



# PENINGAMÁL

2017 • 3

## Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 4 Hægir á hagvexti en hann verður áfram mikill
- 17 Viðauki 1 Spátöflur

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 neysliverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.

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

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

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 101 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbréf: 569 9605

Netfang: [sedlabanki@sedlabanki.is](mailto:sedlabanki@sedlabanki.is)

Veffang: [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)

69. rit. 23. ágúst 2017

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

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

# Yfirlýsing peningastefnunefndar

## 23. ágúst 2017

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

Útlit er fyrir að hagvöxtur í ár verði hraður eins og á síðasta ári en nokkra hægari en spáð var í máíhefti *Peningamála*. Hagvöxturinn er einkum drifinn af vexti ferðaþjónustu og einkaneyslu auk þess sem útlit er fyrir slökun í aðhaldi opinberra fjármála í ár.

Verðbólga var lítillega minni á öðrum fjórðungi ársins en spáð var í maí. Hún mældist 1,8% í júlí og hafði aukist úr 1,5% í júní. Undirliggjandi verðbólga virðist hins vegar hafa haldið áfram að minnka. Gengi krónunnar hefur lækkað frá síðasta fundi nefndarinnar en það er þó enn tæplega 8% hærra en á sama tíma í fyrra. Gagnstæðir kraftar hafa sem fyrr áhrif á verðbólguhorfur, þar sem hækkun gengis krónunnar undanfarið ár og lítil alþjóðleg verðbólga vega á móti verðbólguþrýstingi af innlendum rótum. Hefur bilið á milli verðþróunar innlendra þátta, einkum húsnæðiskostnaðar, og erlendra þátta haldið áfram að aukast síðustu mánuði, sem eykur óvissu um verðbólguhorfur til næsta árs.

Frá síðasta fundi peningastefnunefndar hafa skammtíma verðbólguvæntingar hækkað lítillega sem líklega endurspeglar að hluta áhrif lækkunar á gengi krónunnar að undanfögnu. Verðbólguvæntingar til langs tíma hafa hins vegar lítið breyst sé miðað við nýlega könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. Lengri tíma verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur þó hækkað undanfarna daga en það sem af er þessum ársfjórðungi er það í ágætu samræmi við verðbólguþrýsting bankans.

Spenna í þjóðarþúskapnum kallar á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Hræringar hafa verið á gjaldeyrismarkaði og vísbendingar eru um að breytingar gætu verið framundan í utanríkisviðskiptum og á húsnæðismarkaði. Of snemmt er að fullyrða um umfang og afleiðingar þeirra. Raunvextir bankans hafa lækkað lítillega frá síðasta fundi nefndarinnar en virðast við núverandi aðstæður samrýmast því sem þarf til að verðbólga verði að jafnaði við markmið. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

# Hægir á hagvexti en hann verður áfram mikill<sup>1</sup>

Hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda hefur færst í aukana eftir því sem liðið hefur á árið og aukinnar bjartsýni gætir um alþjóðlegar efnahagshorfur. Ytri skilyrði íslensks þjóðarbúskapar eru áfram hagstæð og horfur eru á að viðskiptakjör batni meira í ár en áður var spáð. Útflutningur eykst einnig hratt þótt útlit sé fyrir að vöxturinn í ár og á spátímanum í heild verði minni en gert var ráð fyrir í máispá *Peningamála*. Hagstæð ytri skilyrði hafa aukið tekjur þjóðarvaxta og styrkt innlenda efnahagsreikninga. Innlend eftirspurn hefur vaxið hratt og hagvöxtur verið mikill. Hann var 7,2% í fyrra og horfur eru á áframhaldandi hröðum hagvexti í ár. Spáð er 5,2% vexti á árinu öllu sem er 1 prósentu minni vöxtur en spáð var í maí sem skýrist fyrst og fremst af óhagstæðari þróun utanríkisviðskipta. Eins og í fyrri spám bankans er talið að hægja muni enn frekar á hagvexti á næstu tveimur árum þegar hann leitar í langtíma leitnivöxt sinn.

Samfara hröðum vexti efnahagssumsvifa hefur störfum fjölgað hratt. Tæplega helmingur fyrirtækja hefur átt erfitt með að fylla störf og æ fleiri segjast starfa við fulla framleiðslugetu. Aukinni eftirspurn eftir vinnuafli hefur að töluverðu leyti verið mætt með innflutningi vinnuafls og átti fjölgun erlendra ríkisborgara ríkari þátt í fjölgun íbúa á fyrri hluta ársins en á öllu síðasta ári. Áfram dró úr atvinnuleysi og mældist það 2,5% á öðrum ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Hefur það ekki verið jafn lítið síðan á öðrum ársfjórðungi 2008.

Verðbólga mældist 1,7% á öðrum ársfjórðungi sem er lítillega minni verðbólga en spáð var í maí. Hún jókst aðeins í júlí og mældist 1,8% en mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu halda flestir áfram að lækka. Verðbólguvæntingar til meðallangs og langs tíma eru hins vegar við markmið. Verðbólguhorfur eru í meginatriðum áþekkar því sem þær voru í maí. Talið er að verðbólga verði komin í 2% á seinni hluta þessa árs og í markmið um mitt næsta ár. Eins og í fyrri spám bankans vegast á áhrif hækkunar gengis krónunnar og aukinnar spennu í þjóðarvaxta. Í samanburði við máispána hefur heldur dregið úr áhrifum beggja þátta en á næsta ári vega áhrif lægra gengis en spáð var í maí þyngra og því er talið að verðbólga verði heldur meiri en þá var spáð. Talið er að verðbólga nái hámarki í liðlega 3% seint á næsta ári en taki síðan að hjaðna niður í markmið.

1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála frá *Peningamálum* 2017/2 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 var 2,1% á fyrri helmingi ársins, sem er nokkru meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í máispá *Peningamála*. Hagvöxtur á evrusvæðinu reyndist umfram væntingar og var 2,1% á öðrum ársfjórðungi sem er mesti hagvöxtur sem mælst hefur frá árinu 2011. Aukinn kraftur í efnahagssumsvifum á evrusvæðinu skýrist fyrst og fremst af vexti innlendrar eftirspurnar, sérstaklega einkaneyslu og fjárfestingarútgjalda atvinnufyrirtækja. Hagvöxtur í Japan og á Norðurlöndunum var einnig umfram væntingar, sérstaklega í Noregi en einnig í Svíþjóð þar sem fjárfestingarumsvif og jákvætt framlag birgðabreytinga komu á óvart. Hagvöxtur í Bretlandi var hins vegar undir væntingum. Þar hefur hægt á vexti einkaneyslu með minnkandi kaupmætti heimila í kjölfar lækkunar á gengi pundins og aukinnar verðbólgu. Hagvöxtur var einnig heldur undir væntingum í Bandaríkjunum en það skýrist fyrst og fremst af tímabundnum þáttum sem búist er við að gangi til baka þegar líður á árið.

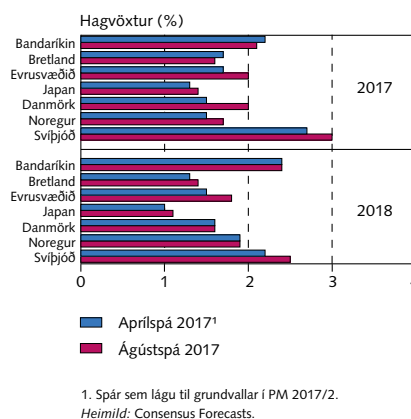
- Vísbendingar um pantanir og framleiðsluáform fyrirtækja benda til áframhaldandi efnahagsbata meðal helstu viðskiptalanda. Þá virðast heimili og fyrirtæki, einkum á evrusvæðinu og í Bandaríkjunum, bjartsýn um efnahagshorfur. Aukið vægi atvinnuvegafjárfestingar í hagvexti helstu iðnríkja ætti einnig að styðja við efnahagsumsvif lengra fram á við. Hagvaxtarþróunin það sem af er ári og vísbendingar um það sem eftir lifir árs benda til þess að hagvöxtur á evrusvæðinu verði 2% en ekki 1,7% eins og spáð var í maí. Það, ásamt bættum hagvaxtarhorfum á Norðurlöndunum, gerir það að verkum að spáð er 0,2 prósentum meiri hagvexti meðal helstu viðskiptalanda á þessu ári en búist var við í maí eða 2,1%. Spár um hagvöxt á næstu tveim árum hafa einnig verið hækkaðar lítillega og er nú búist við að hann verði 2% á ári. Horfur á meiri hagvexti og auknu vægi fjárfestingarútgjalda veldur því að innflutningur helstu viðskiptalanda er talinn aukast heldur hraðar í ár og út spátímam en gert var ráð fyrir í maí.

- Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hjaðnaði milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi þvert á spár og mældist að meðaltali 1,7%. Hjöðnun verðbólgu reyndist einkum hröð í Bandaríkjunum en þar lagðist á eitt hægari hækkun olíuverðs og mikil verðlækkun á símaþjónustu, auk þess sem mikil hækkun lyfjaverðs í fyrra hvarf úr mælingu ársverðbólgu. Á evrusvæðinu hafði verðbólga einnig hjaðnað en þó hægari en í Bandaríkjunum. Verðbólga hefur hins vegar aukist nokkuð í Bretlandi og mældist 2,6% í júlí. Undirliggjandi verðbólga er hins vegar lítil í flestum þróuðum ríkjum og hækkun launa einnig þrátt fyrir batnandi skilyrði á vinnu-markaði. Gert er ráð fyrir að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði að meðaltali 1,7% í ár og að hún aukist í 1,9% árið 2019.

