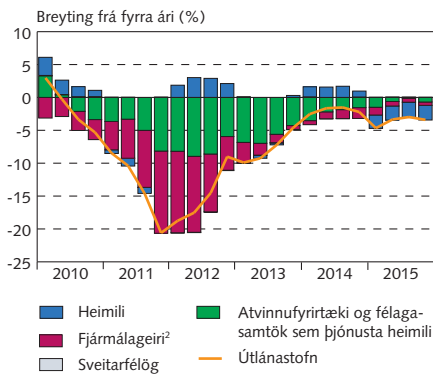
Samsetning peningamagns í umferð - M3 leiðrétt¹

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2015

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

Mynd 14

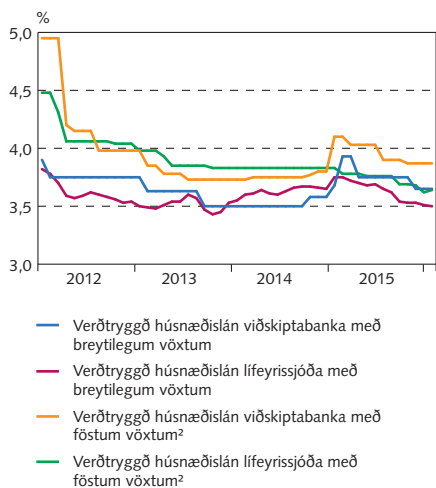
Framlag til útlánvaxtar innlánsstofnana, lífeyrissjóða og Íbúðalánasjóðs til innlendra aðila¹
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2015



1. Eingöngu sjóðfélagán meðalinn hjá lífeyrissjóðum. 2. Án útlána til innlánsstofnana og fjármálfyrirtækja í slítmeðferð.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 15

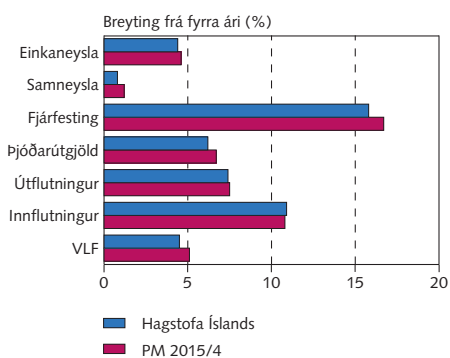
Vextir íbúðalána viðskiptabanka og lífeyrissjóða¹
Janúar 2012 - janúar 2016



1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta. 2. Vextir fastir frá 5 árum og allt upp í allan lánstímann.
Heimildir: Almenni Lsj., Arion banki, Festa Lsj., Frjálsi Lsj., Gildi Lsj., Íslandsbanki, Landsbankinn, LSR, Lsj. verslunarmanna, Lífsverk, Stapi Lsj., Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda, Seðlabanki Íslands.

Mynd 16

Þjóðhagsreikningar fyrstu þrjá ársfjórðunga 2015



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

aukist um rúmlega 42 ma.kr. frá árslokum 2014 og tæplega 91 ma.kr. frá árslokum 2013.

- Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 9,4% á árinu 2015 og kaupsamningum fjölgaði um 17½%. Á sama tíma hækkaði leiguverð um 6%. Mikil hækkun íbúðaverðs á síðasta ári virðist í ágætu samræmi við þróun byggingarkostnaðar og tekna og horfur eru á áframhaldandi kröftugri hækkun húsnæðisverðs á spátímanum.
- Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um tæplega 43½% á síðasta ári en hefur lækkað um 4½% það sem af er þessu ári í takt við þróun á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Auknar heimildir lífeyrissjóða til fjárfestingar erlendis sem Seðlabankinn veitti í upphafi árs og væntingar um frekari heimildir á árinu kunna einnig að hafa haft áhrif til lækkunar hlutabréfaverðs.
- Fjármálaleg skilyrði einkageirans eru í meginatriðum svipuð og fyrir útgáfu síðasta heftis *Peningamála*. Skuldir heimila hækkuðu lítillega að nafnvirði á þriðja ársfjórðungi 2015 og námu um 85¼% af áætlaðri landsframléiðslu síðasta árs en skuldir fyrirtækja lækkuðu og námu um 97% af áætlaðri landsframléiðslu. Einstaklingum á vanskilaskrá heldur áfram að fækka og hlutfall útlána heimila í vanskilum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur og Íbúðalánasjóði hefur lækkað. Fjöldi fyrirtækja á vanskilaskránni hefur hins vegar aukist lítillega. Nýskráningum einkahlutafélaga fjölgaði um 16% milli ára í fyrra og gjaldþrotum þeirra fækkaði um 27%.
- Vextir óverðtryggðra inn- og útlána hjá stóru viðskiptabönkunum hækkuðu samhliða hækkun vaxta Seðlabankans í nóvember en verðtryggðir inn- og útlánvextir hafa á sama tíma haldist óbreyttir. Síðastliðið haust lækkuðu nokkrir lífeyrissjóðir húsnæðislánvaxti og hækkuðu jafnframt veðhlutföll. Hjá sumum þeirra hefur vaxtalækkunin gengið til baka að hluta en aðrir hafa lækkað þá enn frekar. Að meðaltali eru húsnæðislánvextir lífeyrissjóða því óbreyttir frá því í nóvember.

