



PENINGAMÁL

2014 • 3

Efnisyfirlit

- 3 *Yfirlýsing peningastefnunefndar*
- 5 *Þróun og horfur í efnahags- og peningámálum – Uppfærð spá Verðbólga áfram við markmið*

Viðauki 1: Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2014/3

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 ritsins *Peningamála* leitast Seðlabankinn við að uppfylla þau skilyrði. Í ritinu birtist tvisvar á ári, í byrjun maí og byrjun nóvember, ítarleg greining á framvindu og horfum í efnahagsmálum. Í febrúar og ágúst birtist uppfærð spá með stuttri umfjöllun um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum. Vaxtaákvörðanir peningastefnufundar Seðlabankans byggjast meðal annars á þessari greiningu. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Umgjörð peningastefnunnar, framkvæmd hennar og stjórnækjum er nánar lýst á slóðinni www.sedlabanki.is/?PageID=3

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Þórarinn G. Pétursson, formaður

Rannveig Sigurðardóttir

Sigríður Benediktsdóttir

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Helga Guðmundsdóttir

57. rit. Ágúst 2014

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.

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 20. ágúst 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Efnahagshorfur til næstu þriggja ára eru samkvæmt nýrri spá Seðlabankans sem birtist í dag í stórum dráttum svipaðar og spáð var í máíhefti *Peningamála*. Horfur eru þó á að vöxtur innlendarar eftirspurnar verði ívið meiri í ár og út spátímann.

Verðbólguhorfur hafa heldur batnað frá máispánni og útlit er fyrir að verðbólga verði nálægt markmiði á spátímanum. Framleiðsluspenna myndast seinna og verður ekki eins mikil og í síðustu spá. Verðbólguvæntingar hafa lítið breyst að undanförmu og eru enn yfir markmiði ef horft er til lengri tíma.

Gjaldeyriviðskipti Seðlabankans undanfarið ár hafa stuðlað að auknum stöðugleika krónunnar. Á þessu ári hefur bankinn keypt gjaldeyri verulega umfram það sem hann hefur selt bæði í reglulegum kaupum og óreglulegum viðskiptum. Stefnt er að því að regluleg kaup haldi áfram í núverandi umfangi svo lengi sem aðstæður breytast ekki umtalsvert. Eftir sem áður mun Seðlabankinn beita óreglulegum viðskiptum í því skyni að draga úr sveiflum í gengi krónunnar.

Slakinn í taumhaldi peningastefnunnar er líklega horfinn og miðað við grunnspá bankans er útlit fyrir að núverandi vaxtastig dugi til að halda verðbólgu í markmiði. Kröftugur vöxtur innlendarar eftirspurnar á komandi misserum og vaxandi spenna á vinnumarkaði gætu þó leitt til aukins verðbólguþrýstings og orðið til þess að nafnvextir Seðlabankans þyrftu að hækka frekar.

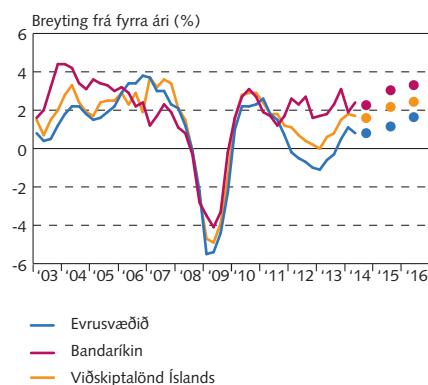
Verðbólga áfram við markmið

Alþjóðlegur hagvöxtur hefur verið heldur lakari það sem af er ári en vænst var í maíspá Peningamála en áfram er þó búist við að hann sæki í sig veðrið á næstu tveimur árum. Bati í viðskiptakjörum þjóðarbúsins verður greinilegri og hafa horfur um útflutningsverð glæðst. Útflutningshorfur hafa einnig batnað og munar þar mestu um vöxt útfluttrar þjónustu í ár. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að landsframleiðslan hafi staðið í stað á fyrsta ársfjórðungi þrátt fyrir að neysla og fjárfesting hafi til samans aukist um ríflega 5% frá fyrra ári. Þetta er töluvert minni hagvöxtur en spáð var í maí og skýrist fyrst og fremst af einskiptisþáttum sem ekki eru taldir endurspeglar undirliggjandi hagvaxtarþróun. Því er spáð 3,4% hagvexti í ár eða lítillega minna en spáð var í maí. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur aukist áfram á næsta ári og verði 3,9%. Gætir þá áhrifa mikillar fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og eftirspurnarhvetjandi aðgerða stjórnvalda. Líkt og í maí er því spáð að hagvöxtur minnki í 2,8% árið 2016, þegar dregur úr vexti innlendrar eftirspurnar. Meðalhagvöxtur á ári verður 3,4% á spátímanum. Til samanburðar var meðalhagvöxtur síðustu þrjátíu ára 2,7% og í helstu viðskiptalöndum Íslands er að meðaltali spáð 2,2% vexti á spátímanum. Bati á vinnumarkaði heldur einnig áfram. Á öðrum ársfjórðungi fjölgaði heildarvinnustundum nokkru meira en spáð var í maí. Verðbólga hefur verið við markmið frá því snemma á þessu ári og eru verðbólguhorfur lítillega betri en í maí. Þar vegur þyngst að nú er talið að slakinn í þjóðarþúinu sé heldur meiri. Á móti vegur að launakostnaður á framleidda einingu er nú talinn vaxa hraðar þar sem spáð er hægari framleiðnivexti en áður. Eins og ávallt eru verðbólguhorfur háðar töluverðri óvissu.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

- Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist 1,8% á fyrsta fjórðungi ársins. Það er undir væntingum sem einkum má rekja til minni hagvaxtar í Bandaríkjunum. Hagvöxtur jókst í Bandaríkjunum á öðrum fjórðungi ársins og mældist 2,4% á ársgrundvelli sem var samt sem áður minni vöxtur en markaðsaðilar höfðu búist við í apríl. Bráðabirgðatölur fyrir evrusvæðið benda einnig til þess að hagvöxtur á öðrum fjórðungi verði minni en vænst hafði verið. Hagvöxtur í Japan og á Norðurlöndunum, utan Noregs, hefur einnig reynst minni en spáð var það sem af er ári. Hins vegar hefur hagvöxtur í Bretlandi ítrekað reynst meiri en búist hefur verið við og mældist 3,2% á öðrum fjórðungi ársins.
- Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa samkvæmt ofangreindu heldur versnað fyrir Bandaríkin og evrusvæðið. Í spám Consensus Forecasts er að meðaltali gert ráð fyrir 1,9% hagvexti meðal helstu viðskiptalanda Íslands í ár, sem er örlitlu minni hagvöxtur en búist var við í maíspánni. Spáin er einnig í takt við spár Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem gerir ráð fyrir 3,4% heimshagvexti í ár eða 0,3 prósentum minni vexti en sjóðurinn hafði áður spáð. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda glæðist á næstu tveimur árum og verði um 2½% árið 2016.
- Aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafa haldið áfram að batna. Langtímavextir í þróuðum ríkjum hafa lækkað enn frekar

Mynd 1
Alþjóðlegur hagvöxtur¹



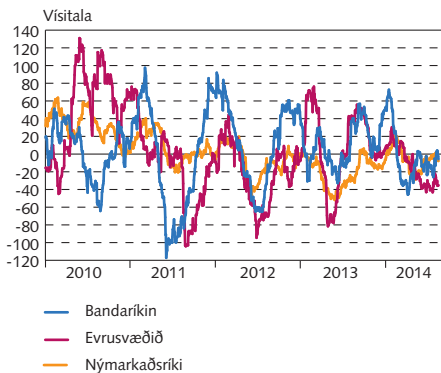
1. Punktur sýna spár Consensus Forecasts og Global Insight fyrir árin 2014-2016.
Heimildir: Consensus Forecasts, Global Insight, Macrobond.

1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála frá *Peningamálum* 2014/2 í maí sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir um miðjan ágúst.

Mynd 2

Vísitala um óvænta þróun hagvísu¹

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 15. ágúst 2014

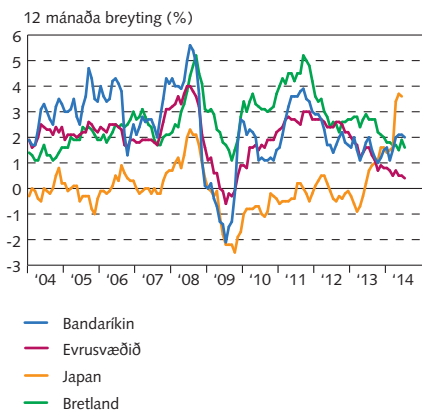


1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru jákvæðari en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.
Heimild: Macrobond.

Mynd 3

Verðbólga meðal nokkurra iðnríkja

Janúar 2004 - júlí 2014

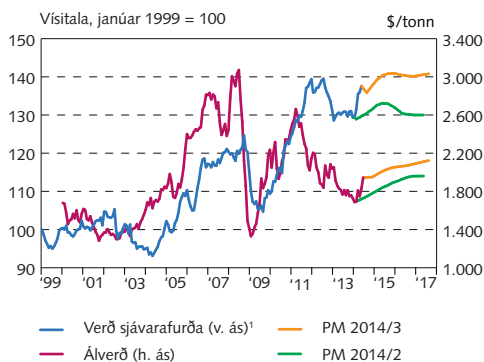


Heimild: Macrobond.

