



PENINGAMÁL

2015 • 1

Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 5 Breyttar verðbólguhorfur vegna verulegrar olíuverðslækkunar
- 19 Viðauki 1 Spátöflur
- 21 Viðauki 2 Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum

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

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

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

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Pórarinn G. Pétursson, formaður

Rannveig Sigurðardóttir

Sigríður Benediktsdóttir

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Elís Pétursson

Karen Á. Vignisdóttir

59. rit. 4. febrúar 2015

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

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

Yfirlýsing peningastefnunefndar 4. febrúar 2015

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánum, verða því áfram 4,5%.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var hagvöxtur nokkru minni á fyrstu þremur ársfjórðungum síðasta árs en spáð var í nóvemberhefti *Peningamála*. Vísbendingar eru um að bráðabirgðatölurnar kunni að fela í sér vanmat, en í uppfærðri spá Seðlabankans er eigi að síður gert ráð fyrir að hagvöxtur í fyrra hafi verið minni en bankinn spáði í nóvember eða 2% í stað 2,9%. Hins vegar er búist við meiri hagvexti í ár en þá var spáð eða 4,2% í stað 3,5%.

Verðbólga hefur hjaðnað enn frekar frá síðustu vaxtaákvörðun. Í desember og janúar mældist hún aðeins 0,8% og lítils háttar lækkun verðlags mælist sé horft fram hjá áhrifum húsnæðiskostnaðar. Horfur eru á að verðbólga verði undir 2% fram á næsta ár, sem er minni verðbólga en spáð var í nóvember. Lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu halda aftur af verðbólgu og vega á móti áhrifum töluverðra launahækkana innanlands. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað á undanförunum mánuðum og eru nú á helstu mælikvarða við verðbólguþætti.

Efnahagshorfur eru að ýmsu leyti tvísýnni en oft áður. Lækkun eldsneytisverðs hefur haft mikil áhrif á verðlagsþróun bæði á Íslandi og á heimsvísu, en óvíst er hve langvinn þessi þróun verður. Launavöxtur hefur verið töluverður á Íslandi, ólíkt flestum viðskiptalöndum, og vaxandi óróa gæti á vinnumarkaði sem gæti teft í tvísýnu stöðugleikanum sem áunnist hefur.

Raunvextir bankans hafa hækkað að undanförunu sökum hjöðunar verðbólgu og verðbólguvæntinga. Þeir eru nokkuð háir í ljósi stöðu hagsveiflunnar og nærhorfa. Lækkun alþjóðlegs eldsneytisverðs er hins vegar utan áhrifasviðs peningastefnu hér á landi auk þess sem sú minnkun verðbólgu sem af henni leiðir er tímabundin. Við ákvörðun vaxta er því ekki hægt að taka fullt tillit til hjöðunar verðbólgu sem af henni stafar. Þá ríkir mikil óvissa um horfur á vinnumarkaði á sama tíma og vísbendingar eru um öflugan hagvöxt á næstu misserum. Af þessum sökum telur peningastefnunefndin rétt að staldra við uns efnahagshorfur skýrast frekar, einkum varðandi launþróun.

Framvinda nafnvaxta ræðst eins og alltaf af þróun eftirspurnar og verðbólgu. Haldist verðbólga undir markmiði og verði launahækkunar í komandi kjarasamningum í samræmi við verðbólguþætti gætu skapast forsendur fyrir frekari lækkun nafnvaxta. Miklar launahækkunar og vöxtur eftirspurnar gætu hins vegar grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka þurfi vexti á ný.

Breyttar verðbólguhorfur vegna verulegrar olíuverðslækkunar¹

Mikið umrót hefur verið í alþjóðlegum efnahagsmálum undanfarið. Olíuverð hefur lækkað um helming og óvenjumiklar sveiflur orðið í gengi helstu gjaldmiðla. Þrátt fyrir að talið sé að olíuverðslækkunin auki hagvöxt í heiminum hafa alþjóðlegar hagvaxtarhorfur heldur versnað frá nóvemberspá Peningamála og óvissa aukist. Alþjóðlegar verðbólguhorfur hafa jafnframt breyst verulega og óttast er að olíuverðslækkunin muni smitast út í verðbólguvæntingar og launamyndun í fjölmörgum iðnríkjum. Áhrifin eru einnig töluverð á ytri skilyrði þjóðarbúsins og hafa viðskiptakjör batnað verulega. Því eru horfur á meiri afgangi á viðskiptajöfnuði en gert var ráð fyrir í nóvember. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var hagvöxtur nokkru minni á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs en spáð var í nóvember. Vísbendingar eru um að þessar tölur verði endurskoðaðar upp á við. Eigi að síður er áætlað að hagvöxtur í fyrra hafi verið minni en áður var talið eða 2% í stað 2,9%. Sakir hagstæðra grunnáhrifa vegna lakari hagvaxtar í fyrra og vegna þess að horfur eru á meiri vexti í ferðamannaiðnaði og útflutningi sjávarafurða ásamt miklum viðskiptakjarabata, er búist við meiri hagvexti í ár en í nóvemberspánni eða 4¼% í stað 3½%. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst: heldur hægir á hagvexti þegar dregur úr eftirspurnaráhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda og fjárfestingarumsvif í orkufrekum iðnaði minnka. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði u.þ.b. 2¾% á hvoru ári fyrir sig. Líkt og spáð var í nóvember sótti batinn á vinnumarkaði nokkuð í sig veðrið á fjórða ársfjórðungi eftir tiltölulega lakan þriðja fjórðung. Slakinn í þjóðarbúinu heldur því áfram að minnka og líklegt að hann hverfi fljótlega eða sé jafnvel þegar horfinn. Verðbólga fór í markmið snemma árs 2014 og hefur hjaðnað enn frekar í kjölfar olíuverðslækkunarinnar. Mældist verðbólga 0,8% í janúar sl. og hefur ekki verið minni í tvo áratugi. Verðbólguhorfur hafa því breyst töluvert frá því í nóvember. Nú er talið að verðbólga verði undir 1% fram á seinni hluta þessa árs og undir 2% fram á næsta ár. Eins og ávallt eru verðbólguhorfur háðar óvissu og blikur eru á lofti í tengslum við komandi kjarasamninga. Verulegar launahækkunar gætu breytt verðbólguhorfum til hins verra og valdið bakslagi í efnahagsbatanum leiði þær til minnkandi vinnuafseftirspurnar.

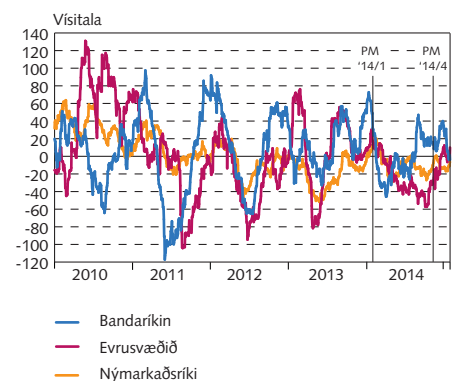
Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

- Hagvísar fyrir evrusvæðið sem birst hafa frá útgáfu *Peningamála* í nóvember hafa að mestu leyti verið í samræmi við væntingar markaðsaðila. Landsframléiðslan jókst lítillega milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi í fyrra, sjötta fjórðunginn í röð, og var árs-hagvöxtur 0,8%. Efnahagsbatinn í Bandaríkjunum og Bretlandi hefur sótt í sig veðrið og mældist árs-hagvöxtur 2,6% í báðum löndum á þriðja fjórðungi. Hagvöxtur minnkaði hins vegar í Japan annan fjórðunginn í röð og hagvísar fyrir nýmarkaðsríki hafa sýnt lakari þróun en vænst var. Hægt hefur á efnahagsumsvifum í Kína, þar sem dregið hefur úr vexti fjárfestingar, og í Rússlandi hefur viðskiptabann og lækkun olíuverðs sett mark sitt á hagvöxt. Talið er að hagvöxtur á fjórða fjórðungi hafi verið heldur meiri í Bandaríkjunum en spáð var í nóvember en lakari fyrir flest önnur viðskiptalönd Íslands. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum er því talinn hafa verið 1,7% að meðaltali í fyrra en í nóvember var gert ráð fyrir 1,8% vexti.
- Óvenjumiklar sveiflur hafa verið í gengi helstu gjaldmiðla undanfarið. Gengi Bandaríkjadals hækkaði töluvert gagnvart öðrum gjaldmiðlum á seinni hluta síðasta árs eftir því sem draga fór í sundur með hagþróun í Bandaríkjunum og öðrum helstu iðn-

Mynd 1

Vísitala óvæntra hagvísar¹

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 30. janúar 2015



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 hagvísar séu jákvæðir eða neikvæðir.

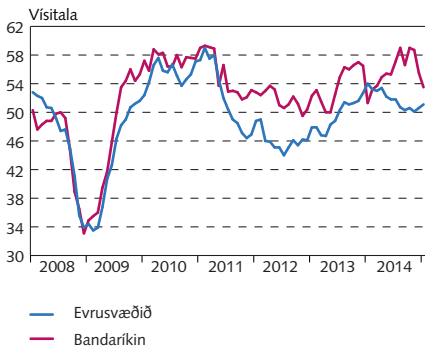
Heimild: Macrobond.

1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála frá *Peningamála* 2014/4 í nóvember sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir í byrjun febrúar.

Mynd 2

Leiðandi vísendingar um hagvöxt¹

Janúar 2008 - janúar 2015

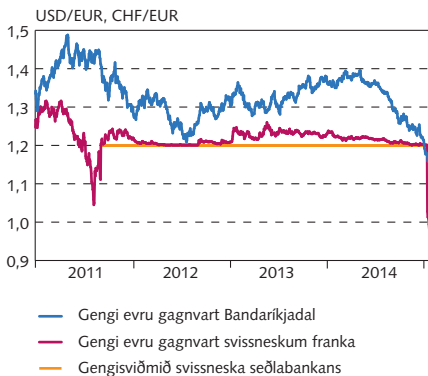


1. Framleiðsluvísitala fyrir framleiðendur í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu, Manufacturing Purchasing Managers' index (PMI), er birt mánaðarlega og er árstíðarleidd. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt. Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd 3

Gengi evru gagnvart Bandaríkjadal og svissneskum franka

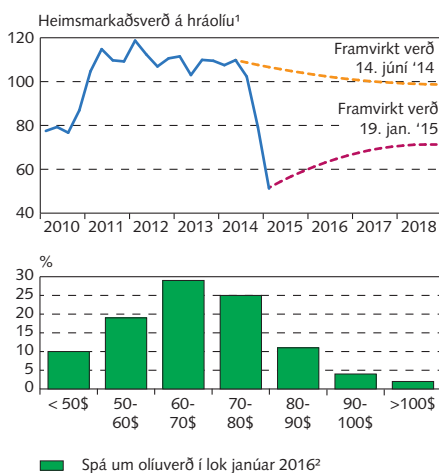
1. janúar 2011 - 30. janúar 2015



Heimild: Macrobond.

Mynd 4

Olíuverð 2010-2018



1. Verð á tunnu af Brent-olíu í Bandaríkjadöllum. 2. Svör 100 markaðs-greindra í könnun Consensus Forecasts um á hvaða bili þeir teldu Brent-verð í Bandaríkjadöllum verði í lok janúar 2016. Heimildir: Bloomberg, Consensus Forecasts.

ríkjum. Hefur Bandaríkjadalur hækkað um fjórðung gagnvart evru frá því í maí í fyrra og ekki verið hærrí í tíu ár. Mikið umrót varð einnig um miðjan janúar sl. Þegar svissneski seðlabankinn tilkynnti að hann væri hættur að vinna gegn því að gengi evru færi niður fyrir 1,2 franka. Í kjölfarið hækkaði gengi frankans um 20% gagnvart evru á nokkrum dögum.

