



2021 | 4

PENINGAMÁL

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 vaxtaákvæðanir peningastefnunefndar Seðlabankans byggjast á. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 101 Reykjavík, 569 9600, sedlabanki@sedlabanki.is, www.sedlabanki.is

86. rit. 17. nóvember 2021 ISSN 1670-4371, vefrit

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

Yfirlýsing peningastefnunefndar 17. nóvember 2021

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,5 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánum, verða því 2%.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í nóvemberhefti *Peningamála* eru horfur á um 4% hagvexti í ár sem er svipað því sem spáð var í ágúst. Betri horfur um útflutning gera það hins vegar að verkum að hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hafa batnað nokkuð og er talið að hagvöxtur verði liðlega 5%. Óvissa er hins vegar enn mikil og þróun efnahagsmála mun sem fyrr markast af framvindu farsóttarinnar.

Verðbólga jókst í október og mældist 4,5%. Framlag innlends kostnaðarþrýstings, hækkunar húsnæðisverðs og launa hefur skýrt stóran hluta verðbólgunnar undanfarið en áhrif hækkana alþjóðlegs olíu- og hrávöruverðs hafa einnig aukist. Undirliggjandi verðbólga er hins vegar minni og hefur hjaðnað undanfarna mánuði.

Verðbólguhorfur hafa versnað nokkuð frá því í ágúst sem m.a. má rekja til þrálátari alþjóðlegra verðhækkana, hraðari viðsnúnings í innlendum efnahagssumsvifum og hækkunar launa-kostnaðar. Horfur eru á að verðbólga aukist áfram á næstu mánuðum en taki síðan að hjaðna enda haldist kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið.

Peningastefnunefnd ítrekar að hún mun beita þeim tækjum sem hún hefur yfir að ráða til að tryggja að verðbólga hjaðni aftur í markmið innan ásættanlegs tíma.

Merking tákna:

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

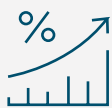
Efnisyfirlit

Peningamál í hnotskurn	6
I Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör	7
Alþjóðleg efnahagsmál	7
Útflutningsverð og viðskiptakjör	12
II Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir	15
Peningastefnan og markaðsvextir	15
Gengi krónunnar	16
Peningamagn og útlán	17
Eignaverð	19
III Eftirspurn og hagvöxtur	21
Innlend eftirspurn einkaaðila	21
Hið opinbera	25
Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður	26
Hagvöxtur	30
IV Vinnumarkaður og nýting framleiðslupátta	32
Vinnumarkaður	32
Vísbendingar um nýtingu framleiðslupátta	34
V Verðbólga	36
Nýleg verðbólguþróun	36
Vísbendingar um verðbólguþrýsting	37
Verðbólguvæntingar	38
Verðbólguhorfur	39
Rammagreinar	
1 Frávíksdæmi og óvissuþættir	41
2 Ný útgáfa af DYNIMO-líkani Seðlabankans	48
3 Spár Seðlabankans um efnahagsþróun ársins 2020	52
Viðaukar	59
1 Svipmyndir af innlendum og erlendum efnahagsmálum í miðjum heimsfaraldri	59
2 Spátöflur	61

Peningamál í hnotskurn



Alþjóðlegur hagvöxtur reyndist meiri á fyrri árs helmingi en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála* en útlit er fyrir að hann verði lakari á seinni hluta ársins. Þar veða þungt áhrif viðvarandi framboðshnökra sem koma m.a. fram í skorti á íhlutum í framleiðslu fjölda iðnvara og flöskuhálsum í vöruflutningum. Samspil þessara þátta og kröftugs bata vöru eftirspurnar hefur leitt til mikillar hækkunar hrávöruverðs og flutningskostnaðar. Verðbólga hefur því aukist hratt um allan heim.



Vöxtur landsframleiðslunnar hér á landi var líðlega 1 prósentu minni á fyrri hluta ársins en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Þótt vísbendingar séu um kröftugan vöxt á seinni hluta ársins eru horfur á lítillaga minni hagvexti á árinu öllu en spáð var í ágúst eða 3,9% í stað 4%. Horfur fyrir næsta ár hafa hins vegar batnað töluvert vegna betri horfa í ferðaþjónustu og sjávarútvegi. Spáð er 5,1% hagvexti á árinu en að hann hjaðni í um 2½% frá árinu 2023.



Störfum heldur áfram að fjölga hratt og atvinnuleysi nálgast það stig sem það var á fyrir heimsfaraldurinn. Lausum störfum hefur jafnframt fjölgað mikið og það sama á við um fjölda fyrirtækja sem skortir starfsfólk. Útlit er fyrir að atvinnuleysi haldi áfram að minnka og verði komið í um 4% undir lok spátímans sem er áþekkt því stigi sem talið er samræmast jafnvægi á vinnumarkaði. Vísbendingar eru einnig um að slakinn í þjóðarþúinu sé að hverfa hratt og sé jafnvel horfinn.



Verðbólga hefur verið þrálátari en búist var við í ágúst. Þótt áhrif gengislækkunar krónunnar í fyrra hafi fjarð út hafa hækkanir alþjóðlegs olíu- og hrávöruverðs reynst meiri en vænst var og flutningskostnaður hækkað mun meira en hægt var að sjá fyrir. Þá er enn til staðar nokkur innlendur verðbólguþrýstingur eins og sjá má í miklum hækkunum launa og húsnæðisverðs. Verðbólga mældist 4,5% í október og hefur því verið yfir 4% samfellt frá áramótum. Þótt verðbólga án húsnæðis og undirliggjandi verðbólga hafi hjaðnað eru vísbendingar um að langtímavæðingum hafi hækkað. Verðbólguhorfur eru því taldar hafa versnað frá fyrri spá bankans sem endurspeglar fyrst og fremst þrálátari alþjóðlegar verðhækkanir, meiri hækkun launakostnaðar og meiri spennu í þjóðarþúinu á næsta ári. Útlit er fyrir að verðbólga verði 4,7% á síðasta fjórðungi ársins sem er 0,6 prósentum umfram það sem spáð var í ágúst. Gert er ráð fyrir að hún fari fyrst undir 4% næsta vor og verði ekki komin niður fyrir 3% fyrr en á síðasta fjórðungi næsta árs.



Spár um efnahagsbata hér og erlendis byggjast að nokkru leyti á því að ekki verði bakslag í baráttunni við farsóttina. Annar veigamikill óvissuþáttur lýtur að því hversu hratt tekst að vinda ofan af þeim framboðstruflunum sem hafa leitt til mikillar hækkunar alþjóðlegs hrávöruverðs og flutningskostnaðar. Við bætist óvissa um stefnuna í ríkisfjármálum í kjölfar nýafstaðinna þingkosninga og um almenna launaþróun. Auk þess er óvissa um hve hratt almenningur mun ganga á þann mikla sparnað sem byggðist upp í farsóttinni. Verðbólguhorfur gætu því verið of bjartsýnar, sérstaklega ef kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólgu markmiði hefur veikst.

Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör



Alþjóðleg efnahagsmál

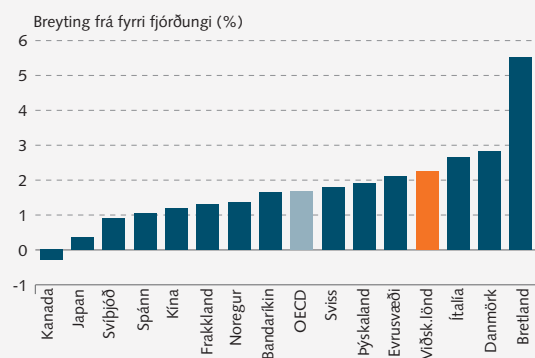
Alþjóðlegur efnahagsbati tók við sér á ný á öðrum ársfjórðungi eftir bakslag á þeim fyrsta ...

Landsframleiðsla í helstu viðskiptalöndum Íslands dróst saman um 0,1% á fyrsta fjórðungi þessa árs í kjölfar hertra sóttvarnaðgerða stjórnvalda til að stemma stigu við aukinni útbreiðslu farsóttarinnar (mynd 1 í viðauka 1). Efnahagssumsvif tóku hins vegar hratt við sér á ný á öðrum ársfjórðungi þegar landsframleiðslan jókst um 2,2% milli fjórðunga samfara því að bólusetningu vatt fram og slakað var á sóttvörnum (mynd 1-1). Það er einn mesti ársfjórðungslegi hagvöxtur sem mælst hefur að meðaltali í löndunum. Hann var þó töluvert minni en hagvöxtur á þriðja fjórðungi í fyrra eftir að fyrsta bylgja farsóttarinnar gekk niður. Hagvöxtur jókst einkum í Bretlandi þar sem sóttvarnir voru hvað stífastar á fyrsta fjórðungi og lögðust þungt á efnahagssumsvif. Þá urðu umskiptin í Danmörku, Noregi og á evrusvæðinu einnig skörp. Þrátt fyrir það var landsframleiðsla enn nálægt 3% minni í Bretlandi og á evrusvæðinu en hún var fyrir farsóttina (mynd 1-2). Framleiðslustigið í Bandaríkjunum og Danmörku var hins vegar orðið hærra en fyrir faraldurinn og í Kína var framleiðslan ríflega 8% meiri. Á fyrri helmingi ársins mældist 6,3% árshagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands sem er 0,3 prósentum meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá Seðlabankans.

... og má að mestu leyti rekja hann til bata í einkaneyslu

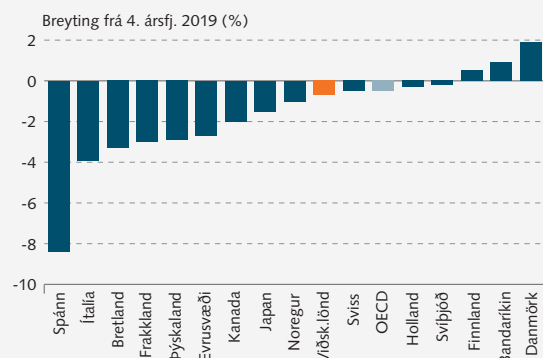
Megindrífkraftur alþjóðlegs hagvaxtar á öðrum fjórðungi ársins var bati í einkaneyslu (mynd 1-3). Tengist hann slökun sóttvarnarreglna stjórnvalda sem hafa takmarkað neyslumöguleika almennings. Önnur innlend eftirspurn

Mynd 1-1
Alþjóðlegur hagvöxtur á 2. ársfj. 2021¹



1. Árstíðarleiðréttar tölur. Tölur fyrir Noreg eru án vinnslu og flutnings á olíu og gasi.
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd 1-2
Alþjóðlegur hagvöxtur á 2. ársfj. 2021¹



1. Árstíðarleiðréttar tölur. Tölur fyrir Noreg eru án vinnslu og flutnings á olíu og gasi.
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

jókst einnig í helstu iðnríkjum. Á móti vó neikvætt framlag utanríkisviðskipta í mörgum þeirra sakir aukins innflutnings samhliða bata einkaneyslu. Þá mældist einnig víða neikvætt framlag birgðabreytinga enda hefur gengið á birgðir margra fyrirtækja vegna þess að framleiðsla á heimsvísu hefur ekki náð að halda í við vöxt vörueftirspurnar. Aukin eftirspurn eftir vörum skýrist að miklu leyti af breyttu neyslumynstri heimila frá þjónustu yfir í vörur vegna áhrifa farsóttarinnar og sóttvarnaraðgerða stjórnvalda.

Horfur eru á áframhaldandi bata í helstu iðnríkjum ...

Nýsmitum fjölgaði hratt um allan heim í sumar í kjölfar útbreiðslu Delta-afbrigðis veirunnar (mynd 1 í viðauka 1). Smitum tók að fækka í september en á undanförunum vikum hefur farsóttin sótt í sig veðrið enn á ný, einkum í Evrópu. Þrátt fyrir það er búist við áframhaldandi efnahagsbata í helstu iðnríkjum. Víðtæk bólusetning við farsóttinni gegnir þar lykilhlutverki. Þótt bólusetning hafi ekki reynst eins öflug vörn gegn því að smitast af COVID-19 og vonast var eftir hefur hún dregið verulega úr líkum á alvarlegum veikindum og innlögnum á spítala. Minna álag á heilbrigðiskerfi hefur skapað stjórnvöldum svigrúm til að viðhalda slakari sóttvarnaraðgerðum en í fyrri bylgjum og hefur víða verið slakað enn frekar á þeim þrátt fyrir áframhaldandi fjölgun smita. Efnahagsleg áhrif farsóttarinnar hafa því minnkað þótt óvissa sé enn mikil, einkum um virkni bóluefna gegn nýjum afbrigðum veirunnar. Það er því ekki útilokað að stjórnvöld þurfi að grípa til hertra sóttvarna á ný.

