

Verðbólguhorfur batna þrátt fyrir vaxandi spennu í þjóðarbúinu¹

Alþjóðlegar efnahagshorfur hafa breyst og óvissa aukist frá útgáfu *Peningamála* í maí sl. Munar þar mestu um ákvörðun Breta um að ganga úr Evrópusambandinu. Vísendingar eru um að töluvert hafi dregið úr efnahagssumsvifum í Bretlandi í kjölfar atkvæðagreiðslunnar en erfitt er að meta hversu langvinn áhrifin verða. Viðbrögð á fjármálamörkuðum voru sterk en þau hafa að einhverju leyti gengið til baka. Talið er að hagvaxtarhorfur fyrir helstu viðskiptalönd hafi versnað frá því í maí og þær eru tvísýnni en áður.

Þrátt fyrir þróttlittinn efnahagsbata í helstu viðskiptalöndum hefur mikill kraftur verið í innlendum þjóðarbúskap. Þjóðarútgjöld jukust um ríflega 8% á fyrsta fjórðungi þessa árs og hagvöxtur mældist 4,2%. Talið er að hagvöxtur verði 4,9% á árinu í heild sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en spáð var í maí og skýrist frávikid fyrst og fremst af vísendingum um kröftugri vöxt einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar en utanríkisviðskiptin vega á móti vegna mikillar aukningar innflutnings. Líkt og áður er hagvöxtur drifinn áfram af miklum tekjuvexti og bættum efnahag heimila og fyrirtækja. Við bætist minna aðhald í ríkisfjármálum en á móti vegur að peningastefnan hefur hægt á vexti innlendar eftirspurnar og beint hluta tekjuaukans í innlendan sparnað. Áfram er gert ráð fyrir ríflega 4% hagvexti á næsta ári og gangi það eftir yrði það þriðja árið í röð þar sem hagvöxtur væri um og yfir 4%. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur leiti smám saman í langtíma leitnivöxt og verði um 2½% árið 2018.

Aukin spenna í þjóðarbúskapnum birtist einnig í minnkandi atvinnuleysi og vaxandi skorti á starfsfólki. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 2,7% á öðrum ársfjórðungi, sem er lægsta gildi þess síðan á sama ársfjórðungi 2008. Þá segjast ríflega 40% fyrirtækja búa við skort á vinnuafli. Hefur hlutfallið hækkað hratt undanfarið og var síðast svo hátt í lok árs 2007.

Þrátt fyrir vaxandi framleiðsluspennu hefur verðbólga minnkað á ný og var einungis 1,1% í júlí. Gengi krónunnar hefur hækkað og verðhjöðnun innfluttrar vöru og þjónustu vegið á móti innlendum verðbólguþrýstingi. Þá hafa verðbólguvæntingar haldið áfram að þokast niður á við og virðist kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga vera að styrkjast. Verðbólguhorfur hafa batnað frá maíspá bankans. Þar munar mestu um að gengi krónunnar hefur hækkað töluvert auk þess sem horfur eru á heldur meiri framleiðnivexti í ár en þá var gert ráð fyrir. Eftir sem áður er spáð vaxandi verðbólgu þegar áhrif gengishækkunarinnar taka að fjara út og að því gefnu að gengi krónunnar hækki ekki frekar. Að gefinni þeirri forsendu er gert ráð fyrir að verðbólga nái hámarki í um 3¾% á fyrri hluta árs 2018 en taki síðan að þokast í markmið á ný.

1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála frá útgáfu *Peningamála* 2016/2 í maí sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir um miðjan ágúst.

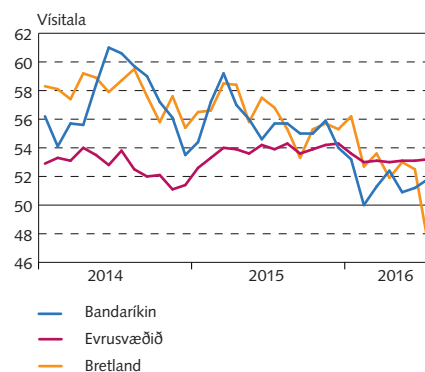
Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

- Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands er talinn hafa verið 1,6% á fyrri helmingi ársins, í takt við spá *Peningamála* í maí sl. Hagvöxtur í Bandaríkjunum reyndist töluvert undir væntingum og minnkaði í 1,2% á öðrum fjórðungi en var 3% á sama fjórðungi í fyrra. Einkaneysla hefur verið megindrifkraftur hagvaxtar enda batinn á vinnumarkaði þróttmikill, en fjarað hefur undan vexti fjárfestingar og framlag birgðabreytinga reyndist neikvætt í fyrsta sinn í u.þ.b. fimm ár. Hagvöxtur á evrusvæðinu hefur verið nokkuð stöðugur undanfarin misseri og var 1,6% á öðrum ársfjórðungi. Í Bretlandi reyndist hagvöxtur á sama tíma nokkru meiri en vænst var eða 2,2% en í Japan var hann töluvert undir væntingum eða einungis 0,6%.
- Alþjóðlegar efnahagshorfur hafa breyst nokkuð frá því í maí en eru þó fyrst og fremst tvísýnni. Þar vegur niðurstaða þjóðar- atkvæðagreiðslu um aðild Breta að Evrópusambandinu (ESB) hinn 23. júní sl. þungt. Áhrifin eru enn að koma fram og því erfitt að segja með vissu hver þau verða endanlega, ekki síst vegna þess að ekki liggur fyrir hver umgjörð viðskipta og fjármálastarfsemi Breta við ESB verður eftir útgöngu.² Leiðandi vísendingar um hagvöxt í Bretlandi lækkuðu skarpt í kjölfar niðurstöðunnar. Fyrstu viðbrögð á fjármálamörkuðum voru sömuleiðis sterk en lækkun hlutabréfaverðs og hækkun vaxtaálags reyndist þó skammvinn. Lækkun ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa á alþjóðlegum mörkuðum og gengislækkun breska pundins hefur hins vegar reynst þrálátari, m.a. vegna aðgerða Englandsbanka, sem í byrjun mánaðarins brást við niðurstöðu atkvæðagreiðslunnar með lækkun vaxta, auknum eignakaupum og viðbótaraðgerðum til að lækka fjármögnunarkostnað bankaútlána.
- Aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum eru afar sérstæðar. Veikburða efnahagsbati, lítil verðbólga og sögulega lágir vextir hafa sett svip sinn á efnahagslega framvindu þróaðra ríkja, hægt hefur á hagvexti í nýmarkaðsríkjum og óvissa hefur aukist í kjölfar bresku þjóðar- atkvæðagreiðslunnar. Ein skýrasta birtingarmynd þessara sérstæðu aðstæðna er umfang útistandandi ríkisskuldabréfa sem bera neikvæða ávöxtunarkröfu en það hefur aldrei verið meira. Áætlað er að það nemi tæplega 13 þúsund milljörðum Bandaríkjadala og er meginþorri bréfanna evrópskur og japanskur. Fyrir aðeins tveimur árum var umfangið hverfandi. Alþjóðlegar efnahagshorfur eru því óvenju óvissar um þessar mundir.
- Búist er við nokkru minni hagvexti í Bandaríkjunum í ár en í maíspánni. Hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu eru áþekkar því sem áður var spáð en gert er ráð fyrir minni hagvexti í Bretlandi. Horfur í ýmsum stórum nýmarkaðsríkjum hafa hins vegar batnað. Miðað við maíspána er búist við minni hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands á seinni hluta ársins og einkum og sér í lagi á næsta ári en

