

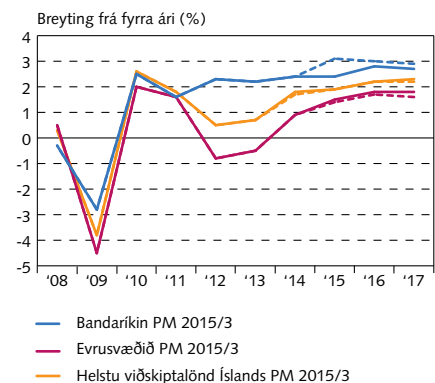
Verðbólguhorfur versna í kjölfar kjarasamninga¹

Hægfara alþjóðlegum efnahagsbata vindur fram og nokkuð hefur dregið úr óvissu um alþjóðlegar hagvaxtarhorfur. Olíuverð hefur lækkað enn frekar á alþjóðamörkuðum og viðskiptakjör þjóðarbúsins því haldið áfram að batna. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að hagvöxtur hafi verið 2,9% á fyrsta fjórðungi þessa árs. Horfur eru á að hagvöxtur sæki enn frekar í sig veðrið er líður á árið og verði 4,2% á árinu í heild. Það er þó um ½ prósentu minni hagvöxtur en í maíspá Peningamála enda reyndist hagvöxtur á fyrsta fjórðungi minni en þá hafði verið spáð. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár hafa einnig verið færðar niður og er nú gert ráð fyrir um 3% vexti hvort ár í stað 3½% í maí. Samsetning hagvaxtarins breytist einnig og er nú í enn meira mæli drifinn áfram af innlendra eftirspurn, einkum einkaneyslu. Meginskýring breyttra efnahagshorfa liggur í nýgerðum kjarasamningum sem fela í sér verulegar launahækkningar í ár og á næstu tveimur árum. Eins og rakið var í frávíkisdæmi í maíhefti Peningamála munu svo miklar launahækkningar óhjákvæmilega hafa í för með sér aukið aðhald peningastefnunnar sem draga mun úr fjárfestingu og vinnuafseftirspurn. Því er einnig gert ráð fyrir hægari fjölgun heildarvinnustunda og meira atvinnuleysi á spátímanum en spáð var í maí. Samningarnir fela í sér að launakostnaður á framleidda einingu hækkar um 9% í ár og rúmlega 7% á ári að meðaltali á spátímanum sem eru töluvert meiri hækkanir en gert var ráð fyrir í maíspánni. Á móti vegur að gert er ráð fyrir minni hækkun innflutningsverðlags á spátímanum en spáð var í maí, ekki síst vegna mikillar lækkunar alþjóðlegs olíuverðs síðustu vikur. Verðbólguhorfur versna þó verulega frá því sem gert var ráð fyrir í maí. Samkvæmt endurskoðaðri spá verður verðbólga komin í ríflega 4% snemma á næsta ári og verður á bilinu 4-4½% á næstu tveimur árum áður en hún tekur að hjaðna á ný í átt að verðbólgu markmiðinu er líða tekur á spátímann. Nokkur óvissa er varðandi hugsanleg frávík verðbólgu frá ofangreindri spá. Það stafar aðallega annars vegar af óvissu um í hve ríkum mæli launahækkunum verður velt út í verðlag eða þeim mætt með aukinni hagræðingu og því veikara atvinnustigi og hins vegar af óvissu um alþjóðlega verðþróun og áframhald viðskiptakjarabata.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

- Á fyrsta fjórðungi ársins var veginn meðalhagvöxtur viðskiptalanda Íslands 1,8%, sem er örlitlu meiri vöxtur en á sama fjórðungi í fyrra en í takt við það sem gert var ráð fyrir í maíspá *Peningamála*. Þrátt fyrir að hagvöxtur á öðrum fjórðungi hafi reynst nokkru undir væntingum í Bandaríkjunum er áfram gert ráð fyrir nær óbreyttum hagvexti meðal viðskiptalanda á fjórðungnum. Vegur þar þyngst heldur meiri hagvöxtur á evrusvæðinu en þar hefur lægra olíuverð og lægra gengi evrunnar stutt við innlenda eftirspurn og útflutningsgreinar. Meðalhagvöxtur viðskiptalanda á fyrri hluta ársins er því óbreyttur frá maíspánni þrátt fyrir að heimshagvöxtur hafi reynst heldur minni en þá var gert ráð fyrir.
- Þróunin það sem af er ári og vísbendingar um það sem eftir lifir árs benda til þess að hagvöxtur í Bandaríkjunum í ár verði 2,4% en ekki 3,1% eins og spáð var í maí. Horfur eru á örlitlu meiri hagvexti á evrusvæðinu eða 1,5% í stað 1,4%. Það, ásamt bættum hagvaxtarhorfum í Danmörku, sem vegur álíka mikið og Bandaríkin í utanríkisviðskiptum Íslands, gerir það að verkum að áfram er gert ráð fyrir að hagvöxtur viðskiptalanda verði að meðaltali 1,9% í ár. Líkt og í maí er búist við að hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda aukist í 2¼% á næstu tveimur árum.

Mynd 1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2008-2017¹



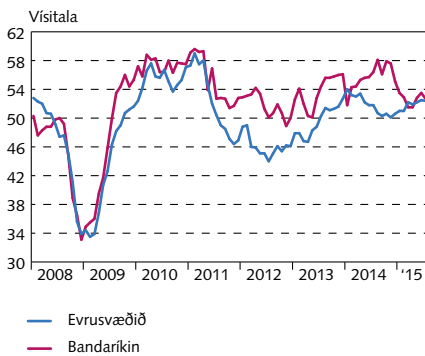
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/2. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála frá *Peningamála* 2015/2 í maí sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir um miðjan ágúst.

Mynd 2

Leiðandi vísbandingar um hagvöxt¹

Janúar 2008 - júlí 2015

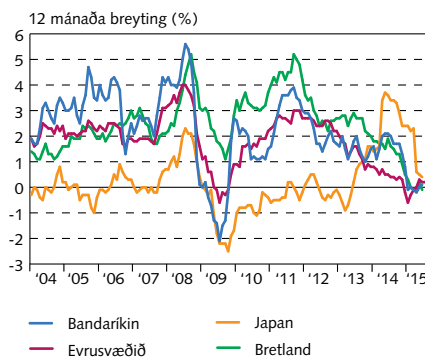


1. Framleiðsluvísitalan fyrir framleiðendur í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu, Manufacturing Purchasing Managers' index (PMI) er birt mánaðarlega og er árstúðarleidd. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt. Heimildir: Bloomberg, Macrobond.

Mynd 3

Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2004 - júlí 2015

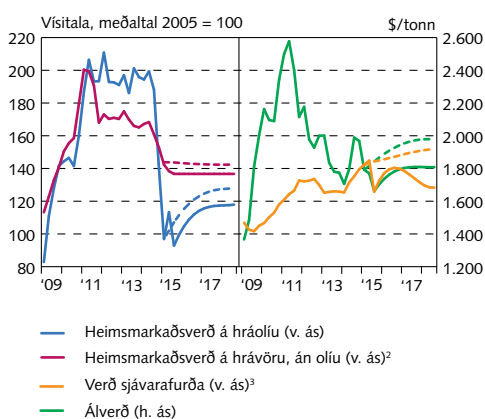


Heimild: Macrobond.

Mynd 4

Verð á sjávarafurðum, áli, olíu og hrávöru¹

1. ársfj. 2009 - 3. ársfj. 2018



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/2. 2. Verð á hrávöru án olíu í USD. 3. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu vöruútflutnings. Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Nymex, Seðlabanki Íslands.