- Olíuverð hefur lækkað um 35% frá því í lok nóvember og um ríflega helming frá síðasta sumri sem er svipuð árslækkun og varð snemma árs 2009 í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar. Að hluta til endurspeglar lækkunin hægari vöxt eftirspurnar sem rekja má til veikari alþjóðlegs efnahagsbata. Mestan hluta lækkunarinnar má þó rekja til aukins framboðs af olíu í kjölfar umfangsmeiri olíuvinnslu í Bandaríkjunum og ákvörðunar OPEC-ríkja um að halda framleiðslu óbreyttri um sinn. Þessi lækkun olíuverðs er mun meiri en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* og flestir markaðsgreindur búast við að olíuverð endurheimti einungis hluta lækkunarinnar á ný og verði um 60-70 Bandaríkjadali á olíutunnu í byrjun næsta árs. Samkvæmt framvirkum samningum verður tunnan komin í ríflega 70 Bandaríkjadali á árslok 2018 sem er um fjórðungi lægra en framvirk verð gáfu til kynna sl. vor.
- Þessi mikla lækkun olíuverðs hefur í för með sér töluverðan viðskiptakjarabata í olíuinnflutningsríkjum en að sama skapi rýrna viðskiptakjör olíuútflytjenda. Þótt heildaráhrifin á heimsbúskapinn séu óviss er líklegt að þau verði jákvæð en lækkun olíuverðs eykur kaupmátt heimila og lækkar aðfangakostnað fyrirtækja. Samkvæmt mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins gæti heimshagvöxtur orðið allt að 0,7-0,8 prósentum meiri í ár og á næsta ári vegna þessa en áhrifin eru ólík milli landa eftir því hversu þungt olíuafurðir veiga í innflutningi þeirra og hversu mikið þau flytja út af hrávörum sem gætu lækkað í verði í kjölfar lækkunar olíuverðs. Áhrif olíuverðslækkunarinnar á verðbólgu verða einnig mikil að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og gæti verðbólga orðið allt að 1 prósentu minni í ár.
- Snörp lækkun olíuverðs og gengishækkun Bandaríkjadals hafa einnig valdið nokkru umröti á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og hefur óvissa aukist töluvert. Fjármálaleg skilyrði í ríkjum sem flytja út olíu og olíuafurðir hafa versnað, sérstaklega í þeim sem eru með miklar erlendar skuldir og viðskiptahalla. Í kjölfarið hefur áhættuálag margra nýmarkaðsríkja hækkað, vaxtamunur gagnvart þróuðum ríkjum aukist og hlutabréfaverð og gengi gjaldmiðla þeirra gefið eftir. Langtímavextir í fjölda þróaðra ríkja hafa hins vegar haldið áfram að lækka og hafa t.d. aldrei verið lægri í Þýskalandi, Spáni, Ítalíu og Japan og eru nafnvextir fimm ára ríkisskuldabréfa orðnir neikvæðir í Sviss, Japan og Þýskalandi.
- Þrátt fyrir jákvæð áhrif olíuverðslækkunar á heimsbúskapinn hafa alþjóðlegar hagvaxtarhorfur versnað frá því í nóvember. Vegur þar þyngst veikari eftirspurn í ýmsum iðnríkjum (sérstaklega á evrusvæðinu), svartsýnna mat á hagvaxtargetu í helstu iðnveldum utan Bandaríkjanna og lakari horfur í ríkjum sem flytja út olíu og hrávörur. Í nýrri spá frá því í janúar sl. gerir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn

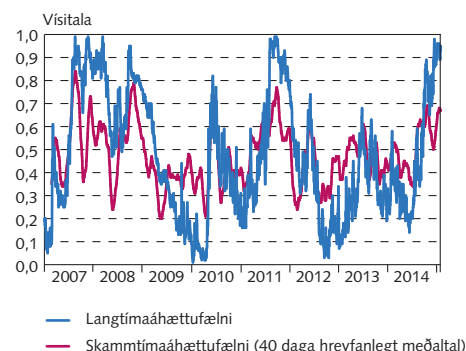
t.d. ráð fyrir um 3,5% hagvexti í heiminum í ár og 3,7% á næsta ári sem er 0,3 prósentum minni hagvöxtur á hvoru ári fyrir sig en í októberspá sjóðsins. Horfur um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár hafa einnig versnað og er nú spáð 1,9% hagvexti þar í stað 2,1% í *Peningamálum* í nóvember. Horfur fyrir næstu tvö ár eru hins vegar áþekkar og í nóvember en þar vegur aukin bjartsýni um hagvöxt í Bandaríkjunum á móti lakari horfum í öðrum viðskiptalöndum. Minni hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda endurspeglar einnig í hægari vexti eftirspurnar á helstu útflutningsmörkuðum Íslands. Talið er að innflutningur helstu viðskiptalanda hafi vaxið um 1 prósentu minna á síðasta ári en gert var ráð fyrir í nóvember og horfur fyrir þetta ár eru einnig taldar lakari.

- Alþjóðlegar verðbólguhorfur hafa breyst töluvert vegna mikillar lækkunar olíuverðs undanfarið. Lækkun verðlags hefur mælst á evrusvæðinu frá því í desember og í janúar hafði verðlag lækkað um 0,6% frá fyrra ári. Verðbólga hefur einnig farið ört minnkandi í Bandaríkjunum og mældist 0,8% í desember. Í Bretlandi hefur verðbólga ekki mælst minni í ríflega áratug og var hún 0,5% í desember. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig minnkað, m.a. vegna annarrar umferðar áhrifa frá lækkun olíuverðs, og er nú einungis 0,7% á evrusvæðinu og í kringum 1½% í Bretlandi og Bandaríkjunum. Verðbólga í viðskiptalöndum Íslands var 0,9% á fjórða ársfjórðungi ársins 2014 og hefur ekki mælst minni frá árinu 2009. Gert er ráð fyrir að hún verði undir 1% á næstu fjórðungum en verði 1,2% í lok þessa árs og haldist undir 2% til ársloka 2017.
- Viðbrögð seðlabanka í þróuðum ríkjum við lækkun olíuverðs munu að verulegu leyti ráðast af því hvort lækkunin hafi áhrif á þróun langtímaverðbólguvæntinga og hvort líkur séu á að lækkunin smitist út í launamyndun og valdi lækkun launa, sem myndi auka enn frekar á hættu á viðvarandi verðbólgu undir markmiði eða jafnvel verðhjöðnun. Langtímaverðbólguvæntingar á evrusvæðinu hafa lækkað undanfarið og eru nú nokkuð undir markmiði Seðlabanka Evrópu (ECB). Hinn 22. janúar sl. tilkynnti bankinn að hann ætlaði að bregðast við með stórfelldum kaupum á ríkisskuldabréfum aðildarríkja myntbandalagsins auk skuldabréfa einkaaðila með það fyrir augum að örva þjóðarþúskaþing og þoka verðbólgu upp í markmið og er þess vænst að vöxtum bankans verði haldið óbreyttum í núlli á næstu árum. Markaðsaðilar vænta hins vegar þess að vextir bandaríska seðlabankans taki að hækka um mitt þetta ár og á seinni hluta árs í Bretlandi.
- Minni eftirspurn vegna lakari hagvaxtarhorfa á heimsvísu hefur einnig komið fram í verðlækkunum á hrávöru. Þótt verð ýmissa tegunda málma eins og áls og kopars hafi lækkað skarpt í desember hefur lækkun hrávöruverðs hvergi nærri verið eins mikil og lækkun olíuverðs. Framvirkt verð áls og spár markaðsgreinenda benda til þess að álverð hækki nokkuð þegar líður á árið og verði ríflega 4% hærra í ár en í fyrra. Hins vegar er gert ráð fyrir að verð annarra hráværa en olíu lækki í ár um 8%. Þetta er ívið minni lækkun en Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáði í janúar en nokkru meiri lækkun en Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) spáði

Mynd 5

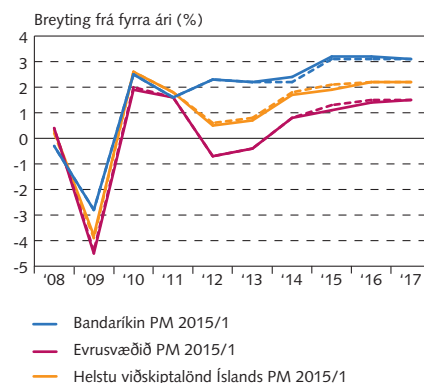
Áhættufælni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum¹

Daglegar tölur 1. janúar 2007 - 30. janúar 2015



1. Núll táknar litla áhættufælni og einn mikla áhættufælni. Visitala Citi Bank um áhættufælni á alþjóðlegum fjármálamörkuðum byggist á skuldtryggingarálagi á bandarísk og evrópsk fyrirtæki auk nýmarkaðsríkja, mismun millibankavaxta og ávöxtunarkröfu ríkisvixla í Bandaríkjunum og fólgsins flöts gengis gjaldmiðla, hlutabréfaverðs og skiptasamningsvaxta. Heimild: Macrobond.

Mynd 6

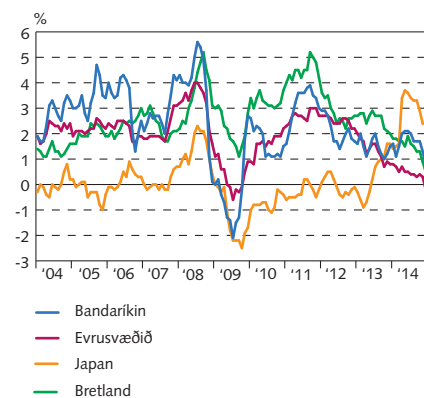
Alþjóðlegur hagvöxtur 2008-2017¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2014/4. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2004 - janúar 2015

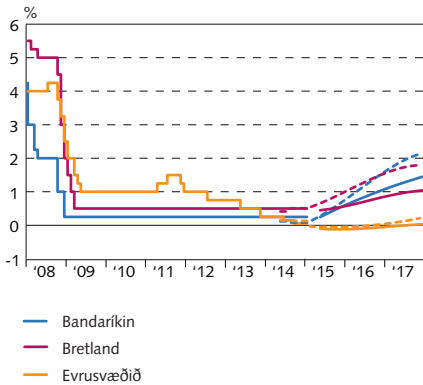


Heimild: Macrobond.

Mynd 8

Seðlabankavextir og framvirkir vextir í Bandaríkjunum, Bretlandi og á evrusvæðinu¹

Daglegar tölur 1. janúar 2008 - 30. janúar 2015, ársfjórðungslegar tölur 1. ársfj. 2015 - 1. ársfj. 2018



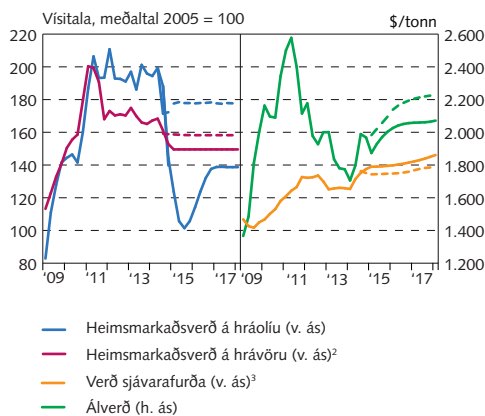
1. Framvirkir vextir byggjast á 6 mánaða OIS (Overnight Index Swaps). Heilar línur sýna framvirka ferla frá 30. janúar 2015 en brotalínur frá 31. október 2014.

Heimildir: Bloomberg, Markaðnd

Mynd 9

Verð á sjávarafurðum, áli, olíu og hrávöru¹

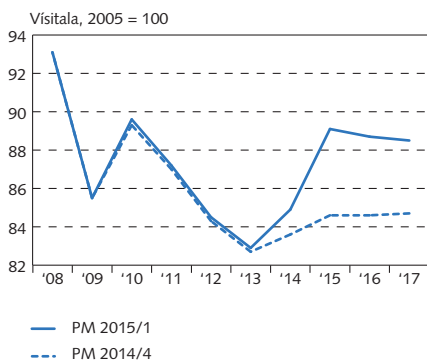
1. ársfj. 2009 - 1. ársfj. 2018



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2014 - 1. ársfj. 2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2014/4. 2. Verð á hrávöru án olíu í Bandaríkjadólu. 3. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu vöruútflutnings.

Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Nymex, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Viðskiptakjör vöru og þjónustu 2008-2017¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í nóvember. Þrátt fyrir horfur um lækkandi matvælavæð benda upplýsingar frá helstu útflytjendum til þess að verð sjávarafurða hækki um 3% í ár og kemur sú hækking í kjölfar riflega 5% hækkunar í fyrra.

- Mikil breyting hefur orðið á viðskiptakjörum þjóðarbúsins undanfarið ár. Voru þau 4,9% betri á þriðja fjórðungi í fyrra en á sama tíma árið áður en gert var ráð fyrir 2,2% bata í nóvemberspá bankans. Hagstæðara verð á útflutningsafurðum, sérstaklega sjávarafurðum, og lægra vöruinnflutningsverðlag skýrir batann að miklu leyti en áhrifa mikillar hækkunar Bandaríkjadals gagnvart öðrum gjaldmiðlum gætir einnig þar sem hann vegur þyngra í útflutningi en innflutningi þjóðarbúsins. Horfur um þróun viðskiptakjara í ár hafa jafnframt batnað verulega frá því í nóvember og vegur þar þyngst mikil lækkun olíuverðs undanfarið. Gert er ráð fyrir að viðskiptakjör batni um tæplega 5% í ár sem er um 3½ prósentu meiri bati en áður var spáð. Viðskiptakjörin gefa hins vegar lítillega eftir frá árinu 2016 þegar gert er ráð fyrir að olíuverð taki að hækka á ný.
- Raungengi miðað við hlutfallslegt neysluverðlag hækkaði að meðaltali um 6,9% í fyrra. Frá því að það var lægst árið 2009 hefur það hækkað um 20% en það er þó enn um 10% undir meðaltali síðustu þrjátíu ára. Hækkunina í fyrra má að mestu rekja til tæplega 6% hækkunar á nafngengi krónunnar en til viðbótar var verðbólga hér á landi um 1 prósentu meiri að meðaltali en í helstu viðskiptalöndunum.

Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

- Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundi sínum í nóvember sl. að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur og um 0,5 prósentur til viðbótar á desemberfundi nefndarinnar. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, 4,5%. Sakir rúmrar lausafjárstöðu fjármálastofnana gagnvart Seðlabankanum ráða þessir vextir mestu um framvindu skammtímavaxta á markaði og þar með aðhaldsstigi peningastefnunnar. Aðrir vextir bankans hafa einnig lækkað um 0,75 prósentur frá því í byrjun nóvember.
- Þrátt fyrir lækkun nafnvaxta bankans hafa raunvextir bankans hækkað um tæplega ½ prósentu frá *Peningámálum* í nóvember miðað við verðbólgu síðustu tólf mánaða, í 3,7%, og um 1½ prósentu frá febrúar í fyrra. Miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum eru raunvextir bankans hins vegar svipaðir og í nóvember eða tæplega 2½%. Á þennan mælikvarða eru raunvextir um ½ prósentu hærrí en í byrjun febrúar 2014.
- Samkvæmt könnun bankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í lok janúar sl. vænta þeir 0,25 prósentna lækkunar nafnvaxta bankans á fyrsta fjórðungi þessa árs en að þeir verði hækkaðir á ný um 0,25 prósentur á fjórða fjórðungi ársins, í 4,5%, og að meginvextir bankans verði orðnir 4,75% eftir tvö

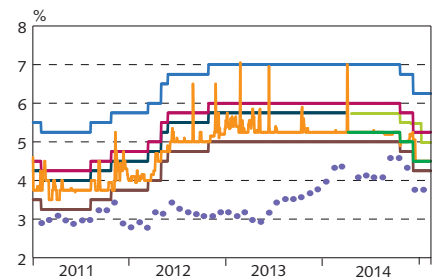
ár. Það eru prósentu lægri vextir en markaðsaðilar væntu í sambærilegri könnun í lok október sl. Mat á vaxtaferlinum gefur hins vegar til kynna að markaðsaðilar búist við óbreyttum vöxtum á fyrri hluta þessa árs en að meginvextir bankans verði hækkaðir um 0,25 prósentur á hinum síðari og um 0,25 prósentur til viðbótar á fyrri hluta næsta árs, í 5%.

- Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði með krónur hafa í meginatriðum fylgt nafnvöxtum Seðlabankans eftir og haldist í neðri hluta vaxtagangsins. Veltan á markaðinum jókst talsvert undir lok síðasta árs eftir afar litla veltu á fyrstu tíu mánuðum þess árs. Þá hafa vextir í útboðum ríkisvixla einnig lækkað frá *Peningamálum* í nóvember í takt við vaxtalækkun Seðlabankans og hafa nýlega verið tæplega ½ prósentu undir gólfi vaxtagangsins.
- Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hefur lækkað um allt að 0,7 prósentur frá því í byrjun nóvember samhliða lækkun nafnvaxta Seðlabankans og hjaðnandi ársverðbólgu. Raunávöxtun ríkisskuldabréfa hefur hins vegar aukist frá því í nóvember í takt við raunvexti Seðlabankans. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúða- og ríkisbréfa er hins vegar svipuð.
- Vaxtalækkun Seðlabankans virðist jafnframt hafa miðlast vel yfir í vaxtakjör óverðtryggðra íbúðalána viðskiptabanka. Lægstu skráðir vextir óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja hafa lækkað um 0,5-0,75 prósentur frá því í nóvember. Raunvextir þeirra hafa hins vegar hækkað líkt og vextir verðtryggðra íbúðalána sem höfðu þokast niður á við á undanförunum þremur árum þrátt fyrir að aðrir raunvextir á markaði hafi hækkað samhliða lækkun raunvaxta Seðlabankans.
- Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands hefur hækkað frá *Peningamálum* í nóvember samhliða aukinni óvissu og umróti á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hefur hækkað um 0,3 prósentur og var tæplega 1,7% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*. Þá hefur vaxtamunur á erlendri skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs aukist um allt að 0,5 prósentur miðað við Bandaríkin en lækkað um 0,1 prósentu miðað við Þýskaland og hefur nýlega mælst á bilinu 1,6-2,2 prósentur. Áhættuálagið er hins vegar um 0,6-1 prósentu lægra en það var í febrúar í fyrra. Breyting alþjóðlega matsfyrirtækisins Fitch Ratings í janúar sl. á horfum um lánsþæfiseinkunn Ríkissjóðs Íslands úr stöðugum í jákvæðar ætti að hafa áhrif til lækkunar álagsins.
- Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og gagnvart evru frá því í nóvember líkt og allt síðastliðið ár. Gengið er nú svipað gagnvart vísitölunni en rúmlega 1½% hærra gagnvart evru. Það hefur hins vegar lækkað um tæplega 8½% gagnvart Bandaríkjadal sem hefur styrkst nokkuð gagnvart flestum öðrum gjaldmiðlum. Batnandi viðskiptakjör og gjaldeyrissinnstreymi vegna komu erlendra ferðamanna hafa stutt við gengi krónunnar en sem fyrr hefur Seðlabankinn spornað gegn lækkun gengisins með gjaldeyriskaupum. Hrein

Mynd 11

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma- markaðsvextir

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 30. janúar 2015



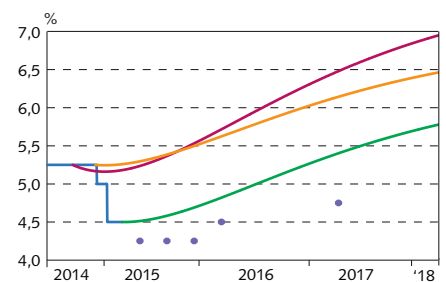
— Daglánavextir — Vextir á 7 daga veðlánum
 — Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði
 — Vextir á 7 daga bundnum innlánum
 — Vextir á bundnum innlánum til eins mánaðar
 — Hámarksvextir 28 daga innstæðubréfa
 — Vextir á viðskiptareikningum
 ● Tekin tilboð við útgáfu þriggja mánaða ríkisvixla

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

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

Daglegar tölur 21. maí 2014 - 31. mars 2018



— Meginvextir Sí (vextir á 7 daga bundnum innlánum)
 — PM 2014/3 (miður ágúst 2014)
 — PM 2014/4 (lok október 2014)
 — PM 2015/1 (lok janúar 2015)
 ● Væntingar markaðsaðila (lok janúar 2015)²

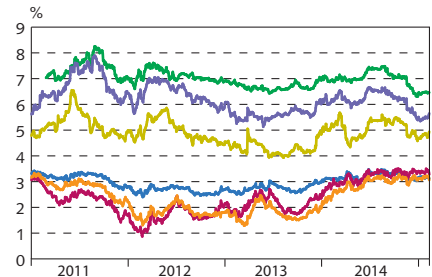
1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. 2. Ætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlánvaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 29.-30. janúar 2015.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 30. janúar 2015



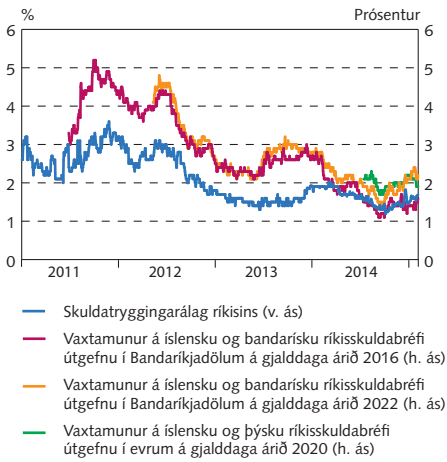
— Verðtryggt íbúðabréf á gjalddaga 2044
 — Verðtryggt íbúðabréf á gjalddaga 2024
 — Verðtryggt ríkisbréf á gjalddaga 2021
 — Óverðtryggt ríkisbréf á gjalddaga 2031
 — Óverðtryggt ríkisbréf á gjalddaga 2019
 — Óverðtryggt ríkisbréf á gjalddaga 2016

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 30. janúar 2015

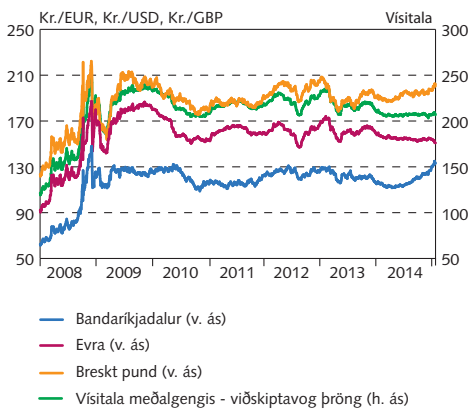


Heimild: Bloomberg.

Mynd 15

Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 30. janúar 2015

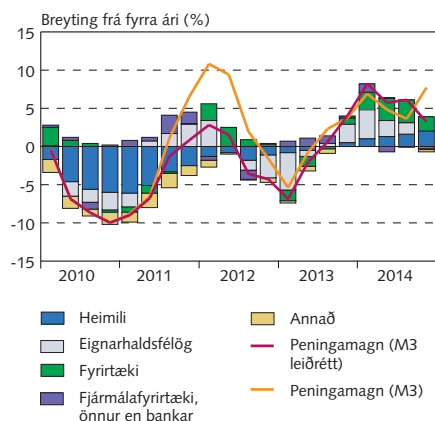


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 16

Samsetning peningamagns í umferð - M3 leiðrétt¹

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2014



1. Leiðrétt fyrir innlánnum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga í eigu viðskiptabanka.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

gjaldþyrskaup bankans námu um 26 ma.kr. á fjórða ársfjórðungi 2014 og tæplega 111,5 ma.kr. á árinu í heild eða sem samsvarar um 5½% af áætlaðri landsframleiðslu ársins.

- Verð erlendra gjaldmiðla í krónum var að meðaltali tæplega 207 stig á fjórða ársfjórðungi 2014, mælt með viðskiptaveginni gengisvísitölu, sem er svipað og gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Sem fyrr byggist grunnspáin á þeirri forsendu að verð erlendra mynta haldist svipað út spátímamann gagnvart gengisvísitölunni miðað við stöðu þess þegar spágerð lýkur. Gangi sú spá eftir verður gengi krónunnar um ½% lægra á spátímanum en í nóvemberspá bankans.
- Vitt skilgreint peningamagn (M3) var tæplega 8% meira á fjórða ársfjórðungi 2014 en á sama fjórðungi ári áður. Vöxturinn skýrist að miklu leyti af endurflokkun innlána í kjölfar þess að viðskiptabankaleyfi slitastjórnar fallins fjármálafyrirtækis var afturkallað í október sl. og það skilgreint sem innlent eignarhaldsfélag. Leiðrétt M3, þ.e. án innlána slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga í eigu viðskiptabanka, hefur vaxið um ríflega 3% á sama tímabili, einkum sakir aukinna innlána heimila og fyrirtækja. Þá jókst grunnfé Seðlabankans um 2½% milli ára á fjórða fjórðungi 2014 en um 1½% að meðtöldum innstæðubréfum útgefnum af bankanum og bundnum innlánnum fjármálafyrirtækja.
- Hrein ný útlán innlánsstofnana (þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum eldri lána) til innlendra aðila námu rúmlega 57 ma.kr. á fjórða ársfjórðungi 2014 og um 170 ma.kr. á árinu í heild sem er lítillaga meira en á árinu 2013. Hrein ný útlán til fyrirtækja jukust en á hinn bóginn var minna um ný útlán til eignarhaldsfélaga og fjármálafyrirtækja, annarra en banka. Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimilanna jukust einnig milli ára en á móti vógu töluverðar uppgreiðslur lána frá Íbúðalánasjóði þannig að á heildina litið hægði töluvert á hreinum nýjum lántökum heimila í samanburði við árið 2013.
- Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um liðlega 10% á milli ára á fyrri hluta síðasta árs en heldur dró úr ársvextinum á hinum síðari og var hækkingin á árinu í heild 8,4% eða 6,1% að raunvirði. Próunin hefur verið í samræmi við áhrifaþætti sem ráða jafnan mestu um þróun íbúðaverðs: þinglýstum kaupsamningum með íbúðarhúsnæði hefur fjölgað um tæp 8% frá fyrra ári, leiguverð hækkað um 8% og nafnlaun um tæp 6%.
- Hlutabréfaverð hækkaði nokkuð á síðustu tveimur mánuðum ársins 2014 og velta jókst. Verðvísitala OMXI8 hækkaði um 10,5% á tímabilinu en um rúmlega 4% á árinu í heild. Vaxtalækkun Seðlabankans ýtti líklega undir verðhækkunir en á hinn bóginn er hugsanlegt að minni efnahagsumsvif samkvæmt nýjustu þjóðhagsreikningum en spáaðilar væntu hafi dregið úr hækkingum. Verðvísitalan hefur hækkað um tæplega 5½% til viðbótar það sem af er þessu ári.
- Fjármálaleg skilyrði einkageirans eru í meginatriðum svipuð og í nóvember. Skuldir einkageirans sem hlutfall af landsframleiðslu

breyttust lítið milli fjórðunga á þriðja fjórðungi síðasta árs en höfðu lækkað um sem nemur 15 prósentum af landsframléiðslu frá árslokum 2013. Eignaverð hefur einnig almennt hækkað en það eykur hreina eign heimila og fyrirtækja og nafnvextir hafa lækkað eins og áður hefur komið fram.