Mynd 4

Verð á sjávarafurðum og áli

Í erlendum gjaldmiðli



1. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með vöruskiptavog m.v. útlutning.
Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, Seðlabanki Íslands.

og fjármagn því leitað til nýmarkaðsríkja á nýjan leik. Áhættuálag á skuldabréf nýmarkaðsríkja hefur lækkað, eignaverð hækkað og gengi gjaldmiðla þeirra haldist stöðugt eða jafnvel styrkst frá því í maí. Áhyggjur af stöðu fjármálamarkaða í Kína eru þó enn til staðar, auk þess sem pólitískur órói í Mið-Austurlöndum og deilur Rússa og Úkraínumanna hafa valdið sveiflum í olíuverði og á hlutabréfamörkuðum.

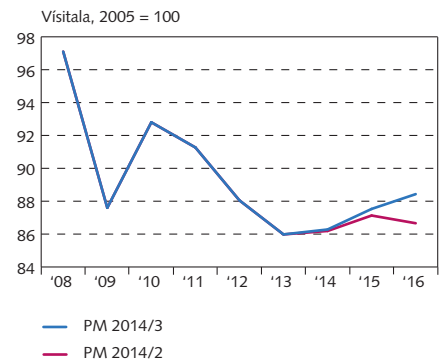
- Í Bandaríkjunum hefur verðbólga verið nálægt 2% sem er nokkuð umfram væntingar en í Bretlandi er hún 1,6% eða lítillega undir verðbólgu markmiði Englandsbanka. Verðbólga á evrusvæðinu hefur hins vegar verið mjög lítil og mældist 0,4% í júlí og hefur ekki verið minni frá árinu 2009. Í ár er gert ráð fyrir að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði að meðaltali 1,3% en að hún aukist í 1,7% á næsta ári og 2% árið 2016.
- Stýrivextir á evrusvæðinu voru lækkaðir um 0,1 prósentu í júní og eru nú 0,15% sem eru lægstu vextir frá því að Myntbandalaginu var komið á fót. Auk þess var kynnt ný lánalína til bankastofnana sem tryggja á litlum og meðalstórum fyrirtækjum betra aðgengi að lánsfé og skuldabréfakaup Seðlabanka Evrópu (ECB) eru til skoðunar. Ýmsir aðrir seðlabankar, einkum í Austur-Evrópu og Suður-Ameríku, hafa einnig lækkað vexti frá útgáfu síðustu *Peningamála* í maí en vextir hafa hækkað í nokkrum öðrum ríkjum og má þar t.d. nefna Nýja-Sjáláand og Rússland.
- Verulega bætti í vöxt alþjóðaviðskipta á seinni hluta síðasta árs samfara auknum hagvexti í heimsbúskapnum og hélt sú þróun áfram í byrjun þessa árs. Bæði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og OECD hafa þó dregið úr spám sínum um vöxt alþjóðaviðskipta fyrir þetta ár, þar sem alþjóðlegur hagvöxtur hefur reynst undir væntingum og hefur grunnspá Seðlabankans breyst í takt við það. Búist er við 3,4% vexti eftirspurnar helstu viðskiptalanda á þessu ári og áþekktum vexti á næstu tveimur árum.
- Tímabundinn viðsnúningur varð á nær samfelldri þriggja ára lækkun alþjóðlegs hrávöruverðs í byrjun ársins en hækkunin gekk til baka er líða tók á árið eins og búist var við. Horfur eru nær óbreyttar frá maíspánni og búist er við áframhaldandi lækkun hrávöruverðs næstu tvö árin sökum örari aukningar á framboði en eftirspurn hrávöru. Það er í takt við spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins en OECD gerir hins vegar ráð fyrir lítills háttar hækkun hrávöruverðs á næsta ári. Lækkun olíuverðs hefur verið minni það sem af er ári en búist var við í maíspánni og er nú gert ráð fyrir að það verði óbreytt í ár frá fyrra ári en í maí var gert ráð fyrir 3% lækkun. Áfram er gengið út frá því að olíuverð lækki út spátímann en hæggar en áður var reiknað með.
- Útlit er fyrir að verð á helstu útflutningsafurðum Íslendinga verði heldur hærra á spátímanum en búist var við í maí því að verðlag sjávarafurða og áls hefur hækkað nokkuð á síðustu mánuðum. Í spánni er gert ráð fyrir um 4% árlegri hækkun á verði sjávarafurða í erlendri mynt á þessu og næsta ári og samtals 8% hækkun á spátímanum. Er það 6 prósentum meiri hækkun en búist var við

í maíspánni. Óvissa ríkir þó um horfurnar sakir mögulegra áhrifa viðskiptabanns Rússlands á mörg Evrópuríki. Álverð hækkaði nokkuð umfram væntingar á öðrum ársfjórðungi eftir lækkun undanfarna fjóra ársfjórðunga og hafa horfur fyrir spátímabilið batnað frá því í maí.

- Eftir samfellda rýrnun frá árinu 2010 virðast viðskiptakjör vöru og þjónustu hafa batnað á öðrum fjórðungi ársins. Viðsnúninginn má aðallega rekja til hærra útflutningsverðs. Horfur eru á að viðskiptakjör batni um tæplega 3% á spátímanum í heild sem er 2 prósentum meiri bati en búist var við í maí.
- Á fyrstu fjórum mánuðum ársins hækkaði raungengið talsvert og náði sínu hæsta gildi frá ágúst mánuði 2008. Það hefur síðan haldist tiltölulega stöðugt frá aprílmánuði og var tæplega 8% hærra á fyrstu sjö mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra. Raungengið er þó enn 10% lægra en meðalraungengi undanfarinna þrjátíu ára.
- Gert er ráð fyrir að útflutningur vöru og þjónustu muni aukast um 4,3% á þessu ári í stað 2,9% í síðustu spá. Mestu munar um aukinn útflutning þjónustu, þar sem bráðabirgðatölur fyrir fyrsta ársfjórðung benda til 17% vaxtar auk þess sem talning Ferðamálastofu sýnir að erlendum ferðamönnum fjölgaði um rúman fjórðung á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Gert er ráð fyrir að útflutningur þjónustu aukist um 12½% á þessu ári en á móti vegur að talið er að vöruútflutningur dragist saman um 1,2%. Munar þar mestu um tæplega 7% samdrátt í útflutningi sjávarafurða sem er nokkru meiri samdráttur en spáð var í maí og skýrist af minni aukningu í leyfilegum þorskafla á næsta fiskveiðiári en þá var búist við. Horfur eru á að útflutningur vöru og þjónustu aukist að meðaltali um tæplega 3% á ári á næstu tveimur árum sem er lítillega meiri vöxtur en spáð var í maí.
- Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum á fyrsta ársfjórðungi var talsvert minni en á sama fjórðungi í fyrra. Vegna mikils innflutnings „annarrar þjónustu“ (sem samanstendur af ýmsum óreglulegum liðum) varð afgangur á þjónustuviðskiptum þó nokkru minni en gert hafði verið ráð fyrir. Afgangur af vöruviðskiptum reyndist 9 ma.kr. sem er um 17 ma.kr. minni afgangur en fyrir ári. Áætlað er að á öðrum fjórðungi hafi verið tæplega 13 ma.kr. halli á vöruviðskiptum sem skýrist af talsverðri aukningu í innflutningi neysluvara og samdrætti í útflutningi sjávarafurða. Er nú gert ráð fyrir að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði nemi um 5% af landsframleiðslu á þessu ári en minnki í 4½% á því næsta og verði 2½% af landsframleiðslu árið 2016. Það er lítillega minni afgangur en spáð var í maí.
- Halli á undirliggjandi þáttatekjujöfnuði hefur verið í takt við væntingar það sem af er ári. Útlit er fyrir að hann verði lítillega minni á árinu en spáð var í maí þar sem erlendir skammtíma vextir eru lægri og gengi krónunnar lítillega sterkara og greiðslubyrði af erlendum skuldum því minni. Gert er ráð fyrir að afgangur af undirliggjandi viðskiptajöfnuði verði um 1% af landsframleiðslu í ár en eins og í maí er búist við að halli myndist strax á næsta ári

Mynd 5

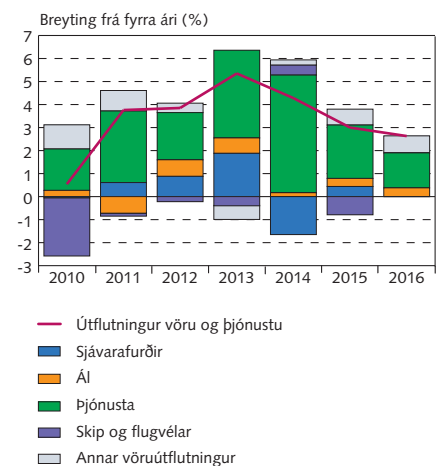
Viðskiptakjör vöru og þjónustu - samanburður við PM 2014/2



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Þróun útflutnings og framlag undirliða hans 2010-2016¹

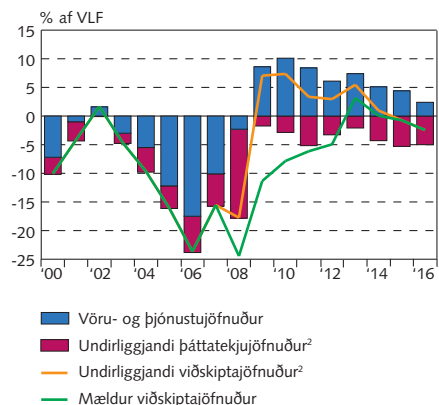


1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Viðskiptajöfnuður 2000-2016¹

