

S E Ð L A B A N K I Í S L A N D S



PENINGAMÁL



PENINGAMÁL

2019 • 2

Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 4 Peningamál 2019/2
 - 5 Kafli I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir
 - 17 Kafli II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör
 - 23 Kafli III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir
 - 29 Kafli IV Eftirspurn og hagvöxtur
 - 37 Kafli V Vinnumarkaður og nýting framleiðslupáttá
 - 41 Kafli VI Verðbólga
 - 45 Rammagrein 1 Efnahagslæggðir á Íslandi frá árinu 1975
 - 50 Rammagrein 2 Viðnámspróttur þjóðarbúsins við hagsveifluskil
 - 55 Rammagrein 3 Aðgerðir ríkisstjórnarinnar í tengslum við nýgerða kjarasamninga
 - 56 Rammagrein 4 Nýgerðir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði
 - 59 Viðauki 1 Spátölur

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

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

Í ritinu birtist ítarleg greining á framvindu og horfum í efnahagsmálum sem vaxtaákvarðanir 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, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

76. rit. 22. maí 2019

Prentun og bókbund: Oddi ehf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

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

22. maí 2019

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánum, verða því 4%.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í maíhefti *Peningamála* hafa hagvaxtarhorfur breyst verulega frá síðustu spá bankans. Í stað 1,8% hagvaxtar á þessu ári eins og gert var ráð fyrir í febrúar er nú spáð 0,4% samdrætti. Þessi umskipti stafa einkum af samdrætti í ferðaþjónustu og minni útflutningi sjávarafurða vegna loðnubrests. Af þessum sökum mun framleiðsluspenna snúast í slaka á næstunni.

Verðbólga var 3,1% á fyrsta fjórðungi ársins en jókst í 3,3% í apríl. Undirliggjandi verðbólga hefur þróast með áþekktum hætti og munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis hefur ekki verið minni frá haustinu 2013. Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt það sem af er ári en áhrif lækkunar þess sl. haust á verðbólgu hafa enn sem komið er verið minni en vænst var. Viðsnúningur í efnahagsmálum gerir það að verkum að verðbólguhorfur hafa breyst nokkuð á skömmum tíma og gerir spá bankans ráð fyrir að verðbólga nái hámarki í 3,4% um mitt ár en hjaðni í verðbólgu markmið um mitt næsta ár.

Þótt nýgerðir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði feli í sér myndarlegar launahækkunarir var niðurstaða þeirra í betra samræmi við verðbólgu markmiðið en margir bjuggust við. Verðbólguvæntingar hafa því lækkað á ný en þær hækkuðu umtalsvert er leið á síðasta ár. Langtímaverðbólguvæntingar á markaði eru nú komnar undir 3%.

Samdráttur í þjóðarbúskapnum mun reyna á heimili og fyrirtæki en viðnámsþróttur þjóðarbúsins er umtalsvert meiri nú en áður. Svigrúm peningastefnunnar til að mæta efnahagssamdrættinum er einnig töluvert, sérstaklega ef fer sem horfir og verðbólga og verðbólguvæntingar haldast við verðbólgu markmið. Þá munu boðaðar aðgerðir stjórnvalda í tengslum við gerð kjarasamninga leggjast á sömu sveif.

Peningastefnan mun á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagssumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

Peningamál 2019/2¹

Undanfarin ár hafa verið einstaklega hagfelld fyrir íslenskan þjóðarbúskap. Viðskiptakjör hafa batnað mikið og útflutningur aukist verulega, einkum tengt ferðaþjónustu. Þessir búhnykkir hafa aukið tekjur þjóðarbúsins sem heimili og fyrirtæki hafa að hluta nýtt til að greiða niður skuldir og bæta eiginfjárstöðu sína. Innlend efnahagsumsvif hafa á sama tíma vaxið hratt.

Nú eru hins vegar blikur á lofti. Viðskiptakjör hafa rýrnað og hratt dró úr fjölgun ferðamanna til landsins í fyrra, ekki síst þegar draga tók úr umsvifum flugfélagsins WOW Air undir lok síðasta árs. Snemma á þessu ári var ljóst að ferðamenn yrðu færri í ár en í fyrra og endanlegt fall WOW Air veldur því að þeim fækkar enn frekar. Við þetta bætist loðnubrestur og almennt verri horfur um útflutning sjávarafurða. Útlit er því fyrir tæplega 4% samdrátt útflutnings vöru og þjónustu í ár sem er veruleg breyting frá því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans.

Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa því breyst verulega. Talið er að hægt hafi enn frekar á hagvexti á fyrsta fjórðungi ársins og að landsframleiðslan dragist saman á öðrum ársfjórðungi. Spáð er 0,4% samdrætti á árinu öllu og yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem landsframleiðslan dregst saman milli ára. Grunnspá bankans gerir þó ráð fyrir að efnahagsamdrátturinn verði tiltölulega skammvinnur og að á næsta ári verði hagvöxtur kominn í 2½%.

Störfum hefur fjölgað mikið undanfarin misseri en horfur eru á að þeim fækki fram eftir ári. Atvinnuleysi eykst því nokkuð og er talið að það verði 3,9% að meðaltali á árinu öllu sem er tæplega 1 prósentu meira en spáð var í febrúar. Það dregur því hraðar úr þeirri spennu sem hafði byggst upp í þjóðarbúinu með miklum hagvexti undanfarinna ára og horfur eru á að slaki myndist síðar á árinu.

Verðbólga jókst nokkuð í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar sl. haust og náði hámarki í 3,7% í desember. Hún minnkaði í 3,1% á fyrsta fjórðungi þessa árs en jókst á ný í 3,3% í apríl. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað eftir að hafa hækkað í fyrra. Talið er að verðbólga eigi eftir að aukast lítillega fram á mitt ár en þó minna en gert var ráð fyrir í febrúar. Horfur eru jafnframt á minni verðbólgu á öllum spátímanum en þá var spáð. Talið er að hún verði komin í verðbólgu markmiðið um mitt næsta ár og fari tímabundið undir það seint á næsta ári. Breyttar verðbólguhorfur má fyrst og fremst rekja til hins mikla viðsnúnings í þjóðarbúinu en á móti vegur meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og innflutningsverðs. Óvissa um verðbólguhorfur hefur minnkað í kjölfar þess að kjarasamningar tókust á almennum vinnumarkaði. Samningarnir fela í sér áþekkar launahækkunir í ár og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans en hækkunir næstu tveggja ára eru hins vegar meiri. Það ásamt horfum um hægari framleiðnivöxt veldur því að spáð er meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu en áður.

1. Greiningin í þessum Peningamálum byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan maí.

I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur halda áfram að versna

Heimshagvöxtur minnkaði er leið á síðasta ár og mældist 3,6% á árinu öllu sem er 0,2 prósentum minni vöxtur en árið 2017. Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa einnig versnað. Þannig gerir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði 3,3% í ár sem er 0,4 prósentum minni hagvöxtur en hann spáði í október í fyrra. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað þótt sjóðurinn geri ráð fyrir að heimshagvöxtur aukist lítillega milli ára.

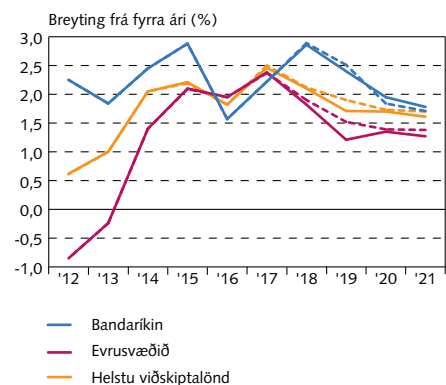
Meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var 2,1% í fyrra. Nokkuð dró hins vegar úr honum er leið á árið samfara því að slakinn í þjóðarþúskap þeirra minnkaði. Horfur fyrir þetta ár hafa einnig versnað frá febrúarspá *Peningamála* (mynd I-1). Nú er talið að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði að meðaltali 1,7% í ár en í febrúar var gert ráð fyrir að hann yrði 1,9% og í nóvemberspá bankans var spáð 2,2% vexti. Horfur um hagvöxt á evrusvæðinu hafa verið færðar niður um 0,3 prósentur frá því í febrúar en einnig er spáð minni hagvexti í Bandaríkjunum, Bretlandi og Japan. Spáð er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði áfram um 1,7% á næstu tveimur árum. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt það sem af er ári og gert er ráð fyrir að það breytist lítið á spátímanum

Eftir nánast samfelldan bata viðskiptakjara frá miðju ári 2014 tóku þau að rýrna um mitt ár 2017. Til ársloka 2018 nam rýrnun þeirra samtals 7,5% og átti stærstur hluti hennar sér stað á seinni hluta síðasta árs. Rýrnun viðskiptakjara í fyrra nam 3,9% og má að töluverðu leyti rekja hana til um 30% verðhækkunar á olíu og súráli þótt á móti vegi ágæt hækkun á verði helstu útflutningsafurða. Þetta er 1,3 prósentum meiri viðskiptakjararýrnun en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans (mynd I-2). Eins og í febrúar er gert ráð fyrir um ½% bata viðskiptakjara að meðaltali í ár og á næstu tveimur árum. Fer þar saman áframhaldandi verðhækkun helstu útflutningsafurða og verðlækkun á olíu og súráli. Gangi spáin eftir verða viðskiptakjör um 1½% lakari í lok spátímans en búist var við í febrúar.

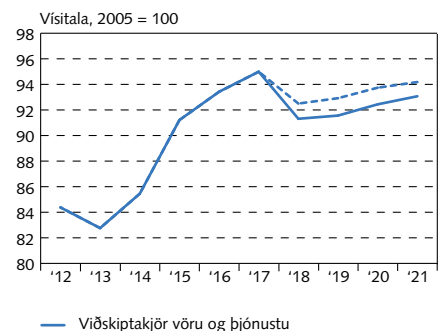
Gengi krónunnar lækkaði um 13% frá lokum ágúst mánaðar í fyrra og fram undir lok nóvember þegar viðskiptavegið meðalgengi náði lágmarki. Upphaf lækunarferilsins má rekja til fréttu um vaxandi rekstrarvanda flugfélagsins WOW Air. Við bættist aukin svartsýni um hagvaxtarhorfur, rýrnun viðskiptakjara og vaxandi áhyggjur af niðurstöðu kjarasamninga. Endanlegt fall WOW Air undir lok marsmánaðar virtist hafa haft tiltölulega takmörkuð áhrif á gengi krónunnar en gengið hækkaði um tæplega 3% í kjölfar undirritunar kjarasamninga á almennum vinnumarkaði í byrjun apríl sl. Á heildina lítið hefur gengi krónunnar þó verið tiltölulega stöðugt það sem af er ári. Það er svipað nú og það var rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í febrúar en það var þó líðlega 1% lægra á fyrsta ársfjórðungi en þá var spáð. Gert er ráð fyrir

Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2012-2021¹



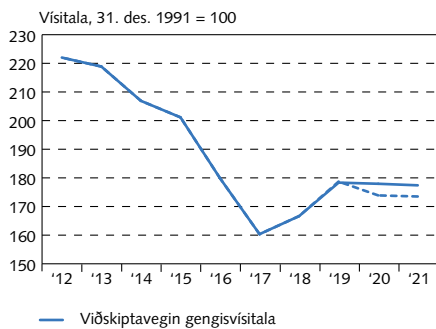
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1. Heimildir: OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2
Viðskiptakjör 2012-2021¹



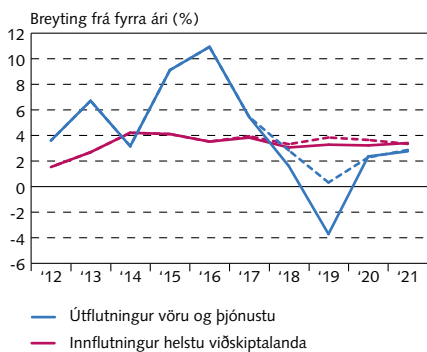
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3
Gengi krónunnar 2012-2021¹



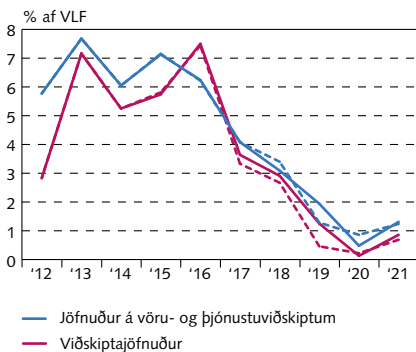
1. Þróng viðskiptavog. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/1.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2012-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2012-2021¹



1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

að gengið haldist svipað og það er nú út spátímann og gangi það eftir verður viðskiptavegið meðalgengi krónunnar liðlega 2% lægra á næstu tveimur árum en spáð var í febrúar (mynd I-3). Horfur um lægra gengi krónunnar endurspeglar m.a. að hagvaxtarhorfur hafa versnað frá fyrri spá og því er vænst lægri innlendra vaxta en áður eins og sjá má í könnun meðal markaðsaðila og út frá framvirkum vöxtum. Þá er jafnvægisraungengið (þ.e. það raungengi sem samræmist ytra og innra jafnvægi þjóðarbúsins) talið hafa lækkað nokkuð samfara gjaldþroti WOW Air, rýrnun viðskiptakjara, loðnubresti og almennt lakari horfum í útflutningi sjávarafurða. Á móti veiga horfur um hægari hækkun alþjóðlegra vaxta og lækkun hinnar sérstöku bindiskyldu á innflæði fjármagns frá útlöndum en báðir þessir þættir styðja að öðru óbreyttu við gengi krónunnar. Nánar er fjallað um óvissu í tengslum við gengishorfur síðar í þessum kafla og um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

Horfur á töluverðum samdrætti útflutnings í ár

Útflutningur vöru jókst um 3,5% í fyrra sem er í samræmi við það sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Þjónustuútflutningur stóð hins vegar í stað milli ára en í febrúar hafði verið gert ráð fyrir 2,5% vexti. Vegur þar þyngst að farþegaflutningar með flugi drógust saman á síðasta fjórðungi ársins þrátt fyrir áframhaldandi fjölgun farþega með innlendum flugfélögum. Horfur hafa jafnframt versnað verulega fyrir þetta ár. Viðsnúningurinn er sérstaklega mikill í ferðaþjónustu og munar þar mest um áhrif gjaldþrots WOW Air. Nú er gert ráð fyrir að um 10½% færri ferðamenn komi til landsins í ár en í fyrra og að þjónustuútflutningur dragist því saman um tæplega 9%. Það er veruleg breyting frá febrúarspá bankans en þá var spáð 1,5% samdrætti. Breytingin er enn meiri frá nóvemberspá bankans en þá var gert ráð fyrir tæplega 4% vexti þjónustuútflutnings í ár. Horfur um vöruútflutning hafa einnig versnað. Þar veiga þyngst loðnubrestur og minni aflaheimildir í kolmunna, makríl og norsk-íslenska síldarstofninum. Eftir metár í útflutningi sjávarafurða í fyrra eru því horfur á 5,5% samdrætti í ár sem er 4 prósentum meiri samdráttur en spáð var í febrúar. Útlit er því fyrir að útflutningur vöru og þjónustu dragist saman um 3,7% í ár en í febrúar var spáð nánast óbreyttu útflutningsmagni frá fyrra ári (mynd I-4). Gert er ráð fyrir að ferðamönnum taki að fjölga á ný á næsta ári og er ágætur vöxtur í þjónustuútflutningi meginástæða þess að útflutningur í heild eykst um 2½% milli ára að meðaltali á næstu tveimur árum.

Þótt útflutningur hafi aukist minna í fyrra en áður var áætlað og horfur hafi versnað töluvert fyrir árið í ár er spáin um vöru- og þjónustujöfnuð lítið breytt frá því í febrúar. Skýrist það fyrst og fremst af áþekkri endurskoðun á vexti innflutnings vöru og þjónustu sem stóð nánast í stað í fyrra og er talinn dragast saman um 1% í ár. Gert er ráð fyrir að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum minnki úr 3,1% af landsframleiðslu í fyrra í 1,9% í ár og í 1,3% árið 2021 (mynd I-5). Afgangur á viðskiptajöfnuði er talinn þróast með áþekktum hætti. Hann verður um 1,3% af landsframleiðslu í ár en fer í tæplega 1% árið 2021. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Verulega hægir á vexti þjóðarútgjalda í ár ...

Einkaneysla jókst um 3,3% á fjórða fjórðungi síðasta árs en framan af árinu hafði vöxturinn verið riflega 5%. Hann nam 4,8% á árinu öllu en í febrúarspá *Peningamála* var gert ráð fyrir 4,5% vexti. Vísbendingar eru um að dregið hafi enn frekar úr vexti einkaneyslu á fyrsta fjórðungi þessa árs og spáð er að hann verði einungis 1,6% á árinu öllu sem yrði minnsti vöxtur einkaneyslu síðan árið 2013. Þetta er töluvert minni vöxtur en spáð var í febrúar en þá var gert ráð fyrir 4% vexti (mynd I-6). Skýrist það af nokkru hægari vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna í fyrra og í ár, mun lakari atvinnuhorfunum og aukinni óvissu í efnahagsmálum nú þegar efnahagsuppsveiflu undanfarinna ára virðist lokið. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst. Gert er ráð fyrir tæplega 3% vexti á ári eins og í febrúar. Að töluverðu leyti endurspeglar það áhrif aðgerða stjórnvalda í tengslum við kjarasamninga á almennum vinnumarkaði en án þeirra væri vöxtur einkaneyslu á næstu tveimur árum hátt í 1 prósentu minni á hvoru ári (sjá rammagrein 3).

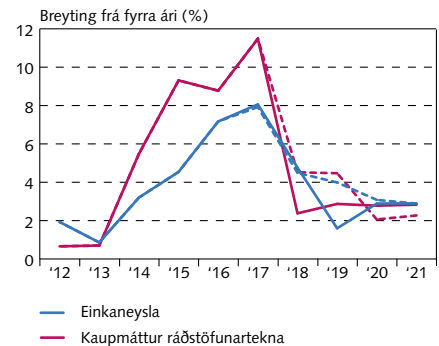
Atvinnuvegafjárfesting tók að dragast saman á seinni hluta síðasta árs og á árinu öllu dróst hún saman um 5,4% sem er heldur meiri samdráttur en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans (mynd I-7). Þótt fjármunamyndun í heild hafi aukist um 2,1% milli ára hefur hægt töluvert á vexti hennar eftir tæplega 17% árlegan meðalvöxt árin 2015-2017. Vöxtur heildarfjármunamyndunar í fyrra var lítill minni en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar og munaði þar mest um meiri samdrátt í almennri atvinnuvegafjárfestingu (fjárfestingu utan fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum). Horfur eru einnig á minni fjárfestingarumsvifum í ár en spáð var í febrúar. Að nokkru leyti endurspeglar það breytingar á fyrrihuguðum innflutningi flugfélagsins Icelandair á flugvélum í ár en nú er ljóst að þær verða teknar á rekstrarleigu og mælast því ekki lengur í þjóðhagsreikningum sem fjárfesting og vöruinnflutningur. Við þetta bætist sala á flugvélum WOW Air sem fór fram í lok síðasta árs en kom fram í utanríkisverslunartölum Hagstofu Íslands í janúar og mun þá dragast frá fjárfestingu í þjóðhagsreikningum á fyrsta fjórðungi þessa árs. Atvinnuvegafjárfesting dregst því saman um 6,7% í ár en í febrúar var gert ráð fyrir 4% aukningu. Almenn atvinnuvegafjárfesting eykst hins vegar lítill sem er svipað og spáð var í febrúar. Fjármunamyndun í heild dregst því lítill saman í ár og verður hlutfall hennar af landsframleiðslu um 22% í ár og hækkar yfir spátímann en hlutfall atvinnuvegafjárfestingar fer hins vegar lækkandi (mynd I-7).

Þjóðarútgjöld endurspeglar öll neyslu- og fjárfestingarútgjöld einkaaðila og hins opinbera. Eins og gert var ráð fyrir í febrúar jukust þau um 4,1% í fyrra sem er nokkru undir 7,5% árlegum meðalvexti á árunum 2015-2017. Nokkuð hægði á vextinum er leið á síðasta ár og horfur eru á enn hægari vexti á fyrri hluta þessa árs og að hann verði einungis 1% á árinu öllu sem er rúmlega 3 prósentum minni vöxtur en spáð var í febrúar (mynd I-8). Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst. Nánari umfjöllun um þróun einkaneyslu, fjárfestingar og þjóðarútgjalda er að finna í kafla IV.

... og útlit er fyrir efnahagssamdrátt í fyrsta sinn síðan árið 2010

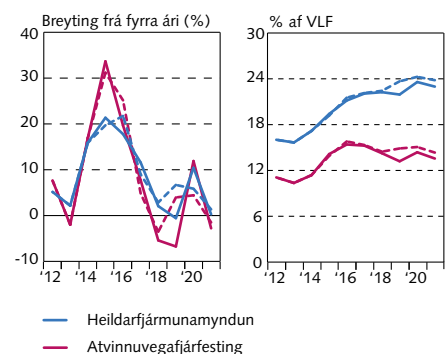
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 4% hagvöxtur á fjórða fjórðungi síðasta árs sem var nokkru meiri vöxtur en gert hafði

Mynd I-6

Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2012-2021¹

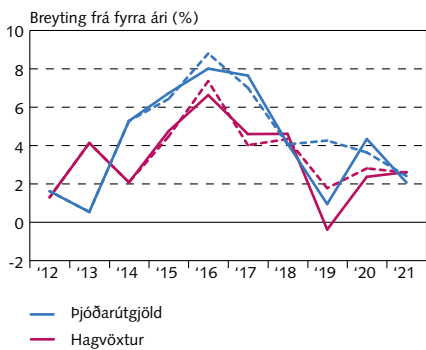
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

Fjármunamyndun 2012-2021¹

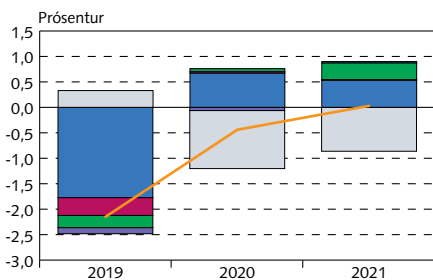
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Þjóðarútgjöld og hagvöxtur 2012-2021¹



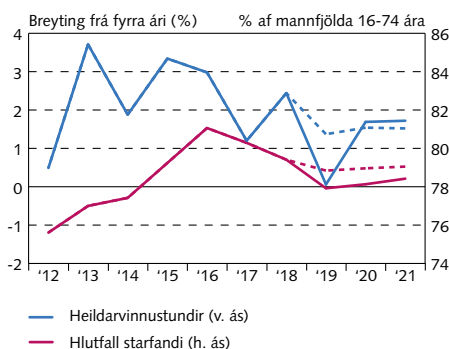
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9
Endurskoðun hagvaxtarspár Peningamála¹



1. Breyting á hagvaxtarspá milli PM 2019/1 og 2019/2. Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2012-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Hagvöxtur á árinu öllu endaði því í 4,6% sem er 0,3 prósentum meiri vöxtur en búist var við í febrúar. Skýrist fráviknið af hagfelldara framlagi utanríkisviðskipta en vöxtur þjóðarútgjalda var í takt við febrúarspána.

Talið er að hagvöxtur hafi minnkað enn frekar á fyrsta fjórðungi þessa árs og landsframléiðslan dragist saman um ríflega 1% milli ára á öðrum ársfjórðungi. Þetta er veruleg breyting frá febrúarspá bankans sem má rekja til þeirra ytri áfalla sem þjóðarþúið hefur orðið fyrir undanfarið og lýst er hér að framan. Talið er að 0,4% samdráttur verði á árinu öllu og yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem samdráttur mælist hér á landi (mynd I-8).² Þetta er verulegur viðsnúningur frá febrúarspá bankans en þá var spáð 1,8% hagvexti í ár og enn meiri endurskoðun frá nóvemberspá bankans en þá var gert ráð fyrir 2,7% hagvexti í ár. Eins og sjá má á mynd I-9 skýra verri horfur í ferðaþjónustu langstærstan hluta endurskoðunar á hagvaxtarspá ársins en einnig vega þungt áhrif minni útflutnings sjávarafurða vegna loðnubrests í ár. Við bætast áhrif hægari vaxtar alþjóðlegra efnahagssumsvifa og endurskoðunar á vexti útgjalda hins opinbera frá því sem gert hafði verið ráð fyrir í febrúar. Grunnspáin felur í sér að efnahagssamdrátturinn verði tiltölulega skammvinnur og að á næsta ári verði hagvöxtur kominn í um 2½%. Það er þó heldur minni hagvöxtur en spáð var í febrúar. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Útlit er fyrir fækkun starfa, aukið atvinnuleysi og að slaki myndist undir lok ársins

Heildarvinnustundum fjölgaði um 1,8% milli ára á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er áþekkt því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Störfum fjölgaði um 2,6% en á móti kom tæplega 1% stytting meðalvinnutíma. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi var 3% á fyrsta ársfjórðungi og jókst um 0,4 prósentur frá fyrri fjórðungi. Skráð atvinnuleysi var hins vegar komið í 3,5% í apríl sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu en þá fjölgaði mikið á atvinnuleysissskrá í kjölfar gjaldþrots WOW Air og uppsagna hjá fyrirtækjum sem þjónuðu flugfélaginu. Útlit er því fyrir að atvinnuleysi aukist nokkuð á öðrum fjórðungi ársins.

Efnahagsáfallin undanfarið gera það að verkum að störfum fjölgar mun hægar en áður var spáð. Horfur eru á að heildarvinnustundum fækki fram eftir ári en að þær standi nánast í stað milli ársmeðaltala en í febrúarspá bankans var gert ráð fyrir að þeim myndi fjölga um 1,4% (mynd I-10). Hlutfall starfandi lækkar því um 1½ prósentu frá árinu 2018. Yrði það þriðja árið í röð sem hlutfall starfandi lækkar milli ára. Undanfarið tvö ár hefur atvinnuþátttaka hins vegar minnkað heldur meira og því hefur atvinnuleysi minnkað. Í ár er einnig gert ráð fyrir að atvinnuþátttaka minnki frá fyrra ári en minna en sem nemur lækkan hlutfalls starfandi og því eykst atvinnuleysi nokkuð. Gangi spáin eftir verður atvinnuleysi 3,9% að meðaltali í ár sem er 0,8 prósentum meira en spáð var í febrúar (mynd I-11). Samkvæmt spánni minnkar það aftur á næstu tveimur árum en helst áfram nokkru yfir því sem gert var ráð fyrir í febrúar og yfir því atvinnuleysisstigi sem talið er samræmast verðstöðugleika.

2. Fjallað er um fyrri samdráttarskeið í rammagrein 1. Eins og rakið er í rammagrein 2 er þjóðarþúið nú mun betur í stakk búíð að takast á við efnahagsáfall en það var í aðdraganda fjármálakreppunnar haustið 2008.

Vegna endurskoðunar Hagstofunnar á sögulegum hagvaxtar-
tölum er nú talið að framleiðsluspennan hafi verið heldur meiri undan-
farin tvö ár en fyrra mat gerði ráð fyrir. Snarpur viðsnúningur efnahags-
sumsvifa í ár gerir það hins vegar að verkum að framleiðsluspenna
minnkar mun hraðar en áður var talið og slaki myndist í þjóðarbúinu
í lok þessa árs sem hverfur aftur undir lok þess næsta (mynd I-11).
Rétt er að hafa í huga að mat á framleiðsluspennu er ávallt háð nokk-
urri óvissu og á það sérstaklega við um snörp hagsveifluskil eins og
nú. Nánar er fjallað um vinnumarkaðinn og nýtingu framleiðsluþátta
þjóðarbúsins í kafla V.

Verðbólga yfir markmiði en horfur á að hún hjaðni hraðar en áður spáð og verði komin í markmið um mitt næsta ár

Verðbólga jókst nokkuð í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar sl. haust
og náði hámarki í 3,7% í desember. Hún minnkaði á ný á fyrsta fjórð-
ungi þessa árs og var að meðaltali 3,1% sem er 0,3 prósentum minni
verðbólga en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Verðbólga
jókst hins vegar á ný í apríl og mældist 3,3%. Verðbólguvæntingar
hækkðu einnig nokkuð í fyrra en þær hafa lækkað aftur, m.a. í
kjölfar þess að gengið var frá kjarasamningum á almennum vinnu-
markaði sem fólu í sér minni launahækkanir en margir höfðu vænst.
Langtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hafa haldist yfir
3% en á meðal markaðsaðila hafa þær lækkað í 2,7%. Verðbólguálag
á skuldabréfamarkaði hefur einnig lækkað.

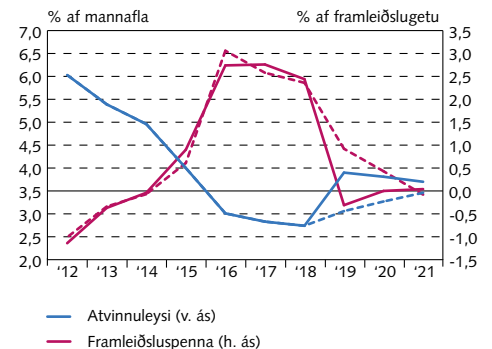
Umsamdar launahækkanir í nýgerðum kjarasamningum fyrir árið
í ár eru áþekkar því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála* en
hækkanir næstu tveggja ára eru heldur meiri (sjá nánar í rammagrein
4). Horfur eru jafnframt á hægari framleiðnivexti en spáð var í febrúar
og því hækka launakostnaður á framleidda einingu meira en þá var
gert ráð fyrir eða um 7% í ár og um 4% að meðaltali á næstu tveimur
árum (mynd I-12).

Breyttar efnahagshorfur gera það að verkum að nú er spáð
nokkru minni verðbólgu á öllum spátímanum í samanburði við
febrúarspá bankans. Talið er að verðbólga nái hámarki í 3,4% um mitt
þetta ár en minnki á ný í 3,1% á síðasta fjórðungi ársins. Hún hjaðnar
áfram á næsta ári og er komin í verðbólgu markmiðið um mitt árið en
fer lítilla niður fyrir það síðar á árinu gangi spáin eftir (mynd I-13).
Meginskýring minni verðbólgu en spáð var í febrúar er hinn mikli við-
snúningur í þjóðarbúinu sem endurspeglast í því að mun hraðar dregur
úr framleiðsluspennu en þá var gert ráð fyrir. Á móti vegur hins vegar
meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og innflutnings-
verðs. Nánar er fjallað um óvissuþætti verðbólgu spárinnar hér á eftir,
um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu
og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Lykilforsendur og helstu óvissuþættir

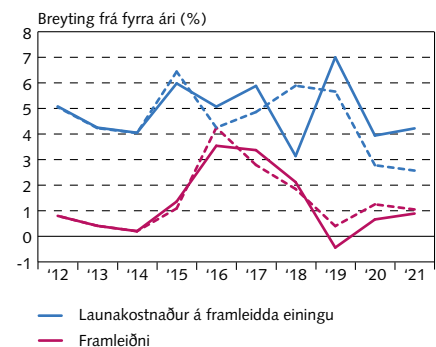
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála
á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um innlenda hag-
stjórn og ytra umhverfi íslensks þjóðarbúskapar. Hún byggist einnig
á mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan
miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir

Mynd I-11

Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2012-2021¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

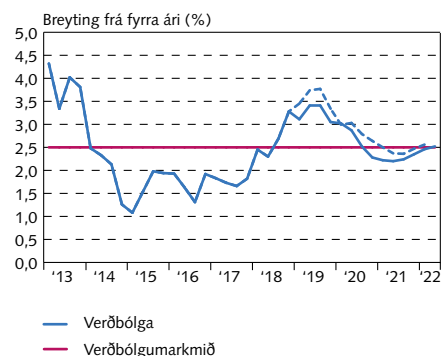
Launakostnaður á framleidda einingu
og framleiðni 2012-2021¹

1. Framleiðni mæld sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Grunnspá
Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Verðbólga¹

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2022



1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2019 - 2. ársfj. 2022. Brotalína
sýnir spá frá PM 2019/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

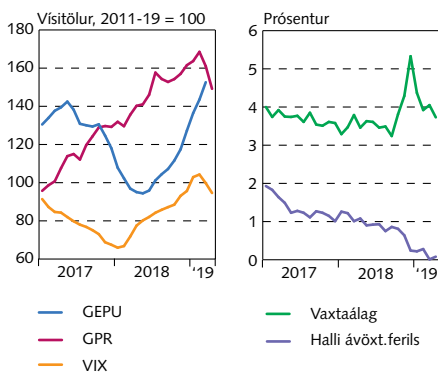
er forsendum um innlenda hagstjórn lýst. Einnig eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissuþættir og rakið hvernig breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem vikur frá grunnspánni.

Aðhaldsstig ríkisfjármála og peningastefnan

Aðhaldsstig ríkisfjármála, eins og það er mælt með breytingum í hag-sveifluleiðrættum frumjöfnuði ríkissjóðs, var í meginatriðum hlutlaust í fyrra. Horfur eru á að nokkuð slakni á því í ár og á næstu tveimur árum og um meira en gert var ráð fyrir í nóvember þegar Seðlabankinn lagði síðast mat á aðhaldsstig ríkisfjármála. Skýrist það af nýjum sértækum aðgerðum á útgjalda- og tekjuhlíð umfram það sem gert er ráð fyrir í núgildandi fjármálastefnu og af sértækum aðgerðum tengdum kjara-samningum á almennum vinnumarkaði (sjá kafla IV og rammagrein 3).

Meginvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í 4,5% frá því í nóvember í fyrra en þá höfðu þeir lækkað um 1,25 prósentur frá ágúst 2016 (sjá kafla III). Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir bankans þróist á spátímanum í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sé í samræmi við verðbólgu-markmiðið til meðallangs tíma.

Mynd I-14
Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum¹
Janúar 2017 - apríl 2019



1. GEPU-vísitala Baker o.fl. (2016) fyrir óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum og GPR-vísitala Caldara og Iacoviello (2018) fyrir óvissu í alþjóðlegum stjórnmálum. VIX-vísitalan mælir undirliggjandi sveiflur í S&P500-hlutabréfaverðisvitölunni. Vísitölur eru allar sýndar sem 12 mánaða hreyfanlegt meðaltal. Vaxtaálag á skuldabréf bandarískra fyrirtækja í spákaupmennskuflokki. Halli ávöxtunarferils er vaxtamunur 10 ára og 3 mánaða bandarískra ríkisbréfa.
Heimildir: Baker, Bloom og Davis (2016), Caldara og Iacoviello (2018), FRED-gagnagrunnurinn, Thomson Reuters.

