

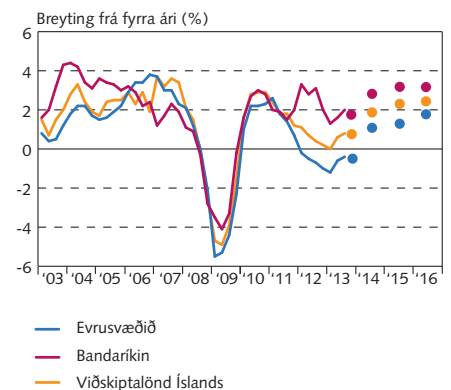
Verðbólguhorfur batna á þessu ári en versna á næstu tveimur árum þegar slaki í þjóðarbúskapnum breytist í spennu

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa skánað frá útgáfu Peningamála í nóvember þótt óvissa sé áfram mikil, sérstaklega í tengslum við ágjöf sem ýmis nýmarkaðsríki hafa orðið fyrir nýlega. Horfur um viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa einnig batnað en útflutningshorfur hafa versnað, sérstaklega vegna lakari horfa um loðnuveiði í ár. Áætlað er að hagvöxtur í fyrra hafi verið töluvert meiri en áður hafði verið gert ráð fyrir eða 3% í stað 2,3% í nóvemberspánni. Skýrist það af mun hagstæðara framlagi utanríkisviðskipta en innlend eftirspurn þróaðist í takt við nóvemberspána. Efnahagshorfur litast mjög af áhrifum fyrirhugaðra aðgerða stjórnvalda til lækkunar húsnæðisskulda og annarra aðgerða stjórnvalda til að örva eftirspurn. Eins og rakið er í sérstökum viðauka er talið að skuldalækkunin muni auka einkaneyslu töluvert á næstu misserum. Aukin eftirspurn mun jafnframt koma fram í auknum innflutningi og draga úr þjóðhagslegum sparnaði og viðskiptaafgangi. Hagvaxtaráhrif aðgerðanna verða því minni en áhrifin á innlenda eftirspurn. Eins og í nóvember er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði 2,6% á þessu ári. Vegast þar á áhrif eftirspurnarhvetjandi aðgerða stjórnvalda annars vegar og horfur um minni vöxt útflutnings hins vegar. Uppbygging orkufreks iðnaðar hefur einnig tafist. Horfur um hagvöxt á næstu tveimur árum hafa batnað töluvert og er gert ráð fyrir 3,7% hagvexti á næsta ári og 3% hagvexti árið 2016. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur að meðaltali um 3,1% á ári á spátímanum sem er meiri vöxtur en að meðaltali undanfarin þrjátíu ár og töluvert meiri vöxtur en spáð er í helstu viðskiptalöndum Íslands. Batinn á vinnumarkaði hefur einnig reynst meiri en spáð var. Sakir kröftugri hagvaxtar minnkar slakinn í þjóðarbúskapnum hraðar en áður hafði verið talið og gæti snúist í spennu á fyrrihluta næsta árs. Spáð er að verðbólga verði minni á þessu ári en í síðustu spá vegna hærra gengis krónunnar og minni hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu. Gangi forsendur um þróun launa og gengis eftir verður verðbólga í námunda við verðbólgu markmiðið á þessu ári. Þegar áhrif nýliðinnar gengishækkunar fjara út og framleiðslulaki snýst í spennu gæti verðbólga aukist á ný og orðið um nokkra hrið yfir verðbólgu markmiðinu. Samkvæmt spánni verður hún mest um 3½% seint á næsta ári en hjaðnar síðan á árinu 2016 vegna stífara taumhalds peningastefnunnar. Gangi spáin eftir verður verðbólga eitthvað yfir markmiði í lok spátímans en markmiðið er þó vel innan þeirra marka sem talið er að 50% líkur séu á að verðbólgan verði.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

- Frá útgáfu *Peningamála* í nóvember hafa hagvísar fyrir evrusvæðið að mestu þróast í samræmi við væntingar markaðsaðila. Landsframleiðslan jókst lítillega milli fjórðunga, annan fjórðunginn í röð, en er enn að dragast saman um 0,4% milli ára. Batinn er þó mismikill eftir löndum innan myntsvæðisins, þótt fyrstu batamerkja gæti einnig á suðurhluta svæðisins. Svo virðist sem batinn sé einnig að sækja í sig veðrið í Bandaríkjunum og á Bretlandi og jókst landsframleiðslan í báðum löndum um tæplega 1% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi. Árshagvöxtur mælist hins vegar enn tiltölulega lítill eða 1,8% í Bandaríkjunum og 1,5% í Bretlandi. Árshagvöxtur tók einnig nokkurn kipp í Japan, eftir 0,5% aukningu landsframleiðslu milli fjórðunga, og mældist 2,6%.
- Á heildina litið virðast hagvaxtarhorfur í heiminum heldur hafa skánað. Í nýrri spá frá því í janúar sl. gerir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn t.d. ráð fyrir um 3,7% hagvexti í heiminum í ár og 3,9% á næsta

Mynd 1
Hagvöxtur meðal nokkurra iðnríkja¹



1. Punktar sýna spár Consensus Forecasts og Global Insight fyrir árin 2013-2016.

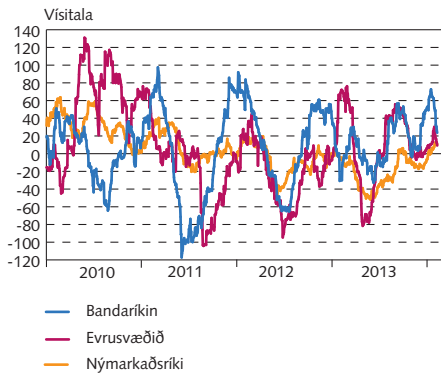
Heimildir: Consensus Forecasts, Global Insight, Macrobond.

1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála sem birtist í *Peningamálum* 2013/4 í nóvember sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir í byrjun febrúar.

Mynd 2

Vísitala um óvænta þróun hagvísar¹

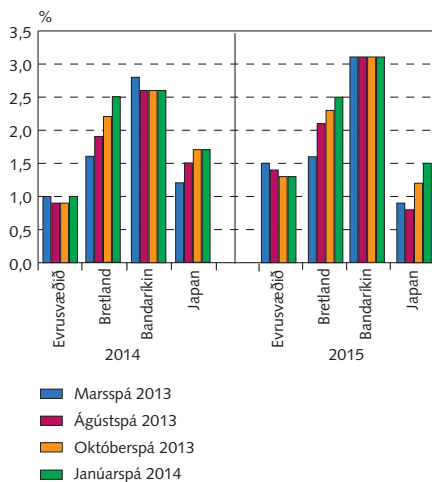
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 7. febrúar 2014



1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru jákvæðari en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.
Heimild: Macrobond.

Mynd 3

Hagvaxtarspár fyrir árin 2014 og 2015¹

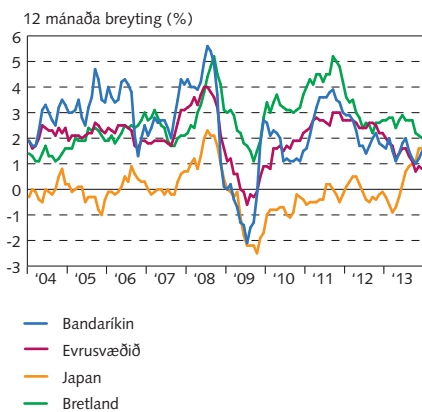


1. Byggt á spám 250 stofnana sem vegnar eru saman.
Heimildir: Consensus Forecasts, Global Insight.

Mynd 4

Verðbólga meðal nokkurra iðnríkja

Janúar 2004 - desember 2013



Heimild: Macrobond.

ári. Bjartari horfur en í októberspá sjóðsins má að mestu rekja til betri horfa meðal iðnríkja. Hagvaxtarhorfur fyrir helstu viðskiptalönd Íslands hafa að sama skapi batnað. Nú er gert ráð fyrir 2% vexti í ár í stað 1,8% í nóvemberspánni. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig lítilla batnað og er nú gert ráð fyrir 2,3% vexti en árið 2016 er spáð 2,4% hagvexti líkt og í nóvember.

- Horfur eru á minni verðbólgu í helstu viðskiptalöndum Íslands en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Mestu munar um evrusvæðið þar sem verðbólga í janúar mældist einungis 0,7%. Verðbólga mælist einnig lítil í Bandaríkjunum eða 1,5% í desember og í Bretlandi hefur hún hjaðnað tiltölulega hratt og var við 2% markmið Englandsbanka. Í Japan hefur verðbólga hins vegar aukist nokkuð hratt eftir þráláta verðhjöðnun og stóð í 1,6% í desember og hefur ekki verið meiri frá árinu 2008.
- Stýrivextir á evrusvæðinu voru lækkaðir um 0,25 prósentur í 0,25% skömmu eftir útgáfu síðustu *Peningamála* í nóvember. Þá gaf Seðlabanki Evrópu til kynna að efnahagsreikningur bankans yrði hugsanlega notaður til að draga enn frekar úr taumhaldi peningastefnunnar ef þess gerðist þörf. Bandaríski seðlabankinn hefur hins vegar dregið úr skuldabréfakaupum sínum í ljósi batnandi efnahagshorfa þar í landi. Þá ákvað Englandsbanki að halda vöxtum óbreyttum í febrúar en atvinnuleysi þar nálgast þau mörk sem bankinn hefur vísað í sem viðmiðunargildi fyrir að bankinn meti hvort tilefni sé til viðsnúnings til hærri vaxta.
- Kastljós fjárfesta hefur á ný beinst að nýmarkaðsríkjum í kjölfar þess að bandaríski seðlabankinn hóf að draga úr skuldabréfakaupum sínum, áþekkt því sem gerðist sl. sumar þegar fyrstu vísbendingar um fyrirætlanir bankans um að draga úr örvunaraðgerðum komu fram. Fjármagn hefur flætt frá nýmarkaðsríkjum með tilheyrandi þrýstingi á gengi gjaldmiðla þeirra, auknum verðbólguþrýstingi og hertari fjármálalegum skilyrðum. Nýmarkaðsríki með miklar erlendar skuldir og viðskiptahalla hafa orðið fyrir mestum áhrifum, eins og við er að búast, og hafa seðlabankar þeirra brugðist við með vaxtahækkunum og/eða inngrípum á gjaldeyrismarkaði. Áhyggjur fjárfesta beinast þó ekki síður að efnahagshorfum í Kína og hættu á minnkandi hagvexti þar í landi, ekki síst sakir hugsanlegs fjármálalegs óstöðugleika í kjölfar örs útlánavaxtar utan bankakerfisins.
- Þrátt fyrir að hagvöxtur hafi sótt í sig veðrið í iðnríkjum og efnahagsbatinn víða verið umfram væntingar, er óvissa um alþjóðlegar hagvaxtarhorfur áfram nokkur og óróleiki á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hefur aukist á ný, sérstaklega í tengslum við fyrrnefndan óróleika í nýmarkaðsríkjum. Hlutabréfaverð í iðnríkjum hefur hækkað talsvert sl. ár, t.d. hækkaði það um ríflega þriðjung í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu. Á sama tíma lækkaði það um 2% að meðaltali í nýmarkaðsríkjum. Samfara auknum óróleika á fjármálamörkuðum hafa sveiflur í hlutabréfaverði aukist á ný.
- Þótt hagvaxtarhorfur í viðskiptalöndum Íslands hafi batnað lítilla er gert ráð fyrir að innflutningur í þessum löndum vaxi

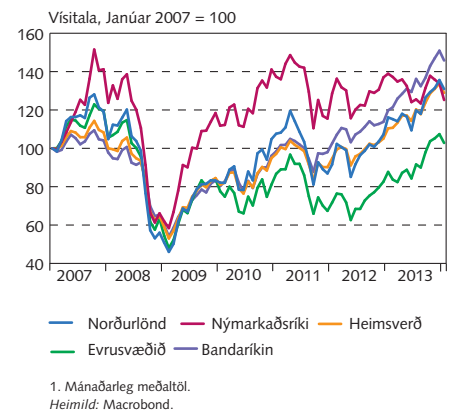
með svipuðum hætti og í nóvemberspánni eða um 2½% á ári að meðaltali á þessu og næstu tveimur árum.