- Seðlabanki Bandaríkjanna hækkaði vexti sína í júní um 0,25 prósentur í þriðja skiptið síðan í desember í fyrra og eru þeir nú 1-1,25%. Jafnframt tilkynnti bankinn að hann vænti þess að

Mynd 1

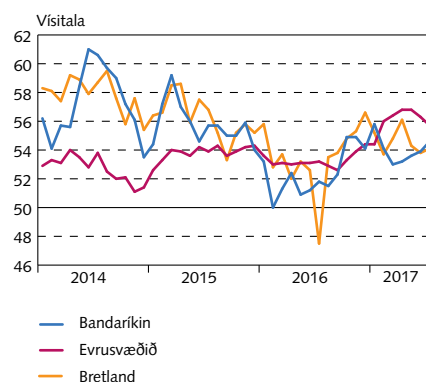
Hagvaxtarspár fyrir árin 2017 og 2018



Mynd 2

Leiðandi vísbendingar um hagvöxt<sup>1</sup>

Janúar 2014 - júlí 2017

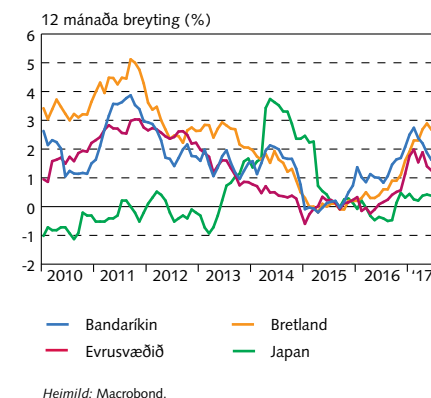


1. Vísitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 táknar það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 táknar það samdrátt.  
Heimild: Bloomberg.

Mynd 3

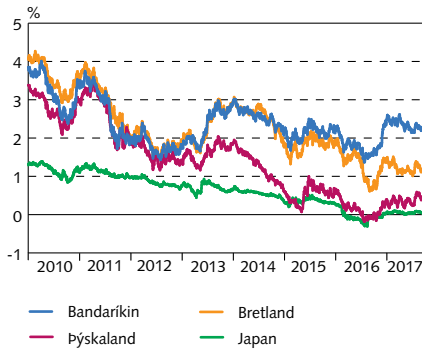
Verðbólga í nokkrum iðnríkjum

Janúar 2010 - júlí 2017



Mynd 4

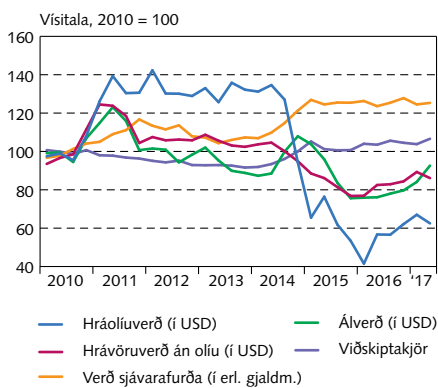
Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í nokkrum iðnríkjum  
1. janúar 2010 - 18. ágúst 2017



Heimild: Macrobond.

Mynd 5

Hrávöruverð og viðskiptakjör<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2017



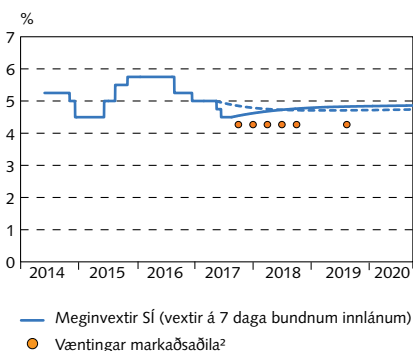
1. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. Alverð í USD er reiknað með því að deila í alverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadal. Viðskiptakjör fyrir 2. ársfjórðung 2017 byggjast á grunnspá PM 2017/3.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Meginvextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. júní 2014 - 30. september 2020



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotta línan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2017/2. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlanavaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 9.-11. ágúst 2017.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

hann muni draga úr kaupum á skuldabréfum á næstu misserum. Seðlabanki Kanada hækkaði vexti einnig í júlí en í öðrum þróuðum ríkjum er aðhaldsstig peningastefnunnar óbreytt. Framvirkir vextir benda til þess að fjárfestar vænti hægfara hækkunar seðlabankavaxta í helstu iðnríkjum á næstu árum. Langtímavextir í Bandaríkjunum hafa hækkað um ½-1 prósentu frá því fyrir ári þegar þeir voru hvað lægstir. Mismunur á langtímavöxtum í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu hefur hins vegar heldur minnkað undanfarið í takt við betri hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu. Hið sama á við í Bretlandi þar sem langtímavextir hafa hækkað nokkuð í takt við aukna verðbólgu.

- Olíuverð lækkaði í 44 Bandaríkjadal á tunnu í lok júní og hefur ekki verið lægra frá því í nóvember í fyrra. Þótt eftirspurn eftir olíu hafi aukist í takt við alþjóðlegan efnahagsbata hefur framboð á olíu aukist meira, einkum í Bandaríkjunum. Horfur eru á minni hækkun á þessu ári en gert var ráð fyrir í maí. Hið sama á við um verð annarrar hrávöru sem hefur lækkað lítillega frá því í maí. Lækkunin var drifin áfram af lækkun á verði málma, sem fyrst og fremst má rekja til minnkandi eftirspurnar eftir málmum í Kína. Þrátt fyrir verðlækkun málma undanfarið hefur álverð haldist stöðugt og svo virðist sem afurðaverð innlendra álframleiðenda hafi hækkað nokkru meira á öðrum ársfjórðungi en verð á alþjóðamörkuðum. Þá eru horfur á heldur meiri hækkun á verði sjávarafurða en gert var ráð fyrir í maí. Hagstæðara verð á útflutningsafurðum og lægra innflutningsverð gera það að verkum að viðskiptakjör eru talin batna um liðlega 2% í ár í stað 1% í maí-spánni. Líkt og í maí er gert ráð fyrir að þau standi nánast í stað á næstu tveimur árum.
- Raungengi krónunnar miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 19% á fyrstu sjö mánuðum ársins miðað við sama tímabil í fyrra og er um þessar mundir tæplega fjórðungi hærra en meðaltal síðasta aldarfjórðungs. Áætlað er að raungengið miðað við hlutfallslegt verðlag hækki um tæplega 12% í ár. Hækkunin miðað við hlutfallslegan launakostnað er heldur meiri eða 17% í ár og var raungengið á þennan mælikvarða komið liðlega þriðjungi yfir sögulegt meðaltal sitt.

## Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

- Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundi sínum í maí að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur og í júní um 0,25 prósentur til viðbótar. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á bundnum innlánnum til sjö daga, voru því 4,5% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* og höfðu lækkað úr 5,75% frá því fyrir ári. Raunvextir bankans hafa lækkað um 0,4 prósentur frá útgáfu *Peningamála* í maí og eru nú 2,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum til eins árs en 2,7% miðað við núverandi ársverðbólgu.
- Samkvæmt könnun Seðlabankans frá því um miðjan ágúst vænta markaðsaðilar þess að meginvextir bankans verði lækkaðir um

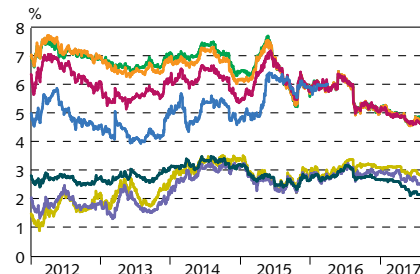
0,25 prósentur til viðbótar á þessum ársfjórðungi og haldist óbreyttir í 4,25% það sem eftir lifir spátímans. Framvirki vaxtaferillinn er hins vegar lítillaga hærri og nánast flatur út spátímann.

- Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hefur lækkað í takt við meginvexti Seðlabankans. Krafa óverðtryggðra ríkisbréfa lækkaði um 0,2 prósentur í kjölfar vaxtalækkunar bankans í maí og um tæplega 0,1 prósentu til viðbótar eftir lækkun vaxta í júní. Lækkunin gekk þó að hluta til baka í júlí. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hefur einnig lækkað og er allt að 0,4 prósentum lægri en fyrir útgáfu *Peningamála* í maí. Lækkun meginvaxta hefur í meginatriðum miðlast út í inn- og útlánavexti fjármálafyrirtækja.
- Innstreymi fjármagns vegna nýfjárfestingar á innlendum skuldabréfamarkaði hefur aukist frá því í apríl sl. en það hafði nánast stöðvast eftir að sérstakt fjárstreymistæki bankans var virkjað í júní í fyrra. Fjárhæðirnar eru þó tiltölulega lágar og nam innflæðið 11,2 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins. Innstreymi í skráð hlutabréf hefur einnig aukist og nam 28 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins en var tæplega 5 ma.kr. á sama tíma í fyrra.
- Mælikvarðar á áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hafa lítið breyst frá því í maí sl. Þrátt fyrir nýlega hækkun matsfyrirtækisins Fitch á lánshæfiseinkunn hans í A-. Vaxtaálag í alþjóðlegum skuldabréfaútgáfum innlendra viðskiptabanka hefur hins vegar lækkað áfram.
- Eftir nær samfellda hækkun gengis krónunnar í fyrra tók það að lækka undir lok síðasta árs og í janúar á þessu ári. Í kjölfarið hafa skipst á stutt tímabil hækkunar og lækkunar en rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* var gengi krónunnar um 2½% lægra gagnvart vísitölu meðalgengis en það var um síðustu áramót og tæplega 12% lægra en það var þegar það náði hámarki snemma í júní sl. Losun fjármagnshafta og aukin ásókn í áhættuvarnir kann að eiga hlut að máli, auk þess sem vísbendingar eru um að hægt hafi á útflutningstengdu gjaldeyrisinnflæði. Þá hefur útstreymi tengt nýfjárfestingu og erlendra fjárfestingu lífeyrissjóða aukist eftir losun fjármagnshafta þótt það sé enn tiltölulega lítið.
- Skammtímasveiflur í gengi krónunnar hafa aukist það sem af er ári, sem líklega má rekja til áhrifa losunar fjármagnshafta. Þá kunna væntingar á gjaldeyrismarkaði að hafa breyst á þá vegu að dregið hefur úr væntingum um enn frekari gengishækkun. Þannig sýnir t.d. ný könnun bankans meðal markaðsaðila að þeir vænti að meðaltali óbreytts gengis á næstu misserum en ekki hækkunar eins og í fyrri könnunum. Enn fremur hefur dregið verulega úr gjaldeyrisviðskiptum Seðlabankans í takt við fyrri yfirlýsingar bankans og var hlutdeild hans í veltu á gjaldeyrismarkaði það sem af er ári einungis um helmingur þess sem hún var á sama tíma í fyrra. Á fyrstu sjö mánuðum ársins keypti bankinn gjaldeyri af viðskiptavökum á gjaldeyrismarkaði fyrir um 75,2 ma.kr. og seldi fyrir 6,4 ma.kr. Hrein kaup námu því 68,8 ma.kr.