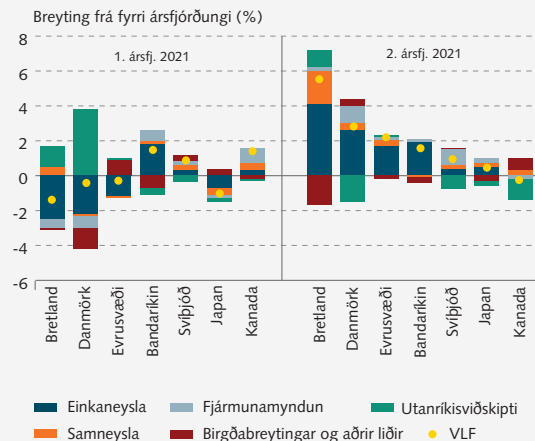
... en útlit fyrir hægari vöxt efnahagssumsvifa á seinni helmingi ársins ...

Leiðandi vísbendingar og alþjóðlegar spár gefa til kynna að efnahagssumsvif haldi áfram að aukast á seinni helmingi þessa árs. Hins vegar virðist hafa hægt á vextinum undanfarið. Skýrist það að miklu leyti af hægari umsvifum í framleiðslugreinum vegna viðvarandi skorts á mikilvægum aðföngum og áframhaldandi erfiðleikum við vöruflutninga. Hefur það valdið þrálátum framleiðslu-truflunum og lengt afhendingartíma sem leitt hefur til mikilla kostnaðarhækkana fyrirtækja.

Hægari umsvif í framleiðslugreinum endurspeglast í minni iðnaðarframleiðslu og lækkun PMI-vísitalna (myndir 1-4 og 1-5). Vísbendingar benda einnig til að hægt hafi á vexti þjónustugreina í kjölfar Delta-bylgju farsóttarinnar og hafa fyrirtæki átt í áframhaldandi erfiðleikum með að fá fólk til starfa til að mæta aukinni eftirspurn. Þá hefur smásala gefið eftir í helstu iðnríkjum að undanförunu og virðast heimili og fyrirtæki svartsýnni á efnahagshorfur, aðallega í Bandaríkjunum og Bretlandi.

Mynd 1-3

Hagvöxtur og framlag undirlíða í nokkrum iðnríkjum

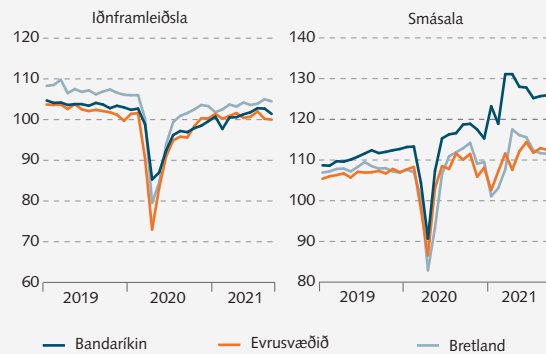


Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd 1-4

Iðnframleiðsla og smásala¹

Janúar 2019 - september 2021



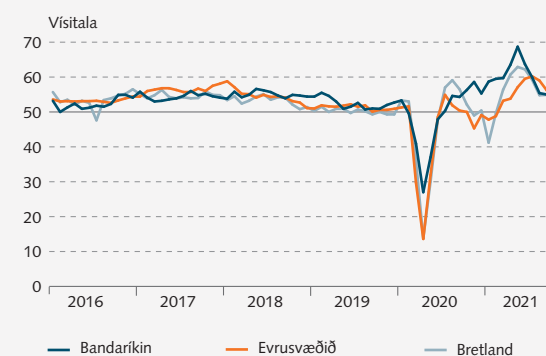
1. Árstíðarleiddar magnvísitölur (2016 = 100).

Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd 1-5

PMI-framleiðsluvísitala¹

Janúar 2016 - október 2021



1. PMI-framleiðsluvísitala IHS Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Output Purchasing Managers' Index). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleidd. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 gefur það vísbendingar um vöxt í framleiðslu milli mánaða en samdrátt ef hún er undir 50.

Heimild: Refinitiv Datastream.

Að nokkru leyti kann það að skýrast af áhyggjum af far-sóttinni þótt hátíðnigögn um umferð og aðsókn í smá-sölu og afþreyingu sýni litla breytingu á ferðavilja fólks (mynd 1 í viðauka 1). Þá hefur mikil hækkun orkuverðs að undanfögnu vegna framboðstakmarkana, einkum á jarðgasi í Evrópu, hækkað kostnað heimila og fyrirtækja sem gæti hægt enn frekar á efnahagsbatanum.

... líkt og bráðabirgðatölur um hagvöxt á þriðja fjórðungi bera merki um

Samkvæmt nýbirtum bráðabirgðatölum jókst landsframleiðsla í Bandaríkjunum um 0,5% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins, um 1,3% í Bretlandi og einungis 0,2% í Kína (mynd 1-6). Það er hægari vöxtur en mældist á öðrum fjórðungi í ríkjunum og talsvert undir því sem búist var við í ágústspá bankans. Hagvöxtur reyndist hins vegar meiri á þriðja fjórðungi á evrusvæðinu og í Svíþjóð. Er það meginástæða þess að áfram er gert ráð fyrir að hagvöxtur hafi verið 1,5% að meðaltali í viðskiptalöndum á þriðja fjórðungi. Hagvaxtarhorfur á fjórða ársfjórðungi hafa hins vegar versnað frá ágústspá bankans.

Útlit fyrir að heimshagvöxtur verði lítillga minni í ár en áður var spáð ...

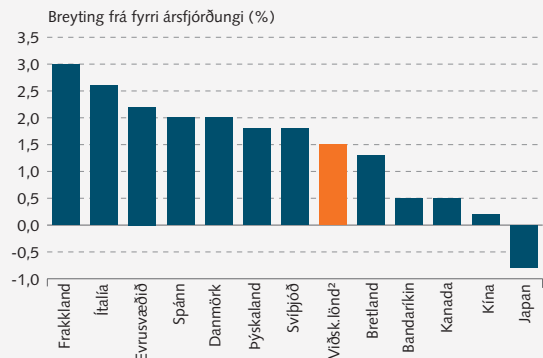
Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var um miðjan október sl. er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði 5,9% í ár. Það er 0,1 prósentu minni hagvöxtur en sjóðurinn spáði í júlí sl. Skýrist það af minni hagvexti í þróuðum ríkjum sem endurspeglar að stórum hluta verri horfur í Bandaríkjunum, Kanada, Japan og Þýskalandi. Hagvaxtarhorfur hafa hins vegar batnað fyrir önnur ríki evrusvæðisins og er spáð meiri hagvexti á svæðinu í heild. Á móti býst sjóðurinn við meiri hagvexti í nýmarkaðs- og þróunarríkjum þrátt fyrir horfur á lítillga minni hagvexti í Kína. Þá er spáð 4,9% heimshagvexti á næsta ári líkt og gert var ráð fyrir í júlispánni. Áfram er spáð kröftugum bata í alþjóðaviðskiptum á þessu og næsta ári.

... en horfur í helstu viðskiptalöndum batna

Í grunnspá Seðlabankans er gert ráð fyrir 5,5% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár eftir 5% samdrátt í fyrra (mynd 1-7). Hagvöxtur í ár er 0,2 prósentum meiri en spáð var í ágúst og skýrist af meiri hagvexti á fyrri helmingi ársins. Horfurnar í ár hafa einkum batnað á evrusvæðinu og í Danmörku en einnig í Bretlandi og Svíþjóð. Á móti vega verri horfur í Bandaríkjunum, Japan, Kanada og Kína. Talið er að hagvöxtur í viðskiptalöndunum verði 4,3% á næsta ári sem er 0,2 prósentum minna en gert var ráð fyrir í ágúst. Spáð er kröftugum vexti í innflutningi helstu viðskiptalanda í takt við aukin efnahagssumsvif. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að inn-

Mynd 1-6

Alþjóðlegur hagvöxtur á 3. ársfj. 2021¹



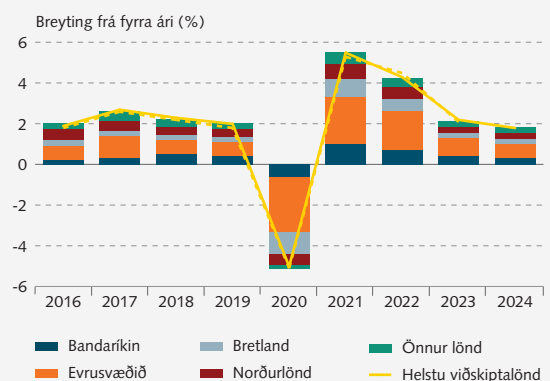
1. Árstíðarleiðréttaðar tölur. Tölur fyrir Noreg eru án vinnslu og flutnings á olu og gasi.

2. Grunnspá Seðlabankans.

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd 1-7

Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands og framlag einstakra landa 2016-2024¹



1. Viðskiptavegið framlag einstakra landa. Grunnspá Seðlabankans 2021-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/3. Norðurlöndin eru meðaltal Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar.

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

flutningur þeirra aukist um 8,3% að meðaltali í ár frá fyrra ári og 7,2% á því næsta.

Óvissa um efnahagshorfur er hins vegar enn mikil, ekki síst um þróun farsóttarinnar, og hvort herða þurfi sóttvarnir á ný. Þá ræðst efnahagsbatinn einnig að miklu leyti af því hvernig heimili ráðstafa þeim mikla sparnaði sem byggst hefur upp í kjölfar farsóttarinnar og hvernig til tekst við að ráða fram úr þrálátum framleiðsluþökrum (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 1).

Alþjóðleg verðbólga hefur aukist enn frekar í takt við hækkun hrávöruverðs og truflanir á virðisikeðjum ...

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist 3,1% að meðaltali á þriðja ársfjórðungi (mynd I-8). Það er ½ prósentu meira en spáð var í ágúst og hefur ársverðbólga nú aukist um 2½ prósentu síðan í ársbyrjun. Hún hefur einkum aukist í Bandaríkjunum en einnig á evrusvæðinu og í Bretlandi. Aukin verðbólga skýrist að miklu leyti af hækkun orku- og hrávöruverðs í takt við slökun sóttvarnaraðgerða og aukin efnahagsumsvif undanfarið ár (myndir I-9 og I-16). Hröð aukning vörueftirspurnar og framleiðsluþökrar af völdum farsóttarinnar sem valdið hafa truflunum á virðisikeðjum um allan heim hafa einnig stuðlað að verðhækkunum. Sést þetta á löngum biðröðum sem myndast hafa í mörgum mikilvægum vöruflutningahöfnum og skorti á gámum sem hefur margfaldað flutningskostnað miðað við upphaf ársins 2020. Áframhaldandi hækkun orkuverðs að undanförmu, einkum á jarðgasi í Evrópu, ýtir enn frekar undir þessa þróun. Þá hefur slökun sóttvarnaraðgerða jafnframt leitt til viðsnúnings í verði margra neysluliða sem lækkuðu í fyrra vegna farsóttarinnar. Á það einkum við um notaða bíla, gistiþjónustu og flugfargjöld í Bandaríkjunum þótt merki séu um að verð þeirra sé tekið að hjaðna á ný. Undirliggjandi verðbólga, sem undanskilur sveiflukenda liði eins og matvöru og orku, hefur því einnig aukist hratt, einkum í Bandaríkjunum þar sem hún hefur ekki verið meiri í þrjá áratugi.