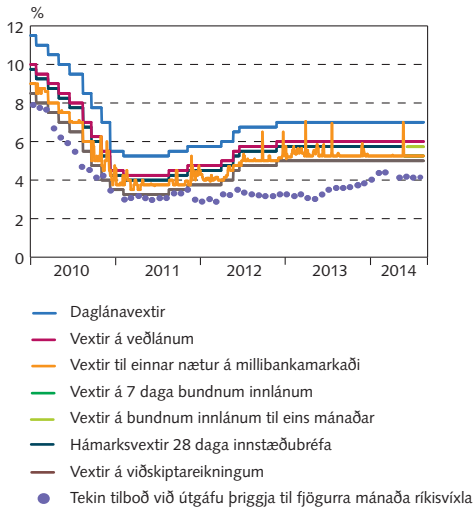


1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slitameðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörum búa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækis Actavis á þáttatekjujöfnuð fram til ársins 2012. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 15. ágúst 2014

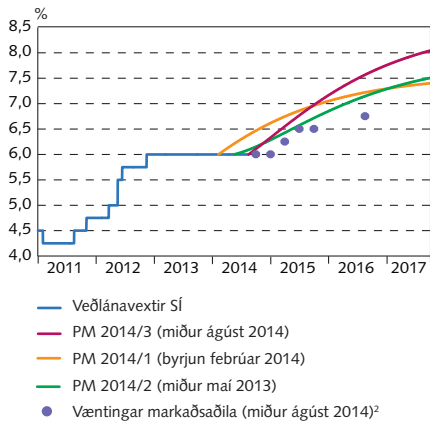


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Veðlánavextir, framvirkir vextir og væntingar
markaðsaðila um veðlánavexti¹

Daglegar tölur 1. janúar 2011 - 30. september 2017



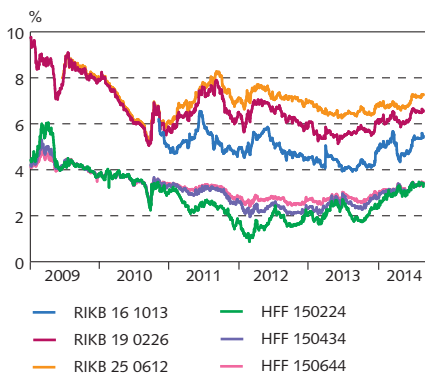
1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Ríkisbréf á gjalddaga innan tveggja ára eru þó ekki notuð þar sem verðlagning þeirra er talin vera skekk til vegna áhrifa gjaldveyrishafa.
2. Miðað við miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila dagana 11.-14. ágúst 2014.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra
og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 15. ágúst 2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

og að hann verði um 2½% af landsframleiðslu árið 2016.² Það er meiri halli en gert var ráð fyrir í maí.

Innlendir fjármálamarkaðir

- Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundum sínum í maí og júní sl. að halda vöxtum bankans óbreyttum. Á maífundinum samþykkti nefndin jafnframt breytingar á stjórnækjum bankans, m.a. með það að markmiði að auka virkni og mögulega hagkvæmni lausafjárstyringar bankans og búa í haginn fyrir fyrirhugaða sölu eigna Eignarhaldsfélags Seðlabanka Íslands (ESÍ) og losun fjármagnshafta. Hluti breytinganna fól í sér að vikulegum útboðum 28 daga innstæðubréfa var hætt en í staðinn boðin tvenns konar bundin innlán: annars vegar til viku í senn sem boðin verða út vikulega með föstum vöxtum og hins vegar til mánaðar í senn sem boðin verða út í byrjun hvers mánaðar þar sem fjármálafyrirtæki bjóða bæði í fjárhæð og vexti. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru vextir bankans á viðskiptareikningum innlánsstofnana 5%, vextir á sjö daga bundnum innlánnum 5,25%, vextir á lánnum gegn veði til sjö daga 6% og daglánavextir 7%. Samþykktir vextir í útboðum bundinna innlána til eins mánaðar hafa verið um 5,75%.

- Ofangreind breyting á stjórnækjum Seðlabankans hefur ekki breytt því að lausafjárstaða fjármálakerfisins er enn rúm og vaxtakjör á innlánsformum bankans eru því enn sem fyrr besti mælikvarðinn á þá vexti bankans sem ráða þróun vaxta á peningamarkaði. Virkir vextir bankans sem fengnir eru með einföldu meðaltali vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og vaxta bundinna innlána (áður innstæðubréfa) eru óbreyttir frá útgáfu *Peningamála* í maí. Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði hafa einnig haldist óbreyttir frá maíútgáfunni og velta á millibankamarkaði er áfram með minnsta móti.

- Taumhald peningastefnunnar hefur að sama skapi lítið breyst frá því í maí. Virkir raunvextir bankans eru nú um 3% miðað við núverandi verðbólgu og verðbólguvæntingar. Þeir eru um 0,9-1,3 prósentum hærri en á sama tíma í fyrra.

- Könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd um miðjan ágúst gefur enn til kynna að þeir búist við óbreyttum sjö daga veðlánavöxtum bankans til loka þessa árs og að vextirnir hækki í 6,25% á fyrsta fjórðungi þess næsta. Nú virðast þeir hins vegar gera ráð fyrir 0,25 prósentna viðbótarhækkun á öðrum fjórðungi næsta árs, í 6,5%, og að vextirnir verði 6,75% eftir tvö ár. Það eru 0,25 prósentum hærri vextir en þeir væntu í sambærilegri könnun sem framkvæmd var um miðjan maí sl. Niðurstöðurnar gefa jafnframt til kynna að markaðsaðilar

2. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra bætt við frá þriðja ársfjórðungi í ár. Tímasetning á uppgjöri búanna er forsenda og ávallt tímasett í þeim fjórðungi sem *Peningamál* koma út og segir ekki til um hvenær þau munu í raun eiga sér stað. Sjá nánar í kafla VII í *Peningamálum* 2014/2.

vænta hærri raunvaxta en í maikönnuninni. Framvirkir vextir gefa svipaða niðurstöðu. Líkt og um miðjan maí sl. gefur framvirki vaxtaferillinn til kynna að markaðsaðilar vænti þess að veðlánavextir bankans verði hækkaðir í 6,25% á þessu ári en að þeir verði orðnir 6,75% um mitt næsta ár eða 0,25 prósentum hærri vextir en mat á vaxtaferli gaf til kynna um miðjan maí sl.³

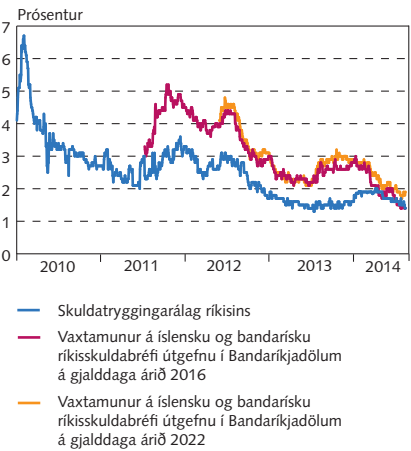
- Ávöxtunarkrafa verðtryggðra og óverðtryggðra íbúðar- og ríkisskuldabréfa hefur hækkað um 0,3-0,7 prósentur frá maíhefti *Peningamála* og 0,8-1,5 prósentur frá sama tíma í fyrra. Kann það að hluta til að endurspeglar fyrrnefnda hækkun raunvaxta Seðlabankans og væntingar markaðsaðila um hækkun vaxta bankans á næsta ári. Hækkun langtímavaxta kann einnig að skýrast að einhverju leyti af þeirri óvissu sem ríkir um framtíðarskipan Íbúðalánasjóðs en alþjóðlega matsfyrirtækið Standard og Poor's (S&P) lækkaði nýlega láns hæfismat sitt til langs tíma fyrir sjóðinn.
- Alþjóðlegu matsfyrirtækin S&P, Moody's og Fitch Ratings staðfestu nýlega láns hæfiseinkunn Ríkissjóðs Íslands. Þá breytti S&P jafnframt horfum um láns hæfið úr stöðugum í jákvæðar vegna kröftugs hagvaxtar og batnandi stöðu opinberra fjármála.
- Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegum bréfum ríkissjóðs Bandaríkjanna, hefur lækkað um tæplega ½ prósentu frá *Peningamálum* í maí. Álagið, nú 1,4 prósentur miðað við skuldabréf með gjalddaga árið 2016 og 1,9 prósentur miðað við bréf með gjalddaga árið 2022, hefur aldrei mælst jafn lágt og á undanförunum vikum. Áhættuálag á nýlegri útgáfu ríkissjóðs í evrum með gjalddaga árið 2020 er svipað eða 2,1 prósentu. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hefur einnig lækkað og mælist 1,4 prósentur.
- Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt frá *Peningamálum* í maí. Það hefur lækkað lítillega gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og evru en um 2-2½% gagnvart Bandaríkjadal og bresku pundi. Gjaldeyrissinnstreymi vegna komu erlendra ferðamanna til landsins og minni afborganir erlendra lána innlendra fyrirtækja og sveitarfélaga hafa stutt við gengið. Á móti hefur þróun vöruskiptajafnaðar verið óhagstæð og Seðlabankinn keypt talsvert af gjaldeyri á markaði í óreglubundnum gjaldeyriskaupum. Til viðbótar hóf hann reglubundin kaup á gjaldeyri á ný um miðjan júní. Hrein gjaldeyriskaup bankans á millibankamarkaði með gjaldeyri hafa numið um 33 ma.kr. frá útgáfu *Peningamála* í maí sl. og um 61 ma.kr. á árinu í heild sem eru meiri kaup en síðastliðin þrjú ár þar á undan að meðtöldum greiðslum vegna framvirkra samninga.
- Gengi krónunnar miðað við vísitölu meðalgengis var rúmlega 206 stíð á öðrum fjórðungi ársins sem er lítillega hærra en gert var

3. Vísendingar sem vaxtaferillinn gefur um væntingar markaðsaðila um næstu vaxtaákvörðanir eru óljósari en ella vegna vandamála við mælingu á stysta enda vaxtarófsins. Þá eru ríkisbréf á gjalddaga innan tveggja ára ekki notuð við matið þar sem verðlagning þeirra er talin skekkst vegna áhrifa gjaldeyrishafta. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein III-1 í *Peningamálum* 2013/4.