- Enn er nokkur óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum til staðar, m.a. vegna nýlegs umróts á kínverskum fjármálamarkaði og ótta við áhrif væntanlegra vaxtahækkana bandaríska seðlabankans á alþjóðlega fjármálamarkaði, einkum í nýmarkaðsríkjum. Óvissan virðist þó hafa minnkað undanfarið í kjölfar þess að samkomulag náðist um skuldavanda Grikklands. Að sama skapi hefur óvissa í alþjóðastjórn mállum minnkað í kjölfar samkomulags um afnám viðskiptabanns á Íran. Áfram eru þó taldir meiri líkur á að hagvöxtur í heiminum verði minni en áætlanir gera ráð fyrir þótt líkurnar hafi minnkað frá því fyrr á þessu ári.
- Verðbólga í viðskiptalöndum Íslands mældist 0,6% að meðaltali á öðrum ársfjórðungi og jókst um 0,2 prósentur frá fyrri fjórðungi eftir samfellda hjöðnun frá þriðja ársfjórðungi ársins 2011. Var aukningin lítillega meiri en talið var við gerð máispár *Peningamála*, einkum vegna meiri verðbólgu á evrusvæðinu. Verðbólguvæntingar virðast einnig hafa náð nokkurri viðspyrnu frá því í vetur samfara batnandi skilyrðum á vinnumarkaði í Bretlandi og Bandaríkjunum og betri hagvaxtarhorfum á evrusvæðinu. Í ár er gert ráð fyrir að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði 0,7% að meðaltali og aukist í 1,6% á næsta ári og í 1,9% árið 2017. Langtímavextir hafa einnig hækkað í helstu iðnríkjum í takt við hærri verðbólguvæntingar og minnkandi óvissu um hagvaxtarhorfur. Sem fyrr er almennt gert ráð fyrir að bandaríski seðlabankinn hækki vexti fyrir árslok og Englandsbanki í byrjun næsta árs.
- Bæði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og OECD hafa hækkað spár sínar um vöxt innflutnings viðskiptalanda Íslands fyrir þetta og næsta ár. Í Bandaríkjunum og Bretlandi endurspeglar þetta áhrif umtalsverðrar gengishækkunar sem hefur aukið eftirspurn eftir innfluttum vörum, en á evrusvæðinu skýrist þetta af meiri vexti eftirspurnar. Grunnspá Seðlabankans hefur verið endurskoðuð í takt við þessar breytingar og er nú talið að innflutningur viðskiptalanda Íslands aukist að meðaltali um 3,8% á þessu ári sem er hátt í 1 prósentu meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í maí. Horfur um vöxt eftirspurnar helstu viðskiptalanda hafa einnig batnað fyrir næstu tvö ár.
- Minni hagvöxtur á heimsvísu það sem af er ári hefur leitt til enn frekari lækkunar alþjóðlegs hrávöruverðs. Verð á annarri hrávöru en olíu hefur lækkað um 6% frá útgáfu *Peningamála* í maí og um 17% frá fyrra ári. Verð á matvöru, mælt í Bandaríkjadöllum, hefur lækkað um 13% frá fyrra ári en staðið í stað frá því í maí. Á árinu í heild er gert ráð fyrir að verð á annarri hrávöru en olíu lækki um hátt í 15% frá fyrra ári, sem er um 3 prósentum meiri lækkun en búist var við í maí. Nú er einnig gert ráð fyrir lækkun á næsta ári.
- Olíuverð hefur lækkað frá því í sumar eða um liðlega fimmtung frá því í júlíbyrjun þegar tilkynnt var um að samkomulag hafði náðst við Írani. Olíuverð fór rétt niður fyrir 50 Bandaríkjadali á tunnuna um miðjan ágúst sem er svipað og það var lægst í byrjun árs eftir mikla lækkun frá seinni hluta árs í fyrra. Lækkunin er þvert á væntingar um hægfara hækkun olíuverðs og er verðið

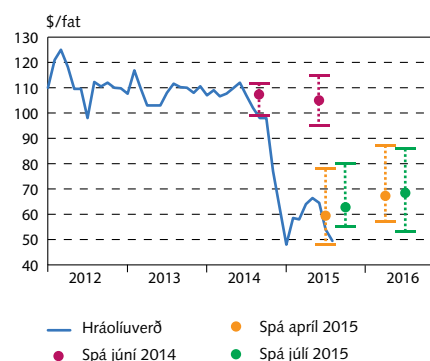
nú hátt í 20% lægra en flestir sérfræðingar spáðu í apríl sl. Að hluta endurspeglar lækkunin hægarí efnahagssumsvif á fyrri hluta ársins en einnig væntingar um lægra verð næstu misserin vegna aukins olíuframboðs í kjölfar samningsins við Írani, sérstaklega þar sem OPEC-ríkin hafa ákveðið að draga ekki úr framboði sínu. Grunnspáin tekur mið af framvirku verði á olíu og verðspá greiningaraðila. Gert er ráð fyrir að verð hækki á ný en að meðalverðið á árinu 2015 verði samt 44% lægra en meðalverðið á árinu 2014. Þetta er nokkru meiri lækkun en búist var við í maí. Gert er ráð fyrir að olíuverð verði í kringum 68 Bandaríkjadali á tunnu um mitt ár 2018 í stað 73 dala í maíspánni.

- Viðskiptakjör þjóðarþúsins hafa ekki batnað jafn mikið á einum ársfjórðungi og á fyrsta fjórðungi ársins þegar þau hækkuðu um 14,5% frá fyrra ári. Það er töluvert meiri bati en gert hafði verið ráð fyrir í maíspánni. Hagstæðara verð á útflutningsafurðum, sérstaklega sjávarafurðum og áli, og lægra vöruinnflutningsverðlag leggjast á eitt við að skýra batann. Verð álafurða innlendra framleiðenda hækkaði nokkru meira á fyrsta ársfjórðungi en álverð á alþjóðamörkuðum en álagið ofan á innlendar afurðir hefur lækkað á ný á síðustu mánuðum og á heildina litið er gert ráð fyrir óhagstæðari þróun álverðs í ár og á næsta ári en í maí. Verð á sjávarafurðum hefur á hinn bóginn hækkað sleitulaust frá byrjun síðasta árs og gert er ráð fyrir að svo verði áfram út þetta og næsta ár. Í takt við spá OECD um verðþróun sjávarafurða er hins vegar talið að það lækki árið 2017. Yfir spátímann í heild eru horfur á að viðskiptakjör batni um 5% sem er lítillega hagstæðari þróun en spáð var í maí.
- Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 1,7% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Það hefur því hækkað um 24% frá því að það var lægst árið 2009 en er þó enn um 7% lægra en meðaltal síðustu þrjátíu ára. Hækkunina á fyrstu sjö mánuðum ársins má til jafns rekja til hækkunar á nafngengi krónunnar og meiri verðbólgu hér á landi en í helstu viðskiptalöndum.

Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

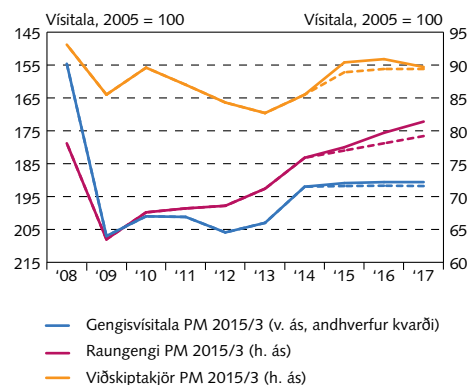
- Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað að halda vöxtum bankans óbreyttum á fundi sínum í maí sl. en að hækka þá um 0,5 prósentur á fundinum í júní sl. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á bundnum innlánnum til sjö daga, voru því 5% fyrir útgáfu þessara *Peningamála*. Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun vaxta bankans en velta á markaðnum hefur verið lítil það sem af er þriðja ársfjórðungi eftir að hafa aukist á öðrum fjórðungi.
- Þrátt fyrir hækkun nafnvaxta bankans hefur taumhald peningastefnunnar veikt frá því í maí sl. þar sem verðbólga er meiri og verðbólguvæntingar hærri. Raunvextir bankans eru um 3% miðað við núverandi ársverðbólgu og 1,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar.

Mynd 5
Olíuverð og spár markaðsgreinenda¹



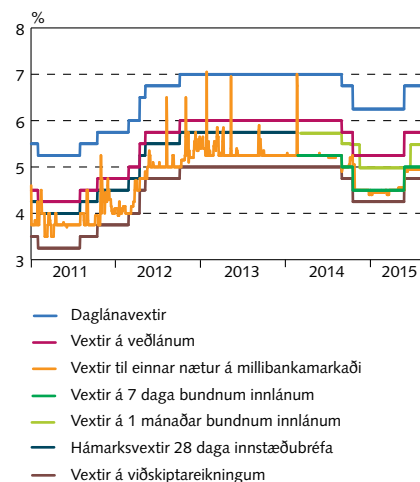
1. Verð á fati af Brent-olíu í Bandaríkjadöllum. Síðasta mælingin sýnir meðalverð það sem af er ágúst. Punktar sýna meðalspá markaðsgreinenda í könnun Consensus Forecasts en bilið sýnir bil hæsta og lægsta gildis spáanna.
Heimildir: Bloomberg, Consensus Forecasts.

Mynd 6
Gengi krónunnar og viðskiptakjör 2008-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/2.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7
Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-markaðsvextir
Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 14. ágúst 2015

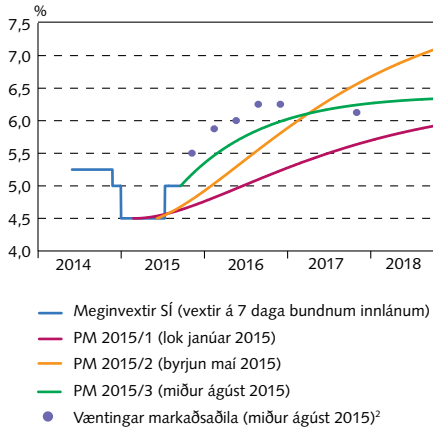


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Meginvextir Seðlabanka Íslands, framvirkir vextir og væntingar markaðsaðila um meginvexti bankans¹

Daglegar tölur 21. maí 2014 - 30. september 2018



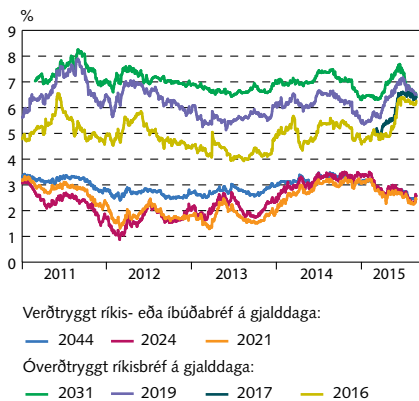
1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila dagana 10.-13. ágúst 2015.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 14. ágúst 2015

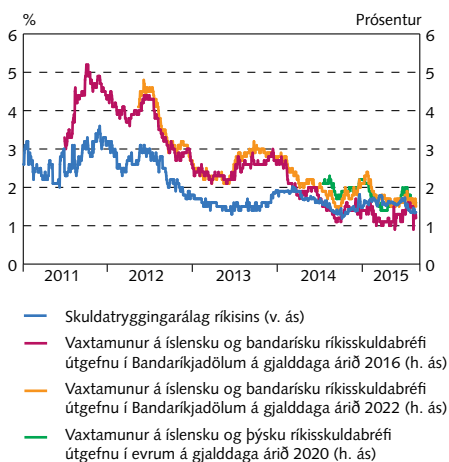


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 14. ágúst 2015



Heimild: Bloomberg.