Mynd 7

## Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2012 - 18. ágúst 2017



Óverðtryggð ríkisbréf á gjalddegi:

— 2016 — 2019 — 2025 — 2031

Verðtryggð ríkis- eða íbúðabréf á gjalddegi:

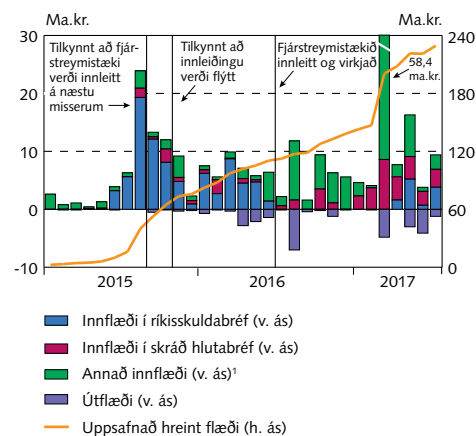
— 2021 — 2024 — 2044

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

## Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar

Janúar 2015 - júlí 2017



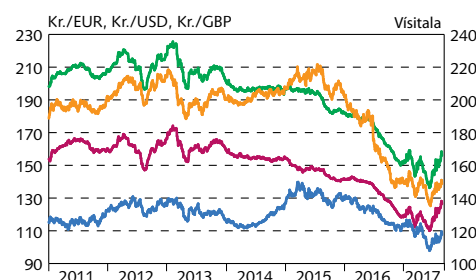
1. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupar erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

## Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu

Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 18. ágúst 2017



— Bandaríkjadalur (v. ás)

— Evra (v. ás)

— Breskt pund (v. ás)

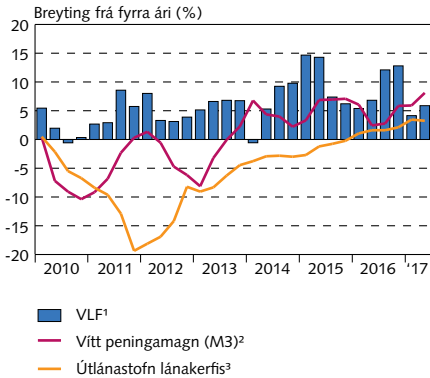
— Vísitala meðalgengis - viðskiptavog þröng (h. ás)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

## Peningamagn, útlán og nafneftirspurn

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2017

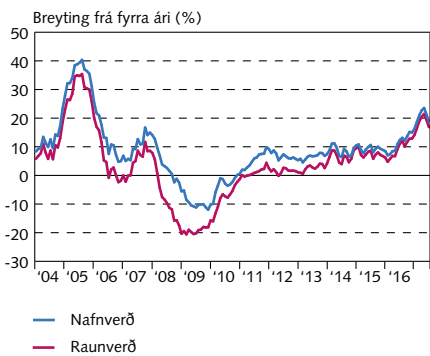


1. VLF fyrir 2. ársfjórðung 2017 byggist á grunnsþá PM 2017/3.  
 2. Án innlána fjármálfyrirtækja í slitameðferð. 3. Útlán til innlendra aðila utan rikissjóðs og fjármálfyrirtækja í slitameðferð. Leiðrétt fyrir endurflokkunum og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.  
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

## Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu

Janúar 2004 - júlí 2017



Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands.

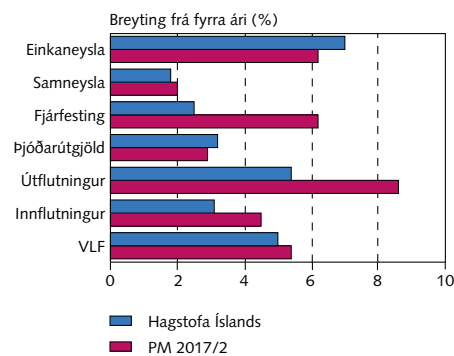
- Grunnspáin byggist á þeirri tæknilegu forsendu að gengi krónunnar hækki út næsta ár en taki síðan smám saman að lækka það sem eftir lifir spátímans. Gengisferill núverandi grunnspar er heldur lægri en sá sem gert var ráð fyrir í maíspánni.
- Ársvöxtur peningamagns hefur aukist undanfarið ár og var meiri á öðrum ársfjórðungi en áætlaður nafnvöxtur landsframleiðslunnar. Leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálfyrirtækja jókst vitt peningamagn (M3) um 8,1% á öðrum ársfjórðungi 2017 frá sama fjórðungi í fyrra. Líkt og í fyrra skýrist vöxtur peningamagns að mestu leyti af auknum innlánum heimila en innlán fyrirtækja jukust einnig á milli ára. Á sama tímabili stækkaði útlánastofn lánakerfisins um 3,3% sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Vöxturinn var heldur meiri eða 4,2% ef leiðrétt er fyrir áhrifum gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðli. Sem fyrr skýrist útlánavöxturinn af auknum útlánum til heimila og fyrirtækja en útlán til beggja jukust um u.þ.b. 4% á öðrum ársfjórðungi frá sama tíma í fyrra.
- Að fengnu álitu fjármálastöðugleikaráðs setti Fjármálaeftirlitið nýjar reglur í júlí sl. um að leyfilegt veðsetningarhlutfall nýrra fasteignalána skuli vera að hámarki 85% af markaðsverði fasteignar en allt að 90% af markaðsverði þegar um er að ræða fjármögnun kaupa á fyrstu fasteign. Eru þetta sambærileg veðsetningarhlutföll og almennt hafa boðist á markaði að undanförunu. Tilgangur reglnanna er að varðveita fjármálastöðugleika og treysta viðnámsþrótt lánveitenda og lántaka gagnvart mögulegum viðsnúningi á fasteignaverði nú þegar vaxandi spennu gætir á húsnæðismarkaði.
- Húsnæðisverð hefur hækkað umtalsvert það sem af er ári og var hækkingin mest í maímánuði. Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 19% milli ára í júlí og leiguverð um 12% yfir sama tímabil. Meðalsölutíminn var 2,8 mánuðir í júlí og hefur lengst frá því í mars en kaupsamningum fækkaði um 10,3% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Íbúðum sem auglýstar eru til sölu hefur einnig fjölgað undanfarna mánuði.
- Hlutabréfaverð hækkaði nokkuð rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í maí en hefur lækkað á ný. Úrvalsíðitala Kauphallarinnar, OMXI8, er nú um 8% lægri en hún var í maí. Þróunin er þó mismunandi eftir tegund atvinnurekstrar og hefur gengi bréfa fyrirtækja í smá-sölu og fasteignafélaga lækkað umfram bréf annarra fyrirtækja.
- Skuldir heimila og fyrirtækja jukust lítillega að nafnvirði á fyrsta fjórðungi ársins. Hlutfall útlána heimila í vanskilum heldur áfram að lækka en hlutfall útlána fyrirtækja í vanskilum hækkaði lítillega á öðrum ársfjórðungi. Gjaldþrotum fyrirtækja hefur fækkað á ný á árinu miðað við sama tíma í fyrra en fjölgun skráninga á síðasta ári má rekja til tafa í skráningu gjaldþrota í tengslum við verkfall hjá Sýslumanninum á höfuðborgarsvæðinu árið 2015.
- Á heildina litið hafa fjármálagleg skilyrði einkageirans því haldið áfram að batna.