Mynd 11

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 15. ágúst 2014

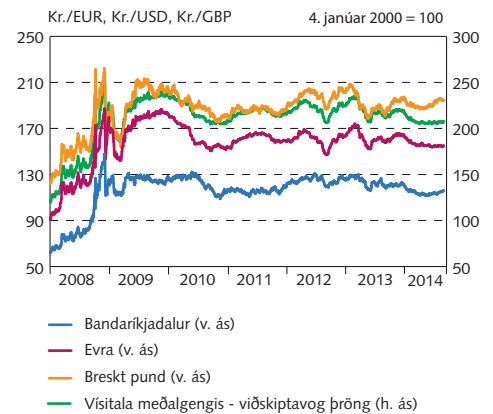


Heimild: Bloomberg.

Mynd 12

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 15. ágúst 2014

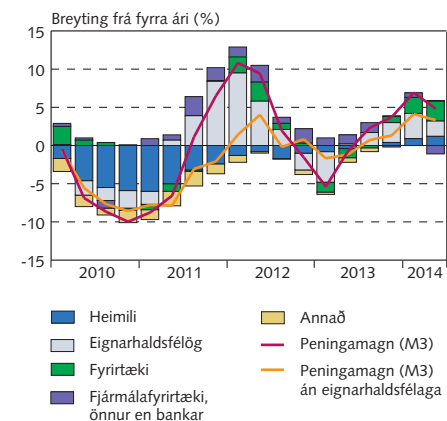


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

Samsetning peningamagns í umferð

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2014

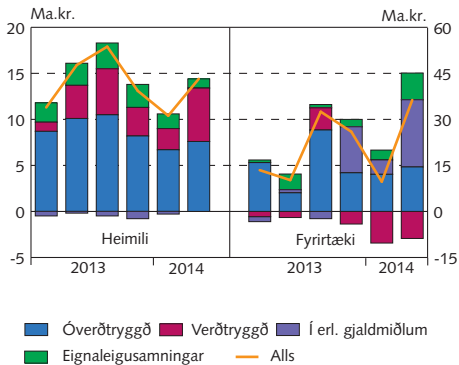


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Hrein ný útlán¹ stóru viðskiptabankanna þriggja til heimila og fyrirtækja²

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2014



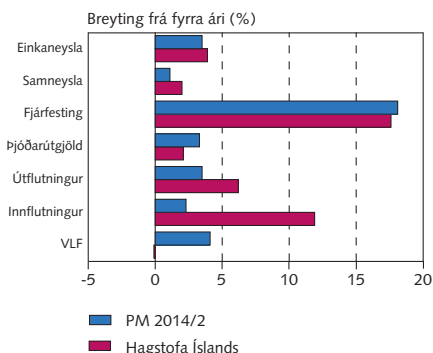
1. Ný útlán að fráregnum uppgreiðslum. 2. Utan eignarhaldsfélaga.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

ráð fyrir í maíspá bankans. Sem fyrr byggist grunnspá bankans á þeirri forsendu að gengið haldist óbreytt út spátímann miðað við stöðu vísitölunnar þegar spágerð lýkur. Gangi það eftir verður vísitalan rúmlega 206 stig út spátímann sem er svipað og í maíspá bankans.

- Peningamagn heldur áfram að vaxa milli ára en á öðrum fjórðungi ársins hægði á vextinum miðað við fjórðunginn á undan. Vitt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 4,8% á öðrum fjórðungi 2014 samanborið við sama fjórðung árið áður en þrengra skilgreint peningamagn jókst um 4½-7½%. Hægt hefur á vexti innlána eignarhaldsfélaga og er vöxtur M3 á fjórðungnum að mestu drifinn af aukningu innlána annarra fyrirtækja. Á sama tímabili hefur grunnfé bankans aukist um 7,1%.
- Verð- og gengisleiðréttur heildarútlánastofn innlánstofnana, lífeyrissjóða og Íbúðalánasjóðs til heimila og fyrirtækja jókst um 0,3% á öðrum ársfjórðungi eftir samfelldan samdrátt frá fjórða ársfjórðungi 2010. Talsverð aukning varð í hreinum nýjum útlánum til fyrirtækja sem námu 36,3 ma.kr. á öðrum fjórðungi og um 46 ma.kr. á fyrri helmingi ársins sem er um tvöfalt meiri útlánaaukning en á sama tíma í fyrra. Aukning útlána til heimila var hins vegar minni á öðrum ársfjórðungi en á sama tíma í fyrra. Þannig voru hrein ný útlán til heimila um 14,4 ma.kr. sem er um 9,3% minna en á sama tíma í fyrra. Útlánaaukning til heimila er enn að stærstum hluta vegna óverðtryggðra lána en hlutur verðtryggðra lána hefur farið vaxandi undanfarna mánuði. Á öðrum fjórðungi ársins var til að mynda meirihluti hreinna nýrra íbúðalána til heimila verðtryggður.
- Íbúðaverð hækkaði talsvert í byrjun ársins en í maí og júní mældist nokkur lækkun milli mánaða. Hækkun húsnæðisverðs á fyrri helmingi ársins nam þó 9,1% frá sama tíma í fyrra. Á sama tíma hefur þinglýstum kaupsamningum með íbúðarhúsnæði fjölgað um 10½% og leiguverð hækkað um rúm 8%. Hlutabréfaverð hefur einnig tekið að hækka á ný eftir talsverða lækkun í upphafi árs. Frá því í maí hefur verðvísitala aðallista hækkað um 4,3%. Verðvísitala OMXI8 hefur hækkað heldur minna sem endurspeglar ríflega verðhækkun hlutafjár Össurar á tímabilinu en félagið er ekki hluti af OMXI8-vísitölunni en hefur talsvert vægi í verðvísitölu aðallista. Eignaverð hefur því almennt hækkað það sem af er ári og fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja batnað.

Mynd 15

Þjóðhagsreikningar 1. ársfj. 2014 og mat Seðlabankans



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

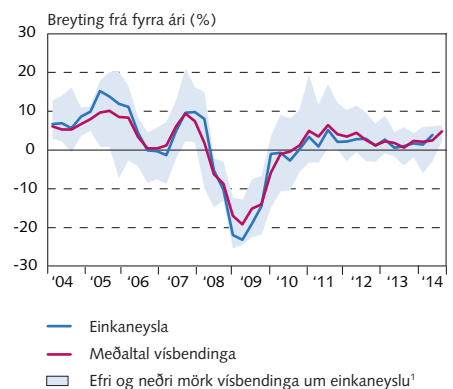
Innlent raunhagkerfi

- Í júní sl. birti Hagstofa Íslands þjóðhagsreikninga fyrir fyrsta ársfjórðung 2014. Samkvæmt tölunum dróst landsframleiðslan saman um 0,1% frá sama tíma í fyrra en á síðasta fjórðungi í fyrra hafði mælst 3,8% hagvöxtur. Hagvöxturinn var einnig mun minni en spáð var í *Peningamálum* í maí en þar var gert ráð fyrir 4,1% hagvexti á fyrsta fjórðungi. Þrátt fyrir þennan dræma hagvöxt á fyrsta ársfjórðungi jukust þjódarútgjöld um 2,1% frá fyrra ári og sé horft fram hjá neikvæðu framlagi birgðabreytinga, sem einkum

stafar af neikvæðum áhrifum sjávarafurðabirgða, jókst innlend eftirspurn um 5,2% milli ára. Slakan hagvöxt á fyrsta ársfjórðungi má því fyrst og fremst rekja til neikvæðs framlags birgðabreytinga og utanríkisviðskipta til hagvaxtar en síðartalda framlagið skýrist að mestu af miklum vexti þjónustuinflutnings á fjórðungnum. Að öðru leyti voru efnahagsumsvif að mestu í samræmi við maíspána.