Vaxandi óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum

Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum hefur aukist undanfarið (mynd I-14).³ Hana má ekki síst rekja til viðskiptadeilna Bandaríkjanna við ýmis ríki og þá sérstaklega Kína. Gagnkvæmar tollahækkningar hafa grafið undan alþjóðaviðskiptum, haft neikvæð áhrif á fjárfestingaráform fyrirtækja og hægt á framleiðnivexti. Hætt er við að neikvæð áhrif á heimsbúskapinn verði því meiri sem deilurnar dragast á langinn eða ef þær magnast enn frekar. Stjórnvöld í Bandaríkjunum hafa t.d. til skoðunar að leggja tolla á innflutning bifreiða sem myndu hafa alvarleg áhrif á útflutning landa eins og Japans og Þýskalands og fjölda annarra landa sem tengjast framleiðslukeðjum í bílaiðnaði. Vaxandi áhyggjur eru einnig af efnahagsbatanum á evrusvæðinu en nokkuð hefur fjarð undan honum að undanförmu. Tengist það ekki síst tímabundnum framleiðsluvanda í bílaiðnaði í Þýskalandi og fyrrgreindum áhyggjum af áhrifum viðskiptadeilunnar en einnig stöðu ríkisfjármála á Ítalíu og fjöldamótmælum í Frakklandi.

Aukin óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum hefur einnig birst í vaxandi undirliggjandi sveiflum í eignaverði, eins og sést t.d. á hækkun VIX-vísitölunnar undanfarið ár en hún lækkaði nokkuð jafnt árin þar á undan (mynd I-14). Aukin óvissa endurspeglar einnig í hækkun vaxtaálags á áhættumeiri skuldabréf en álagið hækkaði skarpt í Bandaríkjunum undir lok síðasta árs og þótt það hafi lækkað á ný í byrjun þessa árs er það enn nokkru hærra en það var fram eftir síðasta ári. Þá gætir vaxandi ótta við að framundan sé nýr efnahags-samdráttur, eins og sést t.d. á því hvernig ávöxtunarferill bandarískra ríkisbréfa hefur flast út og varð um tíma niðurrhallandi sem sögulega hefur jafnan verið fyrirboði efnahags-samdráttar í Bandaríkjunum.

3. Myndin sýnir mælikvarða á óvissu tengdri efnahagsstjórnun (GEPU-vísitalan) og alþjóðastjórnmálum (GPR-vísitalan). Sjá S. Baker, N. Bloom og S. Davis (2016), „Measuring economic policy uncertainty“, *Quarterly Journal of Economics*, 131, bls. 1593-1636, og D. Caldara og M. Iacoviello (2018), „Measuring geopolitical risk“, Board of Governors Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper* nr. 1222.

Vísbindingar eru því um að nokkuð sé að fjara undan batanum í heimsbúskapnum. Þótt alþjóðlegar hagvaxtarhorfur gætu glæðst á ný ef viðskiptadeilan leysist með farsælum hætti hefur hættan aukist á að þær séu ofmetnar í grunnspá bankans. Gangi það eftir gæti hagvöxtur hér á landi orðið minni en grunnspáin gerir ráð fyrir (sjá t.d. umfjöllun í kafla I í *Peningamálum* 2018/4).

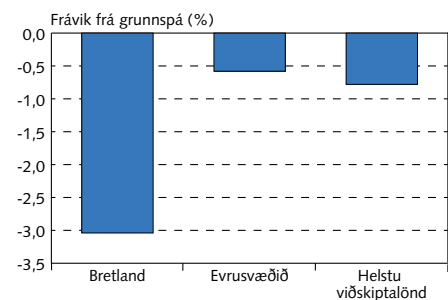
Útganga Bretlands úr ESB án samnings hefði neikvæð áhrif á heimsbúskapinn og hagvöxt hér á landi

Önnur mikilvæg uppspretta óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum tengist fyrirhugaðri útgöngu Bretlands úr Evrópusambandinu (ESB). Upphaflega stóð til að Bretland hyrfi úr ESB þann 29. mars sl. en útgöngunni var frestað til 12. apríl. Þann 10. apríl var útgöngunni hins vegar frestað enn frekar eða til loka október nk. Með því er vonast til að bresk stjórnvöld komist að niðurstöðu um hvernig þau sjá fyrir sér að útgöngunni verði háttáð og hvers konar framtíðarsambands við ESB þau óska sér. Þar með hefur (a.m.k. um sinn) tekist að forða því að Bretland hverfi úr ESB án samnings þótt áfram sé mögulegt að slíkt gerist innan þess tíma ef þau sjónarmið fá t.d. brautargengi í þingkosningum. Óvissan í kringum ferlið allt hefur þegar dregið úr bjartsýni og fjárfestingarvilja breskra fyrirtækja og valdið því að bresk heimili halda í vaxandi mæli að sér höndum varðandi húsnæðis kaup. Fjöldi fyrirtækja hefur fært starfsemi sína til meginlandsins eða íhuga að gera það og farið er að bera á því að fyrirtæki, sérstaklega í þjónustuiðnaði, séu farin að halda að sér höndum varðandi ráðningar. Nokkuð hefur því hægt á hagvexti í Bretlandi og hagvaxtarhorfur eru lakari en þær voru áður.

Nánast allar greiningar á efnahagslegum áhrifum útgöngu án samnings benda til þess að hún hefði enn frekari neikvæð áhrif á breskan efnahag. Líklegt er að viðskipti milli Bretlands og ESB yrðu erfðari og dýrari og framleiðslukeðjur þvert á landamæri yrðu í uppnámi. Þetta, ásamt hindrunum á för vinnandi fólks yfir landamæri, er líklegt til að hafa neikvæð áhrif á framleiðnivöxt og hagvaxtargetu þjóðarbúsins. Við bætist aukin óvissa og hækkandi áhættuálag á fjárskuldbindingar sem líklega hægir enn frekar á innlendri eftirspurn. Gengi pundins myndi að öllum líkindum lækka sem myndi leiða til hækkunar innflutningsverðs og haldi kjölfesta verðbólguvæntinga ekki gæti Englandsbanki þurft að hækka vexti til að halda verðbólgu í skefjum sem myndi dýpka efnahagssamdráttinn enn frekar. Breska þjóðhagsstofnunin, NIESR, hefur birt mat á þjóðhagslegum áhrifum útgöngu Breta án samnings á breskan efnahag. Samkvæmt niðurstöðum þeirra gæti breska pundið lækkað um u.þ.b. 10% og landsframleiðslan í Bretlandi minnkað um liðlega 3% fram til ársins 2022 í samanburði við útgöngu sem fæli í sér að meginhluta núverandi sambands Bretlands og ESB yrði viðhaldið næstu ár (mynd I-15).⁴ Áhrifin myndu að ein-

Mynd I-15

Áhrif útgöngu Bretlands úr ESB án samnings á landsframleiðslu¹



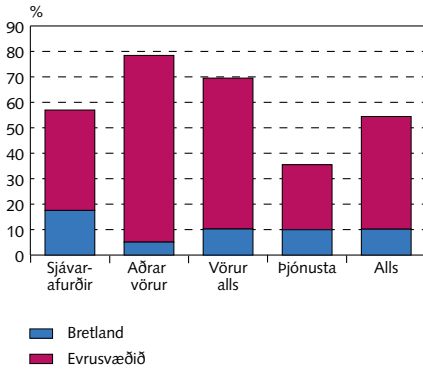
1. Áhrif útgöngu Bretlands úr Evrópusambandinu án samnings á VLF í Bretlandi, á evrusvæðinu og í helstu viðskiptalöndum Íslands í samanburði við grundæmi þar sem Bretland gengur úr sambandinu en meginhluta núverandi sambands er viðhaldið næstu ár. Myndin sýnir uppsöfnuð áhrif á VLF 2019-2022.

Heimildir: NIESR, Seðlabanki Íslands.

4. Hluta neikvæðra áhrifa útgöngu Breta í samanburði við áframhaldandi veru innan ESB er því einnig að finna í grunnspánni. Sjá A. Hantzsche, A. Kara og G. Young (2018), „The economic effects of the government's proposed Brexit deal“, NIESR *National Institute Report*, 26. nóvember 2018, A. Hantzsche, A. Kara og G. Young (2019), „Prospects for the UK economy“, NIESR *National Institute Economic Review*, nr. 247, og J. S. Chadha, A. Hantzsche, A. Kara og G. Young (2019), „Political cacophony and the 'Spring Statement'“, NIESR *National Institute Policy Paper*, nr. 011.

Mynd I-16

Útflutningur til Bretlands og evrusvæðisins
2010-2017¹

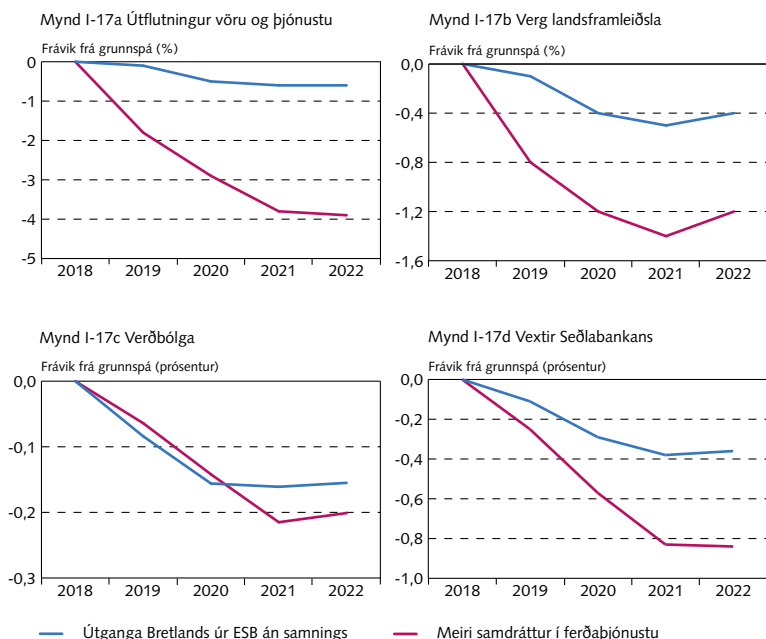


1. Hlutdeild útflutnings vöru og þjónustu til Bretlands og evrusvæðisins. Meðaltöl 2010-2017.
Heimild: Hagstofa Íslands.

hverju leyti smitast yfir á evrusvæðið t.d. með hægari fjárfestingu og útflutningi, þótt þau séu minni en í Bretlandi, enda er breskur efnahagur töluvert háðari efnahag evrusvæðisins en öfugt. Útganga Breta án samnings myndi einnig hafa áhrif á önnur lönd, þ.á m. Ísland. Miðað við mat NIESR á hagvaxtaráhrifum útgöngu Breta án samnings á efnahagsumsvif í Bretlandi og á evrusvæðinu má áætla að landsframléiðsla á evrusvæðinu gæti minnkað um 0,6% fram til ársins 2022 og um 0,8% meðal helstu viðskiptalanda Íslands.

Um 10% af heildarútflutningi Íslands fara til Bretlands og tæplega 45% til evrusvæðisins (mynd I-16). Áhrifin af útgöngu Breta úr ESB án samnings á útflutning héðan gætu því orðið nokkur. Við bætist tæplega 1% hækkun raungengis vegna gengislækkunar pundisins, aukin alþjóðleg óvissa og möguleg smitáhrif hækkandi vaxtaálags á fjármálagleg skilyrði hér á landi. Eins og sést á mynd I-17 minnkar útflutningur vöru og þjónustu lítilllega í ár en áhrifanna gætir í meiri mæli á næsta ári en þá er útflutningur um ½% minni en í grunnspánni og helst sá munur út árið 2022. Eins og sést á mynd I-16 vegur Bretlandsmarkaður þyngra í útflutningi sjávarafurða en annarra útflutningsafurða og því gætu áhrifin orðið meiri á sjávarútveginn en aðrar útflutningsgreinar. Hér er þó gert ráð fyrir því að tiltölulega auðvelt sé að selja sjávarafurðir á aðra markaði og því verði áhrifin á útflutningsmagn sjávarafurða takmörkuð. Verð sjávarafurða lækkar hins vegar um 3½% í erlendum gjaldmiðlum í takt við sögulegt samband þess við alþjóðleg efnahagsumsvif. Hægari vöxtur útflutnings, rýrnun viðskiptakjara og aukin óvissa gera það að verkum að hagvöxtur hér á landi verður um 0,1 prósentu minni í ár en í grunnspánni og 0,3 prósentum minni á næsta ári. Landsframléiðslan er því orðin um ½% minni en í grunnspá frá næsta ári. Hærra raungengi og hægari vöxtur efnahagsumsvifa gera það að verkum að verðbólga verður

Mynd I-17
Frávíksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

lítillega minni á öllu tímabilinu en lægri meginvextir Seðlabankans vege á móti samdráttaráhrifunum.⁵

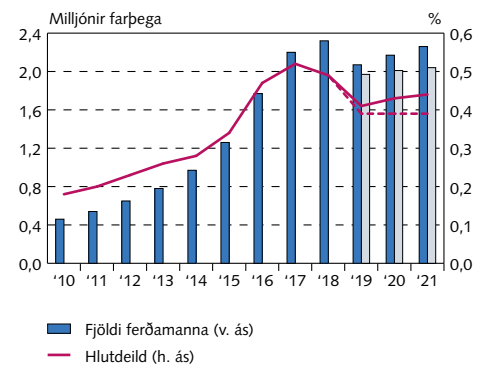
Blikur á lofti í ferðapjónustu

Eftir mikinn vöxt í ferðapjónustu undanfarin ár tók að hægja á vextinum í fyrra og í byrjun þessa árs tók ferðamönnum sem komu hingað til lands að fækka. Líklegt er að það megi að nokkru leyti rekja til minnkandi umsvifa WOW Air en flugvélafloti þess hafði nær helmingast í byrjun þessa árs. Gjaldprot félagsins í lok mars sl. hefur aukið enn frekar á samdráttinn og nú eru horfur á að ferðamönnum fækki um 10½% í ár frá fyrra ári sem er 8 prósentum meiri fækkun en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Samkvæmt grunnspánni tekur ferðamönnum aftur að fjölga á næsta ári þótt fjölgunin verði mun hægari en hún hefur verið undanfarin ár. Samkvæmt spánni verður fjöldi ferðamanna hér á landi komin í 2,3 milljónir á ári í lok spátímans sem er svipaður fjöldi og kom hingað til lands í fyrra. Hlutdeild Íslands í ferðalögum og farþegaflutningum meðal þróaðra Evrópuríkja minnkar samkvæmt þessu úr 0,52% árið 2017 í 0,41% í ár en eykst síðan aftur í 0,43% á næsta ári (mynd I-18).⁶

Um þessar horfur er hins vegar mikil óvissa og ekki útilokað að samdrátturinn í ferðapjónustu verði meiri og batinn hægari, t.d. ef áhrif hárs raungengis hægja meira á eftirspurn eftir ferðum hingað til lands, ef Icelandair getur ekki tekið nýjar Boeing 737 Max-þotur í notkun í sumar eða ef orðsporsáhrif falls WOW Air og tímabundinna verkfalla sem nýlega beindust sérstaklega að ferðapjónustunni reynast meiri. Mynd I-18 sýnir því einnig fráviksdæmi þar sem ferðamönnum fækkar um 15% í ár í stað 10½% í grunnspánni og fjölgar hæggar en í grunnspánni á næstu tveimur árum. Hlutdeild Íslendinga í útfluttum ferðalögum og farþegaflutningum með flugi meðal þróaðra Evrópuríkja myndi þá minnka í 0,39% í ár og haldast þar en það er svipað hlutfall og var árið 2015. Mynd I-17 hér að ofan sýnir möguleg áhrif þessarar þróunar í ferðapjónustu á þjóðarbúið. Útflutningur dregst mun meira saman í ár og vex hæggar á næstu árum og er að magni til orðinn tæplega 4% minni en í grunnspánni árið 2022. Tekjur þjóðarbúsins dragast saman í samanburði við grunnspána og innlend eftirspurn er minni. Hægari eftirspurn dregur einnig úr innflutningi en þar bætast við áhrif af minni innflutningi aðfanga fyrir útflutningsstarfsemi og lækkun raungengis yfir spátímabilið. Áhrifin á hagvöxt eru töluverð en þó minni en á útflutning: samdrátturinn verður 0,8 prósentum meiri en í grunnspánni í ár og hagvöxtur næstu tveggja ára 0,2-0,3 prósentum minni. Landsframléiðslan er því orðin ríflega 1% minni en í grunnspá árið 2022. Slakinn í þjóðarbuinu verður því meiri sem vegur á móti verðbólguáhrifum lægra gengis krónunnar. Verðbólga er lítillega minni á ári en í grunnspánni og Seðlabankinn getur beitt

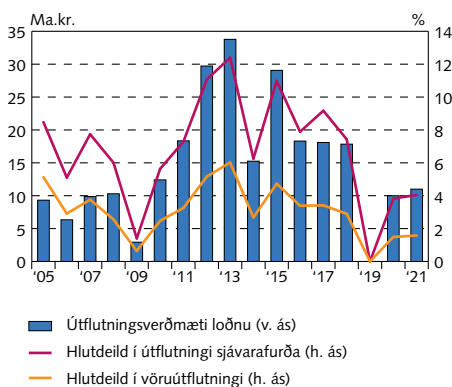
- Augljóslega er mikil óvissa um þetta mat. Áhrifin gætu t.d. orðið meiri ef truflanir á viðskiptum verða meiri og langvinnari eða ef óvissa eykst enn frekar. Þau gætu einnig orðið minni ef það tekst t.d. að auka eftirspurn í Bretlandi með örvandi hagstjórnaraðgerðum. Áhrifin sem hér er miðað við eru mjög svipuð mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, kafli 1, apríl 2019). Samkvæmt líklegustu sviðsmynd sjóðsins gæti landsframléiðslan dregist saman um liðlega 4% til ársins 2021 í Bretlandi og um 0,5% á evrusvæðinu.
- Gert er ráð fyrir 3-4% árlegum vexti í ferðapjónustu meðal annarra Evrópuríkja (sjá UNWTO *World Tourism Barometer*, janúar 2019).

Mynd I-18
Umsvif í ferðapjónustu 2010-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Ljósar súlur og brotin lína sýna fráviksdæmi með hægari bata í ferðapjónustu. Myndin sýnir einnig hlutdeild Íslendinga í útfluttum ferðalögum og farþegaflutningum með flugi (mælt í Bandaríkjadöllum) meðal þróaðra Evrópuríkja. Heimildir: Ferðamálastofa, Hagstofa Íslands, Isavia, Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD), Seðlabanki Íslands.

Mynd I-19
Útflutningsverðmæti loðnuveiða 2005-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

peningastefnunni til að milda efnahagsleg áhrif áfallsins. Meginvextir bankans eru því orðnir 0,8 prósentum lægri en í grunnspánni er líður á tímabilið.

Loðnubrestur gæti orðið langvinnari en grunnspá gerir ráð fyrir

Útflutningsverðmæti loðnu hefur verið um 18 ma.kr. á ári undanfarin þrjú ár eða ríflega 8% af heildarverðmæti útflutnings sjávarafurða og 3% af heildarverðmæti vöruútflutnings. Samkvæmt grunnspánni verður hins vegar ekki af neinni veiði í ár og munu tapaðar útflutnings-tekjur sérstaklega bitna á byggðarlögum sem hafa reitt sig á tekjur af loðnuveiði. Fyrir þjóðarþúið í heild eru áhrifin einnig nokkur en ætla má að vöxtur útflutnings vöru og þjónustu verði 0,7 prósentum minni í ár og hagvöxtur 0,4 prósentum minni en hann hefði ella orðið. Þótt grunnspá bankans frá því í febrúar hafi þegar gert ráð fyrir nokkrum samdrætti í loðnuveiði er reyndin sú að samdrátturinn er um 11 ma.kr. meiri en þar var áætlað.

Samkvæmt grunnspánni hefst loðnuveiði á ný á næsta ári en hún verður minni en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans og minni en hún hefur verið undanfarin ár (mynd I-19). Um þessa forsendu er augljóslega mikil óvissa ekki síst ef hækkandi hitastig sjávar veldur því að hrygningarstöðvar loðnunnar færast út fyrir landhelgina. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár gætu því reynst of bjartsýnar.

Gengishorfur óvissar

Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengisáhrif gjaldþrots WOW Air séu að mestu komin fram. Undirliggjandi þrýstingur á gengi krónunnar í tengslum við áhyggjur fjárfesta af niðurstöðu kjarasamninga hefur einnig minnkað í kjölfar tiltölulega farsællar niðurstöðu kjaraviðræðna. Samkvæmt grunnspánni litast gengisþróun næstu missera annars vegar af lækkingu jafnvægisraungengis og lakari hagvaxtarhorfum og væntingum um lægri vexti hér á landi og hins vegar af lakari alþjóðlegum hagvaxtarhorfum og væntingum um hægari hækkun alþjóðlegra vaxta. Allir þessir þættir eru háðir mikilli óvissu og því gæti gengisþróunin auðveldlega orðið með öðrum hætti en grunnspáin gerir ráð fyrir. Markaðsaðilar virðast t.d. heldur svartsýnni á þróun gengis krónunnar fram á næsta ár samkvæmt nýrri könnun Seðlabankans en þeir gera ráð fyrir að gengi krónu lækki um 2½% gagnvart evru fram á næsta ár.

Óvissa um verðbólguhorfur hefur minnkað

Dregið hefur úr óvissu um verðbólguhorfur í kjölfar þess að kjarasamningar á almennum vinnumarkaði voru samþykktir. Óvissan er þó ekki með öllu horfin þar sem enn á eftir að ganga frá samningum opinberra starfsmanna sem gætu haft áhrif á kjarasamninga á almennum markaði. Þá er ávallt óvissa um þróun launaskriðs og hversu mikið ríflegar launahækkanir á lægst launaða hluta vinnuafslins gangi upp launastigann. Annar mikilvægur óvissuþáttur tengist gengi krónunnar. Ekki er t.d. útilokað að hluti áhrifa gengislækkunar krónunnar á seinni hluta síðasta árs eigi enn eftir að koma fram í innlendri verðbólgu. Þá gæti forsenda grunnspárinnar um gengi krónunnar reynst of bjartsýn, t.d. ef áföll í ferðaþjónustu verði meiri eða ef viðskiptakjör rýrna enn

frekar. Spennan í þjóðarbúskapnum gæti einnig verið meiri en gert er ráð fyrir. Verðbólga gæti að sama skapi orðið meiri en spáð er ef verðbólguvæntingar taka að hækka á ný.

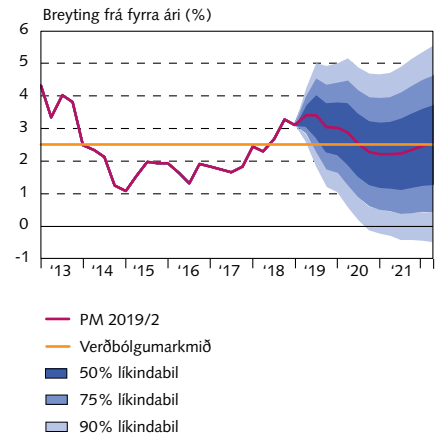
Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en grunnspáin felur í sér. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað á ný ef ytri skilyrði batna aftur. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu einnig verið of bjartsýnar og útflutningur og hagvöxtur því orðið minni en spáð er. Framleiðnivöxtur gæti orðið meiri en spáð er og slakinn sem virðist vera að myndast í þjóðarbúinu gæti verið vanmetinn.

Til að endurspeglar þessa óvissuþætti sýnir mynd I-20 óvissubíl spárinnar, þ.e. það bil sem taldar eru allt að 90% líkur á að verðbólga verði innan á næstu þremur árum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Talið er að óvissa um verðbólguhorfur hafi minnkað frá síðustu spá og að líkindadreifing spárinnar sé í meginatriðum samhverf en í síðustu spám var talin meiri hætt á að verðbólgu væri vanspáð en að henni væri ofspáð. Taldar eru um helming líkur á að verðbólga verði á bilinu 2-3¼% að ári liðnu og á bilinu 1⅓-3¾% í lok spátímans.

Mynd I-20

Verðbólguþá og óvissumat

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2022



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands og í heimsbúskapnum minnkaði í fyrra og hafa hagvaxtarhorfur versnað fyrir þetta ár. Stighækkandi tollar og alþjóðlegar viðskiptadeilur hafa dregið úr vexti alþjóðaviðskipta og eftirspurn í helstu viðskiptalöndum. Alþjóðleg verðbólga hefur þokast upp á ný vegna hækkunar olíuverðs en víða mælist undirliggjandi verðbólga enn lítil. Viðskiptakjör þjóðarbúsins versnuðu töluvert í fyrra og vísbendingar eru um að bati þeirra verði minni í ár en áður var spáð. Eftir mikla hækkun á undanförunum árum lækkaði raungengið í fyrra sem m.a. endurspeglar aðlögun þjóðarbúsins að lægra jafnvægisraungengi.

Alþjóðleg efnahagsþróun

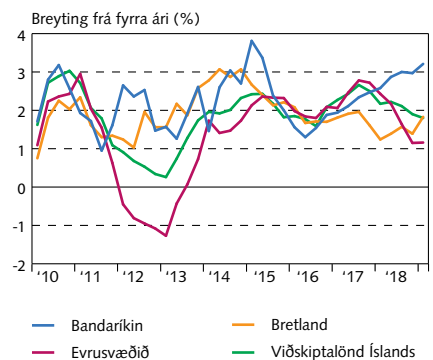
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum gaf eftir í fyrra ...

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands gaf eftir á seinni hluta síðasta árs eftir nokkurn vöxt misserin þar á undan. Hann mældist 2% á seinni hluta ársins en hafði verið 2,2% á fyrri hluta þess og 2,5% á árinu 2017 (mynd II-1). Hagvöxtur minnkaði í flestum ríkjanna og reyndist minni en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans, sérstaklega á evrusvæðinu þar sem bjartsýni heimila og fyrirtækja hefur minnkað og dregið hefur úr útflutningsvexti. Litast það sérstaklega af lakari þróun í stórum kjarnaríkjum svæðisins (mynd II-2). Þannig minnkaði hagvöxtur mikið í Þýskalandi sem skýrist að hluta af tímabundnum framleiðsluvanda í bílaiðnaði en einnig af almennt hægari efnahags- umsvifum. Hagvöxtur á Ítalíu minnkaði einnig hratt í fyrra og snerist í samdrátt á fjórða ársfjórðungi. Óvissa um stöðu ríkisfjármála og hækkun áhættuálags á ríkissjóð vó þungt og hafði, ásamt minnkandi bjartsýni fyrirtækja, neikvæð áhrif á fjárfestingarútgjöld. Einnig dró úr hagvexti í Frakklandi og vógu áhrif fjöldamótmæla þar þungt. Vaxandi áhyggjur um að útganga Breta úr Evrópusambandinu (ESB) verði án samnings höfðu líklega einnig neikvæð áhrif á fjárfestingarútgjöld á evrusvæðinu. Útgöngunni hefur verið frestað tvisvar sinnum en nú er áætlað að niðurstaða um hvernig henni verði háttáð liggja fyrir í síðasta lagi í lok október nk. Óvissa um hvernig útgöngunni verði háttáð hefur einnig tekið sinn toll í Bretlandi þar sem aukinnar svartsýni gætir, einkum meðal fyrirtækja, og hægt hefur á fjárfestingu og ráðningum í þjónustugeiranum. Hagvöxtur í Bandaríkjunum jókst hins vegar í fyrra og var 3% á seinni hluta ársins og 2,9% á árinu öllu.

... og einnig vöxtur heimsframleiðslu

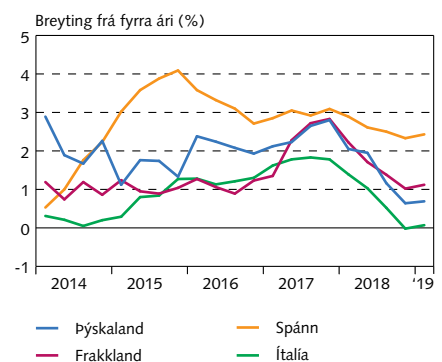
Minnkandi hagvöxtur í helstu iðnríkjum á stóran þátt í því að hagvöxtur á heimsvísu gaf eftir á seinni hluta síðasta árs eftir þróttmikinn vöxt misserin þar á undan. Heimshagvöxtur mældist 3,2% á seinni hluta ársins eftir hátt í 4% vöxt á bæði fyrri hluta þess og á árinu 2017. Neikvæð áhrif af stighækkandi tollum og alþjóðlegum viðskiptadeilum hafa tekið sinn toll og óx svartsýni fyrirtækja og fjárfesta er leið á árið. Þrengri fjármálaleg skilyrði í mörgum nýmarkaðsríkjum og í þróuðum ríkjum drógu einnig úr eftirspurn í heiminum. Hagvöxtur

Mynd II-1
Alþjóðlegur hagvöxtur¹
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2019



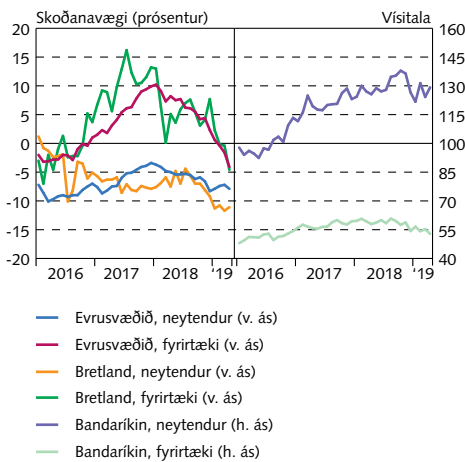
1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2019 fyrir helstu viðskiptalönd.
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2
Hagvöxtur á evrusvæðinu¹
1. ársfj. 2014 - 1. ársfj. 2019



Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-3

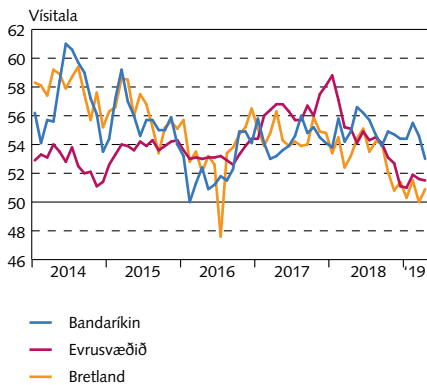
Væntingar heimila og fyrirtækja¹

1. Væntingavísitölur European Commission á evrusvæðinu og í Bretlandi en ISM Report on Business í Bandaríkjunum.
Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-4

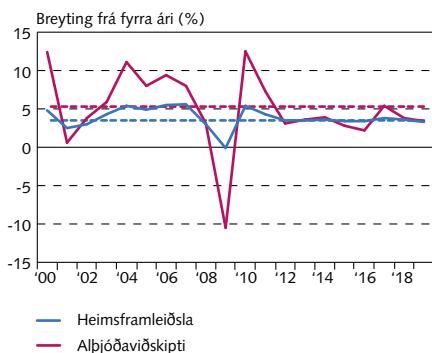
PMI-vísitala fyrir framleiðslu og þjónustu¹

Janúar 2014 - apríl 2019



1. PMI-vísitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (e. Composite Purchasing Managers' Index). Vísitalan 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: Thomson Reuters.

Mynd II-5

Heimsframleiðsla og alþjóðaviðskipti 2000-2019¹

1. Brotalínur sýna meðaltal árinna 1980-2018. Gildi ársins 2019 byggjast á spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, apríl 2019).
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

í nýmarkaðsríkjum minnkaði skarpt á seinni hluta síðasta árs sem endurspeglar að miklu leyti minnkandi efnahagssumsvif í Kína, m.a. í kjölfar aðgerða þarlendrar stjórnvalda til að hafa hemil á vexti skulda og umsvifum skuggabanka og styrkja stoðir hagvaxtar. Þessar aðgerðir hægðu á fjárfestingu en til viðbótar hefur hækkun innflutningstolla í Bandaríkjunum haft neikvæð áhrif á útflutning frá Kína.

Hagvaxtarhorfur í helstu iðnríkjum hafa versnað fyrir þetta ár ...

Leiðandi vísendingar og hagvaxtarspár gefa til kynna að hagvöxtur í þróuðum ríkjum verði einnig hægari á þessu ári en áður var talið, einkum á fyrri hluta ársins. Hagvöxtur á evrusvæðinu á fyrsta ársfjórðungi var minni en búist var við í febrúar og hafa horfurnar fyrir árið í heild versnað. Þótt aðstæður á vinnumarkaði hafi áfram þokast til betri vegar hefur svartsýni neytenda og fyrirtækja aukist (mynd II-3), hagvísar reynst lakari en vænst var og PMI-vísitölur gefið eftir (mynd II-4). Þetta á einkum við um Þýskaland, Ítalíu og Frakkland. Talið er að hagvöxtur á evrusvæðinu verði einungis 1,2% og minnki úr 1,8% í fyrra. Yrði það minnsti hagvöxtur á evrusvæðinu síðan árið 2013. Hagvöxtur í Bretlandi var 1,8% á fyrsta ársfjórðungi sem er heldur meira en gert var ráð fyrir í febrúar. Vöxturinn endurspeglar þó að hluta tímabundin áhrif af aukinni birgðasöfnun breskra fyrirtækja. Hagvaxtarhorfur hafa hins vegar versnað fyrir árið í heild enda hefur PMI-vísitalan fyrir Bretland lækkað mikið og ekki verið lægri í þrjú ár. Samkvæmt henni eru líkur á að breskur þjóðarbúskapur dragist saman á öðrum ársfjórðungi. Þrátt fyrir lækkingu PMI-vísitölu, minnkandi bjartsýni heimila og fyrirtækja og áhrif tímabundinnar lokunar alríkisstjórnarinnar reyndist hagvöxtur í Bandaríkjunum kröftugri á fyrsta fjórðungi ársins en áður hafði verið spáð. Þó er búist við að hann gefi eftir er líður á árið og verði 2,4% á árinu öllu sem er lítill minni vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúar.

... og er búist við hægari hagvexti á heimsvísu

Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að heimshagvöxtur verði 3,3% í ár sem er 0,2 prósentum minni vöxtur en sjóðurinn spáði í janúar sl. og 0,4 prósentum minni en hann gerði ráð fyrir í október. Minni hagvöxtur í heiminum má einkum rekja til verri horfa í þróuðum ríkjum, einkum á evrusvæðinu, en einnig í hluta þróunar- og nýmarkaðsríkja.

Dregið hefur úr vexti alþjóðaviðskipta

Verulega dró úr vexti alþjóðaviðskipta í fyrra eftir kröftugan vöxt árið 2017 (mynd II-5). Endurspeglar það einkum neikvæð áhrif af viðskiptadeilum og tollastríði, einkum milli Bandaríkjanna og Kína, á fjárfestingarútgjöld fjölda fyrirtækja víða um heim en viðskipti með fjárfestingarvörur eru almennt mikil milli landa. Hægari vöxtur skýrist þó einnig af almennt veikari heimsframleiðslu og er útlit fyrir að hægja muni enn frekar á vextinum í ár. Í spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að alþjóðaviðskipti aukist um 3,4% í ár en ekki um 4% eins og áður hafði verið spáð. Óvissa er þó enn mikil, m.a. um hagvaxtarhorfur og niðurstöðu viðræðna milli Bandaríkjanna og Kína um lausn viðskiptadeilunnar.