Innlent raunhagkerfi

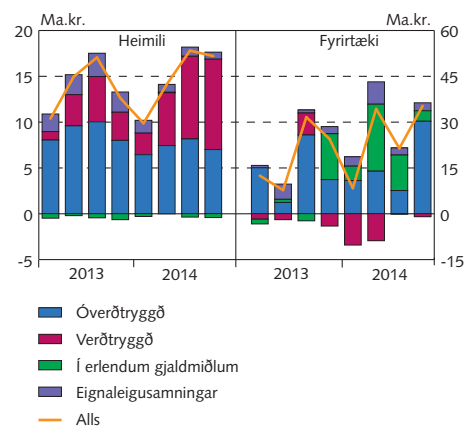
- Í desember sl. birti Hagstofan bráðabirgðatölur fyrir þjóðhagsreikninga þriðja ársfjórðungs síðasta árs ásamt því að eldri tölur fyrir fyrri hluta ársins voru endurskoðaðar. Samkvæmt tölum Hagstofunnar dróst landsframléiðslan á þriðja fjórðungi ársins saman um 0,2% frá sama tíma árið áður. Sé lítið til fyrstu þriggja fjórðunga ársins mældist árhagvöxtur einungis 0,5% en á sama tíma jukust þjóðarútgjöld um 3% og neysla og fjárfesting um 3,9%. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var neikvætt á tímabilinu um 2,2 prósentur og framlag birgðabreytinga neikvætt um hátt í 1 prósentu af landsframléiðslu.
- Í nóvemberspá Seðlabankans var spáð 1,5% hagvexti á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Er það 1 prósentu meiri hagvöxtur en áætlun Hagstofunnar gefur til kynna. Sérstaklega var einkaneysla veikari en spáð var en fjárfesting jókst einnig minna en gert var ráð fyrir. Bráðabirgðamat Hagstofunnar á vexti einkaneyslu nam 0,7% frá fyrra ári á fjórðungnum sem virðist í litlu samræmi við vísbendingar á borð við greiðslukortaveltu og innflutning neysluvöru sem alla jafna gefa nokkuð góða mynd af þróun einkaneyslunnar. Svipaða sögu má segja um fjárfestingu íbúðarhúsnæðis en tölur Hagstofunnar um 4,5% ársvöxt hennar á fjórðungnum komu á óvart í ljósi leiðandi vísbendinga og upplýsinga frá aðilum á byggingamarkaði. Þessi frávik skýra stóran hluta skekkjunnar í spánni fyrir hagvöxt á tímabilinu. Á móti þessu vó að þróun utanríkisviðskipta var heldur hagfelldari en spáð var.
- Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst einkaneyslan um 2,8% á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs. Vísbendingar um þróun einkaneyslu á fjórða ársfjórðungi gefa til kynna að bætt hafi í vöxtinn á fjórðungnum og hún hafi vaxið um 3½% á árinu í heild sem er töluvert meiri vöxtur en árið 2013 en um ½ prósentu minni en spáð var í nóvember. Horfur eru einnig á heldur minni vexti í ár en hann er samt sem áður kröftugur og verður drifinn áfram af vaxandi kaupmætti ráðstöfunartekna, bættri eiginfjárstöðu heimila og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.² Heldur hægir á vexti einkaneyslu á næsta ári og er því spáð að hún aukist um u.þ.b. 3% á ári á næstu tveimur árum sem er svipað og í nóvemberspá bankans.

2. Stjórnvöld kynntu breytta útfærslu skuldalækkunarinnar í nóvember sl. þar sem gert er ráð fyrir hraðari niðurfærslu lána heimila en áður og því eykst veðrymi heimila fyrr en verið hefði m.v. upphaflega áætlun stjórnvalda. Áhrif aðgerðarinnar á einkaneyslu gætu því einnig orðið nokkru framhlaðnari hjá þeim heimilum sem ekki hafa tök á því að jafna einkaneyslu yfir tíma. Ekki er þó talið að þessi breytta útfærsla breyti að marki því mati sem Seðlabankinn kynnti í viðauka 2 í *Peningamálum* 2014/1.

Mynd 17

Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja¹

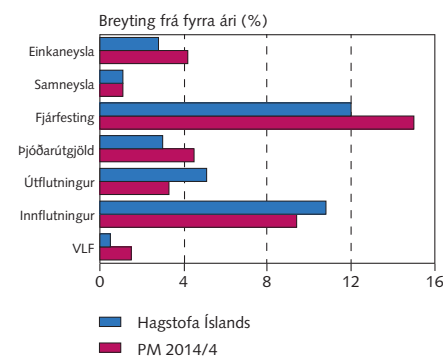
1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2014



1. Ný útlán að frádrægnum uppgreiðslum. Án eignarhaldsfélaga. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 18

Þjóðhagsreikningar fyrstu þrjú ársfjórðunga 2014 og mat Seðlabankans

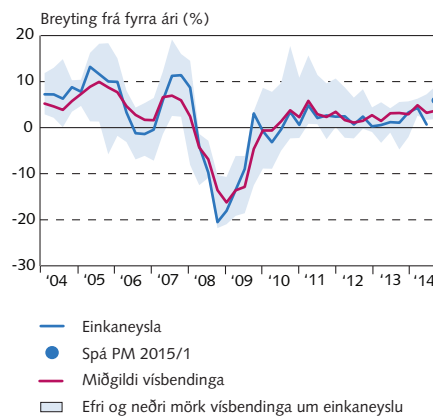


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

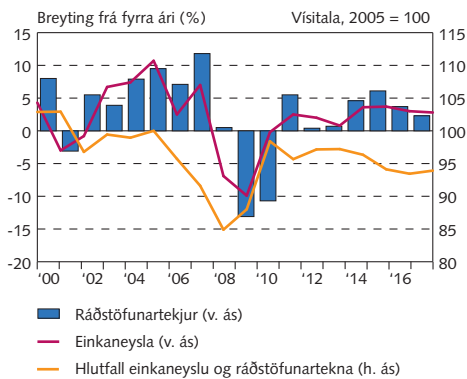
Vísbendingar um einkaneyslu¹

1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2014



1. Efri og neðri mörk átta vísbendinga um einkaneyslu. Vísbendingarnar eru kortavelta, dagvöruvelta, hlutabréfaverð, húsnæðisverð, innflutningur neysluvöru, nýskráningar bifreiða, laun og atvinnuleysi. Vísbendingarnar eru endurskilaðar þannig að þær hafa sama meðaltal og staðalfrávik og einkaneysla. Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd 20

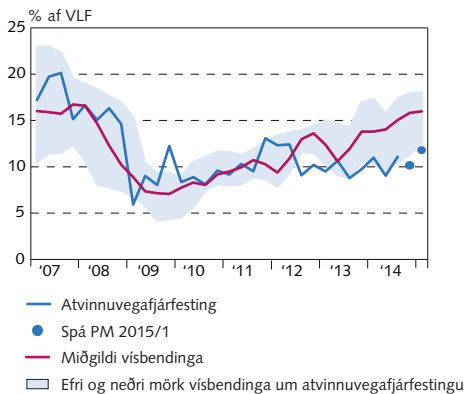
Einkaneysla og kaupmáttur
ráðstöfunartekna 2000-2017¹

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

Mynd 21

Vísendingar um atvinnuvegafjárfestingu¹

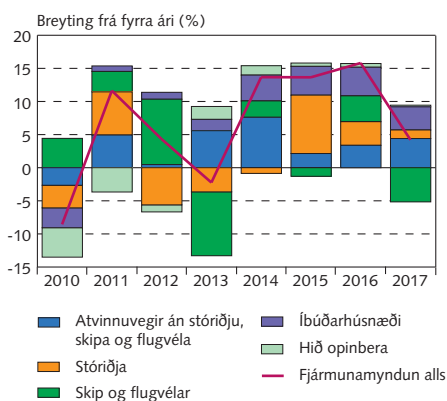
1. ársfj. 2007 - 1. ársfj. 2015



1. Efri og neðri mörk fimm vísendinga um atvinnuvegafjárfestingu. Vísendingarnar eru innflutningur fjárfestingarvöru á föstu verði og svör við fjórum spurningum úr könnun Capacent Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þær spurningar snúa að mati stjórnmenda á efnahagshorfum til sex mánaða, hvernig þeir telja innlenda eftirspurn eftir vörum eða þjónustu þeirra fyrirtækis munu þróast á næstu sex mánuðum, hvort þeir telji að fjárfesting þeirra fyrirtækis muni aukast á liðandi ári samanborið við fyrra ár og hvort framtegið fyrirtækisins muni aukast milli ára. Við matið á bilinu eru allar stærðirnar endurskilaðar þannig að þær hafi sama meðaltal og staðalfrávik og fjárfestingin. Skygga svæðið sýnir tveggja fjórðunga hreyfanlegt meðaltal vísendinga fjárfestingar taðið um tvo ársfjórðunga.

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 22

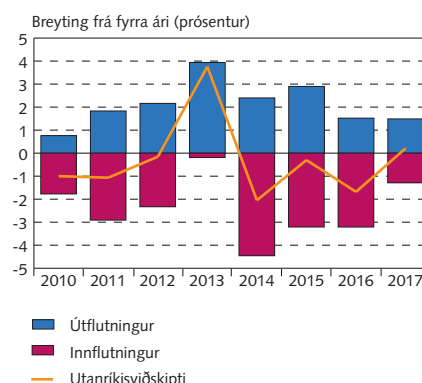
Þróun fjármunamyndunar og framlag
helstu undirlíða hennar 2010-2017¹

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

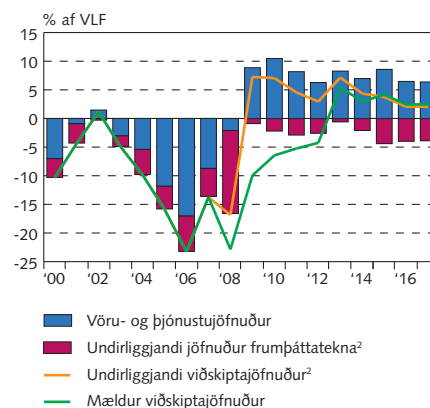
- Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var vöxtur samneyslunnar á fyrstu þrem fjórðungum ársins 2014 í samræmi við það sem gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Nýsamþykkt fjárlög benda hins vegar til þess að samneysluvöxturinn verði heldur meiri í ár en spáð var í nóvember. Horfur eru einnig á meiri fjárfestingu ríkisins en stærstu sveitarfélögin gera ráð fyrir minni útgjöldum til fjárfestingar. Út spátímann er m.a. miðað við að fjárfesting hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu haldist nálægt því sem það er nú í.
- Samkvæmt fjárlögum fyrir þetta ár verða tekjur ríkissjóðs um 10 ma.kr. meiri en gert var ráð fyrir í upphaflegu fjárlagafrumvarpi og er þeim að fullu ráðstafað til aukinna útgjalda. Áætlað er að afgangur á heildarjöfnuði verði 3,6 ma.kr. en að 67,9 ma.kr. afgangur verði á frumjöfnuði. Það er um ½ ma.kr. lakari niðurstaða á heildarjöfnuði en upphaflega var gert ráð fyrir og um 2,2 ma.kr. lakari niðurstaða á frumjöfnuði. Aðhaldsstig ríkisfjármála hefur því lítilla minnkað frá útgáfu síðustu *Peningamála*.
- Fjárfesting á þriðja ársfjórðungi síðasta árs jókst um tæp 23% frá sama tíma árið áður en þar munaði mestu um ríflega 34% vöxt atvinnuvegafjárfestingar. Þetta er heldur minni fjárfesting en í nóvemberspá Seðlabankans og má að mestu rekja það til minni fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Á fyrstu níu mánuðum ársins jókst heildarfjárfesting um 12% en í nóvember var spáð 15% vexti. Matið fyrir árið í heild hefur því verið endurskoðað og er nú talið að vöxturinn hafi verið tæp 14% í stað tæplega 18% vaxtar í nóvemberspánni.
- Þótt gert sé ráð fyrir heldur hægari uppbyggingu í orkufrekum iðnaði en búist var við í nóvember, m.a. vegna breyttra aðstæðna á alþjóðlegum mörkuðum, hafa horfur um fjárfestingu í ár og á næstu tveimur árum lítið breyst. Á þessu ári er gert ráð fyrir að fjárfesting aukist um tæplega 14%. Þar vegast á minni fjárfesting í orkufrekum iðnaði annars vegar og meiri almenn atvinnuvegafjárfesting hins vegar. Líkt og í nóvember er talið að heldur bæti í vöxtinn á næsta ári vegna aukinna umsvifa í orkufrekum iðnaði en að síðan hægi aftur á vextinum árið 2017. Gangi spáin eftir verður hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu um 19½% árið 2017 eða um 1 prósentu lægra en reiknað var með í nóvember og um 2 prósentum undir meðaltali síðustu þrjátíu ára.
- Horfur eru á að útflutningur vöru og þjónustu aukist um ríflega 5% í ár sem er talsvert meiri vöxtur en spáð var í nóvember. Vísendingar eru um meiri útflutning ymissar iðnaðarvöru en þá var búist við og upplýsingar frá aðilum í ferðamannaíðnaði benda til áframhaldandi fjölgunar ferðamanna til landsins en í nóvember var gert ráð fyrir að heldur myndi hægja á vextinum. Þá eru horfur á meiri vexti útflutnings sjávarafurða í ár sem rekja má til aukins loðnukvóta og hagstæðra grunnáhrifa frá fyrra ári þar sem samdrátturinn í fyrra reyndist meiri en gert var ráð fyrir í nóvember. Líkt og í nóvember er búist við að nokkuð hægi á vexti útflutnings á næstu tveimur árum og að hann verði í takt við vöxt eftirspurnar helstu viðskiptalanda.