- Í fyrra lækkaði alþjóðlegt hrávöruverð um 1% frá fyrra ári og var spáin í síðustu *Peningamálum* í takt við þá þróun. Í ár er gert ráð fyrir að hrávöruverð lækki um rúm 5% eins og í nóvemberspánni og er lækkunin drifin áfram af lækkun matvælavæðs. Þetta er ívið minni lækkun en Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáði í janúar en nokkru meiri lækkun en Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) spáði í nóvember. Gert er ráð fyrir að olíuverð lækki um 4½% á þessu ári en það er mjög svipað og spáð var í nóvember. Þá er gert ráð fyrir 1-2% lækkun á ári út spátímann.
- Horfur um aukna eftirspurn eftir fiskafurðum gefa tilefni til aukinnar bjartsýni um þróun verðs sjávarafurða. Nú er gert ráð fyrir að verð hækki að meðaltali um 1% í ár og á næsta ári í stað um 2% lækkunar bæði árin í síðustu spá. Horfur um þróun álverðs hafa hins vegar versnað og er nú spáð um ½% lækkun í ár í stað ríflega 3% hækkunar í nóvemberspánni. Horfurnar fyrir næstu tvö ár eru hins vegar svipaðar og í nóvember.
- Hagstæðari horfur um sjávarafurðaverð gera það að verkum að nú er spáð að viðskiptakjör rýrni um tæplega ½% í ár í stað þess að rýrna um tæplega 1% í nóvemberspánni. Kemur það til viðbótar nokkru hagstæðari þróun í fyrra. Líkt og í nóvember er gert ráð fyrir tæplega 2% rýrnun viðskiptakjara til viðbótar á næstu tveimur árum.
- Raungengi hækkaði um tæplega 10% í desember frá sama tíma í fyrra og að meðaltali um 3,9% á árinu í heild. Hækkunin skýrist að mestu leyti af hækkun gengis krónunnar í byrjun og lok síðasta árs. Meiri verðbólga hér á landi en í helstu viðskiptalöndum á einnig þátt í hækkun raungengis. Það er þó enn lágt í sögulegu samhengi.
- Vöruútflutningur jókst um tæplega 3% í fyrra, sem er töluvert meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í nóvember. Skýrist það bæði af meiri útflutningi sjávarafurða, sem rekja má til meiri afla og betri nýtingar, og meiri álútflutnings. Horfur um vöruútflutning fyrir þetta ár hafa hins vegar versnað töluvert og er nú gert ráð fyrir tæplega 1% samdrætti frá fyrra ári í stað 2% aukningar. Leggjast þar á eitt mun verri horfur um loðnuveiði og fyrirhuguð skerðing á raforku til stórnotenda sem veldur því að álframleiðendur reikna með minni framleiðslu á fyrri hluta þessa árs en í fyrra. Útflutningur sjávar- og álafurða verður því minni en áður hafði verið spáð. Horfur fyrir vöruútflutning næstu tveggja ára eru hins vegar taldar lítilla betri.
- Búist er við meiri aukningu þjónustuútflutnings í fyrra en áætlað var í nóvember og var útflutningur vöru og þjónustu rúmlega prósentu meiri eða 4,7% í stað 3,4%. Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir meiri vexti þjónustuútflutnings í ár, leiða lakari horfur um vöruútflutning til þess að nú er áætlað að útflutningur í heild vaxi einungis um 1,4% í stað ríflega 2% í nóvemberspánni. Gert er ráð fyrir að vöxturinn aukist aftur á næstu tveimur árum og verði um 2% á ári að meðaltali, sem er svipað og í nóvember.

Mynd 5

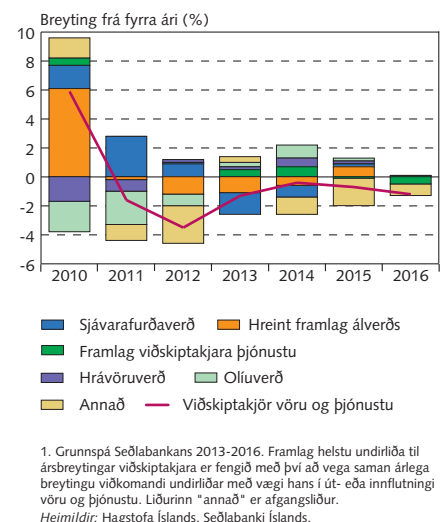
Hlutabréfaverð á ýmsum mörkuðum¹

Janúar 2007 - janúar 2014



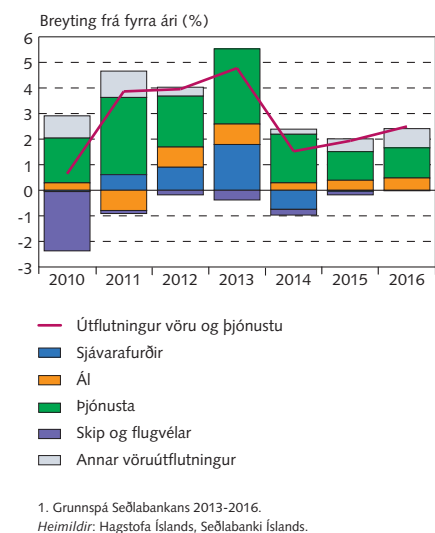
Mynd 6

Viðskiptakjör og framlag undirliða 2010-2016¹

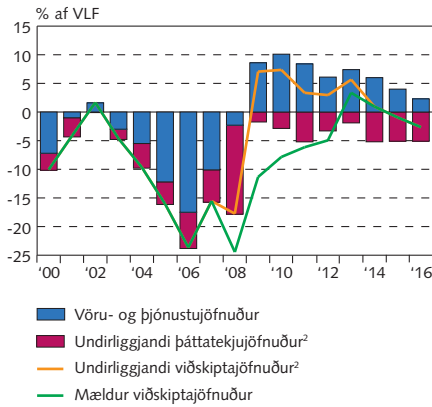


Mynd 7

Þróun útflutnings og framlag undirliða hans 2010-2016¹



Mynd 8
Viðskiptajöfnuður 2000-2016¹

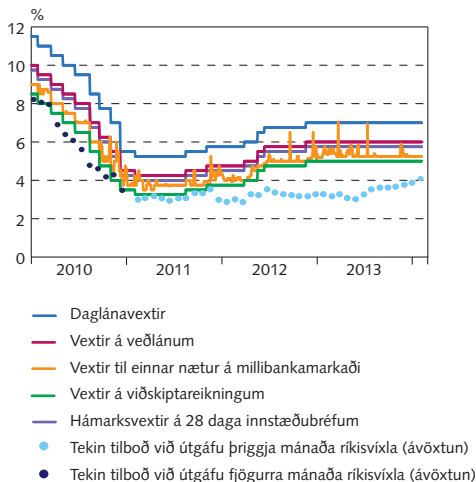


1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slítameðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörum búa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis á þáttatekjujöfnuð fram til ársins 2012. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Afgangur af vöruskiptum var um 20 ma.kr. meiri á síðasta ári en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni, sem rekja má til fyrrgreinds krafts í útflutningi en einnig til þess að innflutningur var nokkru minni en fyrri áætlanir höfðu bent til. Nú er talið að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum á árinu 2013 hafi verið um 7½% af landsframleiðslu sem er um 1½ prósentu meiri afgangur en búist var við í síðustu *Peningamálum*. Áætlað er að afgangurinn minnki á þessu ári og verði um 6% af landsframleiðslu og minnki enn frekar á næstu tveimur árum og verði rúmlega 2% af landsframleiðslu árið 2016. Þrátt fyrir nokkru meiri afgang í fyrra er því útlit fyrir að afgangurinn í lok spátímans verði minni en spáð var í nóvember, sem að verulegu leyti má rekja til áhrifa eftirspurnarhvetjandi aðgerða stjórnvalda (sjá nánar í viðauka 2).

Metafgangur var á undirliggjandi viðskiptajöfnuði á þriðja fjórðungi ársins 2013 eða 62,5 ma.kr. Á árinu öllu er áætlað að hann verði 94,1 ma.kr. eða sem samsvarar 5,3% af landsframleiðslu. Það er 2 prósentum meiri afgangur en spáð var í nóvember. Auk hagfelldari þróunar á vöru- og þjónustuviðskiptum er útlit fyrir að halli á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði hafi verið minni en áður var áætlað. Bæði reyndust þáttatekjugjöld af hlutabréfaeign erlendra aðila minni og vaxtatekjur innlendra aðila af erlendum eignum meiri, auk þess sem nettóáhrif vegna uppgjörs slitabúa á þáttatekjujöfnuð eru ekki lengur tekin með í mati á þáttatekjujöfnuði síðasta árs þar sem uppgjörð fór ekki fram. Líkt og í fyrri spám er áætlað að afgangurinn minnki í ár og að hann verði tæplega 1% af landsframleiðslu. Það er einnig lítillega meiri afgangur en spáð var í nóvember. Afgangurinn snýst í 1% halla árið 2015, sem þó er um 1 prósentu minni halli en gert var ráð fyrir í nóvember. Horfur á minni afgangi af vöru- og þjónustuviðskiptum valda því að það stefnir í heldur meiri halla árið 2016 eða sem nemur tæplega 3% af landsframleiðslu í stað ríflega 2% í nóvemberspánni.²

Mynd 9
Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-
millibankavextir
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 7. febrúar 2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Innlendir fjármálamarkaðir

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundum sínum í nóvember og desember sl. að halda vöxtum bankans óbreyttum. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru vextir bankans á viðskiptareikningum innlánsstofnana 5%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 5,75%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 6% og daglánavextir 7%. Vextir bankans hafa haldist óbreyttir frá nóvember 2012.