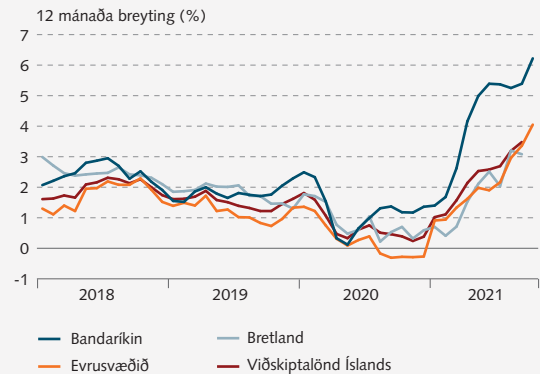
... og halda alþjóðlegar verðbólguhorfur áfram að versna

Stór hluti aukinnar ársverðbólgu í helstu viðskiptalöndum skýrist sem fyrr af grunnáhrifum lítills verðbólguþrýstings í fyrra og tímabundnum aðgerðum stjórnvalda, einkum lækkunar virðisaukaskatts í Þýskalandi. Áfram er því búist við að verðbólga hjaðni á næsta ári. Til viðbótar er talið að hægt og bitandi takist að vinda ofan af framboðsþökrum er líður á næsta ár samhliða því sem eftirspurn heimila færir í meira mæli úr vörum yfir í þjónustu. Þrálátari framleiðsluþökrar og meiri hækkun orkuverðs gera það hins vegar að verkum að verðbólga verður meiri

Mynd I-8

Alþjóðleg verðbólga

Janúar 2018 - október 2021

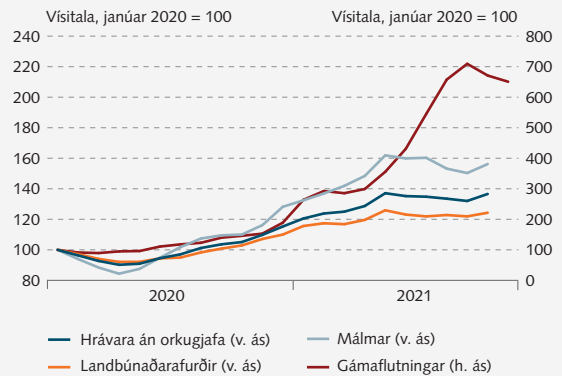


Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

Alþjóðlegt flutninga- og hrávöruverð¹

Janúar 2020 - nóvember 2021



1. Landbúnaðarafurðir skiptast í matvæli (62%), drykkjarvörur (13%) og hráefni (25%). Verðvísitala gámaflutninga er Freightos Global Container Index. Gögn til og með 12. nóvember 2021.

Heimildir: Alþjóðabankinn, Freightos Limited.

en í fyrri spám Seðlabankans. Talið er að verðbólga verði 2,7% að meðaltali í viðskiptalöndunum í ár og 2,4% á næsta ári. Það er 0,4 og 0,6 prósentum meiri verðbólga en spáð var í ágúst. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði tæplega 2% á næstu tveimur árum þar á eftir. Mikil óvissa ríkir um horfurnar og gæti verðbólguþrýstingur í heiminum reynst enn þrálátari. Í rammagrein 1 er fjallað um möguleg áhrif þess á innlendir efnahagshorfur.

Seðlabankar þróaðra ríkja eru farnir að draga úr stuðningsaðgerðum sínum ...

Seðlabankar helstu iðnríkja hafa stutt við efnahagsbatann með lágum vöxtum og öðrum örvunaraðgerðum. Bankarnir hafa hingað til haldið vöxtum sínum óbreyttum þrátt fyrir batnandi efnahagshorfur og aukna verðbólgu. Þeir hafa jafnframt sagt að svo verði áfram þar til að skýrari vísbendingar koma fram um að efnahagsbatinn hafi náð fótfestu. Seðlabanki Evrópu (ECB) tilkynnti þó í september að hægt yrði á mánaðarlegum skuldabréfakaupum bankans í takt við betri horfur. Seðlabanki Bandaríkjanna tilkynnti einnig um slíkt hið sama í byrjun nóvember. Þá gaf Englandsbanki til kynna að vextir kynnu að hækka fyrir en áður hafði verið sagt vegna versnandi verðbólguhorfa. Seðlabankar nokkurra annarra þróaðra ríkja hafa hins vegar nú þegar hækkað vexti sína og bætast þar með í hóp seðlabanka fjölda nýmarkaðsríkja sem hafa hækkað vexti (mynd I-10).

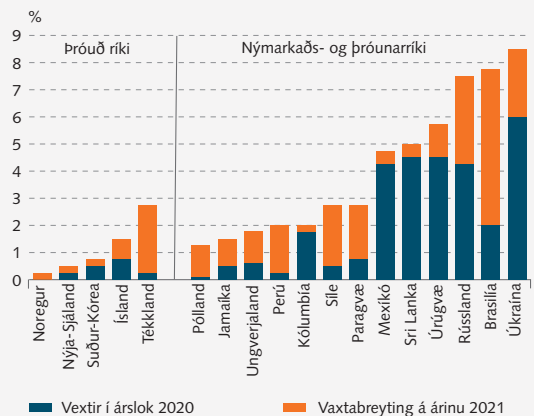
... og hafa langtímavextir hækkað um allan heim

Langir skuldabréfavextir hafa hækkað hratt á ný í haust eftir að hafa lækkað í sumar (mynd I-11). Eru þeir víða orðnir svipaðir eða hærri en þeir voru fyrir farsóttina. Hækkunin endurspeglar væntingar um hraðari hækkun seðlabankavaxta í ljósi áframhaldandi efnahagsbata og verri verðbólguhorfa (mynd I-12). Verðbólguvæntingar markaðsaðila hafa einnig hækkað, einkum á evrusvæðinu og mælast nú í samræmi við verðbólguþrýsting ECB (mynd I-13). Þá gætir aukinnar óvissu um framtíðarþróun verðbólgu og vaxta sem leitt hefur til hækkunar líftímaálags ríkisbréfa (e. term premium). Álagið á lengri skuldabréf er orðið um ½ prósentu hærra í Bandaríkjunum en það var í upphafi árs. Væntingar um hægari skuldabréfakaup helstu seðlabanka skipta miklu í þessu sambandi og hafa stuðlað að hækkun skuldabréfavaxta.

Fjármálaleg skilyrði eru þó enn hagfeld

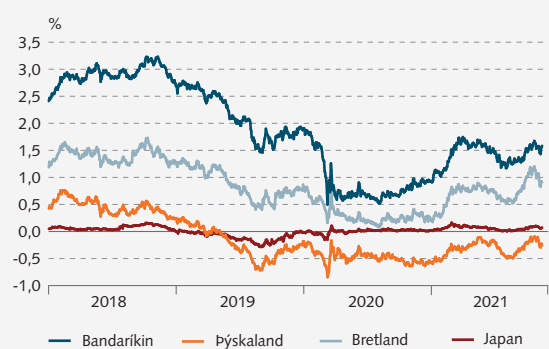
Alþjóðlegt hlutabréfaverð gaf eftir í september samhliða auknum áhyggjum af verðbólguþróun og þróun farsóttarinnar (mynd I-14). Aukin óvissa um þróun ríkisfjármála í Bandaríkjunum hafði einnig áhrif til lækkunar auk áhyggna af þróun á fasteignamarkaði í Kína.

Mynd I-10
Seðlabankavextir í ýmsum ríkjum¹



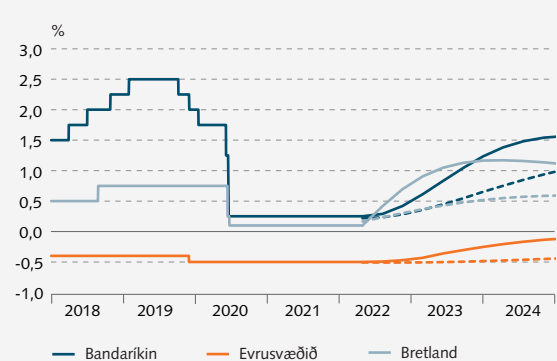
1. Gögn til og með 12. nóvember 2021.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Refinitiv Datastream.

Mynd I-11
Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa
1. janúar 2018 - 12. nóvember 2021



Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-12
Meginvextir seðlabanka¹
Janúar 2018 - desember 2024



1. Daglegar tölur 1. janúar 2018 til 12. nóvember 2021 og ársfjórðungslegar tölur 4. ársfj. 2021 til 4. ársfj. 2024. Bandarísku vextirnir eru efrni mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru innlámsvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á vaxtaskiptasamningum (e. overnight index swaps, OIS). Heilar línur byggjast á framvirkum ferlum um miðjan nóvember 2021 en brotalínur um miðjan ágúst 2021.
Heimildir: Bloomberg, Refinitiv Datastream.

Hlutabréfaverð hefur hins vegar rétt úr kútnum á ný í helstu iðnríkjum í takt við góða afkomu fyrirtækja á þriðja ársfjórðungi. Áhyggjur markaðsaðila af ríkisfjármálum í Bandaríkjunum hafa einnig minnkað. Þá hefur dregið úr flökti hlutabréfaverðs og hefur álag á áhættu-meiri fjáreignir hjaðnað. Fjármálaleg skilyrði eru því enn einkar hagfelld þrátt fyrir hækkun skuldabréfavaxta að undanfögnu.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Horfur á minni verðhækkun sjávarafurða ...

Verð á íslenskum sjávarafurðum lækkaði mikið í fyrra vegna áhrifa farsóttarinnar (mynd I-15). Það tók að hækka á ný á öðrum fjórðungi í ár og hækkaði enn frekar á þeim þriðja eftir því sem dró úr umfangi sóttvarnaaðgerða í helstu viðskiptalöndum og markaðsaðstæður böttnuðu. Hækkunin á þriðja fjórðungi var þó minni en búist var við í ágúst og því er útlit fyrir að í ár verði útflutningsverð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum að meðaltali nánast óbreytt frá fyrra ári í stað þess að hækka um 2%. Talið er að verð íslenskra sjávarafurða hækki á næstu árum þegar markaðsaðstæður færast í eðlilegra horf en ívið hæggar en búist var við í ágúst. Þar hefur áhrif að stóraukinn loðnuafli mun að öllum líkindum leiða til einhverrar verðlækkunar loðnuafurða á mörkuðum.

... en meiri hækkun álverðs

Heimsmarkaðsverð á áli hefur hækkað stöðugt síðan það náði lágmarki um mitt ár í fyrra (mynd I-15). Það hækkaði um ríflega 10% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi þessa árs og hefur ekki verið hærra í þrettán ár. Hækkunin á fjórðungnum skýrist einkum af minni álframleiðslu í Kína vegna breyttrar stefnu þarlendrar stjórnvalda í umhverfismálum sem leitt hefur til samdráttar í framboði orku til stóriðjuframleiðslu. Framleiðsla dróst einnig saman á Indlandi sakir skorts á kolum og í Brasilíu vegna minni afkasta vatnsaflsvirkjana. Verð á súráli sem er notað til álframleiðslu hefur jafnframt hækkað vegna framboðshnökra í Brasilíu og á Jamaíku sem ýtt hefur undir verðhækkun áls. Talið er að útflutningsverð áls frá Íslandi verði 43% hærra í ár en það var í fyrra í stað 37% í ágústspá bankans. Þá er einnig búist við nærri 16% verðhækkun á næsta ári eða tvöfalt meiri hækkun en í ágúst.

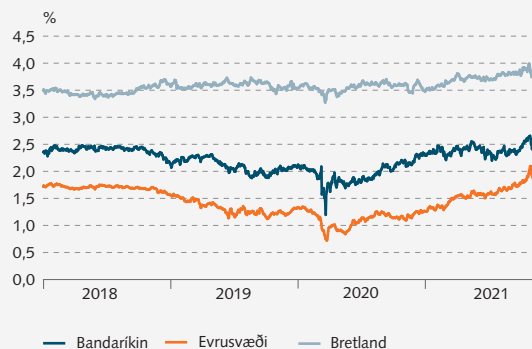
Olíuverð hefur hækkað áfram og ekki mælst hærra í sjö ár ...

Heimsmarkaðsverð á hráolíu hefur hækkað nær samfleytt eftir mikla lækkun í mars og apríl í fyrra í kjölfar þess að farsóttin skall á (mynd I-16). Það gaf lítilliga eftir

Mynd I-13

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

1. janúar 2018 - 12. nóvember 2021



1. Verðbólguálag fimm ár eftir fimm ár. Álagið í Bretlandi miðast við verðvísitölu smásölu (e. Retail Price Index, RPI).

Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-14

Alþjóðlegt hlutabréfaverð

1. janúar 2018 - 12. nóvember 2021

Vísitala, 1. jan. 2018 = 100



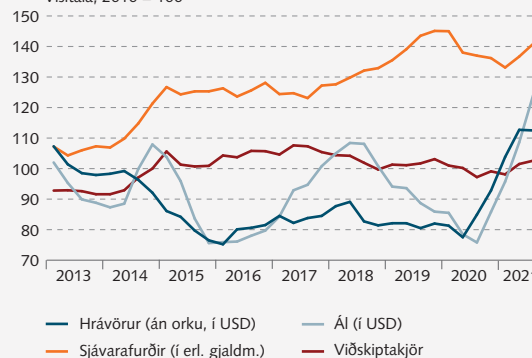
Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-15

Hrávöruverð og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2013 - 3. ársfj. 2021

Vísitala, 2010 = 100



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2021 fyrir viðskiptakjör.