## Eftirspurn og hagvöxtur

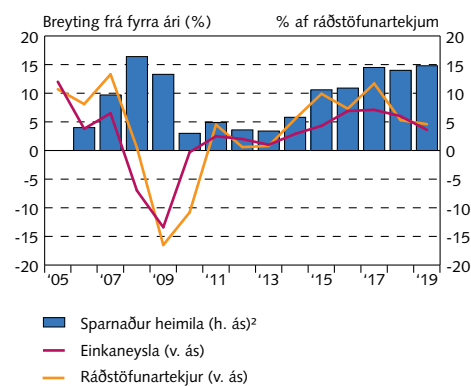
- Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands jókst landsframleiðslan um 5% á fyrsta fjórðungi ársins frá sama tíma í fyrra sem er 0,4 prósentum minni vöxtur en spáð var í málehti *Peningamála*. Að miklu leyti má rekja fráviknið til þess að þjónustuútflutningur og íbúðafjárfesting voru minni en spáð var. Þrátt fyrir hægari vöxt útfluttrar þjónustu var hún ásamt einkaneyslu meginuppsetta hagvaxtarins á fjórðungnum. Vöxtur þjóðarútgjalda nam 3,2% en vöxtur einka- og samneyslu og fjárfestingar var töluvert meiri eða samtals 4,7%. Munurinn stafar af minni aukningu birgða á fjórðungnum en á sama fjórðungi í fyrra. Að einhverju leyti gætir þar áhrifa af verkfalli sjómanna sem stóð yfir stóran hluta fjórðungsins.
- Einkaneysla jókst um 7% á fjórðungnum sem er nánast sami vöxtur og í fyrra þegar hann var 6,9%. Meiri kaupmáttur tekna og bætt eiginfjárstaða skýrir þessa þróun. Nú er talið að kaupmáttur heimila vaxi meira í ár en áætlað var í maíspánni. Það skýrist fyrst og fremst af endurskoðun á horfum um þróun verðvísitölu einkaneyslu, en vísitalan er notuð við staðvirðingu einkaneyslu og ráðstöfunartekna. Verðvísitalan reyndist töluvert lægri á fyrsta ársfjórðungi en áætlað hafði verið í maí. Það er ein helsta skýring þess að nú er gert ráð fyrir því að einkaneysla vaxi um 7,1% í ár sem er 0,5 prósentum meiri vöxtur en spáð var í maí. Búist er við að jafnt og þétt hægi á vexti einkaneyslu eftir því sem líður á spátímann en vöxtur einkaneyslu yfir spátímann verður meiri en sem nemur hagvexti tímabilsins og því mun hlutfeld einkaneyslu í landsframleiðslunni aukast úr 49% á síðasta ári í 51% árið 2019.
- Eftir hraðan vöxt fjárfestingar undanfarin misseri hefur hægt umtalsvert á vextinum. Einkum hefur dregið úr vexti fjárfestingar atvinnuveganna, en það litast að einhverju leyti af sveiflum í fjárfestingu í skipum og flugvélum. Á fyrsta fjórðungi ársins jókst fjárfesting í heild um 2,5% frá fyrra ári þar sem vögust á 2% samdráttur atvinnuvegafjárfestingar og nærri 30% aukning íbúðafjárfestingar. Sé litið fram hjá fjárfestingu í skipum og flugvélum jókst fjárfesting alls hins vegar um tæplega 13% milli ára. Á heildina litið var vöxtur fjárfestingar minni en spáð var og má helst rekja það til þess að búist var við meiri íbúðafjárfestingu en tölur Hagstofunnar sýna. Í ár er gert ráð fyrir að fjárfesting aukist um 9,2% sem er litlu meira en spáð var í maí. Núverandi spá byggist á svo til óbreyttri áætlun um stóriðjutengda fjárfestingu, minni fjárfestingu í hótélum en meiri fjárfestingu í skipum og flugvélum en gert var ráð fyrir í maí. Án skipa og flugvéla er vöxtur fjárfestingar í ár því heldur minni en búist var við í maí og skýrist það að nokkru leyti af því að hluti fjárfestingarinnar frestast yfir á næsta ár. Samkvæmt spánni dregst fjárfesting lítilla saman á næsta ári en sé horft fram hjá fjárfestingu í skipum og flugvélum nemur vöxturinn tæplega 6%. Líkt og í maí er talið að hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu verði á bilinu 20-21% á spátímanum.
- Raunvöxtur samneyslu og fjárfestingar hins opinbera á fyrsta ársfjórðungi var í ágætu samræmi við maíspá bankans. Þjóðhags-

Mynd 12  
Þjóðhagsreikningar fyrir fyrsta ársfjórðung 2017



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

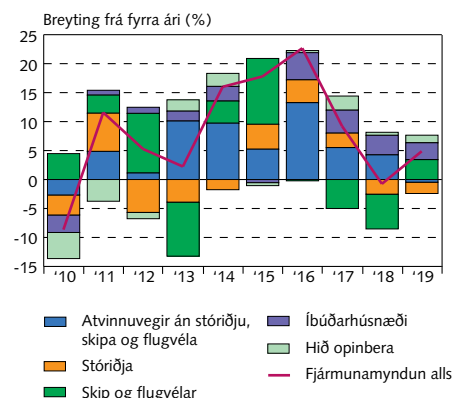
Mynd 13  
Einkaneysla, kaupmáttur ráðstöfunartekna og sparnaður heimila 2005-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. 2. Nokkur óvissa er um tölur Hagstofunnar um eiginlegt tekjustig heimila sem snýr að því að ráðstöfunartekjuuppþjögnir byggist ekki á samstæðuuppþjögnir tekju- og efnahagsreiknings. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur þar sem tölur Hagstofunnar eru hækkaðar með hlíðsón af áætluðum útgjöldum heimilanna yfir langt tímabil.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 14  
Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2010-2019<sup>1</sup>

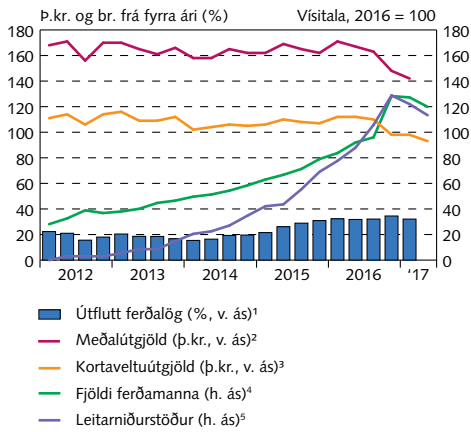


1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 15

### Vísendingar um umsvif í ferðaþjónustu 1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2017

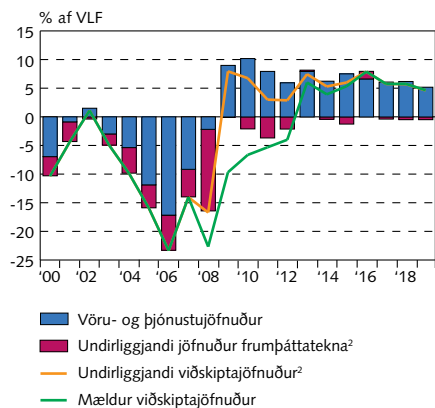


1. Ársbreyting fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegs meðaltals útfluttra ferðalaga á föstu verðlagi. 2. Árstúðarleiðrétt meðalútgjöld innanlands á ferðamann samkvæmt gögnum um þjónustuútflytning. 3. Árstúðarleiðrétt kortaveltuútgjöld á hvern ferðamann (án millilandaflugs og opinberra gjalda). 4. Árstúðarleiðréttar brottfarir erlendra ferðamanna um Keflavíkurflugvöll. 5. Þáttalíkan sem tekur saman tíðni fimm ólíkra leitarniðurstöðna sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google-leitarvélinni (árstúðarleiðrétt).

Heimildir: Google Trends, Hagstofa Íslands, ISAVIA, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

Mynd 16

### Viðskiptajöfnuður 2000-2019¹



1. Rekstrarframlög talin með frumþáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. 2. Án áhrifa fallinna fjármálaframtækja 2008-2015 og lyfjaframtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumþáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálaframtækja.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

reikningar og upplýsingar úr fjárreiðuyfirlitum ríkissjóðs gefa ekki tilefni til að breyta mati á horfum um útgjöld hins opinbera frá máispá bankans.

- Á fyrsta ársfjórðungi jókst útflutningur á vöru og þjónustu um 5,4% frá sama tíma í fyrra. Vöxturinn var borinn uppi af ríflega 19% vexti útfluttrar þjónustu. Vöruútflutningur dróst hins vegar saman um 5,3% en þar gætti fyrst og fremst áhrifa sjómanna-verkfallsins. Ýmsar vísendingar eru um að tekið sé að hægja á þeim mikla vexti sem verið hefur í útfluttri þjónustu tengdri ferðaiðnaðinum. Þannig hafa meðalútgjöld á hvern ferðamann minnkað frá lokum síðasta árs og benda greiðslukortatölur til þess að svo verði áfram. Eins benda tölur um fjölda gistingu til þess að ferðamenn dvelji skemur hér á landi en áður. Þá gefur taling á brottförum erlendra ferðamanna um Keflavíkurflugvöll og fjöldi þeirra sem leitar að upplýsingum er tengjast ferðalögum til Íslands til kynna að hægt hafi á fjölgun ferðamanna. Hækkun á gengi krónu kann að skýra þessa þróun að nokkru leyti en að auki kunna vandamál við mælingu á fjölda ferðamanna að ýkja mældan samdrátt meðalútgjalda þeirra hér á landi.<sup>2</sup> Þjónustuútflytningurinn var nokkru minni á fyrsta ársfjórðungi en gert hafði verið ráð fyrir í málefni *Peningamála* og vísendingar eru um að vöxturinn á fyrri hluta ársins hafi verið hægari en þar var spáð. Horfur um vöxt útflytninga í ár hafa því verið endurskoðaðar niður á við og er nú spáð tæplega 9% vexti í stað 10½% vexti í maí. Einnig er gert ráð fyrir heldur hægari vexti á næstu tveimur árum.
- Samhliða örum vexti innlendar eftirspurnar hefur innflutningur vaxið hratt. Á fyrri helmingi ársins jókst vöruinnflutningur nokkru meira en gert var ráð fyrir í maí vegna kröftugri innflutnings fjárfestingar- og neysluvöru. Aldrei áður hefur mælst jafn mikill innflutningur í einum mánuði og í maí sl. Horfur eru á meiri vexti innflutnings í ár en áður var vænst. Spáin tekur mið af kröftugum vexti innflutnings það sem af er ári og horfur eru á meiri vexti innlendar eftirspurnar en þá var gert ráð fyrir. Spáð er hægari vexti innflutnings á næsta ári en í maí en sé horft fram hjá innflutningi skipa og flugvéla hafa horfur lítið breyst.
- Þrátt fyrir kröftugan útflytningavöxt verður framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt í ár, fjórða árið í röð, en u.þ.b. hlutlaust á næstu tveimur árum. Afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd minnkar því í ár, þótt á móti vegi áframhaldandi bati viðskiptakjara. Áætlað er að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum minnki úr 6,6% af landsframleiðslu í fyrra í 6,1% í ár. Spáð er svipuðum afgangi á næsta ári en að hann minnki í líðlega 5% árið 2019. Með sama hætti minnkar afgangur á viðskiptajöfnuði úr um 8% af landsframleiðslu í fyrra í tæplega 6% í ár og í tæplega 5% árið 2019.