Horfur um hagvöxt og eftirspurn helstu viðskiptalanda hafa versnað ...

Í takt við lakari horfur um heimshagvöxt og heimsviðskipti er búist við að hagvöxtur og vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands verði minni í ár en gert var ráð fyrir í febrúar. Spáð er 1,7% hagvexti að meðaltali í viðskiptalöndunum sem er 0,2 prósentum minni vöxtur en í febrúarspá bankans. Vega þar þyngst verri horfur á evrusvæðinu. Spár um innflutning helstu viðskiptalanda hafa einnig lækkað en gert er ráð fyrir 3,3% aukningu í ár samanborið við 3,8% í febrúar.

... en verðbólguhorfur í viðskiptalöndunum hafa lítið breyst

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands minnkaði á fjórða fjórðungi í fyrra í kjölfar snarprar olíuverðslækkunar og hélst sú þróun áfram í upphafi þessa árs (mynd II-6). Verðbólga mældist að meðaltali 2% í viðskiptalöndunum í fyrra en var komin í 1,6% á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er nokkuð undir væntingum. Hún var einkum minni á evrusvæðinu og í Bandaríkjunum. Útlit er fyrir að verðbólga aukist á ný vegna mikillar hækkunar á olíuverði á undanfönum mánuðum. Verðbólguhorfur í viðskiptalöndum Íslands hafa því lítið breyst á árinu í heild og er gert ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali 1,7% á þessu ári. Undirliggjandi verðbólga er þó enn víða lítil þrátt fyrir aukinn vöxt innlendrar eftirspurnar á undanfönum tveimur árum. Hún hefur aukist á evrusvæðinu en er enn undir verðbólguþröngmiði Seðlabanka Evrópu (ECB). Í Bandaríkjunum og Bretlandi er undirliggjandi verðbólga hins vegar við markmið.

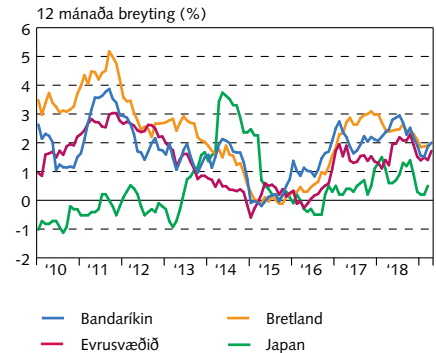
Breyttur tónn hjá helstu seðlabönkum heims

Seðlabankar helstu iðnríkja hafa flestir haldið vöxtum sínum óbreyttum það sem af er þessu ári í ljósi verri hagvaxtarhorfa og minni verðbólguþröngmiðs. Margir þeirra hafa einnig gefið í skyn að aðlögun að hlutlausri stöðu verði hægari en áður var gert ráð fyrir. Á það einkum við um Seðlabanka Bandaríkjanna sem hefur haldið vöxtum sínum óbreyttum á árinu eftir að hafa hækkað þá um 1 prósentu í fyrra og samtals um 2,25 prósentur frá því í desember 2015. Bankinn hafði áður gert ráð fyrir að vextir héldu áfram að hækka í ár en telur nú líklegt að þeim verði haldið óbreyttum til loka þessa árs. Þá hefur bankinn tilkynnt að hæggar verði dregið úr hreinni skuldabréfaeign bankans en var áformað og að hann hyggist hætta því næsta haust. ECB tilkynnti einnig í mars sl. um að vaxtahækkunum yrði frestað a.m.k. til loka þessa árs. Að auki tilkynnti hann nýjar örvunaraðgerðir til að styðja frekar við efnahagsumsvif en í desember sl. hafði hann dregið úr þeim og hætt hreinum skuldabréfakaupum sínum. Þá hafa bæði Englandsbanki og Seðlabanki Japans tilkynnt um aukna varfærni í næstu skrefum sínum. Þetta á þó ekki við um Noregsbanka sem hækkaði vexti sína um 0,25 prósentur í mars í 1%.

Breyttur tónn helstu seðlabanka endurspeglar í þróun á skuldabréfamarkaði og hafa skuldabréfavextir lækkað, einkum vextir langra ríkisskuldabréfa (mynd II-7). Framvirkir vextir á markaði benda einnig til þess að markaðsaðilar vænti bæði hægari og minni hækkunar vaxta en þeir gerðu fyrr á þessu ári (mynd II-8). Breytingin er hvað mest í Bandaríkjunum þar sem markaðsaðilar telja auknar líkur á að vextir taki að lækka á ný.

Mynd II-6

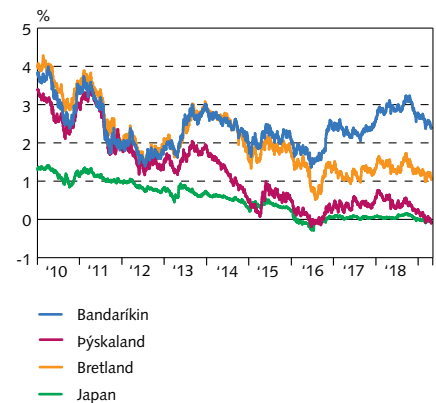
Verðbólga í nokkrum iðnríkjum
Janúar 2010 - apríl 2019



Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-7

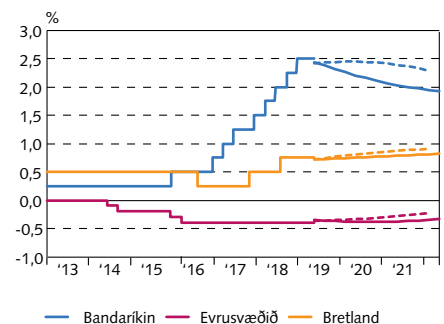
Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í nokkrum iðnríkjum
1. janúar 2010 - 17. maí 2019



Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-8

Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum¹
Janúar 2013 - júní 2022

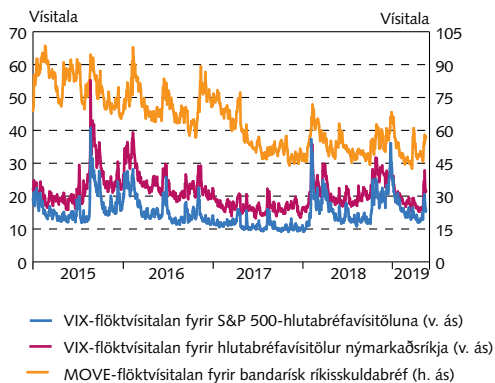


1. Daglegar tölur 1. janúar 2013 til 17. maí 2019 og ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2019 til 2. ársfj. 2022. Bandarísku vextirnir eru efri mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru innlámsvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á OIS (Overnight Index Swaps). Heilar línur byggja á framvirkum vöxtum dagana 13.-17. maí 2019 en brotalínur dagana 28. jan. - 1. febr. '19. Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-9

Flókt á alþjóðlegum mörkuðum¹

1. janúar 2015 - 17. maí 2019

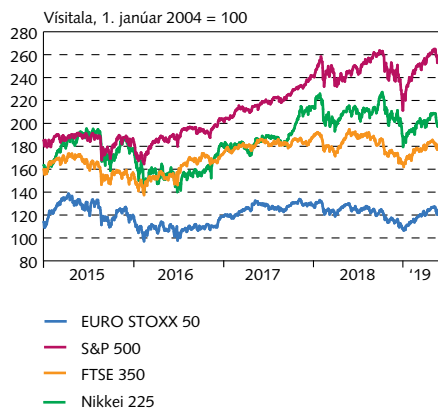


1. VIX- og MOVE-flóktvísitölur sýna afleitt flókt fjármálaafurða.
Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-10

Alþjóðlegt hlutabréfaverð

1. janúar 2015 - 17. maí 2019

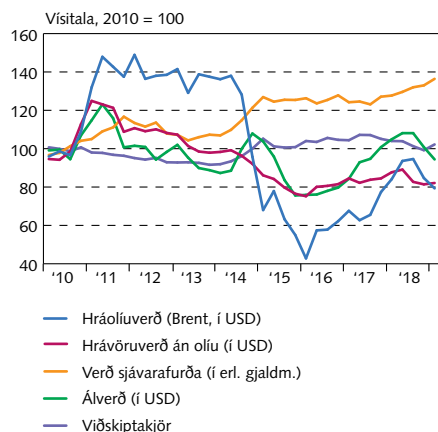


Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-11

Hrávöruverð og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2019



1. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. Álverð í USD er reiknað með því að deila í álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadal. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2019 fyrir viðskiptakjör.
Heimildir: Alþjóðabankinn, Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Fjármálaleg skilyrði batna á nýjan leik eftir umrót undir lok árs í fyrra

Sveiflur á alþjóðlegum fjármálamörkuðum jukust undir lok árs í fyrra og fjármálaleg skilyrði versnuðu með lækkun eignaverðs og hækkun áhættuálags (myndir II-9 og II-10). Skýrðist það einkum af minnkandi heims-hagvexti, minni hagnaði fyrirtækja og vaxandi áhyggjum markaðsaðila að of hratt væri hert á peningalegu aðhaldi í Bandaríkjunum. Þróunin snerist hins vegar við í byrjun árs, eignaverð tók við sér á ný og áhættuálag almennt lækkaði. Viðsnúningurinn skýrðist einkum af breyttum tóni Seðlabanka Bandaríkjanna og annarra helstu seðlabanka heims um næstu skref sem dró úr væntingum markaðsaðila um frekari vaxtahækkanir á þessu ári. Bjartsýni markaðsaðila um jákvæða niðurstöðu í viðræðum Bandaríkjanna og Kína studdu einnig við þessa þróun. Óvissa er þó enn mikil m.a. um úrlausn alþjóðlegra viðskiptadeilna, þróun heimshagvaxtar og framtíðarfyrirkomulag samskipta Breta og ESB og áhrif þess. Nýleg ákvörðun Bandaríkjastjórnar um að hækka innflutningstolla á kínverskar vörur og mótaðgerðir Kína hafa aukið enn frekar á óvissuna og leitt til aukinna sveiflna á mörkuðum á ný og lækkun hlutabréfaverðs.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Horfur á svipaðri verðhækkun sjávarafurða í ár og í fyrra ...

Verð á íslenskum sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um 4,7% í fyrra og útlit er fyrir álíka hækkun í ár (mynd II-11). Markaðir fyrir íslenskar sjávarafurðir hafa haldið styrk sínum og nær allar tegundir hækkað í verði. Þar fer saman mikil og stöðug eftirspurn eftir sjávarafurðum á erlendum mörkuðum og takmarkað framboð. Á undanförunum mánuðum hefur útflutningur einkum aukist til Bandaríkjanna og Bretlands sem kann að skýrast af óvissu um framvindu í tollamálum, alþjóðlegum viðskiptadeilum og útgöngu Breta úr ESB. Á síðustu vikum hefur gengið verulega á birgðir af frystum loðnuafurðum sem eftir voru frá fyrra ári en mikil umframeftirspurn er eftir loðnuafurðum vegna loðnubrests, bæði hér við land og í Barentshafi. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að heldur dragi úr verðhækkunum á íslenskum sjávarafurðum á næstu tveimur árum.

... en útlit fyrir meiri lækkun álverðs en áður var spáð

Álverð á alþjóðlegum mörkuðum hefur haldist tiltölulega stöðugt það sem af er ári eftir að hafa lækkað nokkuð undir lok árs í fyrra. Meðalverðið á fyrstu fjórum mánuðum ársins var um 1.860 Bandaríkjadalar á tonnið sem er um 15% lægra verð en á sama tíma í fyrra (mynd II-11). Skýrist lækkunin m.a. af afléttingu á viðskiptabanni Bandaríkjanna gegn rússneska áhrisanum Rusal og væntingum um aukið framboð af súráli sakir fréttu af því að framleiðslugeta fyrirtækisins Alunorte í Brasilíu, stærstu súrálsverksmiðju í heimi, sé að færast í eðlilegt horf eftir vandamál undanfarinna missera. Talið er að meðalverð á áli lækki um 9% á þessu ári sem er riflega 2 prósentum meiri lækkun en spáð var í febrúar.

Olíuverð hefur hækkað á ný samhliða minnkandi framboði

Heimsmarkaðsverð á olíu lækkaði skarpt á fjórða ársfjórðungi í fyrra eftir mikla hækkun fjórðungana þar á undan. Olíuverð hefur hins

vegar hækkað á ný á þessu ári með áþekkingum hætti og á sama tíma í fyrra. Verðið er nú ríflega 72 Bandaríkjadalir á tunnu en var um 52 Bandaríkjadalir undir lok árs í fyrra (mynd II-11). Meginskýringin liggur í minnkandi olíuframboði vegna minni framleiðslu OPEC-ríkjanna, einkum Sádí-Arabíu, og nokkurra olíuframleiðenda utan OPEC. Þar við bætast neikvæð framboðsáhrif af viðskiptabanni Bandaríkjastjórnar gegn Venesúela og Íran auk óróleika í öðrum olíuframleiðsluríkjum, einkum í Líbíu. Hertar aðgerðir Bandaríkjastjórnar gegn Íran sem nýlega komu til framkvæmda hafa valdið enn frekari þrýstingi til hækkunar olíuverðs. Á móti vegur þó stöðugt vaxandi olíuframleiðsla í Bandaríkjunum auk minni eftirspurnar eftir olíu vegna hægari heimshagvaxtar. Miðað við framvirkt verð er útlit fyrir að olíuverð haldist nánast óbreytt til loka þessa árs og verði að meðaltali rúmlega 2% lægra í ár en í fyrra. Það er ríflega 11 prósentum minni lækking en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Líkt og í febrúar bendir framvirkt verð til þess að olíuverð lækki á næstu tveimur árum en að það verði heldur hærra en þá var búist við á öllum spátímanum (mynd II-12). Meiri óvissa ríkir nú um þróun olíuverðs en oft áður. Einkum er mikil óvissa um viðbrögð annarra olíuframleiðsluríkja við áhrifum af hertum refsiaðgerðum gegn Íran, auk áhrifa af alþjóðlegum viðskiptadeilum og eftirspurnaráhrifum af hægari hagvexti í heimsbúskapnum.

Hrávöruverð án olíu hefur hækkað lítillega

Hrávöruverð án olíu gaf eftir á seinni hluta síðasta árs eftir nokkra hækkun framan af ári (mynd II-11). Endurspeglar lækkunin að miklu leyti áhrif alþjóðlegrar viðskiptadeilu og stighækkandi tolla en hægari efnahagsumsvif og minni eftirspurn, einkum frá Kína, vega einnig þungt. Lækkaði verð á nær öllum tegundum hrávöru en mest á málmum. Hrávöruverð hefur hækkað lítillega á ný á þessu ári, einkum á málmum og steinefnum vegna betri hagvaxtarhorfa í Kína og minnkandi framboðs á nokkrum mörkuðum, m.a. á járngrýti í kjölfar þess að stífla brast á námuvinnslusvæði í Brasilíu. Talið er að hrávöruverð hækki áfram það sem eftir lifir árs en að það verði samt sem áður lítillega lægra að meðaltali í ár en í fyrra.

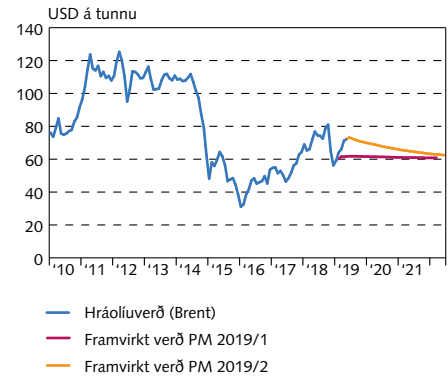
Viðskiptakjör batna hægur í ár eftir að hafa rýrnað í fyrra

Eftir að hafa batnað nánast samfelld frá miðju ári 2014 rýrnuðu viðskiptakjör vöru og þjónustu um 3,9% í fyrra (mynd II-11). Skýrist það einkum af mikilli verðhækkun olíu og súrals. Almennt innflutningsverðlag hækkaði einnig í fyrra og er það meginskýring þess að rýrnun viðskiptakjara varð meiri í fyrra en áður hafði verið gert ráð fyrir. Þrátt fyrir vísbendingar um að viðskiptakjör hafi rýrnað enn frekar á fyrsta ársfjórðungi er útlit fyrir að þau batni um 0,3% á þessu ári sem er heldur minni bati en var spáð í febrúar. Vegast þar á horfur um minni lækking olíuverðs og meiri lækking álverðs annars vegar og horfur á meiri verðlækkingu á súrali, einkum á seinni hluta ársins.

Raugengi lækkaði milli ára í fyrra í fyrsta sinn í tæpan áratug ...

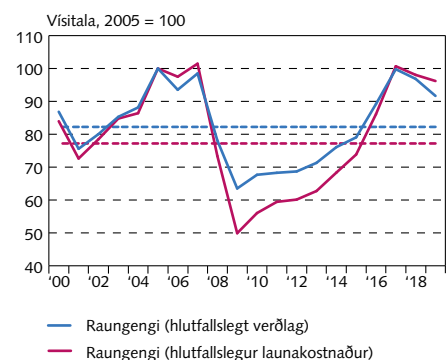
Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 3% milli ára í fyrra eftir að hafa hækkað samfleytt frá árinu 2010 (mynd II-13).

Mynd II-12
Alþjóðlegt olíuverð¹
Janúar 2010 - júní 2022



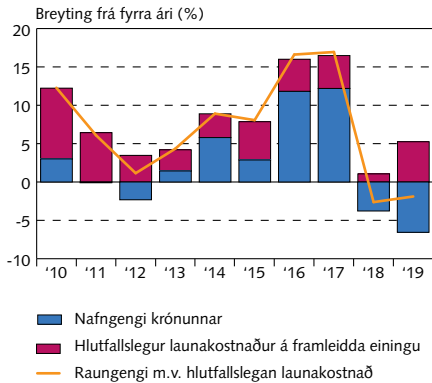
1. Hráolíuverð til og með 17. maí 2019.
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13
Raugengi 2000-2019¹



1. Brotalínur sýna 25 ára meðaltöl (1994-2018). Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-14

Raungengi m.v. hlutfallslegan launakostnað 2010-2019¹

1. Hlutfallslegur launakostnaður á framleidda einingu er skilgreindur sem launakostnaður á framleidda einingu á Íslandi í hlutfalli við launakostnað á framleidda einingu erlendis, reiknað í sömu mynt. Grunnspá Seðlabankans 2019.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Lækkunin kom nánast að öllu leyti fram á fjórða fjórðungi eftir að raungengið hafði haldist tiltölulega stöðugt framan af ári. Það sem af er þessu ári hefur raungengið hækkað lítillega á ný en það er þó 10,6% lægra en það var á sama tíma í fyrra. Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* er mikil hækkun raungengis á undanförunum árum talin endurspegla hærra jafnvægisraungengi, þ.e. þess raungengis sem samrýmist innra og ytra jafnvægi þjóðarbúsins. Hækkun jafnvægisraungengis gekk að hluta til baka í fyrra sakir lakari viðskiptakjara og hægari vaxtar útflutnings og er talið að það lækki enn frekar í ár í kjölfar þeirra ytri áfalla sem hafa dunið á útflutningsgreinum þjóðarbúsins undanfarið.

... og er búist við frekari lækkun í ár

Samkvæmt grunnspá bankans verður raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag 5,3% lægra að meðaltali á þessu ári en það var í fyrra sem er áþekkt því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Miðað við hlutfallslegan launakostnað yrði raungengið tæplega 2% lægra í ár en í fyrra og hefði þá lækkað um tæplega 5% á tveimur árum. Þótt launakostnaður á framleidda einingu vaxi hraðar hér á landi en í helstu viðskiptalöndum Íslands eru því horfur á að samkeppnisstaða innlendra fyrirtækja í útflutningi og samkeppnisrekstri batni annað árið í röð (mynd II-14).

III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Meginvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir frá því í nóvember sl. og hafa raunvextir bankans lítið breyst frá því í febrúar. Markaðsaðilar vænta þess að meginvextir lækki á þessu ári og hafa langtíma vextir ekki verið lægri síðan vaxtamyndun var gefin frjálts á níunda áratug síðustu aldar. Eftir lækkun sl. haust hefur gengi krónunnar haldist tiltölulega stöðugt það sem af er ári. Heldur dró úr vexti víðs peningamagns í upphafi árs og hægt hefur á vexti útlána til fyrirtækja frá sl. hausti en áfram bætir í vöxt útlána til heimila. Dregið hefur úr hækkingu húsnæðisverðs. Skuldahlutfall einkageirans hefur hækkað lítillega en er lágt í sögulegu samhengi. Hluti lánveitenda hefur hert útlánareglur sínar en fjármálaleg skilyrði einkageirans virðast að öðru leyti lítið hafa breyst.

Peningastefnan

Meginvextir Seðlabankans óbreyttir frá því í nóvember í fyrra ...

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur haldið vöxtum bankans óbreyttum frá því í nóvember 2018. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á bundnum innlánnum til sjö daga, voru því 4,5% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* (mynd III-1). Samþykktir vextir í útboðum ríkis- og bankavíxla hafa þróast í takt við meginvexti bankans sem og vextir á millibankamarkaði með krónur en lítil viðskipti hafa verið á þeim markaði það sem af er ári.

... og hafa raunvextir bankans lítið breyst frá því í febrúar

Raunvextir Seðlabankans eru 1% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs. Þeir eru svipaðir og við útgáfu *Peningamála* í febrúar en 0,5 prósentum lægri en um miðjan maí í fyrra (tafla III-1). Raunvextir miðað við núverandi ársverðbólgu hafa þróast með svipuðum hætti og mælast nú 1,2%. Aðrir raunvextir hafa í meginatriðum fylgt þróun meginvaxta bankans (mynd III-2).

Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (17/5 '19)	Breyting frá PM 2019/1 (1/2 '19)	Breyting frá PM 2018/2 (11/5 '18)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	1,2	0,1	-0,7
verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	0,5	0,0	-0,7
verðbólguvæntingar heimila til eins árs	0,5	0,0	-0,7
verðbólguv. markaðsaðila til eins árs ²	1,5	0,5	-0,1
verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs ³	1,2	0,2	-0,4
verðbólguv. á Seðlabankans ⁴	1,5	0,3	-0,1
Meðaltal	1,0	0,1	-0,5

1. Miðað við vexti 7 daga bundinna innlána fjármálfyrirtækja í Seðlabanknum. 2. Út frá könnun á væntingum markaðsaðila. 3. Verðbólguálag eftir eitt ár út frá mismun overöryggða og verðtryggða vaxtarófsins (5 daga hlauðandi meðaltal). 4. Spá Seðlabanka um ársverðbólgu eftir fjóra árstjórnungu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

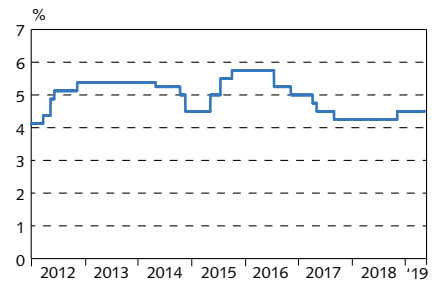
Raunvaxtamunur við útlönd hefur minnkað

Þótt mismunur nafnvaxta hér og í helstu viðskiptalöndum hafi lítið breyst það sem af er ári hefur raunvaxtamunurinn minnkað í takt

Mynd III-1

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

2. janúar 2012 - 17. maí 2019

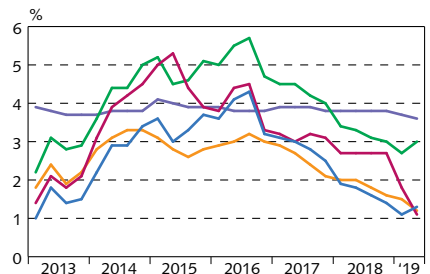


1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlánnum fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabanknum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á innlánsreikningum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7 daga bundnum innlánnum frá 21. maí 2014. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Raunvextir Seðlabanka Íslands og raunvextir á markaði¹

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2019

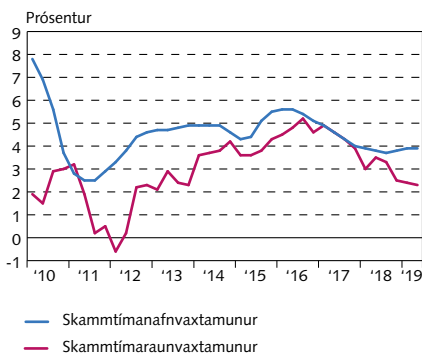


— Raunvextir Seðlabankans
— Raunvextir overöryggðra skuldabréfa²
— Vextir verðtryggðra skuldabréfa³
— Raunvextir overöryggðra húsnæðislána með breytilegum vöxtum⁴
— Vextir verðtryggðra húsnæðislána⁴

1. Gögn til og með 17. maí 2019. 2. 5 ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferli. 3. 5 ára vextir út frá metnum raunvaxtaferli. 4. Einfalt meðaltal lægstu útlánsvaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eru fastir frá 5 árum og allt upp í allan lánstímann. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Vaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum¹
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2019



1. Mismunur meginvaxta Seðlabanka Íslands og vegna meðaltals meginvaxta seðlabanka helstu viðskiptalanda. Raunvextir miðast við ársverðbólgu hvers tíma. Gögn til og með 17. maí 2019. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2019 fyrir erlendar stærðir.
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

við lækkun innlendra raunvaxta og hækkun þeirra í öðrum þróuðum ríkjum. Hann hefur minnkað um 1,2 prósentur frá öðrum ársfjórðungi í fyrra og hefur ekki verið minni síðan á seinni hluta ársins 2013 (mynd III-3).

Markaðsaðilar vænta lækkunar meginvaxta

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í byrjun maí sl. búast þeir við að meginvextir bankans verði lækkaðir um 0,5 prósentur fyrir lok júní og um 0,25 prósentur til viðbótar á fyrri hluta næsta árs (mynd III-4). Þetta er töluverð breyting frá janúarkönnuninni þegar þeir gerðu ráð fyrir vaxtahækkun á þessu ári. Framvirkir vextir sýna áþekka þróun. Samkvæmt þeim lækka meginvextir bankans fram eftir ári og verða komnir í um 4% í lok ársins.

Markaðsvextir og áhættuálag

Langtímavextir hafa lækkað og eru í sögulegu lágmarki

Ávöxtunarkrafa langra og stuttra óverðtryggðra ríkisbréfa tók að lækka undir lok síðasta árs og hefur sú þróun haldið áfram það sem af er þessu ári. Ávöxtunarkrafan hefur lækkað meira á lengri bréfunum en hún var komin í rúm 4% á öllum flokkum rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*. Það er um 2 prósentna lækkun á lengstu bréfunum frá því að krafan var hæst sl. haust (mynd III-5). Langtímavextir hafa ekki verið svo lágir síðan vaxtamyndun var gefin frjálts á níunda áratug síðustu aldar. Verðtryggðir langtímavextir hafa einnig lækkað og eru í sögulegu lágmarki. Ávöxtunarkrafa lengstu verðtryggðu ríkis- og íbúðabréfanna var 1,2% rétt fyrir útgáfu *Peningamála* og hafði lækkað um 0,5 prósentur frá áramótum.

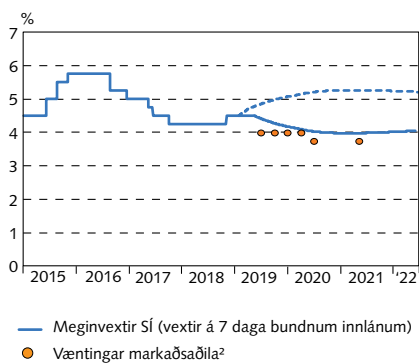
Með lækkandi vöxtum á skuldabréfamarkaði hefur ávöxtunarkerill vaxta flast út og verðbólguálag, þ.e. vaxtamunur óverðtryggðra og verðtryggðra vaxta, minnkað. Líklegt er að þessi þróun endurspegli aukna svartsýni um hagvaxtarhorfur en einnig lækkandi verðbólguvæntingar. Markaðsaðilar vænta því lægri meginvaxta eins og lesa má úr framvirkum vöxtum (mynd III-4). Innflæði erlends fjármagns inn á skuldabréfamarkaðinn hefur aukist eftir að hin sérstaka bindiskylda á innflæði erlends gjalddeyris var lækkuð í núll í byrjun mars (mynd III-6). Innflæðið er þó enn tiltölulega lítið og staðan nú er ólík því sem var haustið 2015 þegar innflæði erlends fjármagns og lækkun markaðsvaxta fór saman við þróttmikil efnahagssumsvif, hækkandi verðbólguvæntingar og skýr skilaboð Seðlabankans um framhald hækkandi vaxta.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hefur lítið breyst

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs hafa lítið breyst á árinu en matsfyrirtækin Fitch og Standard & Poor's staðfestu nýlega óbreytta láns hæfiseinkunn ríkissjóðs með stöðugum horfum. Skuldatryggingarálag á ríkissjóð er nú 0,8 prósentur. Vaxtaálag í alþjóðlegum skuldabréfaútgáfum innlendra viðskiptabanka hækkaði á síðasta ári, að hluta vegna aukinnar óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum, en lækkaði á ný á þessu ári.

Mynd III-4

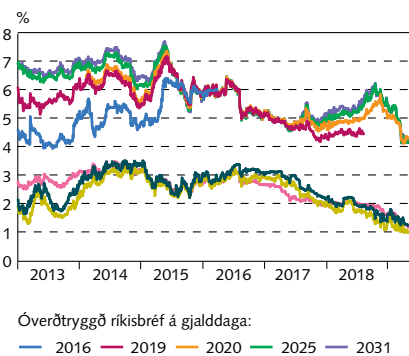
Meginvextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra¹
1. janúar 2015 - 30. júní 2022



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotna línan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2019/1. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila til veðlánvaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 6. - 8. maí 2019.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa
2. janúar 2013 - 17. maí 2019



Óverðtryggð ríkisbréf á gjalddaga:
— 2016 — 2019 — 2020 — 2025 — 2031

Verðtryggð ríkis- eða íbúðabréf á gjalddaga:
— 2021 — 2024 — 2044

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gengi krónunnar

Hreint fjármagnsútlæði jókst er leið á síðasta ár

Hreint útstreymi fjármagns jókst á seinni hluta síðasta árs og tengdist aukningin fyrst og fremst kaupum innlendra aðila, einkum lífeyris-sjóða, á erlendum verðbréfum auk niðurgreiðslu erlendra skulda innlendra aðila. Hreint fjármagnsútsreymi utan breytinga á gjald-eyrisforða Seðlabankans nam tæplega 92 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi 2018 en á fjórða ársfjórðungi minnkaði það í tæplega 31 ma.kr. (mynd III-7).

Gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt undanfarið

Gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt það sem af er ári eftir mikla lækkun sl. haust (mynd III-8). Upphaf lækkunarferilsins sl. haust má rekja til fréttu um fjármögnunarvanda flugfélagsins WOW Air en við bættist aukin svartsýni um efnahagshorfur og vaxandi áhyggjur af niðurstöðu komandi kjarasamninga. Litlar breytingar urðu á gengi krónunnar við endanlegt fall WOW Air í lok mars og virðist sem áhrif gjaldþrots félagsins hafi þegar verið verðlögð inn í gengi krónunnar. Þá er líklegt að lækkun bindiskyldu á innstreymi erlends fjármagns og undirritun kjarasamninga hafi stutt við gengið. Útflæði á gjaldeyris-markaði í kjölfar samþykktar Alþingis um losun síðasta hluta aflands-krónueigna í byrjun mars hefur enn sem komið er verið minna en vænta mátti auk þess sem innflæði vegna nýfjárfestingar hefur vegið á móti. Frá útgáfu *Peningamála* í febrúar hefur Seðlabankinn þrjár sinnum beitt inngrípum og selt gjaldeyri á gjaldeyrismarkaði fyrir um 4,5 ma.kr. sem nam um 7% af heildarveltu á markaðinum á tímabilinu.

Markaðsaðilar vænta lítills háttar lækkunar á gengi krónunnar

Samkvæmt könnun bankans á væntingum markaðsaðila sem gerð var í byrjun maí búast þeir við að gengi krónunnar lækki um 2½% gagn-vert evru fram í maí á næsta ári en haldist tiltölulega stöðugt eftir það. Þetta er heldur meiri lækkun en þeir væntu í sambærilegri könnun frá janúar sl.

Peningamagn og útlán

Vöxtur peningamagns heldur minni en á seinni hluta síðasta árs ...

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var um 8% á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er heldur minni vöxtur en var á seinni hluta síðasta árs (mynd III-9). Vöxtinn má að mestu leyti rekja til aukinna innlána heimila en sparnaður þeirra hefur vaxið jafnt og þétt undanfarin misseri þrátt fyrir töluverðan vöxt neysluútgjalda (sjá kafla IV). Innlán heimila jukust um tæp 10% milli ára á fyrsta ársfjórðungi sem er svipaður árs-vöxtur og hefur verið frá þriðja ársfjórðungi 2016.

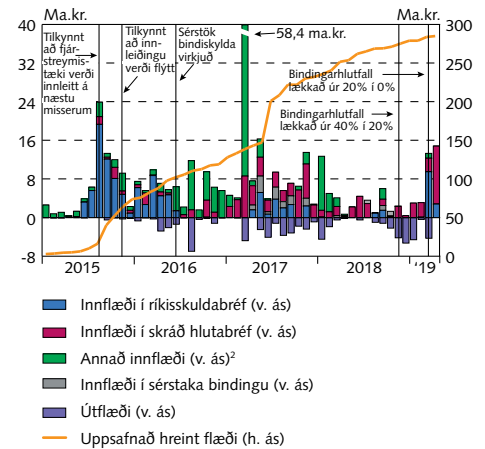
... og útlánvöxtur virðist hafa náð hámarki ...

Vöxtur útlána lánakerfisins til innlendra aðila tók að aukast árið 2017 og náði ársvöxturinn hámarki í liðlega 10% á síðasta ársfjórðungi í fyrra. Vöxturinn á fyrsta fjórðungi þessa árs var svipaður en sem hlutfall af landsframleiðslu hefur útlánastofninn lítið breyst frá árinu 2016 (mynd III-10).