Vegna rúmrar lausafjárstöðu fjármálakerfisins er lítil ásókn í lausafjárýrigræiðslu frá Seðlabankanum og því lætur nærri að einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og hámarksvaxta innstæðubréfa sé besti mælikvarðinn á þá vexti sem ráða þróun peningamarkaðsvaxta. Þessir vextir eru nú 5,4% en millibankavextir til einnar nætur 5,25% og

2. Við gerð spárinnar um undirliggjandi þáttatekjujöfnuð er eignum búanna skipt á milli kröfuhafa og áætluðum tekjum og gjöldum sem af því leiðir bætt við þáttatekjujöfnuð. Þetta hefur þau áhrif að þáttatekjujöfnuðurinn verður neikvæðari en ella út spátímann.

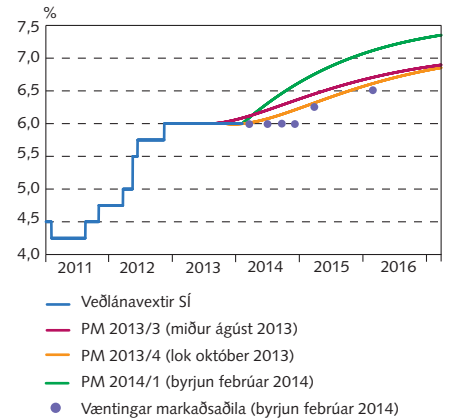
hafa þróast með áþekktum hætti og vextir Seðlabankans. Vextir í útboðum ríkisvixla hafa einnig þokast nær vöxtum bankans og eru nú um 0,8 prósentum hærri en fyrir ári. Þeir eru þó enn tæpri prósentu fyrir neðan gólf vaxtagangsins.

- Þótt nafnvextir bankans hafi haldist óbreyttir frá nóvember 2012 hefur taumhald peningastefnunnar heldur styrkst og eru raunvextir bankans nú 2,2% miðað við núverandi verðbólgu en 1,8% miðað við mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða um 0,3-0,5 prósentum hærri en fyrir útgáfu *Peningamála* í nóvember.
- Könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila, sem var framkvæmd í febrúarbyrjun, gefur til kynna að markaðsaðilar vænti lægri nafnvaxta Seðlabankans á þessu ári en þeir gerðu fyrir útgáfu *Peningamála* í nóvember sl. Hins vegar vænta þeir hærri raunvaxta. Samkvæmt niðurstöðunum vænta þeir að veðlávextir bankans haldist óbreyttir í 6% til loka þessa árs sem eru 0,5 prósentum lægri vextir en þeir væntu síðast. Nú virðast þeir hins vegar gera ráð fyrir 0,25 prósentna hækkun á fyrsta fjórðungi næsta árs og að vextirnir verði orðnir 6,5% eftir tvö ár. Framvirkir vextir gefa hins vegar til kynna að markaðsaðilar vænti þess að nafnvextir bankans hækki um 0,5 prósentur á þessu ári og verði 6,5% í lok þessa árs sem eru 0,25 prósentum hærri vextir en framvirkir vextir gáfu til kynna í byrjun nóvember.³
- Ávöxtunarkrafa verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa hefur hækkað frá útgáfu *Peningamála* í nóvember og eru verðtryggðir vextir um 0,2-0,8 prósentum hærri en í nóvember og óverðtryggðir vextir um 0,3-1 prósentu hærri. Hækkun raunvaxta endurspeglar fyrrnefnda hækkun raunvaxta Seðlabankans. Hún kann einnig að skýrast af væntingum um aukið framboð í kjölfar tilkynningar frá 16. desember sl. um fyrirhugaða sölu Eignasafns Seðlabanka Íslands (ESÍ) á verðtryggðum bréfum að fjárhæð ríflega 100 ma.kr. á næstu fimm árum. Að auki kann hækkunin að endurspegla óvissu um áhrif boðaðra aðgerða stjórnvalda í skuldamálum heimila á skuldastöðu ríkissjóðs og efnahagsumsvif. Að lokum kann hækkunin að endurspegla minni eftirspurn erlendra fjárfesta en þeir hafa dregið úr eign sinni á ríkisskuldabréfum að undanfögnu.
- Í takt við alþjóðlega þróun hækkaði áhættuálag á skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands um mitt síðasta ár í kjölfar óróleika á alþjóðamörkuðum sem rekja má til óvissu um framhald stuðningsaðgerða bandaríska seðlabankans. Miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna hefur áhættuálagið lækkað á ný frá *Peningamálum* í nóvember og er nú um 2½%. Álagið er þó enn herra en í byrjun júní sl. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs

Mynd 10

Veðlávextir, framvirkir vextir¹ og væntingar markaðsaðila um veðlávexti²

Daglegar tölur 1. janúar 2011 - 31. mars 2017

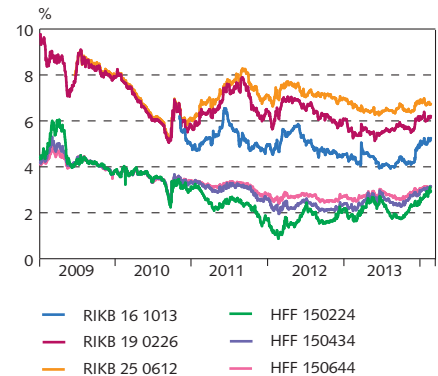


1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Ríkisbréf á gjalddaga innan tveggja ára eru þó ekki notuð þar sem verðlagning þeirra er talin vera skekkt vegna áhrifa gjaldeyrishafta.
2. Miðað við miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila dagana 3.-5. febrúar 2014.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 7. febrúar 2014

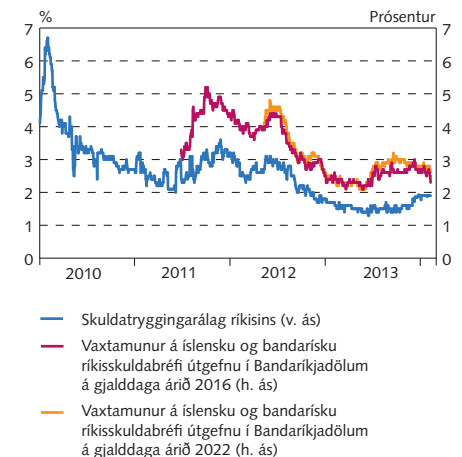


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 7. febrúar 2014

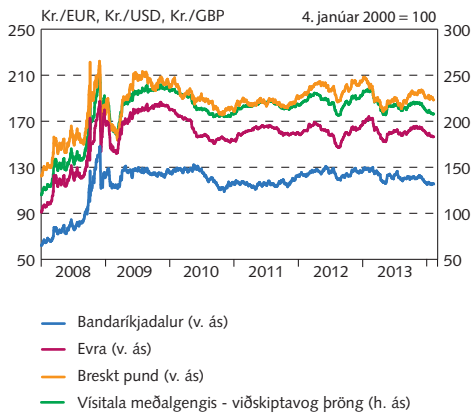


Heimild: Bloomberg.

3. Vísendingar sem vaxtaferillinn gefur um væntingar markaðsaðila um næstu vaxtaákvæðanir eru óvissari en ella vegna vandamála við mælingu á stysta enda vaxtarófsins. Þá eru ríkisbréf á gjalddaga innan tveggja ára ekki notuð við matið þar sem verðlagning þeirra er talin skekkt vegna áhrifa gjaldeyrishafta.

Mynd 13

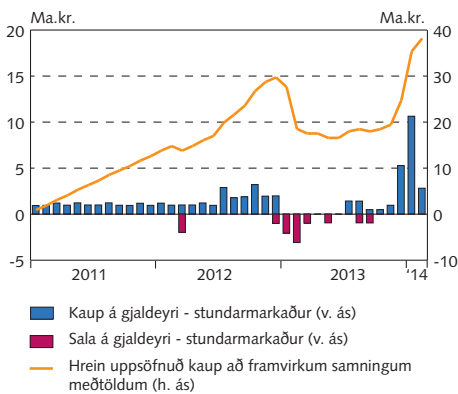
Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 7. febrúar 2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

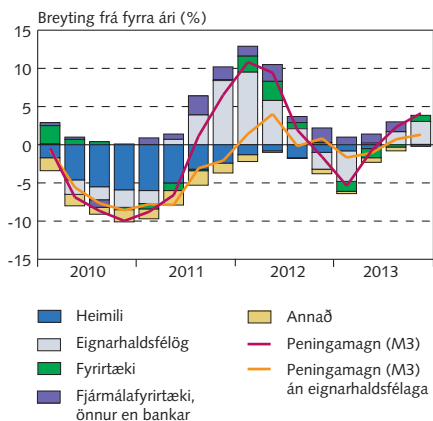
Viðskipti Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði
Janúar 2011 - febrúar 2014¹



1. Gögn til og með 6. febrúar.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 15

Samsetning peningamagns í umferð
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

hefur hins vegar hækkað um 0,3 prósentur frá nóvemberútgáfunni og mælist nú 1,9%. Breyting matsfyrirtækisins Standard & Poor's á láns hæfishorfum ríkissjóðs úr neikvæðum í stöðugar seint í janúar hefur enn ekki haft merkjanleg áhrif á þróun áhættuálagsins og mælist það hærra á báða mælikvarða en á sama tíma í fyrra.