Innlent raunhagkerfi

- Hagvöxtur fyrstu níu mánaða ársins 2015 var 4,5% samkvæmt tölum Hagstofunnar sem birtar voru í desember sl. Hann mældist hins vegar minni á þriðja fjórðungi eða 2,6%. Samsetning hagvaxtarins endurspeglar aukinn vöxt innlendar eftirspurnar þar sem einkaneysla og fjárfesting atvinnuveganna bera uppi bróðurpartinn. Auk þess er enn mikil aukning í útflutningi sem þó nær ekki að halda í við vöxt innflutnings og því var framlag utanríkisviðskipta neikvætt á tímabilinu.
- Í nóvemberspá Seðlabankans var spáð 5% hagvexti á þriðja ársfjórðungi og 5,1% hagvexti á fyrstu níu mánuðum ársins. Vöxtur landsframléiðslunnar á fyrstu níu mánuðum ársins var því aðeins minni en búist var við í nóvember en rekja má fráviknið til flestra undirliða landsframléiðslunnar. Hagvöxtur á fyrri helmingi ársins

var endurskoðaður til hækkunar og er nú talinn hafa verið 5,6% sem er 0,4 prósentum meira en fyrri tölur Hagstofunnar sögðu til um.

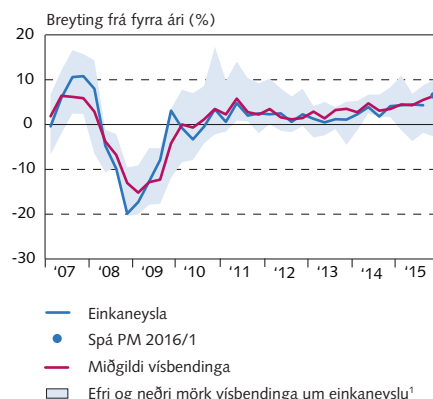
- Ein meginstoð hagvaxtar síðasta árs var einkaneysla en hagfelld skilyrði juku eftirspurn heimila umtalsvert. Á fyrstu þremur fjórðungum ársins jókst einkaneysla um 4,6% sem er í ágætu samræmi við nóvemberspá bankans. Hátíðnivísendingar á borð við nýskráningar bifreiða og greiðslukortaveltu benda til þess að bætt hafi í vöxtinn á síðasta fjórðungi ársins. Gert er ráð fyrir að einkaneysla hafi vaxið um 4,9% á árinu í heild sem endurspeglar mikla kaupmáttaraukningu, bættu eiginfjárstöðu heimila og aukna bjartsýni þeirra.
- Í ár er búist við því að þróunin frá seinni hluta síðasta árs haldi áfram. Það felur í sér að spáð er nokkru meiri vexti einkaneyslu en í nóvember þar sem nú er gert ráð fyrir umtalsvert kröftugri fjölgun starfa, meiri hækkun launatekna og minni verðbólgu. Kaupmáttur ráðstöfunartekna er talinn hafa aukist um tæplega 8% í fyrra og munu aukast um tæplega 9% í ár sem er mesta aukning á einu ári frá árinu 2007 og langt umfram það sem getur staðist til lengdar. Gert er ráð fyrir að einkaneysla aukist um ríflega 5% í ár sem er 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í nóvember. Samkvæmt spánni hægir lítillega á vexti einkaneyslu á næstu tveimur árum en hann er þó áfram talinn verða kröftugur. Gert er ráð fyrir að einkaneysla vaxi með svipuðum hætti og kaupmáttur ráðstöfunartekna eða um tæplega 4% á ári.
- Talið er að vöxtur ráðstöfunartekna heimila á síðasta ári hafi verið nokkru meiri en vöxtur einkaneyslu og því hafi sparnaður heimila aukist og áætlað er að hann aukist enn frekar í ár. Vergur þjóðhagslegur sparnaður hefur einnig aukist og er hár í sögulegu samhengi.
- Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var vöxtur samneyslu á fyrstu þremur fjórðungum ársins 2015 ívið minni en gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Vísendingar eru þó um að launakostnaður hafi reynst meiri en bráðabirgðatölurnar segja til um og því er talið að horfur fyrir árið í heild hafi lítið breyst frá því í nóvember. Horfur fyrir næstu ár hafa að sama skapi lítið breyst. Varðandi fjárfestingu ríkisins var aukið við fjárfestingaráformin milli umræðna á Alþingi en stærstu sveitarfélögin gera ráð fyrir samdrætti í fjárfestingarútgjöldum í ár frá fyrra ári. Út spátímann er miðað við að fjárfesting hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu haldist nálægt því sem það er nú.
- Samkvæmt fjárlögum fyrir þetta ár verður afgangur á heildarjöfnuði 6,7 ma.kr. án stöðugleikaframlaga eða sem samsvarar 0,3% af vergri landsframleiðslu.² Er það 8,6 ma.kr. lakari afkoma en upphaflegt fjárlagafrumvarp gerði ráð fyrir þrátt fyrir að tekjur hafi á sama tíma verið færðar upp um rúmlega 4 ma.kr. Minni afgangur

2. Heildarafgangur að stöðugleikaframlögum meðtöldum er áætlaður 345,6 ma.kr. eða 14,7% af landsframleiðslu.

Mynd 17

Vísendingar um einkaneyslu

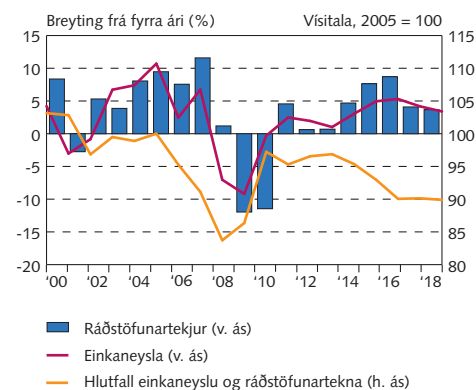
1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2015



1. Vísendingarnar eru kortavelta, dagvöruvelta, hlutabréfaverð, húsnæðisverð, innflutningur neysluvöru, nýskráningar bifreiða, laun og atvinnuleysi. Vísendingarnar eru endurskalaðar þannig að þær hafa sama meðaltal og staðalfrávik og einkaneysla.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