- Þrátt fyrir nokkurn vöxt útflutnings í fyrra hefur framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verið neikvætt. Útlit er fyrir að svo verði áfram á meginhluta spátímans þrátt fyrir kröftugan vöxt útflutnings í ár. Vöxtur innflutnings var töluverður í fyrra, sérstaklega innflutningur neysluvöru og flutningatækja, og er spáð að sú þróun haldi áfram í ár í takt við kröftugan vöxt innlendrar eftirspurnar og þungan ferðamannastraum til landsins.
- Neikvætt framlag utanríkisviðskipta gerir það að verkum að smám saman dregur úr afgangi á viðskiptum við útlönd. Á móti hefur hins vegar vegið töluvert hagstæðari þróun viðskiptakjara. Skýrir viðskiptakjarabatinn að mestu leyti aukinn afgang á vöru- og þjónustuviðskiptum, úr um 7% af landsframléiðslu í fyrra í 8½% í ár. Það er um 3 prósentum meiri afgangur en spáð var í nóvember. Hagfelldari þróun vöru- og þjónustuviðskipta leiðir til þess að nú er útlit fyrir að afgangur verði á undirliggjandi viðskiptajöfnuði út spátímamann og að hann stefni í 2% af landsframléiðslu árið 2017 sem er 2 prósentum meiri afgangur en í nóvemberspánni.
- Eins og fyrr segir var hagvöxtur 0,5% á fyrstu þremur fjórðungum ársins í fyrra eða um 1 prósentu minni en spáð hafði verið í nóvember. Matið á hagvexti ársins hefur því verið endurskoðað og er nú gert ráð fyrir 2% hagvexti á árinu í stað 2,9% í nóvember. Hins vegar er ekki útilokað að þetta reynist vanmat þegar gleggri upplýsingar liggja fyrir. Vísbendingar um meiri kraft í einkaneyslu hafa áður verið nefndar. Þessu til viðbótar benda t.d. upplýsingar frá byggingaraðilum til þess að umsvif í byggingariðnaði séu meiri en lesa má út úr bráðabirgðatölum Hagstofunnar og mikill innflutningur á neysluvörum gæti bent til þess að birgðaaukning í innlendri smásölu sé vanmetin.
- Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði um 4¼% í ár í stað 3½% í nóvemberspánni. Auk grunnáhrifa vegna lakari hagvaxtar í fyrra skýrist frávikid fyrst og fremst af horfum um þróttmeiri ferðamannaíðnað og útflutning sjávarafurða en þá var spáð og jákvæðum áhrifum mikils viðskiptakjarabata sem einkum má rekja til mikillar lækkunar olíuverðs eins og áður hefur verið rakið. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst: heldur hægir á hagvexti þegar dregur úr eftirspurnaráhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda og hægir á vexti fjárfestingar í orkufrekum iðnaði. Spáð er 2¾% hagvexti á hvoru ári fyrir sig. Burðarás hagvaxtarins verður sem fyrr innlend eftirspurn, einkum einkaaðila, sem talið er að vaxi um liðlega 4% á ári að meðaltali. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur að meðaltali um 3% á ári á spátímanum sem er lítilla yfir meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára og vel yfir spáðum meðalhagvexti í helstu viðskiptalöndum.
- Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 1,5% frá fyrra ári á síðasta fjórðungi 2014 sem var í takt við nóvemberspá bankans. Þetta er nokkru meiri fjölgun en á fjórðungnum á undan (0,6%) sem styður við það mat sem sett var fram í síðustu *Peningamálum* að veikur vöxtur á þriðja ársfjórðungi hafi ekki verið merki um umskipti á vinnumarkaði. Fjölgun heildarvinnustunda á fjórða

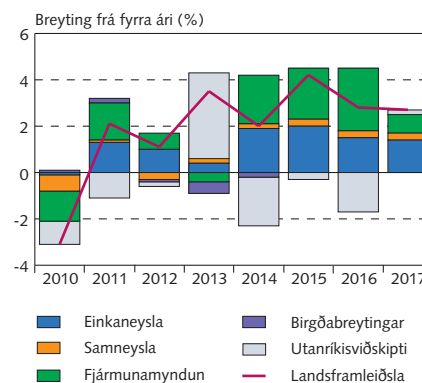
Mynd 23

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar 2010-2017¹

Mynd 24

Viðskiptajöfnuður 2000-2017¹

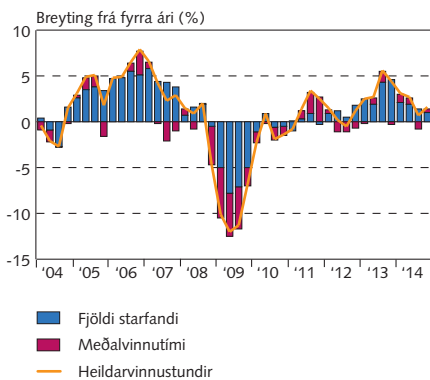
Mynd 25

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2017¹

Mynd 26

Breytingar á atvinnu og vinnutíma

1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2014

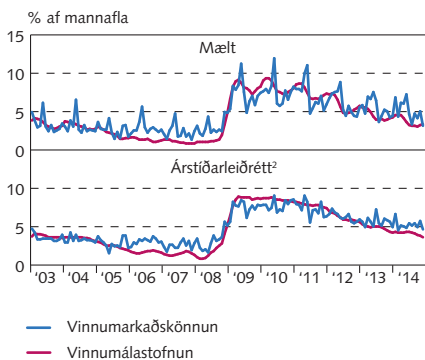


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 27

Atvinnuleysi¹

Janúar 2003 - desember 2014

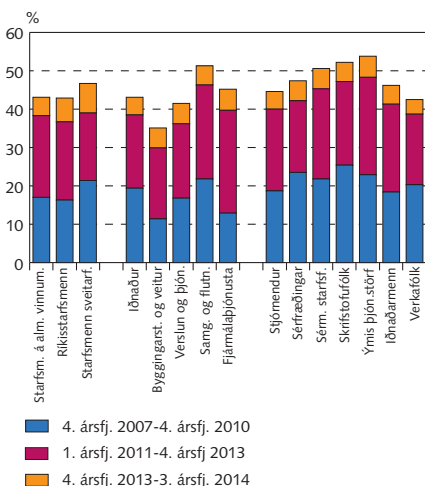


1. Mánaðarlegar tölur. 2. Árstíðarleiðrétting Seðlabankans.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 28

Hækkun launavísitölu eftir hópum á tímabili kjarasamninga sem gerðir voru árin 2008, 2011 og 2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fjórðungi skýrist að mestu leyti af fjölgun starfandi fólks (1%) en meðalvinnutími jókst einnig lítillega (0,4%). Allir aðrir mælikvarðar á eftirspurn og framboð vinnuafis þróuðust í sömu átt.

- Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi samkvæmt VMK var í takt við nóvemberspá bankans á fjórða ársfjórðungi í fyrra og var 4,8% að teknu tilliti til árstíðar. Stóð það nánast í stað milli fjórðunga en minnkaði um 0,4 prósentur milli ára.
- Niðurstöður könnunar Capacent Gallup, sem var framkvæmd í nóvember og desember sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, benda til þess að vinnuafseftirspurn gæti enn aukist nokkuð á fyrri helmingi þessa árs. Samkvæmt könnuninni vildu um 15 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsmönnum en fækka þeim. Þetta er svipuð niðurstaða og kom fram í könnunum á fyrri hluta síðasta árs.
- Þrátt fyrir verulega fjölgun starfandi fólks undanfarin tvö ár hefur hlutfall fyrirtækja sem telja vera skort á starfsfólki haldist nokkuð stöðugt í um 15%, þótt það hafi hækkað nokkuð frá því að það var lægst fyrst eftir fall fjármálakerfisins. Virðast atvinnurekendur eiga tiltölulega auðvelt með að flytja inn vinnuaf þegar innlent vinnuafli skortir. Á síðasta fjórðungi ársins 2014 fluttu fleiri til landsins en frá því og var fjölgunin vegna komu erlendra ríkisborgara.
- Horfur um vinnuafseftirspurn hafa lítið breyst frá því í nóvember. Áfram er gert ráð fyrir að slakinn á vinnumarkaði hverfi á þessu ári. Hlutfall starfandi hækkar um u.þ.b. ½ prósentu á spátímanum og líkt og í nóvember er gert ráð fyrir að atvinnuleysi haldi áfram að minnka og verði um 4% árið 2017.
- Launahækkunir samkvæmt launavísitölu hafa verið í takt við það sem gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Hækkaði launavísitalan á síðasta fjórðungi í fyrra um 1,4% milli fjórðunga og um 6,6% milli ára. Á sama tíma hefur kaupmáttur launa aukist um 5,3%. Er það töluvert umfram vöxt framleiðni en hún stóð í stað í fyrra ef marka má fyrirbyggjandi mælingar Hagstofunnar. Þær gætu þó breyst við endurskoðun þjóðhagstala.
- Launahækkunir á síðasta ári voru töluvert meiri en samningsaðilar gerðu ráð fyrir við gerð kjarasamninga í desember 2013. Vísitala launa hafði hækkað um 6,6% í desember sl. frá því að fyrstu kjarasamningar voru gerðir í sama mánuði 2013 en samningsaðilar gengu út frá að vísitalan myndi hækka um 4% á sama tíma. Launahækkunir hafa verið mismunandi eftir samningssviðum, starfsstéttum og atvinnugreinum og í nokkrum kjarasamningum hefur verið samið um töluvert meiri hækkunir en var almennt gert á vinnumarkaði í fyrra. Það endurspeglar að einhverju leyti að sumir hópar höfðu dregist aftur úr. Verði sambærilegar hækkunir almennt sóttar eins og komið hafa fram kröfur um mun launaþrýstingur frá vinnumarkaði verða töluvert umfram það sem gert er ráð fyrir í grunnsþá bankans og umtalsvert meiri en samræmist verðbólgu markmiðinu. Bakslag gæti einnig komið í efnahagsbatann leiði miklar launahækkunir til minnkandi vinnuafseftirspurnar.