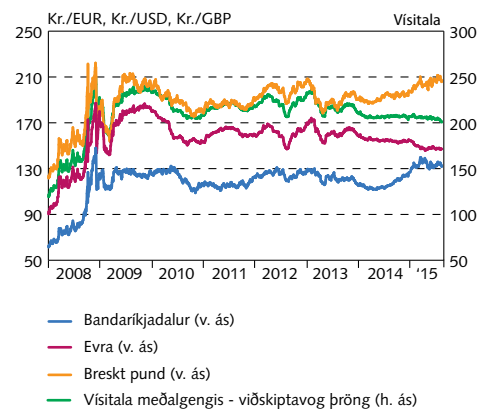
- Samkvæmt könnun bankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd um miðjan ágúst sl. búast þeir við að meginvextir bankans verði hækkaðir um $\frac{3}{4}$ úr prósentu til loka þessa árs og um $\frac{1}{2}$ prósentu til viðbótar á fyrri helmingi þess næsta, í 6,25%. Það er allt að 1 prósentu hærra vextir en þeir væntu í maí sl. Mat á framvirkum vöxtum gefur svipaða niðurstöðu.
- Þrátt fyrir hækkun vaxta Seðlabankans hefur ávöxtunarkrafa lengri verðtryggðra og óverðtryggðra íbúðar- og ríkisbréfa lækkað um $\frac{1}{4}$ -1 prósentu frá því í maí. Mest er lækkunin frá byrjun júní en þá var áætlun stjórnvalda og Seðlabanka Íslands um losun fjármagnshafta kynnt og því líklegt að vaxtalækkunin endurspegli að einhverju leyti væntingar um að losunarferlið hafi í för með sér verulega lækkun á skuldum ríkissjóðs. Aukna bjartsýni um stöðu ríkissjóðs má einnig sjá í bættu láns hæfi hjá öllum þremur alþjóðlegu matsfyrirtækjunum og lækkun á skuldatryggingarálagi á skuldbindingar ríkissjóðs. Áhættuálag út frá mun á ávöxtunarkröfu lengri skuldabréfa ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og samþærilegra bréfa Bandaríkjanna og Þýskalands hefur einnig lækkað eftir tímabundna hækkun í júní í tengslum við óvissu um greiðslufall Grikklands og er nú svipað og það var í maí.² Kjör innlendra viðskiptabanka á alþjóðamarkaði hafa einnig batnað.
- Óverðtryggðir skuldabréfavextir hafa lækkað heldur meira en verðtryggðir vextir og því hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði lækkað frá því í maí. Þessi lækkun endurspeglar að einhverju leyti aukna nýfjárfestingu erlendra fjárfesta í lengri ríkisbréfum í kjölfar þess að áætlun um mikilvæg skref varðandi losun fjármagnshafta voru kynnt. Þar sem erlendir aðilar hafa ekki fjárfest í verðtryggðum ríkisbréfum að undanfögnu er því líklegt að lækkun verðbólguálags endurspegli að einhverju leyti þessa þróun.
- Gengi krónunnar hefur hækkað frá því í maí sl. Það hefur hækkað um 2,7% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu, 0,8% gagnvart evru og 0,4% gagnvart Bandaríkjadal en lækkað um 1% gagnvart bresku pundu. Aukið gjaldeyrisinnstreymi vegna komu erlendra ferðamanna ásamt fjármagnsinnstreymi hefur stutt við gengi krónunnar en aukin gjaldeyriskaup Seðlabankans að undanfögnu hafa spornað gegn hækkun hennar. Hrein gjaldeyriskaup bankans á millibankamarkaði með gjaldeyri hafa numið um 135,9 ma.kr. það sem af er þessu ári. Til samanburðar námu hrein gjaldeyriskaup bankans á árinu 2014 í heild um 111,4 ma.kr.
- Verð erlendra gjaldmiðla í krónum var að meðaltali rúmlega 205 stig á öðrum ársfjórðungi 2015, mælt með viðskiptaveginni gengisvísitölu. Sem fyrr byggist grunnsþáin á þeirri forsendu að verð erlendra gjaldmiðla haldist svipað út spátímam og felur það í sér u.þ.b. $\frac{1}{2}$ % hærra gengi krónunnar en í maíspá bankans.

2. Vaxtamunur skuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum með gjalddaga á næsta ári lækkaði um rúmlega $\frac{1}{2}$ prósentu í byrjun ágúst sem skýrist að stærstum hluta af endurkaupum ríkissjóðs á 40% útistandandi bréfa. Sú lækkun hefur að mestu gengið til baka og er munurinn lítilllega meiri en um miðjan maí.

- Sé leiðrétt fyrir innlánnum slitastjórna innlánsstofnana í slitameðferð (sem gefur betri mynd af peningamagni sem getur virkjust til eftirspurnar eftir vöru og þjónustu eða fjármálaafurðum) jókst vítt skilgreint peningamagn (M3) um 6,8% á öðrum ársfjórðungi ársins frá sama fjórðungi í fyrra. Aukin innlán fjármálageirans og heimila skýra að mestu þá aukningu. Ársvöxtur leiðréttis peningamagns hefur því heldur aukist en hann er þó enn undir nafnvexti landsframleiðslunnar.
- Grunnfé að frátöldum bundnum innlánnum (sem gefur betri mynd af framlagi Seðlabankans til breytinga á lausu fé í umferð) jókst nokkuð í sumar en aukningin hefur hins vegar gengið til baka í kjölfar útboða Seðlabankans á bundnum innlánnum í júlí og ágúst.
- Hrein ný útlán innlánsstofnana (þ.e. ný útlán að fráðregnum uppgreiðslum eldri lána) til atvinnufyrirtækja voru tæplega tvöfalt meiri á fyrri hluta ársins en á sama tíma árið 2014. Stærstur hluti þessarar aukningar er vegna útlána til þjónustu- og verslunarfyrirtækja og fyrirtækja tengdra sjávarútvegi. Líklegt er að ný útlán til heimila hafi einnig aukist en vandamál tengd meðferð á gögnum vegna skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda torveldu matið á stöðunni.
- Á öðrum ársfjórðungi var íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu tæplega 9% hærra en það var á sama fjórðungi í fyrra. Á sama tíma fjölgaði kaupsamningum um tæp 6% og leiguverð hækkaði um hátt í 8%. Hækkun íbúðaverðs hefur verið áþekkt þróun tekna og var hlutfall íbúðaverðs og tekna nærri langtímameðaltali sínu í fyrra ólíkt því sem er í mörgum OECD-ríkjum þar sem þetta hlutfall er nú víða hærra en langtímameðaltalið. Íbúðaverð var jafnvel í lægra lagi ef miðað er við meðalbyggingarkostnað algengra tegunda íbúðarhúsnæðis á fermetra á fyrsta fjórðungi ársins samkvæmt upplýsingum frá ráðgjafarfyrirtækinu Hannarr ehf. eða um 5½% lægra.
- Verðvísitala OMXI8 hefur hækkað um 10,6% frá útgáfu síðustu *Peningamála* en um 19,4% það sem af ári. Velta á aðalmarkaði var um 188 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins eða um 23% meiri en á sama tíma í fyrra. Þegar hefur verið lokið við nýskráningu tveggja fyrirtækja og ein nýskráning er væntanleg fyrir lok árs.
- Skuldir fyrirtækja jukust lítillega á fyrsta fjórðungi ársins í takt við horfur um aukna atvinnuvegafjárfestingu. Hlutfall skulda þeirra af landsframleiðslu er þó enn með því lágsta sem það hefur verið frá árinu 2003. Skuldir heimila lækkuðu um 57 ma.kr. á fjórðungnum með tilheyrandi lækkun á greiðslubyrði, að stærstum hluta vegna skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Við lok fyrsta fjórðungs voru skuldir heimila um 88% af landsframleiðslu eða áþekkar og í árslok 2004.
- Nafnvextir óverðtryggðra neyslu- og íbúðalána hækkuðu í takt við hækkun vaxta Seðlabankans í júní sl. Raunvextir þeirra hafa hins vegar lækkað lítillega í takt við almenna lækkun raunvaxta en verðtryggðir húsnæðislánvextir hafa þó haldist svipaðir.