- Undir lok síðasta árs fjármagnaði einn af þremur stóru viðskiptabönkunum sig með fyrstu erlendu skuldabréfaútgáfu sinni og er þar með annar viðskiptabankinn sem fjármagnar sig með þessum hætti frá árinu 2008. Þá fengu tveir af stóru viðskiptabönkunum nýlega láns hæfiseinkunn frá alþjóðlegu matsfyrirtæki sem ætti að liðka fyrir aðgengi þeirra að alþjóðlegum fjármálamörkuðum.
- Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur gengi krónunnar hækkað um 5,4% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu, 4,7% gagnvart evru og 5% gagnvart Bandaríkjadal. Það er talsvert önnur þróun en var á sama tímabili fyrir ári þegar gengið lækkaði töluvert. Gengi krónunnar miðað við gengisvísitölu er nú 11,8% hærra en á sama tíma í fyrra. Afgangur af utanríkisviðskiptum og minni afborganir erlendra lána fyrirtækja og sveitarfélaga hafa stutt við gengið en á móti hefur þróun viðskiptakjara verið óhagstæð.
- Sveiflur í gengi krónunnar hafa einnig minnkað, m.a. vegna aðgerða Seðlabankans. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabanka Íslands á millibankamarkaði námu um 6,7 ma.kr. á fjórða fjórðungi síðasta árs og um 1 ma.kr. á árinu í heild en um 22,7 ma.kr. að meðtöldum greiðslum vegna framvirkra samninga. Þá hefur bankinn keypt um 13,5 ma.kr. það sem af er þessu ári umfram það sem hann hefur selt.
- Gengi krónunnar samkvæmt vísitölu meðalgengis var að meðaltali tæplega 218 stig á fjórða fjórðungi síðasta árs, sem er lítillega lægra gengi en gert var ráð fyrir í spá bankans í nóvember. Það sem af er þessu ári hefur vísitalan verið um 210 stig að meðaltali. Grunnspá bankans byggist sem fyrr á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann miðað við stöðu vísitölunnar þegar spágerð lýkur. Gangi þetta eftir verður gengi krónunnar um 2½% hærra en gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans.
- Innlán innlendra aðila í innlánsstofnunum jukust um 4,1% á fjórða fjórðungi 2013 samanborið við sama tímabil árið áður. Stærsti hluti aukningarinnar er vegna innlána eignarhaldsfélaga, m.a. slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja. Þá jukust innlán fyrirtækja um 3,3% og innlán heimila um 1% á sama tímabili.
- Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 4,1% á fjórða ársfjórðungi 2013 samanborið við sama fjórðung árið áður. Þrengra skilgreint peningamagn hefur vaxið milli ára, fjóra mánuði í röð, eftir samfelldan samdrátt milli ára síðan í júlí 2012 og nam ársvöxtur þess um 2-3¾% á fjórða fjórðungi. Innlán eignarhaldsfélaga skýra nokkurn hluta vaxtar peningamagns: án þeirra var ársvöxtur M3 t.d. um 1,3% á fjórða fjórðungi 2013. Á sama tímabili hefur grunnfé bankans aukist um 4,2%.

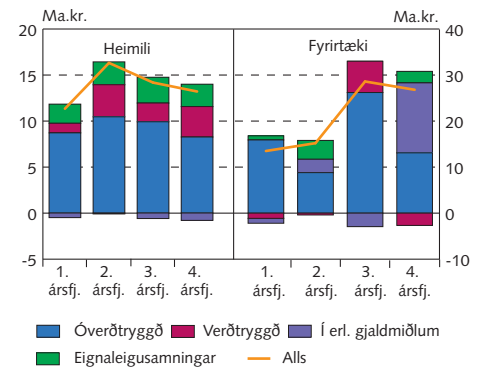
- Á síðasta ári námu hrein, ný útlán innlánsstofnana, þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum, um 55 ma.kr. til heimila og um 84 ma.kr. til fyrirtækja (annarra en eignarhaldsfélaga). Á sama tímabili voru hrein ný útlán Íbúðalánasjóðs neikvæð um 4,4 ma.kr. Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja hafa að mestum hluta verið óverðtryggð. Hins vegar hefur meirihluti nýrra útlána til heimila verið verðtryggður en uppgreiðslur slíkra lána eru einnig meiri. Þrátt fyrir aukningu nýrra útlána heldur gengis- og verðleiðrétt bókfært virði heildarstofns útlána áfram að minnka. Sem fyrr skýrist samdrátturinn að mestu leyti af minni stofni gengisbundinna lána innlánsstofnana og verðtryggðra lána Íbúðalánasjóðs.
- Á árinu 2013 hækkaði íbúðaverð um 6½%, leiguverð um 10% og velta þinglýstra kaupsamninga jókst um 9½% frá fyrra ári. Meðalsölutími íbúða hefur einnig styst og var um fimm mánuðir á síðasta ári sem er tveimur mánuðum styttra en árið á undan. Raunverð húsnæðis hækkaði um 2½% að meðaltali milli áranna 2012 og 2013 og er nú litlu hærra en það var haustið 2004, rétt fyrir hinar miklu umbreytingar sem urðu á innlendum íbúðalánamarkaði.
- Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur heildarvísitala aðallista Kauphallarinnar hækkað um tæp 10% og úrvalsvísitalan (OMX16) um 9%. Vísitölurnar hækkuðu um tæp 28% og 19% á síðasta ári og heildarvelta á hlutabréfamarkaði hátt í þrefaldaðist milli ára. Fjárfestingarkostum á markaðinum fjölga áfram og fleiri félög stefna á skráningu á næstu tveimur árum. Ávöxtun nokkurra innlendra hlutabréfasjóða var talsvert meiri eða um 45% á síðasta ári.
- Fjármálaleg skilyrði einkageirans þokast áfram í rétta átt. Þannig hefur hrein eign heimila og fyrirtækja haldið áfram að hækka samhliða hækkandi eignaverði og lækkandi skuldum, m.a. vegna endurútreiknings ólöglegra gengistryggðra lána en uppgjöri slíkra lána er þó enn ekki lokið. Þá mun fjárhagsleg staða heimila batna enn frekar á næstu árum vegna aðgerða til lækkunar húsnæðis-skulda heimila. Hlutfall lána heimila og fyrirtækja í vanskilum hjá stóru viðskiptaböndkunum þremur og Íbúðalánasjóði hefur einnig lækkað á undanförunum mánuðum. Einstaklingum á vanskilaskrá hefur jafnframt fækkað en þó er enn mikið um vanskil samanborið við stöðuna við upphaf samdráttarskeiðsins. Fyrirtækjum á vanskilaskrá hefur hins vegar fjölgað lítillega á undanförunum mánuðum og virðist fjárhagsstaða hluta fyrirtækja brothætt, líkt og fjallað var um í síðustu útgáfu *Peningamála*.

Innlendur þjóðarbúskapur

- Í desember sl. birti Hagstofa Íslands þjóðhagsreikninga fyrir þriðja ársfjórðung 2013 ásamt endurskoðun á þjóðhagsreikningum fyrri hluta ársins. Samkvæmt tölunum mældist hagvöxtur 4,9% frá sama fjórðungi árið áður en 3,1% á fyrstu þremur fjórðungum ársins samanborið við sama tímabil árið á undan. Megindrifkraftur

Mynd 16

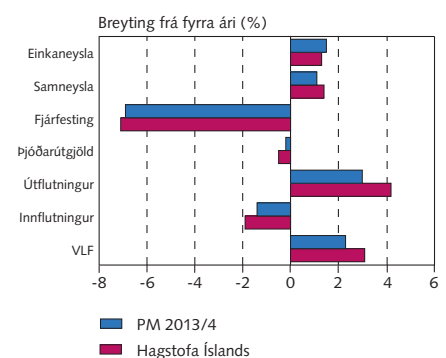
Hrein ný útlán¹ stóru viðskiptabankanna þriggja til heimila og fyrirtækja²
1. - 4. ársfj. 2013



1. Ný útlán að frádregnum uppgreiðslum. 2. Utan eignarhaldsfélaga. Heimildir: Seðlabanki Íslands.

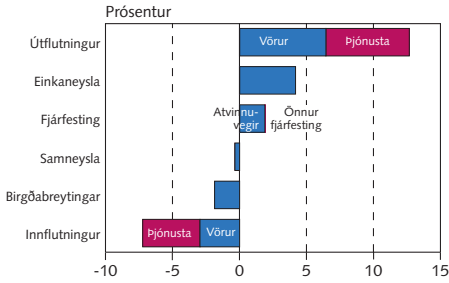
Mynd 17

Þjóðhagsreikningar 1. ársfj. - 3. ársfj. 2013 og mat Seðlabankans



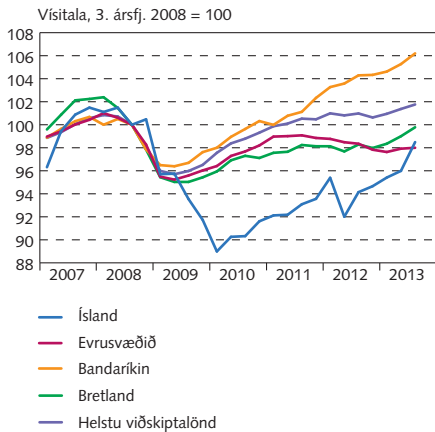
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 18
Framlag undirliða landsframléiðslu
til efnahagsbata¹



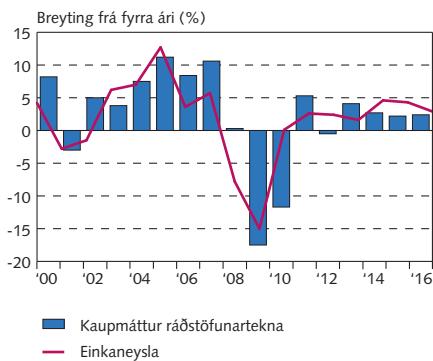
1. Frá fyrri hluta 2010 til 3. ársfj. 2013, árstíðarleiddar tölur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19
Þróun landsframléiðslunnar í kjölfar
fjármálakreppunnar¹



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

Mynd 20
Einkaneysla og kaupmáttur
ráðstöfunartekna 2000-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hagvaxtar á fyrstu níu mánuðum ársins var framlag utanríkisviðskipta en útflutningur jókst um 4,2% á tímabilinu en innflutningur dróst saman um 1,9%. Framlag þjódarútgjalda var hins vegar neikvætt en þau drógust saman um ½% frá sama tíma fyrra árs. Þann samdrátt má rekja til mikils samdráttar í fjárfestingu í skipum og flugvélum sem endurspegladist í rúmlega 7% samdrætti fjárfestingar en bæði einka- og samneysla jukust um tæplega 1½% á tímabilinu.