Heimildir: Alþjóðabankinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í ágúst sl. í kjölfar aukinnar útbreiðslu Delta-afbrigðis veirunnar en hefur hækkað enn frekar síðan. Hækkunin að undanfögnu skýrist af minni olíuframleiðslu vegna framleiðsluflana í Bandaríkjunum eftir að fellibylur gekk þar yfir. Auk þess hefur gengið hægar en lagt var upp með að létta á framleiðslutakmörkunum hjá OPEC-ríkjum og nokkrum öðrum olíuframleiðsluríkjum. Á sama tíma hefur olíueftirspurn aukist í takt við vaxandi efnahagssumsvif. Þá hefur mikil hækkun á verði annarra orkugjafa að undanfögnu vegna framboðstakmarkana, einkum verðhækkun á jarðgasi, einnig stuðlað að aukinni olíueftirspurn. Minni framleiðsla og aukin eftirspurn endurspeglast í minnkandi olíubirgðum sem eru nú komnar undir meðaltal sl. fimm ára.

Brent-hráolíuverð var tæplega 84 Bandaríkjadalar á tunnu að meðaltali í október og hefur ekki mælt hærra í sjö ár. Þótt verð í framvirkum samningum bendi til þess að olíuverð lækki á spátímanum er útlit fyrir að það verði töluvert hærra á honum öllum í samanburði við ágústspá bankans.

... en verð á annarri hrávöru er tekið að lækka eftir mikla hækkun undanfarið

Verð á annarri hrávöru en orkugjöfum lækkaði lítillega á þriðja ársfjórðungi eftir að hafa hækkað nær samfleytt frá fyrravori (mynd I-15). Hrávöruverð er þó enn ríflega þriðjung herra en það var fyrir farsóttina. Verð á málmum lækkaði um 1,4% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi vegna lægra verðs á járngryti og kopar. Verðlækkun járngrytis skýrist að miklu leyti af minni eftirspurn í Kína sem rekja má til fyrrnefndra markmiða þarlendrar stjórnvalda í umhverfismálum. Á móti vó hins vegar áframhaldandi verðhækkun annarra málma samhliða auknum efnahagssumsvifum í heiminum en einnig sakir framleiðsluþröskva, m.a. vegna skorts á orkugjöfum. Verð á matvælum lækkaði einnig á þriðja ársfjórðungi en verð á drykkjarvörum hélt áfram að hækka. Þrátt fyrir þessa lækkun á þriðja ársfjórðungi var hrávöruverð utan orkugjafa herra en búist var við í ágústspá bankans. Útlit er fyrir að hrávöruverð lækki um tæplega þriðjung að meðaltali í ár en í ágústspá bankans var gert ráð fyrir um fjórðungshækkun. Einnig er búist við minni verðlækkun á næsta ári en að hrávöruverð á seinni hluta spátímans verði orðið svipað og gert var ráð fyrir í ágúst. Horfurnar eru mjög óvissar og í frávíksdæmi í rammagrein 1 er fjallað um möguleg áhrif þess á þjóðarbúið að verðhækkunarverði þrálátari en í grunnspánni.

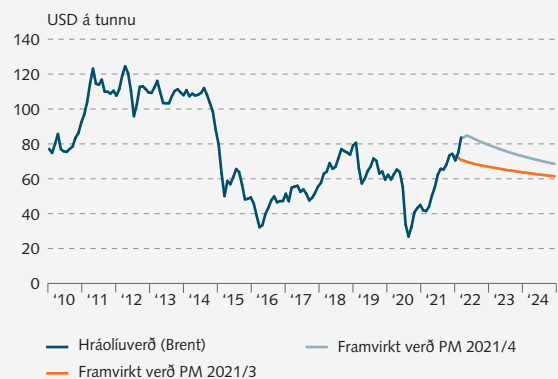
Útlit fyrir meiri bata viðskiptakjara í ár

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötunðu um 1,3% milli ára á öðrum ársfjórðungi sem var heldur meira en spáð

Mynd I-16

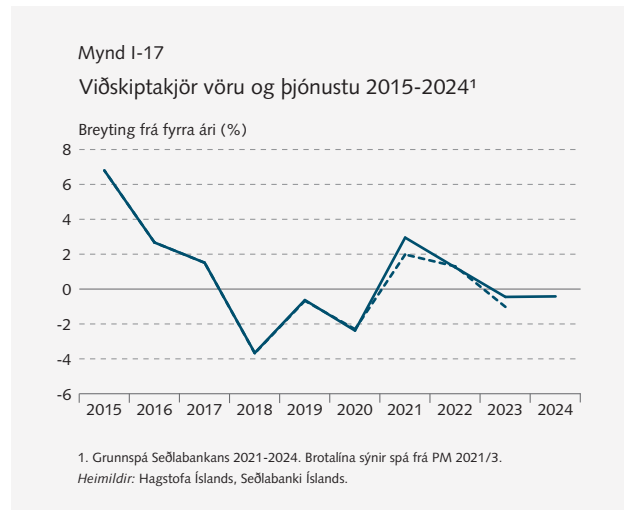
Alþjóðlegt olíuverð

Janúar 2010 - desember 2024

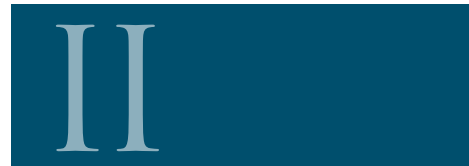


Heimildir: Refinitiv, Seðlabanki Íslands.

var í ágúst. Meginskýring fráviksins er meiri verðhækkun á almennum vöruútflutningi, einkum kísiljárni. Þá hækk- aði verð innflutts súrals minna en áætlað var. Svo virðist sem viðskiptakjör hafi áfram batnað á þriðja fjórðungi og áætlað er að þau muni batna um 2,9% á árinu öllu sem er 1 prósentu meiri bati en gert var ráð fyrir í ágúst. Skýrist munurinn að mestu leyti af meiri hækkun álverðs sem vegur þyngra en meiri hækkun innflutningsverðs, einkum á olíu og hrávöru. Horfur fyrir næstu ár hafa hins vegar lítið breyst frá því í ágúst (mynd I-17).



Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir



Peningastefnan og markaðsvextir

Meginvextir hafa hækkað í ár ...

Meginvextir Seðlabankans (vextir á bundnum innlánnum til sjö daga) voru 1,5% fyrir útgáfu þessara *Peningamála* (mynd II-1). Þeir hafa verið hækkaðir þrisvar frá því í maí sl. um 0,25 prósentur í hvert skipti. Vextir bankans eru þó enn 1,25 prósentum lægri en þegar COVID-19-farsóttin barst til landsins í lok febrúar í fyrra. Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir þróist út spátímann í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sé í samræmi við markmið bankans til meðallangs tíma.

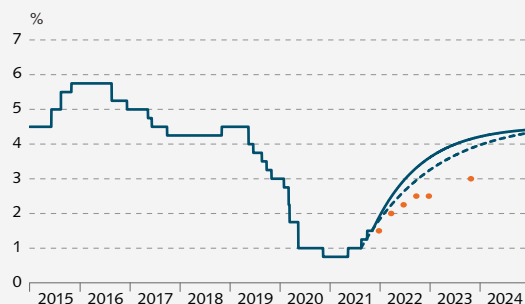
Samkvæmt könnun bankans frá því í byrjun nóvember búast markaðsaðilar við að meginvextir bankans verði ekki hækkaðir frekar í ár en að þeir haldi áfram að hækka á næsta ári. Gera þeir ráð fyrir að meginvextir bankans verði 2,25% um mitt næsta ár og 3% eftir tvö ár sem eru hærri vextir en þeir væntu í síðustu könnun bankans í ágúst. Framvirkir vextir hafa hækkað lítillega frá því í ágúst og benda áfram til væntinga um nokkru hraðari hækkun vaxta en könnun bankans meðal markaðsaðila.

Raunvextir bankans hafa hækkað frá fyrri hluta ársins samhliða hækkun meginvaxta. Þeir eru nú -2,2% miðað við meðaltal raunvaxta sem eru reiknaðir út frá mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og hafa hækkað um 0,6 prósentur frá miðjum maí. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur jafnframt aukist og eru skammtímaraunvextir nú um 0,6 prósentum hærri hér á landi en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum.

Mynd II-1

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

1. janúar 2015 - 31. desember 2024



— Meginvextir Sí (vextir á 7 daga bundnum innlánnum)

● Væntingar markaðsaðila²

1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotalínan sýnir framvirka vaxtaferilinn fyrir útgáfu PM 2021/3. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlávaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 1. til 3. nóvember 2021.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

... og langtímanafnvextir eru orðnir hærri en þeir voru fyrir farsóttina

Ávöxtunarkrafa tíu ára óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað um 0,9 prósentur frá áramótum og var 4,2% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og er krafan orðin hærri en hún var fyrir farsóttina (mynd II-2). Krafa fimm ára óverðtryggðra bréfa hefur hækkað heldur meira á sama tíma eða um 1,4 prósentur og hefur halli vaxtaferilsins minnkað lítillega. Ávöxtunarkrafa tíu ára verðtryggðra ríkisbréfa hefur hins vegar lækkað um 0,2 prósentur frá áramótum og var 0,6% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*.

Hækkun ávöxtunarkröfu óverðtryggðra skuldabréfa á fyrri hluta ársins mátti að mestu rekja til hækkunar verðbólguálags í takt við versnandi verðbólguhorfur (sjá kafla V). Verðbólguálagið tók hins vegar að lækka á ný í sumar í kjölfar þess að meginvextir Seðlabankans voru hækkaðir í maí (mynd II-3). Frá því í ágúst hefur verðbólguálagið hins vegar hækkað aftur og þrýst upp langtímanafnvöxtum þótt á móti vegi lækkun langtímarunvaxta.

Samfara hækkun meginvaxta í ágúst sl. ákvað Seðlabankinn að hann myndi hætta kaupum á ríkisskuldabréfum á eftirmarkaði þótt ekki væri útilokað að gripið yrði til þeirra á ný ef aðstæður kalla á það. Útlit er fyrir minni þörf á innlendri skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs en leit út fyrir í upphafi faraldursins þar sem fjármögnun hefur gengið vel m.a. vegna erlendar lántöku ríkissjóðs og sölu á hluta af eign ríkisins í Íslandsbanka. Heildarskuldabréfakaup Seðlabankans á eftirmarkaði frá upphafi farsóttarinnar hafa numið 22,6 ma.kr.

Gengi krónunnar

Gengi krónunnar hefur lækkað frá því í sumar ...

Gengi krónunnar hefur lækkað um 2,3% gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda frá útgáfu *Peningamála* í ágúst en er 7½% hærra en það var lægst snemma í september í fyrra (mynd II-4). Meðalgengi krónunnar er þó enn um 7½% lægra en þegar farsóttin barst til landsins.