Mynd 11

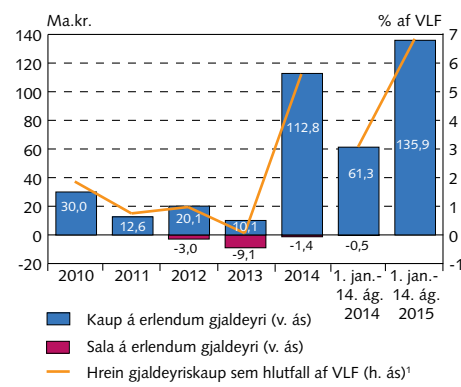
Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 14. ágúst 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Viðskipti Seðlabanka Íslands á millibanka-
markaði með gjaldeyri 2010-2015



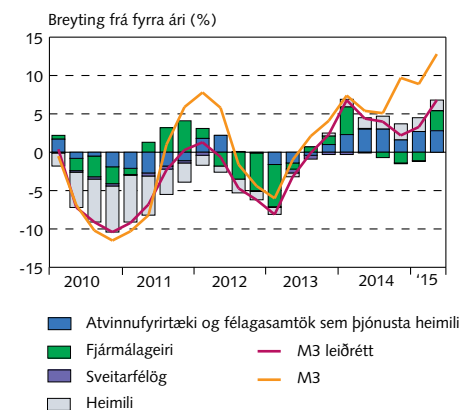
1. Árið 2015 miðast við VLF ársins 2014.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

Samsetning peningamagns í umferð -
M3 leiðrétt¹

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2015

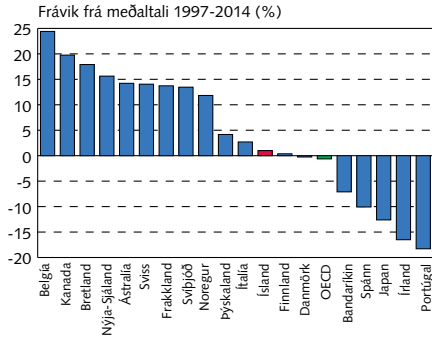


1. Leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

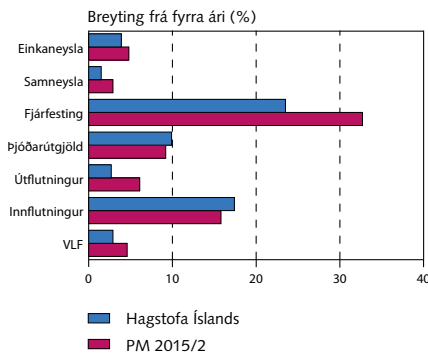
Núverandi hlutfall húsnæðisverðs og tekna nokkurra OECD-ríkja



Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 15

Þjóðhagsreikningar á 1. ársfjórðungi 2015 og mat Seðlabankans

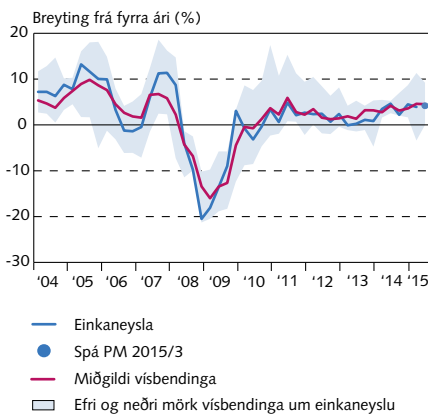


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 16

Vísendingar um einkaneyslu¹

1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2015



1. Efri og neðri mörk átta vísendinga um einkaneyslu. Vísendingarnar eru kortavelta, dagvöruvelta, hlutabréfaverð, húsnæðisverð, innflutningur neysluvöru, nýskráningar bifreiða, laun og atvinnuleysi. Vísendingarnar eru endurskalaðar þannig að þær hafa sama meðaltal og staðalfrávik og einkaneysla.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

- Fyrirtækjum á vanskilaskrá heldur áfram að fækka en fjöldi einstaklinga á skránni er svipaður og í maí. Hlutfall útlána heimila og fyrirtækja í vanskilum hjá innlendum viðskiptabönkum og líbúðalánasjóði hefur einnig haldist áþekkt.

Innlent raunhagkerfi

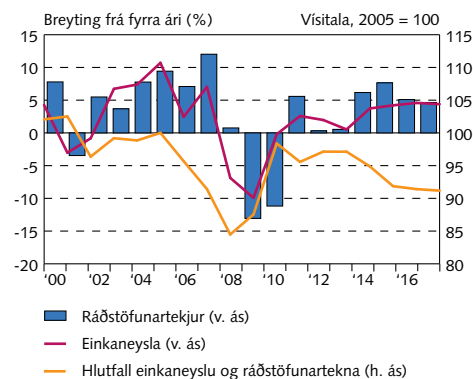
- Í júní sl. birti Hagstofa Íslands bráðabirgðatölur fyrir þjóðhagsreikninga fyrsta ársfjórðungs. Samkvæmt þeim jókst landsframleiðslan um 2,9% frá sama fjórðungi í fyrra. Þjóðarútgjöld jukust um nærri 10%, þar af neysla og fjárfesting um 6,7%. Samhliða mikilli aukningu innlendar eftirspurnar jókst innflutningur umtalsvert meira en útflutningur og var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar á tímabilinu því neikvætt um tæplega 7 prósentur.
- Samkvæmt bráðabirgðatölunum var vöxtur þjóðarútgjalda á fyrsta ársfjórðungi lítilla meiri en gert var ráð fyrir í maíspá bankans. Hagvöxtur var hins vegar nokkuð minni. Mestu munar að vöxtur einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar var minni en þar var spáð en auk þess var framlag utanríkisviðskipta neikvæðara en áætlað var. Að hluta til var hið síðarnefnda vegna lakari vöruútflutnings en á móti því vegur að framlag birgðabreytinga var mun jákvæðara en spáð var vegna birgðaaaukningar í sjávarútvegi sem má búast við að skili sér í auknum útflutningi seinna á árinu. Þess utan var innflutningur meiri en spáð var.
- Einkaneysla á fyrsta fjórðungi jókst um tæplega 4% frá fyrra ári. Þetta er heldur hægari vöxtur en spáð hafði verið í maí. Helstu vísendingar einkaneyslu benda til svipaðs vaxtar á öðrum fjórðungi. Þó var vöxtur greiðslukortaveltu í apríl og sérstaklega í maí minni en mánuðina á undan en veltan tók hratt við sér á ný í júní og júlí. Hugsanleg skýring á því er að óvissa um þróun kjarasamninga og verkfallsaðgerðir hafi haldið aftur af eftirspurn heimila framan af fjórðungnum. Í ár er spáð að einkaneysla muni aukast um 4,2% en það er heldur meira en áætlað var í maíspá bankans. Helsta skýringin er að nýgerðir kjarasamningar leiða til meiri aukningar kaupmáttar ráðstöfunartekna á árinu en áætlað var. Alþjóðlegt olíuverð hefur einnig lækkað nokkuð undanfarið sem mun að öðru jöfnu skila sér í auknum kaupmætti heimila. Áfram er gert ráð fyrir kröftugum vexti einkaneyslu á næsta ári en þá leggjast á eitt hækkun ráðstöfunartekna og hreins virðis heimila en þar vege áhrif skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda þungt. Horfur eru einnig á kröftugum vexti einkaneyslu árið 2017.
- Nafnvöxtur samneyslu hins opinbera á fyrsta ársfjórðungi reyndist í ágætu samræmi við maíspá bankans. Vöxtur launakostnaðar sveitarfélaga var þó vanmetinn en hann reyndist töluvert meiri en hjá ríkinu m.a. vegna ríflegri launahækkana. Á grundvelli niðurstöðu þjóðhagsreikninga og upplýsinga úr fjárreiðuyfirlitum ríkissjóðs er nú gert ráð fyrir lítilla meiri vexti samneyslu í ár en í maíspánni eða líðlega 1,8%. Horfur um vöxt samneyslu fyrir næstu tvö ár eru lítið breyttar frá maíspánni. Hins vegar kynntu stjórnvöld aðgerðir í tengslum við nýgerða kjarasamninga sem

munu auka önnur ríkisútgjöld og draga úr skatttekjum og fela því að öðru óbreyttu í sér slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum.