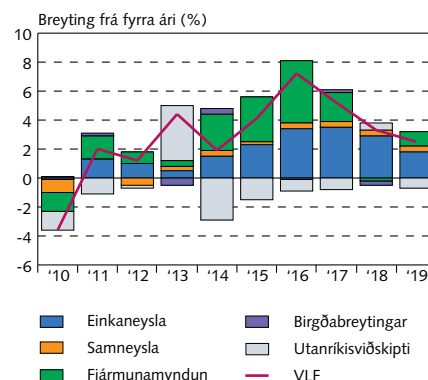
2. Lækkun á útgjöldum á hvern ferðamann kann að skýrast að hluta til af mæliskekku í fjölda erlendra ferðamanna vegna aukins fjölda skiptifarþega og erlends vinnuafis hér á landi. Þá gætu tölur um útflutt ferðalög verið uppfærðar í næstu birtingu þjóðhagsreikninga.

- Í ár er búist við því að hagvöxtur verði 5,2% en hann var 7,2% í fyrra. Skýrist minni hagvöxtur en í fyrra einkum af hægari vexti fjárfestingarútgjalda. Framlag utanríkisviðskipta breytist ekki frá fyrra ári þrátt fyrir nokkru hægari vöxt útflutnings þar sem innflutningur vex einnig hægar. Þetta er um 1 prósentu minni hagvöxtur en spáð var í maí og skýrist það einkum af neikvæðara framlagi utanríkisviðskipta en þar leggst á eitt að horfur eru á hægari vexti þjónustuútflutnings og örari vexti innflutnings. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ára breytast hins vegar lítið frá maíspá bankans. Gert er ráð fyrir 3,3% hagvexti á næsta ári og 2,5% hagvexti árið 2019.

## Vinumarkaður og nýting framleiðsluþátta

- Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fyrir annan ársfjórðung hægði nokkuð á þeim kröftuga vexti sem verið hefur á vinnumarkaði undanfarin misseri. Störfum fjölgaði um 1,8% milli ára og meðalvinnuvikan lengdist lítillega eftir að hafa styst samfellt frá því í byrjun síðasta árs. Heildarvinnustundum fjölgaði því um 2,1% sem er töluvert minni vöxtur en búist var við í maíspá bankans. Að teknu tilliti til árstíðar minnkaði atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi var lægra en á fjórðungnum á undan en þá voru hlutföllin við eða nálægt hæstu gildum frá því fyrir fjármálakreppu.
- Vísendingar um innflutning vinnuafls og fjölgun launafólks á staðgreiðsluskrá benda hins vegar til þróttmeiri eftirspurnar eftir vinnuafli. Tölur um búferlaflutninga sýna að fjölgun erlendra ríkisborgara á fyrri hluta ársins nam 2,1% af mannfjölda á aldrinum 20-59 ára en það er meiri aukning en var allt árið í fyrra. Um ¾ fjölgunarinnar í ár stafa af búferlaflutningum á öðrum fjórðungi ársins sem voru óvenju miklir. Á sama tíma fjölgaði starfsfólki á vegum starfsmannaleigna töluvert og samkvæmt staðgreiðslugögnum fjölgaði launafólki um 4,8% milli ára.
- Þrátt fyrir mikinn innflutning erlends vinnuafls taldi um 41% fyrirtækja sig búa við skort á starfsfólki samkvæmt sumarkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins að teknu tilliti til árstíðarsveiflu og hefur hlutfallið lítið breyst í rúmt ár. Minni munur var á svörum eftir atvinnugreinum en í vorkönnuninni. Líklegt er að mikill innflutningur vinnuafls á fjórðungnum hafi dregið úr skorti á vinnuafli hjá fyrirtækjum í byggingarstarfsemi en 42% þeirra töldu sig búa við skort á starfsfólki í sumarkönnuninni en um 93% í vorkönnuninni.
- Niðurstöður sumarkönnunar Gallup benda til áframhaldandi kröftugrar vinnuaflseftirspurnar á árinu. Tæplega fjórðungi fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsfólki frekar en fækka á næstu sex mánuðum en það er svipað hlutfall og var í vorkönnuninni. Hér dró einnig saman með atvinnugreinum milli kannana, aðallega vegna aukinnar bjartsýni í sjávarútvegi og færri fyrirtækja í byggingariðnaði en í vorkönnuninni sem vildu fjölga fremur en fækka starfsfólki. Lægra hlutfall fyrirtækja í byggingariðnaði sem vill fjölga starfsfólki umfram fækka skýrist af því að færri fyrirtæki vildu fjölga starfs-

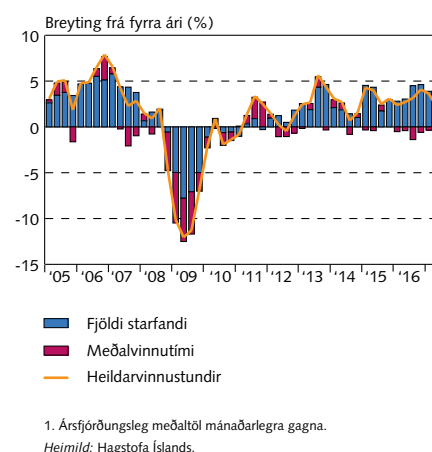
Mynd 17

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2019<sup>1</sup>

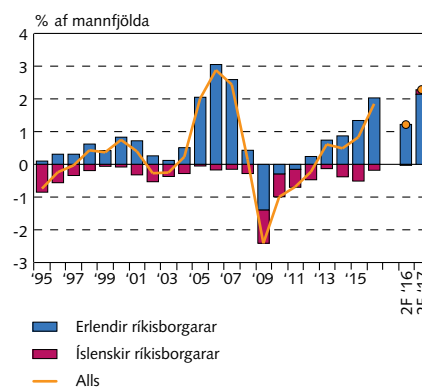
Mynd 18

Atvinna og vinnutími<sup>1</sup>

1. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2017

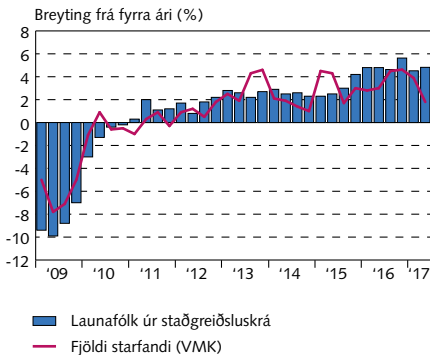


Mynd 19

Aðfluttir umfram brottflutta 1995-2017<sup>1</sup>

## Mynd 20

Mismunandi mælikvarðar á fjölda starfsfólks<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2009 - 2. ársfj. 2017

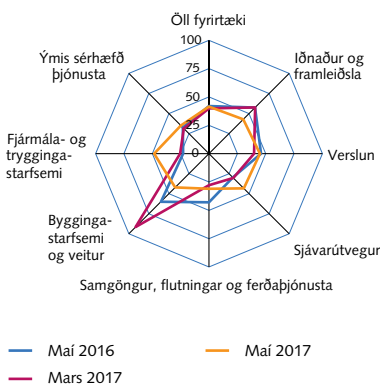


1. Ársfjórðungsleg meðaltöl mánaðarlegra gagna.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

## Mynd 21

Fyrirtæki sem telja að skortur sé á starfsmönnum<sup>1</sup>

Hlutfall fyrirtækja (%)

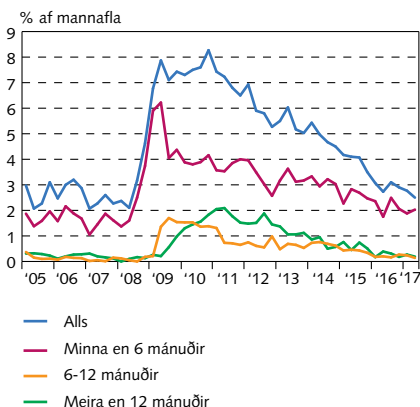


1. Árstíðarleiddar tölur.  
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

## Mynd 22

Atvinnuleysi eftir lengd<sup>1</sup>

1. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2017



1. Árstíðarleiddar tölur.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fólki og benda tölur um innflutning vinnuafis til að töluverður hluti þeirra hafi þannig náð að mæta miklum skorti á vinnuafli.