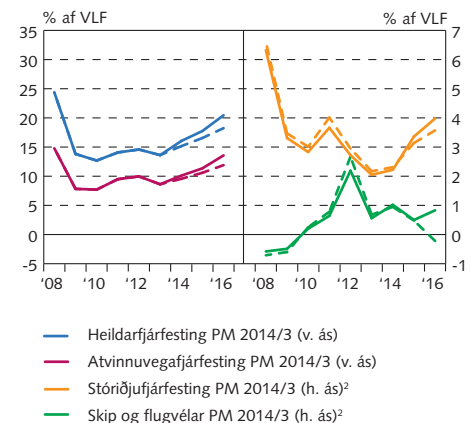
- Talið er líklegt að áhrif birgðabreytinganna jafnist innan ársins og að um sé að ræða einskiptisáhrif á þjónustuinflutning. Einnig gæti hluti af bókfærðum kostnaði vegna rekstrarleigu sem færir sem þjónustuinflutningur á fyrsta fjórðungi ársins komið fram í vexti þjónustuútlutnings í tengslum við ferðaþjónustu síðar á árinu. Áhrifin af þróun þessara þátta á hagvaxtarhorfurnar fyrir árið í heild eru því líklega minni en ætla mætti við fyrstu sýn.
- Einkaneysla jókst um 3,9% milli ára á fyrsta ársfjórðungi. Í maí hafði Seðlabankinn spáð 3,5% vexti. Leiðandi vísbendingar um þróun einkaneyslu gefa til kynna að vöxtur einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi hafi verið heldur meiri en á hinum fyrsta og meiri en spáð var í maí. Sem fyrr má ætla að þróunin á árinu endurspegli að einhverju leyti áhrif skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Nokkur óvissa ríkir um það hvernig áhrif þeirra á einkaneyslu muni koma fram, bæði varðandi umfang þeirra og tímasetningu. Í spánni sem hér er fjallað um er reiknað með að vöxtur einkaneyslu á fyrri hluta ársins verði heldur meiri en spáð var í maí vegna þess að áhrifin séu fyrr á ferðinni en að umfang þeirra í heild sé svipað og áður.⁴
- Horfur um þróun einkaneyslu eru á heildina litið svipaðar og í maíspá bankans. Eins og þá er búist við áframhaldandi kröftugum vexti á seinni hluta þessa árs og á því næsta. Bætt eignastaða heimila, vöxtur kaupmáttar þeirra og áhrif skuldalækkunaraðgerða munu styðja við vöxt einkaneyslu á spátímanum en spáð er að aukning einkaneyslu verði um 4½% á þessu ári og því næsta en að heldur hægi á vextinum árið 2016 og hann verði 2,9%.
- Samkvæmt fjárhagsyfirliti ríkissjóðs fyrir fyrstu sex mánuði ársins reyndust útgjöld til fimm málaflokka af sex vera innan áætlunar. Aðeins málaflokkur heilbrigðismála hefur farið fram úr áætlunum um sem nemur 4,2%. Ef allir málaflokkar eru teknir saman er framúrkeyrslan rúmar 160 m.kr. eða 0,1%. Nafnvöxtur samneyslu hins opinbera á fyrsta ársfjórðungi reyndist í ágætu samræmi við maíspá bankans. Magnvöxturinn mældist þó nokkru meiri en spáð var þar sem verðlag samneyslunnar hækkaði minna en áætlað var. Í ár er því spáð líðlega 1% magnvexti samneyslu sem er lítillega meiri vöxtur en búist var við í maí. Eins og í maí er einnig gert ráð fyrir um 1% vexti á ári á næstu tveimur árum.
- Fjárfesting á fyrsta ársfjórðungi jókst um 17,6% frá fyrra ári sem er litlu minna en spáð var í maí en allir helstu undirliðir fjárfestingar jukust töluvert á tímabilinu, bæði milli fjórðunga og milli

Mynd 16
Vísbendingar um einkaneyslu
1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2014



1. Vísbendingar eru kortavelta, dagvöruvelta, hlutabréfaverð, húsnæðisverð, innflutningur neysluvöru, nýskráningar bifreiða, laun og atvinnuleysi. Vísbendingar eru endurskalaðar þannig að þær hafa sama meðaltal og staðalfrávik og einkaneysla.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd 17
Fjármunamyndun sem hlutfall
af landsframleiðslu 2008-2016¹

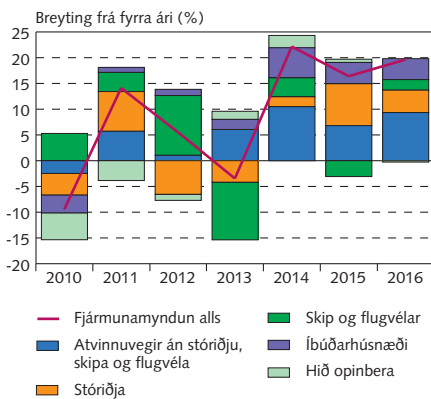


1. Brotalínur sýna spá frá PM 2014/2. 2. Breyting í sögulegum tölum er vegna ólíkra verðlagsgrunna í spánum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

4. Sjá nánari umfjöllun og greiningu á skuldalækkunaraðgerðunum í viðauka 2 í *Peningamálum* 2014/1.

Mynd 18

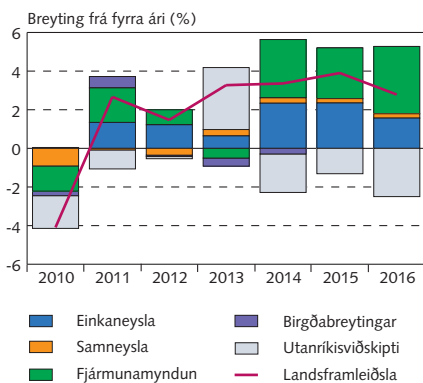
Þróun fjármunamyndunar og framlag helstu undirliða hennar 2010-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Vegna keðjutengingar er samanlagt framlag undirliða ekki endilega jafnt heildarbreytingunni. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

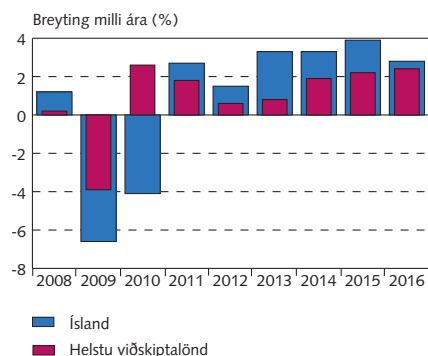
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 20

Hagvöxtur á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum 2008-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2014-2016. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

ára. Af atvinnuvegafjárfestingu var það einkum fjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla sem lagði til aukningarinnar en hún jókst um 22,6% frá fyrra ári. Á fjórðungnum varð einnig umtalsverð aukning í íbúðarfjárfestingu og greinilegt að eftirspurn eftir nýju húsnæði hefur aukist á undanförunum misserum en frá því að íbúðarfjárfesting var minnst í kjölfar fjármálakreppunnar hefur hún aukist um rúmlega 53%. Þrátt fyrir þessa miklu hækkun nam fjárfesting í íbúðarhúsnæði einungis um 3% af landsframleiðslu í fjórðungnum en meðaltal síðustu þrjátíu ára er 4½%.

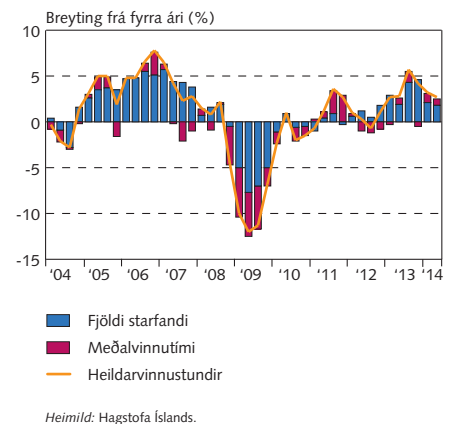
- Í síðustu spám Seðlabankans hefur verið gert ráð fyrir að framkvæmdir hefjist við fyrsta áfanga álvers Norðuráls við Helguvík, ásamt því sem gert hefur verið ráð fyrir að framkvæmdir hefjist við eitt kísilver. Í núverandi spá bankans er ekki gert ráð fyrir frekari framkvæmdum á vegum Norðuráls við Helguvík á spátímanum en þess í stað er gert ráð fyrir tveimur kísilverum til viðbótar. Þessi breyting ein og sér dregur nokkuð úr umfangi stóriðjufjárfestingar á spátímanum en vegna fyrirsjáanlegrar aukinnar fjárfestingar vegna viðhalds og aukinna umsvifa við orkuöflun eykst fjárfesting í stóriðju frá maíspánni þegar litið er á tímabilið í heild.
- Atvinnuvegafjárfesting jókst um 15% frá fyrra ári á fyrsta fjórðungi ársins og er líkt og í maí búist við áframhaldandi kröftugum vexti á árinu. Gert er ráð fyrir hátt í fjórðungs vexti en í maí var búist við um fimmtungs vexti. Kröftugri vöxtur á fyrsta ársfjórðungi gefur einnig tilefni til að ætla að fjárfesting hins opinbera og fjárfesting í íbúðarhúsnæði verði meiri í ár en spáð var í maí. Því er áætlað að fjárfesting í heild vaxi í ár um ríflega 22% frá fyrra ári í stað 19% í maíspánni. Á næsta ári er spáð áþekkri þróun þótt vöxturinn verði heldur minni eða um 16½%. Gert er ráð fyrir að heldur bæti í vöxtinn árið 2016 ólíkt því sem var gengið út frá í maí og að hann verði tæplega 20%. Skýringin á þessu felst einkum í breyttum forsendum um stóriðjufjárfestingu á tímabilinu. Gangi spáin eftir verður hlutfall fjárfestingar ríflega 20% af landsframleiðslu árið 2016 sem er áþekkt þrjátíu ára meðaltali þess.
- Þrátt fyrir að landsframleiðslan hafi staðið í stað á fyrsta ársfjórðungi samkvæmt tölum Hagstofunnar og verið töluvert undir því sem bankinn hafði spáð í maí er ekki talið tilefni til að gera miklar breytingar á hagvaxtarspánni fyrir árið í heild enda frávikkið fremur talið endurspegla skekkju í áætlaðri dreifingu hagvaxtar innan ársins. Gert er ráð fyrir ágætum hagvexti það sem eftir lifir árs. Spáð er 3,4% hagvexti á árinu í heild, sem er 0,3 prósentum minni hagvöxtur en spáð var í maí en svipaður vöxtur og mældist á síðasta ári.
- Líkt og í maíspánni er gert ráð fyrir að hagvöxtur aukist enn frekar á næsta ári og verði um 3,9% en þá fer saman kröftugur vöxtur einkaneyslu og töluverður þungi í fjárfestingu í orkufrekum iðnaði. Heldur hægir á hagvexti árið 2016 en hann er þó áfram kröftugur eða 2,8%.
- Sem fyrr verður hagvöxtur næstu missera drifinn áfram af innlendra eftirspurn, einkum einkaneyslu og fjárfestingu einkaaðila,

og útflutningi. Gert er ráð fyrir að þjóðarútgjöld vaxi um 5½% á ári á spátímanum og að útflutningur aukist um ríflega 3% á ári að meðaltali á þessu og næstu tveimur árum. Á móti því vegur að áætlað er að innflutningur fari einnig vaxandi þótt búist sé við að aukning hans verði nokkru minni á næsta ári en á þessu ári. Framlag utanríkisviðskipta batnar því milli ára en verður áfram neikvætt á öllum spátímanum.