- Á fyrsta ársfjórðungi jókst fjárfesting um 23,5% frá sama tíma í fyrra. Langstærsti hluti þeirrar aukningar var vegna tæplega 36% aukningar atvinnuvegafjárfestingar en lítils háttar vöxtur var í fjárfestingu hins opinbera og íbúðafjárfesting dróst saman. Samanborið við maíspá bankans eru þetta heldur veikari fjárfestingarumsvif en þar var búist við og má það helst rekja til fjárfestingar í stóriðju sem var umtalsvert minni á fjórðungnum en spáð var.
- Þrátt fyrir veikari fjárfestingarumsvif á fyrsta fjórðungi hefur mat á horfum fyrir árið í heild lítið breyst frá maíspánni. Gert er ráð fyrir hátt í fjórðungs aukningu heildarfjárfestingar og tæplega 30% aukningu fjárfestingar atvinnuveganna, sem einkum má rekja til fjárfestingar í stóriðju, skipum og flugvélum. Á næsta ári er búist við áframhaldandi vexti atvinnuvegafjárfestingar sem borin verður uppi af stóriðjutengdri fjárfestingu og almennri atvinnuvegafjárfestingu. Árið 2017 er áætlað að atvinnuvegafjárfesting verði nokkurn veginn óbreytt frá fyrra ári þar sem vegast á samdráttur fjárfestingar í skipum og flugvélum annars vegar og vöxtur annarrar atvinnuvegafjárfestingar hins vegar. Í samanburði við maíspá bankans er áætlað að fjárfestingarumsvif atvinnuveganna verði nokkru minni en þá var spáð, sem m.a. má rekja til áhrifa mikillar hækkunar launakostnaðar á spátímanum.
- Eins og í maí er búist við því að útflutningur muni aukast um tæplega 7% í ár frá fyrra ári. Líkt og þá er búist við að vöxtur útflutnings verði borinn uppi af þjónustuútflutningi. Útlit er fyrir að vöxtur útfluttrar ferðapjónustu verði meiri en áður var talið. Erlendum ferðamönnum til landsins hefur fjölgað áfram umfram væntingar. Á móti er gert ráð fyrir minni vexti í samgönguþjónustu. Horfur um vöruútflutning eru nær óbreyttar fyrir þetta og næstu tvö ár þar sem útlit er fyrir svipaðan vöxt útflutnings sjávarafurða og álafurða. Tekið er tillit til mögulegra áhrifa innflutningsbanns sem rússnesk stjórnvöld tilkynntu fyrir skömmu. Gert er ráð fyrir að frystur uppsjávarfiskur sem seldur var til Rússlands á síðasta ári fari í bræðslu en við það lækkar útflutningsverðmætið um 8-10 ma.kr. Á móti kemur að framleiðslu- og útgerðarkostnaður mjöls og lýsis er lægri en vegna frystingar. Líklegt er að áhrif viðskiptabannsins verði minni en þau hefðu verið ef viðskiptabannið hefði verið sett á í fyrra vegna erfiðara efnahagsástands í Rússlandi í ár og hefur útflutningur til Rússlands það sem af er ári verið töluvert minni en á síðasta ári. Einnig er óvist hvernig til tekst við að afla nýrra markaða fyrir frýstar afurðir uppsjávarfiska. Horfur eru á hærra raungengi á spátímanum en gert var ráð fyrir í maíspánni og því er áætlað að útflutningur vöru og þjónustu vaxi heldur hægar á næstu tveimur árum en spáð var í maí eða um 3-3½% á ári.
- Þrátt fyrir mikinn vöxt útflutnings í ár eru horfur á að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði neikvætt. Gert er ráð fyrir að innflutningur vöru og þjónustu muni vaxa um 12½% í ár sem er

Mynd 17

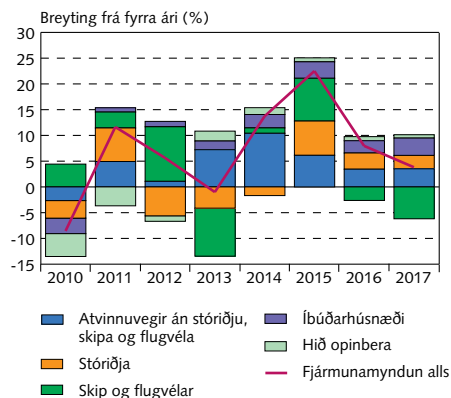
Einkaneysla og kaupmáttur ráðstöfunartekna 2000-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 18

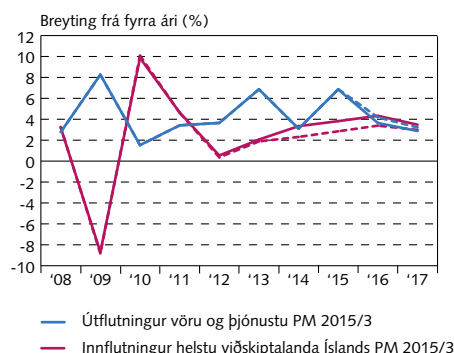
Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2010-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

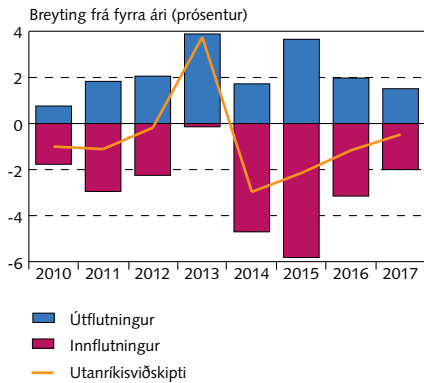
Útflutningur vöru og þjónustu 2008-2017¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/2.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

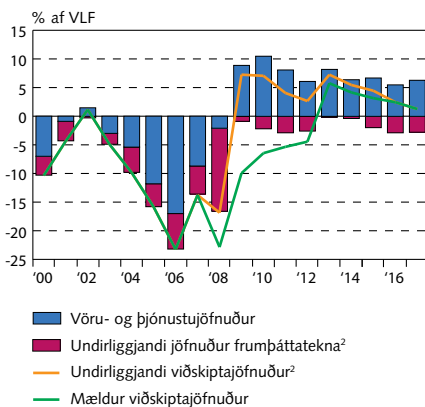
Mynd 20

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar 2010-2017¹



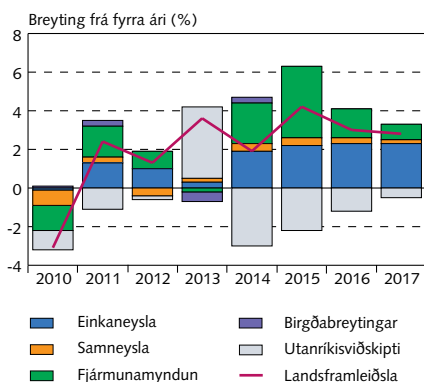
Mynd 21

Viðskiptajöfnuður 2000-2017¹



Mynd 22

Hagvöxtur og framlag undirlíða 2010-2017¹



1½ prósentu meira en áætlað var í maíspánni. Áfram er gert ráð fyrir að innflutningur verði drifinn af flutningatækjum (skipum, flugvélum og fólksbílum) og neysluvörum í takt við kröftugan vöxt innlendar eftirspurnar og áframhaldandi fjölgun ferðamanna til landsins. Þótt talið sé að heldur hægi á vexti innflutnings á næstu tveimur árum, verður hann enn töluverður. Það ásamt minni vexti útflutnings leiðir til þess að nú er búist við að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði heldur neikvæðara en spáð var í maí.

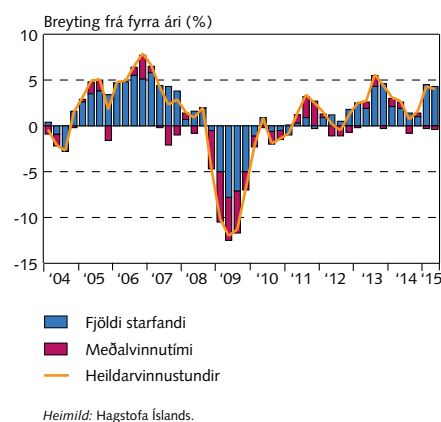
- Útlit er fyrir að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði verði tæp 7% af landsframléiðslu á þessu ári sem er svipað og gert var ráð fyrir í maíspánni þar sem hagfelldari þróun viðskiptakjara vegur á móti sterkari innflutningi. Gert er ráð fyrir að afgangurinn fari minnkandi á næstu tveimur árum og verði í kringum 4% af landsframléiðslu árið 2017 sem er um 2 prósentum minni afgangur en spáð var í maí.
- Horfur um þróun frumþáttatekna og þar með viðskiptajafnaðar hafa tekið breytingum eftir að stjórnvöld kynntu áætlun um afnám hafta í byrjun júní sl. Í grunnspá *Peningamála* er gert ráð fyrir að nauðasamningar þriggja stærstu slitabúa fallinna fjármála-fyrirtækja verði í meginatriðum í takt við bréf kröfuhafa til stjórnvalda sem kynnt var samhliða áætlun um afnám hafta og að búin verði gerð upp í byrjun árs 2016. Það hefur í för með sér að hrein undirliggjandi erlend skuldastaða þjóðarþúsins er talin verða um 15 prósentum betri í hlutfalli af landsframléiðslu sem leiðir til þess að viðskiptajöfnuður verði hagstæðari um sem nemur tæplega 1 prósentu af landsframléiðslu á ári út spátímann. Útlit er hins vegar fyrir að minni afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði vegi á móti. Gert er ráð fyrir 4½% undirliggjandi viðskiptajöfnuði í ár sem er um tvöfalt meiri afgangur en í maíspánni. Um leið og slitabúin eru gerð upp í byrjun árs 2016 og áhrif þeirra koma fram í undirliggjandi viðskiptajöfnuði er hins vegar áætlað að undirliggjandi afgangur minnki frá fyrra ári. Búist er við að undirliggjandi viðskiptajöfnuður verði hátt í 1½% af landsframléiðslu árið 2017 sem er um ½ prósentu minni afgangur en spáð var í maí.