- Eins og fjallað var um í síðustu *Peningamálum* er talið líklegt að þátttaka erlends vinnuafis sé vanmetin í opinberum tölum og komi seint eða jafnvel ekki fram í úrtaki vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar. Misvísandi tölur VMK annars vegar og þróun mannfjölda og fólks á staðgreiðsluskrá á öðrum ársfjórðungi hins vegar styðja þessa tilgátu. Eins og í maí er því gert ráð fyrir hraðari fjölgun fólks á vinnufærum aldri á spátímanum en gert er ráð fyrir í mannfjöldaspá Hagstofunnar og meiri vinnuafiseftirspurn en tölur VMK benda til.<sup>3</sup>
- Áfram hefur dregið úr atvinnuleysi og mældist það 2,5% á öðrum ársfjórðungi að teknu tilliti til árstíðar samkvæmt VMK. Minnkaði það bæði milli fjórðunga og ára og hefur ekki verið jafn lítið frá því á öðrum fjórðungi ársins 2008.
- Til viðbótar við visbendingar um viðvarandi skort á vinnuafli gefur sumarkönnun Gallup einnig til kynna að meirihluti fyrirtækja eigi í erfiðleikum með að mæta óvæntri eftirspurn. Að teknu tilliti til árstíðar segja forsvarsmenn 54% fyrirtækja að starfsemin sé við eða umfram fulla framleiðslugetu en það er svipað hlutfall og var í síðustu könnun. Hlutfallið hefur hins vegar hækkað um 3,4 prósentur frá sama tíma í fyrra og er nú tæpum 16 prósentum yfir sögulegu meðaltali.
- Samkvæmt opinberum hagtölum jókst framleiðni vinnuafis um ríflega 4% í fyrra eftir óvenju hægán vöxt árin í kjölfar fjármálakreppunnar. Eins og rakið er í kafla V í *Peningamálum 2017/2* er líklegt að vöxturinn sé ofmetinn vegna vanmats á fjölda erlendra starfsmanna sem hafa komið til landsins undanfarin misseri. Talið er að framleiðni vinnuafis aukist um 1½% í ár, sem er ½ prósentu hægari vöxtur en spáð var í maí.
- Líkt og í maíspá *Peningamála* er gert ráð fyrir áframhaldandi hraðri fjölgun heildarvinnustunda í ár en fjölgunin er heldur minni en spáð var í maí í takt við horfur um hægari hagvöxt. Atvinnuleysi minnkar úr 3% að meðaltali í fyrra í 2,7% í ár, sem er svipað og spáð var í maí. Lítið lengra fram á veginn er talið að heldur hægi á fjölgun heildarvinnustunda og að atvinnuleysi þökist upp í það sem talið er samrýmast jafnvægisatvinnuleysi. Á sama tíma er því spáð að framleiðsluspennan sem tók að myndast snemma árs 2015 hverfi. Talið er að hún verði tæplega 3% af framleiðslugetu í ár eins og í fyrra en það er heldur minni spenna en spáð var í maí.

## Verðbólga

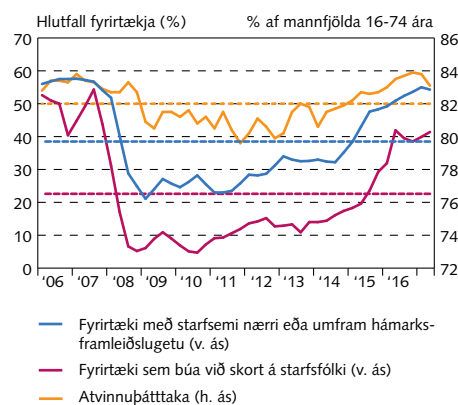
- Verðbólga var 1,7% á öðrum ársfjórðungi þessa árs sem er 0,2 prósentum minni verðbólga en gert var ráð fyrir í maíspá bankans
3. Rétt er að áréttá að vegna skorts á upplýsingum um innflutning tímabundins vinnuafis er ekki víst að opinberar tölur muni sýna svo mikla aukningu mannfjölda eða að tölur VMK sýni jafn mikla aukningu vinnuafis. Seðlabankinn mun hins vegar nota rauntölur þegar þær hafa verið birtar.

og hefur verið við eða undir verðból gumarkmiði Seðlabankans í samfelld þrjú og hálf t. Verðbólga mældist 1,8% í júlí sem er svipað og hún var fyrir útgáfu *Peningamála* í maí.

- Verðbólga án húsnæðis mældist mun minni. Í júlí hafði vísitala neysluverðs án húsnæðis lækkað um 3,1% frá fyrra ári en hún hefur ekki lækkað jafn mikið á milli ára síðan árið 1959. Á sama tíma lækkaði samræmda neysluverðsvísitalan um 1,9%.
- Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu hafa hjaðnað frá útgáfu síðustu *Peningamála* en í júlí voru þeir flestir á bilinu ½-1½%. Ársverðbólga miðað við kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa, sem undanskilur sveiflukenna matvöruáhrifa, bensín og opinbera þjónustu og áhrif breytinga á óbeinum sköttum og raunvöxtum húsnæðislána, hefur hins vegar aukist. Hún mældist 2,4% í júlí en var 2% við útgáfu síðustu *Peningamála*.
- Líkt og áður hafa hækkandi húsnæðisverð og lækkandi verðlag innflutnings haft hvað mest áhrif á verðbólguþróunina. Frávik frá máispánni skýrist að mestu leyti af meiri lækkun verðlags innfluttrar vöru en gert var ráð fyrir en í júlí lækkaði verðlag innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks um 8% frá fyrra ári. Lækkunina má rekja til tveggja þátta, annars vegar tafinna áhrifa af lækkun á gengi krónunnar undanfarna mánuði og hins vegar aukinnar samkeppni á innlendum smásölumarkaði. Í júlí stóð verðlag nánast í stað milli mánaða en árstíðarbundnar hækkunir á flugfargjöldum vögu á móti útsöluáhrifum sem voru svipuð og undanfarin ár. Einnig lækkaði húsnæðisliður vísitöluinnar umtalsvert eða um 19% frá fyrra ári.
- Á öðrum ársfjórðungi lækkaði reiknuð húsaleiga, sem ræðst að nokkru leyti af þróun markaðsverðs húsnæðis, um 22% frá fyrra ári sem er talsvert meiri lækkun en undanfarin misseri. Til samanburðar lækkaði reiknuð húsaleiga á fyrsta ársfjórðungi um 13% milli ára. Hins vegar hefur dregið mjög úr framlagi annarra innlendra liða til verðbólgu. Í júlí lækkaði verð almennrar þjónustu einungis um 0,2% frá fyrra ári og verðlag innlendar vöru í vísitölu neysluverðs lækkaði um 2%. Enn fremur lækkaði framleiðsluverð afurða sem seldar eru innanlands um tæplega 12% frá fyrra ári í júní.
- Launahækkunir sem kveðið er á um í kjarasamningum og tóku gildi í maí og júní sl. hafa komið fram í launavísitölu Hagstofunnar í takt við það sem gert var ráð fyrir í máispá bankans og hefur launaskrið verið svipað og þar var áætlað. Launaskrið virðist enn lítið miðað við þá spennu sem er til staðar á vinnumarkaði og skýrist líklega af því að atvinnurekendur velja að flytja inn starfsfólk frekar en að keppa sín á milli um það vinnuafli sem er til staðar með yfirboðum í launum. Launavísitalan lækkaði um 3,1% milli fjórðunga og um 6,7% frá fyrra ári en kaupmáttur launa jókst um 4,8% milli ára. Forsendur um launaþróun eru því svipaðar og í maí. Líkt og þá er gert ráð fyrir að samningar sem gerðir verða á vinnumarkaði í ár rúmast innan launasvigrúms sem hið svokallaða SALEK-samkomulag afmarkar og því komi ekki til endurskoðunar

Mynd 23

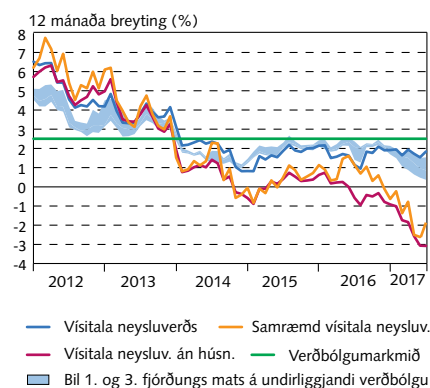
Nýting framleiðsluþátta og atvinnuþáttaka<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2017



1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðsluþátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins en atvinnuþáttaka samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Árstíðarleiðréttar tölur. Brotalinnur sýna meðalhlutföll tímabilsins.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 24

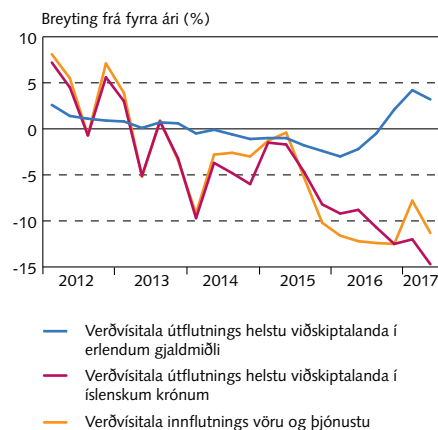
Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - júlí 2017



1. Skýggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölu sem undanskilur sveiflukenna matvöruáhrifa, bensín, opinbera þjónustu, reiknaða húsaleigu, áhrif breytinga á óbeinum sköttum og raunvöxtum húsnæðislána en einnig með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalíkani.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

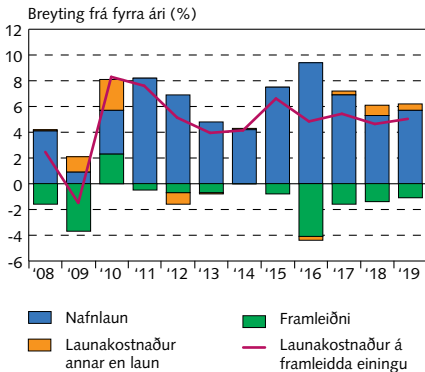
Innflutningsverð og alþjóðlegt útflutningsverð<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2017



1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

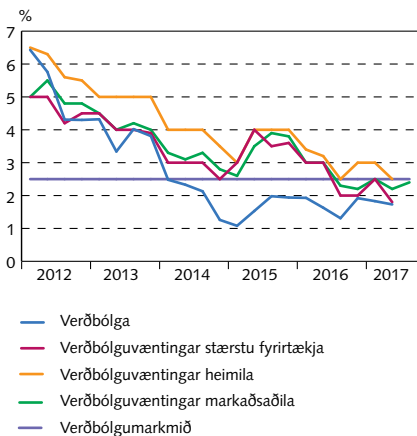
Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2008-2019<sup>1</sup>



1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2019. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 27

Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs  
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017

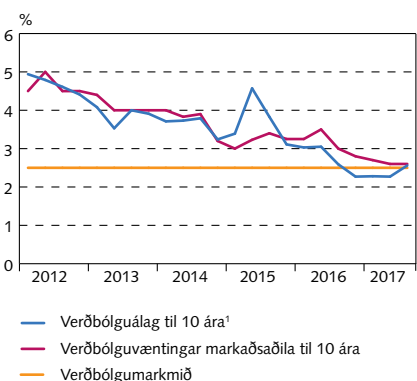


Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 28

Langtímavæntingar

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017



1. Talan fyrir 3. ársfjórðung 2017 er meðaltal það sem af er fjórðungnum. Heimild: Seðlabanki Íslands.

gildandi kjarasamninga í febrúar á næsta ári. Þar sem gert er ráð fyrir að framleiðni vinnuafis aukist minna í ár en áður var áætlað eykst launakostnaður á framleidda einingu meira en þá var gert ráð fyrir eða um 5,5% í stað 5%. Horfur út spátímanna hafa hins vegar lítið breyst.