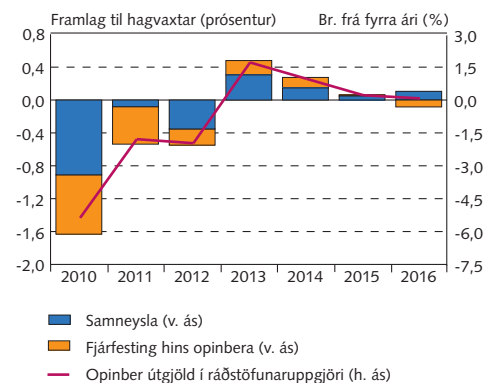
- Hagvöxtur á þriðja ársfjórðungi reyndist umtalsvert meiri en spáð var í nóvemberútgáfu *Peningamála* en þá var reiknað með 2,5% vexti. Á fyrstu níu mánuðum ársins var hagvöxturinn einnig meiri en spáð var í nóvember þegar gert var ráð fyrir 2,3% hagvexti á tímabilinu. Frávikið felst helst í því að vöxtur útflutnings var meiri en spáð var ásamt því að innflutningur dróst meira saman en búist hafði verið við. Innlend eftirspurn þróadist því í takt við spá bankans en framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var umtalsvert hagstæðara en áætlað var.
- Frá því að efnahagsbatinn hófst á öðrum ársfjórðungi 2010 hefur landsframléiðslan vaxið um tæplega 11% en hafði áður dregist saman um ríflega 12% frá því að hún var mest í aðdraganda fjármálakreppunnar.⁴ Þetta er meiri bati en meðal helstu viðskiptalanda. Framan af leiddi vöxtur innlestrar eftirspurnar efnahagsbatann, þá sérstaklega einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting, en síðustu ársfjórðunga hefur framlag utanríkisviðskipta knúið áfram hagvöxtinn.
- Einkaneysla jókst um 2,4% á þriðja fjórðungi frá sama tíma ársins á undan. Það er í ágætu samræmi við nóvemberspá bankans en þar var spáð 2,2% vexti. Hins vegar var einkaneyslan minni á fyrri hluta ársins samkvæmt endurskoðun Hagstofunnar. Vöxturinn á fyrstu þremur fjórðungum ársins var 1,3% en í nóvemberspá bankans var spáð 1,5% vexti. Leiðandi vísbendingar um þróun einkaneyslu gefa til kynna að vöxtur einkaneyslu á fjórða ársfjórðungi síðasta árs hafi verið á svipuðum nótum og á fjórðungnum á undan. Því er gert ráð fyrir að ársvöxturinn á fjórðungnum hafi verið 2,5% og að einkaneysla hafi vaxið um 1,6% á árinu í heild.
- Horfurnar fyrir einkaneyslu í ár og á næstu árum litast af aðgerðum stjórnvalda vegna lækkunar húsnæðisskulda heimila enda fyrirséð að þær muni hafa nokkur áhrif á efnahagslega stöðu þeirra og þar með á útgjaldaákvæðanir. Hreinn auður heimila mun aukast og með auknu veðrymi eykst geta þeirra til viðbótarlántöku til að fjármagna einkaneyslu. Heimilin geta einnig tekið aukinn auð út með því að endurfjármagna núverandi húsnæðislán og notað þá fjármuni til að fjármagna aukna einkaneyslu. Þau gætu einnig valið að ganga á annan sparnað í ljósi þess að hreinn auður þeirra í húsnæði hafi aukist. Skuldalækkunin dregur úr greiðslubyrði húsnæðislána sem eykur þá fjármuni sem heimilin hafa til ráðstöfunar eftir að þau hafa greitt af húsnæðislánum. Á móti vegur

4. Hér er miðað við árstíðarleiddréttungu Seðlabankans. Sjá rammagrein IV-1 í *Peningamála* 2012/4 um ástæður þess að bankinn notast við eigið mat á árstíðarleiddri landsframléiðslu.

þó að í áætlunum stjórnvalda er gert ráð fyrir hækkun framlags launafólks í séreignarlífeyrissparnað sem að öðru óbreyttu dregur úr áhrifum aðgerðarinnar á ráðstöfunartekjur. Þessu til viðbótar gæti orðið tímabundin aukning í einkaneyslu á næstunni þar sem hluti heimila kann að hafa beðið með útgjaldaákvarðanir þar til að niðurstaða stjórnvalda lægi fyrir.

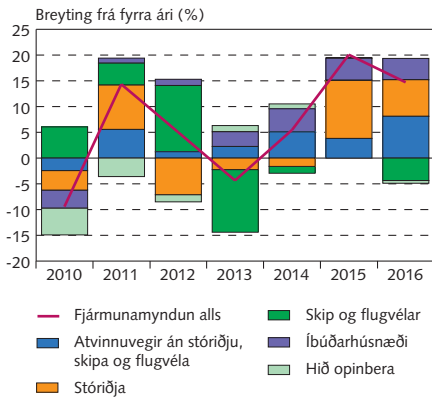
- Nánar er fjallað um áhrif skuldalækkunarinnar í viðauka 2. Eins og þar kemur fram má ætla að einkaneysla muni vaxa hraðar á næstu árum af völdum hennar. Aukningin mun að hluta ryðja út fjárfestingu, sem vex þá um hríð hægar en ella. Innflutningur eykst einnig og viðskiptajöfnuðurinn versnar. Hagvaxtaráhrif aðgerðarinnar verða því minni en áhrifin á innlenda eftirspurn. Hagvöxtur verður því í meira mæli drifinn af innlendri eftirspurn og þjóðhagslegur sparnaður verður minni en ella. Meiri framleiðsluspenna og lægra gengi krónunnar eykur verðbólguþrýsting en á móti kemur að gert er ráð fyrir að taumhald peningastefnunnar verði stífara en ella, sem dregur úr eftirspurnar- og verðbólguáhrifum aðgerðarinnar. Eins og fjallað er um í viðaukanum tengist fjöldi óvissuþátta skuldalækkuninni. Því ríkir töluverð óvissa um endanleg áhrif aðgerðarinnar. Eins ríkir nokkur óvissa um framgang og efnahagsleg áhrif áforma um hugsanlegt bann eða takmörkun á aðgengi heimila að löngum verðtryggðum húsnæðislánum.
- Auk skuldalækkunaraðgerðarinnar, sem reiknað er með að taki gildi á miðju þessu ári, var heimild til sérstakrar úttekta séreignarsparnaðar framlengd og rýmkuð frá ársbyrjun. Vöxtur einkaneyslu á þessu og næstu árum verður því töluvert kröftugri en spáð var í nóvember. Gert er ráð fyrir að einkaneysla aukist um 4,6% á þessu ári og um 3,9% að meðaltali á spátímanum í stað 2½% í nóvemberspánni. Gangi spáin eftir mun vægi einkaneyslu í landsframléiðslu vaxa úr 54% á síðasta ári í 56% árið 2016.
- Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var vöxtur samneyslunnar minni en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Frávikið felst í því að verðhækkun samneyslu var vanmetin á þriðja fjórðungi. Spáin fyrir árið 2013 í heild er þó óbreytt frá fyrri spá. Spá um þróun samneyslunnar út spátímann er lítið breytt.
- Bráðabirgðatölur Hagstofunnar fyrir fyrstu þrjá fjórðunga síðasta árs gefa til kynna að vöxtur opinberrar fjárfestingar hafi verið minni í fyrra en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Núverandi ríkisstjórn tilkynnti fljótlega eftir að hún tók við völdum að hún ætlaði að draga úr fjárfestingaráformum fyrri ríkisstjórnar samkvæmt *Fjárfestingaráætlun 2013-2015*. Erfitt er að áætla hvernig til hafi tekist að stöðva þær framkvæmdir en nú er spáð svipuðum vexti opinberrar fjárfestingar árið 2013 og í nóvember en þá var gert ráð fyrir að tekist hefði að stöðva hluta framkvæmdanna. Af nýsamþykktum fjárhagsáætlunum stærstu sveitarfélaga fyrir þetta ár má ráða að fjárfesting þeirra verði heldur meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá.
- Fjárlög fyrir árið 2014 voru samþykkt í desember og eru heildar- og frumjöfnuður 0,4 ma.kr. og 1,5 ma.kr. jákvæðari en upphaflegt

Mynd 21
Samneysla og fjárfesting hins opinbera
2010-2016¹



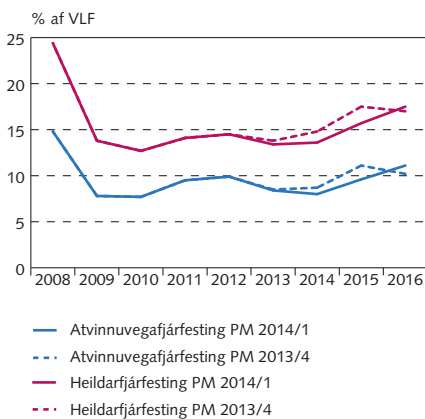
1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 22
Þróun fjármunamyndunar og framlag
helstu undirliða hennar 2010-2016¹



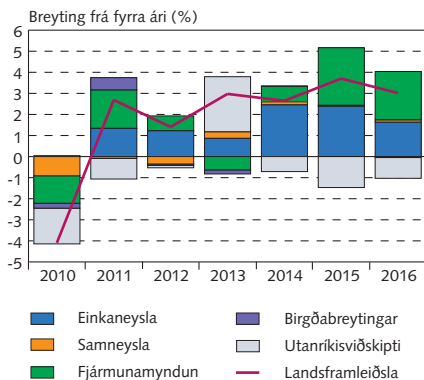
1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 23
Fjárfesting í hlutfalli af VLF 2008-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 24
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fjárlagafrumvarp gerði ráð fyrir. Tekjur og gjöld eru jafnframt áætluð 25 ma.kr. hærra vegna aðgerða til lækkunar verðtryggðra skulda heimilanna sem komu fram í þriðju umræðu um fjárlögin. Samkvæmt fjárlögum verður afgangur af heildarjöfnuði 0,9 ma.kr. en afgangur af frumjöfnuði 57,5 ma.kr. Fjárukalög voru einnig samþykkt en halli á rekstri ríkisins samkvæmt fjárlögum ársins 2013 átti að nema 3,7 ma.kr. en er nú áætlaður 19,7 ma.kr. Áður hafði fjármála- og efnahagsráðuneytið áætlað að hallinn gæti orðið 30 ma.kr.

- Fjárfesting á þriðja ársfjórðungi jókst um 5,3% frá fyrra ári. Þetta er heldur minni aukning en áætlað var í nóvember, en þá var spáð tæplega 7% aukningu. Á fyrstu níu mánuðum ársins dróst fjárfesting saman um 7,1% sem er í takt við nóvemberspá bankans. Íbúðarfjárfesting og fjárfesting hins opinbera jókst milli ára á tímabilinu en atvinnuvegafjárfesting dróst saman um rúm 13%. Þróunin í atvinnuvegafjárfestingu er að miklu leyti til komin vegna mikils samdráttar í fjárfestingu í skipum og flugvélum. Stóriðjufjárfesting var þó minni en búist var við en almenn atvinnuvegafjárfesting var meiri.

- Í þessari spá er áætlað að atvinnuvegafjárfesting á síðasta ári hafi dregist saman um tæplega 12% frá fyrra ári og að fjárfesting í heild hafi dregist saman um 4,3% sem er lítil breyting frá nóvember. Samdráttur atvinnuvegafjárfestingar er þó rúmlega 2 prósentum minni en búist var við í nóvember en á móti kemur að nú er áætlað að vöxtur íbúðarfjárfestingar og fjárfestingar hins opinbera hafi verið heldur minni en spáð var í nóvember.