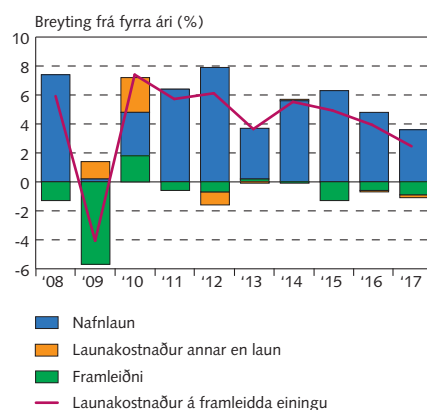
- Þar sem mikil óvissa er um niðurstöður kjaraviðræðna sem eru nýhafnar er í þessari spá gert ráð fyrir svipuðum hækkunum út spátímann og í nóvemberspánni, þ.e. framhlöðnum þriggja ára samningi þar sem nafnlaun hækka að meðaltali um u.þ.b. 5% á ári. Aðeins hefur verið leiðrétt fyrir þeim samningum sem gerðir hafa verið síðan. Hins vegar er framleiðnivöxtur talinn heldur hægari á árunum 2014-2017 en gert var ráð fyrir í nóvember. Því er útlit fyrir að launakostnaður á framleidda einingu aukist meira á tímabilinu en talið var í nóvember eða að meðaltali um 4,3% í stað 4% í nóvember. Það er hátt í 2 prósentum meiri vöxtur á ári en getur samræmst verðbólguþáttinum til lengdar.
- Talið er að slakinn í þjóðarþúinu hafi verið heldur meiri í fyrra en gert var ráð fyrir í nóvember. Líkt og þá er gert ráð fyrir að hann haldi áfram að minnka og að smám saman myndist framleiðsluspenna sem nær hámarki í tæplega 1% af framleiðslugetu undir lok þessa árs en taki síðan að minnka á ný þegar hægir á umsvifum í orkufrekum iðnaði. Búist er við að framleiðsla verði við framleiðslugetu árið 2017. Slakinn á vinnumarkaði þróast með áþekktum hætti.

Verðbólga

- Verðbólga hefur hjaðnað töluvert á undanförunum mánuðum og verið við eða undir verðbólguþáttinum Seðlabankans síðan snemma árs 2014. Á fjórða ársfjórðungi síðasta árs mældist hún 1,3% sem var 0,4 prósentum minna en gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Frávikið skýrist að mestu leyti af því að olíuverð á heimsmarkaði lækkaði mun meira en búist var við en almennur verðbólguþáttur hefur einnig verið minni. Lækkun bensínverðs hafði því langmest áhrif á vísitölu neysluverðs á fjórðungnum en hækkun húsnæðisverðs og almennrar þjónustu vó á móti. Í desember sl. mældist ársverðbólga 0,8%. Var það í fyrsta sinn sem hún fór niður fyrir 1% neðri vikið verðbólguþáttins.³ Meðalverðbólga ársins 2014 var 2% og hjaðnaði úr 3,9% árið áður.
- Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,7% milli mánaða í janúar sl. eftir að hafa hækkað um 0,3% í desember. Megindrifkraftar lækkunarinnar í janúar voru vetrarútsölur, umtalsverð lækkun bensínverðs og afnám almennra vörugjalda. Verð á mat- og drykkjarvöru hækkaði hins vegar um 2,6% frá fyrri mánuði sökum hækkunar neðra þreps virðisaukaskatts auk þess sem verð opinberrar þjónustu og húsnæðis hækkaði nokkuð. Ársverðbólga mældist 0,8% í janúar og hafði hjaðnað úr 1,9% frá því fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*. Hefur verðbólga ekki verið minni síðan í lok árs 1994. Verðbólgan skýrist að mestu leyti af lækkun húsnæðisverðs og ef horft er á vísitölu neysluverðs án húsnæðis hefur verðlag lækkað um 0,6% sl. tólf mánuði. Verðlækkun innfluttrar vöru og þjónustu hefur dregið verulega úr verðbólgu á

Mynd 29

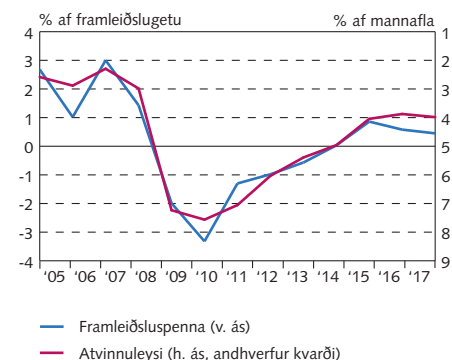
Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2017¹



1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 30

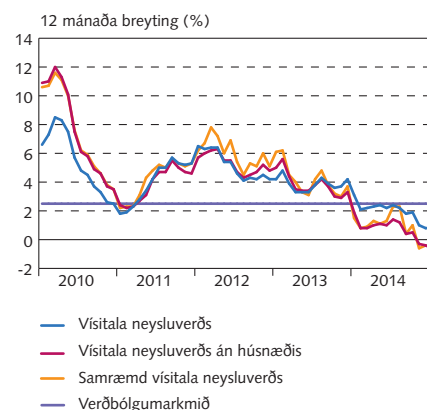
Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 2005-2017¹



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

Mynd 31

Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu
Janúar 2010 - janúar 2015



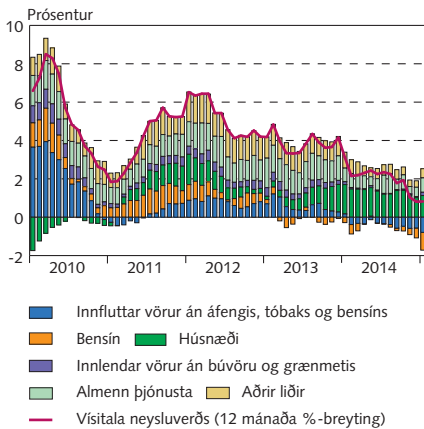
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Af því tilefni ritaði Seðlabankinn greinargerð til ríkisstjórnarinnar sem finna má í viðauka 2.

Mynd 32

Undirlitir verðbólgu

Framlag til verðbólgu janúar 2010 - janúar 2015

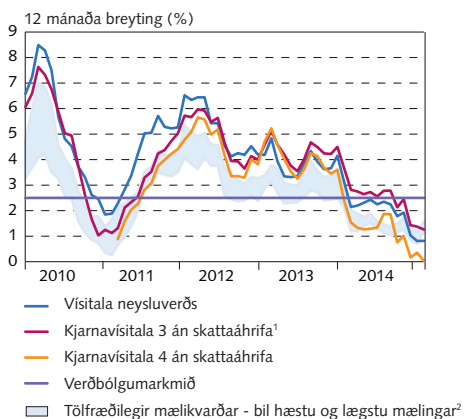


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 33

Ýmsir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu

Janúar 2010 - janúar 2015



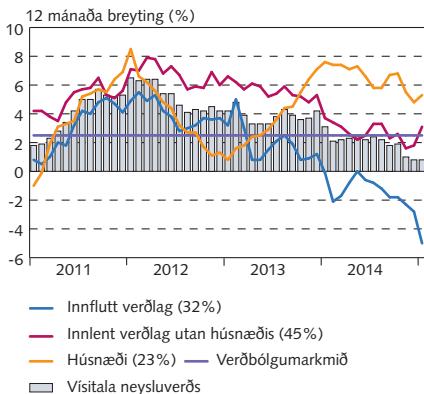
1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið. 2. Undirliggjandi verðbólga er mæld sem vegið miðgildi og sem klippt meðaltal (e. trimmed mean) þar sem 5%, 10%, 15%, 20% og 25% þeirra undirlitna sem breytast minnst og mest í verði eru undanskilin.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 34

Innlend og innflutt verðbólga¹

Janúar 2011 - janúar 2015



1. Innflutt verðbólga er nálguð með innfluttri mat- og drykkjarvöru, verði nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálguð með verði innlendra vöru og verði almennrar og opinberra þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

síðustu misserum og í janúar nam árslækkunin 5% enda hefur alþjóðleg verðbólga verið lítil, bein og óbein áhrif lækkunar olíuverðs veruleg og gengi krónunnar hækkað lítillega.

- Undirliggjandi verðbólga hefur einnig hjaðnað frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Kjarnavísitala 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflucendna matvöru-liða, bensíns, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, lækkaði um 1,1% í janúar og mældist undirliggjandi ársverðbólga 1,3% á þennan mælikvarða samanborið við 2,5% fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*. Á mælikvarða kjarnavísitölu 4, sem undanskilur til viðbótar markaðsvirði húsnæðis, hafði verðlag staðið í stað milli ára í janúar samanborið við 1% ársverðbólgu fyrir nóvemberspána. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún hafi legið á bilinu 1,2-1,6% í janúar og hafði hún reyndar aukist frá því í desember á þá mælikvarða. Hjöðnun mældrar verðbólgu að undanförmu virðist því byggjast á tiltölulega breiðum grunni og er undirliggjandi verðbólga lítil.
- Verðbólguvæntingar hafa lækkað á alla mælikvarða frá útgáfu síðustu *Peningamála* og eru flestir mælikvarðar við eða nálægt verðbólgu markmiði Seðlabankans. Í nýlegri könnun þjuggust stjórnendur fyrirtækja við því að verðbólga yrði 2,5% á næstu tólf mánuðum og hafa verðbólguvæntingar þeirra lækkað um ½ prósentu frá síðustu könnun í september 2014. Markaðsaðilar væntu að verðbólga yrði 2,6% eftir ár sem er lítillega minna en í síðustu könnun frá því í október 2014. Væntingar heimilanna hafa ekki lækkað jafn hratt að undanförmu en þau búast við að verðbólga verði 3,5% að ári liðnu sem er með því minnsta sem mælst hefur í slíkum könnunum. Vísendingar eru jafnframt um að langtímaverðbólguvæntingar hafi lækkað á síðustu mánuðum. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára mælist 3,2-3,4% og hefur lækkað um u.þ.b. 0,8 prósentu frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Það samsvarar því líklega verðbólguvæntingum í námunda við verðbólgu markmiðið þegar tekið hefur verið tillit til þess að álagið inniheldur einnig áhættuþóknun vegna óvissra verðbólguhorfa. Markaðsaðilar búast við að verðbólga verði að meðaltali 3% á næstu tíu árum sem er lítillega lægra en í október.

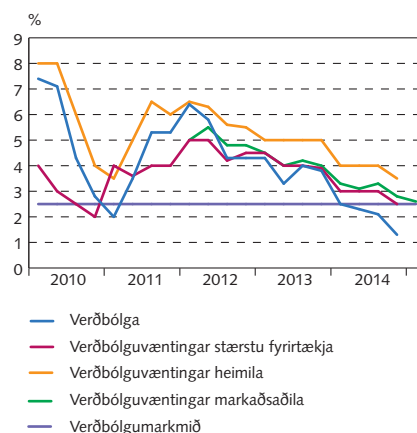
- Verðbólguhorfur hafa breyst töluvert frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði 0,5% á fyrsta ársfjórðungi þessa árs en í síðustu spá var búist við að hún yrði 2%. Frávikði skýrist einkum af mun lægri upphafsstöðu þar sem verðbólga hefur reynst minni undanfarna mánuði en búist var við sem má aðallega rekja til beinna og óbeinna áhrifa lækkunar olíuverðs á heimsmarkaði. Horfur eru á að verðbólga haldist undir verðbólgu markmiði Seðlabankans fram undir lok næsta árs og verði samkvæmt spánni 0,7% á þessu ári og 2,3% á árinu 2016. Verðbólga verður því líklega minni á meginhluta spátímans en gert var ráð fyrir í nóvember sl. Það felur í sér það mat að til viðbótar við lægri upphafsstöðu verði framleiðsluspennan heldur minni í ár og fram á næsta ár en þá var spáð og að alþjóðleg verð-

bólga verði minni. Horfur eru einnig á að nýleg lækkun olíuverðs gangi ekki að öllu leyti til baka og að olíuverð verði því lægra á spátímanum en gert var ráð fyrir í nóvember.

- Ýmsar forsendur spárinnar eru háðar töluverðri óvissu. Helst má nefna óvissu um niðurstöður komandi kjarasamninga þar sem launahækkningar gætu reynst meiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Ef samið yrði um launahækkningar sem eru umfram það sem samrýmist verðbólguþróuninni að viðbættum framleiðnivexti yrði verðbólguþróun meiri en hér er gert ráð fyrir. Óvissa um gengisþróun krónunnar á spátímanum er sem fyrr mikil í ljósi óvissu um áhrif losunar fjármagnshafa og uppgjör búa fallinna fjármálafyrirtækja. Verðbólguvæntingar hafa nýlega lækkað og eru á flesta mælikvarða nálægt verðbólguþróuninni. Hins vegar hefur ekki reynt á festu langtímaverðbólguvæntinga og því óvíst hvort þær myndu haldast nálægt markmiði Seðlabankans ef verðbólga ykist á ný. Erfiðara gæti þá reynst að ná aftur tókum á verðbólgu.
- Verðbólga gæti hins vegar einnig orðið minni en gert er ráð fyrir í spánni ef vöxtur innlendrar eftirspurnar reynist ofmetinn, t.d. vegna þess að alþjóðlegur efnahagsbati verður þróttminni. Einnig gæti verð olíu og annarrar hrávöru haldið áfram að lækka og alþjóðleg verðbólga reynst minni en búist er við.
- Til að endurspegla óvissuna í grunnspánni sýnir mynd 37 mat á líkindadreifingu verðbólguþróunarinnar, þ.e. bil verðbólgu sem taldar eru 50-90% líkur á að verðbólga verði innan næstu þrjú ári (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni er lýst). Í nóvemberspánni var talin meiri hætta á að verðbólga væri ofspáð til skemmri tíma og hefur það raungerst. Af þessum sökum er líkindadreifing spárinnar nú talin nokkurn veginn samhverf til skamms tíma en líkt og í nóvember er talin meiri hætta á að verðbólgu sé vanspáð til lengri tíma en að henni sé ofspáð. Um helmingslíkur eru taldar á að verðbólga verði á bilinu 1-2¾% að ári liðnu og 1¾-3½% í lok spátímans.