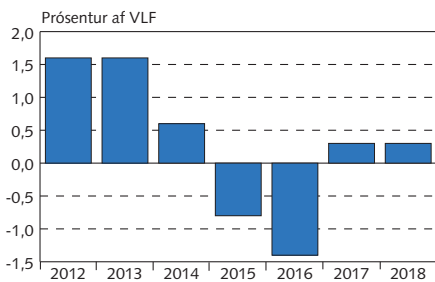
Mynd 18

Einkaneysla og kaupmáttur ráðstöfunartekna 2000-2018¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

Breyting í hagsveifluleiðrétum frumjöfnuði ríkissjóðs 2012-2018¹

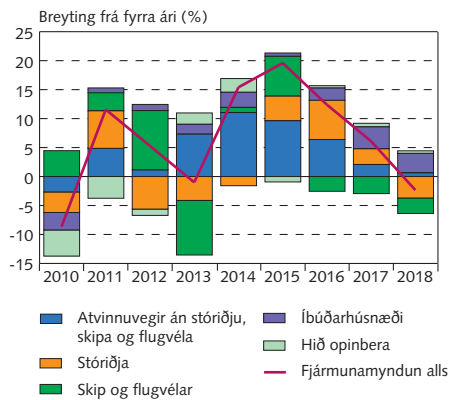


1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Fjársýsla ríkisins, Seðlabanki Íslands.

Mynd 20

Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirlíða hennar 2010-2018¹

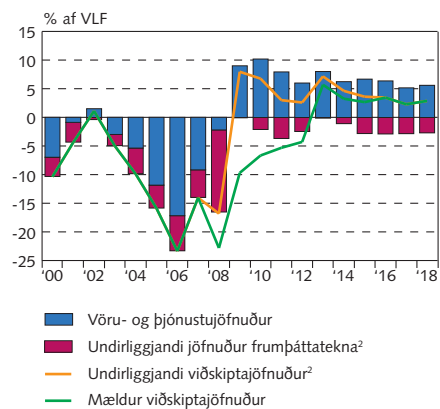


1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 21

Viðskiptajöfnuður 2000-2018¹



1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slítameðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörum búa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis á jöfnuð frumþáttatekna fram til ársins 2012. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slítameðferð.

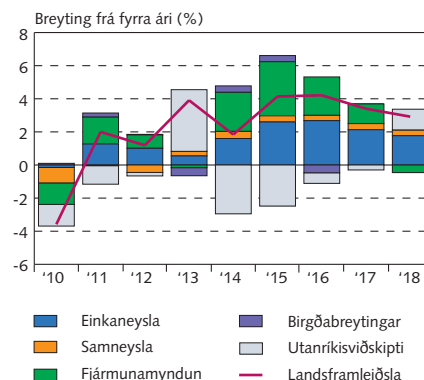
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

og aukin framleiðsluspenna valda því að aðhaldsstig ríkisfjármála í ár hefur minnkað um tæplega 0,7% af landsframleiðslu frá útgáfu síðustu *Peningamála* og er aðhaldsslökunin í ár því samtals tæplega 1,4% af landsframleiðslu sem bætist við slökun sem nemur 0,8% af landsframleiðslu á síðasta ári. Þrátt fyrir minnkandi aðhald er gert ráð fyrir áframhaldandi lækkun skulda ríkissjóðs og er áætlað að þær lækki um tæplega 180 ma.kr. í ár og verði um 50% af landsframleiðslu í árslok og kemur sú lækkun til viðbótar við riflega 140 ma.kr. lækkun í fyrra. Lækkunina má fyrst og fremst rekja til ráðstöfunar stöðugleikaframlaga og lækkunar á sjóðsstöðu ríkissjóðs hjá Seðlabankanum.

- Fjárfesting jókst um 5% á þriðja ársfjórðungi sem er heldur minna en búist var við í nóvember. Fjárfesting atvinnuveganna þróaðist í takt við spá bankans en íbúðafjárfesting og fjárfesting hins opinbera reyndust veikari en áætlað var. Á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs var aukning fjárfestingar tæplega 16% sem er tæplega 1 prósentu minna en áætlað var í nóvember. Á bak við þá þróun er riflega fjórðungs aukning atvinnuvegafjárfestingar. Íbúðafjárfesting var talsvert undir því sem gert var ráð fyrir en líkleg skýring á því er að skortur sé á starfsfólki í byggingariðnaði og að áherslur verktaka séu frekar á aðrar byggingar, sérstaklega hótélbyggingar. Ekki er þó útilokað að matið á íbúðafjárfestingu á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs kunni að hækka þegar ítarlegri upplýsingar liggja fyrir.
- Líkt og í nóvember spá bankans er talið að heildarfjárfesting hafi aukist um tæplega fimmtung á síðasta ári sem að mestu má rekja til aukningar atvinnuvegafjárfestingar. Í ár er áætlað að vöxtur fjárfestingar verði um 12½% þar sem vöxtur atvinnuvega- og íbúðafjárfestingar verður hátt í 15% en vöxtur fjárfestingar hins opinbera verður minni eða tæplega 3%. Í samanburði við spá bankans frá nóvember eru horfurnar fyrir þetta ár lítið breyttar. Helst má nefna að atvinnuvegafjárfesting er talin verða heldur sterkari en áður var áætlað og má það rekja til bæði stóriðju- tengdrar fjárfestingar og almennrar atvinnuvegafjárfestingar. Á næstu árum er áætlað að hægi talsvert á vexti fjárfestingar sem er áþekkt því sem var spáð í nóvember. Gangi spáin eftir verður hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu tæplega 19% árið 2018 eða um 1 prósentu undir því sem spáð var í nóvember.
- Horfur eru á að útflutningur vöru og þjónustu aukist um tæplega 6½% í ár sem er áþekkt vexti síðasta árs en nokkru meiri vöxtur en spáð var í nóvember. Skýrist fráviknið af horfum um enn kröftugri vöxt útfluttrar þjónustu og er það í takt við upplýsingar frá aðilum í ferðamannaíðnaði sem benda til meiri fjölgunar ferðamanna til landsins í ár en talið var í nóvember. Horfur eru hins vegar á hægari vexti vöruútflutnings í ár þar sem gert er ráð fyrir að útflutningur sjávarafurða muni dragast saman um 1% frá síðasta ári sem er nokkur breyting frá því í nóvember þegar gert var ráð fyrir 2% aukningu. Lakari horfur má rekja til minni loðnu- og kolmunnaafla. Horfur fyrir næstu tvö ár eru hins vegar á heildina lítið áþekkar því sem spáð var í nóvember.