Mynd III-6

Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar¹

Janúar 2015 - apríl 2019

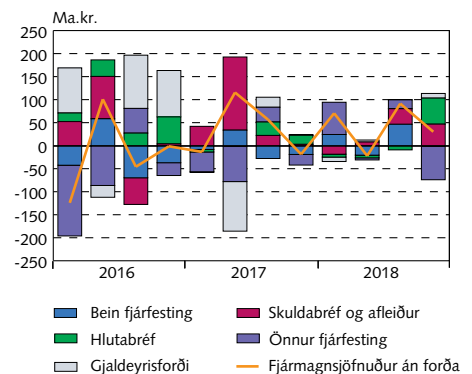


1. Fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlenda gjaldeyri hjá fjármála-fyrirtæki hér á landi. 2. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupa erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Fjármagnsflæði¹

1. ársfj. 2016 - 4. ársfj. 2018

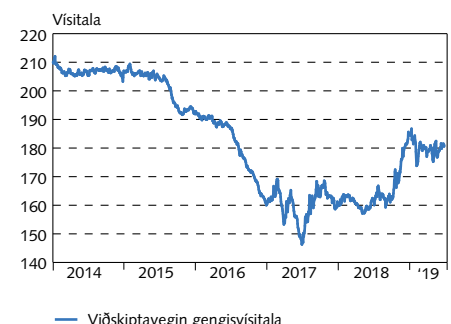


1. Fjármagnsjöfnuður (hreint útstreymi fjármagns) og hreint fjármagns-flæði til beinnar fjárfestingar, verðbréfafjárfestingar (skuldabréfa, afleiða og hlutabréfa) og annarrar fjárfestingar. Jákvæðar (neikvæðar) tölur tákna aukningu (minnkun) í erlendri eign innlendra aðila eða minnkun (aukningu) í erlendri skuld þeirra. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Gengi krónunnar¹

2. janúar 2014 - 17. maí 2019

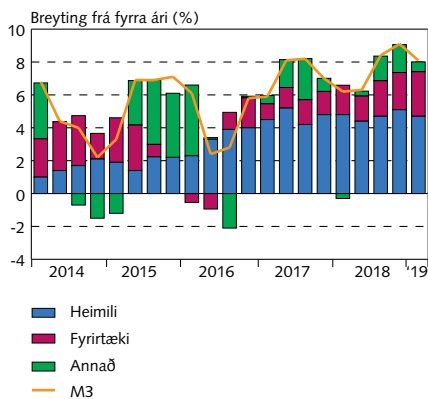


1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Peningamagn¹

1. ársfj. 2014 - 1. ársfj. 2019

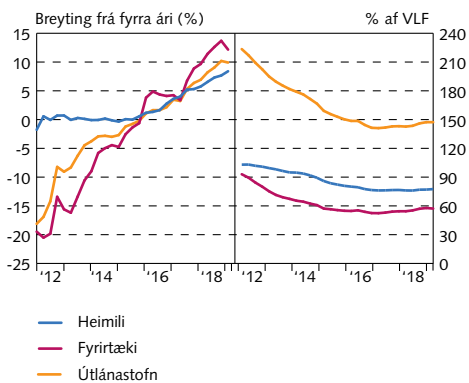


1. M3 er leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálfyrirtækja.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Útlán lánakerfis til innleindra aðila¹

1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2019

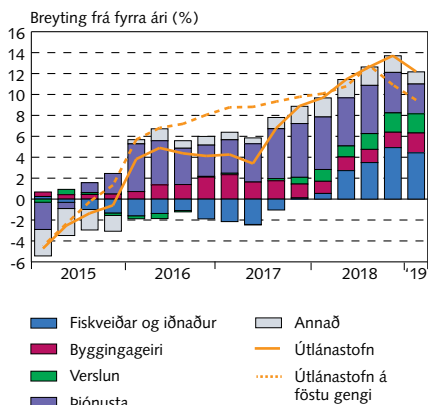


1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.
Eingöngu sjóðfélagalán meðtalin hjá lífeyrissjóðum. An útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálfyrirtækja og ríkissjóðs. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagsamtök sem þjóna heimilum. Tölur fyrir 1. ársfj. 2019 eru áætlan Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Útlán lánakerfis til atvinnufyrirtækja¹

1. ársfj. 2015 - 1. ársfj. 2019



1. Án útlána frá föllum fjármálfyrirtækjum. Stofn útlána í erlendum gjaldeyri er reiknaður miðað við vísitölu meðalgengis í mars 2019.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

... sem endurspeglar hægari vöxt í útlánum til fyrirtækja ...

Frá árinu 2016 hafa útlán lánakerfisins til fyrirtækja vaxið hraðar en til heimila en útlánavöxtur til fyrirtækja virðist hafa náð hámarki á síðasta ársfjórðungi í fyrra í rúmlega 13½% vexti en vöxturinn hafði minnkað í 12% á fyrsta fjórðungi þessa árs (mynd III-10). Að hluta til endurspeglar vöxturinn áhrif lækkunar á gengi krónunnar á fyrirtækjalán í erlendum gjaldmiðlum. Sé leiðrétt fyrir því er vöxturinn nær útlánavexti til heimila eða tæplega 9½% (mynd III-11). Útlánavöxtur til fyrirtækja byggist á tiltölulega breiðum grunni en þyngst vega útlán til fyrirtækja í iðnaði og fiskveiðum annars vegar og þjónustufyrirtækja hins vegar. Nokkuð hratt hefur þó dregið úr útlánavexti til þjónustufyrirtækja sem gæti endurspeglað væntingar um minnkandi umsvif í ferðaþjónustu.

... en vöxtur útlána til heimila heldur áfram að aukast

Útlán til heimila halda áfram að aukast (mynd III-10). Ársvöxtur þeirra nam tæplega 8½% á fyrsta fjórðungi þessa árs og frá seinni hluta síðasta árs hafa heimilin í vaxandi mæli sótt lán til innlánsstofnana frekar en lífeyrissjóða. Þessi breyting kann að endurspeglar hærra hlutfall fyrstu íbúðakaupenda sem leita að öllum líkindum frekar til innlánsstofnana þar sem hámark á veðhlutföll eru hærri.

Eignaverð og fjármálaleg skilyrði

Dregið hefur úr hækkun húsnæðisverðs ...

Í mars sl. hækkaði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu um 4,3% milli ára en á sama tíma í fyrra nam hækkunin tæplega 8% og mest nam árhækkunin 24% í maí 2017. Undanfarið ár hefur íbúðaverð einnig hækkað hæg en leiguverð en það hækkaði um 5,7% milli ára í mars sl. Það að tekið er að draga úr hækkun húsnæðisverðs endurspeglar annars vegar hægari efnahagsumsvif og aukna varfærni heimila í útgjaldaákvörðunum en einnig töluverða aukningu á framboði íbúðarhúsnæðis. Eignum á sölu hefur fjölgað töluvert undanfarið (sjá *Fjármálastöðugleiki* 2019/1) og framboð nýbygginga aukist hratt.

Hækkun húsnæðisverðs á landsbyggðinni hefur verið heldur meiri en á höfuðborgarsvæðinu en með landsbyggðinni teljast sveitarfélög í nágrenni höfuðborgarsvæðisins. Hátt fermetraverð á höfuðborgarsvæðinu kann að hafa aukið eftirspurn eftir húsnæði í þessum nágrennasveitarfélögum. Í apríl sl. nam hækkun húsnæðisverðs á landsbyggðinni 8,9% á milli ára en á landinu öllu hækkaði það um 4,6% (mynd III-12). Á fyrsta ársfjórðungi fækkaði þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu um 1,4% milli ára og þar af fækkaði samningum með nýbyggingar um tæplega 17%. Hlutfall fyrstu kaupenda var um fjórðungur í fyrra og hefur ekki verið herra frá því fyrir fjármálakreppuna.

... og er þróunin í meira mæli í takt við ráðandi efnahagsþætti

Raunverð húsnæðis var 58% herra á fyrsta ársfjórðungi en það var lægst í upphafi árs 2010 (mynd III-13). Mikil fjólsfjöldun og veruleg hækkun ráðstöfunartekna heimila skýra að mestu vöxt eftirspurnar eftir húsnæði á þessum árum. Á sama tíma var lítil aukning á framboði nýs húsnæðis og hröð aukning skammtímaútleiga til ferðamanna

sem minnkaði framboð til væntanlegra kaupenda. Ólíkt efnahagsupp-
sveiflunni í aðdraganda fjármálakreppunnar er verðhækkunin undan-
farin misseri ekki drifin áfram af mikilli útlánaaukningu til heimila.
Raunverð húsnæðis hefur lækkað lítillega frá því sem það var hæst í
lok síðasta árs og hækkun húsnæðisverðs í hlutfalli við laun, tekjur og
byggingarkostnað hefur stöðvast. Nokkur óvissa er um áhrif nýgerðra
kjarasamninga og samdráttar í ferðaþjónustu á þróun húsnæðisverðs.
Ef samdrátturinn verður skammvinnur og kjarasamningarnir leiða til
aukins kaupmáttar ráðstöfunartekna mun eftirspurn eftir húsnæði lík-
lega aukast og húsnæðisverð verða hærra en ella. Á móti kemur aukið
framboð á nýju húsnæði. Einnig er mikil óvissa um áhrif fyrirhugaðra
aðgerða stjórnvalda á íbúðalánamarkaði.

Hlutabréfaverð hefur hækkað það sem af er ári

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI8, er um 26% hærri en hún
var við útgáfu *Peningamála* í febrúar og um 22% hærri en hún var
um miðjan maí í fyrra (mynd III-14). Munar þar mest um hækkun
á bréfum í Marel sem vegur þyngst félaga í vísitölunni. Hlutabréf í
félaginu hafa hækkað um 57% frá áramótum m.a. vegna fyrirhugað-
aðrar tvíhliða skráningar í kauphöllinni í Amsterdam. Heildarvelta með
hlutabréf í Kauphöllinni nam 149 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi sem er
lítillega minna en á sama fjórðungi í fyrra. Þar af var velta með félög í
OMXI8-vísitölunni alls 115 ma.kr. og hluti bréfa í Marel var 54 ma.kr.
Hagnaður jókst milli árána 2017 og 2018 hjá einungis sex af þeim
nitján félögum sem skráð eru á aðallista kauphallarinnar.

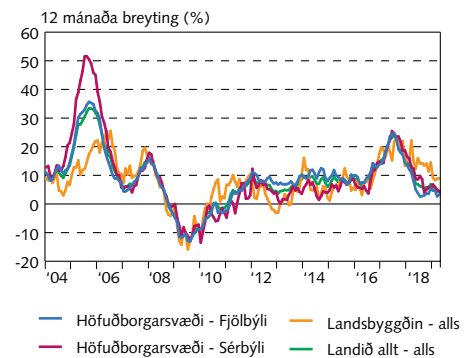
Skuldir einkageirans hlutfallslega litlar í sögulegu samhengi ...

Skuldir einkageirans námu um 164% af landsframleiðslu í árslok 2018
sem er tæplega 4 prósentum hærra hlutfall en í árslok 2017 (mynd
III-15). Skuldir fyrirtækja jukust um rúm 11% að nafnvirði milli ára
og námu um 88% af landsframleiðslu sem er um 3 prósentum hærra
hlutfall en í árslok 2017. Skuldir þeirra við innlend fjármálfyrirtæki
jukust mest. Lítil breyting varð á skuldum við erlend fjármálfyrir-
tæki og útgefnum markaðsskuldabréfum umfram það sem skýrist af
lækkun á gengi krónunnar sl. haust. Skuldir heimila jukust um tæplega
8% að nafnvirði milli ára og var skuldahlutfallið tæp 76% af lands-
framleiðslu í árslok. Þótt skuldir einkageirans hafi vaxið aðeins undan-
farið í hlutfalli við verga landsframleiðslu eru þær enn lágur í sögulegu
sambandi og viðnámsþróttur heimila og fyrirtækja hefur aukist veru-
lega á undanförunum árum (sjá nánar í rammagrein 2).

... og vanskil hafa minnkað

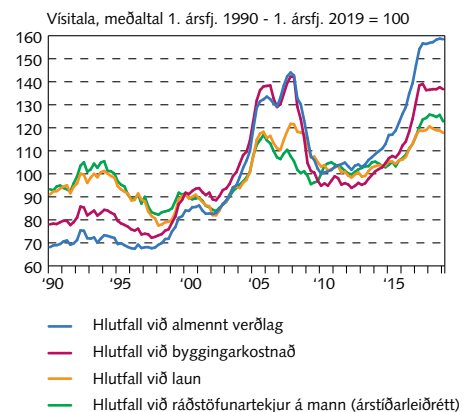
Hlutfall útlána heimila í vanskilum hjá stóru viðskiptaböndkunum þremur
og íbúðalánasjóði mældist 2% af heildarútlánum í lok mars sl. og
hafði lækkað um 0,7 prósentur milli ára. Einstaklingum á vanskilaskrá
Creditinfo fækkaði um 3,4% yfir sama tímabil. Hlutfall útlána fyrir-
tækja í vanskilum við lánastofnanir hefur einnig lækkað og var 5,9%
í mars eða 2 prósentum lægra en fyrir ári. Fyrirtækjum á vanskilaskrá
fækkaði einnig um tæp 7% miðað við sama tíma fyrir ári. Þrátt fyrir
minnkandi vanskil fjölgaði gjaldþrotum fyrirtækja milli ára í fyrra en

Mynd III-12
Markaðsverð húsnæðis
Janúar 2004 - apríl 2019



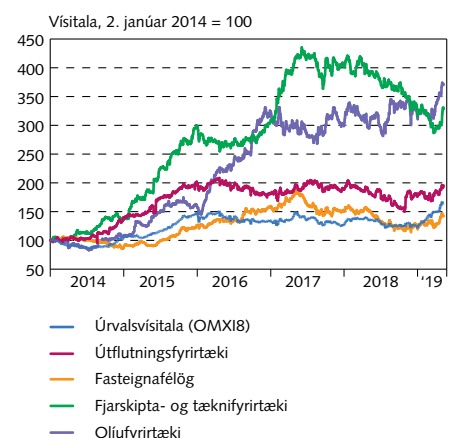
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd III-13
Húsnæðisverð í hlutfalli við verðlag,
byggingarkostnað, laun og tekjur¹
1. ársfj. 1990 - 1. ársfj. 2019



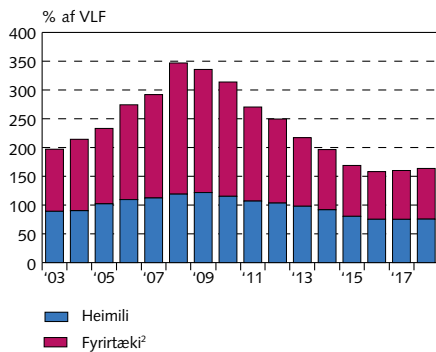
1. Hlutfall húsnæðisverðs og vísitölu neysluverðs, byggingarvísitölu,
launavísitölu og ráðstöfunartekna á mann (miðað við mannfjölda á
vinnufærum aldri).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-14
Gengi hlutabréfa fyrirtækja eftir tegund
atvinnurekstrar¹
2. janúar 2014 - 17. maí 2019



1. Atvinnugreinaflokkar vísa til breytinga á meðaltali gengis hlutabréfa
skráðra fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar, leiðrétt fyrir arðgreiðslum
og hlutfjárlekunum.
Heimild: Nasdaq Iceland.

Mynd III-15
Skuldir heimila og fyrirtækja 2003-2018¹



1. Skuldir við fjármálafyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. 2. Án fjármálafyrirtækja (þar með talið eignarhaldsfélaga).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fækkaði á ný á fyrsta fjórðungi þessa árs frá sama fjórðungi í fyrra. Nýskráningum fyrirtækja fækkaði í fyrra en hefur hins vegar fjölgað á ný á fyrsta ársfjórðungi samanborið við síðasta ár.

Nokkrir lífeyrissjóðir hafa lækkað veðhlutfall íbúðalána

Óverðtryggðir inn- og útlánsvextir viðskiptabankanna sem og óverðtryggðir vextir sjóðfélagalána fylgdu í meginatriðum eftir vaxtahækkun Seðlabankans í nóvember sl. en óverðtryggðir útlánsvextir hafa lækkað lítillega frá útgáfu *Peningamála* í febrúar. Fastir verðtryggðir vextir viðskiptabanka og breytilegir verðtryggðir vextir sjóðfélagalána hafa einnig lækkað á sama tíma. Vextir á sjóðfélagalánum eru sem fyrr heldur lægri en á sambærilegum lánnum viðskiptabankanna. Hluti lánteitenda hefur hert útlánareglur þar á meðal nokkrir lífeyrissjóðir sem hafa lækkað hámarksveðhlutfall en vægi sjóðfélagalána hefur nálgast það viðmið sem er sett í fjárfestingarstefnu hjá hluta þeirra.

IV Eftirspurn og hagvöxtur

Þótt hægt hafi á hagvexti er leið á síðasta ár reyndist hann tölverður á árinu öllu eða 4,6%. Það er jafn mikill hagvöxtur og var á árinu 2017 og heldur meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Efnahagshorfur fyrir þetta ár breytast hins vegar mikið frá fyrri spá. Nú er gert ráð fyrir 0,4% samdrætti á árinu og gangi það eftir yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem samdráttur verður hér á landi. Ytri áföll tengd ferðabjónustu og sjávarútvegi skýra þessi miklu umskipti sem eru að verða í efnahagsmálum. Útflutningur dregst saman um tæplega 4% frá fyrra ári og vegur mikill samdráttur í ferðabjónustu þar þungt.

Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

Hagvöxtur óbreyttur milli ára í fyrra en samsetning hans breyttist ...

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands mældist 4% hagvöxtur á fjórða fjórðungi síðasta árs og þótt hann hafi aukist frá þriðja fjórðungi var hann helmingi minni á seinni hluta ársins en á þeim fyrri (mynd IV-1). Hagvöxtur var 4,6% á árinu öllu eins og árið 2017 en samsetning hans breyttist nokkuð. Hagvöxtur síðustu ára hefur verið drifinn áfram af kröftugri aukningu einkaneyslu, örum vexti útflutnings og hækkandi fjárfestingarstigi. Á móti þessu vó mikill vöxtur innflutnings. Á síðasta ári minnkaði framlag þessara helstu drifkrafta en samtímis dró verulega úr vexti innflutnings þannig að framlag utanríkisviðskipta varð jákvætt á árinu. Framlag hins opinbera breyttist lítið milli ára í fyrra en á síðustu tveimur árum bætti nokkuð í vöxt útgjalda hins opinbera. Í samanburði við spá bankans sem birtist í febrúarhefti *Peningamála* var hagvöxtur ársins meiri en þar var áætlað en að miklu leyti má rekja fráviknið til innflutnings á fjórða ársfjórðungi sem var minni en spáð var. Einkaneysla og framlag birgðabreytinga voru sterkari en búist var við en samneysla og fjárfesting veikari og var vöxtur þjóðarútgjalda í heild því í samræmi við spána (mynd IV-2).

... sem og framlag atvinnugreina

Á undanförunum árum hefur vöxtur í þjónustugreinum og mannvirkjagerð átt drjúgan þátt í hagvexti en í fyrra byggðist hagvöxturinn á tiltölulega breiðum grunni (mynd IV-3). Framlag einstakra geira breyttist því nokkuð milli ára í fyrra en framlag sjávarútvegs, stóriðju og lyfja-geirans var meira en á árinu á undan og heldur dró úr vægi innlendra þjónustugreina. Framlag annarra samkeppnisgreina, þ.á m. þeirra sem tengjast ferðabjónustu, var minna en á árinu áður. Þessi þróun endurspeglar að talsverðu leyti í ráðstöfunaruppgjöri þjóðhagsreikninga sem sýna hægari vöxt einkaneyslu og þjónustuútflutnings.

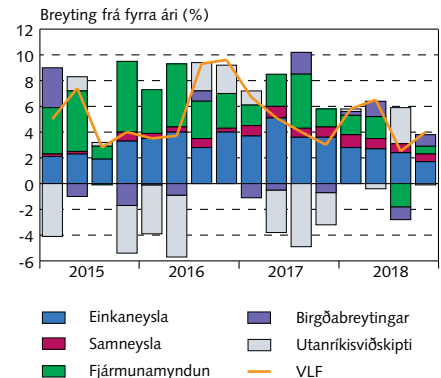
Eftir mikinn vöxt síðustu ára dró úr vexti einkaneyslu í fyrra ...

Eftir kröftugan vöxt á undanförunum árum hefur hægt nokkuð á vexti einkaneyslu. Hann var 3,3% á fjórða ársfjórðungi í fyrra en var ríflega 5% framan af ári og um 6½% að meðaltali síðustu þrjú ár. Vöxturinn á árinu öllu var 4,8% en í febrúarspá bankans var gert ráð fyrir 4,5%

Mynd IV-1

Hagvöxtur og framlag undirliða¹

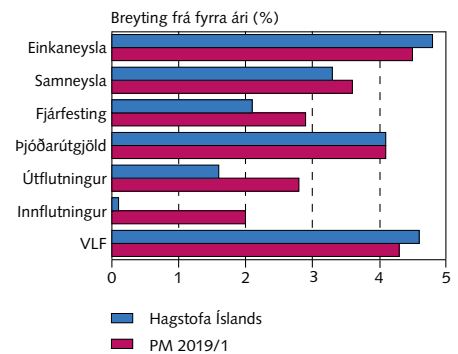
1. ársfj. 2015 - 4. ársfj. 2018



1. Vegna keðjutengingar getur verið að summa undirliðanna sé ekki jöfn hagvextinum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

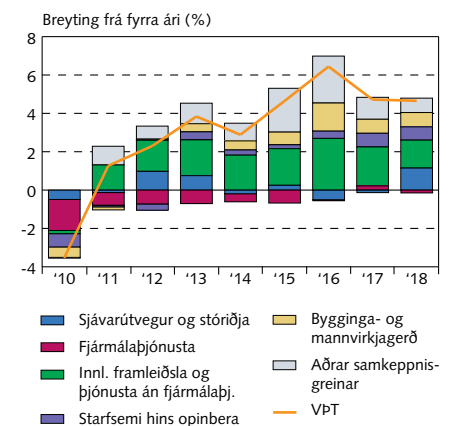
Þjóðhagsreikningar 2018



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

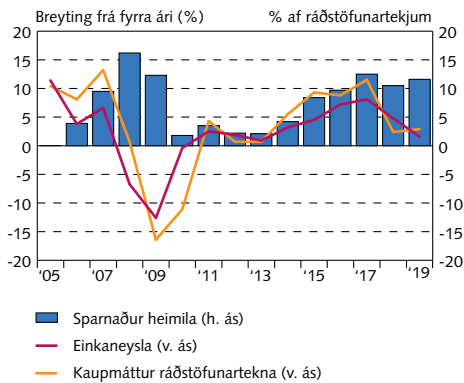
Mynd IV-3

Vergar þáttatekjur og framlag geira 2010-2018¹



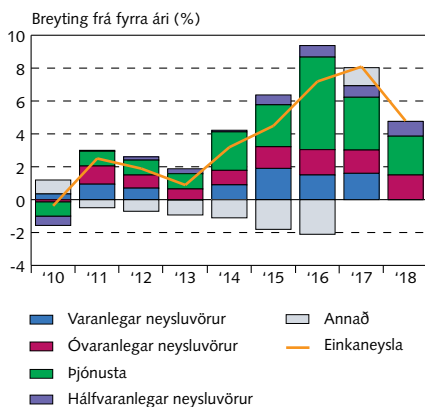
1. VPT mæla tekjur allra aðila sem koma að framleiðslunni og eru jafnar VLF leiðréttir fyrir óbænum sköttum og framleiðslustyrkjum. 75% af veitustarsemi er flokkuð með stóriðju en 25% með innlendra framleiðslu. Til annarra samkeppnisgreina teljast greinar tengdar ferðabjónustu og lyfjaframleiðsla.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

Einkaneysla, ráðstöfunartekjur og sparnaður 2005-2019¹

1. Nokkur óvissa er um tölur Hagstofunnar um eiginlegt tekjulist heimila sem snýr að því að ráðstöfunartekjuuppgjörið byggist ekki á samstæðu-uppgjöri tekju- og efnahagsreiknings. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur þar sem tölur Hagstofunnar eru hækkaðar með hliðsjón af áætluðum útgjöldum heimilanna yfir langt tímabil. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

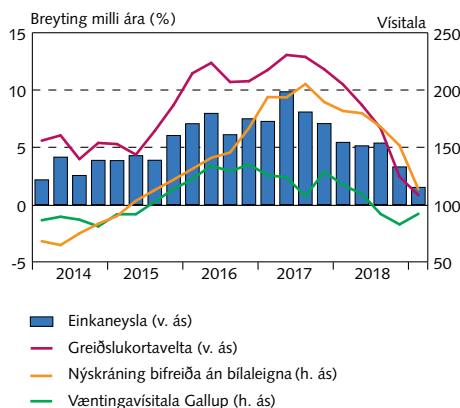
Einkaneysla og framlag undirliða 2010-2018¹

1. „Annað“ er starfsemi samtaka og útgjöld Íslendinga erlendis umfram útgjöld erlendra ferðamanna á Íslandi.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Einkaneysla og vísendingar¹

1. ársfj. 2014 - 1. ársfj. 2019



1. Einkaneysla og greiðslukortavelta eru ársbreytingar en nýskráning bifreiða er árstíðarleiðrétt vísitala með meðaltalið 100. Nýskráningar bifreiða að frádregnum umsóknnum bílaleigna um nýskráningar í hverjum ársfjórðungi. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2019 fyrir einkaneyslu.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

vexti (mynd IV-4). Nokkuð hægði á þeirri kaupmáttaraukningu sem hefur stutt við einkaneyslu á síðustu árum auk þess sem bjartsýni neytenda minnkaði er leið á árið. Þá er líklegt að nokkurra mettnarhrifa kunni að gæta en vöxtur árunna 2015-2017 var að talsverðu leyti drifinn áfram af auknum útgjöldum í varanlegar neysluvörur sem stóðu síðan í stað í fyrra (mynd IV-5).

... og búist er við enn minni vexti í ár

Vísendingar eru um að dregið hafi enn frekar úr vexti einkaneyslu á fyrsta fjórðungi þessa árs (mynd IV-6). Aukin óvissa um efnahagshorfur framan af árinu m.a. vegna óvissu á vinnumarkaði og erfiðleika í ferðamannaiðnaði ásamt hægari aukningu kaupmáttar ráðstöfunartekna skýra þá þróun að mestu leyti. Nýlegar fréttir af gjaldþrotum og uppsögnum í ferðamannaiðnaði draga að öllum líkindum úr eftirspurn heimila og aukin óvissa í efnahagsmálum leiðir til þess að þau verði varkárari í útgjaldaákvörðunum þótt nýleg undirritun kjarasamninga vegi mögulega á móti. Sparnaður heimila eykst því lítillega í ár og töluvert hægir á vexti einkaneyslu (mynd IV-4). Gert er ráð fyrir að vöxturinn verði einungis 1,6% á árinu sem yrði minnsti vöxtur einkaneyslu frá árinu 2013. Það er 2,4 prósentum minni vöxtur en spáð var í febrúar og skýrast lakari horfur af hægari vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna í fyrra og í ár, mun lakari atvinnuhorfum og aukinni óvissu í efnahagsmálum.

Atvinnuvegafjárfesting minnkaði í fyrra eftir mikinn vöxt undanfarin ár ...

Atvinnuvegafjárfesting tók að dragast saman á seinni hluta síðasta árs og dróst saman um 5,4% á árinu öllu sem er heldur meiri samdráttur en gert var ráð fyrir í febrúar. Samdráttinn má að mestu leyti rekja til almennrar atvinnuvegafjárfestingar (þ.e. fjárfestingar utan stóriðju, skipa og flugvéla). Fjárfesting í orkufrekum iðnaði minnkaði einnig en á móti vó að á fyrri hluta ársins jókst fjárfesting í skipum og flugvélum. Stór hluti samdráttarins tengist minni umsvifum við mannvirkjagerð en hún jókst hratt á árunum 2013-2017 (mynd IV-7).

... og aukin óvissa er um horfurnar fyrir þetta ár

Niðurstöður úr könnun sem bankinn framkvæmdi á fjárfestingaráformum fyrirtækja í vor benda til þess að þau áformi að auka útgjöld til fjárfestingar í ár en þó minna en þau væntu í fyrri könnun. Á heildina nemur aukningin tæplega 16% að nafnvirði en mestu munar um fyrirætlanir fyrirtækja í verslun og þjónustu (tafla IV-1). Fyrirtæki innan ferðapjónustu, flutninga og iðnaðar ætla að draga úr fjárfestingarútgjöldum í ár en aðrar greinar sjá fram á aukningu. Könnun bankans gefur vísendingu um nokkru meiri fjárfestingaráform í ár en vorkönnun Gallup á meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins frá því í febrúar sl. Samkvæmt könnun Gallup er fyrirhuguð fjárfesting jafnframt minni en kannanirnar á síðasta ári bentu til (mynd IV-8). Svipaða sögu er að segja af væntri framlegð fyrirtækja (mynd IV-9). Þá fækkar bæði í hópi fyrirtækja sem hyggja á aukna eða óbreytta fjárfestingu milli ára en þeim fyrirtækjum sem sjá fram á minni fjárfestingu fjölgar. Mismunur hlutfalls þeirra sem búast við aukinni fjárfestingu og hlutfalls þeirra

Tafla IV-1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja (án skipa og flugvéla)¹

Stærstu 98 (99) fyrirtæki Upphæðir í ma.kr.	2017	2018	2019	Breyting 2017-2018 (%)	Breyting 2018-2019 (%)
Sjávarútvegur (15)	14,4	10,3	11,1	-28,4 (-10,8)	8,1 (6,5)
Iðnaður (16)	8,5	7,5	4,9	-12,5 (-23,0)	-34,7 (-17,0)
Verslun (21)	8,6	6,8	12,2	-21,0 (-12,9)	79,3 (19,5)
Flutningar og ferðaþj. (8)	28,7	19,6	18,8	-31,7 (-36,7)	-4,1 (34,0)
Fjármál/tryggingar (10)	3,6	3,3	5,4	-7,4 (54,3)	63,0 (9,6)
Fjölmi. og upplýsingat. (6)	7,6	8,0	9,7	5,8 (3,1)	20,7 (-3,3)
Þjónusta og annað (22)	18,2	14,7	19,2	-18,9 (-22,2)	30,6 (34,6)
Alls 98 (99)	89,5	70,2	81,3	-21,6 (-19,0)	15,8 (17,2)

1. Innan sviga eru tölur úr síðustu könnun þegar spurt var um fjárfestingaráform 99 fyrirtækja fyrir árin 2018-2019 (*Peningamáli* 2018/4). Birtur er paraður samanburður milli ára en þar sem breyting getur orðið á úrtaki milli kannana getur hún haft áhrif á niðurstöðuna.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

sem búast við minnkandi fjárfestingu lækkar í öllum atvinnugreinum. Þessi mismunur er neikvæður í öllum geirum en mest í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu.

Útlit fyrir að atvinnuvegafjárfesting dragist saman í ár ...

Kannanir Seðlabankans og Gallup gefa nokkuð ólíka mynd af fjárfestingaráætlunum fyrirtækja á næstu misserum eins og lýst er hér að framan. Að hluta endurspeglar það að könnun bankans tekur ekki til stóriðjutengdrar starfsemi en þar er gert ráð fyrir lítills háttar samdrætti í ár. Könnunin nær heldur ekki til áætlana fyrirtækja um fjárfestingu í skipum, flugvélum eða hótélbyggingum en vísbendingar eru um minni fjárfestingu í hótélum í ár en áður var talið. Að sama skapi er áætlað að fjárfesting í skipum og flugvélum dragist verulega saman í ár. Áform í þessum eignum hafa breyst töluvert en nú er ljóst að flugvélar sem flugfélagið Icelandair hafði áður stefnt á að kaupa í ár verða teknar á rekstrarleigu og mælast því ekki í þjóðhagsreikningum sem fjárfesting og vöruinnflutningur. Þar að auki kemur sala flugvéla flugfélagsins WOW Air í lok síðasta árs fram sem útflutningur á fyrsta fjórðungi þessa árs og mun því hafa tilsvandandi neikvæð áhrif á atvinnuvegafjárfestingu á fjórðungnum.

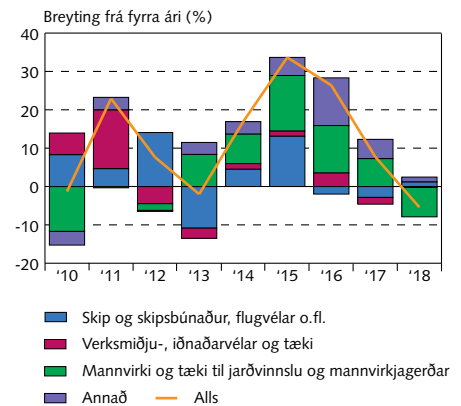
Í ljósi vorkönnunar Gallup og annarra vísbendinga auk þeirrar staðreyndar að fjárfestingarkönnun bankans nær ekki til smærrar fyrirtækja gerir grunnspá bankans ráð fyrir nokkru minni vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar en könnun bankans bendir til. Talið er að atvinnuvegafjárfesting í heild dragist saman um 6,7% milli ára en í febrúar var spáð 4% aukningu. Stóran hluta breytingarinnar má rekja til ofangreindra breytinga á fyrirkomulagi innflutnings á flugvélum í þjóðhagsreikningum og sölu flugvéla WOW Air úr landi.

... en íbúðafjárfesting heldur áfram að aukast

Vöxtur íbúðafjárfestingar á undanförunum árum hefur verið mikill en hækkun íbúðaverðs og mannfjöldapróun ásamt batnandi fjármála- legum skilyrðum heimila hafa stutt við þá þróun. Á síðasta ári jókst íbúðafjárfesting um 16,7% milli ára sem var heldur minna en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Í takt við vísbendingar, m.a. úr talningu Samtaka iðnaðarins á íbúðum í byggingu, er áfram gert ráð

Mynd IV-7

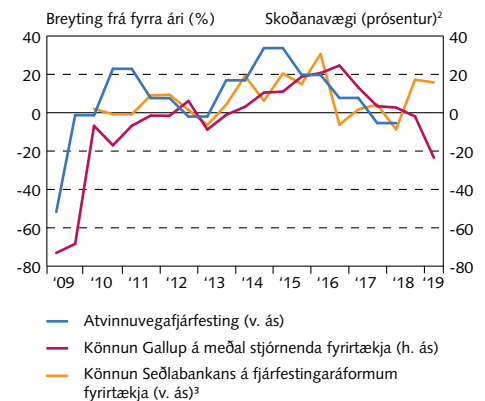
Fjárfesting atvinnuveganna og framlag eftir tegund 2010-2018



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Atvinnuvegafjárfesting og niðurstöður kannana á fjárfestingaráformum fyrirtækja¹
Fyrri árs hluti 2009 - fyrri árs hluti 2019

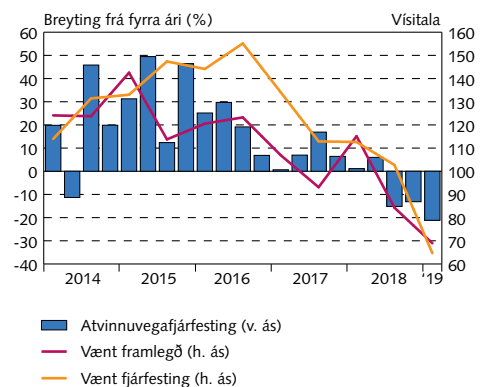


1. Kannanir eru framkvæmdar hálfárslega, könnun sem framkvæmd er að vori spyr um fjárfestingu sama árs en könnun að hausti spyr um næsta ár á eftir, rauntölum er fyllt um einn árs helming til samræmis við kannanir. 2. Skoðanavægi er hlutfall fyrirtækja sem telja að fjárfesting verði meiri en árið á undan að frádrögnum hlutfalli þeirra sem telja að hún verði minni. 3. Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja á undanskildum skipum og flugvélum.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

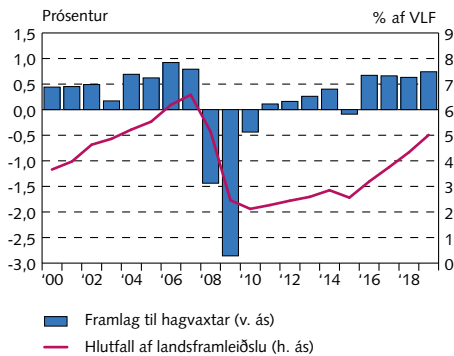
Atvinnuvegafjárfesting og vísbendingar¹
1. ársfj. 2014 - 1. ársfj. 2019



1. Vænt framlegð (EBITDA) og fjárfesting eru vísitölur sem mæla væntingar stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins til næstu sex mánaða. Vísitölurnar eru endurskilaðar þannig að meðaltal þeirra frá 2006 sé jafnt 100. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2019 fyrir atvinnuvegafjárfestingu.