- Samkvæmt könnun Gallup sem framkvæmd var í maí gera heimilin ráð fyrir 2,5% verðbólgu að ári sem er 0,5 prósentum minni verðbólga en þau væntu í upphafi árs. Verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs voru 1,8% og hafa ekki mælst lægri ef undanskildar eru tvær mælingar strax í kjölfar fjármála-kreppunnar. Verðbólguvæntingar markaðsaðila hafa lítið breyst milli kannana en samkvæmt nýrri könnun vænta þeir þess að verðbólga verði 2,4% að ári liðnu og 2,5% eftir tvö ár. Langtímavæntingar þeirra eru óbreyttar frá fyrri könnun og vænta þeir nú að verðbólga verði 2,6% að meðaltali á næstu tíu árum. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til tíu ára hefur hins vegar hækkað nokkuð undanfarið og var að meðaltali 2,6% það sem af er þessum fjórðungi samanborið við 2,3% á öðrum ársfjórðungi.
- Verðbólguhorfur eru í meginatriðum áþekkar því sem spáð var í maí. Talið er að verðbólga verði komin í 2% á seinni hluta þessa árs og í markmið um mitt næsta ár. Eins og í fyrri spám bankans vegast á áhrif herra gengis krónunnar og aukinnar spennu í þjóð-arbúinu. Í samanburði við maíspá bankans hefur heldur dregið úr áhrifum beggja þátta en á næsta ári vega áhrif lægra gengis í núverandi grunnspá þyngra og því er gert ráð fyrir tæplega ½ prósentu meiri verðbólgu á meginhluta ársins. Það sem eftir lifir spátímans er spáin hins vegar nánast óbreytt frá því í maí. Fyrirhuguð lækking virðisaukaskatts í upphafi árs 2019 hefur talsverð áhrif á verðbólgu en án áhrifa skattabreytinga nær hún hámarki í 3,4% um mitt ár 2019. Verðbólga tekur síðan að hjaðna á ný og er gert ráð fyrir að hún verði 2,9% á þriðja ársfjórðungi 2020.
- Verðbólguhorfur eru sem fyrr háðar fjölda óvissuþátta. Gengi krónunnar hefur lækkað að undanföru og gæti haldið áfram að lækka. Gerist það gæti innfluttur verðbólguþrýstingur reynst vanmetinn í spánni. Kjarasamningar gætu komið til endurskoðunar á næsta ári og spenna á vinnumarkaði gæti verið vanmetin. Þá gæti einkaneysla aukist enn hraðar en spáin gerir ráð fyrir í ljósi bættrar fjárhagsstöðu heimila. Hækkun húsnæðisliðar verðbólgunnar gæti einnig verið vanmetin ef núverandi ójafnvægi á húsnæðis-markaði ágerist enn frekar. Einnig gæti svigrúm fyrirtækja til að taka á sig frekari kostnaðarhækkunar verið komið að þölmörkum. Eftirspurnarþrýstingur gæti auk þess verið vanmetinn ef slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála reynist enn meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir.
- Verðbólguhorfur gætu einnig verið ofmetnar, t.d. ef gengi krónunnar hækkar enn meira en spáð er. Vöxtur innlendra efnahagssumsvifa gæti einnig verið ofmetinn, t.d. ef viðskiptakjör rýrna á ný eða ef verulega hægir á vexti útflutnings. Innlendir verð-

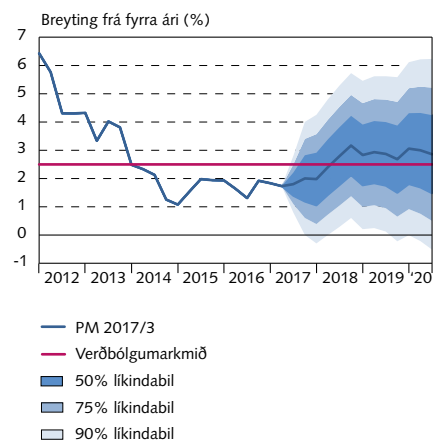
bólguprýstingur gæti einnig verið ofmetinn ef framleiðnivöxtur reynist meiri en spáð er eða ef áhrif aukinnar samkeppni í innlendri smásölu á innlendar verðákvarðanir eru vanmetin.

- Óvissa um verðbólguhorfur er talin svipuð og hún var metin í maí en líkindadreifing spárinnar er í meginatriðum talin samhverf. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1¾-3¾% að ári liðnu og á bilinu 1½-4¼% í lok spátímans.

Mynd 29

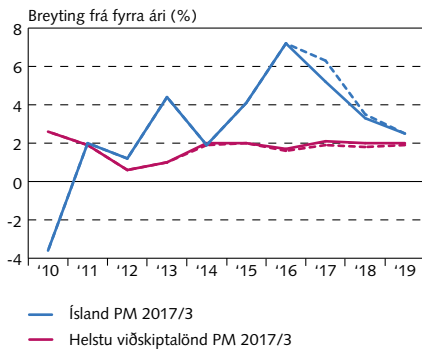
## Verðbólguspá og óvissumat

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2020



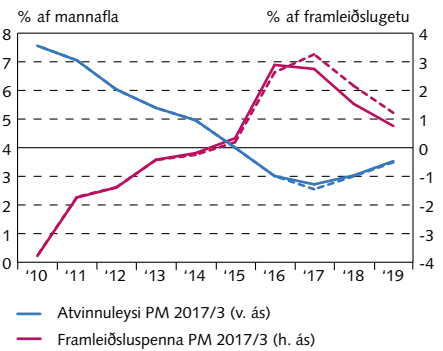
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 30  
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum  
2010-2019<sup>1</sup>



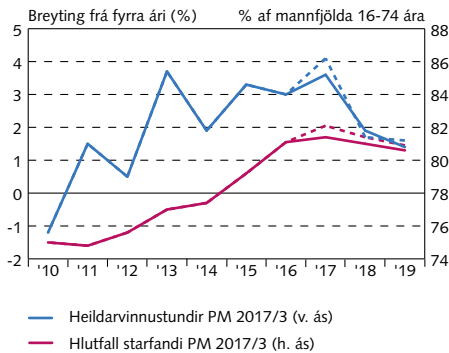
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2017/2.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 31  
Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2010-2019<sup>1</sup>



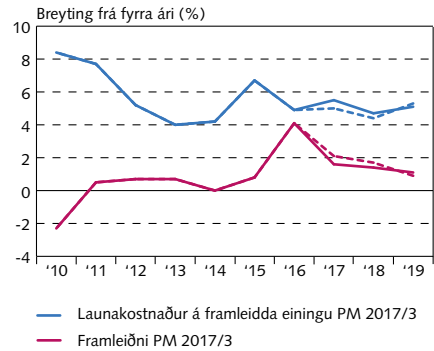
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2017/2.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 32  
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi  
2010-2019<sup>1</sup>



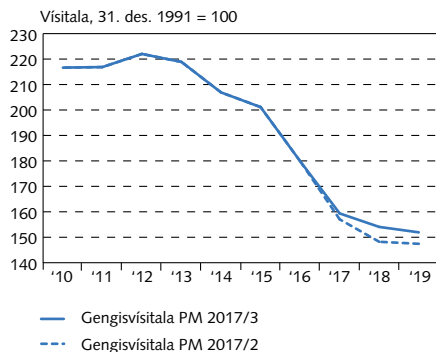
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2017/2.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33  
Launakostnaður á framleidda einingu  
og framleiðni 2010-2019<sup>1</sup>



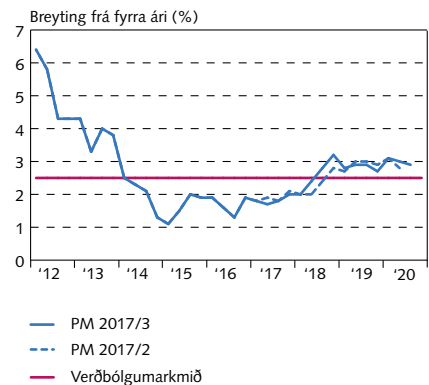
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2017/2.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 34  
Gengi krónunnar 2010-2019<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Þróng viðskiptavog.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 35  
Verðbólga<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2020



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2017 - 3. ársfj. 2020.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