- Horfur eru á að fjárfesting atvinnuveganna verði minni á þessu ári samanborið við það sem gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Það helgast aðallega af því að nú er gengið út frá u.þ.b. árs seinkun á fjárfestingu í tengslum við álver í Helguvík sem veldur því að fjárfesting í orkufrekum iðnaði verður minni í ár en áður hafði verið áætlað. Á hinn bóginn er búist við að almenn atvinnuvegafjárfesting aukist um rúmlega 13% samanborið við 10% vöxt í nóvemberspánni auk þess sem nú er gert ráð fyrir meiri fjárfestingu í skipum og flugvélum en í nóvember. Þessir liðir ná þó ekki að vega upp breytinguna í áætluninni um stóriðjutengda fjárfestingu og er búist við tæplega 1% vexti atvinnuvegafjárfestingar á árinu í stað 5% vaxtar í nóvember.

- Á næsta ári er einnig útlit fyrir að vöxtur atvinnuvegafjárfestingar verði umtalsvert minni en gert var ráð fyrir í nóvember. Það má rekja til minni almennrar atvinnuvegafjárfestingar og meiri samdráttar fjárfestingar í skipum og flugvélum. Á móti þessu vegur að stóriðjutengd fjárfesting vex meira en áður vegna fyrrgreindrar tilfærslu framkvæmda milli ára. Gangi spáin eftir mun atvinnuvegafjárfesting aukast um fjórðung á næsta ári í stað 31% í nóvember en á móti verður vöxturinn meiri árið 2016 þar sem þungi stóriðjutengdrar fjárfestingar hefur færst yfir á það ár.

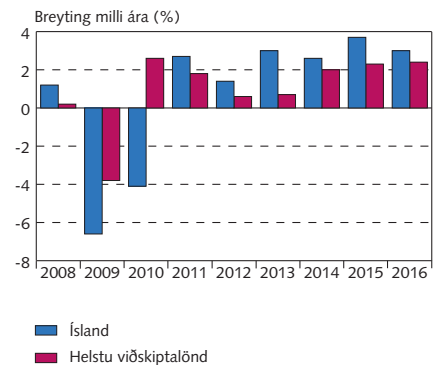
- Eins og fyrr segir er áætlað að fjárfesting í heild hafi dregist saman um 4,3% á síðasta ári. Á þessu ári er spáð um 5½% vexti fjár-

festingar í stað tæplega 9% í nóvemberspánni. Spáin um þróun íbúðafjárfestingar er lítið breytt frá síðustu spá. Á spátímabilinu er talið að fjármunamyndun í heild muni aukast um 13½% að meðaltali í stað 10% í nóvemberspánni og hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu fari úr 13½% í fyrra í 17½% árið 2016 sem þó er um 2½ prósentu lægra hlutfall en meðaltal síðustu þrjátíu ára.

- Eins og fyrr segir var hagvöxtur milli ára á þriðja ársfjórðungi síðasta árs 4,9% og 3,1% á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Áætlað er að landsframleiðslan hafi vaxið um 2,7% milli ára á síðasta fjórðungi ársins og má rekja hagvöxtinn til aukinna þjóðarútgjalda og meira framlags utanríkisviðskipta. Gangi áætlunin eftir var hagvöxtur 3% á síðasta ári. Samkvæmt nýjustu tölum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins var það eina tilvikið á meðal þróuðustu ríkja heimsins þar sem hagvöxtur náði 3% á því ári.
- Gert er ráð fyrir að hagvöxtur í ár verði 2,6%, líkt og spáð var í nóvember. Vegast þar á annars vegar meiri vöxtur þjóðarútgjalda drifinn áfram af kröftugum vexti einkaneyslu og hins vegar hægari vöxtur útflutnings vegna lakari horfa um loðnuveiði og minni álútflutnings. Hagvöxtur þessa árs verður því í meira mæli drifinn áfram af innlendri eftirspurn en framlag utanríkisviðskipta verður töluvert minna.
- Á næsta ári er einnig gert ráð fyrir því að efnahagsþróunin endurspegli enn frekar þær viðamiklu aðgerðir sem stjórnvöld hafa boðað í skuldamálum heimila en það ár verður fyrsta heila árið sem áhrifanna gætir. Svipuð staða verður því uppi þegar þessi spá er borin saman við nóvemberspána, einkaneysla verður meiri og utanríkisviðskipti skila minna til landsframleiðslunnar. Á heildina lítið er spáð að hagvöxtur næsta árs verði 3,7%. Árið 2016 er síðan gert ráð fyrir um 3% hagvexti og munar þar mestu um tilfærslu framkvæmda í orkufrekum iðnaði yfir á það ár. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur 3,1% að meðaltali á spátímanum. Er það umfram meðalhagvöxt síðustu þrjátíu ára og þó nokkru meiri vöxtur en spáð er að meðaltali í helstu viðskiptalöndum.
- Í ljósi þess að hagvöxtur er nú talinn hafa verið nokkru meiri á síðasta ári en áður var spáð er einnig gert ráð fyrir að framleiðslulakinn hafi minnkað meira en áætlað var í nóvember og hafi verið tæplega 1% af framleiðslugetu í stað ríflega 1%. Sem fyrr er gert ráð fyrir að slakinn minnki er líður á þetta ár og verði nánast horfinn í lok ársins og frá næsta ári fari framleiðsluspenna smám saman að myndast. Spennan nær hámarki um mitt ár 2016 í tæplega 1½% af framleiðslugetu en tekur síðan að minnka á ný, m.a. fyrir tilstilli harðara taumhalds peningastefnunnar. Áfram verður þó nokkur framleiðsluspenna til staðar í lok spátímans. Það eru talsvert breyttar horfur frá nóvember en þá var talið að slakinn hyrfi ekki úr þjóðarútbúinu fyrr en á seinni hluta næsta árs. Rétt er að hafa í huga að matið á framleiðslugetu þjóðarútbúsins er háð mikilli óvissu.
- Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar var vinnuafleiftirspurn töluvert meiri á síðasta fjórðungi ársins

Mynd 25

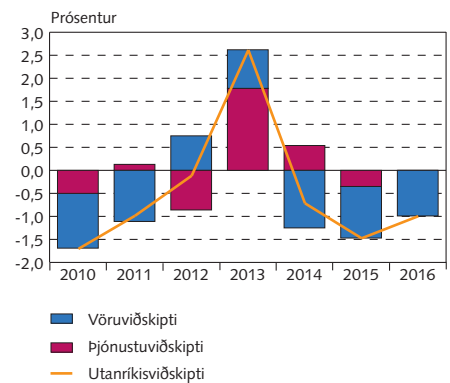
Hagvöxtur á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum 2008-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar 2010-2016¹

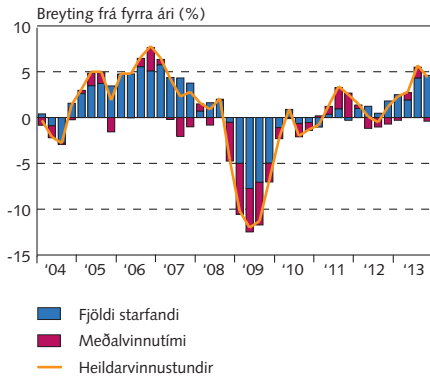


1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 27

Breytingar á atvinnu og vinnutíma

1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2013

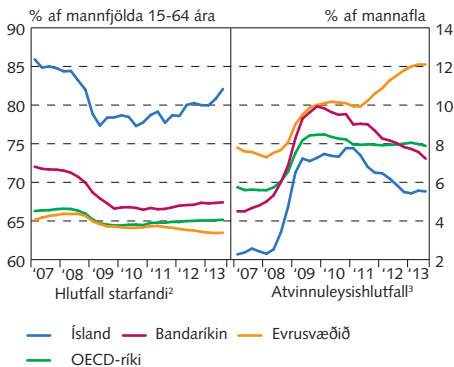


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 28

Hlutfall starfandi og atvinnuleysi¹

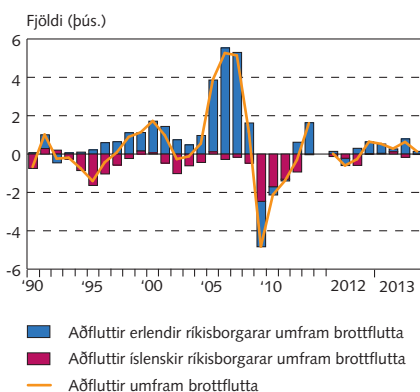
1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2013



1. Árstíðarleiðréttar tölur. 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 15-64 ára. 3. Fjöldi atvinnulausra sem hlutfall af vinnuafli 15-64 ára (alþjóðlega samræmdur mælikvarði OECD).
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 29

Fólksflutningar



Heimild: Hagstofa Íslands.

2013 en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni. Þá var spáð 1% fjölgun heildarvinnustunda frá fyrra ári en í reynd fjölgaði þeim um 4,3%. Eins og undangengna ársfjórðunga skýrist meiri fjölgun en spáð var af fjölgun starfandi fólks (4,6%) en meðalvinnutími stýttist um 0,4%. Þótt fjölgun heildarvinnustunda á árinu öllu skýrist nánast algerlega af fjölgun starfandi fólks (3,4%) jókst meðalvinnutími um 0,3% milli ára en hann hafði dregist saman um 0,6% á árinu 2012. Á árinu 2013 fjölgaði heildarvinnustundum því um 3,7% en það er sama fjölgun og var á árunum 2005 og 2007.

- Allir aðrir mælikvarðar á eftirspurn og framboð vinnuafli þróuðust í sömu átt á síðasta ári. Hlutfall starfandi af heildarvinnuafli jókst um 1,4 prósentur milli ára, atvinnuþátttaka jókst um 0,9 prósentur og fólki utan vinnuamarkaðar fækkaði um 3,3%.
- Á síðasta fjórðungi ársins 2013 fluttu fleiri til landsins en frá því, fimmta fjórðunginn í röð. Í fyrsta skipti frá falli bankakerfisins fluttu því fleiri til landsins en frá því á árinu í heild eða sem nemur 0,9% af vinnuaflinu. Nettófjölgunin stafar eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara, sem styður við aðrar vísbendingar um aukna eftirspurn eftir vinnuafli.
- Niðurstöður könnunar Capacent Gallup, sem var framkvæmd í nóvember og desember sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, benda til þess að vinnuafleiftirspurn gæti aukist hægar á fyrri helmingi þessa árs en í fyrra. Samkvæmt könnuninni vildi svipaður fjöldi fyrirtækja fækka starfsfólki og fjölga því í nóvember 2013 en í tveimur könnunum sem framkvæmdar voru á fyrri hluta ársins vildu um 10% fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki en fækka því.
- Í uppfærðri spá er gert ráð fyrir svipaðri fjölgun heildarvinnustunda og í síðustu spá eða tæplega 1% fjölgun. Horfur fyrir næstu tvö ár eru einnig svipaðar og í nóvember og er spáð um 1% fjölgun að meðaltali á spátímanum.
- Atvinnuleysi samkvæmt skrá Vinnuálastofnunar (VMST) var heldur minna en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans á síðasta fjórðungi síðasta árs. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi var 4,1% á fjórðungnum samkvæmt VMST en 5,3% eins og það mælist í Vinnuamarkaðskönnun (VMK) Hagstofu Íslands.⁵ Á mælikvarða VMST hafði atvinnuleysi minnkað um 1,1 prósentu frá sama tíma árið áður en um 0,2 prósentur samkvæmt VMK. Eins og búast mátti við var atvinnuleysi því einnig heldur meira á mælikvarða VMK á síðsta ári (5,4%) en VMST (4,4%) þar sem tímabundið ákvæði um lengingu bótaréttar úr þremur í fjögur ár var ekki framlengt fyrir síðasta ár en VMK tekur einnig þá með sem hafa misst bótarétt.
- Áfram má gera ráð fyrir að skráð atvinnuleysi mælist eitthvað minna en samkvæmt tölum VMK á þessu ári. Spáð er að skráð