- Gangi spáin eftir verður meðalhagvöxtur á ári um 3,4% á spátímanum, þ.e.a.s. vel yfir 2,7% meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára og langt yfir spám um 2,2% meðalhagvöxt á spátímanum í helstu viðskiptalöndum.
- Á síðasta ári dró umtalsvert úr þeim framleiðslulaka sem verið hefur frá því að fjármálakreppan reið yfir og er áætlað að hann hafi numið um 1% af framleiðslugetu þjóðarbúsins á árinu sem er heldur meiri slaki en gert var ráð fyrir í maí. Slakinn er jafnframt talinn hverfa heldur hægar úr þjóðarbúskapnum og því er spáð að hann verði ekki horfinn fyrr en í byrjun næsta árs en ekki um mitt þetta ár eins og gert var ráð fyrir í maí.
- Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (VMK) var vinnuafseftirspurn nokkru meiri á öðrum fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans. Þá var spáð 1,5% fjölgun heildarvinnustunda frá fyrra ári en í reynd fjölgaði þeim um 2,6%. Þetta er svipuð fjölgun og var á fjórðungnum á undan og skýrist eins og þá að mestu leyti af fjölgun starfandi fólks en meðalvinnutími jókst einnig um 0,7%.
- Á öðrum fjórðungi ársins fluttu fleiri til landsins en frá því sjöunda fjórðunginn í röð. Fjölgunin er þó hæg eða sem nemur 0,1% af vinnuafli og stafar nánast eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara en það styður við aðrar vísbendingar um aukna eftirspurn eftir vinnuafli.
- Niðurstöður könnunar Capacent Gallup sem var framkvæmd í maí og júní sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins benda til að vinnuafseftirspurn gæti aukist enn frekar á seinni helmingi ársins. Samkvæmt könnuninni vildu um 10% fleiri fyrirtæki fjölga starfsmönnum en fækka þeim. Þetta er svipuð niðurstaða og kom fram í könnuninni í mars. Þrátt fyrir verulega aukningu eftirspurnar eftir vinnuafli sem sést á fjölgun starfandi fólks undanfarin tæp tvö ár hefur hlutfall fyrirtækja sem telur vera skort á starfsfólki ekki hækkað.
- Í uppfærðri spá er því gert ráð fyrir heldur meiri fjölgun heildarvinnustunda í ár en í síðustu spá eða 2,5% fjölgun. Horfur fyrir næstu tvö ár eru einnig betri en í maí og er spáð um 1,8% fjölgun að meðaltali á spátímanum.
- Svipað og í máispá *Peningamála* var árstíðarleidd áttvinnuleysi samkvæmt skrá Vinnuálastofnunar (VMS) nánast óbreytt milli fjórðunga á öðrum fjórðungi ársins. Atvinnuleysi eins og það er mælt í VMK minnkaði hins vegar um 0,6 prósentur milli fjórðunga en þær tölur eru líklega betri mælikvarði á atvinnuleysi en tölur

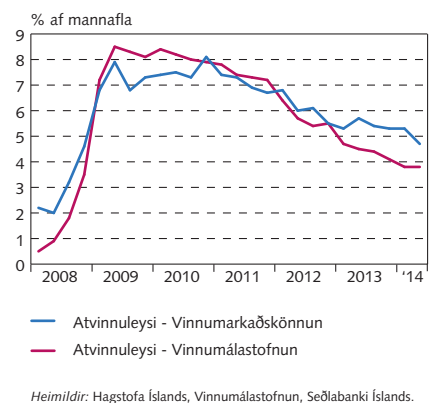
Mynd 21

Breytingar á atvinnu og vinnutíma
1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2014



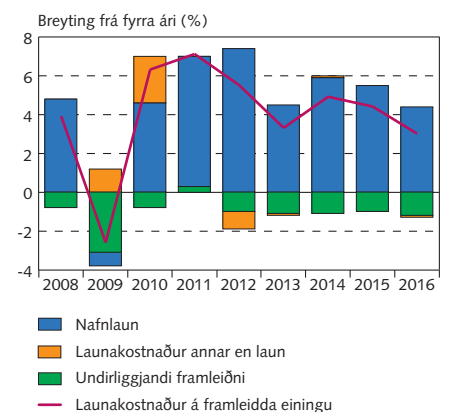
Mynd 22

Árstíðarleidd áttvinnuleysi
1. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2014



Mynd 23

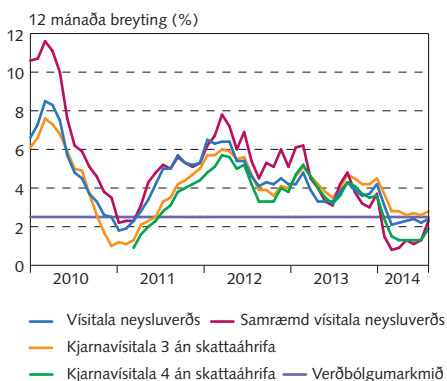
Launakostnaður á framleidda einingu
og framlag undirliða 2008-2016¹



Mynd 24

Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu¹

Janúar 2010 - júlí 2014

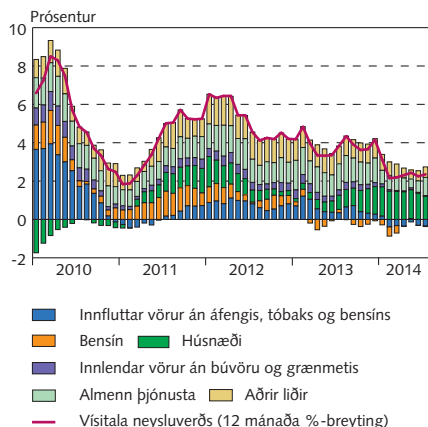


1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

Undirliðir verðbólgu

Framlag einstakra undirliða til verðbólgu
janúar 2010 - júlí 2014

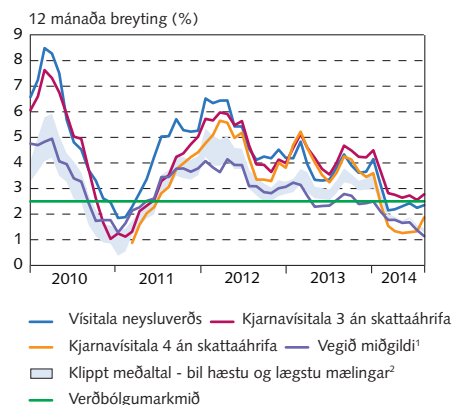


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 26

Ýmsir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu

Janúar 2010 - júlí 2014



1. Mælikvarði á undirliggjandi verðbólgu þar sem tekin er verðbreyting vegins miðgildis undirliða vísitölu neysluverðs. 2. Undirliggjandi verðbólga er mæld sem klippt meðaltal (e. trimmed mean) þar sem 10%, 15%, 20% og 25% þeirra undirliða sem breytast minnst og mest í verði eru undanskilin.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

VMS þar sem þeir sem hafa misst bótarétt eru taldir með í hópi atvinnulausra. Atvinnuleysi minnkaði um 0,7-0,9 prósentur milli ára á öðrum fjórðungi ársins á báða mælikvarða og var 3,8% að teknu tilliti til árstíðar samkvæmt skráningu VMS en 4,7% á mælikvarða VMK.

- Áfram má gera ráð fyrir að skráð atvinnuleysi mælist eitthvað minna en samkvæmt VMK á þessu ári. Spáð er að skráð atvinnuleysi verði 3,7% í ár og að það verði komið niður í 3,4% árið 2016 sem er svipað og gert var ráð fyrir í maí.
- Launahækkunar hafa verið heldur meiri að undanfögnu samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Á fyrri helmingi ársins hækkaði launavísitalan um 5,2% milli ára. Vísitalan hefur hækkað um rúmlega 4% frá því að fyrstu kjarasamningar voru gerðir í desember sem er jafn mikil hækkun og samningsaðilar gengu út frá að yrði á árinu öllu (desember 2013 til desember 2014).
- Hækkunar í nokkrum kjarasamningum sem gerðir hafa verið eftir að síðasta spá var unnin hafa verið nokkru meiri en gert var ráð fyrir þá. Launahækkunar vegna samninganna verða því heldur meiri í ár en þá var spáð. Hins vegar er gert ráð fyrir svipuðum hækkunum út spátímann þar sem áfram er búist við að gerður verði tiltölulega framhlaðinn þriggja ára samningur í upphafi næsta árs. Forsendur um annan launakostnað eru óbreyttar frá maíspánni en horfur eru á nokkru hægari framleiðnivexti á spátímanum þar sem vinnustundum fjölga hraðar en þá var spáð. Því er spáð að launakostnaður á framleidda einingu aukist um 4,9% í ár í stað 4% í síðustu spá og að aukningin verði að meðaltali 4,1% á ári á spátímanum sem er líðlega 1 prósentu meiri aukning en í maíspánni. Því eru horfur á nokkru meiri verðbólguþrýstingi af vinnumarkaði á spátímanum en búist var við í maí.