Mynd 35

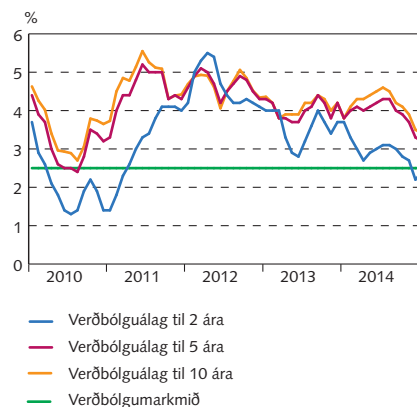
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2015



Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 36

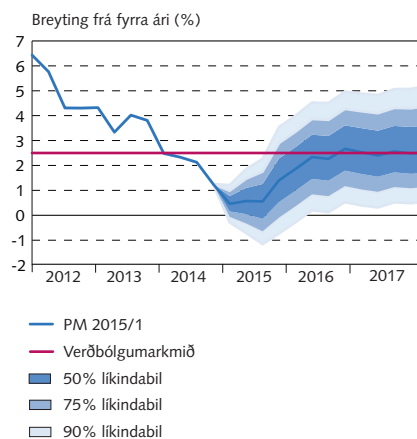
Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹
Janúar 2010 - janúar 2015



1. Verðbólguálag út frá vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa (mánaðarleg meðaltöl).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

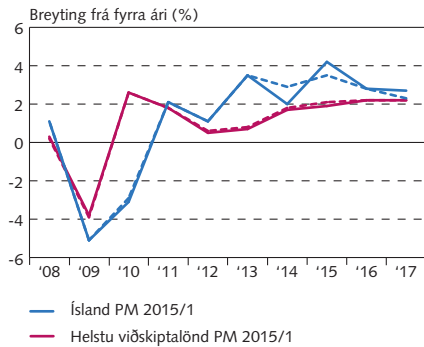
Mynd 37

Verðbólguþróun og óvissumat
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2018



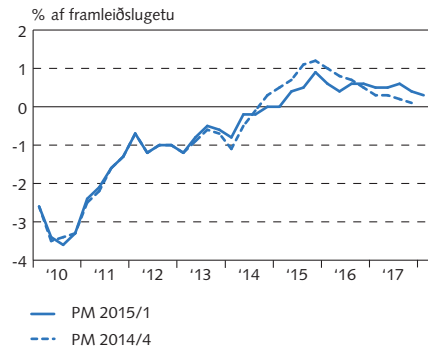
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 38
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum
2008-2017¹



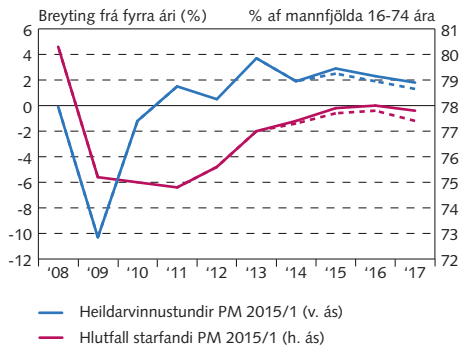
1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2014/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 39
Framleiðsluspenna¹
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2018



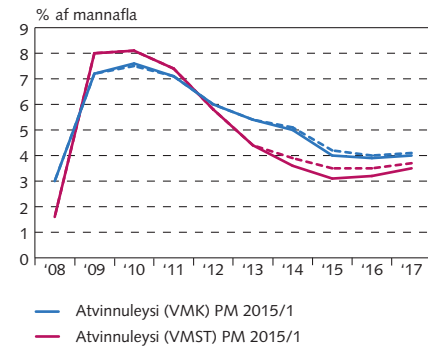
1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2014 - 1. ársfj. 2018.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 40
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2008-2017¹



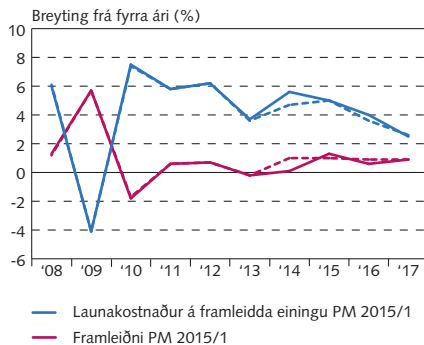
1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2014/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 41
Atvinnuleysi 2008-2017¹



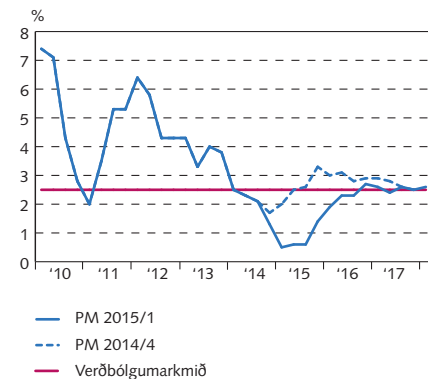
1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2014/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 42
Launakostnaður á framleidda einingu
og framleiðni 2008-2017¹



1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2014-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2014/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 43
Verðbólga¹
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2018



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

Viðauki 1

Spátöflur

Tafla 1 Landsframleiðsla og helstu undirliðir¹

	2013	2014	2015	2016	2017
Einkaneysla	0,8 (0,8)	3,6 (4,3)	3,7 (4,2)	3,0 (3,0)	2,8 (2,8)
Samneysla	0,8 (0,8)	0,9 (1,0)	1,4 (1,2)	1,1 (1,1)	1,2 (1,2)
Fjármunamyndun	-2,2 (-2,2)	13,7 (17,6)	13,7 (14,1)	15,8 (15,6)	4,2 (2,4)
Atvinnuvegafjárfesting	-8,6 (-8,6)	13,3 (17,6)	14,6 (14,5)	17,3 (17,1)	0,8 (-1,7)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	10,8 (10,8)	21,7 (24,8)	22,3 (21,5)	20,3 (19,9)	15,8 (14,2)
Fjárfesting hins opinbera	12,5 (12,5)	7,8 (12,5)	2,9 (5,6)	3,5 (4,3)	1,8 (3,6)
Þjóðarútgjöld	-0,3 (-0,3)	4,4 (5,3)	4,9 (5,3)	5,0 (5,0)	2,7 (2,4)
Útflutningur vöru og þjónustu	6,9 (6,9)	4,3 (3,6)	5,3 (2,6)	2,8 (2,2)	2,7 (3,2)
Innflutningur vöru og þjónustu	0,4 (0,4)	9,4 (8,3)	6,8 (5,9)	7,0 (6,5)	2,7 (3,4)
Verg landsframleiðsla (VLF)	3,5 (3,5)	2,0 (2,9)	4,2 (3,5)	2,8 (2,8)	2,7 (2,3)
VLF á verðlagi hvers árs (þús. ma.kr.)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,2 (2,1)	2,3 (2,2)	2,4 (2,3)
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	5,6 (5,6)	5,1 (5,1)	9,7 (7,2)	5,5 (5,8)	5,3 (5,1)
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	15,1 (15,1)	16,4 (17,1)	17,2 (18,7)	19,3 (21,0)	19,5 (20,9)
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	9,6 (9,6)	10,3 (10,9)	10,8 (11,8)	12,3 (13,4)	12,0 (12,9)
Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) ²	21,9 (22,0)	19,8 (20,3)	20,1 (19,2)	20,6 (19,9)	20,9 (20,2)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	3,7 (3,7)	-2,1 (-1,9)	-0,3 (-1,4)	-1,7 (-1,9)	0,2 (0,0)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/4). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og undirliggjandi viðskiptajafnaðar með rekstrarframlögum, nettó.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur¹

	2013	2014	2015	2016	2017
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	8,0 (8,0)	-11,0 (-6,9)	5,0 (2,0)	2,0 (0,0)	2,5 (2,5)
Útflutningsframleiðsla áls	3,0 (3,0)	1,7 (1,5)	3,7 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,1)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	-4,9 (-4,9)	5,4 (5,1)	3,0 (1,9)	1,0 (0,5)	2,1 (1,9)
Verð áls í USD ²	-4,8 (-4,8)	0,3 (0,6)	4,6 (9,7)	5,1 (6,1)	0,9 (2,4)
Verð eldsneytis í USD ³	-0,9 (-0,9)	-7,5 (-5,5)	-39,5 (-3,5)	16,3 (0,0)	9,3 (-0,2)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-1,9 (-1,9)	2,4 (1,1)	4,9 (1,2)	-0,4 (0,0)	-0,2 (0,1)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁴	1,6 (1,6)	1,1 (1,3)	0,8 (1,6)	1,7 (1,9)	1,9 (1,9)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁴	0,7 (0,8)	1,7 (1,8)	1,9 (2,1)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)
Innflutningur helstu viðskiptalanda ⁴	1,9 (1,3)	2,2 (3,3)	2,9 (3,6)	3,4 (2,9)	3,0 (2,5)
Skammtíamavextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁵	0,5 (0,5)	0,5 (0,4)	0,5 (0,6)	0,8 (1,4)	2,4 (2,4)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/4). 2. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 4. Spá frá Consensus Forecasts og Global Insight. 5. Þriggja mánaða peningamarkaðsvextir helstu viðskiptalanda Íslands samkvæmt spá OECD.

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

Tafla 3 Viðskiptajöfnuður og undirliðir hans¹

	2013	2014	2015	2016	2017
Vöru- og þjónustujöfnuður ¹	8,3 (8,3)	7,0 (6,5)	8,6 (5,5)	6,5 (3,4)	6,4 (3,4)
Mældur jöfnuður frumþáttatekna ²	-2,8 (-2,7)	-4,0 (-3,2)	-4,4 (-4,2)	-4,0 (-3,8)	-3,9 (-3,4)
Undirliggjandi jöfnuður frumþáttatekna ³	-0,6 (-0,5)	-2,1 (-2,3)	-4,4 (-4,2)	-4,0 (-3,8)	-3,9 (-3,4)
Mældur viðskiptajöfnuður ²	5,5 (5,6)	3,0 (3,3)	4,2 (1,3)	2,5 (-0,3)	2,5 (0,0)
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður ³	7,2 (7,3)	4,4 (4,0)	3,8 (1,3)	2,1 (-0,3)	2,1 (0,0)

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/4). 2. Reiknað samkvæmt staðli Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Jöfnuður frumþáttatekna að viðbættum rekstrarframlögum. 3. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð. Í þjónustujöfnuði hefur einnig verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slitameðferð. Á spátímanum er áætluðum áhrifum af uppgjöri bóa innlánsstofnana í slitameðferð bætt við.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta¹

	2013	2014	2015	2016	2017
Atvinnuleysi (skv. VMST; % af mannafla)	4,4 (4,4)	3,6 (3,9)	3,1 (3,5)	3,2 (3,5)	3,5 (3,7)
Atvinnuleysi (skv. VMK; % af mannafla)	5,4 (5,4)	5,0 (5,1)	4,0 (4,2)	3,9 (4,0)	4,0 (4,1)
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	77,0 (77,0)	77,4 (77,3)	77,9 (77,7)	78,0 (77,8)	77,8 (77,4)
Heildarvinnustundir	3,7 (3,7)	1,9 (1,9)	2,9 (2,5)	2,3 (1,9)	1,8 (1,3)
Framleiðni vinnuafis ²	-0,2 (-0,2)	0,1 (1,0)	1,3 (1,0)	0,6 (0,9)	0,9 (0,9)
Launakostnaður á framleidda einingu ³	3,6 (3,5)	5,7 (4,8)	5,0 (4,9)	4,0 (3,6)	2,4 (2,6)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	0,7 (0,7)	4,6 (4,9)	6,1 (5,8)	3,7 (3,9)	2,2 (4,6)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-0,6 (-0,7)	0,0 (0,3)	0,9 (1,2)	0,6 (0,5)	0,4 (0,1)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/4). 2. Hagvöxtur að fráðregnum vexti heildarvinnustunda. 3. Vöxtur launakostnaðar að fráðregnum framleiðnivexti.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Gengi krónunnar og verðbólga¹