- Þrátt fyrir að vöxtur útflutnings í fyrra hafi verið í samræmi við væntingar var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar nokkru neikvæðara en búist var við í nóvember vegna kröftugs vaxtar innflutnings á seinni hluta ársins. Þar vó þungt mikill innflutningur neysluvöru og flutningatækja og er spáð að sú þróun haldi áfram í ár í takt við mikinn vöxt innletrar eftirspurnar. Útlit er fyrir að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði því einnig neikvætt í ár og á næsta ári. Árið 2018 er framlagið hins vegar jákvætt en það litast af hægum innflutningsvexti það ár sem rekja má til neikvæðra grunnáhrifa innflutnings skipa og flugvéla árið áður.
- Talið er að afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði hafi verið 6,7% af landsframleiðslu í fyrra sem er lítillega meiri afgangur en nóvemberspáin gerði ráð fyrir. Þar vegur hagfelldari þróun viðskiptakjara þyngra en neikvæðara framlag utanríkisviðskipta og skýrir viðskiptakjarabatinn að mestu leyti aukinn afgang á vöru- og þjónustuviðskiptum út spátímann. Hagfelldari þróun vöru- og þjónustuviðskipta gerir það að verkum að nú er útlit fyrir meiri afgang á undirliggjandi viðskiptajöfnuði út spátímann og að hann verði tæplega 3% af landsframleiðslu árið 2018 sem er 2 prósentum meiri afgangur en í nóvemberspánni.
- Eins og fyrr segir mældist 4,5% hagvöxtur á fyrstu níu mánuðum ársins 2015 og samkvæmt spá bankans er talið að hann hafi verið 4,1% á árinu í heild. Það er 0,5 prósentum minni vöxtur en spáð var í nóvember og má rekja þá breytingu að mestu til breyttra horfa varðandi innflutning og framlag utanríkisviðskipta þar með. Í ár er hins vegar talið að hagvöxtur verði 1 prósentu meiri en spáð var í nóvember eða 4,2%. Ein megin skýringin á því er að kaupmáttur heimila er talinn verða umtalsvert meiri en áður var áætlað og vöxtur einkaneyslu því enn meiri. Því til viðbótar er spáð að útflutningur skili meiru til hagvaxtar en spáð var í nóvember og framlag utanríkisviðskipta verði því hagstæðara þrátt fyrir að einnig sé gert ráð fyrir meiri innflutningsvexti. Á seinni hluta spátímans er áætlað að heldur hægi á hagvextinum og að hann verði um 3½% á næsta ári og tæplega 3% árið 2018. Eins og í fyrri spám bankans er áætlað að hann verði að mestu drifinn áfram af innlendi eftirspurn einkaaðila.
- Þrátt fyrir miklar kjarasamningsbundnar launahækkunar var ágæt-ur kraftur í vinnuafleifstirspurn á seinni hluta árs 2015. Samkvæmt vinnuamarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum á síðasta fjórðungi ársins um 3% milli ára eins og gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans.
- Vegna meiri hækkunar hlutfalls starfandi var atvinnuleysi hins vegar töluvert minna á fjórða ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í nóvember eða 3,1% í stað 4,9%. Hefur mælt atvinnuleysi því minnkað um 1 prósentu milli ára. Leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu var það 3,6% og minnkaði um hálfu prósentu milli fjórðunga. Langtímaatvinnuleysi heldur einnig áfram að minnka og hefur hlutfall þeirra sem hafa verið atvinnulausir í meira en sex mánuði ekki verið lægra síðan á fyrsta fjórðungi ársins 2009. Aðrir mælikvarðar á eftirspurn og framboð vinnuafis segja svipaða sögu.

Mynd 22

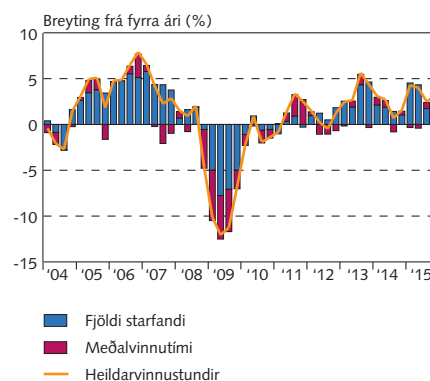
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2018¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 23

Breytingar á atvinnu og vinnutíma

1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2015

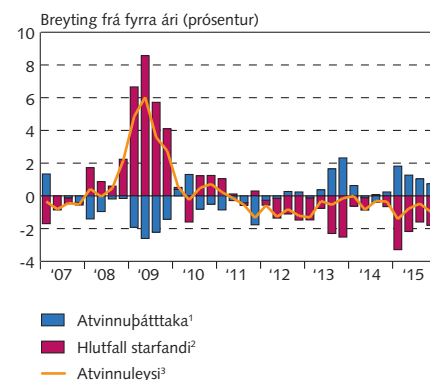


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 24

Framlag til breytinga á atvinnuleysi

1. ársfj. 2007 - 4. ársfj. 2015

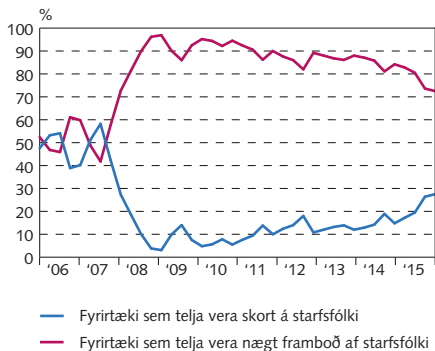


1. Fjöldi á vinnuamarkaði sem hlutfall af mannfjölda 16-74 ára. 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 16-74 ára. Aukning í hlutfalli starfandi kemur fram sem neikvætt framlag til breytinga á atvinnuleysi. 3. Hlutfall atvinnulausra af vinnuafli. Vegna námundunar er samanlagt framlag ekki endilega jafnt heildarbreytingunni.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