2. Seðlabankinn birti minnisblað um möguleg áhrif útgöngu Breta úr ESB á Ísland hinn 24. júní sl. sem er aðgengilegt á heimasíðu bankans.

Mynd 1

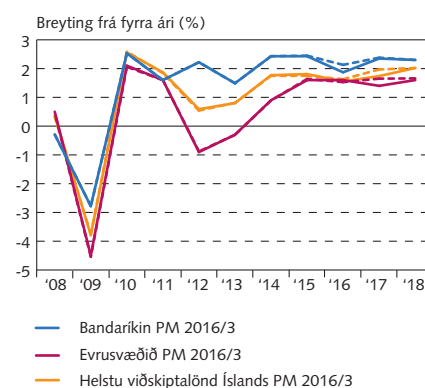
Leiðandi vísendingar um hagvöxt¹
Janúar 2014 - júlí 2016



1. Visitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Visitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt.
Heimild: Bloomberg.

Mynd 2

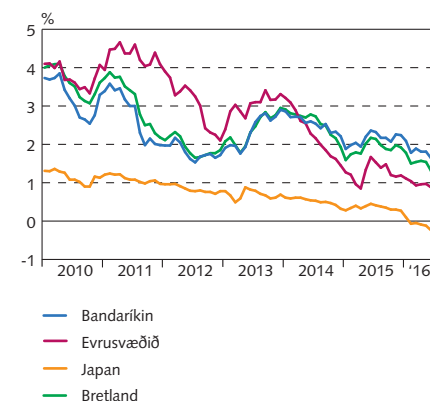
Alþjóðlegur hagvöxtur 2008-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/2.
Heimildir: Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í
nokkrum iðnríkjum
Janúar 2010 - júlí 2016

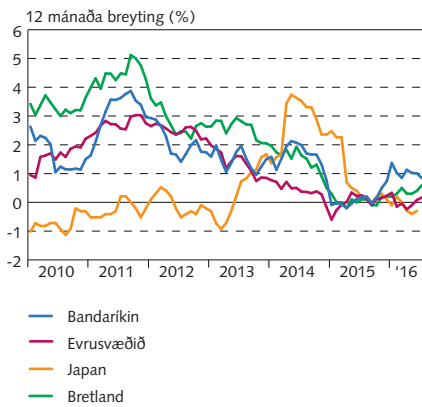


Heimild: Macrobond.

Mynd 4

Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2010 - júlí 2016

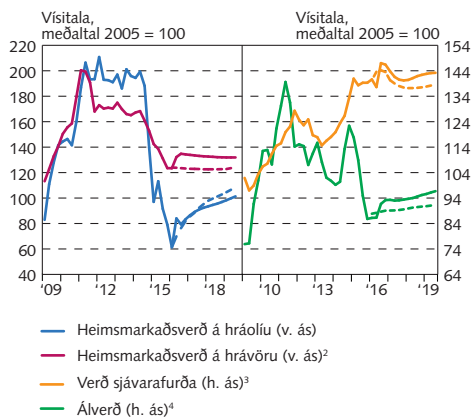


Heimild: Macrobond.

Mynd 5

Verð á sjávarafurðum, áli, olíu og hrávörum¹

1. ársfj. 2009 - 3. ársfj. 2019



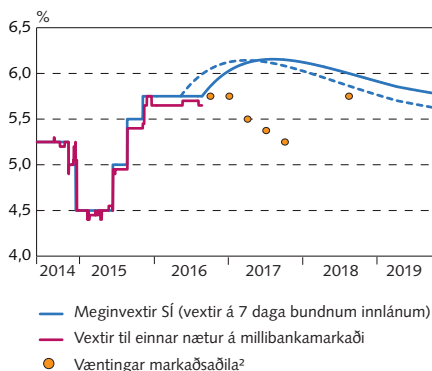
1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2016 - 3. ársfj. 2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/2. 2. Verð á hrávörum án olíu í USD. 3. Verð á sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðli er fundið með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. 4. Álverð í USD er reiknað með því að deila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

Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Meginvextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra¹

Daglegar tölur 1. júní 2014 - 30. september 2019



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Brotta línan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2016/2. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlánvaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 8.-10. ágúst 2016.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

óbreyttum vexti árið 2018. Gert er ráð fyrir áþekktum breytingum á þróun alþjóðaviðskipta og innflutningi helstu viðskiptalanda.

- Verðbólga í viðskiptalöndum Íslands er enn sem fyrr lítil. Hún var 0,8% á öðrum ársfjórðungi og hefur því haldist undir 1% í tæp tvö ár. Verðbólguhorfur eru lítið breyttar frá því í maíspánni. Gert er ráð fyrir að verðbólga aukist smám saman á spátímabilinu og verði 2% á seinni hluta þess.
- Gert er ráð fyrir að olíuverð lækki nokkru minna á þessu ári en áætlað var í maí þar sem verðlækkunin í sumar reyndist minni en búist hafði verið við. Framvirk verð benda hins vegar til minni hækkunar á næstu árum en gert hafði verið ráð fyrir í maí. Mikil hækkun matvælavæðs vegna minna framboðs, sem m.a. má rekja til hlýsjávarstraumsins El Niño, gerir það að verkum að horfur eru einnig á minni lækkun annars hrávöruverðs í ár. Einnig er útlit fyrir hærra verð ál- og sjávarafurða, þótt óvissa hafi líklega aukist á mikilvægum útflutningsmörkuðum í kjölfar þjóðaratkvæðagreiðslunnar í Bretlandi. Viðskiptakjör eru talin batna um liðlega 1% í ár sem er heldur minni viðskiptakjarabati en spáð var í maí. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar batnað.
- Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hefur hækkað töluvert að undanförunu en á fyrstu sjö mánuðum ársins hækkaði það um rúm 10% frá sama tímabili í fyrra en hækkunina má að stærstum hluta rekja til rúmlega 9% hækkunar á gengi krónunnar. Gangi spáin eftir mun raungengi mælt á þennan veg hækka um 10% í ár og liðlega 5% til viðbótar á næstu tveimur árum. Hækkun raungengis miðað við hlutfallslegan launakostnað er enn meiri eða 17½% í ár og um 7% á næstu tveimur árum.

Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

- Meginvextir Seðlabanka Íslands, þ.e. vextir á bundnum innlánnum til sjö daga, hafa verið 5,75% frá því í nóvember 2015. Raunvextir bankans hafa hins vegar hækkað. Miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum til eins árs voru þeir 2,8% fyrir útgáfu *Peningamála* í maí en eru 3,1% nú. Hækkunin miðað við núverandi ársverðbólgu er meiri eða 0,5 prósentur en á þann mælikvarða eru raunvextir bankans 4,6%.
- Samkvæmt könnun bankans á væntingum markaðsaðila frá því fyrr í þessum mánuði virðast þeir gera ráð fyrir því að vaxtahækkunarferli bankans sé lokið í bili. Vænta þeir þess að meginvextir bankans verði óbreyttir út þetta ár en taki að lækka á ný á næsta ári. Mat þeirra hefur breyst frá því í maí en þá gerðu þeir ráð fyrir að vextir myndu hækka enn frekar á næsta ári. Framvirkir vextir benda einnig til þess að markaðsaðilar vænti þess að vextir bankans taki að lækka á næsta ári.
- Stórt skref í tengslum við losun fjármagnshafta var tekið við uppgjör slitabúa föllnu bankanna um síðustu áramót og fyrr í þessum mánuði kynntu stjórnvöld næstu skref við almenna losun hafta. Í tengslum við þessar aðgerðir hefur Seðlabankinn gripið til ýmissa ráðstafana til að tryggja að losunin raski ekki

efnahagslegum stöðugleika. Þannig lækkaði peningastefnunefnd bindiskyldu í 2% í júní eftir að hafa hækkað hana tímabundið til að Seðlabankinn hefði betri stjórn á lausu fé í umferð samhliða uppgjöri slitabúanna. Í júní sl. hélt bankinn einnig síðasta gjaldeyrisútboð fyrir eigendur svokallaðra aflandskróna áður en almenn losun hafta hæfist. Í sama mánuði tók bankinn að binda vissar tegundir nýs fjármagnsinnstreymis með sérstakri bindiskyldu. Markmið þessa nýja fjárstreymistækis er að draga úr áhættu sem getur fylgt óhóflegu fjármagnsinnflæði innan núgildandi regluverks um gjaldeyrisráðgjafi með því að hafa bein áhrif á hvata til vaxtamunarviðskipta. Þannig er tækinu ætlað að styðja við aðra hagstjórn, m.a. með því að stuðla að skilvirkri miðlun peningastefnunnar.³

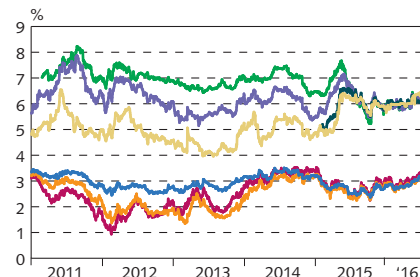
- Í kjölfar þess að bankinn tók í notkun nýja fjárstreymistækið hefur erlent innstreymi fjármagns á innlendan skuldabréfamarkað nánast stöðvast. Vaxtamunur innlendra langtíma- og skammtímaríkisskuldabréfa hefur hins vegar haldist mjög lítill en hann minnkaði töluvert á seinni hluta síðasta árs þegar langtímavextir tóku að lækka. Var það að verulegu leyti talið tengjast auknu fjármagnsinnflæði sem þrýsti niður líftímaálagi (e. term premia) á lengri skuldabréf með þeim afleiðingum að ávöxtunarkerill skuldabréfa flattist út (sjá rammagrein 1 í *Peningamállum* 2015/4). Það að langtímavextir hafa lítið breyst eftir að skammtíma innflæði erlends fjármagns á skuldabréfamarkaðinn stöðvaðist (nema fyrst eftir að tækið var virkjað) endurspeglar því líklega lækkingu langtímaverðbólguvæntinga og væntingar um lægri vexti Seðlabankans. Þá hefur áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs haldið áfram að lækka þrátt fyrir nokkurn óróleika á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa er nú um 6% og hefur lítið breyst á árinu. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa hefur hins vegar hækkað jafnt og þétt síðan í mars og er nú um 3-3½% eða hátt í ½ prósentu hærri en fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*. Hækkunin endurspeglar hækkun raunvaxta Seðlabankans en að auki er líklegt að seljanleikaálag (e. liquidity premium) verðtryggðu bréfa hafi hækkað þar sem viðskiptavökum var fækkað úr þremur í einn í júní sl.
- Gengi krónunnar hefur hækkað um 6,5% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá því í maí. Hækkunin er mest gagnvart bresku pundi sem lækkaði mikið gagnvart öðrum helstu gjaldmiðlum í kjölfar ákvörðunar Breta um að segja sig úr ESB en gengi krónunnar hefur einnig hækkað gagnvart evru og Bandaríkjadal. Fyrir utan alþjóðlega áhrifaþætti endurspeglar hækkun á gengi krónunnar að mestu kröftugri efnahagssumsvif hér á landi en í öðrum iðnríkjum. Gjalddeyrisinnstreymi vegna afgangis á

3. Lagabreytingin sem hin nýja bindiskylda byggist á heimilum að binditími nýs fjármagnsinnflæðis geti orðið allt að fimm ár og bindihlutfallið hæst 75% en samkvæmt núgildandi reglum er binditíminn eitt ár og bindihlutfallið 40%. Um er að ræða bráðabirgðaákvæði í lögum og er því ætlað að styðja við efnahagslegan stöðugleika í aðdraganda losunar fjármagnshafta. Eftir er að móta endanlega útfærslu þessa fjárstreymistækis eða annarra tækja sem eiga að gera Seðlabanknum kleift að hafa áhrif á skammtíma fjármagnsinnstreymi til landsins, eins og bankinn hefur boðað um nokkurra ára skeið.