## Viðauki 1

## Spátöflur

Tafla 1 Landsframléiðsla og helstu undirliðir<sup>1</sup>

	2015	2016	2017	2018	2019
Einkaneysla	4,3 (4,3)	6,9 (6,9)	7,1 (6,7)	6,0 (5,8)	3,6 (3,6)
Samneysla	1,0 (1,0)	1,5 (1,5)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)
Fjármunamyndun	17,8 (17,8)	22,7 (22,7)	9,2 (8,6)	-0,7 (0,8)	4,9 (2,4)
Atvinnuvegafjárfesting	28,8 (28,8)	24,7 (24,7)	4,8 (4,3)	-6,2 (-4,0)	1,7 (-2,0)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	-3,1 (-3,1)	33,7 (33,7)	25,3 (24,5)	17,9 (18,0)	12,6 (12,8)
Fjárfesting hins opinbera	-3,0 (-3,0)	2,5 (2,5)	19,0 (19,0)	3,6 (3,6)	8,5 (8,5)
Þjódarútgjöld	5,9 (5,9)	8,7 (8,7)	6,5 (5,9)	3,1 (3,5)	3,4 (2,9)
Útflutningur vöru og þjónustu	9,2 (9,2)	11,1 (11,1)	8,7 (10,5)	4,3 (4,7)	3,3 (3,8)
Innflutningur vöru og þjónustu	13,5 (13,5)	14,7 (14,7)	11,9 (10,2)	3,8 (5,0)	5,5 (5,0)
Verg landsframléiðsla (VLF)	4,1 (4,1)	7,2 (7,2)	5,2 (6,3)	3,3 (3,5)	2,5 (2,5)
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	2.214 (2.214)	2.422 (2.422)	2.555 (2.608)	2.695 (2.746)	2.834 (2.890)
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	10,4 (10,4)	9,4 (9,4)	5,5 (7,7)	5,5 (5,3)	5,1 (5,2)
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	18,9 (18,9)	21,2 (21,2)	21,2 (21,1)	20,0 (20,1)	20,4 (20,0)
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	13,5 (13,5)	15,2 (15,2)	14,1 (14,1)	12,3 (12,6)	12,0 (11,8)
Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) <sup>2</sup>	25,1 (25,2)	29,3 (29,3)	27,3 (27,6)	25,8 (26,2)	25,1 (25,4)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-1,5 (-1,5)	-0,8 (-0,8)	-0,8 (0,8)	0,5 (0,2)	-0,7 (-0,2)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/2). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og undirliggjandi viðskiptajafnaðar.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur<sup>1</sup>

	2015	2016	2017	2018	2019
Útflutningsframléiðsla sjávarafurða	0,6 (0,6)	-2,0 (-2,0)	3,0 (3,0)	1,0 (1,0)	2,0 (2,0)
Útflutningsframléiðsla áls <sup>2</sup>	5,3 (5,3)	-3,3 (-3,3)	6,0 (5,7)	1,0 (1,0)	1,5 (1,5)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	10,9 (10,9)	0,2 (0,2)	2,5 (1,5)	1,0 (0,1)	1,0 (1,0)
Verð áls í USD <sup>3</sup>	-6,4 (-6,4)	-13,7 (-13,7)	16,0 (12,9)	2,0 (0,3)	-1,0 (1,9)
Verð eldsneytis í USD <sup>4</sup>	-47,2 (-47,2)	-15,7 (-15,7)	16,0 (22,0)	4,0 (4,0)	5,0 (0,0)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	6,7 (6,7)	2,4 (2,4)	2,2 (1,0)	0,0 (0,1)	-0,5 (-0,4)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum <sup>5</sup>	0,6 (0,6)	1,0 (1,0)	1,7 (2,0)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum <sup>5</sup>	2,0 (2,0)	1,7 (1,6)	2,1 (1,9)	2,0 (1,8)	2,0 (1,9)
Innflutningur helstu viðskiptalanda <sup>5</sup>	3,6 (3,4)	2,5 (2,4)	4,1 (3,8)	3,9 (3,8)	3,6 (3,4)
Seðlabankavextir í helstu viðskiptalöndum (%) <sup>6</sup>	0,2 (0,2)	0,1 (0,2)	0,2 (0,2)	0,4 (0,3)	0,6 (0,6)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/2). 2. Samkvæmt utanríkisverslunargögnum Hagstofunnar. 3. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 4. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði og spám greiningaraðila. 5. Spá byggð á Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Consensus Forecasts, Global Insight og OECD. 6. Spá byggð á framvirkum seðlabankavöxtum helstu viðskiptalanda Íslands.

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

Tafla 3 Viðskiptajöfnuður og undirliðir hans<sup>1</sup>

	2015	2016	2017	2018	2019
Vöru- og þjónustujöfnuður	7,5 (7,5)	6,6 (6,6)	6,1 (6,8)	6,2 (6,5)	5,2 (5,9)
Mældur jöfnuður frumþáttatekna <sup>2</sup>	-2,1 (-2,1)	1,4 (1,4)	-0,4 (-0,4)	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,4)
Undirliggjandi jöfnuður frumþáttatekna <sup>3</sup>	-1,3 (-1,2)	1,4 (1,4)	-0,4 (-0,4)	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,4)
Mældur viðskiptajöfnuður <sup>2</sup>	5,4 (5,5)	7,9 (8,0)	5,8 (6,4)	5,8 (6,0)	4,7 (5,4)
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður <sup>3</sup>	6,0 (6,1)	7,9 (8,0)	5,8 (6,4)	5,8 (6,0)	4,7 (5,4)

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/2). 2. Reiknað samkvæmt staðli Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Jöfnuður frumþáttatekna að viðbættum hreinum rekstrarframlögum. 3. Leiðrétt fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum fallinna fjármálfyrirtækja fyrir árið 2015. Í þjónustujöfnuði hefur einnig verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálfyrirtækja.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta<sup>1</sup>

	2015	2016	2017	2018	2019
Atvinnuleysi (% af mannafla)	4,0 (4,0)	3,0 (3,0)	2,7 (2,6)	3,0 (3,0)	3,5 (3,5)
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	79,2 (79,2)	81,1 (81,1)	81,4 (82,1)	81,0 (81,4)	80,6 (80,9)
Heildarvinnustundir	3,3 (3,3)	3,0 (3,0)	3,6 (4,1)	1,9 (1,7)	1,4 (1,6)
Framleiðni vinnuaflds <sup>2</sup>	0,8 (0,8)	4,1 (4,1)	1,6 (2,1)	1,4 (1,7)	1,1 (0,9)
Launakostnaður á framleidda einingu <sup>3</sup>	6,7 (6,7)	4,9 (4,9)	5,5 (5,0)	4,7 (4,4)	5,1 (5,3)
Launahlutfall (% af vergum þáttatekjum)	60,7 (60,7)	62,4 (62,4)	65,8 (64,7)	67,4 (66,4)	69,1 (68,1)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	9,9 (9,9)	7,3 (7,3)	11,7 (9,0)	5,3 (5,2)	4,6 (4,7)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	0,3 (0,2)	2,9 (2,6)	2,8 (3,3)	1,5 (2,2)	0,8 (1,2)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/2). 2. Hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda. 3. Hlutfall launakostnaðar og framleiðni vinnuaflds.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Gengi krónunnar og verðbólga<sup>1</sup>

	2015	2016	2017	2018	2019
Vísitala meðalgengis <sup>2</sup>	201,1 (201,1)	179,9 (179,9)	159,4 (157,0)	154,1 (148,2)	151,9 (147,4)
Raugengi (hlutfallslegt verðlag) <sup>3</sup>	79,0 (79,0)	89,2 (89,1)	100,4 (101,8)	104,7 (108,2)	107,1 (109,9)
Raugengi (hlutfallslegur launakostnaður) <sup>3</sup>	75,1 (73,7)	87,1 (85,6)	102,1 (101,1)	109,0 (110,0)	113,7 (114,1)
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,8 (1,9)	2,6 (2,3)	2,8 (2,9)
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	1,2 (1,2)	1,7 (1,7)	1,6 (1,7)	2,5 (2,2)	3,3 (3,3)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/2). 2. Þröng viðskiptavog (vísitala = 100 31. desember 1991). Vísitalan hefur verið endurreiknuð þannig að 2. janúar 2009 taki hún sama gildi og vísitala gengisskráningar sem hætt hefur verið að reikna. 3. Ársmeðaltal 2005 = 100.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)<sup>1</sup>

Ársfjórðungur	Verðbólga	Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta	Verðbólga (br. frá fyrri
	(br. frá sama tíma fyrir ári)	(br. frá sama tíma fyrir ári)	ársfjórðungi á ársgrundvelli)
Mæld gildi			
2016:3	1,3 (1,3)	1,3 (1,3)	1,3 (1,3)
2016:4	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)
2017:1	1,8 (1,8)	1,6 (1,6)	0,0 (0,0)
2017:2	1,7 (1,9)	1,5 (1,6)	3,7 (4,3)
Spáð gildi			
2017:3	1,8 (1,8)	1,5 (1,6)	1,6 (1,1)
2017:4	2,0 (2,1)	1,8 (1,9)	2,7 (3,2)
2018:1	2,0 (2,0)	1,9 (2,0)	-0,1 (-0,6)
2018:2	2,4 (2,0)	2,3 (1,9)	5,5 (4,3)
2018:3	2,8 (2,4)	2,7 (2,3)	3,1 (2,7)
2018:4	3,2 (2,8)	3,0 (2,7)	4,2 (5,1)
2019:1	2,8 (2,7)	3,3 (3,1)	-1,3 (-1,2)
2019:2	2,9 (3,0)	3,4 (3,4)	5,9 (5,3)
2019:3	2,9 (3,0)	3,4 (3,5)	2,9 (2,8)
2019:4	2,7 (2,9)	3,2 (3,4)	3,4 (4,7)
2020:1	3,1 (3,1)	3,1 (3,1)	0,1 (-0,3)
2020:2	3,0 (2,8)	3,0 (2,8)	5,6 (4,0)
2020:3	2,9	2,9	2,3

1. Tölur í svigum eru spá *Peningamála* 2017/2.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.