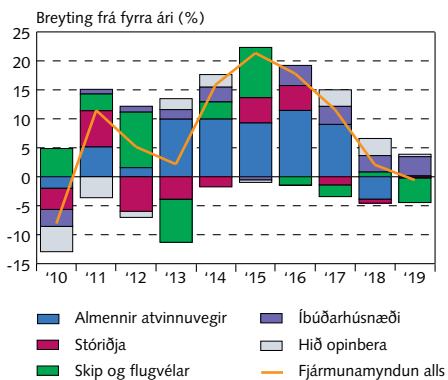
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10
Íbúðafjárfesting 2000-2019¹



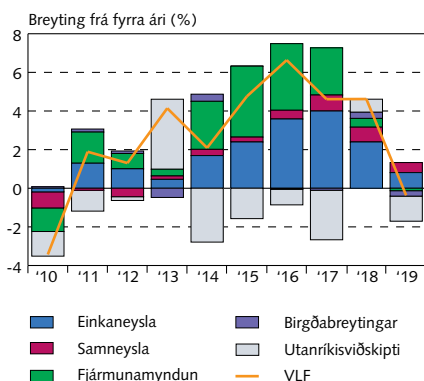
1. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-11
Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2010-2019¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-12
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fyrir kröftugum vexti í ár eða um 17%. Gangi það eftir verður hlutfall íbúðafjárfestingar komið í um 5% af landsframleiðslu í ár og hefur það ekki verið hærra síðan árið 2008 (mynd IV-10).

Útlit fyrir lítils háttar samdrátt fjármunamyndunar í ár

Fjármunamyndun í heild jókst um 2,1% í fyrra en á árunum 2015-2017 jókst hún um tæplega 17% á ári. Horfur eru á að hún muni dragast lítillega saman í ár. Vegast þar á samdráttur í atvinnuvegafjárfestingu og áframhaldandi kröftugur vöxtur í íbúðafjárfestingu og fjárfestingu hins opinbera (mynd IV-11). Þetta eru lakari horfur en gert var ráð fyrir í febrúar en það litast að mestu leyti af fyrrgreindri breytingu á meðhöndlun innflutnings á flugvélum og sölu flugvéla úr landi.

Að hluta til má rekja þessa þróun til viðsnúnings í ferðapjónustu og tengdum greinum en þar að auki hafði fjárfestingarstigið risið hratt á undanföllum árum og viðbúið að hægja myndi á vextinum. Gangi spá bankans eftir mun fjármunamyndun nema um 22% af landsframleiðslu í ár eða um ½ prósentu yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs.

Horfur á samdrætti í ár í fyrsta sinn síðan árið 2010

Horfur eru á að hratt dragi úr vexti innlestrar eftirspurnar í ár sem ásamt kröftugum vexti útfluttrar þjónustu hefur verið meginríkraftur hagvaxtar á undanföllum árum. Talið er að hægt hafi nokkuð á hagvexti á fyrsta fjórðungi ársins og að landsframleiðslan dragist saman á öðrum fjórðungi. Horfur eru á að 0,4% samdráttur verði á árinu öllu þar sem vegast á 1% aukning þjóðarútgjalda og ríflega 1 prósentu neikvætt framlag utanríkisviðskipta (mynd IV-12). Gangi spáin eftir yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem efnahagssamdráttur mælist hér á landi.¹ Þetta er jafnframt töluverð breyting frá febrúarspá bankans en þá var spáð 1,8% hagvexti í ár. Vegur þar þyngst mun hægari vöxtur þjóðarútgjalda, einkum einkaneyslu, en áður var spáð. Eins og rakið er í kafla I eru ytri áföll sem dunið hafa á þjóðarþúinu undanfarið hin undirbyggjandi ástæða breyttra horfa, þá sérstaklega mikil umskipti í ferðapjónustu og loðnubrestur.

Hið opinbera

Útlit fyrir minni vöxt samneyslu en spáð var í febrúar en meiri fjárfestingarútgjöld vega á móti

Í fyrra jókst samneyslan annað árið í röð um meira en 3% milli ára og nam framlag hennar til hagvaxtar 0,8 prósentum (mynd IV-13). Samneysluútgjöld hafa ekki aukist jafn hratt síðan árið 2008. Í samræmi við yfirlýsingar í nýrri fjármálaáætlun um aðhaldsaðgerðir hjá ríkinu er gert ráð fyrir að það hægi á samneyslúvextinum í ár og að hann verði 2,2% sem er heldur minni vöxtur en spáð var í febrúar. Aðhaldi í samneyslu ríkissjóðs er varið til aukningar á fjárfestingu í samgöngumálum. Búist er við að í ár nái hlutfall fjárfestingar hins opinbera af landsframleiðslu aftur sama stigi og á árinu 2009 en hlutfallið hefur verið afar lágt í sögulegu samhengi frá því að fjármálakreppan reidd yfir.

1. Sjá umfjöllun um fyrri samdráttarskeið í rammagrein 1 og um viðnámsprótt þjóðarþúsins við efnahagsáfallum í rammagrein 2.

Minni afgangur á frumjöfnuði ríkissjóðs í ár en í fyrra

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var afgangur af rekstri ríkissjóðs 1,3% af landsframleiðslu í fyrra sem er 0,4 prósentum meiri afgangur en í fyrri áætlun Seðlabankans. Ef arðgreiðslur umfram fjárlög eru dregnar frá nemur undirliggjandi afkoma af rekstri ríkissjóðs hins vegar 1,1% af landsframleiðslu samanborið við 0,9% árið á undan (mynd IV-14). Í ár er gert ráð fyrir að undirliggjandi heildarjöfnuður minnki aftur í 0,8% af landsframleiðslu og að undirliggjandi frumjöfnuður minnki um 1,1 prósentu og verði 2,5% af landsframleiðslu.

Ný fjármálaáætlun fyrir árin 2020-2024

Samkvæmt lögum um opinber fjármál var þingsályktun um fjármálaáætlun til næstu fimm ára lögð fram fyrir Alþingi í mars sl. Samkvæmt áætluninni er gert ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs verði jákvæð um 0,9% af landsframleiðslu árið 2020 og að afkoma sveitarfélaga verði einnig lítillega jákvæð. Afgangur af rekstri hins opinbera mun samkvæmt þessu nema 1,1% af landsframleiðslu. Árið 2024, við lok þessa fimm ára tímabils, er áætlað að afkoma ríkissjóðs og hins opinbera hafi haldist óbreytt. Fjármálaáætlunin felur í sér nær óbreytta afkomu ríkissjóðs frá núgildandi fjármálastefnu en hún kann að verða endurskoðuð í ljósi þeirra sértæku aðgerða sem boðaðar hafa verið í tengslum við kjarasamninga á almennum vinnumarkaði auk þess sem undirliggjandi efnahagsforsendur gætu hafa breyst (sjá umfjöllun um aðgerðir stjórnvalda í rammagrein 3).

Horfur á minna aðhaldi ríkisfjármála á spátímanum

Grunnspá Seðlabankans byggist í meginatriðum á fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar. Undirliggjandi þjóðhagsforsendur eru þó ólíkar þar sem sú þjóðhagsspá sem fjármálaáætlun byggist á er hagfelldari en spá *Peningamála* auk þess sem hér er tekið tillit til fyrrnefndra aðgerða í tengslum við kjarasamninga. Að teknu tilliti til hagsveiflunnar er gert ráð fyrir að frumjöfnuður versni um 0,3% af landsframleiðslu í ár sem er svipað og gert var ráð fyrir í nóvember þegar síðast var lagt mat á aðhaldsstig ríkisfjármála (mynd IV-15). Gert er ráð fyrir að sértækum aðgerðum í fjármálaáætlun sem eyrnamerkar voru hugsanlegum ráðstöfunum í tengslum við kjarasamninga á almennum markaði verði hrundið í framkvæmd. Felast þær í auknum útgjöldum og lækkun skatta sem samsvarar 1,6% af landsframleiðslu á næstu tveimur árum. Þetta gerir það að verkum að matið á aðhaldsstigi ríkisfjármála á næstu tveimur árum breytist frá fyrra mati bankans og þeirri fjármálaáætlun sem ríkisstjórnin lagði fram í mars sl.

Samkvæmt grunnspánni halda skuldir hins opinbera áfram að lækka og verða í lok spátímans nálægt æskilegri lágmarksskuldsetningu ríkissjóða. Því má gera ráð fyrir að áhersla ríkissjóðs færist yfir í að greiða niður lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs en þær eru nálægt fjórðungi af landsframleiðslu.

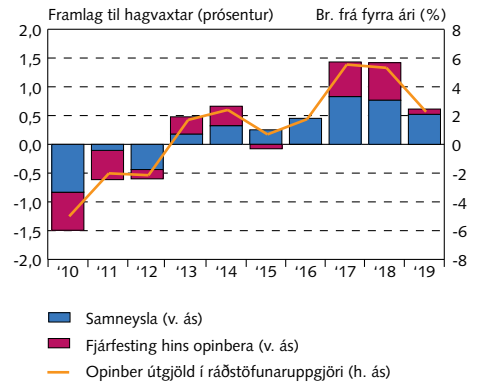
Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

Minni vöxtur útflutnings í fyrra en spáð var í febrúar

Útflutningur á vöru og þjónustu jókst um 1,6% milli ára í fyrra en í febrúar hafði verið spáð 2,8% vexti. Vöxturinn var nánast að öllu leyti

Mynd IV-13

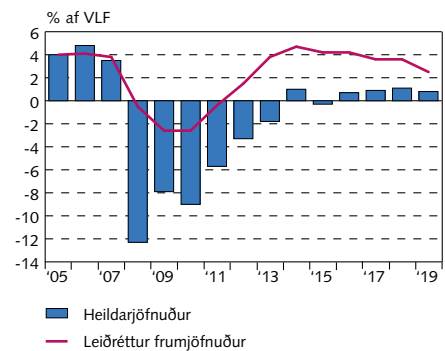
Samneysla og fjárfesting hins opinbera 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-14

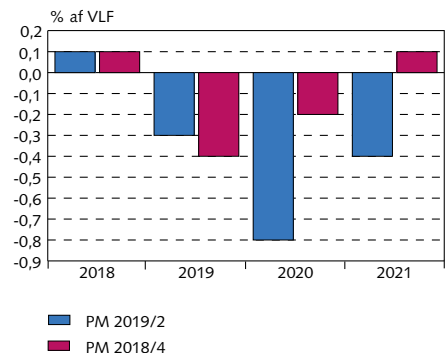
Afkoma ríkissjóðs 2005-2019¹



1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþilsiðum. Árin 2016-2018 eru bæði frum- og heildarjöfnuður leiðréttur fyrir stöðugleikafamlögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðislána, sérstakri innborgun í A-deild LSR og arðgreiðslum umfram fjárlög. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

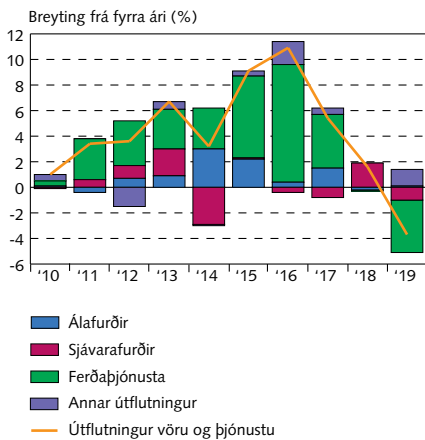
Mynd IV-15

Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2018-2021¹



1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþilsiðum (stöðugleikafamlögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðislána, sérstakri innborgun í A-deild LSR og arðgreiðslum umfram fjárlög). Grunnspá Seðlabankans 2018-2021.
Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

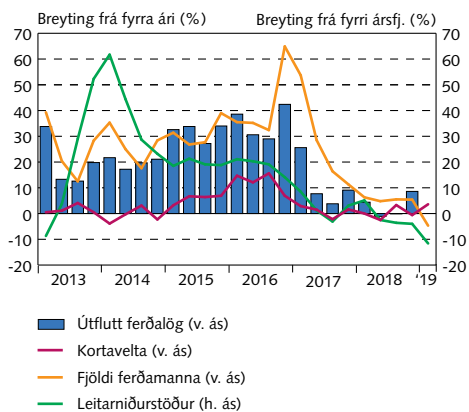
Útflutningur og framlag undirliða 2010-2019¹

1. Áútflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Ferðapjónusta er samtala á þjónustuflokknum „ferðalög“, þ.e. tekjur af erlendum ferðamönnum á Íslandi, og „farþegaflutningar með flugi“, þ.e. tekjur íslenskra flugfélaga af því að flytja erlenda farþega. Grunnspá Seðlabankans 2019. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

Vísbendingar um umsvif í ferðapjónustu

1. ársfj. 2013 - 1. ársfj. 2019



1. Útflutt ferðalög eru á föstu verðlagi og kortavelta á hvern ferðamann (án farþegaflutninga og opinberra gjalda) í erlendum gjaldmiðlum (m.v. gengisvísitölu). Fjöldi ferðamanna út frá brottförum erlendra farþega um Keflavíkflugvöll. Leitarniðurstöður út frá þáttalkani sem tekur saman tíðni fimm ólíkra leitarniðurstöðna sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google-leitarvélinni (árstíðarfeiriðrétt, tveggja ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal). Heimildir: Ferðamálastofa, Google Trends, Hagstofa Íslands, Isavia, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

borinn uppi af útflutningi sjávarafurða (mynd IV-16). Hann jókst um 11,6% milli ára og vöruútflutningur í heild um 3,5% sem er svipað og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Útflutt þjónusta jókst hins vegar einungis um 0,1% sem er talsvert minna en spáð var í febrúar. Munar þar mest um hægari vöxt í ferðapjónustu á fjórða ársfjórðungi sem skýrist einkum af meiri samdrætti í farþegaflutningum með flugi. Dróst þessi þjónustuliður óvænt saman um hátt í 13% milli ára á fjórðungnum þrátt fyrir áframhaldandi fjölgun farþega með innlendum flugfélögum. Ferðalagaliður þjónustuútflutnings, þ.e. tekjur af erlendum ferðamönnum þegar þeir eru komnir til landsins, jókst einnig minna en búist var við. Auk þess jókst annar þjónustuútflutningur minna, einkum útflutningur á fjármálaþjónustu.

Útlit fyrir töluverðan samdrátt í ferðapjónustu í ár ...

Frá febrúarspá bankans hafa horfurnar fyrir þjónustuútflutning versnað umtalsvert. Að langmestu leyti má rekja það til verri horfa í ferðapjónustu í kjölfar gjaldþrots WOW Air í lok mars sl. Félagið hafði áður minnkað flugvélaflota sinn um helming og byggðist síðasta spá bankans á þeim upplýsingum. Þrátt fyrir að Ícelandair og ýmis erlend flugfélög hafi aukið sætaframboð sitt í kjölfar gjaldþrotsins er útlit fyrir að sætaframboð til og frá landinu dragist saman um allt að þriðjung á þessu ári. Minna sætaframboð mun líklega hafa hlutfallslega minni áhrif á fjölda erlendra ferðamanna sem heimsækir landið, m.a. sakir þess að Ícelandair hefur hagrætt flugáætlun sinni í þeim tilgangi að auka vægi komufarþega á kostnað tengifarþega. Erlendum ferðamönnum fækkaði um tæplega 8% milli ára á fyrstu fjórum mánuðum ársins og grunnspáin gerir ráð fyrir 10½% fækkun á árinu í heild. Það er talsvert meira en sú 2½% fækkun sem gert var ráð fyrir í febrúar. Jafnframt er gert ráð fyrir að skiptifarþegum um Keflavíkflugvöll fækki um hátt í helming milli ára.

Gangi spáin eftir er ljóst að farþegum með innlendum flugfélögum fækkar mikið milli ára. Aðrar vísbendingar gefa einnig til kynna að samdráttur í ferðapjónustu verði meiri í ár en áður var talið. Leitum að hótélum og flugi til Íslands á leitarvél Google hefur fækkað enn frekar og fjöldi gistinátta á hótélum minnkað milli ára (mynd IV-17). Meðalútgjöld erlendra ferðamanna hér á landi jukust hins vegar á ný milli ára á fjórða fjórðungi í fyrra og gefa tölur um kortaveltu til kynna að þau hafi aukist enn frekar á fyrsta fjórðungi þessa árs. Væntanlega hefur lægra gengi krónunnar mildað neikvæð áhrif á innlenda ferðapjónustu sem fækkun ferðamanna hefur haft í för með sér. Samsetning ferðamanna og neysluhegðun kann einnig að hafa breyst samhliða minnkandi umsvifum WOW Air en ferðamenn með flugfélaginu dvöldu jafnan skemur en aðrir ferðamenn í fyrra og voru meðalútgjöld þeirra lægri samkvæmt könnun Ferðamálastofu. Á heildina litið er því útlit fyrir að útflutt ferðapjónusta dragist saman um 10,5% í ár og þjónustuútflutningur í heild um 8,7%. Mikil óvissa ríkir um horfurnar og gæti samdrátturinn t.d. orðið meiri ef Ícelandair nær ekki að taka nýjar Boeing 737 Max-þotur í notkun í sumar (sjá nánari umfjöllun í kafla I).

... og minni vöxt vöruútflutnings

Auk meiri samdráttar í þjónustuútflutningi er nú búist við heldur hægari vexti vöruútflutnings í ár en spáð var í febrúar. Nú er talið að hann aukist um 2% en í febrúar var spáð 2,4% vexti. Að nokkru leyti litast þróunin í ár af fyrrnefndri sölu flugvéla WOW Air úr landi en án hennar myndi vöruútflutningur dragast saman um tæplega 1%. Vegur meiri samdráttur í útflutningi sjávarafurða þar þyngst en engar aflaheimildir voru gefnar út fyrir loðnu í ár auk þess sem horfur eru á minni veiði í öðrum mikilvægum uppsjávartegundum. Útlit er einnig fyrir að útflutningur á áli verði minni en spáð var í febrúar vegna tæknibreytinga hjá innlendu álveri sem kalla á tímabundna framleiðsluminnkun á þessu ári. Þá er gert ráð fyrir hægari vexti í öðrum vöruútflutningi, einkum á kísilmálmum og stoðtækjum. Útlit er því fyrir að útflutningur á vöru og þjónustu dragist saman um 3,7% í ár en í febrúar var talið að hann myndi aukast um 0,3% milli ára. Gangi spáin eftir er þetta í fyrsta sinn síðan árið 2006 sem útflutningur dregst saman milli ára. Það myndi einnig þýða að útflutningur Íslands í hlutfalli við innflutning helstu viðskiptalanda lækkar enn frekar í ár en hlutfallið hafði hækkað nær samfellt í ríflega áratug (mynd IV-18).

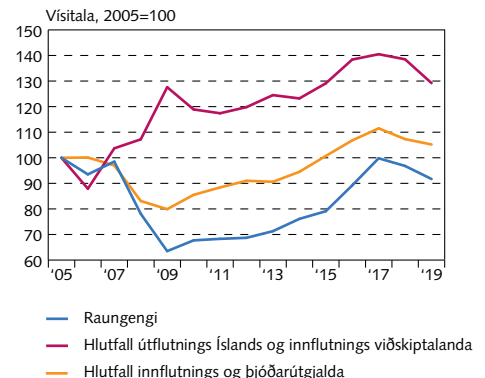
Innflutningur stóð nánast í stað í fyrra eftir mikinn vöxt undanfarin ár ...

Eftir töluverðan vöxt á undanförunum árum stóð innflutningur á vöru og þjónustu nánast í stað í fyrra (mynd IV-19). Það er 2 prósentum minni vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans og 4 prósentum minni aukning en vöxtur þjóðarútgjalda. Vegur þar þyngst samdráttur í vöruinnflutningi, einkum á fjórða ársfjórðungi þegar hann dróst saman um ríflega 9%. Samdrátturinn í fyrra skýrist að stærstum hluta af minni innflutningi á ökutækjum til einkanota en hann var einkar mikill árið 2017. Innflutningur á öðrum varanlegum og hálfvaranlegum neysluvörum dróst þó einnig saman líkt og á flestum öðrum vörum en eldsneyti og smurólíu. Innflutningur á þjónustu jókst einnig minna í fyrra en spáð var í febrúar. Frávikið skýrist einkum af óvæntum samdrætti á fjórða ársfjórðungi og hafði þjónustuinnflutningur ekki verið minni á einum fjórðungi í yfir fimm ár. Þyngst vó samdráttur í ferðalagalið innfluttrar þjónustu þrátt fyrir áframhaldandi fjölgun í utanlandsferðum Íslendinga á sama tíma.

... og horfur eru á að innflutningur dragist saman í ár

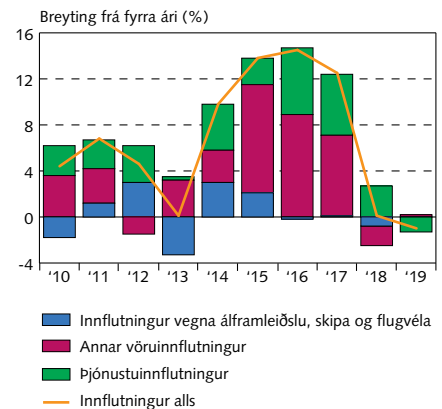
Bráðabirgðatölur utanríkisviðskipta Hagstofunnar gefa til kynna að vöruinnflutningur án skipa og flugvéla hafi dregist saman um 4% á fyrsta fjórðungi þessa árs. Samkvæmt grunnspánni dregst innflutningur á vöru og þjónustu saman um 1% í ár sem er veruleg breyting frá síðustu spá bankans þar sem spáð var um 5,6% aukningu. Munar þar miklu um fyrrnefnda breytingu á eignarhaldi flugvéla Icelandair sem fluttar verða til landsins á árinu. Einnig er búist við samdrætti í öðrum innflutningi í ár, einkum vegna hægari vaxtar þjóðarútgjalda en jafnframt vegna viðsnúnings í innflutningshlutdeild innlendra eftirspurnar. Hlutfallið hafði hækkað nær samfellt frá því að fjármálakreppan skall á haustið 2008 en það lækkaði í fyrra í takt við lækkun raungengis (mynd IV-18). Eftirspurn virðist því í vaxandi mæli beinast

Mynd IV-18

Utanríkisviðskipti og raungengi 2005-2019¹

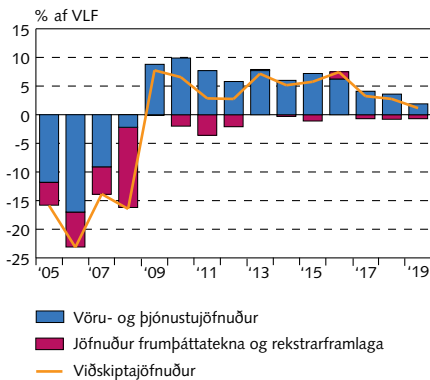
1. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-19

Innflutningur og framlag undirliða 2010-2019¹

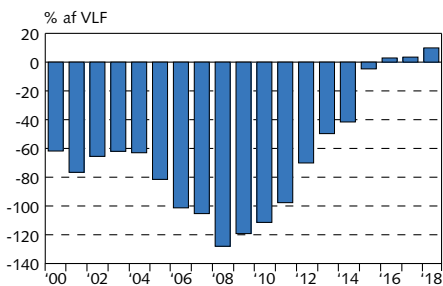
1. Álinnflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-20

Viðskiptajöfnuður 2005-2019¹

1. Viðskiptajöfnuður án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumþáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálafyrirtækja. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-21

Hrein erlend staða þjóðarbúsins 2000-2018¹

1. Undirliggjandi hrein erlend staða 2008-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

að innlendri framleiðslu. Þá er ljóst að samdráttur í innlendri ferðaþjónustu og millilandaflugrekstri kallar á minni innflutning á vöru t.d. á flugvélaeldsneyti. Gjaldprot WOW Air leiðir jafnframt til minni þjónustuinnflutnings í tengslum við rekstur og leigu á flugvélum þótt fjölgun leiguvéla hjá Ícelandair vegi þar á móti. Einnig er líklegt að þjónustuinnflutningur í tengslum við utanlandsferðir Íslendinga dragist saman vegna minna sætaframboðs og hækkunar flugfargjalda. Tölur um brottfarir Íslendinga um Keflavíkurlugvöll og könnun Gallup á fyrirhuguðum utanlandsferðum einstaklinga renna stoðum undir það.

Afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum minnkaði í fyrra ...

Afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði nam 3,1% af landsframleiðslu í fyrra og er það tíunda árið í röð þar sem mælist yfir 3% afgangur á utanríkisviðskiptum hér á landi (mynd IV-20). Afgangurinn minnkaði um 1 prósentu milli ára og reyndist heldur minni en spáð var í febrúar sem skýrist af lakari viðskiptakjörum en á móti vegur jákvæðara framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar.

Afgangur á viðskiptajöfnuði nam 2,9% af landsframleiðslu í fyrra og minnkaði um 0,7 prósentur frá fyrra ári. Hann var þó lítillaga meiri í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans vegna meiri afgangss af jöfnuði frumþáttatekna. Skýrist það einkum af jákvæðari jöfnuði á fjórða ársfjórðungi, sem að stærstum hluta er vegna aukningar hreinna tekna af beinni erlendri fjárfestingu auk þess sem endurskoðun á áður birtum tölum fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins leiddi til hækkunar. Þá jukust hreinar vaxtatekjur þjóðarbúsins einnig milli ára samhliða batnandi erlendri stöðu og vaxtahækkunum erlendis. Mikill afgangur á viðskiptajöfnuði og aukinn þjóðhagslegur sparnaður undanfarinn áratug endurspeglast í umskiptum á hreinni erlendri stöðu þjóðarbúsins sem var jákvæð um tæplega 10% af landsframleiðslu í lok síðasta árs (mynd IV-21).

... og útlit er fyrir að hann minnki enn frekar í ár

Áætlað er að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum minnki enn frekar í ár í 1,9% af landsframleiðslu sem er 0,7 prósentum meiri afgangur en búist var við í febrúar. Þar vegast á hagstæðara framlag utanríkisviðskipta og lakari viðskiptakjör. Afgangur á viðskiptum við útlönd minnkar einnig og verður 1,3% af landsframleiðslu. Gangi spáin eftir mun vergur þjóðhagslegur sparnaður minnka úr 25,5% af landsframleiðslu í fyrra og verða 23,3% í ár. Það er þó enn rúmlega 4 prósentum meiri sparnaður en að meðaltali á síðasta aldarfjórðungi.

V Vinnumarkaður og nýting framleiðslupáttá

Heldur hægði á fjölgun heildarvinnustunda á fyrsta fjórðungi ársins og horfur eru á að þeim fækki á öðrum ársfjórðungi. Atvinnuleysi jókst lítillega á fyrsta ársfjórðungi og búist er við að það aukist töluvert er líða tekur á árið í kjölfar þeirra efnahagsáfalla sem dunið hafa yfir þjóðarbúið undanfarið. Áfram hægir á komu erlends vinnuafls til landsins samhliða því að fyrirtækjum sem búa við skort á starfsfólki fækkar. Þá hefur fyrirtækjum sem telja sig eiga erfitt með að mæta óvæntri aukningu í eftirspurn einnig fækkað og er hlutfall þeirra nálægt sögulegu meðaltali. Horfur eru á að á þessu ári muni framleiðni vinnuafls minnka og spennan í þjóðarbúinu snúast í slaka.

Vinnumarkaður

Hægt hefur á fjölgun heildarvinnustunda ...

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum á fyrsta fjórðungi ársins um 1,8% milli ára sem er í takt við febrúarspá bankans. Skýrist það af 2,6% fjölgun starfandi fólks en á móti vó að meðalvinnuvikan styttest um tæplega 1% (mynd V-1). Svo virðist sem tekið sé að hægja á fjölgun heildarvinnustunda: fjölgun þeirra á fyrsta ársfjórðungi var 0,7 prósentum hægari en á síðasta ársfjórðungi í fyrra og tæplega 1 prósentu hægari en að meðaltali sl. sex ár. Undanfarin tvö ár hefur fjölgun heildarvinnustunda að mestu leyti endurspeglad fjölgun fólks á vinnufærum aldri. Því gæti hægt frekar á fjölguninni á næstu misserum dragi áfram úr komu erlends vinnuafls til landsins. Skýrari merki um hægari fjölgun starfa má sjá í gögnum úr staðgreiðsluskrá. Samkvæmt henni hefur dregið úr fjölgun starfsfólks milli ára nær samfellt frá miðju ári 2017 og virðist sú þróun hafa haldið áfram á fyrsta fjórðungi ársins (mynd V-2).

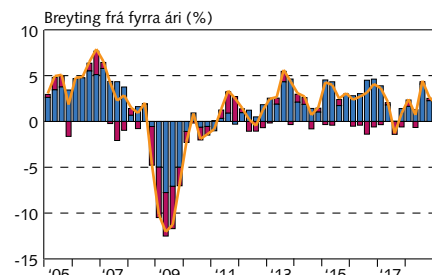
... og atvinnuleysi hefur aukist

Samkvæmt VMK var atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi svipað á fyrsta fjórðungi ársins og á sama fjórðungi síðasta árs. Á sama tíma jókst atvinnuleysi lítillega milli ára eða um 0,2 prósentur og mældist 3% leiðrétt fyrir árstíð. Þá var hlutfall vinnulítilla (þeirra sem eru í hlutastörfum en vilja vinna meira) áfram lágt á fjórðungnum og langtímaatvinnuleysi lítið. Skráð atvinnuleysi hafði hins vegar aukist nokkru meira. Það tók að aukast um mitt ár í fyrra og var orðið 0,7 prósentum meira á fyrsta ársfjórðungi en það var á sama tíma fyrir ári. Að teknu tilliti til árstíðar jókst það þó einungis lítillega frá fyrri fjórðungi og mældist 2,8% en uppsagnir í kjölfar gjaldþrots flugfélagsins WOW Air koma ekki fram í atvinnuleysi á fyrsta fjórðungi ársins. Þær komu hins vegar fram af meiri þunga í tölum fyrir skráð atvinnuleysi í apríl þegar fjölgaði um 841 einstakling á atvinnuleysisskrá. Sé leiðrétt fyrir árstíð mældist skráð atvinnuleysi 3,5% í apríl sem er aukning um 0,8 prósentur frá fyrsta fjórðungi ársins (mynd V-3). Því er útlit fyrir að atvinnuleysi aukist töluvert á öðrum ársfjórðungi og á árinu í heild. Óvíst er hvort afleiðingar af gjaldþroti WOW Air séu að fullu komnar fram auk þess sem fleiri þættir leggjast á sömu sveif. Horfur eru á að samdráttur verði í þjóðarbúskapnum á þessu ári m.a. vegna verri ytri

Mynd V-1

Atvinna og vinnutími¹

1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2019



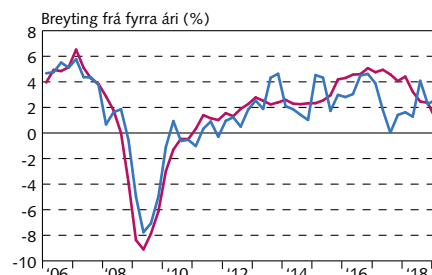
■ Fjöldi starfandi
■ Meðalvinnutími
— Heildarvinnustundir

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

Mynd V-2

Fjöldi starfandi fólks¹

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2019



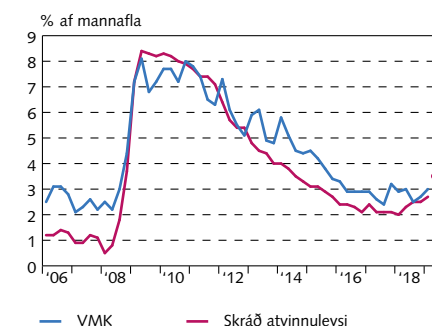
— VMK — Staðgreiðsluskrá

1. Fjöldi starfandi fólks skv. vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) eru ársfjórðungsleg meðaltöl mánaðarlegra gagna. Fjöldi starfandi fólks skv. staðgreiðsluskrá byggist á gögnum um 16-74 ára einstaklinga sem höfðu einhverjar tekjur af atvinnu sem gert er grein fyrir í uppgjöri ríkisskattstjóra um staðgreidda skatta, þ.a.m. þeir sem voru í fæðingarorlofi frá vinnu og þeir sem eru með reiknað endurgjald. Fjöldi skv. staðgreiðsluskrá á 1. ársfj. 2019 er áætlan Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3

Atvinnuleysi¹

1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2019

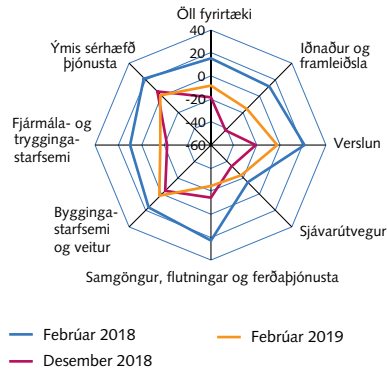


— VMK — Skráð atvinnuleysi

1. Árstíðarleiddar tölur fyrir atvinnuleysi skv. vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) og skráð atvinnuleysi skv. Vinnuálfstofnun. Skráð atvinnuleysi er árstíðarleidd af Seðlabankanum og sýnir punkturinn á 2. ársfj. 2019 mælingu fyrir aprílmánuð.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálfstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

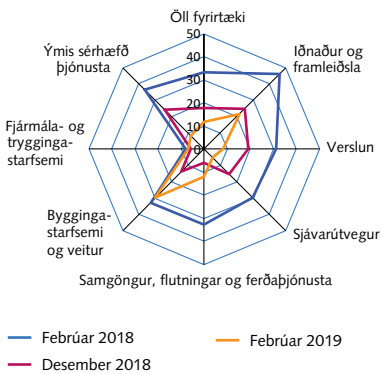
Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki umfram þau sem vilja fækka því næstu 6 mánuði¹
Hlutfall fyrirtækja (%)



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

Mynd V-5

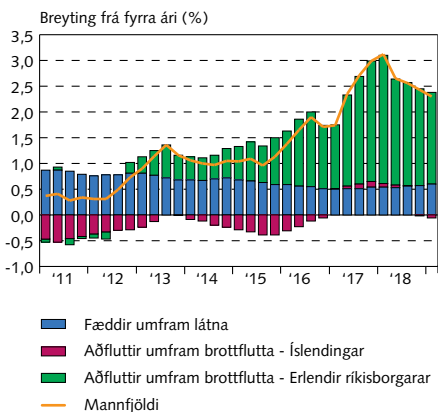
Fyrirtæki sem telja að skortur sé á starfsmönnum¹
Hlutfall fyrirtækja (%)



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

Mynd V-6

Mannfjöldi
1. ársfj. 2011 - 1. ársfj. 2019



Heimild: Hagstofa Íslands.

aðstæðna, loðnubrests, hægari innlendar eftirspurnar og verri samkeppnisstöðu vegna kjarasamningsbundinna launahækkana og gæti atvinnuleysi því aukist enn frekar. Á móti gæti vegið að fólk yfirgæfi vinnumarkaðinn og fyrirtæki gætu boðið upp á skert starfshlutfall eða lækkingu yfirborgana eins og gerðist eftir fjármálaáfallið. Samkvæmt grunnspánni eru horfur á að atvinnuleysi verði töluvert meira í ár en búist var við í febrúar. Gert er ráð fyrir að árstíðarleiðréttt atvinnuleysi verði komið yfir 4% á seinni hluta ársins og að það verði 3,9% á árinu öllu sem er 0,8 prósentum umfram það sem spáð var í febrúar og umfram það sem talið er samræmast stöðugri verðbólgu.