Mynd 7

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 19. ágúst 2016



Óverðtryggð ríkisbréf á gjalddaga:

— 2016 — 2017 — 2019 — 2031

Verðtryggð ríkis- eða íbúðabréf á gjalddaga:

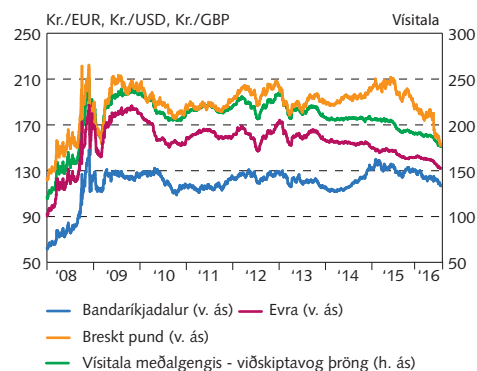
— 2021 — 2024 — 2044

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu

Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 19. ágúst 2016



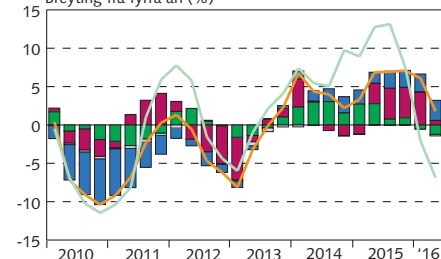
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Peningamagn í umferð

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2016

Breyting frá fyrra ári (%)



■ Heimili ■ M3
■ Fjármálageiri ■ M3 leiðrétt!
■ Sveitarfélög
■ Atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum

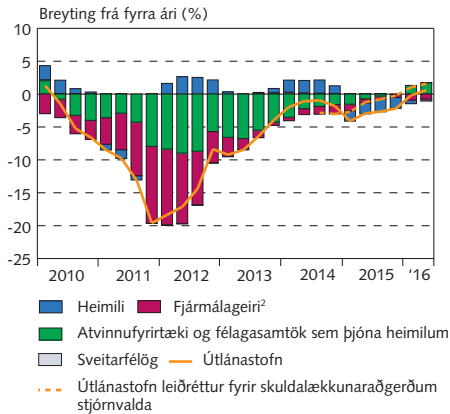
1. Leiðrétt fyrir innlánun innlánsstofnana í slitameðferð.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

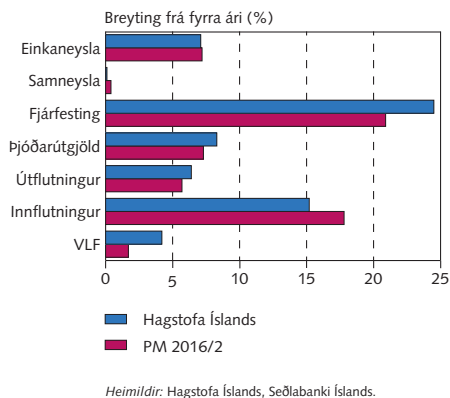
Útlán lánakerfis til innlendra aðila og framlag geira¹

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2016



Mynd 11

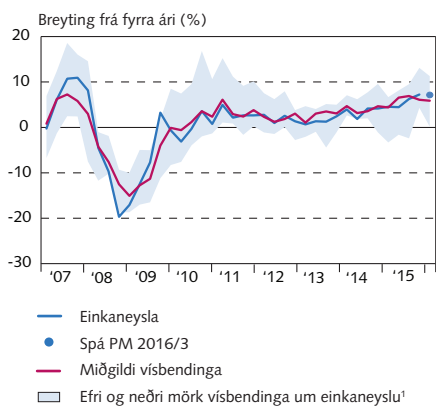
Þjóðhagsreikningar 1. ársfj. 2016



Mynd 12

Vísendingar um einkaneyslu

1. ársfj. 2007 - 2. ársfj. 2016



viðskiptum við útlönd hefur verið mikið en innstreymi í tengslum við nýfjárfestingu á skuldabréfamarkaði hefur aftur á móti nánast stöðvast eins og áður hefur komið fram. Á móti vega inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði en hrein kaup bankans það sem af er ári nema 251 ma.kr. sem er hátt í tvöfalt meira en á sama tíma í fyrra. Sem fyrr byggist grunnsþá bankans á þeirri forsendu að verð erlendra gjaldmiðla haldist svipað út spátímann og þegar spáin var gerð. Felur það í sér um 5% hærra gengi krónunnar en í maíspá bankans.

- Hægt hefur á ársvexti peningamagns undanfarna mánuði þrátt fyrir kröftugan hagvöxt. Leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð var ársvöxturinn 1,8% á öðrum fjórðungi ársins en hann hafði verið á bilinu 6-7% fjóra ársfjórðunga þar á undan. Samdráttur í innlánnum atvinnufyrirtækja skýrir hægari vöxt peningamagns en innlán heimila hafa haldið áfram að aukast. Á sama tíma hefur útlánastofn lánakerfisins vaxið um 1,6% sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Hækkunin skýrist að mestu leyti af meiri útlánnum til atvinnufyrirtækja.
- Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 12,4% milli ára í júlí og leiguverð um 9,1% á sama tíma. Fjöldi kaupsamninga jókst um 5% á fyrstu sjö mánuðum ársins samanborið við sama tímabil í fyrra. Á sama tíma lækkaði hlutabréfaverð sem endurspeglar að einhverju leyti lakari afkomuhorfur í kjölfar mikillar hækkunar á innlendum kostnaði og á gengi krónunnar. Er Úrvalsvisitala OMXI8 tæplega 9% lægri nú en hún var fyrir útgáfu *Peningamála* í maí.
- Inn- og útlánsvextir fjármálaframtækja hafa lítið breyst frá því í maí. Skuldir heimila og fyrirtækja lækkuðu lítillega á fyrsta ársfjórðungi og hlutfall útlána í vanskilum heldur áfram að lækka. Fjármálaleg skilyrði einkageirans eru því mjög áþekkt því sem þau voru í maí en þau hafa batnað töluvert undanfarið misseri.

Innlent raunhagkerfi

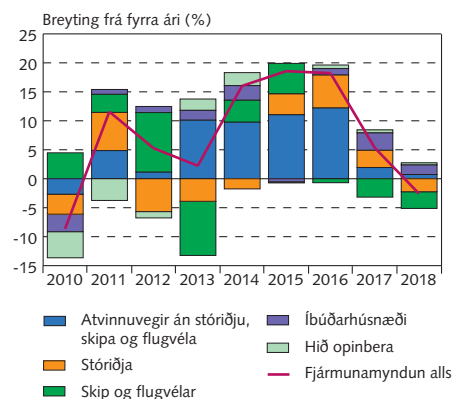
- Samkvæmt þjóðhagsreikningum fyrir fyrsta fjórðung ársins sem Hagstofa Íslands birti í júní sl. jukust þjóðarútgjöld um 8,3% frá fyrra ári sem er 1 prósentu meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í maíspá bankans. Eins og þá var spáð jókst einkaneysla um 7%. Fjárfesting jókst einnig mikið eða um fjórðung, sem er heldur meira en spáð var. Utanríkisviðskiptin reyndust að sama skapi hagstæðari en áætlað hafði verið og má rekja það bæði til meiri útflutningsvaxtar og minni vaxtar innflutnings. Hagvöxtur var því töluvert meiri eða 4,2% í stað 1,7% í maíspá bankans.
- Eftir því sem kaupmáttur heimila hefur aukist og eiginfjárstaða þeirra batnað hafa viðhorf neytenda orðið jákvæðari. Vöxtur einkaneyslu hefur því aukist undanfarið og vísendingar eru um að vöxturinn hafi einnig verið ör á öðrum ársfjórðungi. Af þeim sökum er búist við því að vöxtur einkaneyslu verði heldur meiri í ár og á næsta ári en talið var í maí eða um 6% að meðaltali á ári. Þrátt fyrir kröftugan vöxt einkaneyslu undanfarið og horfur

á áframhaldandi miklum vexti hefur sparnaður heimila haldið áfram að aukast, enda hafa ráðstöfunartekjur vaxið enn hraðar. Endurspeglar það líklega breytta sparnaðarhneigð í kjölfar fjármálakreppunnar en einnig áhrif aðhaldssamrar peningastefnu á neyslu- og sparnaðarákvarðanir heimila.