Þrátt fyrir kröftugan bata í ferðaþjónustu og aukna erlenda kortaveltu hérlendis lækkaði gengi krónunnar á ný sl. sumar. Útflæði vegna nýfjárfestingar er enn töluvert en erlendis fjárfestar hafa selt innlend hluta- og ríkisskuldabréf í nokkrum mæli og nam hrein sala nýfjárfestingar um 62 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins. Á sama tíma námu hrein gjaldeyriskaup lífeyrissjóða tæplega 55 ma.kr. sem er svipað og fyrir ári. Gjalddeyriskaup lífeyrissjóðanna hafa minnkað frá því fyrir faraldurinn en erlendar eignir þeirra hafa vaxið töluvert m.a. vegna

Mynd II-2

Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa¹

2. janúar 2015 - 12. nóvember 2021

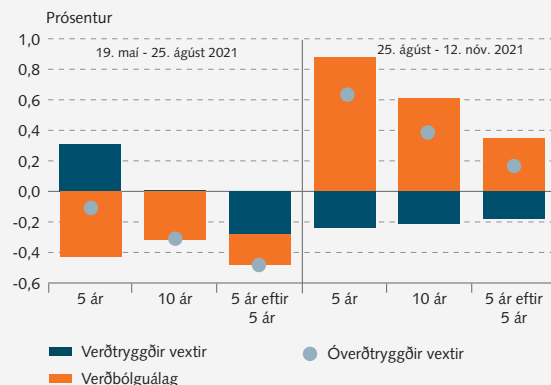


1. Út frá eingreiðsluvaxtaferlum (metnum með aðferð Nelson-Siegel) þar sem er notast við vexti á millibankamarkaði með krónum og vexti ríkistryggðra skuldabréfa.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-3

Sundurgreining breytingar nafnvaxta skuldabréfa¹



1. Breyting ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisskuldabréfa (út frá eingreiðsluferlum metnum með aðferð Nelson-Siegel) og framlag samsvarandi breytinga ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa og verðbólguálags.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-4

Gengi krónunnar¹

2. janúar 2015 - 12. nóvember 2021



1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Þröng viðskiptavog.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

verðhækkana á erlendum eignamörkuðum. Hluti lífeyrissjóða nálgast því fjárfestingarmarkmið um hlutfall erlendra eigna og hefur nýfjárfesting þeirra erlendis því minnkað. Á sama tíma hafa inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði verið tiltölulega lítil undanfarið enda virðist gjaldeyrismarkaðurinn í ágætu jafnvægi.

... en samkvæmt grunnspá helst það tiltölulega stöðugt á spátímanum

Gengisvísitala krónunnar var um 194 stig á þriðja fjórðungi ársins sem er um 1% lægra meðalgengi en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Samkvæmt grunnspánni helst meðalgengi krónunnar svipað út spátímann og er því lítillega lægra en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans (mynd II-5). Gangi spáin eftir hækkar raungengið um 2½% á spátímanum en er þó enn 11% lægra í lok spátímans en það var hæst árið 2017.

Peningamagn og útlán

Hægt hefur á vexti peningamagns það sem af er ári ...

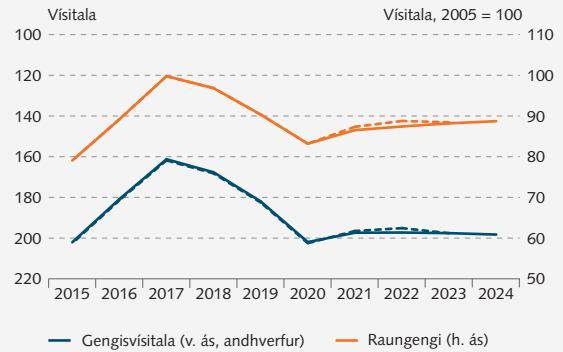
Á seinni hluta síðasta árs herti á vexti peningamagns þegar áhrif lækkanði vaxta og aðgerða Seðlabankans til að auka laust fé í umferð komu fram. Ársvöxturinn varð mestur um 14% í nóvember í fyrra en frá þeim tíma hefur hægt á honum og mældist hann 8,1% á þriðja fjórðungi ársins sem er svipaður vöxtur og á öðrum ársfjórðungi (mynd II-6). Innlán heimila í bankakerfinu jukust um 8½% milli ára á þriðja fjórðungi ársins og hefur heldur hægt á vexti þeirra þótt hann sé enn nokkur. Þá hafa innlán fjármálafyrirtækja dregist saman það sem af er ári og þá helst innlán lífeyris- og peningamarkaðssjóða.

Hraður vöxtur peningamagns í kjölfar farsóttarinnar einskorðast ekki við Ísland (mynd II-7). Hann endurspeglar þá miklu slökun á peningalegu aðhaldi sem víða var gripið til auk viðtækra stuðningsaðgerða stjórnvalda. Þá dró farsóttin mjög úr neyslumöguleikum heimila og mikill sparnaður byggðist upp sem leitaði að nokkrum hluta í innlán í bankakerfinu (sjá kafla III). Aukin innlán almennings í bankakerfinu endurspeglar einnig mikinn vöxt útlána til fasteignakaupa.

... en áfram er töluverður kraftur í vexti íbúðalána ...

Ársvöxtur útlána lánakerfisins hefur verið nokkuð stöðugur það sem af er ári eða í kringum 5½% eftir að hafa mælst yfir 6% á fjórða fjórðungi síðasta árs (mynd II-8). Sem fyrr eru það útlán til heimila sem vega þungt en vöxtur þeirra hefur verið á bilinu 9-11% það sem af er ári. Líkt og undanfarið er vöxturinn nær einvörðungu tilkominn vegna aukinna íbúðalána en umsvif á fasteignamarkaði hafa verið mikil. Hlutdeild endurfjármögnunar

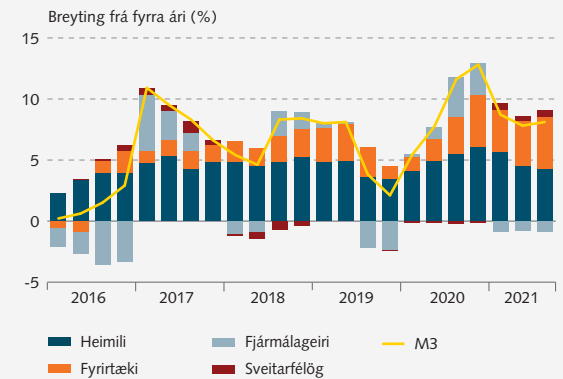
Mynd II-5
Gengi krónunnar 2015-2024¹



1. Gengisvísitala er þröng viðskiptavog, Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag. Grunnspá Seðlabankans 2021-2024. Brotalínur sýna spá frá PM 2021/3.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

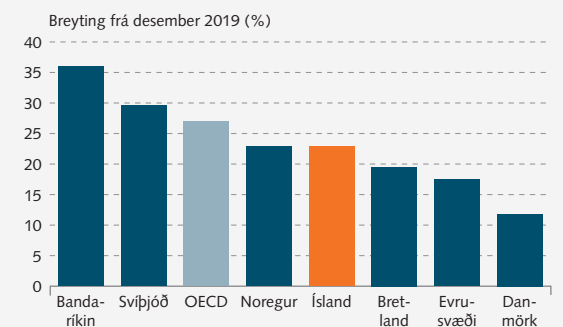
Mynd II-6
Peningamagn¹

1. ársfj. 2016 - 3. ársfj. 2021



1. M3 er leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-7
Peningamagn¹



1. M3 nema Bandaríkin sem eru M2. Breyting frá desember 2019 til september 2021 nema OECD sem er til ágúst 2021.
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

hefur þó minnkað í takt við hækkandi vexti undanfarið. Hlutdeild viðskiptabankanna í útistandandi íbúðalánnum hefur haldið áfram að aukast og er nú um 70% samanborið við um 55% í byrjun árs 2020. Á sama tíma hefur útgáfa bankanna á sértrygðum bréfum lítið aukist og því fjármagna þeir sig í meiri mæli með innlánnum en áður.

... þótt áframhaldandi samdráttur útlána til fyrirtækja vegi á móti

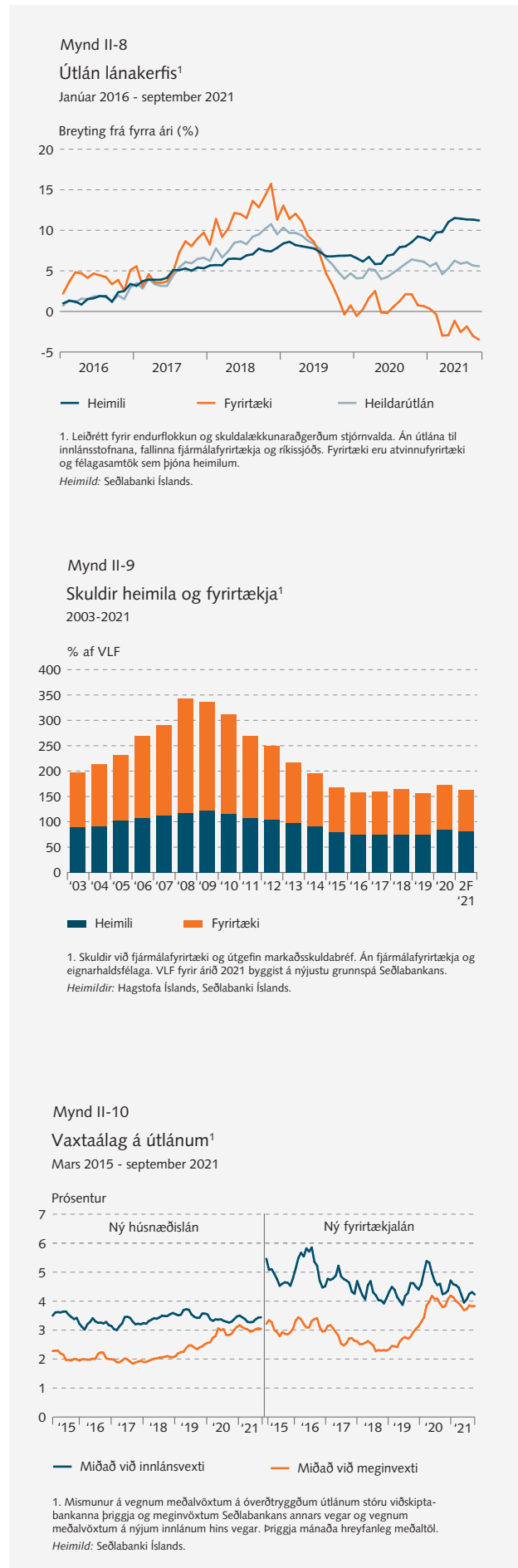
Útlán til fyrirtækja hafa allt frá upphafi árs dregist saman og á þriðja fjórðungi ársins var stofn útlána til fyrirtækja 2,9% minni en fyrir ári en um 1% minni að teknu tilliti til áhrifa gengisbreytinga á fyrirtækjalán í erlendum gjaldmiðlum. Útlán til nær allra atvinnugreina hafa dregist saman þrátt fyrir að efnahagssumsvif hafi tekið kröftuglega við sér. Markaðsfjármögnun fyrirtækja ásamt fjármögnun í gegnum sérstaka fagfjárfestasjóði hefur hins vegar að einhverju leyti vegið á móti samdrætti útlána.

Skuldahlutföll og vaxtaálag á útlán hafa lítið breyst undanfarið

Skuldir heimila sem hlutfall af vergri landsframleiðslu eru meiri nú en fyrir faraldurinn. Skuldsetning heimila er þó enn hófleg (mynd II-9). Veðsetningarhlutfall nýrra íbúðalána hefur hækkað að meðaltali, m.a. vegna hækkandi íbúðaverðs, en taka þarf tillit til þess að hlutfall fyrstu kaupenda hefur farið hækkandi. Þá hefur hlutfall útlána heimila í vanefndum lækkað það sem af er ári eftir tímabundna hækkun í fyrra. Hlutfall útlána fyrirtækja í vanefndum hefur einnig lækkað þótt það sé enn mun hærra en það var fyrir farsóttina (sjá nánari umfjöllun í *Fjármálastöðugleiki 2021/2*). Á sama tíma hefur gjaldprotum fyrirtækja fjölgað og voru þau 28% fleiri á fyrstu níu mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra.

Hlutfall óverðtrygðra lána af öllum íbúðalánnum hefur aldrei verið hærra og það sama má segja um hlutfall lána á breytilegum vöxtum. Áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans koma því fyr fram en áður og ljóst er að nýlegra vaxtahækkana er þegar farið að gæta í greiðslubyrði hluta heimila. Eftirspurn eftir húsnæðislánnum með föstum vöxtum hefur aukist frá því í sumar en slík lán bera jafnan vexti sem eru fastir til þriggja eða fimm ára. Slík lán bera jafnframt hærri vexti en lán með breytilega vexti og því eykst greiðslubyrði þeirra heimila sem festa vexti strax.

Undanfarin misseri hafa vextir á nýjum húsnæðislánnum þróast með svipuðum hætti og innlánsvextir og meginvextir Seðlabankans (mynd II-10). Vaxtaálag á íbúðalán hefur því haldist tiltölulega stöðugt. Vextir á útlánnum til fyrirtækja hafa hækkað á árinu en vaxta-



álag á fyrirtækjalán er enn nokkuð lágt samanborið við undanfarin ár miðað við þá innlánsvexti sem þeim standa til boða.