Framboð á vinnuafli

1. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2015

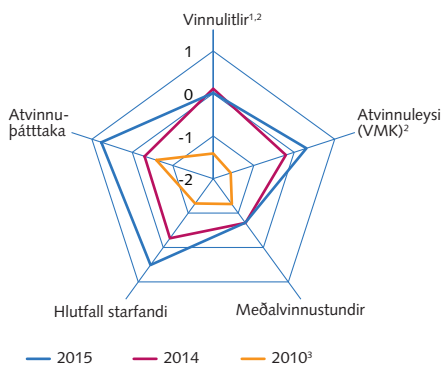


Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

Mælikvarðar fyrir spennu á vinnumarkaði

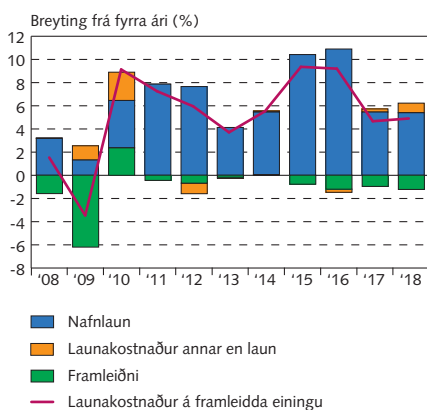
Frávik frá meðaltali árána 2003-2015 mælt í fjölda staðalfrávika



1. Fjöldi þeirra sem eru í hlutastarfi en vilja vinna meira í hlutfalli af mannfjölda. 2. Margfaldað með -1 til að neikvætt frávik frá meðaltali sýni spennu. 3. Árið sem bati hófst á vinnumarkaði.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 27

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2018¹

1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

- Samkvæmt vetrarkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins hefur hlutfall fyrirtækja sem töldu vera skort á starfsfólki hækkað um tæplega 13 prósentur frá sama tíma í fyrra en rúmlega fjórðungur fyrirtækja taldi skort vera á starfsfólki. Tæplega 60% fyrirtækja í byggingariðnaði og rúmlega 40% fyrirtækja í flutningum og ferðaþjónustu töldu sig búa við skort á starfsfólki.
- Slaki á vinnumarkaði virðist því horfinn og niðurstöður könnunar Gallup benda til þess að vinnuafseftirspurn muni aukast enn frekar á þessu ári því að herra hlutfall fyrirtækja en í haustkönnuninni vildi frekar fjölga starfsmönnum en fækka þeim. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum nema sjávarútvegi voru bjartsýnni á ráðningar en í haust.
- Horfur eru því á að vinnuafseftirspurn verði nokkru kröftugri en spáð var í nóvember. Áætlað er að heildarvinnustundum fjölgi að meðaltali um 2 $\frac{1}{3}$ % á ári á spátímanum sem er um ½ prósentu meira en gert var ráð fyrir í nóvember. Hlutfall starfandi hækkar því meira og atvinnuleysi verður minna á spátímanum en þá var spáð. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi verði um 3 $\frac{1}{2}$ % í ár og út spátímann í stað 4 $\frac{1}{4}$ %.
- Launahækkunarir sem kveðið er á um í nýgerðum kjarasamningum hafa komið fram í launavísitölu Hagstofunnar í takt við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá og hefur launaskrið verið svipað og þar var áætlað. Í desember hækkaði launavísitalan um 9,7% frá fyrra ári. Á árinu í heild hækkaði vísitalan að meðaltali um 7,2% og hækkuðu raunlaun á þann mælikvarða um 5,5% sem er mesta aukning kaupmáttar á einu ári frá árinu 1998.³
- Vegna nýlegrar endurgerðar kjarasamninga á almennum vinnumarkaði hækkar launakostnaður meira á spátímanum en talið var í nóvember þrátt fyrir að þá hafi verið tekið tillit til hluta þeirra viðbótarhækkana sem nú hefur verið samið um. Þá var gert ráð fyrir þeim viðbótarlaunahækkunum sem falla til á árunum 2017 og 2018, en ekki þeirri viðbót sem kom til framkvæmda í ársbyrjun. Samkomulagið gerir einnig ráð fyrir að framlag atvinnurekenda á almennum vinnumarkaði í lífeyrissjóði aukist um 3,5 prósentur á árunum 2016-2018 en á móti vegur að í spánni er gert ráð fyrir að tryggingagjald lækki um ½ prósentu í ár þótt ekki liggi fyrir endanlegar upplýsingar um hve mikil lækkunin verði né hvenær hún komi til framkvæmda.
- Framleiðnivöxtur verður svipaður á spátímanum og gert var ráð fyrir í nóvember eða 1,1% á ári að meðaltali, þar sem meiri hagvöxtur vegur á móti kröftugri fjölgun heildarvinnustunda. Líkt og í fyrri spám bankans er aukning launakostnaðar því langt umfram framleiðnivöxt. Vegna meiri hækkunar launa í ár en gert var ráð fyrir í nóvember og meiri hækkunar launatengdra gjalda á næstu tveimur árum er nú talið að launakostnaður á framleidda einingu

3. Hækkun launa er í raun meiri en mælist í launavísitölunni vegna mikillar afturvirkni og eingreiðslna í kjarasamningum ársins 2015 (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 4 í *Peningamálum* 2015/4).