- Samkvæmt tölum Hagstofunnar reyndist nafnvöxtur samneyslu hins opinbera á fyrsta ársfjórðungi í ágætu samræmi við maíspá bankans. Hagstofan mat þó verðhækkun samneyslu meiri en spáð hafði verið og því reyndist raunvöxtur samneyslu á fjórðungnum lítilllega minni. Á grundvelli niðurstöðu þjóðhagsreikninga og upplýsinga úr fjárreiðuyfirlitum ríkissjóðs er nú gert ráð fyrir lítilllega minni vexti samneyslu í ár en í maíspánni en horfur fyrir næstu tvö ár eru lítið breyttar.
- Leiðandi vísbendingar gefa til kynna að fjárfesting hafi haldið áfram að vaxa af krafti á öðrum fjórðungi og horfur eru á liðlega 18% vexti á árinu í heild. Er það heldur meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í maí. Þar vegur þyngst ör vöxtur atvinnuvegafjárfestingar, sem talinn er aukast um tæplega fjórðung frá fyrra ári. Að nokkru leyti má rekja það til nýrra upplýsinga um áætlaða stóriðjutengda fjárfestingu og innflutning skipa og flugvéla. Þá eru einnig horfur á að fjárfesting í hótélbyggingum og íbúðarhúsnæði verði meiri en áður var talið. Líkt og í maí er gert ráð fyrir að nokkuð hægi á vexti fjárfestingar er líður á spátímann.
- Horfur eru á að útflutningur vöru og þjónustu muni aukast um 8½% á þessu ári sem er nokkru meiri vöxtur en spáð var í maí. Vöxturinn er að talsverðu leyti borinn uppi af auknum þjónustu-útflutningi, en ferðamönnum hefur fjölgað ört og kortavelta þeirra hér á landi jókst mikið á fyrri hluta ársins frá sama tíma í fyrra. Horfur um vöruútflutning eru hins vegar svipaðar og í maí en samsetning vaxtarins hefur breyst lítilllega. Samanborið við maíspá bankans er nú búist við minni vexti álútflutnings og meiri samdrætti í útflutningi sjávarafurða, þar sem aflaheimildir sem úthlutað var á fiskveiðiárinu sem hefst í september reyndust minni en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum* en á móti vegur að spáð er meiri útflutningi af öðrum vörum. Áætlað er að nokkuð muni hægja á útflutningsvexti á næstu árum aðallega sakir lítills hagvaxtar í helstu viðskiptalöndum og hækkunar raungengis.
- Kröftugur efnahagsbati birtist m.a. í örum vexti innflutnings. Samkvæmt spánni eykst hann um 14½% í ár og kæmi það í kjölfar ríflega 11% vaxtar að meðaltali síðustu tvö ár. Þrátt fyrir kröftugan útflutningsvöxt undanfarið er því útlit fyrir að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar í ár verði neikvætt um ríflega 2 prósentur þriðja árið í röð. Afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum minnkar því úr 7% af vergri landsframleiðslu í fyrra í tæplega 5% í ár. Það er heldur minni afgangur en spáð var í maí en þar leggjast á eitt óhagstæðara framlag utanríkisviðskipta og heldur lakari viðskiptakjör. Líkt og í maí er talið að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum verði um 5% á næstu tveimur árum. Afgangur á viðskiptajöfnuði þróast með áþekkingu hætti og minnkar úr 5% af landsframleiðslu í fyrra í um 3¼% árið 2018.

Mynd 13

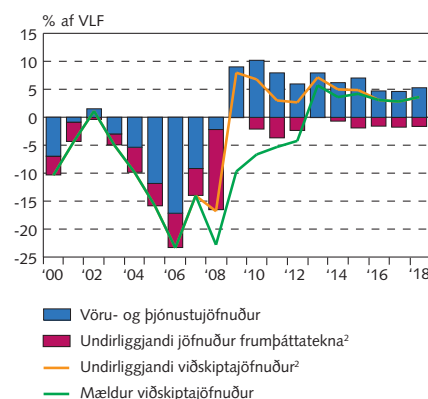
Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2010-2018¹



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

Mynd 14

Viðskiptajöfnuður 2000-2018¹

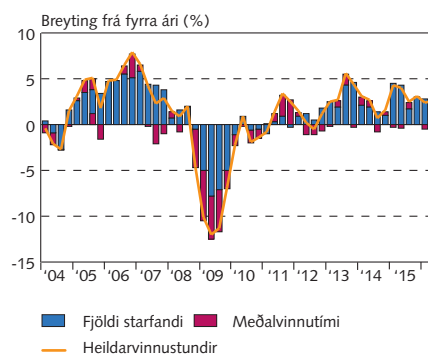


1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifa lyfjaframtækisins Actavis á jöfnuð frumþáttatekna fram til ársins 2012. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálþjónustu (FISIM) innlánsstofnana í slitameðferð. Eftir uppgjör slitaþianna í árslok 2015 er ekki lengur munur á mældum og undirliggjandi viðskiptajöfnuði.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 15

Atvinna og vinnutími

1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2016

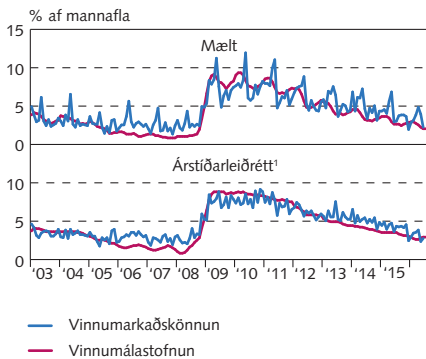


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 16

Atvinnuleysi

Janúar 2003 - júlí 2016



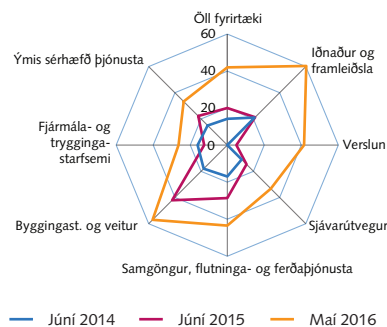
1. Tölur frá Vinnumálastofnun árstíðarleiddar af Sí.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 17