Eignaverð

Áframhaldandi mikil hækkun húsnæðisverðs ...

Húsnæðisverð hefur hækkað mikið frá því seint á síðasta ári samhliða auknum umsvifum á fasteignamarkaði en veltan náði hámarki í mars á þessu ári. Lægri vextir og aukinn sparnaður auðvelduðu kaup á stærra húsnæði sem og aðgengi fyrstu kaupenda að markaðnum enda hækkaði hlutfall þeirra af heildarfjölda mikið á sama tíma og árshækkun leiguverðs hjaðnaði hratt. Umsvif á fasteignamarkaði hafa þó dregist nokkuð saman undanfarna mánuði og voru þinglýstir kaupsamningar í september tæplega 40% færri en í mars sl. Þrátt fyrir þetta hækkar húsnæðisverð enn hratt og nam árshækkunin á höfuðborgarsvæðinu um 16,6% í september sl. sem er sú mesta síðan í október 2017 (mynd II-11).

Samhliða auknum umsvifum í fyrra tók að draga úr fjölda íbúða til sölu og var framboðið á landinu öllu einungis um 1.500 íbúðir í október en þær hafa ekki verið færri í einum mánuði frá upphafi mælinga. Minna framboð íbúða skýrir áframhaldandi hækkun húsnæðisverðs að nokkru leyti en hlutfall íbúða sem seldar eru yfir ásettu söluverði á landinu öllu hefur þrefaldast frá miðju síðasta ári og var í hámarki í maí eða 32% (mynd II-12). Meðalsölutíminn hefur að sama skapi verið með stysta móti en í september mældist hann um 1,7 mánuðir. Eins og rakið er í kafla III eru þó merki um að nýframkvæmdum sé nú tekið að fjölga á ný.

... sem hefur verið nokkuð umfram þróun grunnþátta undanfarna mánuði

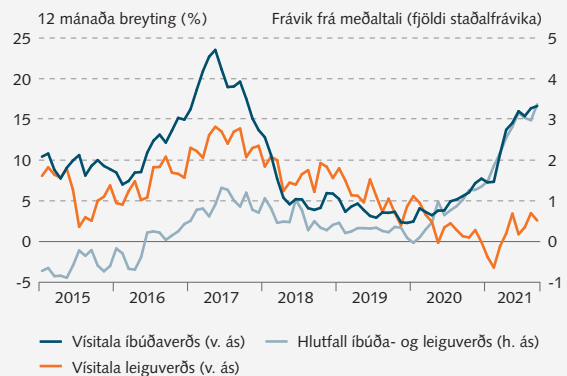
Hlutfall húsnæðis- og leiguverðs er nú orðið ríflega þremur staðalfrávikum yfir meðaltali sl. áratugar (mynd II-11). Þessi þróun á sér alþjóðlega hliðstæðu en nýleg hækkun húsnæðisverðs hér á landi er áþekkt því sem sést hefur í mörgum öðrum þróuðum ríkjum (mynd II-13).¹ Lækkun vaxta um allan heim og víðtækar stuðningsaðgerðir stjórnvalda vega þar þungt en einnig hin mikla aukning þvingaðs sparnaðar vegna skertra neyslismöguleika sem leitað hefur inn á húsnæðismarkað. Eins og í öðrum löndum eru hins vegar í vaxandi mæli merki um að hækkun húsnæðisverðs sé orðin umfram það sem skýra megi með þróun þeirra efnahagslegu grunnþátta sem til lengri tíma ráða mestu um þróun þess. Mynd

1. Sjá t.d. umfjöllun í rammagrein 1.1 í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, *World Economic Outlook*, október 2021.

Mynd II-11

Húsnæðis- og leiguverð¹

Janúar 2015 - september 2021

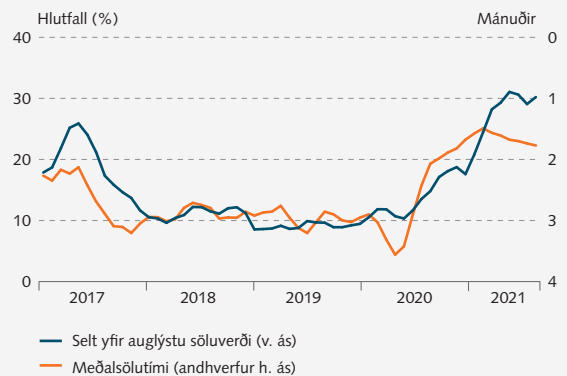


1. Húsnæðis- og leiguverð á höfuðborgarsvæðinu. Frávik hlutfalls húsnæðis- og leiguverðs frá meðaltali 2011-2021 mælt í fjölda staðalfrávika.
Heimildir: Þjóðskrár Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Íbúðir seldar yfir auglýstu söluverði og meðalsölutími á landinu öllu¹

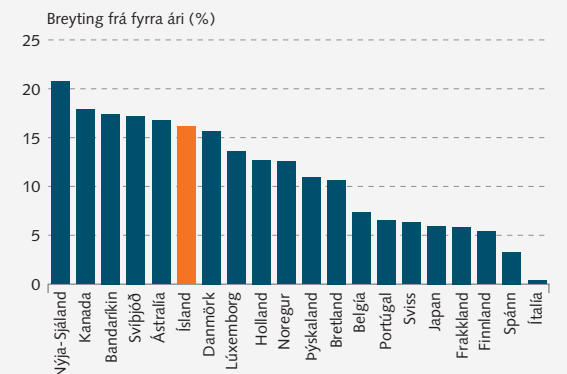
Janúar 2017 - september 2021



1. Hlutfall íbúða sem seldar eru yfir auglýstu söluverði af heildarfjölda seldra íbúða í hverjum mánuði. Þriggja mánaða hlaupandi meðaltal. Fjöldi kaupsamninga árstíðar-leiðrétur af Seðlabankanum.
Heimildir: Fasteignavefur Morgunblaðsins, Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Þjóðskrár Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13

Húsnæðisverð í völdum OECD-ríkjum¹



1. Árshækkun húsnæðisverðs á 3. ársfj. 2021 á Íslandi og í Kanada en 1. ársfj. 2021 í Nýja-Sjálandi og 2. ársfj. 2021 í öðrum löndum.
Heimildir: Refinitiv Datastream, Þjóðskrár Íslands.

II-14 sýnir t.d. þróun húsnæðisverðs samanborna við kvika spá út frá húsnæðisverðsjöfnu Þjóðhagslíkans bankans frá fyrsta ársfjórðungi 2020 til þriðja fjórðungs í ár. Húsnæðisverð hækkaði minna í fyrra en búast hefði mátt við miðað við sögulegt samband húsnæðisverðs, kaupmáttar ráðstöfunartekna og raunvaxta húsnæðislána en hækkunin undanfarna tvo ársfjórðunga hefur verið meiri en spá líkansins gefur til kynna.

Fjármálastöðugleikanefnd Seðlabankans ákvað því fyrr á árinu að lækka hámarksveðsetningarhlutfall á nýjum fasteignalánum úr 85% í 80% og að hámarks-greiðslubyrði nýrra fasteignalána verði 35% af ráðstöfunartekjum frá 1. desember nk. Mildari reglur gilda þó um fasteignalán vegna kaupa á fyrstu íbúð. Þá ákvað nefndin einnig að hækka sveiflujöfnunarauka á fjármálafyrirtæki sem taka mun gildi að ári liðnu. Fjármálafyrirtæki þurfa þá að leggja meira eigið fé til hliðar til að mæta óvæntum áföllum. Þessar aðgerðir ásamt vaxtahækkunum bankans ættu að stuðla að hægari hækkun húsnæðisverðs og gerir grunnspá bankans ráð fyrir að hægja muni töluvert á árshækkuninni þegar kemur fram á seinni hluta næsta árs.

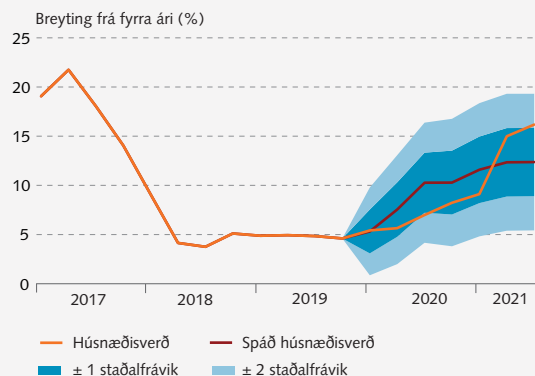
Áframhaldandi verðhækkunir á hlutabréfamarkaði

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI10, hefur hækkað um 31% frá áramótum og um 73% frá því að faraldurinn barst hingað til lands í lok febrúar í fyrra. Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur visitalan hins vegar lækkað um 0,4% en það skýrist af því að verð hlutabréfa eins félags sem vegur um helming í vísitölunni hefur lækkað um tæp 9%. Á sama tímabili hækkaði verð annarra félaga á aðalmarkaði að jafnaði um 12%. Velta á hlutabréfamarkaði fyrstu tíu mánuði ársins var 89% meiri en á sama tíma í fyrra.

Mynd II-14

Raunverulegt og spáð húsnæðisverð¹

1. ársfj. 2017 - 3. ársfj. 2021



1. Spáð ársbreyting húsnæðisverðs út frá kvikri (e. dynamic) spá frá 1. ársfj. 2020 til 3. ársfj. 2021 með húsnæðisverðsjöfnu áþekkrí húsnæðisverðsjöfnu Þjóðhagslíkans Seðlabankans metinni fyrir tímabilid 3. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2017.

Heimildir: Þjóðskrár Íslands, Seðlabanki Íslands.

Eftirspurn og hagvöxtur



Innlend eftirspurn einkaaðila

Einkaneysla dróst saman á ný á öðrum fjórðungi ársins ...

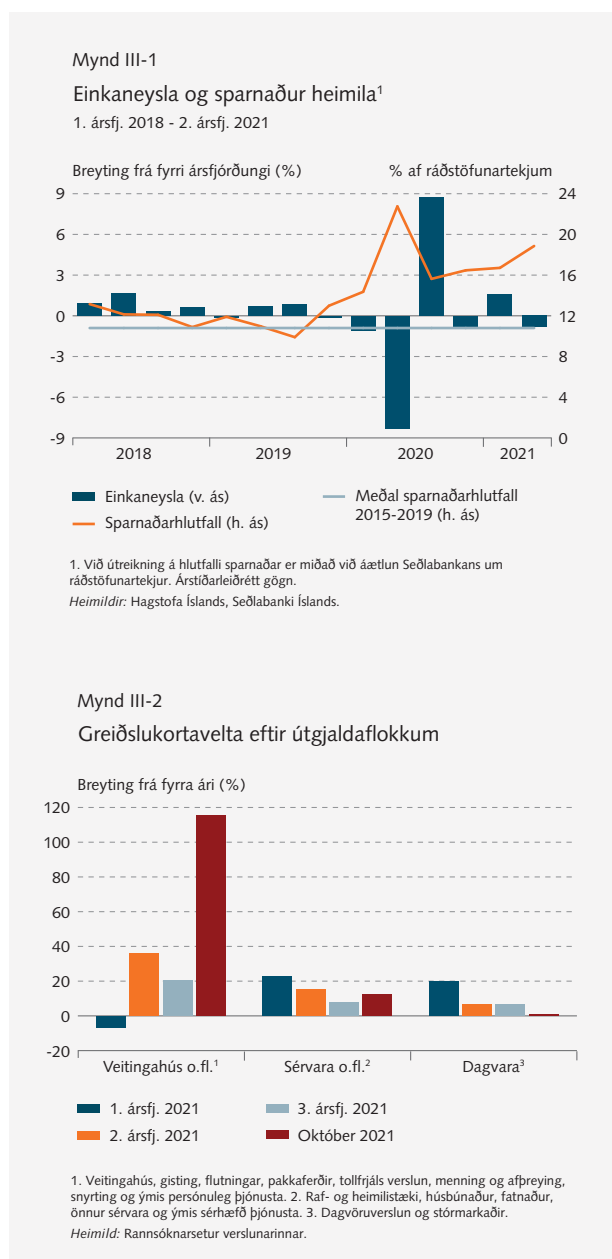
Einkaneysla dróst saman um 0,8% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi eftir 1,6% vöxt á fyrsta fjórðungi ársins (mynd III-1). Sparnaðarlutfall heimila hækkaði því nokkuð eftir að hafa verið tiltölulega stöðugt fjórðungana tvo á undan. Þetta er heldur lakari þróun en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála* og virðist fyrst og fremst skýrast af því að útgjöld heimila erlendis hafi vaxið hægar en ætla má út frá tölum um greiðslukortaveltu.