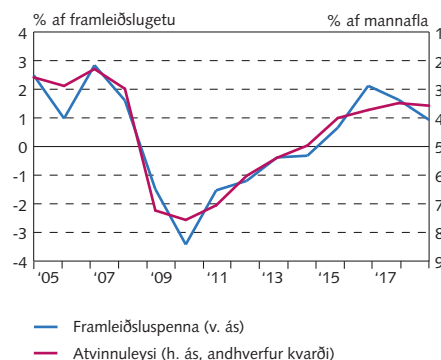
aukist um ríflega 9% í ár sem kemur í kjölfar 9½% hækkunar í fyrra. Er þetta 1¼ prósentu meiri hækkun en spáð var í nóvember. Aukningin á næstu tveimur árum er einnig heldur meiri eða um 5% að meðaltali á ári í stað 4¾% í nóvemberspánni.

- Talið er að framleiðslulakinn sem myndaðist í kjölfar fjármálakreppunnar hafi horfið úr þjóðarbúinu í byrjun síðasta árs og að landsframleiðslan hafi verið líðlega ½ prósentu umfram framleiðslugetu á árinu í heild. Það er heldur minni spenna en gert var ráð fyrir í nóvember og endurspeglar minni hagvöxt í fyrra en þá var spáð. Líkt og í nóvember er áætlað að spennan aukist enn frekar í ár. Gert er ráð fyrir að hún verði um 2% af framleiðslugetu í ár en taki smám saman að hjaðna á ný er líða tekur á spátímann. Þetta er nokkru meiri spenna en spáð var í nóvember enda hagvöxtur meiri en þá var spáð.

Verðbólga

- Verðbólga hefur verið undir verðbólguþröngmiði Seðlabankans í tvö ár. Hún hefur aukist lítillega frá útgáfu síðustu *Peningamála* og var 1,9% á fjórða fjórðungi síðasta árs sem er 0,4 prósentum minna en gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Á fjórðungnum lækkaði bæði verð innfluttrar og innlendrar vöru og þjónustu sem vó upp á móti hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar. Frávikid frá spánni skýrist að mestu leyti af meiri lækkingu olíuverðs og meiri áhrifum gengisstyrkingar krónunnar á verð innfluttrar vöru en gert var ráð fyrir. Þessir liðir eiga stóran þátt í að verðbólga hefur reynst minni að undanförunu en búist var við. Meðalverðbólga ársins 2015 var 1,6% og hjaðnaði úr 2% árið áður.
- Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,6% milli mánaða í janúar sl. eftir að hafa hækkað um 0,3% í desember 2015. Vetrarútsölur leiddu til um 0,9 prósentna lækkunar vísitölunnar í janúar en auk þess lækkaði verð á bensíni. Á móti vó hækkun á markaðsverði húsnæðis og ýmsum undirliðum almennrar þjónustu ásamt ýmsum árstíðarbundnum gjaldskrárhækkunum. Ársverðbólga mældist 2,1% í janúar og skýrist sem fyrr að miklu leyti af hækkun húsnæðisverðs þar sem verðbólga án húsnæðis var einungis 0,6%. Töluverð lækkun á alþjóðlegu hrávöru- og olíuverði hefur ásamt áhrifum af gengishækkun krónunnar haldið áfram að draga úr verðbólgu og nam árslækkun innfluttrar vöru 1,4% í janúar. Innlend verðbólga (án húsnæðis) var 2,3% á sama tíma og hefur hjaðnað frá útgáfu síðustu *Peningamála* en ætla má að áhrifa verðlækkunar innfluttra vara gæti einnig þar. Til viðbótar gætir nokkurra grunnáhrifa vegna hækkunar neðra þreps virðisaukaskatts fyrir ári sem mælist ekki lengur í tólf mánaða hækkun matvöruverðs. Að sama skapi lækkaði bensínverð töluvert minna milli mánaða nú en fyrir ári sem er meginorsök þess að innflutt verðhjöðnun mælist nokkru minni en undanfarið.
- Undirliggjandi verðbólga miðað við kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöruvíðnaða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, var

Mynd 28

Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 2005-2018¹

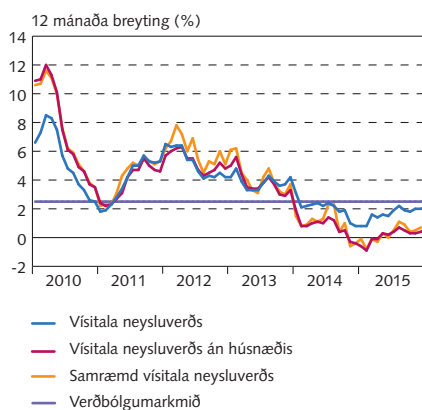
— Framleiðsluspenna (v. ás)
— Atvinnuleysi (h. ás, andhverfur kvarði)

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 29

Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu

Janúar 2010 - janúar 2016

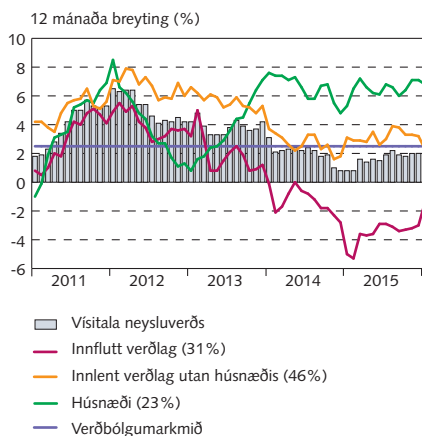


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 30

Innlend og innflutt verðbólga¹

Janúar 2011 - janúar 2016



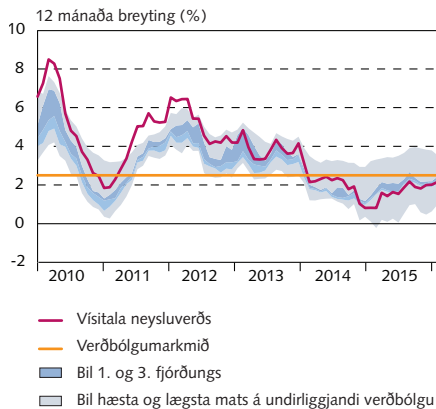
1. Innflutt verðbólga er nálgðu með verði innfluttrar mat- og drykkjavöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Innlend verðbólga er nálgðu með verði innlendrar vöru og almennrar og opinberrar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 31