Verðbólga

- Verðbólga mældist 2,3% á öðrum fjórðungi 2014 sem er 0,1 prósentu minna en gert var ráð fyrir í maíspánni. Megindrífkraftar verðbólgunnar á fjórðungnum voru sem fyrr af innlendum toga, þ.e. hækkun húsnæðisliðar og verðs almennrar þjónustu. Verðlækkunar á innfluttri vöru vógu hins vegar á móti að undanskildu bensíni sem hafði nokkur áhrif til hækkunar vísitölunnar.
- Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,17% milli mánaða í júlí sl. eftir að hafa hækkað um 0,4% í júní og nánast staðið í stað í maí. Lækkunina í júlí má rekja til útsöluáhrifa en á móti vó einkum hækkun flugfargjalda til útlanda. Útsöluáhrifin voru svipuð og fyrir ári en nokkru minni en áhrif vetrarútsölnunnar í janúar sl. Ársverðbólga mældist 2,4% í júlí og var nánast óbreytt frá því rétt fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*. Um helming ársverðbólgunnar má rekja til húsnæðisliðarinnar og um 40% til verðhækkunar almennrar þjónustu. Hún skýrist því nánast eingöngu af innlendum þáttum. Á móti vegur að verð innfluttrar vöru (án áfengis

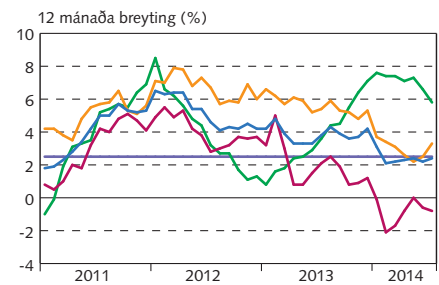
og tóbaks) hefur lækkað um 1,2% sl. tólf mánuði á sama tíma og gengi krónunnar hefur styrkst um 3,8%.

- Ársverðbólga miðað við mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu hefur aukist lítillega frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Kjarnavísitala 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, lækkaði um 0,3% í júlí og mældist undirliggjandi ársverðbólga 2,8% á þennan mælikvarða samanborið við 2,6% í apríl sl. Sé markaðsvirði húsnæðis einnig undanskilið (kjarnavísitala 4) mældist undirliggjandi verðbólga minni í júlí eða 1,9% en hafði aukist úr 1,3% í apríl. Aukninguna má rekja til grunnáhrifa vegna mikillar lækkunar kjarnavísitölu 4 í júlí 2013. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún hafi legið á bilinu 1-1½% í júlí.
- Lítil breyting hefur orðið á mælikvörðum á skammtímaverðbólguvæntingum frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Heimilin búast áfram við því að verðbólga verði 4% að ári liðnu og fyrirtækin vænta þess að hún verði 3%. Væntingar markaðsaðila og vísbendingar um verðbólguvæntingar út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði hafa einnig lítið breyst, en á þessa mælikvarða virðast verðbólguvæntingar til næstu tveggja ára vera í kringum 3½%. Vísbendingar um langtímaverðbólguvæntingar hafa að sama skapi lítið breyst og eru í kringum 4% til fimm og tíu ára.
- Verðbólguhorfur til skamms tíma eru svipaðar og búist var við í maí. Gert er ráð fyrir að verðbólga á þriðja ársfjórðungi 2014 verði 2,3% eða 0,2 prósentum minni en spáð var í maí. Jafnframt er spáð að verðbólga verði 2,6% á fjórða fjórðungi þessa árs sem er svipað og í síðustu spá. Samkvæmt spánni yrði meðalverðbólga á þessu ári 2,4%. Á árinu 2015 er búist við að verðbólga aukist lítillega samhliða því að slakinn í þjóðarbúinu minnkar og verði að meðaltali um 2,8% og 2,9% árið 2016 en það er lítillega minni verðbólga en gert var ráð fyrir í maí. Það felur í sér það mat að meiri slaki í þjóðarbúinu en þá var spáð vegi þyngra varðandi þróun verðbólgunnar en horfur á meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu. Samkvæmt spánni er verðbólga mest um 3% á seinni hluta spátímans en tekur síðan að hjaðna í átt að markmiði um mitt ár 2017.
- Þróun gengis krónunnar og launakostnaðar eru sem fyrr þeir óvissuþættir sem vega þyngst varðandi þróun verðbólgu á spátímanum. Óvissa um gengisþróunina vegur einkum þungt í ljósi þeirrar óvissu sem er fyrir hendi um framgang losunar fjármagnshatta og uppgjör búa fallinna fjármálafyrirtækja. Langtímaverðbólguvæntingar hafa verið yfir verðbólgu markmiði Seðlabankans um nokkurt skeið og er því enn hætta á að undirliggjandi verðbólguþrýstingur sé vanmetinn, einkum ef þessar væntingar endurspeglast í kröfugerð komandi kjarasamninga, gjaldskrárhækkunum og verðákvörðunum fyrirtækja. Húsnæðisverð hefur hækkað nokkuð það sem af er þessu ári og gæti verðbólga því orðið meiri á spátímanum ef aukið líf

Mynd 27

Innlend og innflutt verðbólga¹

Janúar 2011 - júlí 2014



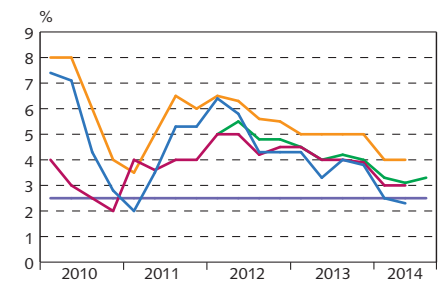
— Vísitala neysluverðs — Innflutt verðlag (35%)
— Innlent verðlag utan húsnæðis (44%)
— Húsnæði (21%) — Verðbólgu markmið

1. Innflutt verðbólga er nálgðuð með innfluttri mat- og drykkjarvöru, verði nýrra bíla og varahluta, bensíns og annarrar innfluttrar vöru. Innlent verðbólga er nálgðuð með verði innlendrar vöru og verði almenningar og opinberrar þjónustu. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 28

Verðbólga og verðbólguvæntingar fyrirtækja, heimila og markaðsaðila til eins árs

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2014



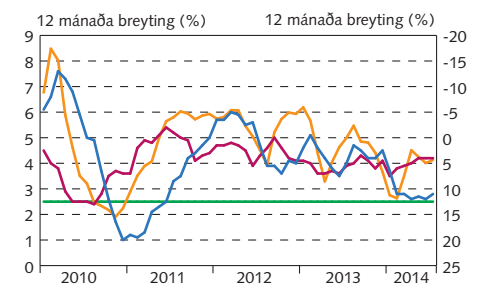
— Verðbólga — Verðbólguvæntingar stærstu fyrirtækja
— Verðbólguvæntingar heimila — Verðbólguvæntingar markaðsaðila
— Verðbólgu markmið

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 29

Kjarnaverðbólga, gengi krónunnar og langtímaverðbólguvæntingar

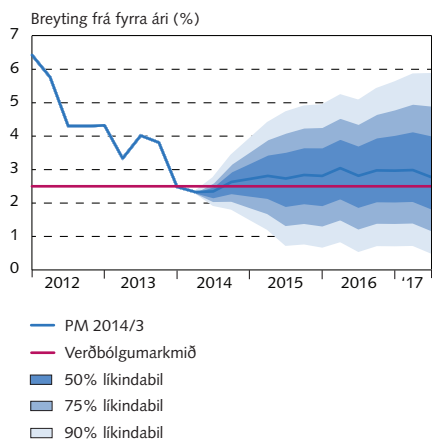
Janúar 2010 - júlí 2014



— Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa (v. ás) — Verðbólguálag til 10 ára (v. ás)
— Vísitala meðalgengis - viðskiptavog þröng (h. ás, andhverfur kvarði) — Verðbólgu markmið (v. ás)

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

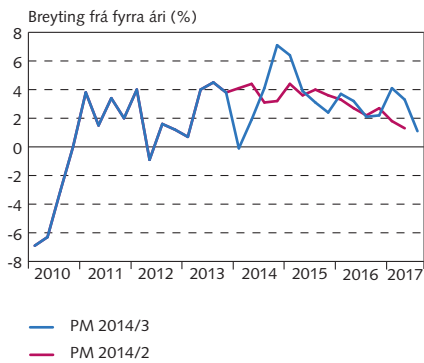
Mynd 30
Verðbólguþá og óvissumat



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

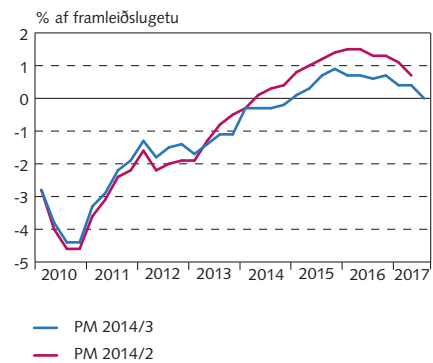
færast í fasteignamarkaðinn. Töluverð óvissa er einnig um áhrif skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda og framgang áætlana um uppbyggingu í orkufrekum iðnaði á næstu árum. Að sama skapi gæti verðbólga orðið minni en spáð er ef krafturinn í innlendri eftirspurn eða alþjóðlegur hagvöxtur reynist ofmetinn og ef alþjóðleg verðbólga eykst minna en gert er ráð fyrir. Til að endurspeglar óvissuna í grunnspánni sýnir mynd 30 mat á líkindadreifingu verðbólguþá. Skyggðu svæðin í myndinni sýna bil um grunnspána. Samkvæmt líkindamatinu eru 50%, 75% og 90% líkur á að verðbólga verði innan viðkomandi bils á spátímanum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum 2005/1* þar sem aðferðafræðinni er lýst). Samkvæmt þessu mati eru taldar heldur meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð en að henni sé ofspáð en um það ríkir ekki síður óvissa. Um helmingslíkur eru taldar á að verðbólga verði á bilinu 2-3½% að ári liðnu og á bilinu 2-4% í lok spátímans. Þetta er áþekkt óvissumatinu í maíspánni.