Sakir mikils samdráttar einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi í fyrra jókst einkaneysla um 8,5% milli ára en í ágúst var gert ráð fyrir tæplega 10% vexti. Á móti vó endurskoðun Hagstofu Íslands á sögulegum tölum og því varð minna frávik í mati á einkaneyslu á fyrri hluta ársins. Í ágústspá bankans var gert ráð fyrir 5,2% vexti milli ára á årshelmingnum en vöxturinn reyndist 4,7% samkvæmt fyrstu tölum Hagstofunnar.

Sóttvarnaraðgerðir stjórnvalda hafa haft mikil áhrif á samsetningu neysluútgjalda í faraldrinum en á öðrum ársfjórðungi jukust útgjöld heimila til allra neysluflokka milli ára en þó sérstaklega til þeirra sem voru háðir samkomutakmörkunum (mynd III-2).

... en vísbendingar eru um kröftugan vöxt á þriðja ársfjórðungi ...

Eins og sést á mynd III-2 jukust útgjöld heimila á þriðja ársfjórðungi áfram milli ára. Vísbendingar eru um að dregið hafi úr áhrifum farsóttarinnar og sóttvarna á neyslu- og ferðavenjur almennings. Mælingar á umferð á höfuðborgarsvæðinu í ágúst og september gefa til kynna að fleiri hafi snúið aftur á vinnustaði og í skóla eftir mikla



fjarvinnu frá því að COVID-19-farsóttin náði fótffestu hér á landi (mynd 2 í viðauka 1). Samsetning neysluútgjalda er einnig að breytast og beinist í vaxandi mæli að þjónustu, óvaranlegri neyslu innanlands og neyslu erlendis eftir að hafa beinst í miklum mæli að varanlegri neyslu innanlands á meðan faraldurinn stóð sem hæst. Þá jukust nýskráningar bifreiða (án bílaleigna) í júlí og ágúst um tæplega 18% frá sama tímabili fyrir ári. Kaupmáttur heimila hefur einnig farið vaxandi og atvinnuhorfur hafa batnað töluvert. Vaxandi bjartsýni gæti auk þess hjá almenningi og hefur væntingavísitala Gallup ekki mælst hærrí í fimm ár (mynd III-3).

... og að vöxtur einkaneyslu á árinu öllu verði meiri en áður var spáð

Samkvæmt grunnsþá bankans jókst einkaneysla um tæplega 6% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi og um 7,5% á milli ára. Gert er ráð fyrir tæplega 5% ársvexti á fjórða fjórðungi ársins og 5,4% vexti einkaneyslu á árinu öllu sem er 1,2 prósentum meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Útlit er því fyrir töluvert kröftugri vöxt einkaneyslu á seinni hluta ársins en spáð var í ágúst og endurspeglar það m.a. minni áhrif farsóttarinnar á neyslumöguleika og -vilja heimilanna en áður var gert ráð fyrir.

Gert er ráð fyrir að heldur hægi á vexti einkaneyslu á næsta ári sem að hluta endurspeglar grunnáhrif kröftugs vaxtar í ár (mynd III-4). Horfur eru á um 4% árlegum vexti að meðaltali á spátímanum en í ágúst var spáð um 3½% vexti að meðaltali. Grunnsþáin felur í sér að sparnaðarhlutfall heimila helst yfir sögulegu meðaltali á spátímanum í stað þess að lækka smám saman niður í hlutfallið eins og það var fyrir farsóttina eins og talið var líklegast fyrst eftir að farsóttin barst til landsins. Um þessa þróun er hins vegar mikil óvissa og í rammagrein 1 er sýnt fráviksdæmi þar sem gert er ráð fyrir að heimilin gangi hraðar á þennan uppsafnaða sparnað en í grunnsþánni. Gangi það eftir gæti vöxtur einkaneyslu reynst meiri á spátímanum en felst í grunnsþánni. Vöxturinn gæti einnig reynst minni verði alþjóðlegar verðhækkanir meiri og innlend verðbólga þrálátari eins og lýst er í öðru fráviksdæmi í rammagrein 1.

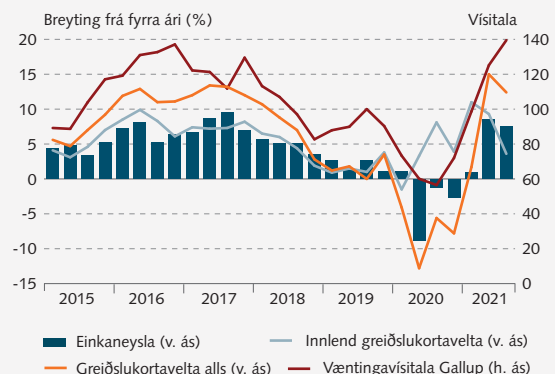
Mikill vöxtur atvinnuvegafjárfestingar á fyrri hluta ársins ...

Fjárfesting atvinnuveganna jókst um 21,7% milli ára á fyrstu sex mánuðum ársins en það er rúmlega tvöfalt meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst. Frávikið skýrist að stærstum hluta af því að Hagstofan breytti meðferð eignaleigusamninga í þjóðhagsreikningum á þann veg að nú teljast leigðir rekstrarfjármunir í ákveðnum tilfellum til fjárfestingar hjá leigutökum. Breytingin leiddi til þess

Mynd III-3

Einkaneysla og vísbendingar¹

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2021

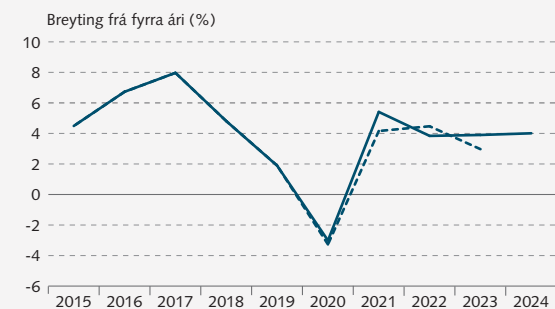


1. Væntingavísitala Gallup er árstíðarleiðrétt. Grunnsþá Seðlabankans 3. ársfj. 2021 fyrir einkaneyslu.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Einkaneysla 2015-2024¹



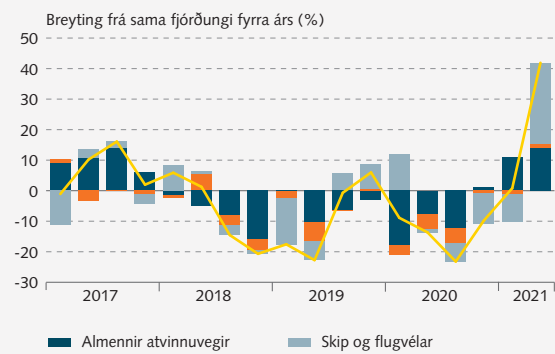
1. Grunnsþá Seðlabankans 2021-2024. Brotalína sýnir spá PM 2021/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Fjármunamyndun atvinnuvega og framlag undirliða

1. ársfj. 2017 - 2. ársfj. 2021



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

að fjárfesting í flugvélum mældist mun meiri sem skýrir að miklu leyti ríflega 40% aukningu atvinnuvegafjárfestingar á öðrum fjórðungi ársins (mynd III-5). Er það töluvert meiri fjárfesting en gert var ráð fyrir í ágúst en frávikid hafði þó ekki teljandi áhrif á mat á hagvexti þar sem samsvarandi breytingar urðu á vöruinnflutningi.¹

Niðurstöður fyrir aðra undirliði atvinnuvegafjárfestingar á fyrri helmingi ársins voru í góðu samræmi við ágústspá bankans. Þær sýna enn fremur að fjárfesting fyrirtækja tók verulega við sér snemma á þessu ári en endurskoðaðar tölur Hagstofunnar leiddu í ljós að almenn atvinnuvegafjárfesting (þ.e. fjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla) jókst mun meira á fyrsta fjórðungi ársins en fyrri tölur höfðu bent til. Eins og sést á mynd III-6 höfðu hátiðnivísbendingar þegar gefið þessa þróun til kynna og var vænt endurskoðun fyrir fyrsta fjórðung því færð með fjárfestingu á öðrum fjórðungi í ágústspá bankans. Á heildina jókst almenn atvinnuvegafjárfesting um 16,1% á fyrri helmingi ársins sem var í takt við ágústspá bankans.

... og horfur fyrir árið í heild hafa batnað frá því í vor Vísendingar eru um að fjármunamyndun hafi áfram verið sterk á þriðja fjórðungi þessa árs. Innflutningur almennra fjárfestingavara á föstu gengi var 60% meiri á þriðja fjórðungi en hann var á sama tíma í fyrra sem er töluvert meiri vöxtur en á fyrstu tveimur fjórðungum ársins (mynd III-6). Þá bendir fjölgun starfa frá því í sumar til þess að umsvif í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð hafi að sama skapi aukist.

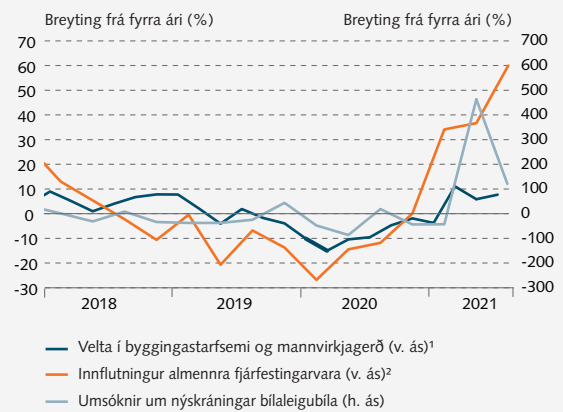
Vaxandi fjárfestingarumsvif eru einnig í samræmi við niðurstöður kannana. Niðurstöður fyrirtækjakönnunar Gallup á meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sem framkvæmd var í september benda til þess að stjórnendur séu mun bjartsýnni um fjárfestingu í ár en þeir voru í sams konar könnun í mars sl. Könnun bankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja, sem var einnig framkvæmd í september, segir sömu sögu. Samkvæmt henni áforma fyrirtæki að auka fjárfestingu í ár um rúm 16% að nafnvirði sem er meiri aukning en könnun bankans frá því í mars benti til (mynd III-7). Sama könnun bendir enn fremur til þess að í ár verði fjármunamyndun drifin áfram af fjárfestingu í ferðaþjónustu og flutningastarfsemi, iðnaði og upplýsingatækni. Töluverðan samdrátt má aftur á móti sjá meðal fyrirtækja í sjávarútvegi en hafa ber í huga að könnunin nær ekki til fjárfestingar í skipum og skipsbúnaði. Þá nær hún heldur ekki að fullu til áforma sem uppi eru um stórfellda uppbyggingu fisk-

1. Breytingin veldur því að landsframleiðslan hækkar lítilllega þar sem leigugreiðslur sem áður töldust til þjónustuinnflutnings færast ekki lengur í ráðstöfunaruppgjör þjóðhagsreikninga.

Mynd III-6

Vísendingar um almenna atvinnuvegafjárfestingu

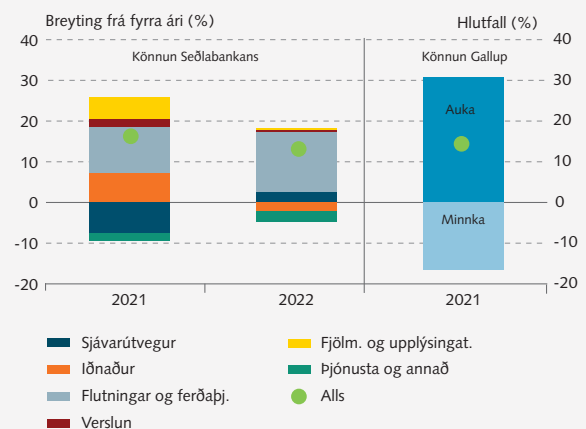
1. ársfj. 2018 - 3. ársfj. 2021



1. Samanlögð velta í byggingastarfsemi og mannvirkjagerð. Gögnin eru eftir tveggja mánaða virðisaukaskattímabilum og staðvirk með byggingavísitölu. 2. Samanlagt innflutningsverðmæti almennra fjárfestingavara og flutningatækja til atvinnurekstrar, þó ekki skipa og flugvéla, staðvirk með gengisvísitölu.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Fjárfestingaráform fyrirtækja 2021 og 2022¹



1. Könnun Seðlabankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja (að undanskilinni fjárfestingu í skipum og flugvélum). Könnun Gallup á fjárfestingaráformum 400 stærstu fyrirtækja landsins. Sínd eru hlutföll fyrirtækja sem ætla að auka og minnka fjárfestingu.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

eldis en talið er að fjárfesting í fiskeldi verði ríflega tvöfalt meiri í ár en í fyrra og enn meiri á næsta ári. Á móti vegur hins vegar samdráttur í byggingu hótela. Í fyrra tók að hægja verulega á hótelframkvæmdum eftir kröftuga uppbyggingu undanfarin ár og var nokkrum fyrirhug- uðum hótelframkvæmdum slegið á frest eða hætt við þær.