Mæld og undirliggjandi verðbólga¹

Janúar 2010 - janúar 2016

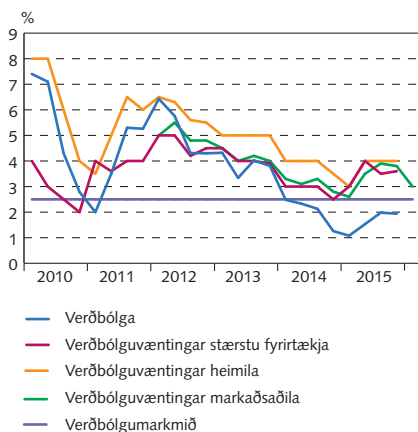


1. Skyggða svæðið inniheldur ólíka mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum sem horfa fram hjá áhrifum sveiflukennndra matvöruheita, bensins, opinberra þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfraðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klíptum meðaltölum og kviku þáttalkani.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 32

Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2016

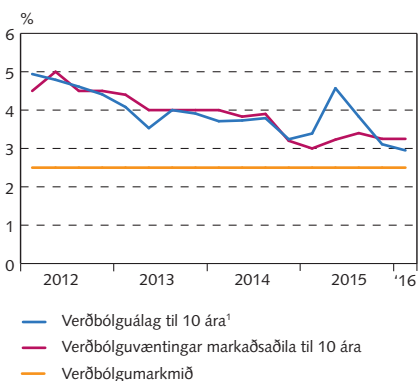


Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33

Langtímaverðbólguvæntingar

1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2016



1. Meðaltal það sem af er fyrsta ársfjórðungi.
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

2,4% í janúar og hafði aukist um 0,5 prósentur frá því fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*. Á flesta aðra mælikvarða mældist aukning undirliggjandi verðbólgu hins vegar minni og tölfraðilegir mælikvarðar benda til þess að hún sé á bilinu 2-3½%.

- Skammtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hafa lítið breyst frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Í könnun Gallup sem framkvæmd var í nóvember bjuggust heimilin við að verðbólga yrði 4% bæði eftir eitt og tvö ár sem var óbreytt frá haustkönnuninni. Í könnun sem var framkvæmd á sama tíma á meðal stjórnenda fyrirtækja væntu þeir 3,6% verðbólgu að ári liðnu sem var áþekkt niðurstöðum haustkönnunarinnar. Samkvæmt könnun bankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila frá því í byrjun febrúar gera þeir hins vegar ráð fyrir nokkru minni verðbólgu á næstu miss-erum enda hafa verðbólguhorfur batnað frá lokum síðasta árs. Búast þeir við að verðbólga verði 3% eftir eitt ár og 3,5% eftir tvö ár sem er 0,5-0,8 prósentum lægra en í síðustu könnun frá því í október. Á alla þrjá mælikvarða hafa skammtímaverðbólguvæntingar þó hækkað nokkuð frá því sem þær voru á sama tíma fyrir ári.

- Samkvæmt könnun bankans eru langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila óbreyttar frá síðustu könnun og búast þeir við að verðbólga verði 3,3% að meðaltali á næstu tíu árum sem er 0,3 prósentum hærra en í sambærilegri könnun fyrir ári. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hins vegar lækkað töluvert frá miðju ári í fyrra en eins og fjallað er um í *Peningamála* 2015/4 má að stærstu leyti rekja það til sérstakra aðstæðna á skuldabréfamarkaði fremur en til raunverulegrar lækkunar verðbólguvæntinga. Álagið eftir fimm og tíu ár var að meðaltali um 3% í janúar og er um ½ prósentu lægra en fyrir ári.

- Verðbólga hefur reynst minni að undanförunu en búist var við á seinni hluta síðasta árs. Horfur eru á að verðbólga verði 1,9% á fyrri hluta þessa árs en að hún aukist á seinni hluta ársins, m.a. vegna óhagstæðra grunnáhrifa, og verði komin yfir 3% í lok ársins. Samkvæmt spánni yrði meðalverðbólga þessa árs því 2,3% eða 1 prósentu minni en í nóvemberspánni. Frávikið frá spánni skýrist að mestu af hagstæðari upphafsstöðu og mikilli lækkun olíuverðs á heimsmarkaði en olíuverð hefur lækkað um u.þ.b. 30% frá nóvemberútgáfu *Peningamála*. Eins og í fyrri spám bankans er talið að verðbólga haldi áfram að aukast á næsta ári þegar draga tekur úr áhrifum mikillar lækkunar innflutningsverðlags og áhrifa innlends verðbólguþrýstings vegna vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum og mikilla launahækkana fer að gæta í meira mæli. Líkt og í nóvember er gert ráð fyrir að verðbólga nái hámarki á næsta ári. Spáð er að hún verði 4,2% á síðasta fjórðungi ársins en að hún taki síðan smám saman að hjaðna og verði rétt undir 3% í lok spátímans.