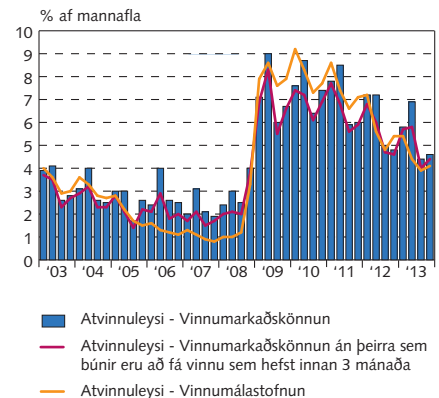
5. Samkvæmt skilgreiningu VMK eru þeir sem þegar hafa fengið vinnu en eru ekki byrjaðir að vinna atvinnulausir. Atvinnuleysi samkvæmt VMK var 5% án þeirra sem höfðu þegar fengið vinnu sem ekki var hafin.

atvinnuleysi verði 3,7% í ár og að það verði komið niður í 3,5% árið 2016, sem er heldur minna en spáð var í nóvember, en þá var áætlað að það myndi minnka í tæplega 4%.

- Á síðasta fjórðungi ársins 2013 hækkuðu laun heldur meira en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni. Launavísitalan hækkaði um tæplega 1% milli fjórðunga og nam árhækkun hennar 6%.
- Áætlað er að bein hækkun vegna kjarasamninga sem undirritaðir voru á almennum vinnumarkaði rétt fyrir jól sé 3,2% (2,8% vegna hækkunar almennra launataxta og 0,4% vegna viðbótarhækkunar lægstu launataxta). Að auki ganga samningsaðilar út frá því að aðrar launabreytingar í tengslum við framkvæmd samninga á árinu verði ekki meiri en svo að launavísitala Hagstofu Íslands hækki um minna en 4% á tímabilinu frá desember 2013 til desember 2014. Gengi það eftir hefði það í för með sér rúmlega ½ prósentu hækkun launa til viðbótar við beinar umsamdar hækkunar. Í ljósi þess að umsamdar launahækkunar hafa að meðaltali verið um 60% af breytingu launavísitölunnar frá árinu 1990 gæti þetta verið vanmat.
- Aðeins um helmingur aðildarfélaganna Alþýðusambands Íslands á almennum vinnumarkaði samþykkti kjarasamninginn í atkvæðagreiðslu í janúar. Í forsendum spárinnar nú er gert ráð fyrir að samningar takist á svipuðum nótum við flest félög sem ekki samþykktu kjarasamninginn og við félög opinberra starfsmanna en kjarasamningar þeirra eru lausir eða verða lausir á næstu mánuðum. Jafnframt er gert ráð fyrir að launaskrið verði heldur meira en samningsaðilar gera ráð fyrir. Launahækkunar vegna samninganna verða þó heldur minni en gert hefur verið ráð fyrir í síðustu spám *Peningamála*. Á næsta ári er gert ráð fyrir svipaðri hækkun launa og í ár, en að hún taki gildi fyrr á árinu. Hækkun launa milli ársmeðaltala verður því lítillega meiri árið 2015 en í ár. Á árinu 2016 er hins vegar gert ráð fyrir að umsamdar launahækkunar verði heldur minni en í ár og á næsta ári þar sem gert er ráð fyrir tiltölulega framhlöðnum tveggja ára samningi árið 2015.
- Forsendur um annan launakostnað breytast lítillega frá síðustu spá þar sem samið var um 0,1% hækkun framlags atvinnurekenda til fræðslu- og starfsmenntasjóða sem komi til framkvæmda hjá flestum félögum við gildistöku samningsins. Einnig er gert ráð fyrir 0,2% hækkun launakostnaðar atvinnurekenda um mitt ár þar sem fleiri sjái sér hag í að nýta sér séreignarsparnað í tengslum við aðgerðir stjórnvalda vegna lækkunar húsnæðisskulda heimila (sjá nánar í viðauka 2).
- Til viðbótar við lítillega minni hækkun launa á spátímanum eru horfur á hraðari framleiðnivexti á spátímanum en í síðustu *Peningamálum*. Launakostnaður á framleidda einingu vex um tæp 4% í ár. Á næstu tveimur árum verður árleg hækkun launa hins vegar nokkurn veginn í samræmi við verðbólguþröngun Seðlabankans eða ½-1 prósentu minni en spáð var í nóvember.

Mynd 30

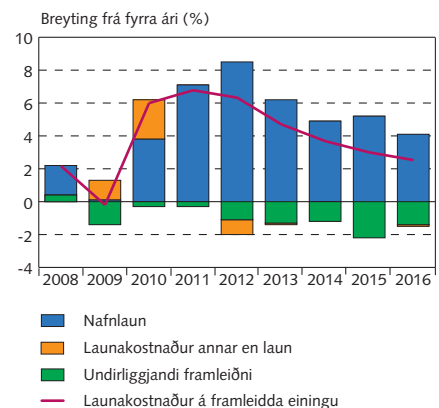
Mismunandi mælikvarðar á atvinnuleysi
1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun.

Mynd 31

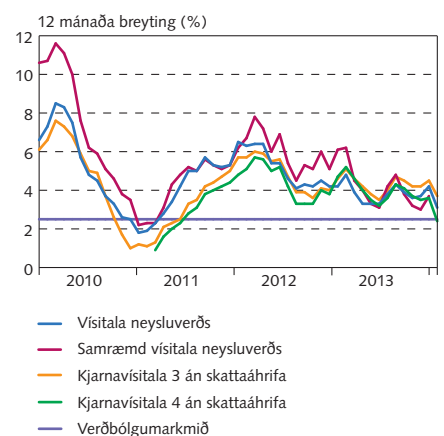
Launakostnaður á framleidda einingu
og framlag undirliða 2008-2016¹



1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 32

Verðbólga á ýmsa mælikvarða¹
Janúar 2010 - janúar 2014

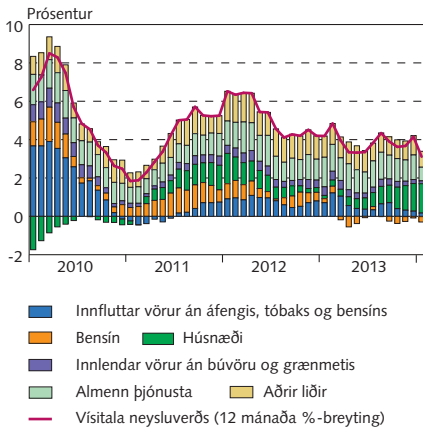


1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislaána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33

Undirlíðir verðbólga

Framlag einstakra undirlíða til verðbólgu jan. 2010 - jan. 2014

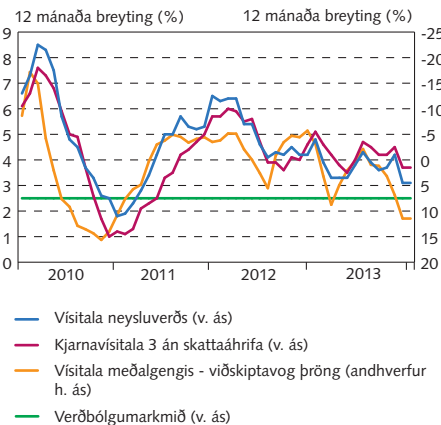


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 34

Verðbólga, kjarnaverðbólga og gengi krónunnar

Janúar 2010 - janúar 2014

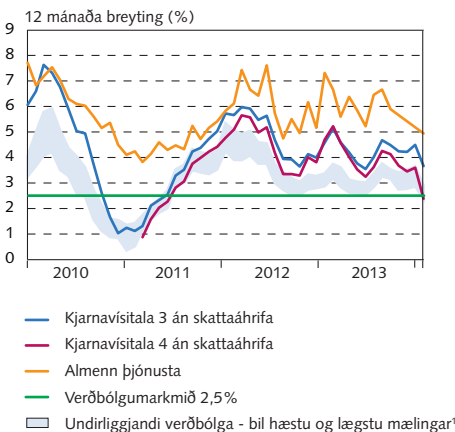


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 35

Ýmsir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu og verðbólguþrýsting

Janúar 2010 - janúar 2014



1. Undirliggjandi verðbólga er mæld sem klippt meðaltal (e. trimmed mean) þar sem 10%, 15%, 20% og 25% þeirra undirlíða sem breytast mest í verði eru undanskilin.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga

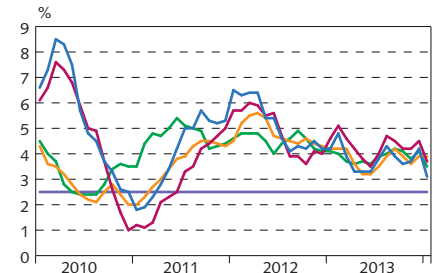
- Verðbólga mældist 3,8% á fjórða ársfjórðungi 2013 rétt eins og gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Sem fyrr voru megindrífkraftar verðbólgunnar af innlendum toga, þ.e. hækkun húsnæðisliðar og verðs á almennri þjónustu, en á móti vógu verðlækkunar á innfluttri vöru og bensíni. Meðalverðbólga ársins var 3,9% og minnkaði úr 5,2% árið 2012.
- Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,72% milli mánaða í janúar sl. eftir að hafa hækkað nokkuð mánuðina tvo á undan. Lækkunina í janúar má að mestu leyti rekja til útsöluáhrifa á fötum, skóm og heimilisbúnaði en útsöluáhrifin voru þó sterkari í fyrra. Einnig lækkuðu flugfargjöld og bensínverð en á móti vógu verðhækkunar í heilbrigðisþjónustu og hækkun kostnaðar vegna húsnæðis, hita og rafmagns. Áhrif óbeinna skatta námu 0,08% til hækkunar en það eru talsvert minni áhrif en fyrri áætlanir höfðu gert ráð fyrir. Vísitala neysluverðs án skatta lækkaði því svipað milli mánaða og heildarvísitalan eða um 0,8%.
- Ársverðbólga mældist 3,1% í janúar en var 4,2% í desember. Nokkur grunnáhrif voru fyrir hendi þar sem vísitala neysluverðs hafði hækkað um 0,3% í janúar 2013. Um helming ársverðbólgunnar í janúar má rekja til húsnæðisliðar vísitölunnar sem hefur hækkað um 7,6% sl. tólf mánuði. Um fimmtung ársverðbólgunnar má rekja til hækkunar á almennri þjónustu en á móti vó lítil innflutt verðbólga og hækkun gengis krónunnar sem eiga veigamikinn þátt í hjöðnun almennrar verðbólgu.
- Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu hafa einnig hjaðnað. Þannig lækkaði kjarnavísitala 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöruhlíða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, um 1% í janúar og mældist undirliggjandi ársverðbólga á þennan mælikvarða 3,7% og hafði þá hjaðnað úr 4,5% í desember. Sé markaðsvirði húsnæðis einnig undanskilið (kjarnavísitala 4), mælist undirliggjandi verðbólga enn minni eða 2,4%. Aðrir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólguþrýsting gefa einnig til kynna að verðbólga hafi hjaðnað nokkuð. Þannig nam árshækkun almennrar þjónustu, sem jafnan gefur vísbendingu um innlendan verðbólguþrýsting, 3,3% í janúar en var 6,1% í desember. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda jafnframt til þess að undirliggjandi verðbólga liggja á bilinu 2½-3%.
- Í kjölfar hjöðunar verðbólgu í janúar og aukinna væntinga um hóflegar launahækkunar á árinu hafa verðbólguvæntingar lækkað. Þannig hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til næstu tveggja ára lækkað um ¼ úr prósentu frá því í nóvember en um tæplega 0,2 prósentur til næstu fimm og tíu ára. Sambærileg lækkun hefur einnig orðið á verðbólguálaginu til fimm ára eftir fimm ár. Á alla þessa kvarða mælast verðbólguvæntingar nú á bilinu 3,3-3,7%. Væntingar markaðsaðila um verðbólgu næstu tvö ár hafa lækkað heldur meira eða um 0,5-0,7 prósentur og vænta þeir að verð-

bólga verði um 3,5% eftir tvö ár. Verðbólguvæntingar þeirra til lengri tíma lítið hafa hins vegar ekki breyst frá síðustu könnun og gera þeir áfram ráð fyrir að verðbólga verði um 4% að meðaltali næstu tíu ár. Væntingar heimila og fyrirtækja um verðbólgu næstu missera hafa lítið breyst – en það gæti endurspeglad að kannanir á væntingum þeirra voru gerðar fyrir niðurstöðu kjarasamninga og verðbólguálagningu janúarmánaðar.

- Vegna mikillar hækkunar vísitölu neysluverðs í febrúar í fyrra er útlit fyrir að ársverðbólgan minnki enn frekar í febrúar og að hún verði við eða mjög nálægt 2,5% verðbólguálagningu bankans. Gert er ráð fyrir að verðbólgan fari í 2,7% á fyrsta ársfjórðungi, sem er um ½ prósentu minni verðbólga en spáð var í *Peningamálum* í nóvember. Samkvæmt spánni verður verðbólgan á svipuðu róli það sem eftir lifir árs. Vegast þar á áhrif minni verðbólgu í upphafi spárinnar, hærra gengis krónunnar og minni hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu en spáð var í nóvember og áhrif minni framleiðsluslaka.
- Eins og áður hefur verið rakið er því spáð að framleiðsluspenna taki að myndast á næsta ári og fara vaxandi fram undir seinni hluta árs 2016. Gangi það eftir er útlit fyrir að verðbólga aukist á ný snemma á næsta ári og verði orðin meiri en 3% á næstu tveimur árum en taki að hjaðna á ný í lok spátímans, m.a. fyrir tilstilli stífara taumhalds peningastefnunnar. Verðbólga verður þó enn tæplega ½ prósentu yfir verðbólguálagningu í lok spátímans, enda enn nokkur framleiðsluspenna þá til staðar en þá leggst á eitt að áhrif skuldaaðgerða stjórnvalda ná hámarki og nokkur þungi verður í efnahagsumsvifum í tengslum við framkvæmdir í orkufrekum iðnaði.
- Mikil óvissa er um verðbólguhorfur, m.a. vegna óvissu um niðurstöðu kjarasamninga, óvissu um þróun gengis krónunnar og áhrif skuldalækkunaraðgerða og annarra aðgerða stjórnvalda til að örva eftirspurn. Einnig er mikil óvissa um framgang áætlana um uppbyggingu í orkufrekum iðnaði á næstu árum og um framleiðslugetu þjóðarþúsins. Það eykur óvissuna enn frekar að þótt verðbólguvæntingar hafi lækkað aðeins undanfarið eru þær enn nokkuð yfir verðbólguálagningu. Til að endurspeglar óvissuna í grunnspánni sýnir mynd 38 mat á líkindadreifingu verðbólguálagningarinnar. Myndin sýnir bil sem eru þannig að 50%, 75% og 90% líkur eru á að verðbólga verði innan viðkomandi bils á spátímanum. Samkvæmt matinu á líkindadreifingunni eru um helmingsslíkur á að verðbólga verði á bilinu 2-3,3% á síðasta fjórðungi þessa árs og á bilinu 1,9-4% í lok spátímans. Óvissuþættir verðbólguálagningarinnar eru í meginatriðum þeir sömu og í nóvemberspánni en nú er talið að óvissubilið sé nokkurn veginn samhverft í stað þess að vera skekkt upp á við í nóvember.

Mynd 36

Verðbólga, kjarnaverðbólga og langtíma-verðbólguvæntingar
Janúar 2010 - janúar 2014

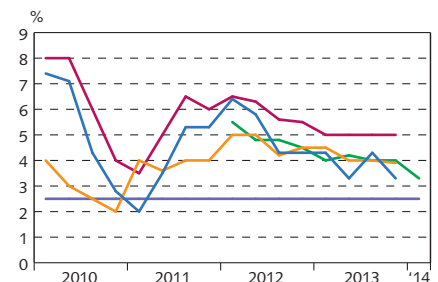


— Verðbólga
— Kjarnaverðbólga 3 án skattaáhrifa
— Verðbólguálag næstu 5 ára
— Verðbólguálag næstu 5 ára eftir 5 ár
— Verðbólguálagmið

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 37

Verðbólga og verðbólguvæntingar
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2014



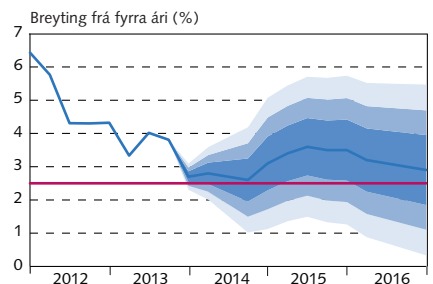
— Verðbólga
— Verðbólguvæntingar heimila
— Verðbólguvæntingar stærstu fyrirtækja¹
— Verðbólguvæntingar markaðsaðila
— Verðbólguálagmið

1. Mælingar á verðbólguvæntingum fyrirtækja voru framkvæmdar óreglulega fram að þriðja ársfjórðungi 2006 og því er brúað á milli mælinga fram að því.

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 38

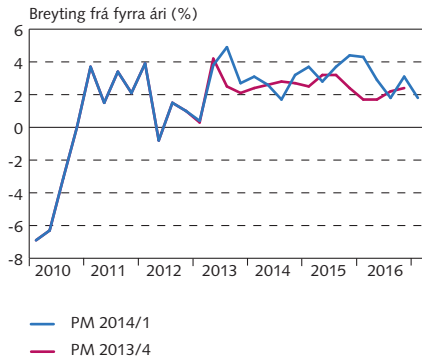
Verðbólguálagningu og óvissumat



— PM 2014/1
— Verðbólguálagmið
■ 50% líkindabil
■ 75% líkindabil
■ 90% líkindabil

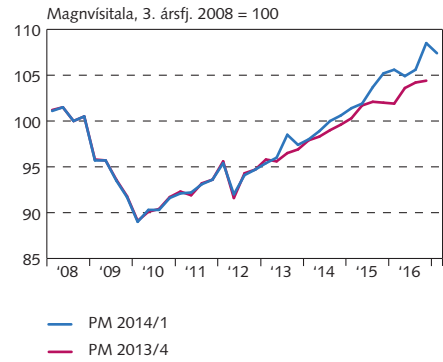
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 39
Hagvöxtur - samanburður við PM 2013/4



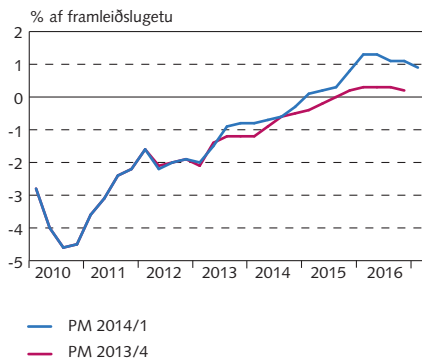
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 40
Árstíðarleiðrétt verg landsframleiðsla - samanburður við PM 2013/4¹



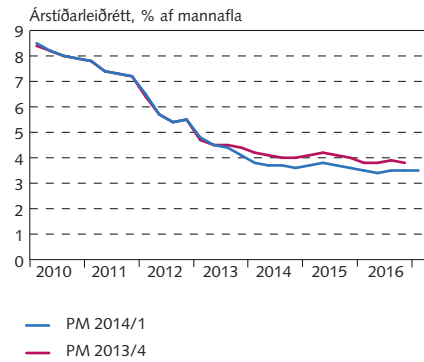
1. Árstíðarleiðrétt gögn Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 41
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2013/4



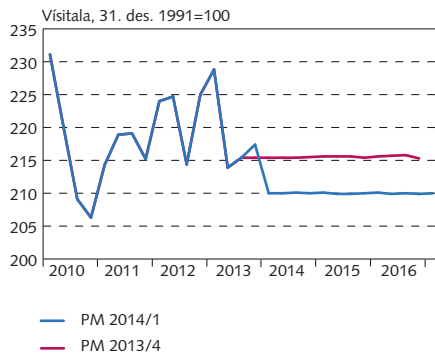
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 42
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2013/4



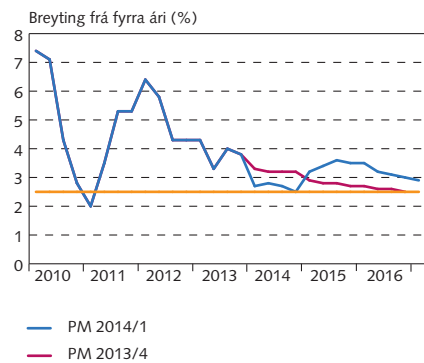
Heimildir: Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 43
Gengi krónu gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu - samanburður við PM 2013/4



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 44
Verðbólga - samanburður við PM 2013/4



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.