Áfram útlit fyrir fækkun starfa á næstu sex mánuðum

Samkvæmt árstíðarleiðrétttum niðurstöðum vorkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins vildu 14% stjórnenda fjölga starfsfólki en 23% þeirra vildu fækka því. Munurinn var því neikvæður um 9 prósentur en í vetrarkönnuninni var hann neikvæður um 19 prósentur (mynd V-4). Munurinn var mestur í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu sem litast líklega af því að á framkvæmdatíma könnunarinnar var boðað til verkfallsaðgerða sem beindust sérstaklega gegn ferðaþjónustugreinum. Útlit var fyrir lítillaga fjölgun starfsfólks í byggingastarfsemi og veitum og í ýmissi sérhæfðri þjónustu þar sem munurinn var jákvæður um 2-3 prósentur. Þá var munurinn undir sögulegu meðaltali í öllum atvinnugreinum.

Í takt við niðurstöður könnunar Gallup gerir grunnspáin ráð fyrir að störfum fækki á öðrum ársfjórðungi sé tekið tillit til árstíðarsveiflu. Fækkunin er þó minni en ella þar sem gert er ráð fyrir að efnahagssamdrátturinn verði tiltölulega skammvinnur. Við slíkar aðstæður er líklegt að sumir atvinnurekendur velji að halda starfsfólki í vinnu jafnvel þótt það bitni á afkomu fyrirtækisins til skamms tíma. Einnig er gert ráð fyrir að fyrirtæki muni leita frekari hagræðingar í rekstri með styttingu vinnutíma. Fækkun heildarvinnustunda verður því heldur meiri en sem nemur fækkun starfa. Þótt gert sé ráð fyrir að heildarvinnustundum fækki fram eftir ári hafa grunnáhrif frá fyrra ári í för með sér að fjöldi þeirra er nánast óbreyttur milli ársmeðaltala. Það er nokkur breyting frá febrúarspá bankans en þar var gert ráð fyrir 1,4% fjölgun þeirra í ár.

Vísbendingar um nýtingu framleiðslupáttá

Lítill skortur er á starfsfólki

Að teknu tilliti til árstíðar töldu 12% stjórnenda sig búa við skort á starfsfólki og fækkaði þeim um 6 prósentur frá vetrarkönnun Gallup. Hlutfallið hefur lækkað í síðustu fjórum könnunum og var það um 11 prósentum undir sögulegu meðaltali nú í vor. Hlutfallslega mestur skortur var í byggingastarfsemi og veitum en þar töldu 30% stjórnenda sig búa við skort á starfsfólki. Hins vegar voru aðeins 5-8% stjórnenda í sjávarútvegi, fjármálaþjónustu, ýmissi sérhæfðri þjónustu og verslun sömu skoðunar (mynd V-5).

Hægt hefur á komu erlends vinnuafns til landsins

Tölur um búferlaflutninga á fyrsta fjórðungi ársins sýna að erlendu vinnuafli fjölgar enn en ekki jafn mikið og undanfarið ár. Íbúum lands-

ins fjölgaði um 1,8% milli ára á fjórðungnum vegna búferlaflutninga erlendra ríkisborgara en hafði með sama hætti fjölgað um 2,5% á fyrsta fjórðungi í fyrra. Heldur hefur því hægt á fólksfjölgun hér á landi frá því að hún náði hámarki í 3,1% á fyrsta fjórðungi síðasta árs (mynd V-6). Starfsmönnum starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja fækkar áfram en þeir voru 1071 talsins í apríl sl. og hafði fækkað um 401 starfsmann frá því í lok ársins 2018. Þá hefur hægt á útgáfu nýrra tímabundinna atvinnuleyfa.

Horfur á minnkandi framleiðni í ár

Í kjölfar birtingar nýrra þjóðhagsreikninga í mars sl. hefur framleiðni-vöxtur árána 2015-2017 verið endurmetinn auk þess sem bráðabirgðatölur fyrir árið 2018 voru birtar í fyrsta sinn. Heilt yfir var þróunin svipuð og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans en nú er talið að framleiðni vinnuafis, mæld sem landsframleiðsla á vinnustund, hafi vaxið um 2,6% á ári að meðaltali árin 2015-2018 sem er vel yfir sögulegu meðaltali. Í ljósi þess að horfur eru á efnahagssamdrætti og nær engri fjölgun heildarvinnustunda í ár er útlit fyrir að framleiðni vinnuafis minnki um 0,4% milli ára en í febrúar var spáð svipaðri aukningu á framleiðni. Þar sem horfur fyrir fjármagnsstofn á vinnustund eru svipaðar og í febrúar endurspeglar þessi þróun fyrst og fremst að framlag fjölþáttaframleiðni til framleiðnivaxtar verður neikvæðara en í síðustu spá (mynd V-7). Gangi spáin eftir yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2010 að framleiðni vinnuafis dregst saman milli ára.

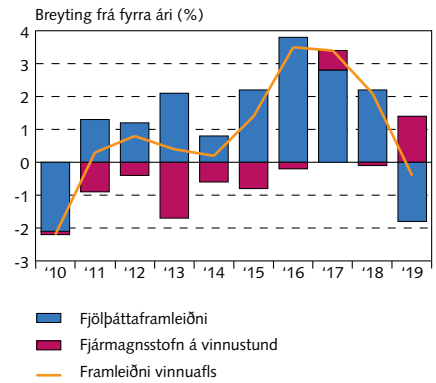
Slaki myndast í þjóðarbúskapnum undir lok þessa árs

Samkvæmt könnun Gallup töldu um 38% fyrirtækja sig eiga í erfiðleikum með að mæta óvæntri eftirspurn sem eru heldur færri fyrirtæki en í vetrarkönnuninni og nálægt sögulegu meðaltali. Hlutfallslega telja flestir stjórnendur í sjávarútvegi fyrirtæki sitt eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn eða 57% sem gæti endurspeglad takmarkanir vegna kvótastöðu. Áraun á framleiðsluþætti var hins vegar minnst í verslun þar sem 21% stjórnenda voru sömu skoðunar.

NF-vísitalan, sem tekur saman vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta, bendir til að hratt dragi úr álagi á framleiðsluþætti. Hún lækkaði enn frekar á fyrsta fjórðungi ársins en þó hægar en undanfarið ár (mynd V-9). Því virðist draga hratt úr þeirri spennu sem hefur verið í þjóðarbúinu undanfarið ár. Talið er að framleiðsluspennan hafi að meðaltali verið um 2½% af framleiðslugetu undanfarið þrjú ár en að hún minnki í um 1% um mitt þetta ár. Gert er ráð fyrir að framleiðsluspennan verði horfin er líða tekur á árið og að í lok árs verði kominn slaki sem hverfur smám saman er líða tekur á næsta ár. Þetta er töluverð breyting frá febrúarspá bankans en þá var talið að spennan myndi ekki réna fyrir en snemma árs 2021.

Mynd V-7

Framleiðni vinnuafis og undirliggjandi þættir 2010-2019¹

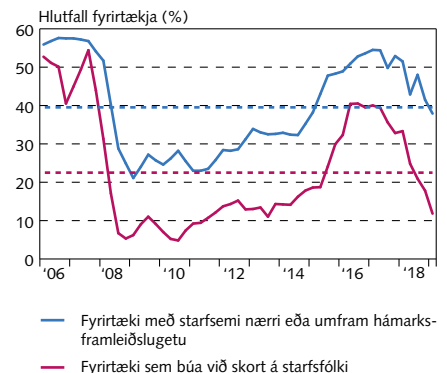


1. Framleiðni vinnuafis er metin sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Fjölþáttaframleiðni er metin sem frávik VLF frá því framleiðslugetu sem fæst með fullri nýtingu framleiðsluþátta út frá framleiðslufalli þjóðhagslíkans Seðlabankans. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

Nýting framleiðsluþátta¹

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2019

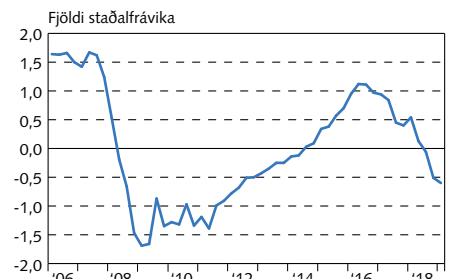


1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðsluþátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Árstíðarleiftréttar tölur. Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilsins.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

NF-vísitalan¹

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2019



1. Vísitala nýtingar framleiðsluþátta (NF-vísitalan) er fyrsti frumþáttur valinna vísbendinga um nýtingu framleiðsluþátta sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ítarlegri lýsingu má finna í rammagrein 3 í PM 2018/2.
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

VI Verðbólga

Verðbólga var 3,1% á fyrsta ársfjórðungi og minnkaði nokkuð frá því sem hún var í lok síðasta árs en jókst á ný í 3,3% í apríl. Undirliggjandi verðbólga hefur þróast með áþekktum hætti og mæld verðbólga. Framlag hækkunar húsnæðisverðs til verðbólgu hefur haldið áfram að minnka og í mars sl. hafði árshækkun húsnæðisliðarins ekki verið minni síðan sumarið 2013. Á fyrsta ársfjórðungi dró einnig úr áhrifum gengislækkunar krónunnar á innflutningsverð. Verðbólguhorfur batna frá febrúarspánni þar sem það dregur hratt úr efnahagssumsvifum þótt hækkun olíuverðs og launakostnaðar fyrirtækja vegi þar á móti. Þá hafa langtímaverðbólguvæntingar tekið að lækka á ný.

Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga hefur verið heldur minni en búist var við

Verðbólga hjaðnaði á fyrsta fjórðungi þessa árs eftir að hafa aukist hratt undir lok síðasta árs og mælst 3,7% í desember sl. (mynd VI-1). Hún var 3,1% á fyrsta ársfjórðungi sem var 0,3 prósentum minna en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Frávikið skýrist einkum af minni áhrifum af gengislækkun krónunnar sl. haust á verð innfluttrar vöru og minni hækkun húsnæðisverðs en búist var við. Lækkun verðs innfluttrar vöru, einkum á nýjum bílum, hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs á fjórðungnum en það var í kjölfar nokkurrar hækkunar á fjórða fjórðungi síðasta árs. Áhrif verðlækkunar á nýjum bílum voru svipuð og á fyrsta ársfjórðungi 2017 þegar gengi krónunnar hafði hækkað um tæpan fimmtung milli ára (mynd VI-2). Líklegt er að samdráttur í sölu nýrra bíla að undanförunu eigi þátt í þessari þróun.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,4% milli mánaða í apríl og jókst ársverðbólga á ný og mældist 3,3%. Hækkun flugfargjalda og bensíns hafði mest áhrif á þróun vísitölunnar í apríl. Hækkun flugfargjalda var meiri en að jafnaði á þessum árstíma og átti gjaldþrot flugfélagsins WOW Air þátt í því en flugfargjöld hækka þó jafnan í kringum páska.

Ársverðbólga án húsnæðis mældist 2,8% í apríl og hefur aukist um 3 prósentur frá fyrra ári eða töluvert meira en mæld verðbólga. Munurinn á verðbólgu með og án húsnæðis hefur ekki verið minni síðan haustið 2013 og er orðinn svipaður og hann hefur verið að meðaltali til lengri tíma. Samræmda neysluverðsvísitalan undanskilur einnig kostnað vegna eigin húsnæðis og hækkaði um 3,2% milli ára í apríl en í apríl í fyrra mældist 0,7% verðhjöðnun á þennan mælikvarða.

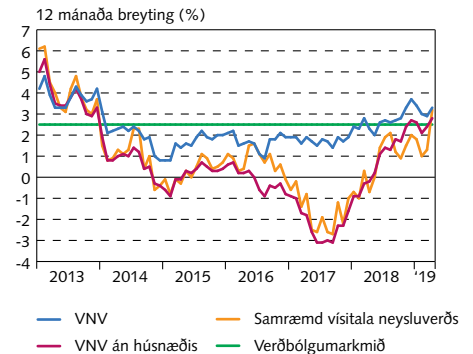
Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

Þróun undirliggjandi verðbólgu áþekkt mældri verðbólgu

Undirliggjandi verðbólga var 3,2% í apríl miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða og hefur hjaðnað frá síðustu útgáfu *Peningamála* (mynd VI-3). Hún var hins vegar tæplega 1 prósentu meiri en á sama tíma í fyrra. Þróun undirliggjandi verðbólgu hefur verið afar áþekkt mældri

Mynd VI-1

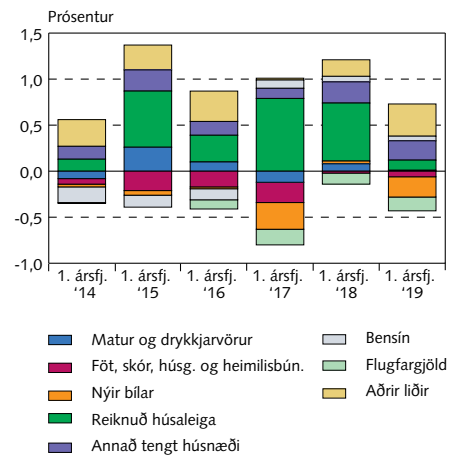
Verðbólga á ýmsa mælikvarða
Janúar 2013 - apríl 2019



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2

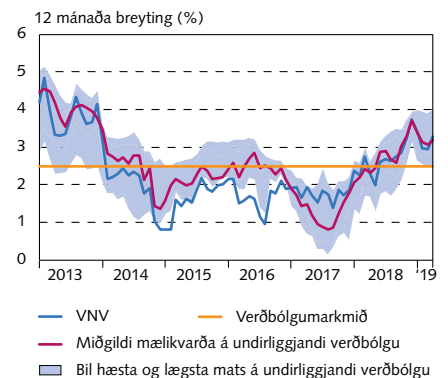
Áhrif undirlíða vísitölu neysluverðs
á fyrsta ársfjórðungi 2014-2019



Heimild: Hagstofa Íslands.

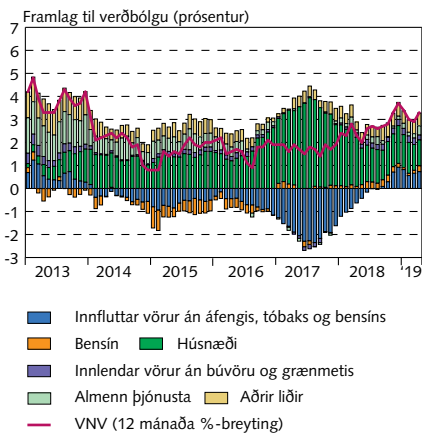
Mynd VI-3

Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2013 - apríl 2019



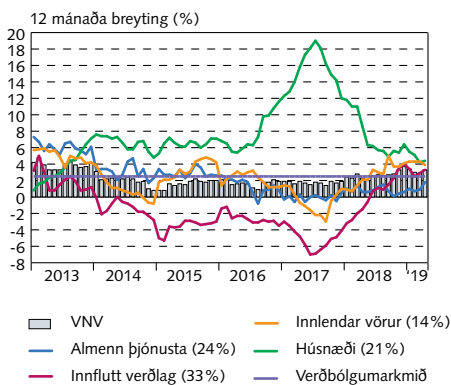
1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukennndra matvörulíða, bensíns, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána eru undanskilin) og tölfræðilegum mælikvörðum (vegjið miðgildi, klípt meðaltal, kvik þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-4
Undirliðir verðbólgu
Janúar 2013 - apríl 2019



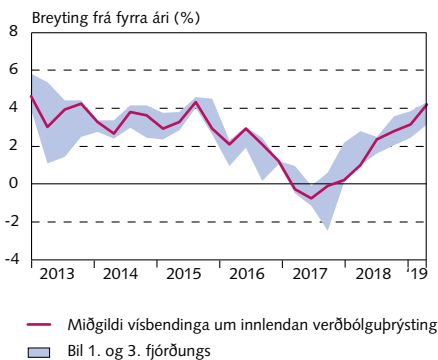
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-5
Innlend og innflutt verðbólga¹
Janúar 2013 - apríl 2019



1. Innflutt verðbólga er nálgðuð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í VNV.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-6
Innlendur verðbólguþrýstingur¹
1. ársfj. 2013 - 1. ársfj. 2019



1. Skyggða svæðið inniheldur fimm visbendingar um innlendan verðbólguþrýsting. Visbendingarnar eru launakostnaður á framleidda einingu (hreyfanlegt meðaltal), verðvisitala VLF, verð almennrar þjónustu, verð innlendirar vöru og framleiðsluverð afurða sem er seldar innanlands. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2019 fyrir verðvisitalu VLF og launakostnað á framleidda einingu.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

verðbólgu síðan í lok árs 2017. Á sama tíma hefur smám saman dregið úr framlagi húsnæðis til verðbólgu en það náði hámarki sumarið 2017 (mynd VI-4). Kostnaður vegna eigin húsnæðis hafði í apríl hækkað um 4% milli ára og mátti rekja þriðjung af ársverðbólgu til húsnæðisliðarins. Framlag innfluttrar og innlendirar vöru til verðbólgu hefur hins vegar aukist á móti og skýrðu þessir undirliðir samanlagt tæpan helming hennar.

Dregið hefur úr áhrifum gengislækkunar krónunnar á innflutningsverð ...

Í kjölfar nokkurrar verðhækkunar innfluttrar vöru á seinni hluta síðasta árs dró úr áhrifum gengislækkunar krónunnar á innflutningsverð á fyrsta ársfjórðungi. Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur lækkað um rúmlega 11% sl. tólf mánuði en verð innfluttrar vöru í vísitölu neysluverðs hafði í apríl hækkað um 3,3% frá fyrra ári (mynd VI-5). Fyrirtæki hafa því hingað til ekki velt gengislækkun krónunnar að fullu út í verðlag sem endurspeglar líklega aukna samkeppni, hægari vöxt innlendirar eftirspurnar, minni verðbólgu í helstu viðskiptalöndum og lækkun verðbólguvæntinga. Verð á fatnaði og skóm hefur t.d. einungis hækkað um 1,3% milli ára og verð á húsgögnum og heimilisbúnaði um 3%. Hins vegar hefur olíuverð á heimsmarkaði hækkað frá byrjun þessa árs og til viðbótar við bein áhrif á mælda verðbólgu gætu óbein áhrif þess á t.d. flugfargjöld orðið nokkur.

... en blikur eru á lofti vegna kostnaðarhækkana hjá fyrirtækjum

Innlendur verðbólguþrýstingur fór vaxandi eftir því sem leið á síðasta ár og hefur sú þróun haldið áfram það sem af er þessu ári (mynd VI-6). Verð innlendirar vöru hefur hækkað um 3,9% sl. tólf mánuði. Framlag hennar til ársverðbólgu nam 0,5 prósentum í apríl og mátti rekja stóran hluta þess til verðhækkunar innlendirar búvöru. Þó hefur dregið á ný úr hækkun framleiðsluverðs afurða sem seldar eru innanlands eftir hraða hækkun á seinni hluta síðasta árs. Framlag almennrar þjónustu til verðbólgu hefur verið lítið undanfarin misseri og var það svipað á fyrsta fjórðungi þessa árs og það var á sama tíma fyrir ári. Það jókst hins vegar í apríl, einkum vegna hækkunar flugfargjalda, og hafði verð almennrar þjónustu hækkað um 1,8% frá fyrra ári (mynd VI-7).

Niðurstöður úr vorkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru þær að rúmur helmingur stjórnenda taldi þörf á að hækka verð á eigin vöru og þjónustu á næstu sex mánuðum sem er nánast óbreytt frá haustkönnuninni í fyrra (mynd VI-8). Hins vegar þjuggust tæplega 80% stjórnenda við hækkun aðfangaverðs á næstu sex mánuðum sem er töluverð fjölgun frá síðustu könnun. Í könnuninni kom einnig fram að 80% stjórnenda töldu launakostnað hafa mest áhrif til verðhækkunar á eigin afurðum.¹ Í ljósi þess að kostnaður fyrirtækja hefur aukist töluvert undanfarin misseri vegna launahækkana og gengislækkunar krónunnar gætu þær umsöndu launahækkunarir sem eru framundan leitt til vaxandi verðbólguþrýstings en á móti vegar að útlit er fyrir að framleiðsluspenna minnki hratt á þessu ári (sjá kafla IV).

1. Könnun Gallup var framkvæmd í febrúar og mars sl., áður en kjarasamningar voru undirritaðir.

Meiri hækkun launa árið 2017 en minni árið 2018

Hagstofa Íslands birti í mars sl. nýjar tölur fyrir laun og launatengd gjöld þar sem fyrri tölur voru lítillega endurskoðaðar. Mat á launaþróun ársins 2017 breyttist mest en samkvæmt nýju birtingunni var árshækkun launa á vinnustund 9,2% á árinu eða 1,7 prósentum meiri en áður var talið. Þá voru í fyrsta sinn birtar tölur fyrir síðasta ár en þær gáfu til kynna að laun á vinnustund hefðu hækkað um 4,5% frá fyrra ári en í febrúarspá *Peningamála* var hins vegar gert ráð fyrir 7% hækkun á árinu. Miðað við nýjustu tölur Hagstofunnar virðist því launaþróun ársins 2017 hafa verið vanmetin en hækkun launa í fyrra ofmetin. Heilt yfir er þróunin yfir þetta tveggja ára tímabil í takt við febrúarspána: í febrúar var gert ráð fyrir 7,5% meðalhækkun launa árin 2017-2018 en nýjar tölur gefa til kynna að hún hafi verið 7%. Endurskoðun fyrri talna hafði sambærileg áhrif á hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum. Var hlutfallið heldur hærra á árinu 2017 en áður var talið en lægra í fyrra og í takt við febrúarspána fyrir árin tvö í heild. Nú er talið að launahlutfallið hafi verið 64,3% í fyrra sem er 0,5 prósentum hærra en á árinu á undan og 3,8 prósentum yfir tuttugu ára meðaltali.

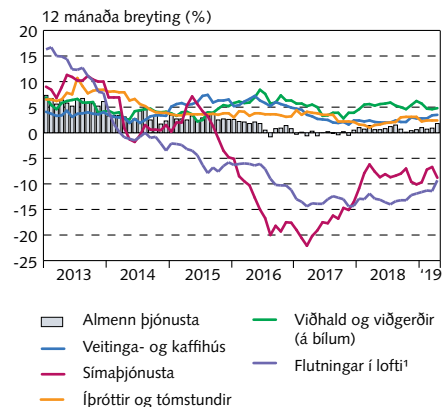
Horfur á meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu en gert var ráð fyrir í febrúar

Áfram hægð í árshækkun launa á fyrsta fjórðungi ársins þar sem ekki hafði verið samið um kjarasamningsbundnar launahækkanir á árinu. Launavísitalan hækkaði um 5,7% milli ára á fjórðungnum en það er svipuð hækkun og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Vísitala heildarlauna hækkaði hins vegar heldur minna á síðasta fjórðungi fyrra árs eða um 5,4% samanborið við 6,1% hækkun launavísitölu (mynd VI-9).

Í byrjun apríl sl. var skrifað undir kjarasamninga sem ná yfir stóran hluta almenna vinnumarkaðarins en áhrifa þeirra mun að öllum líkindum gæta víðar. Umsamdar hækkanir fyrir árið í ár eru svipaðar og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Þá var hins vegar búist við samningi með framhlöðnum launahækkunum en nú er útlit fyrir að þungi þeirra færist síðar á samningstímamann (sjá nánar í rammagrein 4). Samkvæmt grunnspánni hækka laun á vinnustund um 6,1% í ár sem er lítillega meiri hækkun en spáð var í febrúar. Nærri helmingur árshækkunarinnar er hins vegar vegna grunnáhrifa því að jafnvel þótt laun stæðu í stað í ár væri breyting milli ársmeðaltala í ár og í fyrra 2,6%. Yfir þetta og næstu tvö ár hækka laun um tæplega 1 prósentu meira á ári en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Munurinn er meiri þegar horft er til launakostnaðar á framleidda einingu þar sem horfur eru á hægari framleiðnivexti á tímabilinu (sjá kafla V). Talið er að framleiðni vinnuafis dragist lítillega saman í ár en aukist um tæplega 1 prósentu á ári næstu tvö ár. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar því um 7% í ár og um 4% að meðaltali á næstu tveimur árum sem er um 1½ prósentu meira á ári en gert var ráð fyrir í febrúar (mynd VI-10).

Mynd VI-7

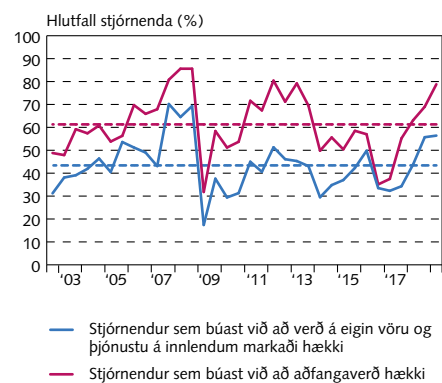
Almenn þjónusta og valdir undirliðir
vísitölu neysluverðs
Janúar 2013 - apríl 2019



1. Tölf mánaða hreyfanlegt meðaltal.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-8

Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurða-
verð næstu 6 mánuði 2002-2019¹

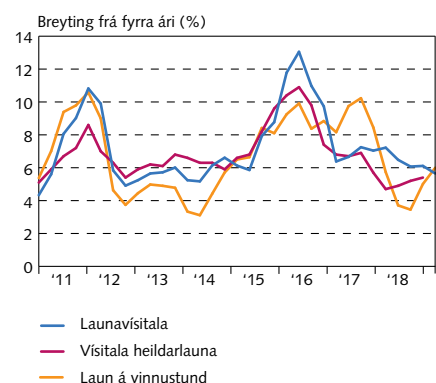


1. Brotalínur sýna meðaltöl frá 2002.
Heimild: Gallup.

Mynd VI-9

Laun á mismunandi mælikvarða¹

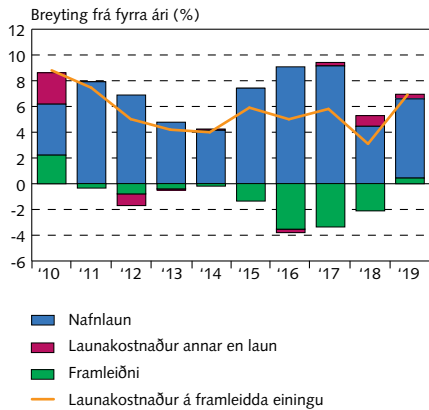
1. ársfj. 2011 - 1. ársfj. 2019



1. Laun á vinnustund byggjast á árstölum fyrir launahluta launa og launatengdra gjalda úr framleiðsluþgjöri í hlutfalli við heildarvinnustundir úr vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar og eru áætluð fyrir 1. ársfj. 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-10

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2010-2019¹

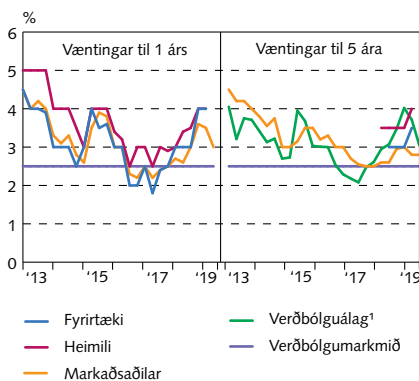


1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2019. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-11

Verðbólguvæntingar

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2019



1. Nýjasta gildið er meðaltal daglegra gilda frá 1. apríl til 17. maí 2019. Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Verðbólguvæntingar

Skammtímaverðbólguvæntingar virðast hafa náð hámarki ...

Verðbólguvæntingar til skamms tíma eru hærri nú en fyrir ári á alla mælikvarða en virðast þó hafa náð hámarki. Samkvæmt vorkönnunum Gallup væntu heimili og stjórnendur fyrirtækja þess að verðbólga yrði 4% eftir eitt ár sem er óbreytt frá síðustu könnun. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára eru svipaðar og hafa haldist óbreyttar undanfarið ár. Verðbólguvæntingar markaðsaðila eru hins vegar teknar að lækka á ný. Hið sama á við um verðbólguálag á skuldabréfamarkaði (tafla VI-1 og mynd VI-11).²

... og langtímaverðbólguvæntingar lækka á ný

Samkvæmt vorkönnunum Gallup þjuggust heimili og stjórnendur fyrirtækja við að verðbólga yrði 3,5-4% að meðaltali á næstu fimm árum sem var 0,5 prósentna hækkun milli kannana. Hins vegar vænta markaðsaðilar þess að verðbólga verði að meðaltali 2,8% á næstu fimm árum og 2,7% á næstu tíu árum og hafa tíu ára væntingar lækkað lítillega milli kannana en fimm ára væntingar eru óbreyttar. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára hefur einnig lækkað undanfarna mánuði og verið að meðaltali um 3% það sem af er öðrum ársfjórðungi. Langtímaverðbólguvæntingar á markaði hafa því færst nær verðbólguþáttinum á ný sem er líklega samspil þess að horfur eru á að það dragi hratt úr spennu í þjóðarbúskapnum, dregið hefur úr óvissu vegna niðurstöðu kjarasamninga og gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt undanfarna mánuði.

Tafla VI-1 Verðbólguvæntingar (%)¹

	2. ársfj. 2019	1. ársfj. 2019	2. ársfj. 2018	2. ársfj. 2019	1. ársfj. 2019	2. ársfj. 2018
	1 árs			2 ára		
Fyrirtæki	-	4,0	3,0	-	3,5	3,5
Heimili	-	4,0	3,4	-	4,0	4,0
Markaðsaðilar	3,0	3,5	2,6	2,8	3,0	2,7
Verðbólguálag	3,2	3,6	2,5	3,2	3,7	2,7
	5 ára			10 ára		
Fyrirtæki	-	3,5	3,0	-	-	-
Heimili	-	4,0	3,5	-	-	-
Markaðsaðilar	2,8	2,8	2,7	2,7	2,8	2,7
Verðbólguálag	3,0	3,7	3,1	2,9	3,7	3,3

1. Nýjstu kannanir Gallup á verðbólguvæntingum fyrirtækja og heimila voru framkvæmdar í febrúar og mars 2019 og könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila í byrjun maí 2019. Ekki er spurt um tíu ára verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja. Nýjasta gildið fyrir verðbólguálag á skuldabréfamarkaði er meðaltal daglegra gilda frá 1. apríl til 17. maí 2019.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

2. Verðbólguálagið er reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Við túlkun þess þarf að hafa í huga að það inniheldur einnig áhættuálag sem tengist seljanleika bréfanna auk áhættuálags vegna óvissu um verðbólgu. Hækkun verðbólguálagsins í fyrra endurspeglar líklega að einhverju leyti hækkun áhættuálags á skuldabréfamarkaði. Lækkun álagsins að undanfögnu mætti því einnig að hluta rekja til lækkunar áhættuálags.

Eitt megin-einkenni efnahagspróunar hér á landi sem og erlendis eru endurtekin umskipti efnahagssumsvifa á milli efnahagslæggða og -uppsveiflna eða það sem kallaðar eru hagsveiflur. Þessar sveiflur geta verið mislangar og miskröftugar en yfirleitt eru þær skilgreindar sem sveiflur sem geta varað frá einu upp í átta ár. Ýmsar aðferðir eru til við að bera kennsl á og tímasetja hagsveiflur og í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu eru starfandi opinberar sérfræðinganefndir sem hafa það hlutverk. Í Bandaríkjunum hefur sérfræðinganefnd bandarísku hagrannsóknastofnunarinnar (NBER, e. National Bureau of Economic Research) verið falið þetta verkefni og á evrusvæðinu er samsvarandi verkefni falið sérfræðinganefnd evrópsku hagstjórnarrannsóknastofnunarinnar (CEPR, e. Centre for Economic Policy Research). Í báðum tilvikum er notast við fjölbreytilegar tölfræðiaðferðir við að tímasetja hagsveiflur út frá undirliggjandi þróun fjölda hagstærða. Í öðrum löndum þar sem ekki liggur fyrir opinbert mat á tímasetningum hagsveiflna er oftast notast við einfaldari tölfræðiaðferðir og er áreiðanleiki þeirra jafnan metinn út frá því hversu vel þeim tekst til við að líkja eftir hinum opinberu tímasetningum hagsveiflna í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu.

Ein aðferð sem hefur notið vinsælda er hið svokallaða Markov-líkan Hamiltons (1989) en rannsóknir hafa sýnt að það líkir náði eftir tímasetningum efnahagslæggða og -uppsveiflna í Bandaríkjunum (sjá t.d. Hamilton, 1989) og á evrusvæðinu (sjá t.d. Artis o.fl., 2004), auk þess sem það þykir henta vel við greiningu og túlkun á megin-eiginleikum hagsveiflna. Í grunninn gengur Markov-líkanið út á að hagsveiflum megi lýsa sem slembiferli þar sem þjóðarbúið sveiflast á milli tveggja hagvaxtarfasa. Í öðrum fasanum er hagvöxtur lítill eða jafnvel neikvæður og samsvarar þá efnahagslæggðum. Í hinum fasanum er hagvöxtur meiri og samsvarar þá efnahagsuppsveiflum. Í Markov-líkaninu er líkindadreifing sveiflna milli þessara tveggja fasa metin meðfram matinu á meðalhagvexti beggja hagvaxtarfasa. Þetta líkan hefur áður verið notað af Lúðvíki Elíassyni (1998) og Þórami G. Péturssyni (2000) til að meta hagsveiflur á Íslandi.