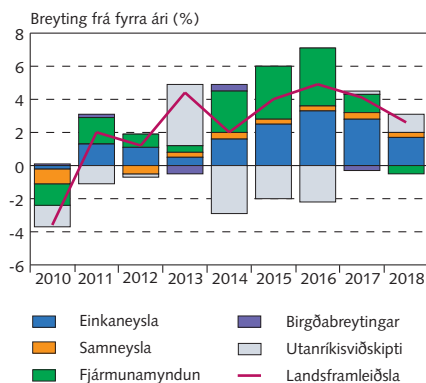
Fyrirtæki sem telja að skortur sé á starfsmönnum

Hlutfall fyrirtækja (%)



Heimild: Gallup.

Mynd 18

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2018¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

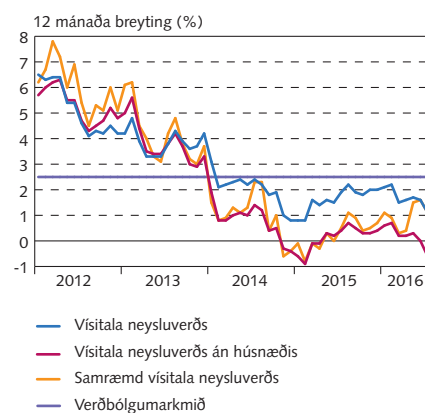
- Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fyrir annan ársfjórðung fjölgaði störfum um 3% frá fyrra ári eins og gert var ráð fyrir í máispá bankans en í stað þess að standa í stað eins og spáð var hélt meðalvinnuvikan áfram að styttest. Fjölgun heildarvinnustunda var því heldur hægari en spáð var eða 2,5% í stað 3%.
- Atvinnuleysi var svipað á öðrum ársfjórðungi og spáð var í maí. Mældist það 3,6% en 2,7% leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Hefur árstíðarleidd atvinnuleysi ekki verið jafn lítið síðan á sama fjórðungi árið 2008.
- Aðrir mælikvarðar á eftirspurn og framboð vinnuafis benda til vaxandi eftirspurnar en jafnframt virðast fyrirtæki eiga erfiðara með að manna störf þrátt fyrir töluverðan innflutning vinnuafis. Samkvæmt sumarkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins hafði hlutfall fyrirtækja sem töldu vera skort á starfsfólki hækkað um 11 prósentur milli kannana og um 22 prósentur frá sama tíma í fyrra. Um 42% fyrirtækja töldu vera skort á starfsfólki og hefur hlutfallið ekki verið hærra frá því í lok árs 2007. Eins og í vorkönnuninni töldu um 60% fyrirtækja í byggingariðnaði og um 40% fyrirtækja í flutningum og ferðabjónustu sig búa við skort á starfsfólki. Fyrirtækjum í iðnaði, sjávarútvegi og verslun sem segjast búa við skort á starfsfólki fjölgaði hins vegar verulega milli kannana. Fyrirtæki virðast mæta skorti í auknum mæli með innflutningi vinnuafis og var hreinn flutningsjöfnuður jákvæður um sem nam 1,3% af vinnuafinu á fyrri hluta ársins en var 0,3% af vinnuafli á sama tíma í fyrra.
- Niðurstöður könnunar Gallup benda til þess að vinnuafseftirspurn muni aukast enn frekar á þessu ári. Tæplega 40% fleiri fyrirtæki vildu frekar fjölga starfsmönnum en fækka þeim á næstu mánuðum. Gert er ráð fyrir að vinnuafseftirspurn verði áfram kröftug á næstu misserum og er gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi að meðaltali um 2½% á ári á spátímanum sem er svipuð fjölgun og í maí. Eins og í maí er gert ráð fyrir að atvinnuleysi verði um 3,3% í ár og hjaðni lítilega til viðbótar á næsta ári en taki síðan smám saman að þokast upp í það sem talið er vera langtíma jafnvægisatvinnuleysi þegar líða tekur á spátímann.
- Launahækkar sem kveðið er á um í síðustu kjarasamningum hafa komið fram í launavísitölu Hagstofunnar í takt við það sem gert var ráð fyrir í síðustu spá og hefur launaskrið verið svipað og þar var áætlað. Á öðrum fjórðungi ársins hækkaði launavísitalan um 2,8% milli fjórðunga og um 13% frá fyrra ári en kaupmáttur launa jókst um 11,2% milli ára. Forsendur um launaþróun eru því svipaðar og í maí. Líkt og þá er ekki gert ráð fyrir að endurskoðun kjarasamninga í febrúar á næsta ári leiði til frekari launahækkana en miðað við þá spennu sem virðist vera að myndast á vinnumarkaði gæti launaskrið verið vanmetið í spánni, sérstaklega þegar líða tekur á spátímabilið. Talið er að launakostnaður á framleidda einingu hækki heldur minna í ár en áður var talið þar sem horfur eru á meiri framleiðnivexti. Horfur út spátímann hafa hins vegar lítið breyst.

- Spáð er heldur meiri hagvexti í ár og á næsta ári en í maí. Talið er að hann verði 4,9% í ár sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en spáð var í maí. Meiri hagvöxt má að mestu rekja til endurmats á horfum um þróun einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar en á móti vegur óhagstæðara framlag utanríkisviðskipta. Á næsta ári er spáð 4,1% hagvexti og gangi það eftir yrði það þriðja árið í röð með ríflega 4% hagvexti. Þetta eru áþekkar horfur og í maí en búist er við nokkurri breytingu í samsetningu hagvaxtarins þar sem heldur hægir á vexti þjóðarútgjalda um leið og verulega dregur úr neikvæðu framlagi utanríkisviðskipta. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur leiti smám saman í langtíma leitnivöxt og verði 2,6% árið 2018.
- Talið er að slakinn í þjóðarþúinu hafi horfið á árinu 2015 og að framleiðsluspenna hafi myndast samfara miklum hagvexti undanfarið. Eins og í maí er talið að spennan muni halda áfram að aukast og ná hámarki í um 2½% af framleiðslugetu snemma á næsta ári en taki síðan að minnka á ný.