	2013	2014	2015	2016	2017
Vísitala meðalgengis ²	218,9 (218,9)	206,9 (207,0)	207,6 (207,1)	207,6 (207,1)	207,6 (207,1)
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	3,9 (3,9)	2,0 (2,2)	0,7 (2,6)	2,3 (3,0)	2,5 (2,7)
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	3,7 (3,7)	2,0 (2,1)	0,4 (2,0)	2,3 (3,0)	2,5 (2,7)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/4). 2. Þröng viðskiptavog.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Ársfjórðungsleg verðbólguþátta (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi		
2014:1	2,5 (2,5)	2,4 (2,4)	1,1 (1,1)
2014:2	2,3 (2,3)	2,3 (2,3)	3,5 (3,5)
2014:3	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	0,9 (0,9)
2014:4	1,3 (1,7)	1,2 (1,7)	-0,4 (1,4)
	Spáð gildi		
2015:1	0,5 (2,0)	0,1 (1,5)	-2,0 (2,3)
2015:2	0,6 (2,5)	0,2 (1,9)	3,9 (5,3)
2015:3	0,6 (2,6)	0,2 (2,0)	0,8 (1,2)
2015:4	1,4 (3,3)	1,0 (2,7)	2,9 (4,4)
2016:1	1,9 (3,0)	1,9 (3,0)	-0,2 (1,0)
2016:2	2,3 (3,1)	2,3 (3,1)	5,9 (5,8)
2016:3	2,3 (2,8)	2,3 (2,8)	0,5 (0,3)
2016:4	2,7 (2,9)	2,7 (2,9)	4,7 (4,8)
2017:1	2,6 (2,9)	2,6 (2,9)	-0,7 (0,8)
2017:2	2,4 (2,8)	2,4 (2,8)	5,3 (5,2)
2017:3	2,6 (2,6)	2,6 (2,6)	1,2 (-0,5)
2017:4	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)	4,3 (4,5)
2018:1	2,6	2,6	-0,3

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2014/4.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 19. desember sl., var tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 0,8% í desember. Verðbólga fór því í fyrsta sinn síðan 2½% verðból gumarkmið var tekið upp niður fyrir neðri fráviksmörk sem fram koma í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands um verðból gumarkmið frá 27. mars 2001. Í yfirlýsingunni er kveðið á um að Seðlabankinn sendi ríkisstjórn greinargerð ef verðbólga fer undir 1% eða yfir 4%. Þessi mörk fela ekki í sér aðra formlega kvöð af hálfu Seðlabankans en að senda frá sér greinargerð þar sem gera skal grein fyrir ástæðum frávíks frá 2½% verðból gumarkmiði, hve lengi bankinn áætli að frávikið vari og eftir atvikum hvort hann telji ástæðu til að grípa til sérstakra aðgerða af þeim sökum.

Verðbólguþróunin undanfarið

Eftir að verðbólga náði hámarki í 18,6% í janúar 2009 minnkaði hún smám saman og var við markmið í lok ársins 2010. Í kjölfar kjarasamninga vorið 2011 sem fólu í í sér launahækkunar langt umfram það sem samrýmdust verðból gumarkmiði fór verðbólga hins vegar vaxandi á ný og náði hámarki í 6,5% í janúar 2012. Með aðhaldssamari peningastefnu tókst þó að ná tókum á henni og var verðbólga komin í markmið í ársbyrjun 2014. Frá þeim tíma hefur hún verið við eða undir markmiði og í lok árs fór verðbólga undir 1% fráviksmörk verðból gumarkmiðsins og mældist 0,8% eins og áður hefur komið fram.

Hjöðnun verðbólgunnar hefur verið enn meiri ef horft er á vísitölu neysluverðs án húsnæðis, en á þann mælikvarða var verðbólga um 1% framan af ári og fór undir 1% í september sl. og mældist lítillega neikvæð í nóvember. Í desember hafði verðlag á þennan mælikvarða lækkað um 0,4% frá fyrra ári.

Hjöðnun verðbólgunnar hefur byggst á tiltölulega breiðum grunni og hefur undirliggjandi verðbólga einnig minnkað. Benda mismunandi mælikvarðar kjarnaverðbólgu og tölfræðimælikvarða til þess að undirliggjandi verðbólga hafi verið á bilinu 0,4-1,4% í desember og 1% sé miðað við miðgildi þessara mælikvarða.

Undanfarin misseri hefur verðbólga fyrst og fremst verið drifin áfram af innlendum þáttum. Framan af stafaði hún einkum af hækkun innlendra vöru og þjónustu. Töluvert hefur hins vegar dregið úr hækkunum þeirra og var innlend verðbólga mæld á þennan hátt 1,8% í desember. Á þessu ári hefur innlend verðbólga því fyrst og fremst verið drifin áfram af hækkun húsnæðisliðar vísitölnnar. Nam árshækkun húsnæðisliðar vísitölnnar 7,6% í byrjun árs en hafði minnkað í 4,8% í desember.

Alþjóðleg verðbólga hefur verið mjög lítil undanfarið og hjaðnaði enn frekar eftir því sem leið á árið. Undanfarið hefur veruleg lækkun olíuverðs vegið þungt, en heimsmarkaðsverð olíu hefur lækkað um

tæplega 50% frá því í sumar. Þessi mikla lækkun olíuverðs hefur ekki einungis birst í lækkun innlends bensínverðs heldur hefur hún einnig haft áhrif á verð fjölda vara og þjónustu, eins og t.d. verð á samgöngum og flutningum. Á sama tíma hefur viðskiptavegið gengi krónunnar hækkað um 2½% frá fyrra ári, þrátt fyrir að Seðlabankinn hefði lagst gegn hækkuninni með miklum gjaldeyriskaupum. Hrein gjaldeyriskaup bankans það sem af er ári námu á Þorláksmessu 112 ma.kr. eða sem samsvarar um 5½% af áætlaðri landsframléiðslu ársins. Verðlag innfluttrar vöru og þjónustu í krónum mælt hefur því lækkað töluvert að undanfögnu og hefur árslækkunin ágerst á seinni hluta ársins og nam 2,8% í desember.

Skammtímaverðbólguvæntingar hafa lækkað nokkuð undanfarið í takt við minnkandi verðbólgu og nú nýverið voru verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs komnar í 2,5%. Eftir að hafa verið nálægt 4% um nokkurt skeið hafa langtímaverðbólguvæntingar einnig tekið að þokast í átt að markmiði, hvort heldur tekið er mið af væntingakönnunum eða vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Ef tekið er tillit til þess að vaxtamunurinn felur í sér áhættuþóknun auk væntinga markaðsaðila um verðbólgu má ætla að vaxtamunurinn feli í sér að langtímaverðbólguvæntingar séu nú nálægt verðbólgu markmiðinu.

Breytir nýleg efnahagspróun mati á verðbólguhorfum?

Síðasta verðbólguþá Seðlabankans var birt í *Peningamálum* 2014/4 hinn 5. nóvember sl. Spáð var að verðbólga myndi minnka úr 2,1% á þriðja fjórðungi þessa árs í 1,7% á hinum fjórða. Talið var að verðbólga myndi aukast á ný í 2% á fyrsta fjórðungi næsta árs, vera við markmið um mitt árið og haldast nokkurn veginn þar út spátímann sem náði til ársloka 2017.

Mikil hjöðnun verðbólgu í nóvember gerir það að verkum að verðbólga mældist nokkru minni á fjórða ársfjórðungi en Seðlabankinn hafði spáð, eða 1,3%. Þessi hjöðnun verðbólgu mun hafa umtalsverð áhrif á árstakt verðbólgunnar á næstu mánuðum og gera það að verkum, ásamt mikilli lækkun bensínverðs, að verðbólga verði að öðru óbreyttu nokkru minni fram eftir næsta ári en spáð var í nóvember.

Bankinn mun birta nýja verðbólguþá í *Peningamálum* sem gefin verða út 4. febrúar nk. Þar verður ítarlegra mat lagt á efnahags- og verðbólguhorfur og helstu áhættuþætti spárinnar.

Viðbrögð peningastefnunnar

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur þegar brugðist tvívegis við nýlegri hjöðnun verðbólgu og lækkun langtímaverðbólguvæntinga. Vextir bankans voru lækkaðir um 0,25 prósentur í nóvember og 0,5 prósentur til viðbótar í desember. Lykilvextir bankans standa því nú í 4,5% en voru 5,25% í byrjun árs 2014.¹ Eins og kemur fram í yfirlýsingu peningastefnunefndar frá 10. desember sl. telur nefndin að núverandi vaxtastig sé líklega nálægt því sem ætla má að samrýmist jafnvægi í þjóðarþúskapnum og verðbólgu við markmið. Hins vegar kom fram í

1. Hér er átt við þá vexti sem skipta meginmáli fyrir skammtíavexti á markaði og mæla því best aðhaldsstig peningastefnunnar. Þeir vextir eru nú vextir bankans á sjö daga bundnum innlánum.

yfirlýsingu nefndarinnar að forsendur gætu skapast fyrir frekari lækkun vaxta verði verðbólga áfram undir markmiði og launahækkanir í komandi kjarasamningum í samræmi við verðból gumarkmiðið. Á hinn bóginn gætu óhóflegar launahækkanir og vöxtur eftirspurnar grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka þurfi vexti á ný.

Eins og áður hefur komið fram er undirliggjandi verðbólga lítil og sé horft fram hjá húsnæðislið vísitölu neysluverðs mælist lítilsháttar verðhjöðnun. Þrátt fyrir það eru litlar líkur taldar á langvarandi verðhjöðnunarkeiði. Nafnvöxtur eftirspurnar er enn töluverður. Jókst nafnvirði landsframléiðslunnar um 3½% á fyrstu þremur fjórðungum ársins og nafnlaun hækkuðu um 5½% á sama tíma miðað við launavísitölu Hagstofunnar. Slakinn í þjóðarþúskaðum hefur jafnframt minnkað og er talið að hann hverfi fljótlega og snúist í lítilsháttar spennu. Aðstæður hér á landi eru því töluvert frábrugðnar aðstæðum í mörgum viðskiptaríkja Íslands. Í flestum þeirra er enn talinn vera nokkur slaki til staðar, nafnvöxtur eftirspurnar og launa er hverfandi og verðbólguvæntingar hafa lækkað undir verðból gumarkmiði. Þess vegna eru nafnvextir þar töluvert lægri en hér á landi.

Langvinn verðhjöðnun getur verið alvarlegt vandamál, sérstaklega í skuldsettum ríkjum sem búa við hægan vöxt efnahagssumsvifa. Því er að jafnaði ekki síður ástæða til þess að vera á varðbergi gagnvart verðhjöðnun en verðbólgu. Þessi hætta er þó minni hér á landi en í öðrum þróuðum löndum og neikvæðar afleiðingar verðhjöðunar líklega minni, enda er Ísland lítið, opið og útflutningsdrifið hagkerfi þar sem ætti að vera hægt að hindra verðhjöðnun með því að knýja fram lækkun á gengi krónunnar með lækkun vaxta eða kaupum á erlendum gjaldeyri. Þá leiðir viðtæk verðtrygging fjárskuldbindinga til þess að raungreiðslubyrði þeirra eykst almennt ekki hér á landi við skilyrði verðhjöðunar að óbreyttum tekjum, heldur hið gagnstæða. Ólíkt því sem þekkist í nágrannalöndunum, þar sem vextir eru orðnir eins lágir og þeir geta með góðu móti orðið með hefðbundnum stjórnþækjum, gefur núverandi vaxtastig Seðlabankans honum einnig töluvert svigrúm til þess að bregðast við verðhjöðnun með lækkun vaxta.

Langvarandi verðhjöðnun er af margvíslegum ástæðum óæskilegt ástand. Þó svo að mjög litlar líkur séu um þessar mundir á því hér á landi er það hlutverk peningastefnunnar að beina verðbólgunni í átt að því markmiði sem tilgreint er í yfirlýsingunni frá 2001. Í þessu sambandi verður þó að líta til þriggja þátta sem á þessu stigi kalla á varfærin viðbrögð. Í fyrsta lagi að verðbólga er um þessar mundir verulega undir verðból gumarkmiði fyrst og fremst vegna lækkunar innflutningsverðs sakir alþjóðlegrar þróunar og tiltölulega stöðugs gengis. Laun hafa hins vegar hækkað að undanfögnu töluvert umfram þar sem til lengdar samrýmist verðból gumarkmiðinu. Viðsnúningur í annað hvort erlendri verðbólgu eða gengi krónunnar gæti því aukið verðbólguna umtalsvert á stuttum tíma. Í öðru lagi þá er stutt síðan verðbólguvæntingar mældust í samræmi við verðból gumarkmiðið og því hefur ekki mikið reynt á kjölfestu þeirra við markmið. Í þriðja lagi, og síðast en ekki síst, þarf að horfa til þess óróleika sem gætir á vinnumarkaði og sem gæti leitt til þess að verðbólga ykist hratt á ný óháð þróun erlendra verðbólgu. Því er óvíst hvort færi gefst á frekari lækkun vaxta bankans fyrr en dregið hefur úr þeirri óvissu sem nú ríkir á vinnumarkaði.