Einfalt Markov-líkan af hagsveiflum

Ef g_t táknar hagvöxt, er hægt að lýsa Markov-líkani Hamiltons í sinni einföldustu mynd með eftirfarandi hætti:

$$(1) \quad g_t = \mu(s_t) + v_t$$

þar sem $\mu(s_t)$ er meðalhagvöxtur og v_t er normaldreifð slembistærð með meðaltal 0 og staðalfrávik σ_v . Samkvæmt Markov-líkaninu sveiflast hagvöxtur því í kringum meðalhagvöxt sinn $\mu(s_t)$ sem ræðst af undirliggjandi slembistærð s_t , sem getur tekið tvö gildi sem endurspeglar annars vegar efnahagslæggð ($s_t=0$), μ_0 , og hins vegar efnahagsuppsveiflu ($s_t=1$), μ_1 :

$$(2) \quad \mu(s_t) = (1 - s_t)\mu_0 + s_t\mu_1$$

Líkanum á að sveiflast milli efnahagslæggðar og -uppsveiflu er lýst með tveggja fasa Markov-keðju:

$$(3) \quad \Pr(s_t = 0 | s_{t-1} = 0) = p; \quad \Pr(s_t = 1 | s_{t-1} = 1) = q$$

Ef þjóðarbúskapurinn er í efnahagslæggð í dag eru p líkur á því að hann verði það áfram á næsta tímabili en $(1 - p)$ líkur á að hann sveiflist á milli hagvaxtarfasa og verði í efnahagsuppsveiflu. Með sama hætti eru q líkur á að þjóðarbúskapurinn haldi áfram í uppsveiflu á næsta tímabili sé hann í uppsveiflu í dag en $(1 - q)$ líkur á viðsnúningi yfir í efnahagslæggð.

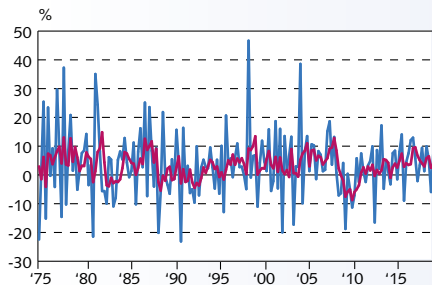
Rammagrein 1

Efnahagslæggðir á Íslandi frá árinu 1975

Mynd 1

Hagvöxtur á Íslandi¹

1. ársfj. 1975 - 4. ársfj. 2018



— Breyting frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli
— Breyting frá fyrra ári

1. Breyting frá fyrri fjórðungi byggist á árstíðarleiðréttum tölum. Gögn Hagstofu Íslands frá 1997 en áætlun Seðlabankans fyrir þann tíma. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Til að meta Markov-líkan af hagsveiflum á Íslandi er notast við ársfjórðungsleg gögn fyrir verga landsframléiðslu frá fyrsta ársfjórðungi 1975 til fjórða ársfjórðungs 2018. Þar sem ársfjórðungslegir þjóðhagsreikningar Hagstofu Íslands ná einungis aftur til ársins 1997 er notast við ársfjórðungsgögn fyrir tímabilið 1975-1996 sem búið hafa verið til af Seðlabankanum fyrir gagnagrunn þjóðhagslíkans bankans (sjá lýsingu á aðferðafræði í Ásgeir Daníelsson o.fl., 2015, kafla 14). Eins og mynd 1 sýnir eru miklar sveiflur í ársfjórðungslegum hagvexti og óregla milli einstaka fjórðunga oft veruleg. Árshagvöxtur sýnir hins vegar jafnari og reglubundnari þróun og því er Markov-líkanið metið með árlegum hagvexti, þ.e. lógariþma-breytingu landsframléiðslu frá sama ársfjórðungi fyrra árs.

Til að ná betur að lýsa skammtímaþróun hagvaxtar á tímabilinu er líkanið metið með tveimur töfum af hagvexti sem er í samræmi við niðurstöður Schwarz-prófsins.¹ Hið metna líkan er því gefið sem:

$$(4) \quad g_t = \alpha(s_t) + \beta g_{t-1} + \gamma g_{t-2} + v_t$$

Þar sem meðalhagvöxtur í hagvaxtarfösunum tveimur er gefinn sem $\mu(s_t) = \alpha(s_t)/(1 - \beta - \gamma)$. Tafla 1 sýnir matið á Markov-líkaninu. Meðalhagvöxtur í efnahagsuppsveiflum er að jafnaði 4,8% en í efnahagslægðum er að jafnaði 3,5% samdráttur. Tölfræðimatið bendir jafnframt til þess að hagsveiflufasarnir tveir séu mjög þrálátir: líkurnar á því að vera áfram í efnahagsuppsveiflu frá einum ársfjórðungi til annars eru um 95% en líkurnar á að vera áfram í efnahagslægð eru heldur minni eða 80%. Það eru því miklar líkur á að þjóðarþúið haldi áfram í sama hagsveiflufasa frá einum ársfjórðungi til annars og hliðranir milli þeirra eru tiltölulega fáttíðar. Þetta sést einnig á matinu á væntri lengd þeirra en samkvæmt tölfræðimatinu er vænt lengd efnahagslægða fimm ársfjórðungar eða 1,25 ár en vænt lengd efnahagsuppsveiflu er töluvert lengri eða um fimm ár. Að lokum sýnir taflan mat á óskilyrtum líkum á að vera í efnahagslægð eða -uppsveiflu á þessu tæplega hálfra aldar tímabili. Samkvæmt matinu hefur þjóðarþúið verið um fimmtungu tímans frá árinu 1975 í efnahagslægð en 80% tímans í efnahagsuppsveiflu (meðalhagvöxtur á tímabilinu er því 3,1%, þ.e. $0,2 \times (-3,5\%) + 0,8 \times 4,8\%$). Eins og búast má við er þjóðarþúið oftast í uppsveiflu en í lægð og að jafnaði vara uppsveiflurnar töluvert lengur en efnahagslægðirnar. Matið á væntri lengd hagsveiflufasanna tveggja

Tafla 1 Mat á tveggja fasa Markov-líkani¹

	Stikamat
Meðalhagvöxtur í efnahagslægðum, μ_0	-0,035
Meðalhagvöxtur í efnahagsuppsveiflum, μ_1	0,048
Líkur á að vera áfram í efnahagslægð ef þegar í lægð, p	0,800
Líkur á að vera áfram í efnahagsuppsveiflu ef þegar í uppsveiflu, q	0,950
Vænt lengd efnahagslægða, $d_0 = 1/(1-p)$	5,00
Vænt lengd efnahagsuppsveiflna, $d_1 = 1/(1-q)$	20,05
Líkur á að vera í efnahagslægð, $\Pr(s_t = 0) = (1-q)/(2-p-q)$	0,200
Líkur á að vera í efnahagsuppsveiflu, $\Pr(s_t = 1) = 1 - \Pr(s_t = 0)$	0,800

1. Taflan sýnir niðurstöður mats á tveggja fasa Markov-líkani metnu með ársfjórðungsgögnum fyrir tímabilið 1. ársfj. 1975 til 4. ársfj. 2018 (fjöldi mælinga er því 176). Gögn Hagstofu Íslands frá 1997 en áætlun Seðlabankans fyrir þann tíma. Lengd efnahagslægða og -uppsveiflna mæld í ársfjórðungum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Hægt er að útvíkka Markov-líkan Hamiltons á marga vegu, t.d. með því að fjölga hagvaxtarfösom og leyfa breytileika slembistærðarinnar v_t að vera mismikinn milli fasanna. Fjallað er um mismunandi útfærslur og útvíkanir líkansins í Þórarinn G. Pétursson (2000).

samsvarar einnig því að heil hagsveifla vari að jafnaði liðlega sex ár sem er í takt við dæmigerða lengd hagsveiflna eins og áður hefur komið fram. Markov-líkanið nær því að lýsa megineinkennum hefðbundinna hagsveiflna með fullnægjandi hætti.

Mat á tímasetningum efnahagslæggða

Markov-líkanið gefur einnig mat á líkum á því að þjóðarbúið sé í efnahagslæggð, þ.e. þau tímabil þar sem meira en helminglíkur eru á að $s_t=0$ (mynd 2). Matið gefur fjögur slík tímabil: hið fyrsta snemma á níunda áratug síðustu aldar, annað undir lok níunda áratugarins, hið þriðja snemma á tíunda áratugnum og það síðasta í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008. Tafla 2 gefur nánari upplýsingar um þessi fjögur tímabil.

Tafla 2 Efnahagslæggðir á Íslandi frá 1975¹

Upphaf	Lok	Breyting VLF (%)	Meðalhagvöxtur (%)	Lengd (ársfj.)	Lengd (ár)
2. ársfj. 1982	4. ársfj. 1983	-4,9	-1,7	7	1,75
2. ársfj. 1988	4. ársfj. 1988	-2,2	-2,8	3	0,75
4. ársfj. 1990	4. ársfj. 1992	-7,2	-1,9	9	2,25
2. ársfj. 2008	3. ársfj. 2010	-12,1	-4,1	10	2,50

1. Taflan sýnir upphaf og lok efnahagslæggða eins og þær eru metnar með tveggja fasa Markov-líkani í töflu 1. Breyting vergrar landsframleiðslu (VLF) sýnir breytingu frá hátoppi VLF í upphafi efnahagslæggðar til loka hennar en meðalhagvöxtur sýnir árlega meðalbreytingu VLF á samdráttartímabilinu.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fyrsta efnahagslæggðin náði frá miðju ári 1982 til ársloka 1983 og stóð því yfir í tæplega tvö ár. Upphaf hennar mátti rekja til alvarlegs aflabrests sem olli miklum samdrætti í útflutningi og efnahagsumsvifum. Landsframleiðslan dróst saman um tæplega 5% frá upphafi til loka efnahagslæggðarinnar og að meðaltali var ársdagvöxtur -1,7% á tímabilinu. Þegar leið á níunda áratuginn fór saman aflasamdráttur og rýrnun viðskiptakjara og í kjölfarið fylgdi efnahagslæggð sem stóð yfir frá miðju ári 1988 til loka þess árs. Þetta samdráttarskeið var því tiltölulega stutt og milt en landsframleiðslan dróst saman um liðlega 2% á tímabilinu. Þriðja efnahagslæggðin fylgdi hins vegar fljótleiga í kjölfarið en hún hófst undir lok árs 1990 og varði til ársloka 1992. Þessi efnahagslæggð var töluvert alvarlegri en sú fyrri: hún stóð yfir í ríflega tvö ár og landsframleiðslan dróst saman um liðlega 7%. Áhrifa aflasamdráttar og viðskiptakjara-rýrnunar gætti enn en til viðbótar komu samdráttaráhrif verulega aukins taumhalds peningastefnunnar undir lok áratugarins eftir að nafnvextir voru gefnir frjálsir og aukin áhersla var lögð á verðstöðugleika í innlendri hagstjórn. Síðasta efnahagslæggðin í kjölfar fjármálakreppunnar haustið 2008 er hins vegar langalvarlegasta kreppan sem íslenskur þjóðarbúskapur hefur gengið í gegnum á þessu tæplega hálfra aldar tímabili.² Landsframleiðslan dróst saman um 12% á þessu ríflega tveggja ára tímabili sem samdráttarskeiðið stóð yfir og meðalhagvöxtur mældist -4% á tímabilinu. Þetta sést enn betur á mynd 3 sem sýnir þróun árstíðarleiddrettar landsframleiðslu á tímabilinu.³

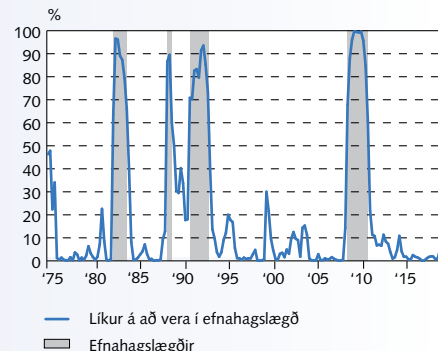
2. Hún er jafnframt ein sú alvarlegasta í nútímasögu Íslands eins og rakið er í Bjarni G. Einarsson o.fl. (2015).

3. Tímasetningar þessara fjögurra efnahagslæggða ríma ágætlega við niðurstöður annarra rannsókna á innlendri hagsveiflu, eins og t.d. Guðmundar Magnússonar og Tórs Einarssonar (1985), Lúðvíks Eliassonar (1998) og Þórarins G. Péturssonar (2000) en þær tvær síðarnefndu byggjast einnig á mati á Markov-líkani. Meginfrávikkið liggur í matinu á efnahagslæggðunum tveimur seint á níunda áratugnum og snemma á þeim tíunda en

Mynd 2

Efnahagslæggðir á Íslandi¹

1. ársfj. 1975 - 4. ársfj. 2018



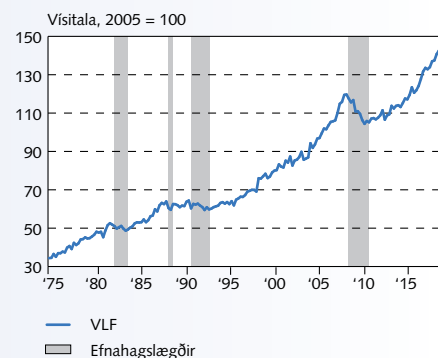
1. Líkur (e. smoothed probability) á að vera í efnahagsamdrætti út frá tveggja fasa Markov-líkani fyrir hagvöxt. Metnar með ársfjórðungsgögnum fyrir tímabilið 1975 til 2018. Gögn Hagstofu Íslands frá 1997 en áætlun Seðlabankans fyrir þann tíma.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

VLF á Íslandi og efnahagslæggðir¹

1. ársfj. 1975 - 4. ársfj. 2018



1. Árstíðarleiddrett verg landsframleiðsla (VLF). Gögn Hagstofu Íslands frá 1997 en áætlun Seðlabankans fyrir þann tíma.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Alþjóðlegur samanburður á efnahagslögðum

Tafla 3 ber saman tímasetningar efnahagslögða hér á landi og í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu út frá opinberum tímasetningum NBER og CEPR. Eins og sjá má er verulegur samhljómur þar á milli. Alþjóðleg efnahagslögð varð um miðjan áttunda áratug síðustu aldar í kjölfar fyrstu olíukreppunnar. Efnahagslögð mældist reyndar ekki hér á landi samkvæmt matinu á Markov-líkaninu en eins og sést á mynd 2 er líkanið mjög nálægt því að skilgreina fyrri hluta ársins 1975 sem efnahagslögð. Efnahagslögð varð einnig í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu snemma á níunda áratugnum sem fyrst og fremst má rekja til aðhaldsaðgerða seðlabanka víða um heim til að ná tókum á verðbólgu. Sömu ástæður lágu að baki efnahagslögðinni í upphafi tíunda áratugarins en við bættust neikvæð áhrif olíukreppunnar árið 1990. Skammvinn efnahagslögð varð einnig í Bandaríkjunum í byrjun nýrrar aldar sem rekja má til snarprar leiðréttingar á verði hlutabréfa tæknifyrirtækja. Efnahagslögð varð að sama skapi um allan heim í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar en einnig varð efnahagslögð á evrusvæðinu á árunum 2011-2013 í tengslum við ríkisskuldavanda ýmissa aðildarríkja gjaldmiðlasvæðisins.

Tafla 3 Alþjóðlegur samanburður á tímasetningum efnahagslögða frá 1975¹

Bandaríkin	Evrusvæðið	Ísland
1. fj. '74 – 1. fj. '75 (5)	4. fj. '74 – 1. fj. '75 (2)	
2. fj. '80 – 3. fj. '80 (2)		
4. fj. '81 – 4. fj. '82 (5)	2. fj. '80 – 3. fj. '82 (10)	2. fj. '82 – 4. fj. '83 (7)
		2. fj. '88 – 4. fj. '88 (3)
4. fj. '90 – 1. fj. '91 (2)	2. fj. '92 – 3. fj. '93 (6)	4. fj. '90 – 4. fj. '92 (9)
2. fj. '01 – 4. fj. '01 (3)		
1. fj. '08 – 2. fj. '09 (6)	2. fj. '08 – 2. fj. '09 (5)	2. fj. '08 – 3. fj. '10 (10)
	4. fj. '11 – 1. fj. '13 (6)	
Meðallengd 1,0 ár	Meðallengd 1,5 ár	Meðallengd 1,8 ár
Meðalsamdráttur -2,1%	Meðalsamdráttur -2,2%	Meðalsamdráttur -6,6%

1. Taflan sýnir tímasetningar efnahagslögða á Íslandi úr töflu 2 og samanburð við efnahagslögðir í Bandaríkjunum (NBER-tímasetningar) og á evrusvæðinu (CEPR-tímasetningar). Lengd efnahagslögða mæld í fjölda ársfjórðunga er sýnd í svigum.

Heimild: Seðlabanki Íslands, CEPR, European Central bank AWM database NBER, Thomson Reuters.

Eins og sést í töflu 3 eiga allar fjórar efnahagslögðirnar hér á landi sér samsvörun erlendis á svipuðum eða sama tíma og er innlend hagsveifla um 80% af tímanum í sama fasa og hagsveiflan í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu. Efnahagslögðir hafa að jafnaði verið heldur lengri hér á landi en í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu en á móti kemur að lögðirnar hér eru færri. Tafla 3 sýnir einnig að efnahagslögðir hafa að jafnaði verið dýpri hér á landi sem að hluta endurspeglar alvarleg áhrif fjármálakreppunnar en einnig þá staðreynd að innlendir þjóðarbúskapur hefur löngum verið sveiflukenndari en í stærri þróuðum ríkjum.

Samantekt

Mat á innlendri hagsveiflu með Markov-líkani Hamiltons (1989) auðkennir fjórar efnahagslögðir hér á landi frá árinu 1975. Hin fyrsta var snemma á níunda áratug síðustu aldar í kjölfar alvarlegs aflabrests. Tvær efnahagslögðir voru á árunum í kringum 1990: hin fyrri í kjölfar viðskiptakjararýrnunar og samdráttar í sjávarútvegi eftir

samkvæmt Markov-líkani þeirra mælist það sem ein samfelld átta ára efnahagslögð. Tímasetningar passa einnig vel við niðurstöður Bjarna G. Einarssonar o.fl. (2013) sem nota beygjuskilaaðferð Harding og Pagan (2002).

ofveiði árána á undan en á þeirri seinni bætast við samdráttaráhrif hækkandi raunvaxta eftir að nafnvextir voru gefnir frjálsir á seinni hluta níunda áratugarins. Síðasta og jafnframt alvarlegasta efnahagslæðin fylgdi í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar sem hófst haustið 2008. Þótt innlendir þættir vegi þungt í að skýra efnahagslæðir hér á landi benda svipaðar tímasetningar á upphafi efnahagslæðna hér á landi og í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu til þess að alþjóðlegir þættir vegi þar einnig þungt.

Heimildir

- Artis, M., H.-M. Krolzig og J. Toro (2004). The European business cycle. *Oxford Economic Papers*, 56, 1-44.
- Ásgeir Daniélsson, Bjarni G. Einarsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson, Signý Sigmundardóttir, Jósef Sigurðsson, Rósa B. Sveinsdóttir (2015). QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy – Version 3.0. Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 71.
- Bjarni G. Einarsson, Guðjón Emilsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa B. Sveinsdóttir (2013). On our own? The Icelandic business cycle in an international context. Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 63.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2015). The long history of financial boom-bust cycles in Iceland – Part I: Financial crises. Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 68.
- Guðmundur Magnússon og Tór Einarsson (1985). Hagsveiflur, gengismál og jöfnunarsjóðir. Í *Klemensarbók* (ritstj. Sigurður Snævarr). Reykjavík: Félag viðskipta- og hagfræðinga.
- Hamilton, J. D., (1989). A new approach to the economic analysis of non-stationary time series and the business cycle. *Econometrica*, 57, 357-384.
- Harding, D., og A. Pagan (2002). Dissecting the cycle: A methodological investigation. *Journal of Monetary Economics*, 49, 365-381.
- Lúðvík Elíasson (1998). Mæling á íslenskri hagsveiflu á ársfjórðungsgrunni. Seðlabanki Íslands, óbirt handrit.
- Þórarinn G. Pétursson (2000). Business cycle forecasting and regime switching. Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 7.

Rammagrein 2

Viðnámspróttur
þjóðarbúsins við
hagsveifluskil

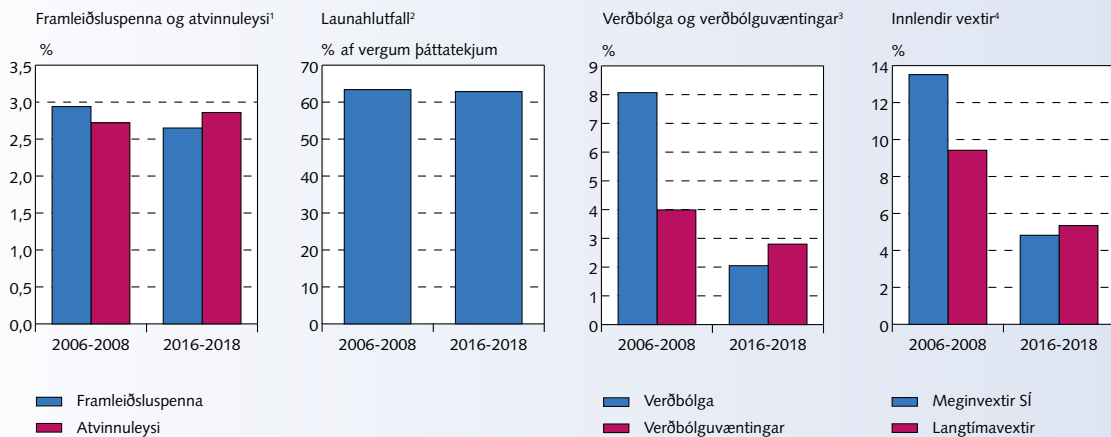
Hægt hefur á vexti efnahagssumsvifa og horfur eru á efnahagssamdrætti í ár. Í því samhengi er vert að skoða hvernig þjóðarbúið er í stakk búið til að takast á við efnahagslega ágjöf. Samanburður við stöðu þjóðarbúsins í aðdraganda samdráttarskeiðsins í kjölfar fjármálakreppunnar sem hófst haustið 2008 sýnir að heimili, fyrirtæki og þjóðarbúið í heild eru nú mun betur undir það búin að takast á við niðursveiflu í efnahagsmálum.

Áraun á framleiðslupætti hefur verið álíka mikil undanfarin ár og hún var fyrir áratug ...

Eins og sést á mynd 1 var framleiðsluspenna álíka mikil á árunum 2016-2018 og hún var á árunum 2006-2008. Spennan á vinnu-markaði var einnig áþekkt á þessum tveimur tímabilum eins og sést á álíka litlu atvinnuleysi og svipað háu launahlutfalli.

Mynd 1

Spenna í þjóðarbúinu áþekkt en verðbólga minni og vextir lægri



1. Framleiðsluspenna sem % af framleiðslugetu og atvinnuleysi samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar sem % af mannafla. 2. Laun og launatengd gjöld sem % af vergum þáttatekjum. 3. 5 ára verðbólguvæntingar út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði. 4. Meginvextir Seðlabankans eins og þeir eru skilgreindir á hverjum tíma. Langtímavextir eru 10 ára ríkisbréfavextir metnir út frá eingreiðslurófinu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

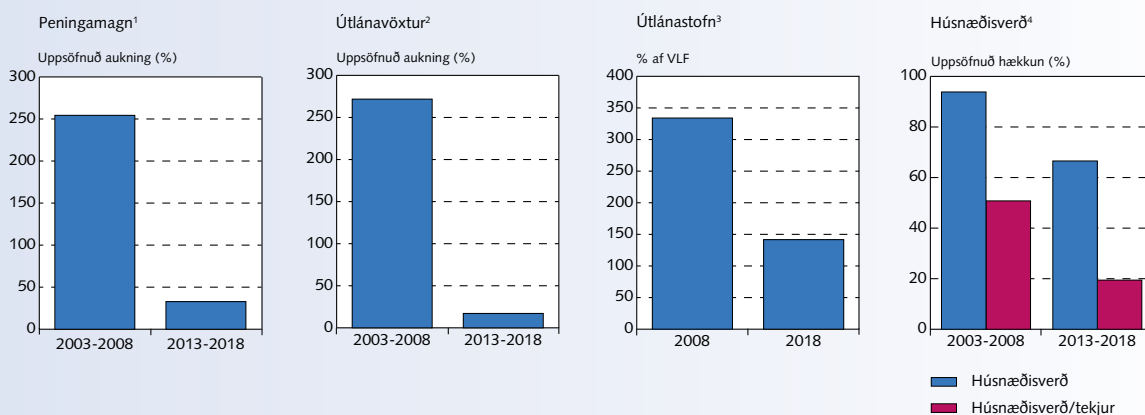
Þrátt fyrir að spennan í þjóðarbúinu hafi verið áþekkt hefur verðbólga verið töluvert minni undanfarin ár en hún var við lok síðasta þensluskeiðs. Hún var að meðaltali um 8% árin 2006-2008 en hefur einungis verið um 2% undanfarin þrjú ár. Aukinn verðstöðugleiki undanfarin ár sést einnig á því að langtímavæntingar hafa verið lægri undanfarin ár og nær verðbólgu-markmiði Seðlabankans en þær voru árin fyrir fjármálakreppuna. Vextir hafa því verið töluvert lægri undanfarin ár en þeir voru fyrir fjármálakreppuna, hvort sem litið er til meginvaxta Seðlabankans eða langtímavaxta á skuldabréfamarkaði.

... en ójafnvægið í fjármálakerfinu er töluvert minna núna ...

Eitt megineinkenni þensluskeiðsins í aðdraganda fjármálakreppunnar var mikið fjármálalegt ójafnvægi sem hafði byggst upp í kjölfar einkavæðingar stórs hluta innlends bankakerfis og umbreytinga á innlendum húsnæðislánamarkaði á fyrri hluta síðasta áratugar. Eins og sést á mynd 2 var vöxtur peningamagns í umferð gríðarlegur og hið sama má segja um útlánvöxt lánakerfisins. Þótt vöxtur peningamagns og útlána hafi sótt í sig veðrið undanfarin misseri er hann í engri líkingu við það sem hann var árin fyrir fjármálakreppuna. Hlutfall heildarútlána af landsframleiðslu hefur því í raun lítið hækkað undanfarin ár og er mun lægra nú en það var þegar fjármálakreppan skall á.

Mynd 2

Ekki sama ójafnvægi í fjármálakerfinu og var í aðdraganda fjármálakreppunnar



1. Aukning breiðs peningamagns (M3) yfir tímabilin 2003-2008 og 2013-2018. Tölur fyrir seinna tímabilið eru leiðréttar fyrir innlánun fallinna fjármálfyrirtækja. 2. Aukning heildarútlána lána-kerfisins (leiðréttar fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda) yfir tímabilin 2003-2008 og 2013-2018. 3. Útlánastofn lána-kerfisins sem % af VLF. 4. Hækking húsnæðisverðs og hlutfalls húsnæðisverðs og atvinnutekna (ráðstöfunartekna án fjármagnstekna) eftir skatt yfir tímabilin 2003-2008 og 2013-2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Húsnæðisverð hefur hækkað nokkuð undanfarin ár, þótt hægt hafi á hækkingum síðustu mánuði. Þrátt fyrir að hækkingin á tímabilinu 2013-2018 sé mikil er hún minni en hún var árin 2003-2008. Munurinn er enn meiri þegar hækkingin er sett í samhengi við mikinn tekjuvöxt undanfarinna ára. Mikil hækking húsnæðisverðs síðustu ár ber því síður einkenni bólu-myndunar en verðhækkingin í aðdraganda fjármálakreppunnar.¹

... og ytri staða þjóðarbúsins er mun betri nú en fyrir áratug

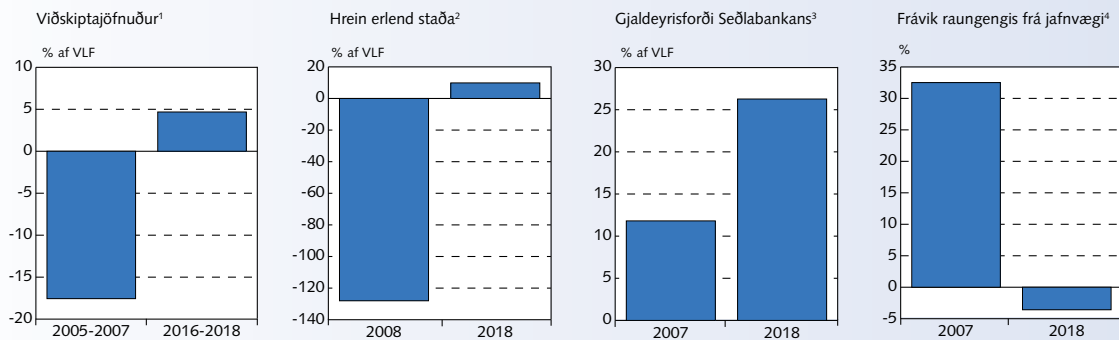
Ein birtingarmynd hins mikla fjármálalega ójafnvægis sem byggðist upp í aðdraganda fjármálakreppunnar var gríðarlegur viðskiptahalli sem náði hámarki í um 23% af landsframleiðslu árið 2006. Þótt hallinn hafi heldur minnkað á árunum þar á eftir var hann áfram mikill fram að fjármálakreppunni en þá lokaðist skyndilega fyrir aðgengi að erlendu lánsfé til að fjármagna hallann. Staðan undanfarinn áratug hefur verið allt önnur. Frá árinu 2009 hefur verið töluverður afgangur á viðskiptum við útlönd og undanfarin þrjú ár hefur hann numið að meðaltali tæplega 5% af landsframleiðslu (mynd 3).

Hrein erlend eignastaða þjóðarbúsins hefur einnig tekið algerum stakkaskiptum. Viðvarandi viðskiptahalli um áratuga-skeið hafði gert það að verkum að þjóðarbúið safnaði verulegum erlendum skuldum og í árslok 2008 var því svo komið að hreinar erlendar eignir voru orðnar neikvæðar um tæplega 130% af landsframleiðslu. Verulegur afgangur á viðskiptum við útlönd samhliða nauðasamningum stjórnvalda við föllnu banka gera það hins vegar að verkum að frá árinu 2016 hefur hrein erlend staða verið jákvæð, þ.e. erlendar eignir þjóðarbúsins hafa verið meiri en erlendar skuldir, og var orðin jákvæð um tæplega 10% af landsframleiðslu árið 2018. Á sama tíma hefur tekist að byggja upp gjald-eyrisforða sem fjármagnaður er innanlands og dugir fyrir erlendum skammtímaskuldum þjóðarbúsins. Þetta er töluverð breyting frá því sem var fyrir fjármálakreppuna þegar gjaldeyrisforði Seðlabankans var mun minni.

1. Í kafla I í *Peningamálum* 2017/2 eru raktar niðurstöður formlegs tölfræðiprófs sem leiða til sömu niðurstöðu. Minna fjármálalegt ójafnvægi nú en fyrir áratug er einnig í samræmi við rannsóknir á innlendra fjármálasveiflu. Sjá t.d. Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2016), „The long history of financial boom-bust cycles in Iceland – Part II: Financial cycles“, Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 72, og Önnundur P. Ragnarsson, Jón Magnús Hannesson og Loftur Hreinsson (2019), „Financial cycles as early warning indicators: Lessons from the Nordic Region“, Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 80.

Mynd 3

Alger stakkaskipti hafa orðið á ytri stöðu þjóðarbúsins



1. Viðskiptajöfnuður sem % af VLF. 2. Hrein erlend staða þjóðarbúsins sem % af VLF. 3. Gjaldeyrisforði sem % af VLF. 4. Frávik raungengis frá metnu jafnvægisraungengi. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

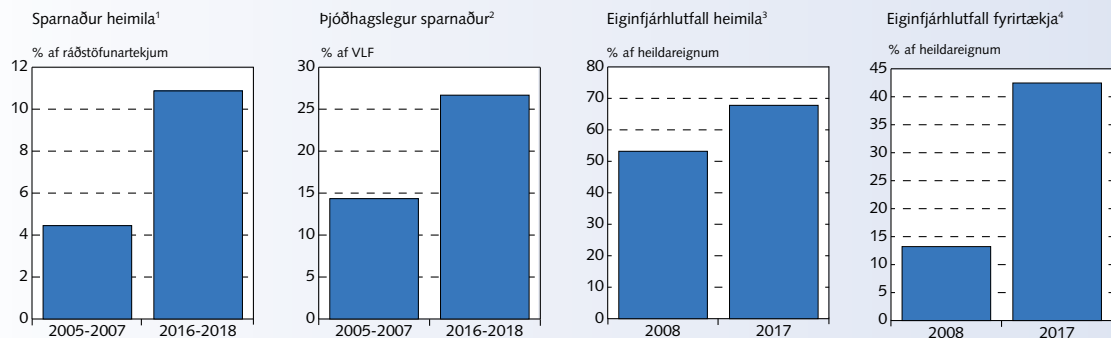
Betra ytra jafnvægi þjóðarbúsins hefur einnig endurspeglast í gengisþróun sem er í ríkari mæli grundvölluð af undirliggjandi efnahagsþáttum. Í aðdraganda fjármálakreppunnar virðist gengi krónunnar hafa verið of hátt eins og sjá má á þriðjungs frávikni raungengis frá jafnvægisgildi sínu. Þrátt fyrir töluverða hækkun raungengis undanfarin ár hefur fráviknið frá metnu jafnvægisraungengi verið mun minna og miðað við nýjasta mat Seðlabankans má ætla að raungengið hafi verið lítillega undir jafnvægisgildi sínu í fyrra.

Sparnaður hefur aukist mikið og fjárhagsstaða heimila og fyrirtækja styrkst

Önnur birtingarmynd viðvarandi afgangis á viðskiptum við útlönd og viðsnúnings á hreinni erlendri eignastöðu er aukinn innlendir sparnaður. Í aðdraganda fjármálakreppunnar var sparnaður íslenskra heimila tiltölulega lítill og þjóðhagslegur sparnaður, þ.e. heildarsparnaður heimila, fyrirtækja og hins opinbera, var orðinn sögulega lágur. Staðan nú er önnur þar sem heimilin og þjóðarbúið í heild hafa smám saman aukið sparnað sinn þrátt fyrir kröftugan útgjaldavöxt undanfarinna ára (mynd 4). Þetta, ásamt stórbættri eiginfjárstöðu heimila og fyrirtækja, gerir það að verkum að þjóðarbúið er mun betur í stakk búið til að takast á við efnahagsáfall en það var fyrir áratug.