- Vegna lakara framlags utanríkisviðskipta eru horfur á minni hagvexti í ár en áætlað var í maí. Þrátt fyrir það er spáð umtalsverðum hagvexti eða 4,2% sem yrði mesti hagvöxtur frá árinu 2007 gangi spáin eftir. Áætlað er að vöxtur þjóðarútgjalda verði tæp 7%. Á næstu tveimur árum er spáð um 3% hagvexti á ári þar sem vegast á aukin þjóðarútgjöld og neikvætt framlag utanríkisviðskipta en vegna minni aukningar fjárfestingar dregur nokkuð úr vexti þjóðarútgjalda milli ára. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur að meðaltali um 3½% á ári á spátímanum sem er hátt í ⅔ úr prósentu yfir meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára og umtalsvert meira en áætlað er að landsframléiðsla helstu viðskiptalanda muni aukast um á sama tímabili. Hagvöxtur er þó um ½ prósentu minni á ári en spáð var í maí, sem m.a. skýrist af áhrifum mikillar hækkunar launakostnaðar í nýgerðum kjarasamningum og harðara taumhaldi peningastefnunnar sem þeim fylgir (sjá umfjöllun í kafla I í *Peningamálu* 2015/2).

- Vinnuafseftirspurn var svipuð á öðrum fjórðungi ársins og gert var ráð fyrir í maíspánni. Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) sýnir að heildarvinnustundum fjölgaði um 3,9% milli ára á fjórðungnum, en í maí var gert ráð fyrir 4,3% fjölgun. Frávikið skýrist að fullu af þróun meðalvinnustunda sem fækkaði um 0,4% en gert hafði verið ráð fyrir 1% fjölgun milli ára. Fjölgun starfandi fólks var hins vegar prósentu meiri en spáð var. Stytting vinnutímans skýrist eingöngu af styttri vinnutíma yngsta aldurshópsins. Allir aðrir mælikvarðar á eftirspurn og framboð vinnuafls bentu til áframhaldandi kröftugs bata.
- Á öðrum fjórðungi ársins 2015 fluttu fleiri til landsins en frá því og eins og undanfarin tvö ár stafar fjölgunin af fjölgun erlendra ríkisborgara.
- Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi samkvæmt VMK stóð nánast í stað milli fjórðunga en minnkaði um 0,8 prósentur milli ára. Mældist það 3,9% sem er heldur meira en gert var ráð fyrir í maíspá bankans. Í þessum ársfjórðungi er alltaf nokkur fjöldi (aðallega námsmenn) sem er skráður atvinnulaus, en hefur þegar fengið starf sem hefst innan þriggja mánaða. Án þeirra var atvinnuleysi 3,6%. Tölur um atvinnuleysi eftir lengd sýna að langtímaatvinnuleysi heldur áfram að minnka og var hlutfall þeirra sem höfðu verið atvinnulausir lengur en sex mánuði 1% á öðrum ársfjórðungi en var 1,7% á sama tíma í fyrra.
- Niðurstöður könnunar Gallup, sem var framkvæmd í maí og júní sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, benda til þess að vinnuafseftirspurn gæti enn aukist, en þó hægar en undanfarið. Samkvæmt könnuninni vildu um 5 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsmönnum en fækka þeim, en það er nokkru lægra hlutfall en í síðustu könnun og í sambærilegri könnun fyrir ári. Sveiflan stafar af því að nú vilja fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki en í síðustu könnun sem gæti verið vísbending um viðbrögð atvinnurekenda við miklum launahækkunum í nýgerðum kjarasamningum.
- Í sömu könnun kemur fram að tæplega 20% fyrirtækja töldu að skortur sé að verða á starfsfólki. Ef tekið er tillit til árstíðar hefur þeim sem það telja fjölgað jafnt og þétt frá því á þriðja fjórðungi árið 2013.
- Í lok maí og júní voru gerðir kjarasamningar við nánast allt starfsfólk á almennum vinnumarkaði. Hækkanir í þessum samningum eru rúmlega þriðjungur meiri en gert var ráð fyrir í maíspánni. Þannig er gert ráð fyrir að nafnlaun hækki að meðaltali um 8½% á ári út samningstímann sem er til ársloka 2018 í stað tæplega 5½% í síðustu spá. Samningarnir eru töluvert framhlaðnir og munu laun að meðaltali hækka um 10½% milli ára í ár. Niðurstaða gerðardóms lá ekki fyrir þegar spáin var gerð en ljóst er að hækkanir samkvæmt henni eru meiri en í þeim kjarasamningum sem gerðir hafa verið á almennum vinnumarkaði. Forsendur spárinnar gerðu ráð fyrir að hækkanir í samningum við opinbera starfsmenn yrðu svipaðar og hjá sambærilegum hópum á almennum vinnumarkaði og að hækkanin yrði afturvirk frá byrjun maí sl. Það gæti verið nokkuð vanmat miðað við niðurstöðu gerðardóms.

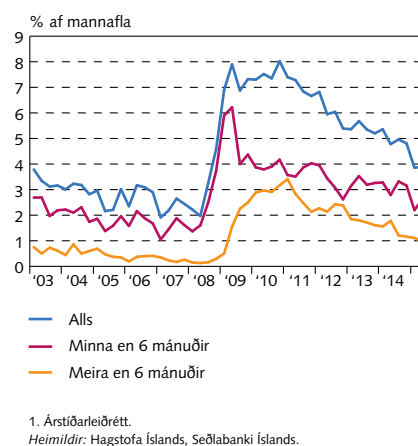
Mynd 23

Breytingar á atvinnu og vinnutíma
1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2015



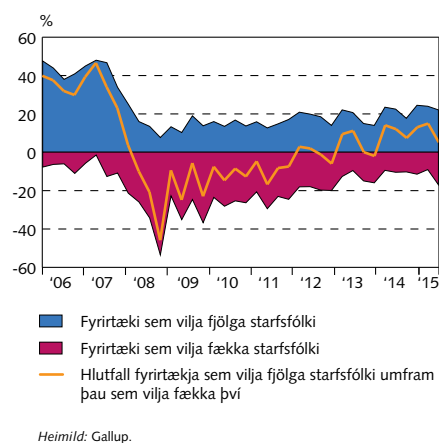
Mynd 24

Atvinnuleysi eftir lengd¹
1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2015



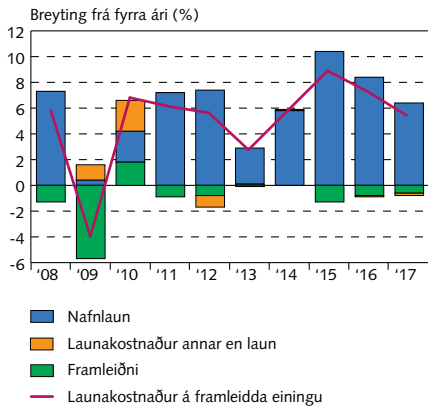
Mynd 25

Fyrirtæki sem hyggja á starfsmannabreytingar á næstu 6 mánuðum



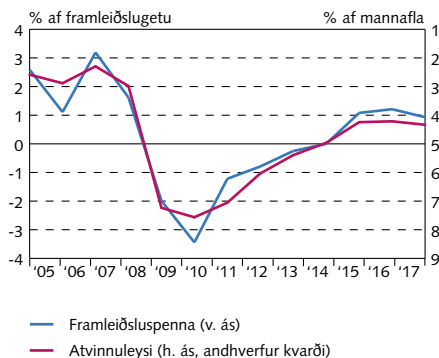
Mynd 26

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2017¹



Mynd 27

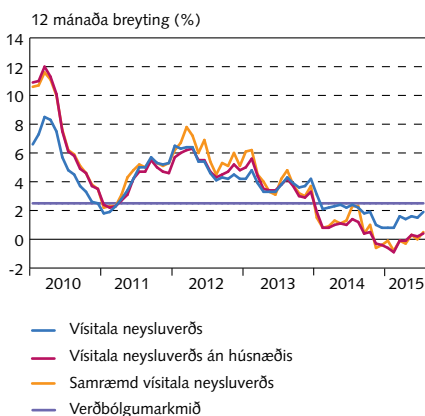
Framleiðsluspenna og atvinnuleysi 2005-2017¹



Mynd 28

Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu

Janúar 2010 - júlí 2015



- Líkt og í máispánni er gert ráð fyrir að framleiðnivöxtur muni taka við sér í ár eftir að hafa staðið í stað sl. tvö ár. Gert er ráð fyrir tæplega 1½% framleiðnivexti í ár sem er um hátt í ½ prósentu meiri vöxtur en í máispánni og endurspeglar að talið er að innlend fyrirtæki bregðist við miklum launahækkunum að einhverju leyti með innri hagræðingu. Líkt og í maí er gert ráð fyrir tæplega 1% vexti framleiðni á ári á næstu tveimur árum. Launahækkunarir verða því langt umfram framleiðnivöxt og launakostnaður á framleidda einingu hækkar því verulega. Spáð er að hann aukist um 9% í ár, sem er 3 prósentum meiri hækkun en spáð var í maí. Hækkunin á næstu tveimur árum er einnig veruleg eða um 7½% á næsta ári og um 5½% árið 2017. Meðalhækkun launakostnaðar á framleidda einingu er því um 7⅓% á ári á spátímanum í stað 4¼% í máispánni.
- Þessar gjörbreyttu horfur um launapróun hafa einnig áhrif á horfur um vinnuafseftirspurn (sjá umfjöllun um fráviksdæmi í málefni *Peningamála*). Sem fyrr er gert ráð fyrir að slakinn á vinnumarkaði sé horfinn eða við það að hverfa en nokkuð hægir á batanum frá því sem spáð var í maí. Heildarvinnustundum fjölgar hægar og hlutfall starfandi er lægra en spáð var í maí. Atvinnuleysi minnkar einnig hægar og verður um 4½% árið 2017 sem er ½ prósentu meira en í máispánni.
- Líkt og í máíútgáfu *Peningamála* er talið að slakinn sem myndaðist í þjóðarþúinu í kjölfar fjármálakreppunnar hafi horfið á síðasta ári og búist er við að framleiðsluspenna myndist á þessu ári og nái hámarki snemma á næsta ári í ríflega 1% af framleiðslugetu. Framleiðsluspennan er talin hafa verið heldur minni á fyrri hluta þessa árs en spáð var í maí en matið hefur lítið breyst fyrir næstu tvö ár. Líkt og í maí er gert ráð fyrir að spennan verði horfin á ný í lok spátímans og atvinnuleysi verði nálægt jafnvægisgildi sínu.