Mynd 31
Hagvöxtur - samanburður við PM 2014/2



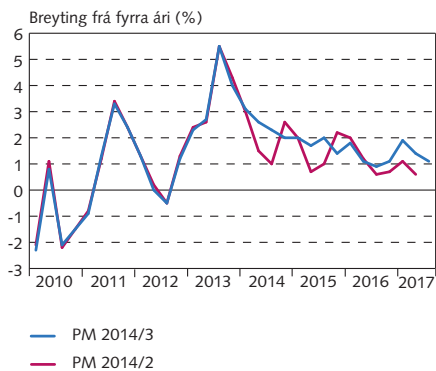
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 32
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2014/2



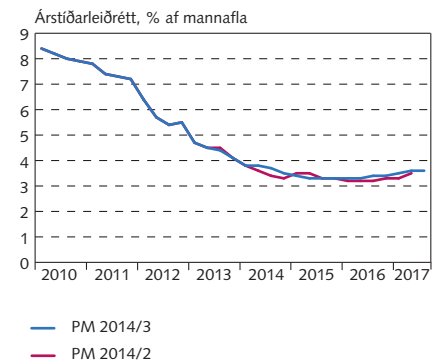
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 33
Heildarvinnustundir
samanburður við PM 2014/2



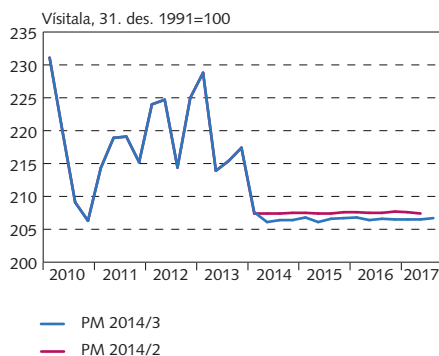
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 34
Skráð atvinnuleysi - samanburður við
PM 2014/2



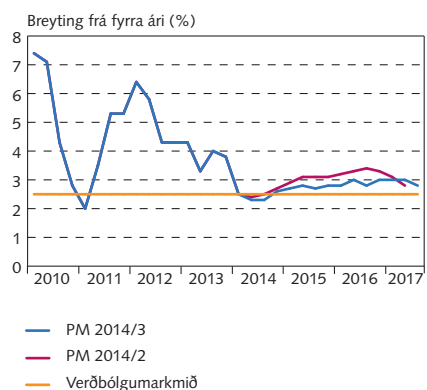
Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 35
Gengi krónu gagnvart viðskiptaveginni
gengisvísitölu - samanburður við PM 2014/2



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 36
Verðbólga - samanburður við PM 2014/2



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2014/3

Tafla 1 Þjóðhagsspá¹

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram			
		Spá			
	2013	2013	2014	2015	2016
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar					
Einkaneysla	957,4	1,2 (1,2)	4,4 (4,4)	4,3 (4,3)	2,9 (2,9)
Samneysla	455,1	1,3 (1,3)	1,1 (0,9)	0,9 (0,8)	0,9 (0,8)
Fjármunamyndun	243,3	-3,4 (-3,4)	22,2 (19,0)	16,4 (15,6)	19,6 (13,2)
Atvinnuvegafjárfesting	154,0	-10,2 (-10,2)	23,0 (20,0)	18,6 (17,9)	24,6 (15,3)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	50,8	10,8 (10,8)	27,9 (23,9)	18,8 (17,7)	18,0 (16,4)
Fjárfesting hins opinbera	38,5	11,7 (11,7)	15,1 (9,6)	4,2 (1,5)	-2,0 (-4,1)
Þjóðarútgjöld	1.654,2	0,1 (0,1)	5,8 (5,6)	5,5 (5,2)	5,5 (4,2)
Útflutningur vöru og þjónustu	1.027,6	5,3 (5,3)	4,3 (2,9)	3,0 (3,0)	2,6 (2,2)
Innflutningur vöru og þjónustu	895,6	-0,1 (-0,1)	8,9 (6,4)	5,9 (5,5)	7,8 (5,0)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar		3,2 (3,2)	-2,0 (-1,5)	-1,3 (-1,0)	-2,5 (-1,3)
Verg landsframleiðsla	1.786,2	3,3 (3,3)	3,4 (3,7)	3,9 (3,9)	2,8 (2,7)

Aðrar lykilstærðir

Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.786 (1.786)	1.878 (1.885)	2.025 (2.025)	2.145 (2.140)
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)	7,4 (7,4)	5,1 (5,5)	4,4 (4,8)	2,4 (3,1)
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	3,9 (3,9)	-0,1 (0,2)	-0,9 (-0,6)	-2,6 (-2,2)
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu) ²	6,2 (6,2)	0,8 (0,7)	-0,9 (-0,6)	-2,6 (-2,2)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu (br. milli ársmeðaltala)	-2,4 (-2,4)	0,3 (0,2)	1,5 (1,1)	1,0 (-0,5)
Heildarfjármunamyndun (% af landsframleiðslu)	13,6 (13,6)	16,0 (15,2)	17,8 (16,6)	20,4 (18,2)
Atvinnuvegafjárfesting (% af landsframleiðslu)	8,6 (8,6)	10,1 (9,5)	11,4 (10,6)	13,6 (11,9)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-1,1 (-0,5)	-0,2 (0,4)	0,9 (1,4)	0,7 (1,3)
Launakostnaður á framleidda einingu (br. milli ársmeðaltala) ³	3,3 (3,2)	4,9 (3,9)	4,4 (3,3)	3,0 (2,5)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)	4,5 (4,3)	4,9 (4,0)	3,0 (2,4)	3,0 (2,3)
Atvinnuleysi (% af mannafla)	4,4 (4,4)	3,7 (3,5)	3,3 (3,4)	3,4 (3,2)
Vísitala meðalgengis – viðskiptavog þröng (31/12 1991 = 100)	218,9 (218,9)	206,6 (207,4)	206,6 (207,5)	206,6 (207,6)
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	3,9 (3,9)	2,4 (2,5)	2,8 (3,1)	2,9 (3,3)
Verðbólga án skattaáhrifa (ársmeðaltal, %)	3,7 (3,7)	2,4 (2,4)	2,8 (3,1)	2,9 (3,3)

1. Tölur í svigum eru skv. spá *Peningamála* 2014/2. 2. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjors bóva þeirra. 3. Miðað við undirliggjandi framleiðni.

Tafla 2 Verðbólguþáttar (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga	Verðbólga án skattaáhrifa	Verðbólga (br. frá fyrri
	(br. frá sama tíma árið áður)	(br. frá sama tíma árið áður)	ársfjórðungi á ársgrundvelli)
Mæld gildi			
2013:2	3,3 (3,3)	3,2 (3,2)	4,1 (4,1)
2013:3	4,0 (4,0)	3,9 (3,9)	1,7 (1,7)
2013:4	3,8 (3,8)	3,7 (3,7)	3,1 (3,1)
2014:1	2,5 (2,5)	2,4 (2,4)	1,1 (1,1)
2014:2	2,3 (2,4)	2,3 (2,3)	3,5 (3,9)
Spáð gildi			
2014:3	2,3 (2,5)	2,3 (2,4)	1,7 (1,9)
2014:4	2,6 (2,7)	2,6 (2,6)	4,2 (3,8)
2015:1	2,7 (2,9)	2,8 (3,0)	1,5 (2,3)
2015:2	2,8 (3,1)	2,8 (3,1)	3,9 (4,6)
2015:3	2,7 (3,1)	2,7 (3,1)	1,4 (1,9)
2015:4	2,8 (3,1)	2,8 (3,1)	4,6 (3,6)
2016:1	2,8 (3,2)	2,8 (3,2)	1,4 (2,7)
2016:2	3,0 (3,3)	3,0 (3,3)	4,8 (5,1)
2016:3	2,8 (3,4)	2,8 (3,4)	0,5 (2,2)
2016:4	3,0 (3,3)	3,0 (3,3)	5,3 (3,0)
2017:1	3,0 (3,1)	3,0 (3,1)	1,3 (2,1)
2017:2	3,0 (2,8)	3,0 (2,8)	4,9 (4,1)
2017:3	2,8	2,8	-0,3

1. Tölur í svigum eru skv. spá *Peningamála* 2014/2.