Verðbólga

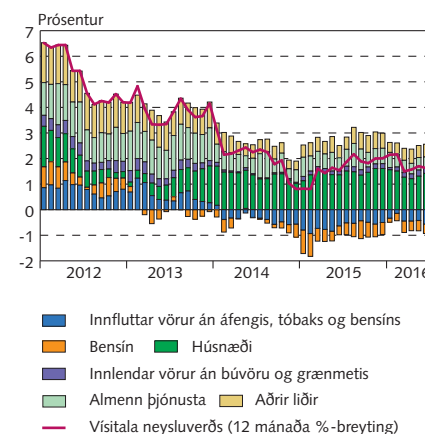
- Verðbólga var 1,6% á öðrum fjórðungi þessa árs sem var í takt við máispána. Hún hefur verið undir verðbólguþáttum Seðlabankans vel á þriðja ár. Hún mældist 1,1% í júlí og hafði hjaðnað um 0,4 prósentur síðan í apríl en sé litið fram hjá húsnæðislið vísitölunnar hefur verðlag lækkað um 0,6% frá júlí í fyrra. Verðbólga miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna (sem einnig undanskilur húsnæðiskostnað) hefur hins vegar aukist síðan í apríl og mældist 1,1% í júlí sl.
- Verðhækkunar á húsnæði og eldsneyti höfðu mest áhrif á vísitölu neysluverðs á öðrum ársfjórðungi. Einnig hækkaði verðlag almennrar þjónustu nokkuð, einkum verðlag ársþjónbundinna þátta er tengjast ferðaþjónustu. Hjöðnun verðbólgu í júlí litaðist m.a. af því að sumarútsölur höfðu víðtækari áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs en undanfarið ár auk þess sem eldsneytisverð lækkaði. Á móti vó hækkan á markaðsverði húsnæðis, flugfargjöldum og matvöru.
- Framlag innlendarar vöru til ársverðbólgu hefur heldur aukist undanfarna mánuði. Á sama tíma hefur dregið úr framlagi almennrar þjónustu en verð hennar hefur einungis hækkað um 0,5% sl. tólf mánuði. Einnig hefur hjöðnun innflutningsverðs í krónum mælt aukist á ný sem má bæði rekja til innfluttrar verðhjöðunar og hækkunar á gengi krónunnar.
- Undirliggjandi verðbólga virðist einnig hafa hjaðnað. Ársverðbólga miðað við kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif sveiflunnar matvörulíða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, var t.d. 1,4% í júlí samanborið við 1,9% fyrir útgáfu síðustu *Peningamála*. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu segja svipaða sögu.
- Verðbólguvæntingar hafa haldið áfram að lækka á flesta mælikvarða. Kannanir frá því í maí benda til þess að heimili og fyrirtæki

Mynd 19
Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu
Janúar 2012 - júlí 2016



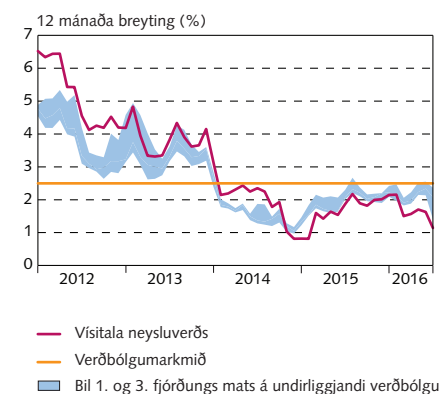
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 20
Undirlíðir verðbólgu
Framlag til verðbólgu janúar 2012 - júlí 2016



Heimild: Hagstofa Íslands.

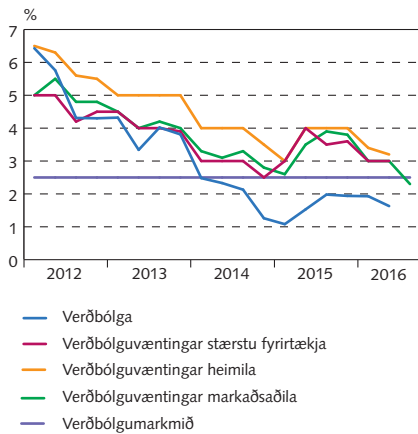
Mynd 21
Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2012 - júlí 2016



1. Skyggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölu sem horfa fram hjá áhrifum sveiflunnar matvörulíða, bensíns, opinberrar þjónustu og reiknaðar húsaleigu og með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klippum meðaltölum og kviku þáttalkani.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 22

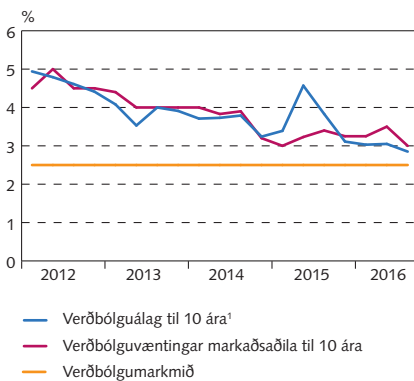
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2016



Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 23

Langtímaverðbólguvæntingar
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2016

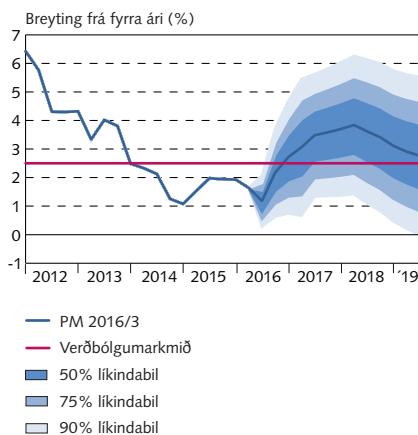


1. Talan fyrir þriðja ársfjórðung 2016 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.

Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd 24

Verðbólguþáttur og óvissumat
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2019



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

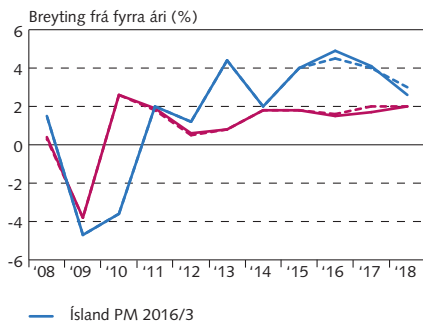
vænti um 3% verðbólgu að ári liðnu og höfðu verðbólguvæntingar heimila lækkað frá vorkönnuninni en væntingar stjórnenda staðið í stað. Samkvæmt nýrri könnun frá því fyrr í þessum mánuði virðast markaðsaðilar bjartsýnni um verðbólguhorfur en þeir voru áður. Vænta þeir þess að hún verði 2,3% að ári liðnu og 3% eftir tvö ár. Þeir gera jafnframt ráð fyrir að verðbólga verði 3% að meðaltali á næstu tíu árum en langtímaverðbólguvæntingar þeirra hafa verið á bilinu 3-3,5% síðan í lok árs 2014. Vísbendingar um hjöðnun langtímaverðbólguvæntinga má einnig lesa úr verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði en tíu ára álagið var liðlega 3% fram eftir ári en hefur verið 2,8% það sem af er þriðja ársfjórðungi.