Verðbólga

- Verðbólga hefur heldur aukist frá útgáfu síðustu *Peningamála* en mælist þó enn undir verðbólguþakmiði Seðlabankans. Á öðrum ársfjórðungi var hún 1,5% sem var 0,2 prósentum minna en gert var ráð fyrir í máispá bankans. Verðhækkunarir á almennri þjónustu, einkum árstíðarbundnum þáttum tengdum ferðaþjónustu, höfðu mest áhrif á vísitölu neysluverðs á fjórðungnum. Einnig hafði hækkun bensínverðs nokkur áhrif. Hins vegar var búist við heldur meiri hækkun húsnæðisverðs á fjórðungnum en raun bar vitni. Gögn um þróun íbúðaverðs á tímabilinu gáfu aftur á móti ekki fyllilega rétta mynd af þróuninni vegna skorts á mælingum.³ Vegna þessa var verðbólga á öðrum fjórðungi líklega heldur vanmetin og á hluti þessara verðhækkana eftir að koma fram í mældri verðbólgu á næstu mánuðum.
- Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,16% milli mánaða í júlí sl. eftir að hafa hækkað um tæplega 0,3% bæði í maí og júní. Er

3. Vegna verkfalls lögfræðinga hjá sýslumanni á höfuðborgarsvæðinu var engum kaup-samningum þinglýst á tímabilinu 7. apríl - 14. júní 2015.

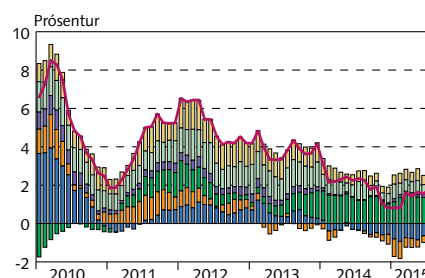
Þetta fyrsta hækkun vísitölu neysluverðs í júlímánuði frá því árið 2011. Í júlí leiddu verðlækkunir vegna sumarútsölu til rúmlega 0,5 prósentna lækkunar vísitölu neysluverðs en veruleg hækkun flugfargjalda, auk hækkunar húsnæðisverðs, vógu þyngra en útsöluáhrifin. Ársverðbólga mældist 1,9% í júlí og hafði aukist um ½ prósentu frá því fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*. Hún skýrist enn að mestu leyti af hækkun húsnæðisverðs enda mældist verðbólga án húsnæðis einungis 0,4% í júlí. Dregið hefur úr hjöðnun innfluttrar verðbólgu að undanfögnu, einkum vegna verðhækkunar innfluttrar matvöru, en verð innfluttrar vöru í heild lækkaði um tæp 3% sl. tólf mánuði.

- Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist undanfarna mánuði. Ársverðbólga miðað við kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöruliða, bensíns, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, var 2% í júlí samborið við 1,6% fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún sé á bilinu 1,9-3,8% og hafi aukist um 0,3 prósentur að meðaltali frá því í apríl sl.
- Skammtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hafa hækkað frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Í könnunum sem gerðar voru í maí og júní bjuggust bæði heimili og stjórnendur fyrirtækja við að verðbólga yrði 4% á næstu tólf mánuðum og höfðu verðbólguvæntingar þeirra hækkað um 1 prósentu frá því í mars sl. Verðbólguvæntingar fyrirtækja hafa ekki verið jafn háar síðan á seinni hluta árs 2013.
- Í könnun Seðlabankans sem var gerð um miðjan ágúst, rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*, bjuggust markaðsaðilar við að verðbólga yrði tæplega 4% eftir eitt ár sem er um ½ prósentu meira en í síðustu könnun í maí. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára jukust einnig um ½ prósentu og námu 3,5%. Sömu sögu er að segja um þróun langtímaverðbólguvæntinga markaðsaðila en þeir bjuggust við að verðbólga yrði að meðaltali 3,5% á næstu fimm árum. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til langs tíma hefur hins vegar lækkað frá síðustu *Peningamálum* og var álagið eftir fimm og tíu ár að meðaltali tæplega 4½% í júlí eða 0,6-0,8 prósentum lægra en í maí. Eins og rakið er hér að ofan er líklegt að þessi lækkun endurspegli að einhverju leyti ásókn erlendra aðila í óverðtryggð ríkisskuldabréf fremur en lækkun verðbólguvæntinga innlendra aðila.
- Nýgerðir kjarasamningar gera það að verkum að verðbólguhorfur hafa versnað töluvert frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Launakostnaður á framleiðda einingu mun aukast verulega í kjölfar samninganna og koma þær hækkunir á sama tíma og slakinn í þjóðarþúinu hverfur og framleiðsluspenna myndast. Á sama tíma eru þó nokkur grunnáhrif fyrir hendi í mældri verðbólgu þegar áhrif mikillar lækkunar olíuverðs á seinni hluta síðasta árs fjara út.
- Gert er ráð fyrir að verðbólga verði við markmið á þriðja fjórðungi þessa árs en verði komin í 3,8% á síðasta fjórðungi ársins og um

Mynd 29

Undirlíðir verðbólgu

Framlag til verðbólgu janúar 2010 - júlí 2015



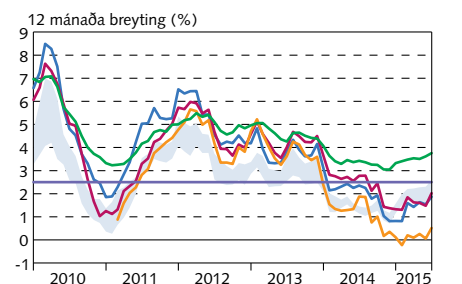
■ Innfluttar vörur án áfengis, tóbaks og bensíns
 ■ Bensín ■ Húsnæði
 ■ Innlendar vörur án búvöru og grænmetis
 ■ Almenn þjónusta ■ Aðrir liðir
 — Vísitala neysluverðs (12 mánaða %-breyting)

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 30

Ýmsir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu

Janúar 2010 - júlí 2015



— Vísitala neysluverðs — Kvikt þáttalíkan
 — Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa¹ — Verðbólgu markmið
 — Kjarnavísitala 4 án skattaáhrifa
 ■ Tölfræðilegir mælikvarðar - bil hæstu og lægstu mælingar²

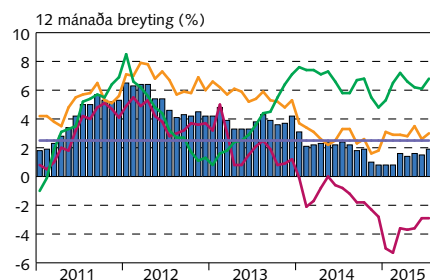
1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensíns, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið. 2. Undirliggjandi verðbólga er mæld sem vegið miðgildi og sem klippt meðaltal (e. trimmed mean) þar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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 31

Innlend og innflutt verðbólga¹

Janúar 2011 - júlí 2015



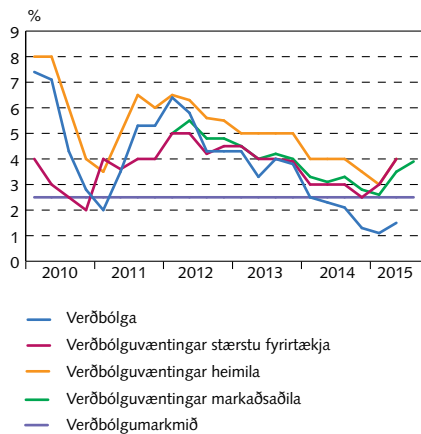
■ Vísitala neysluverðs ■ Húsnæði (22%)
 ■ Innflutt verðlag (33%) ■ Verðbólgu markmið
 ■ Innlent verðlag utan húsnæðis (45%)