Mynd 4

Sparnaður hefur aukist verulega og eiginfjárstaða heimila og fyrirtækja er sterk



1. Sparnaður heimila sem % af ráðstöfunartekjum heimila. 2. Þjóðhagslegur sparnaður sem % af VLF. 3. Eigið fé heimila án lífeyrisréttinda sem % af heildareignum þeirra samkvæmt upplýsingum úr skattframtölum en hlutabréfaeign samkvæmt fjármálareikningum og Nasdaq verðbréfamistöð. 4. Eigið fé atvinnufyrirtækja utan lyfjaframleiðslu, fjármála- og váttryggingarstarfsemi sem % af heildareignum þeirra.

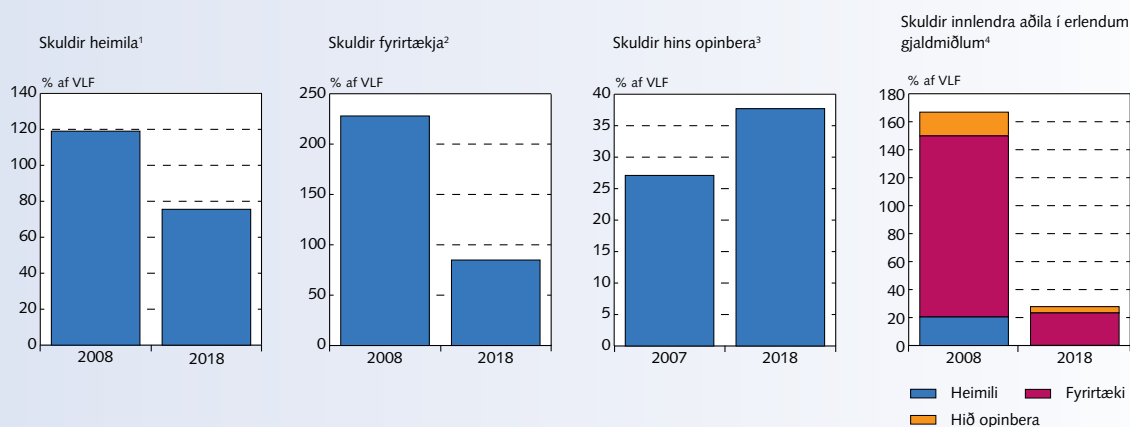
Heimildir: Hagstofa Íslands, Nasdaq verðbréfamistöð, Seðlabanki Íslands.

Skuldir heimila og fyrirtækja hafa minnkað mikið og staða þeirra er ekki eins viðkvæm fyrir gengissveiflum

Eins og sést á mynd 5 hafa skuldir heimila og fyrirtækja minnkað mikið frá því sem þær voru í aðdraganda fjármálakreppunnar. Skuldir heimila námu í árslok 2018 um 75% af landsframleiðslu en í árslok 2008 voru þær um 120% af landsframleiðslu. Skuldalækkun fyrirtækja er enn meiri: í fyrra voru skuldir þeirra um 88% af landsframleiðslu en hæst fóru þær í 228% af landsframleiðslu árið 2008. Ólíkt heimilum og fyrirtækjum eru skuldir hins opinbera nú en þær voru fyrir áratug sem endurspeglar þau alvarlegu áhrif sem fjármálakreppan hafði á fjárhagsstöðu hins opinbera. Skuldarnar hafa hins vegar minnkað hratt undanfarin ár og horfur eru á að þær geri það áfram á næstu árum.

Mynd 5

Skuldir einkageirans hafa minnkað mikið og skuldir í erlendum gjaldmiðlum eru mun minni en áður



1. Heildarskuldir heimila sem % af VLF. 2. Heildarskuldir fyrirtækja (skuldir og útgefin markaðsskuldabréf) sem % af VLF. Fyrirtæki án fjármálfyrirtækja (þ.m.t. eignarhaldsfélaga). 3. Vergar skuldir hins opinbera sem % af VLF. 4. Skuldir í erlendum gjaldmiðlum eða tengdar erlendum gjaldmiðlum sem % af VLF. Atvinnufyrirtæki án fjármálfyrirtækja (þ.m.t. eignarhaldsfélaga). Tölur fyrir 2008 eru fyrir september hjá heimilum og fyrirtækjum en fyrir ágúst hjá hinu opinbera.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

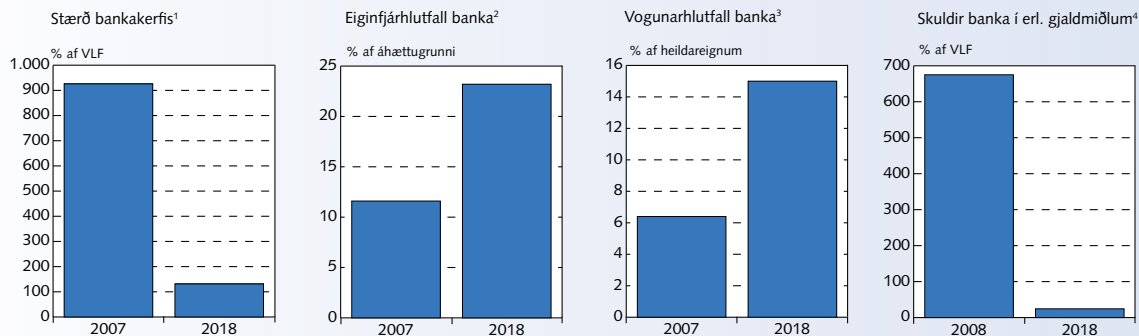
Bæði einkageirinn og hið opinbera eiga það þó sammerkt að hafa minnkað verulega skuldsetningu sína í erlendum gjaldmiðlum. Árið 2008 námu skuldir heimila í erlendum gjaldmiðlum (eða tengdar gengi erlendra gjaldmiðla) liðlega 20% af landsframleiðslu en þær skuldir eru hverfandi í dag. Skuldir fyrirtækja í erlendum gjaldmiðlum voru um 130% af landsframleiðslu árið 2008 en í árslok 2018 voru þær um 23% af landsframleiðslu og einskorðast helst við fyrirtæki í útflutningsstarfsemi sem hafa tekjuflæði í erlendum gjaldmiðlum. Yfir sama tímabil hafa skuldir hins opinbera í erlendum gjaldmiðlum minnkað úr 17% í tæplega 5% af landsframleiðslu. Áhrif gengislækkunar á skuldir og efnahag heimila, fyrirtækja og hins opinbera eru því mun minni nú en fyrir áratug.

Innlent bankakerfi hefur minnkað mikið og viðnámsþróttur þess aukist

Eitt af meginþáttum þenslutímabilsins í aðdraganda fjármálakreppunnar fyrir áratug var hinn gríðarlegi vöxtur í umsvifum fjármálakerfisins og það mikla áfall sem hrún þess olli þjóðarbúinu þegar fjármálakreppan skall á. Líkt og með aðra hagvísu sem hér hefur verið lýst hafa orðið alger stakkaskipti er kemur að stærð og viðnámsþrótti fjármálakerfisins. Eins og sést á mynd 6 hefur bankakerfið minnkað verulega og er nú mun nær því sem algengt er í öðrum þróuðum ríkjum í hlutfalli við landsframleiðslu. Áföll í fjármálakerfinu eru því viðráðanlegri fyrir þjóðarbúið í dag en þau voru fyrir áratug.

Mynd 6

Bankakerfið hefur minnkað mikið og viðnámspróttur þess aukist



1. Heildareignir innlánsstofnana sem % af VLF. 2. Eiginfjárlutfall fyrir samstæður þriggja stærstu viðskiptabankanna sem % af áhættugrunni. 3. Eiginfjárgrunnur 1 sem % af heildareignum. 4. Skuldir innlánsstofnana í erlendum gjaldmiðlum eða tengdar erlendum gjaldmiðlum sem % af VLF. Tölur fyrir 2008 eru fyrir september.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þá hefur fjárhagsstaða bankakerfisins breyst með þeim hætti að líkur á alvarlegum áföllum í fjármálakerfinu hafa minnkað verulega. Eiginfjárstaða þriggja stærstu bankanna hefur breyst mikið og eru þeir nú betur undir það búinir að mæta ágjöf en í aðdraganda fjármálakreppunnar. Vogunarlutfall bankanna þriggja segir sömu sögu og sýnir greinilega að áhættutaka í bankakerfinu er mun hóflegri nú en fyrir áratug. Þá hefur skuldsetning bankakerfisins í erlendum gjaldmiðlum minnkað verulega eins og hjá öðrum geirum þjóðarbúsins.

Samantekt

Þótt efnahagshorfur hafi breyst til hins verra er lítil hættá sambærilegu efnahagsáfalli og hér varð fyrir tíu árum. Fjármálakreppan og efnahagssamdrátturinn í kjölfar hennar lituðust af miklu efnahagslegu og fjármálalegu ójafnvægi sem byggst hafði upp í aðdraganda kreppunnar sem birtist m.a. í miklum viðskiptahalla með tilheyrandi erlendri skuldsetningu og mikilli skuldaföfnun heimila og fyrirtækja. Sú skuldsetning var að hluta í erlendum gjaldmiðlum sem gerði heimili og fyrirtæki berskjölduð fyrir óhjákvæmilegri leiðréttingu á gengi krónunnar sem hafði hækkað töluvert umfram það sem hægt var að réttlæta með undirliggjandi efnahagsþáttum. Þegar áfallið reið yfir höfðu mikið skuldsett heimili og fyrirtæki lítið bolmagn til að mæta því. Ofan á þessa viðkvæmu stöðu heimila og fyrirtækja kom síðan fall hins gríðarlega stóra bankakerfis sem hafði vaxið hratt og tekið mikla áhættu.

Nú eru aðstæður með allt öðrum hætti. Viðvarandi afgangur hefur verið á viðskiptum við útlönd og byggst hefur upp erlend eignastaða sem er hærri en erlendar skuldir þjóðarbúsins. Heimili og fyrirtæki hafa byggt upp sparnað og dregið verulega úr skuldsetningu sinni og lagfært eigin efnahagsreikninga þannig að þau eru mun betur í stakk búin til að takast á við efnahagsáföll. Skuldsetning í erlendum gjaldmiðlum hefur jafnframt minnkað verulega og innlent bankakerfi stendur mun traustari fótum nú en fyrir áratug.

Aðkoma stjórnvalda að kjarasamningum aðila vinnumarkaðarins í apríl sl. er samkvæmt yfirlýsingu þeirra talin kosta allt að 80 ma.kr. Kostnaðurinn fellur til yfir samningstímamann sem er þrjú ár og sjö mánuðir. Aðgerðir stjórnvalda eru í 45 liðum og því víðtækar. Megináherslan er á að auka ráðstöfunartekjur heimila og auðvelda ákveðnum hópum að komast inn á húsnæðismarkaðinn og er þar sérstaklega horft til ungs fólks og tekjulægri heimila.

Aðgerðir sem ætlað er að auka ráðstöfunartekjur

Tekjuskattskerfinu verður breytt þannig að tekið verður upp nýtt lágtekjuprep og aukast ráðstöfunartekjur við það mest við 325.000 kr. tekjumörk tveggja lögstu þrepanna eða um allt að 10.000 kr. á mánuði. Auk þess hækka barnabætur um 16% og dregið verður úr skerðingarmörkum þeirra. Meginþungi aðgerðanna liggur í þessum tveimur aðgerðum sem kosta tæplega 66 ma.kr. Í fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar sem lögð var fram í mars sl. hafði þegar verið gert ráð fyrir 63 ma.kr. útgjöldum í tengslum við þessar breytingar.

Aðgerðir sem eiga að auðvelda ákveðnum hópum að kaupa eigið húsnæði

Heimild til að ráðstafa hluta séreignarsparnaðar skattfrjálst inn á íbúðalán sem verið hefur til staðar frá júlí 2014 verður framlengd um tvö ár. Auk þess fá fyrstu íbúðarkaupendur og þeir sem ekki hafa átt fasteign í fimm ár heimild til að breyta allt að 3,5 prósentum lífeyrisiðgjalds sem áður var ráðstafað til sameignarhluta lífeyris í séreignarsparnað og nýta skattfrjálst til íbúðarkaupa. Auk þessara tveggja sértæku séreignarsparnaðarleiða ætla stjórnvöld að vinna með aðilum vinnumarkaðarins að því að finna lánaútfærslur sem auðvelda ungu fólki og tekjulágum fyrstu fasteignakaup.

Aðrar aðgerðir

Stjórnvöld ætla að stefna að því að draga úr vægi verðtryggingar á lánamarkaði. Breyta á lögum þannig að hámarks lengd verðtryggðra jafngreiðslulána verði 25 ár og að ný verðtryggð lán miðist við vísitölu neysluverðs án húsnæðisliðar. Aðrar aðgerðir eru fjölmargar en meginhluti kostnaðar vegna þeirra liggur í lengingu fæðingarorlofs í tólf mánuði.

Áhrif aðgerða á efnahagssumsvif

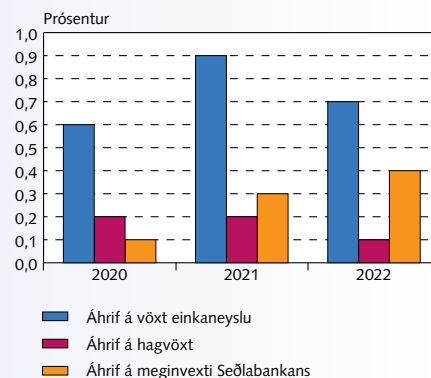
Lækkun skatta og aukinn fjárhagslegur stuðningur til heimila auka ráðstöfunartekjur þeirra og þar með eftirspurn eftir vöru og þjónustu. Í heild má áætla að sá hluti aðgerða stjórnvalda sem beinist að því að auka ráðstöfunartekjur heimila kosti um 20 ma.kr. á næsta ári og u.þ.b. 25 ma.kr. á ári árin 2021-2022 eða sem samsvarar um 0,6-0,7% af landsframleiðslu á ári. Ætla má að aðgerðirnar bæti að meðaltali um ¾ prósentu við vöxt einkaneyslu á hverju ári (mynd 1). Hagvaxtaráhrifin verða þó minni eða um 0,2 prósentur á ári þar sem hluti aukinna neysluútgjalda beinist að innfluttri vöru og þjónustu. Þessar aðgerðir í ríkisfjármálum ýta því undir eftirspurn og því verða viðbrögð peningastefnunnar við þeim efnahagsáfallum sem riðið hafa yfir þjóðarbúskapinn undanfarið minni en ella. Meginvextir Seðlabankans verða því lítilla hærri á næsta ári en ef ekki hefði komið til þessara aðgerða en á árinu 2022 eru þeir orðnir tæplega ½ prósentu hærri.

Rammagrein 3

Aðgerðir ríkisstjórnarinnar í tengslum við nýgerða kjarasamninga

Mynd 1

Áhrif aðgerða stjórnvalda í tengslum við kjarasamninga á efnahagssumsvif



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein 4

Nýgerðir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði

Í byrjun apríl sl. skrifuðu öll aðildarfélög Starfsgreinasambandsins og Landsambands íslenskra verslunarmanna undir nýja kjarasamninga við Samtök atvinnulífsins. Samningarnir ná til mikils meirihluta starfsmanna á almennum vinnumarkaði. Þeir byggjast á krónutöluhækkunum sem hafa í för með sér að lægstu laun hækka hlutfallslega mest. Samningsaðilar gera ráð fyrir að með samningunum hafi náðst breið sátt á vinnumarkaði um þá launastefnu sem þeir fela í sér og að þeir verði í meginráttum fyrirmynd þeirra samninga sem á eftir koma bæði á almennum og opinberum vinnumarkaði. Gildistími samninganna er þrjú ár og sjö mánuðir og gilda þeir til 1. nóvember 2022. Kjarasamningunum fylgdi yfirlýsing ríkisstjórnarinnar um tekjuskatt, fæðingarorlof, barnabætur, húsnæðismál, lífeyrismál, félagsleg undirboð, hagstjórn, verðlag og verðtryggingu, einföldun regluverks og eftirlit (rammagrein 3 fjallar nánar um aðgerðir stjórnvalda).

Forsendur og endurskoðunarákvæði

Í samningunum eru tilgreindar þrjár samningsforsendur. Í fyrsta lagi þarf kaupmáttur launa miðað við launavísitölu Hagstofu Íslands að aukast á samningstímabilinu. Í öðru lagi þurfa vextir að lækka verulega fram að fyrstu endurskoðun samninganna og haldast lágir út samningstímamann og að lokum þurfa stjórnvöld að standa við gefin fyrirheit. Tvisvar á samningstímanum mun launa- og forsendunefnd samningsaðila meta hvort forsendur samninganna haldi, fyrst í september árið 2020 og aftur í sama mánuði árið eftir.

Samningarnir eru afturhlaðnir ...

Tafla 1 sýnir launahækkanir samkvæmt samningunum í krónum og tímasetningar þeirra. Árlegar krónutöluhækkanir mánaðarlauna verða að meðaltali um 17.000 kr. á samningstímanum en taxtar hækka meira frá og með næsta ári. Fyrstu tvö árin tekur launahækkunin gildi í aprílmánuði og því verður meðalhækkun mánaðarlauna í ár 12.750 kr. á mánuði en 13.500 kr. á því næsta (mynd 1). Launahækkanir á síðari helmingi samningstímans koma hins vegar til framkvæmda í upphafi ársins og verður meðalhækkun launa á mánuði þannig meiri á árunum 2021-2022. Samningurinn er því afturhlaðinn sem er óvanalegt en það hefur einnig í för með sér að það ætti að vera minni hvati en oft áður fyrir stéttarfélagin að segja upp samningum vegna forsendubrests.

Tafla 1 Launahækkanir fyrir fullt starf

Dagsetning	Mánaðarlaun (kr.)	Kauptaxtar (kr.)
1. apríl 2019	17.000	17.000
1. apríl 2020	18.000	24.000
1. janúar 2021	15.750	24.000
1. janúar 2022	17.250	25.000

Heimildir: Kjarasamningar á almennum vinnumarkaði.

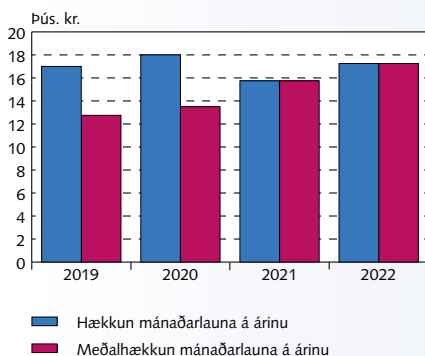
... með möguleika á frekari hækkunum

Tvenns konar launaaukar eru tilgreindir í samningunum sem geta undir ákveðnum kringumstæðum leitt til frekari launahækkana. Kauptaxtauki virkjast ef vöxtur launavísitölu á almennum vinnumarkaði verður umfram hlutfallslega hækkun hæsta virka launaflokks Starfsgreinasambandsins á hverju viðmiðunartímabili.¹ Hækki

1. Hæsti virki launaflokkur Starfsgreinasambandsins er launaflokkur 17 eftir fimm ára starf. Útreikningar taka mið af launavísitölu fyrir almennan vinnumarkað leiðréttri með aðferð samkvæmt tillögu erlends sérfræðings eins og lýst er í skýrslu starfshóps um opinbera launatölfræði. Viðmiðunartímabilið er milli desembermánaða ár hvert, í fyrsta sinn fyrir tímabilið desember 2019 til desember 2020, og skal niðurstaða liggja fyrir í mars árið eftir.

Mynd 1

Launahækkanir samkvæmt kjarasamningum á almennum vinnumarkaði 2019-2022



Heimildir: Kjarasamningar á almennum vinnumarkaði.

launavísitalan meira skal launa- og forsendunefnd samningsaðila úrskurða um krónutöluhækkun sem reiknast sem hlutfall umframhækkunarinnar af fyrrgreindum launaflokki. Þar sem taxtalaun hækka töluvert meira en mánaðarlaun samkvæmt samningnum má gera ráð fyrir að launaskrið eða launahækkunar annarra hópa á almennum vinnumarkaði þurfi að verða umtalsverðar til að virkja ákvæðið.

Hinn launaaukinn er nefndur hagvaxtarauki og er nýlunda í íslenski kjarasamningsgerð. Hann tekur mið af magnbreytingu vergrar landsframleiðslu á mann og munu krónutöluhækkunar bætast við laun til samræmis við þá þróun eins og sjá má í töflu 2. Með ákvæðinu er gerð tilraun til að tengja launahækkunar við framleiðni aukningu. Sú áhersla er jákvætt skref í kjarasamningsgerð því að til lengdar er það framleiðni vinnuafis sem ákvarðar þróun kaupmáttar launa.

Tafla 2 Hagvaxtarauki kjarasamninga

VLF á hvern íbúa, breyting frá fyrra ári (%)	Launaauki á kaupmátt (kr.)	Launaauki á mánaðarlaun (kr.)
1,00 - 1,50%	3.000	2.250
1,51 - 2,00%	5.500	4.125
2,01 - 2,50%	8.000	6.000
2,51 - 3,00%	10.500	7.875
> 3,00%	13.000	9.750

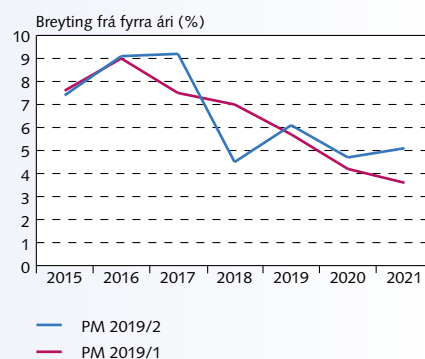
Heimildir: Kjarasamningar á almennum vinnumarkaði.

Hagvaxtaraukinn er hins vegar takmörkunum háður þar sem ekki er miðað við hefðbundna mælikvarða á framleiðni vinnuafis eins og landsframleiðslu á vinnustund. Þannig gæti t.d. vinnutíma-hagræðing skilað framleiðni aukningu sem ekki virkjar launaaukann en aukin atvinnuþátttaka eða hærra hlutfall fólks á vinnualdri (t.d. vegna búferlaflutninga) virkjað aukann án þess að breytingin endurspegli aukna framleiðni. Hagvaxtaraukinn virkar auk þess einungis til launahækkunar en ekki til minni launahækkana ef landsframleiðsla á mann myndi t.d. dragast saman. Á móti er líklegt að tenging launahækkana við einn mælikvarða verði aldrei án ókosta. Á endanum er það í verkahring launa- og forsendunefndar að ákveða fjárhæð launaaukans og þar með að leggja mat á þessa þætti.

Áhrif á launapróun í grunnspá Seðlabankans

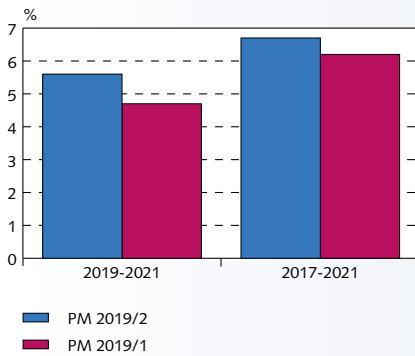
Nýir kjarasamningar hafa áhrif á mat Seðlabankans á horfum um launapróun næstu missera. Þá hafa nýir þjóðhagsreikningar frá því í mars sl. leitt til endurskoðunar á nýliðinni launapróun (sjá nánar í kafla VI). Umsamdar launahækkunar í nýgerðum samningum fyrir þetta ár eru áþekkar þeim sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Sú spá gerði ráð fyrir samningum til þriggja ára með þungann af launahækkunum í upphafi samningstímans. Það hefur í för með sér að á seinni hluta samningstímans eru launabreytingar samninganna nokkru meiri en febrúarspáin gerði ráð fyrir (mynd 2). Auk umsaminna hækkana er í forsendum spárinnar gert ráð fyrir hóflegu launaskriði. Nú er talið að laun á vinnustund hækki um 6,1% í ár samanborið við 5,7% í febrúarspá bankans. Stór hluti hækkunarinnar í ár endurspeglar hins vegar grunnáhrif frá fyrra ári því að jafnvel þótt laun væru óbreytt út árið frá fjórða ársfjórðungi í fyrra myndi breyting milli ársmeðaltala áranna 2018-2019 vera 2,6%. Á næsta ári er gert ráð fyrir að laun á vinnustund hækki um 4,7% og um 5,1% árið 2021 samhliða því að launahækkunar koma til framkvæmda í upphafi árs. Í ár og á næstu tveimur árum hækka laun á vinnustund því samtals um 17% sem jafngilda að meðaltali

Mynd 2
Laun á vinnustund 2015-2021



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3
Árleg meðalhækkun launa á vinnustund



Heimild: Seðlabanki Íslands.

um 5,6% hækkun á ári. Það er tæplega 1 prósentu meiri hækkun á ári en spáð var í febrúar (mynd 3). Sé hins vegar litið til hækkunar tímabilsins 2017-2021 og þannig tekið tillit til áhrifa af endurskoðun fyrri talna um laun og launatengd gjöld, hækka laun um 6,7% að meðaltali á ári sem er aðeins 0,4 prósentum meiri árleg hækkun en gert var ráð fyrir í febrúar.

Grunnsþá bankans felur í sér að hagvaxtarákvæði kjarasamninganna virkjast ekki þótt litlu muni er líður á spátímann. Um þetta og aðra þætti matsins á horfum um launaþróun ríkir augljóslega óvissa. Kjarasamningar opinberra starfsmanna liggja t.d. ekki fyrir og erfitt er að meta áhrif krónutöluhækkana fyllilega án nægra upplýsinga um undirliggjandi launadreifingar. Þá getur launaskrið þróast með öðrum hætti en hér er gert ráð fyrir.

Viðauki 1

Spátöflur

Tafla 1 Landsframléiðsla og helstu undirliðir¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Einkaneysla	8,1 (7,9)	4,8 (4,5)	1,6 (4,0)	2,9 (3,1)	2,9 (2,9)
Samneysla	3,6 (3,7)	3,3 (3,6)	2,2 (3,0)	2,1 (2,9)	2,0 (2,5)
Fjármunamyndun	11,6 (9,0)	2,1 (2,9)	-0,6 (6,7)	10,4 (5,9)	0,3 (1,4)
Atvinnuvegafjárfesting	7,7 (4,8)	-5,4 (-3,5)	-6,7 (4,0)	11,9 (4,4)	-2,8 (-1,5)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	20,7 (18,4)	16,7 (19,5)	17,1 (15,2)	11,4 (11,2)	4,6 (7,7)
Fjárfesting hins opinbera	23,3 (23,0)	21,2 (14,4)	2,5 (7,0)	3,9 (4,1)	5,5 (3,5)
Þjódarútgjöld	7,6 (7,0)	4,1 (4,1)	1,0 (4,3)	4,3 (3,6)	2,1 (2,4)
Útflutningur vöru og þjónustu	5,4 (5,5)	1,6 (2,8)	-3,7 (0,3)	2,4 (2,3)	2,8 (2,9)
Innflutningur vöru og þjónustu	12,5 (12,5)	0,1 (2,0)	-1,0 (5,6)	6,7 (4,0)	1,6 (2,5)
Verg landsframléiðsla (VLF)	4,6 (4,0)	4,6 (4,3)	-0,4 (1,8)	2,4 (2,8)	2,6 (2,6)
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	2.617 (2.616)	2.803 (2.805)	2.936 (2.969)	3.102 (3.152)	3.282 (3.325)
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	5,1 (4,5)	7,1 (7,2)	4,7 (5,9)	5,7 (6,1)	5,8 (5,5)
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	22,1 (22,2)	22,2 (22,4)	22,0 (23,6)	23,5 (24,2)	23,0 (23,8)
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	15,3 (15,3)	14,2 (14,4)	13,2 (14,8)	14,3 (15,0)	13,5 (14,3)
Þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) ²	25,8 (25,5)	25,5 (25,3)	23,3 (24,1)	23,3 (24,4)	23,6 (24,5)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-2,6 (-2,6)	0,7 (0,4)	-1,3 (-2,3)	-1,9 (-0,8)	0,6 (0,2)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2019/1). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og viðskiptajafnaðar.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Útflutningsframléiðsla sjávarafurða	-3,9 (-3,9)	11,6 (11,3)	-5,5 (-1,5)	0,0 (1,0)	0,5 (2,0)
Útflutningsframléiðsla áls ²	4,9 (4,5)	-1,2 (-1,5)	-0,3 (1,5)	2,5 (1,0)	1,0 (1,0)
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	-0,8 (-0,8)	4,7 (5,0)	4,8 (4,5)	3,2 (3,5)	3,5 (3,5)
Verð áls í USD ³	20,3 (20,3)	13,2 (13,9)	-9,0 (-6,7)	4,0 (3,9)	3,0 (3,1)
Verð eldsneytis í USD ⁴	24,1 (24,1)	30,6 (30,6)	-2,1 (-13,6)	-2,3 (0,1)	-4,9 (-0,7)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	1,7 (1,7)	-3,9 (-2,6)	0,3 (0,5)	1,0 (0,9)	0,7 (0,5)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁵	1,7 (1,7)	2,0 (1,9)	1,7 (1,8)	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	2,5 (2,5)	2,1 (2,1)	1,7 (1,9)	1,7 (1,7)	1,6 (1,7)
Innflutningur helstu viðskiptalanda ⁵	3,8 (3,9)	3,1 (3,3)	3,3 (3,8)	3,2 (3,6)	3,4 (3,3)
Seðlabankavextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁶	0,2 (0,2)	0,5 (0,5)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	0,6 (0,7)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2019/1). 2. Samkvæmt utanríkisverslunargögnum Hagstofunnar. 3. Spá byggð á framvirku álverði og spám greiningaraðila. 4. Spá byggð á framvirku meðalverði á Brent-hróliu dagana 24.-30. apríl sl. 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 hans¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Vöru- og þjónustujöfnuður	4,1 (4,1)	3,1 (3,4)	1,9 (1,3)	0,5 (0,9)	1,3 (1,2)
Jöfnuður frumþáttatekna ²	-0,4 (-0,7)	-0,2 (-0,7)	-0,7 (-0,8)	-0,3 (-0,6)	-0,4 (-0,6)
Viðskiptajöfnuður	3,6 (3,3)	2,9 (2,7)	1,3 (0,5)	0,1 (0,2)	0,9 (0,7)

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá PM 2019/1). 2. Jöfnuður frumþáttatekna að viðbættum hreinum rekstrarframlögum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Opinber fjármál¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	1,7 (1,2)	1,3 (0,9)	0,8 (0,9)	0,4 (0,8)	0,3 (0,6)
Frumjöfnuður ríkissjóðs	4,6 (4,0)	3,6 (3,3)	2,5 (2,5)	1,9 (2,3)	1,6 (2,1)
Frumjöfnuður ríkissjóðs án einkisliða ²	3,6 (2,2)	3,6 (2,4)	2,5 (1,5)	1,8 (0,8)	1,5 (0,7)
Heildarjöfnuður hins opinbera	0,5 (0,0)	1,1 (1,1)	1,0 (1,1)	0,6 (1,0)	0,5 (0,9)
Frumjöfnuður hins opinbera	3,6 (3,0)	3,6 (4,0)	3,2 (3,2)	2,5 (2,9)	2,2 (2,7)
Vergar skuldir hins opinbera	43 (42)	38 (40)	35 (37)	34 (36)	33 (32)
Hreinar skuldir hins opinbera ³	36 (35)	30 (32)	27 (29)	26 (28)	25 (24)

1. Hlutfall af VLF á rekstrargrunni, % (tölur í svigum eru spá PM 2018/4). 2. Einkisliðir eru helst arðgreiðslur umfram fjárlög. 3. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádrögnum sjóðum og bankainnstaðum.

Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Atvinnuleysi (% af mannafla)	2,8 (2,8)	2,7 (2,7)	3,9 (3,1)	3,8 (3,3)	3,7 (3,5)
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	80,3 (80,3)	79,4 (79,4)	77,9 (78,8)	78,1 (79,0)	78,4 (79,0)
Heildarvinnustundir	1,2 (1,2)	2,4 (2,4)	0,1 (1,4)	1,7 (1,5)	1,7 (1,5)
Framleiðni vinnuafls ²	3,4 (2,8)	2,1 (1,9)	-0,4 (0,4)	0,7 (1,3)	0,9 (1,0)
Launakostnaður á framleidda einingu ³	5,9 (4,9)	3,1 (5,9)	7,0 (5,7)	3,9 (2,8)	4,2 (2,6)
Launahlutfall (% af vergum þáttatekjum)	63,8 (63,1)	64,3 (65,0)	65,4 (66,1)	65,9 (65,8)	66,6 (65,6)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	11,5 (11,5)	2,4 (4,5)	2,9 (4,5)	2,8 (2,1)	2,8 (2,3)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	2,8 (2,6)	2,4 (2,4)	-0,3 (0,9)	0,0 (0,4)	0,0 (-0,1)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2019/1). 2. Hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda. 3. Hlutfall launakostnaðar og framleiðni vinnuafls.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Gengi krónunnar og verðbólga¹

	2017	2018	2019	2020	2021
Vísitala meðalgengis ²	160,3 (160,3)	166,7 (166,7)	178,3 (178,7)	177,9 (173,9)	177,4 (173,5)
Raungengi (hlutfallslegt verðlag) ³	99,8 (99,8)	96,8 (96,9)	91,7 (91,8)	92,7 (95,4)	93,4 (96,1)
Raungengi (hlutfallslegur launakostnaður) ³	100,7 (99,8)	98,0 (99,8)	96,2 (96,5)	98,2 (99,8)	100,3 (100,2)
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	1,8 (1,8)	2,7 (2,7)	3,2 (3,6)	2,7 (2,9)	2,3 (2,4)
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	1,5 (1,5)	2,6 (2,6)	3,2 (3,5)	2,6 (2,8)	2,2 (2,4)

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2019/1). 2. Þróng 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 7 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi		
2018:2	2,3 (2,3)	2,2 (2,2)	3,1 (3,1)
2018:3	2,7 (2,7)	2,6 (2,6)	2,6 (2,6)
2018:4	3,3 (3,3)	3,2 (3,2)	4,9 (4,9)
2019:1	3,1 (3,4)	3,0 (3,4)	1,9 (3,2)
	Spáð gildi		
2019:2	3,4 (3,7)	3,3 (3,7)	4,3 (4,3)
2019:3	3,4 (3,8)	3,3 (3,7)	2,6 (2,7)
2019:4	3,1 (3,3)	3,0 (3,2)	3,5 (3,2)
2020:1	3,0 (3,0)	2,9 (2,9)	1,8 (1,8)
2020:2	2,9 (3,0)	2,8 (3,0)	3,7 (4,4)
2020:3	2,5 (2,8)	2,4 (2,7)	1,2 (1,7)
2020:4	2,3 (2,6)	2,2 (2,6)	2,5 (2,6)
2021:1	2,2 (2,5)	2,2 (2,4)	1,5 (1,3)
2021:2	2,2 (2,4)	2,1 (2,3)	3,6 (3,9)
2021:3	2,2 (2,4)	2,2 (2,3)	1,4 (1,7)
2021:4	2,3 (2,5)	2,3 (2,4)	2,9 (3,0)
2022:1	2,5 (2,6)	2,5 (2,6)	1,9 (1,7)
2022:2	2,5	2,5	3,9

1. Tölur í svigum eru spá PM 2019/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.