- Horfur eru á að verðbólga verði nokkru minni á meginhluta spátímabilsins en búist var við í síðustu spá *Peningamála*. Samkvæmt uppfærðri grunnspá verður hún 1,2% á þriðja ársfjórðungi en eykst í 2,2% á síðasta fjórðungi ársins og spáð er að hún verði komin í rúmlega 3% um mitt næsta ár sem er tæplega 1 prósentu minna en í maíspánni. Frávikið frá síðustu spá skýrist að mestu leyti af því að gengi krónunnar hefur hækkað töluvert meira en gert var ráð fyrir í maíspánni. Það skýrir bæði minni verðbólgu nú en áður var spáð en einnig spá um hægari aukningu hennar en gert var ráð fyrir í maí. Þá hefur alþjóðleg verðbólga reynst minni og horfur á að svo verði áfram, auk þess sem horfur eru á kröftugri framleiðnivexti í ár. Svo virðist sem mikill viðskiptakjarabati undanfarið ár, lítil alþjóðleg verðbólga, gengishækkun krónunnar og aðhaldssöm peningastefna hafi að miklu leyti haldið aftur af kostnaðaráhrifum ríflegra launahækkana undanfenginna missera. Áhrif gengishækkunar krónunnar taka hins vegar að fjara út þegar liður á spátímabils og samkvæmt grunnspánni nær verðbólga hámarki í 3,8% á fyrri hluta ársins 2018. Hún tekur síðan að hjáðna á ný og er gert ráð fyrir að hún verði komin niður fyrir 3% á fyrri hluta árs 2019.

- Verðbólguhorfur eru sem fyrr háðar fjölda óvissuþátta. Efnahagssumsvif hafa aukist verulega að undanfögnu. Mikil aukning kaupmáttar ráðstöfunartekna ásamt hröðum vexti einkaneyslu að undanfögnu gæti leitt til þess að verðbólga verði meiri en hér er spáð ef fyrirtæki bregðast við aukinni eftirspurn með því að hækka verð í enn meira mæli. Einnig gæti kröftugur vöxtur innlendrar eftirspurnar endurspeglast í meiri hækkun húsnæðisverðs en búist er við. Ef innfluttur verðhjöðunarþrýstingur reynist hins vegar vanmetinn, t.d. ef alþjóðlegar efnahagsaðstæður versna enn frekar eða ef vöxtur innlendrar eftirspurnar er ofmetinn, yrði verðbólga minni en gert er ráð fyrir. Þá gæti heimsmarkaðsverð olíu lækkað meira en gert er ráð fyrir en svo virðist sem nokkurt umframframboð sé á olíubirgðum um þessar mundir. Um gengisþróun á spátímabilinu ríkir jafnframt mikil óvissa. Gengi krónunnar gæti hækkað enn frekar á næstunni í ljósi undanfenginnar styrkingar sem hefur átt sér stað þrátt fyrir umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans. Það gæti þó breyst þegar liður á spátímabilið ef t.d. viðskiptaafgangur verður minni en búist er við, ef viðskiptakjör taka að versna eða ef umtalsvert

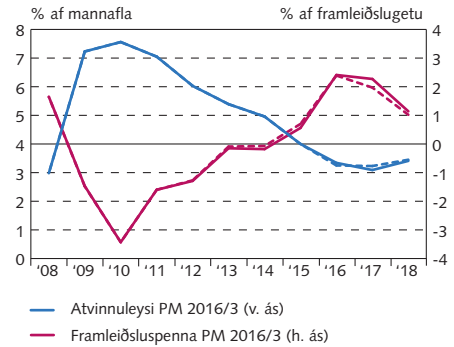
fjármagnsútfærð verður í tengslum við losun fjármagnshafta. Óvissa um verðbólguhorfur er talin svipuð og hún var metin í maí en líkindadreifing spárinnar er í meginatriðum talin samhverf. Taldar eru um helminglíkur á að verðbólga verði á bilinu 2½-4½% að ári liðnu og á bilinu 1½-4% í lok spátímans.

Mynd 25
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum
2008-2018¹



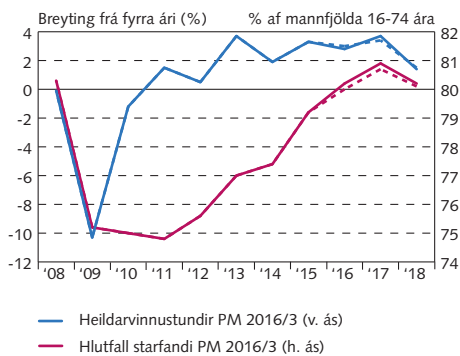
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/2.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26
Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2008-2018¹



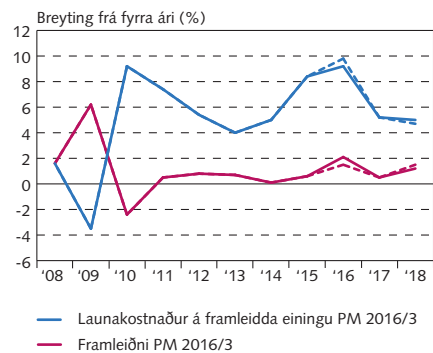
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/2.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 27
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2008-2018¹



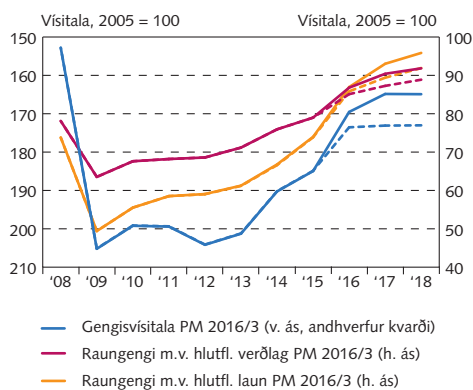
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/2.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 28
Launakostnaður á framleidda einingu
og framleiðni 2008-2018¹



1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum.
Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/2.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

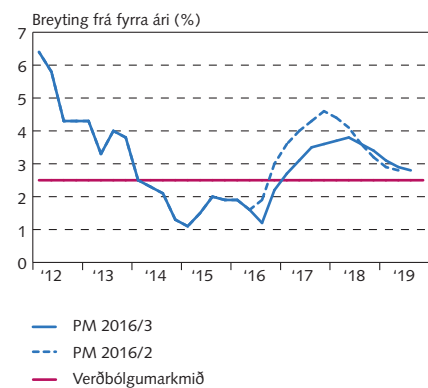
Mynd 29
Gengi krónunnar 2008-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/2.
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd 30
Verðbólga¹

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2019



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2016 - 3. ársfj. 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.