- Verðbólguhorfur eru sem fyrr háðar óvissu. Þar vegur þungt óvissa tengd áhrifum mikilla launahækkana undanfarið. Velti fyrirtæki kostnaði af þeirra völdum í meira mæli út í verðlag en

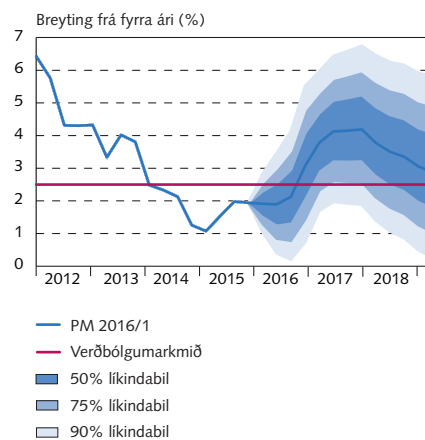
grunnspáin gerir ráð fyrir verður verðbólga meiri en hér er spáð. Hið sama á við ef mikil hækkun kaupmáttar ráðstöfunartekna af völdum launahækkana í fyrra og í ár kemur í meira mæli fram í aukinni einkaneyslu en spáin gerir ráð fyrir. Verðbólga gæti einnig aukist hraðar en spáð er ef alþjóðlegt hrávöru- og olíuverð hækkar hraðar en gert er ráð fyrir, sérstaklega í ljósi þess að verðbólguvæntingar virðist skorta trausta kjölfestu. Innfluttur verðhjöðunarþrýstingur gæti hins vegar reynst vanmetinn, t.d. ef alþjóðlegur efnahagsbati steytir á skeri eða ef heimsmarkaðsverð olíu heldur áfram að lækka og helst lægra en grunnspáin gerir ráð fyrir. Hið sama á við ef gengi krónunnar hækkar enn frekar. Verðbólga gæti einnig orðið minni en spáð er ef framleiðnivöxtur verður hraðari en spáð er.

- Mynd 34 endurspeglar ofangreinda óvissuþætti verðbólguþáttarinnar með því að sýna verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá ásamt mati á óvissubili spárinnar, þ.e. mati á bili verðbólgu sem taldar eru 50-90% líkur á að verðbólga verði innan á spátímanum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni er lýst). Óvissan er talin svipuð og í nóvemberspánni og líkt og þá er talin heldur meiri hætta á að verðbólgu sé vanspáð á spátímanum en að henni sé ofspáð. Taldar eru um helming líkur á að verðbólga verði á bilinu 3-4 $\frac{2}{3}$ % að ári liðnu og á bilinu 1 $\frac{3}{4}$ -4% í lok spátímans.

Mynd 34

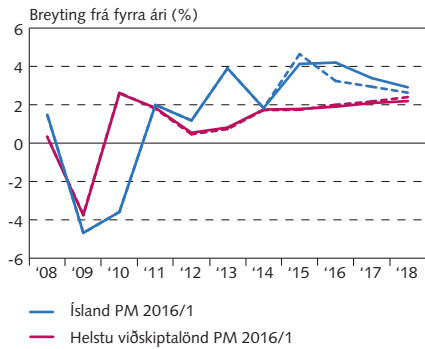
Verðbólguþáttur og óvissumat

1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2019



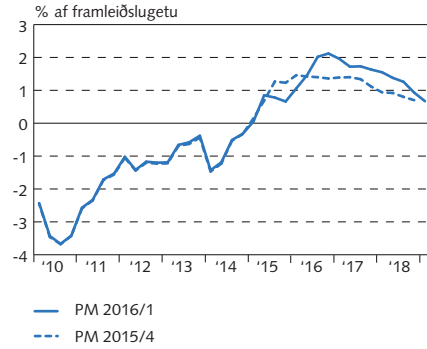
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 35
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum
2008-2018¹



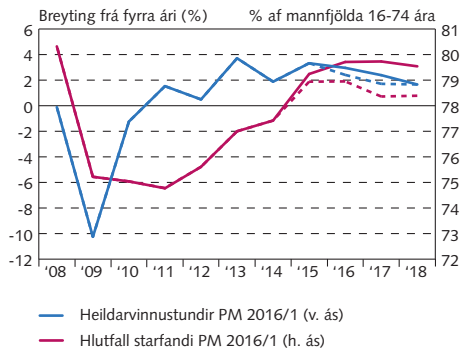
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 36
Framleiðsluspenna¹
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2019



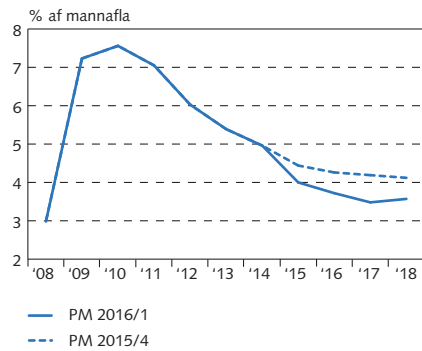
1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2015 - 1. ársfj. 2019.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 37
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2008-2018¹



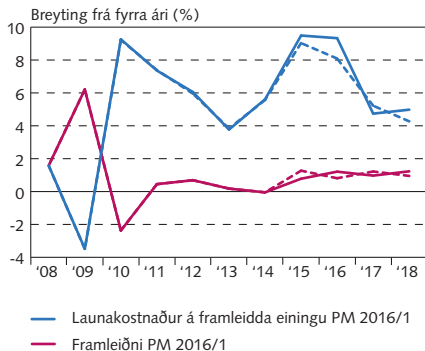
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 38
Atvinnuleysi 2008-2018¹



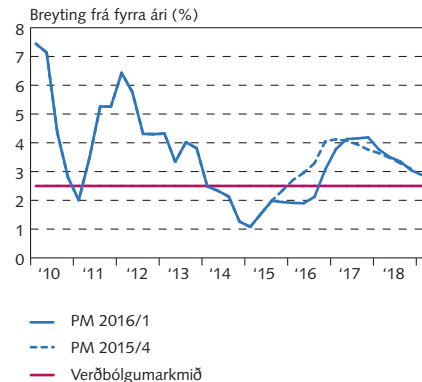
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 39
Launakostnaður á framleidda einingu
og framleiðni 2008-2018¹



1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 40
Verðbólga¹
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2019



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