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 32

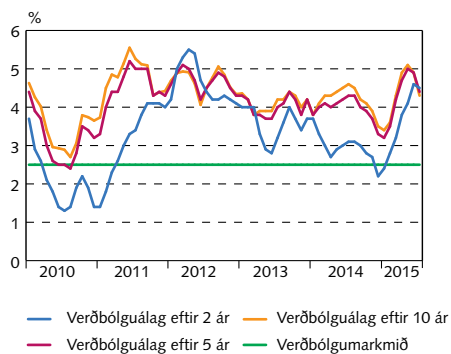
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2015



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹
Janúar 2010 - júlí 2015

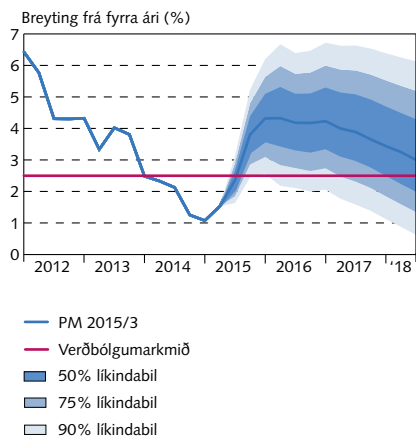


1. Framvirkt verðbólguálag út frá vaxtarófri verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa (mánaðarleg meðaltöl). Álagið er visbending um væntingar um ársverðbólgu eftir tvö, fimm og tíu ár.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 34

Verðbólguvænting og óvissumat
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2018



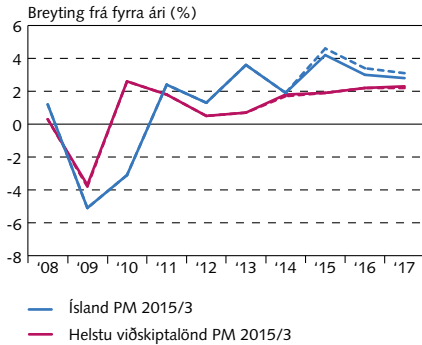
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

mitt næsta ár verði hún orðin um 4½% sem er um 1½ prósentu meira en gert var ráð fyrir í maíspánni. Horfur eru á að verðbólga verði á bilinu 4-4½% á næstu tveimur árum og taki ekki að hjaðna fyrr en á seinni hluta árs 2017. Samkvæmt spánni verður hún 3% í lok spátímans eða tæplega ½ prósentu meiri en í maíspánni.

- Áhrif kjarasamninganna á verðbólgu eru þó minni en sýnt var í fráviksdæmi í málfesti *Peningamála*, enda var samið um heldur minni hækkunir launa en þar var gert ráð fyrir, auk þess sem grunnspáin hér gerir ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar á spátímanum en í fráviksdæminu lækkaði gengi krónunnar vegna aukins innlends verðbólguþrýstings. Þar að auki hefur alþjóðlegt hrá- og olíuverð lækkað nokkuð frá því í maí sem vegur á móti áhrifum launahækkana á verðbólgu.
- Óvissa um verðbólguhorfur á komandi misserum er að sumu leyti meiri en oft áður þar sem stórir efnahagsskellir hafa raungerst sem geta ýmist leitt til þess að verðbólga aukist eða hjaðni. Varanleiki þeirra er hins vegar í sumum tilfellum óviss og hið sama má segja um endanleg áhrif þeirra á verðbólgu. Hér er um að ræða miklar launahækkunir í nýgerðum kjarasamningum, þróun alþjóðlegs olíu- og hráverðs, áhrif hægari hagvaxtar og nýlegrar gengislækkunar í Kína á alþjóðlega verðbólgu og fjármagnsinnstreymi í framhaldi af kynningu mikilvægra skrefa varðandi losun fjármagnshafna og hækkun lánsþæfismats ríkissjóðs og bankanna.
- Verðbólguþrýstingur gæti verið vanmetinn í grunnspánni og verðbólga orðið þrálátari en hér er gert ráð fyrir ef miklar launahækkunir ná að grafa enn frekar undan kjölfestu verðbólguvæntinga. Þá gætu verðbólguáhrif launahækkana verið vanmetin, t.d. ef fyrirtæki hleypa kostnaðaraukanum í meira mæli út í verðlag en hér er gert ráð fyrir eða ef áhrif samninganna á einkaneyslu og eftirspurn eru vanmetin. Einnig gæti kröftugur vöxtur innlendar eftirspurnar og aukin framleiðsluspenna endurspeglast í meiri hækkun húsnæðisverðs en búist er við.
- Verðbólga gæti hins vegar einnig orðið minni en gert er ráð fyrir í spánni ef t.d. hagræðing í atvinnurekstri og framleiðniaukning yrði meiri í framhaldi af kjarasamningum, gengi krónunnar hærra og aðhald í peningamálu meira. Atvinnustig yrði þá lægra. Þá gæti orðið framhald á nýlegum lækkunum olíu- og hráverðs og öðrum alþjóðlegum verðhjöðnunartilhneigingum sem koma frá minni eftirspurn og lægra gengi í Kína og tengdum nýmarkaðsríkjum. Vöxtur innlendar eftirspurnar gæti að sama skapi verið ofmetinn í spánni t.d. vegna hægari alþjóðlegs efnahagsbata. Um gengisþróun yfir allt spátímabilið ríkir töluverð óvissa. Horfur virðast frekar vera á að gengi krónunnar verði sterkara á næstunni en horft lengra fram á við gæti það breyst ef viðskiptaafgangur minnkar enn frekar og dregur úr fjármagnsinnstreymi.
- Á heildina litið er búist við að óvissan í verðbólguvæntingunni sé frekar sú að verðbólgu sé vanspáð en í minna mæli en gert var ráð fyrir í spá bankans frá því í maí þar sem áhættan vegna mikilla

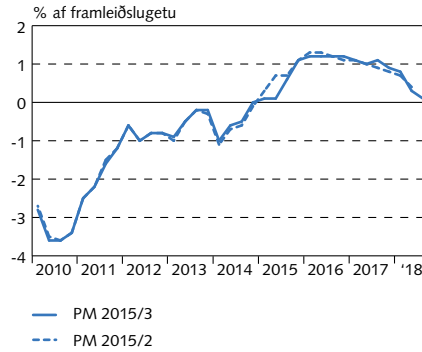
launahækkana hefur að miklu leyti raungerst. Mynd 34 sýnir verðbólguhorfur samkvæmt grunnsþá ásamt mati á óvissubili spárinnar, þ.e. mati á bili verðbólgu sem taldar eru 50-90% líkur á að hún verði innan á næstu þremur árum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni er lýst). Um helmings líkur eru taldar á að verðbólga verði á bilinu 3 $\frac{1}{3}$ -5% að ári liðnu og 2-4 $\frac{1}{3}$ % í lok spátímans.

Mynd 35
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum
2008-2017¹



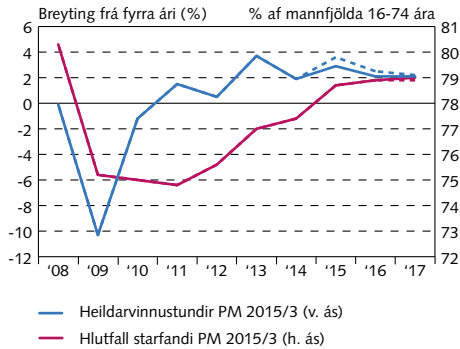
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalinur sýna spá frá PM 2015/2.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 36
Framleiðsluspenna¹
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2018



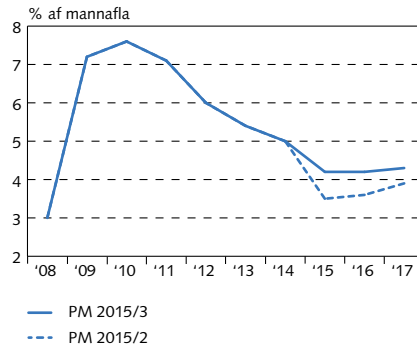
1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2018.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 37
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2008-2017¹



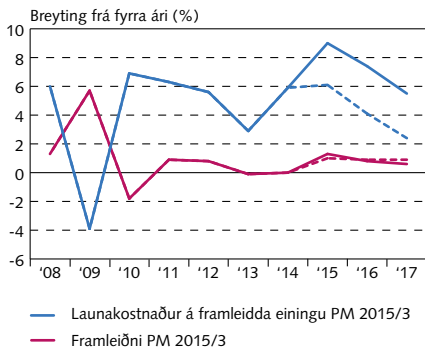
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalinur sýna spá frá PM 2015/2.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 38
Atvinnuleysi 2008-2017¹



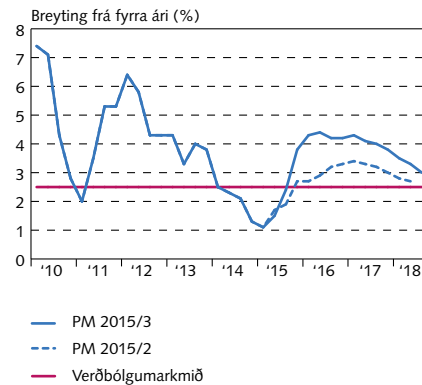
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 39
Launakostnaður á framleidda einingu
og framleiðni 2008-2017¹



1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2017. Brotalinur sýna spá frá PM 2015/2.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 40
Verðbólga¹
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2018



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2018.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.