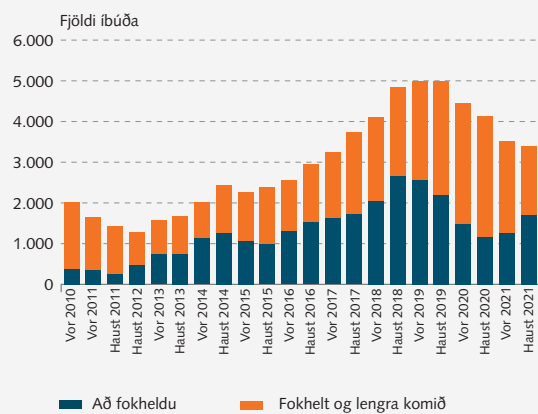
Bættar horfur frá því í vor gefa tilefni til að ætla að fjárfesting atvinnuveganna verði meiri í ár en þá var talið. Gert er ráð fyrir 17,6% vexti milli ára sem er ríflega 13 prósentum meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst. Áðurnefnd aðferðafræðibreyting Hagstofunnar á meðferð eignaleigusamninga vegur þungt en horfur fyrir almenna atvinnuvegafjárfestingu batna einnig. Talið er að á þriðja ársfjórðungi hafi hún aukist um fjórðung milli ára og að 15½% vöxtur verði á árinu öllu en í ágúst var spáð ríflega 9% vexti. Þá er búist við því meiri atvinnuvegafjárfestingu á næsta ári en í fyrri spá en meiri fjárfesting í ár veldur því að spáð er meiri samdrætti á milli ára en áður.

Samdráttur íbúðafjárfestingar í ár svipaður og spáð var í ágúst

Íbúðafjárfesting dróst saman um 6,7% milli ára á fyrri hluta ársins en í ágúst áætlaði bankinn að samdrátturinn hefði verið 8,6%. Í þjóðhagsreikningum hafa tölur síð- asta árs verið endurskoðaðar upp á við sem leiðir til þess að íbúðafjárfesting er nú talin hafa aukist um 1,2% milli ára í stað samsvarandi samdráttar. Ný talning Samtaka iðnaðarins á íbúðum í byggingu gefur til kynna að færri íbúðir séu í byggingu nú en í vor. Byggingaraðilar hafa lagt nokkra áherslu á að ljúka byggingu íbúða sem eru á seinni stigum vegna mikillar sölu að undanfögnu. Kemur það fram í því að íbúðum sem eru fokheldar og lengra komnar hefur fækkað samkvæmt talningunni (mynd III-8). Íbúðum að fokheldu virðist þó tekið að fjölga á ný og vísbendingar eru um aukinn kraft í nýframkvæmdum. Þrátt fyrir það er útlit fyrir að íbúðafjárfesting dragist saman um 8% í ár sem er svipað og spáð var í ágúst. Á næstu þremur árum eru hins vegar horfur á að vöxturinn verði að meðaltali ríflega 9% á ári sem er meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst. Gangi spáin eftir verður hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu komið í 6% í lok spátímans sem er 2 prósentum umfram meðaltal undan- farins aldarfjórðungs.

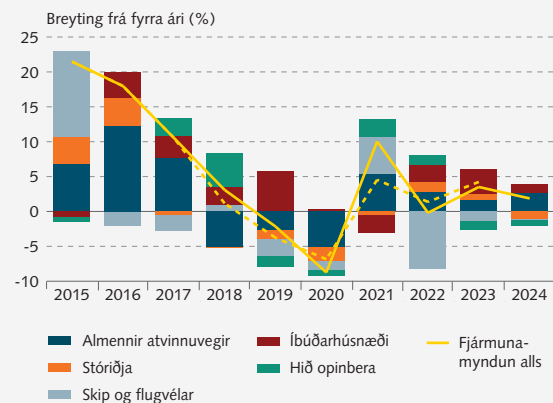
Horfur á töluverðri aukningu fjármunamyndunar í ár
Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að fjármunamyndun verði 10½% meiri í ár en í fyrra (mynd III-9). Það er ríf- lega tvöfalt meiri vöxtur en spáð var í ágúst sem skýrist að stærstum hluta af því að fjárfesting í skipum og flug- vélum telst meiri sakir áðurnefndrar breytingar á aðferð

Mynd III-8
Íbúðir í byggingu á höfuðborgarsvæðinu¹



1. Samkvæmt íbúðatalningum Samtaka iðnaðarins.
Heimild: Samtök iðnaðarins.

Mynd III-9
Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2015-2024¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orku- frekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2021-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hagstofunnar. Að skipum og flugvélum undanskildum er fjárfestingin í ár að mestu drifin af meiri almennri atvinnuvegafjárfestingu og fjárfestingu hins opinbera (sjá hér á eftir) en á móti vegur samdráttur í íbúðafjárfestingu. Fjármunamyndun er nú meiri á spátímanum öllum en grunnáhrif valda því að áætlað er að fjárfesting vaxi hægar frá og með næsta ári. Í lok spátímans verður hlutfall fjármunamyndunar og landsframleiðslu um 21% sem er áþekkt því sem spáð var í ágúst.

Hið opinbera

Umsvif hins opinbera mikil á tímum farsóttarinnar

Búist er við að eftirspurn hins opinbera aukist um 3,9% í ár sem er meiri vöxtur en í fyrra þegar hann var 3,2%. Gert er ráð fyrir að vægi opinberrar fjárfestingar í ár verði meira en í fyrra en að dragi úr vexti samneysluútgjalda eftir mikinn vöxt þeirra í fyrra. Á fyrri hluta þessa árs jókst fjárfesting hins opinbera um 14% og munaði þar mest um fjárfestingarútgjöld ríkissjóðs. Aukningin var töluvert minni en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans en fjárfestingarútgjöld hins opinbera á fyrri hluta ársins voru engu að síður áþekkt því sem þá var búist við. Skýrist frávikid af því að Hagstofan endurskoðaði fjárfestingu síðasta árs töluvert til hækkunar. Lítil breyting er á áætluninni um fjárfestingu hins opinbera fyrir árið í heild en sakir fyrrnefndrar endurskoðunar á tölum síðasta árs verður vöxturinn milli ára minni eða 17% samanborið við nærri fjórðungsvöxt í ágústspánni. Gert er ráð fyrir að samneysla vaxi um rúm 2% í ár sem er aðeins meira en spáð var í ágúst. Á heildina litið verður vöxtur eftirspurnar hins opinbera í ár nærri ½ prósentu minni en talið var í ágúst og má rekja það til áðurnefndrar endurskoðunar á útgjöldum síðasta árs. Horfur um vöxt eftirspurnar hins opinbera á næstu árum haldast áþekkar því sem gert var ráð fyrir í ágúst.

Eins og sést á mynd III-10 felur grunnspáin í sér að hlutfeld hins opinbera í landsframleiðslunni aukist áfram í ár eftir mikla aukningu í fyrra. Þá fór saman mikil aukning útgjalda hins opinbera og samdráttur annarra liða landsframleiðslunnar. Samkvæmt grunnspánni lækkar hlutfallið aftur á næsta ári en verður þó töluvert herra en að jafnaði undanfarna tvo áratugi.

Halli á ríkissjóði skýrist að miklu leyti af mótvægisáðgerðum

Áhrif efnahagssamdráttar síðasta árs ásamt umfangsmiklum mótvægisáðgerðum stjórnvalda við COVID-19-farsóttinni ollu miklum halla á ríkissjóði á síðasta ári sem svarar til 8% af landsframleiðslu (mynd III-11). Á fyrri hluta þessa árs nam hallinn 7,4% og batnaði afkoman

Mynd III-10

Hlutfeld samneyslu og fjárfestingar hins opinbera í landsframleiðslu 2000-2024¹

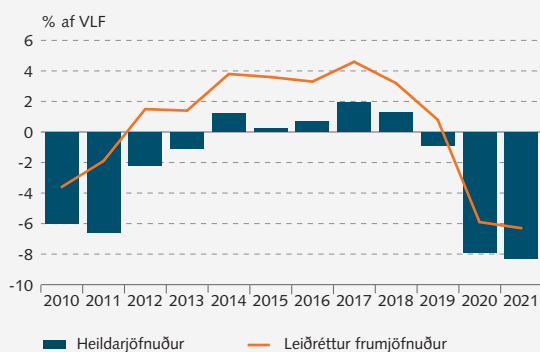


1. Grunnspá Seðlabankans 2021-2024.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Afkoma ríkissjóðs 2010-2021¹



1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþilidum. Árin 2016-2020 er bæði frum- og heildarjöfnuður leiðréttur fyrir stöðugleikaförögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðislána, sérstakri innborgun í A-deild LSR, arðgreiðslum umfram fjárlög, afhendingu Hvalfjarðarganga og öðrum sértækum áðgerðum. Grunnspá Seðlabankans 2021.

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

um 1,3 prósentur frá sama tímabili 2020 en bæði í fjármálaáætlun stjórnvalda, sem kynnt var sl. vor, og í máispá *Peningamála* var búist við meiri hallarekstri í ár en í fyrra. Þetta helst í hendur við þróun efnahagssumsvifa sem jafnan hefur mikil áhrif á afkomu ríkissjóðs.

Í grunnspá bankans er áætlað að halli ríkissjóðs verði rúmlega 8% af landsframleiðslu áþekkt því sem var í fyrra. Líkt og í fyrri spá bankans og í áætlun stjórnvalda er búist við að verulega dragi úr hallarekstrinum á næstu árum samhliða því sem undið er ofan af sérstökum mótvægisáðgerðum vegna farsóttarinnar og tekjstofnar ríkissjóðs styrkjast.²

Áframhaldandi slökun á aðhaldi ríkisfjármála í ár en horfur á viðsnúningi á næstu árum

Afkoma ríkissjóðs versnaði á síðasta ári um tæp 4,5% af landsframleiðslu að teknu tilliti til áhrifa hagsveiflunnar (mynd III-12). Þetta er meiri slökun á aðhaldi en áætluð var þegar aðhaldsstig ríkisfjármála var metið í vor sem endurspeglar að útgjöld ríkissjóðs jukust meira en endurskoðaðar tölur Hagstofunnar gáfu til kynna. Bróðurpart slökunar á aðhaldi í fyrra má rekja til mótvægisáðgerða stjórnvalda en einnig munar um aukin samneysluútgjöld. Í ár er búist við frekari slökun á aðhaldi ríkisfjármála sem samsvarar 1,7% af landsframleiðslu, m.a. sakir áður samþykkrar lækkunar neðsta þreps tekjuskatts einstaklinga. Samanlögð slökun ársins í ár og í fyrra er því talin verða ríflega 6% af landsframleiðslu en í fyrri spá bankans var gert ráð fyrir slökun á aðhaldi sem næmi tæpum 8% af landsframleiðslu. Undir lok þessa árs renna flestar mótvægisáðgerðir sitt skeið og herðir þá á aðhaldsstigi ríkisfjármála að öðru óbreyttu. Á seinni hluta spátímans er búist við að aðhald aukist um sem nemur rúmlega 1% af landsframleiðslu á ári en í fjármálaáætlun stjórnvalda frá sl. vori er kveðið á um árlegar aðhaldsaðgerðir þar til að hækkun skuldahlutfalls hins opinbera verði stöðvuð árið 2025. Þetta mat gæti þó breyst með nýrri fjármálaáætlun nýrrar ríkisstjórnar (sjá einnig rammagrein 1).

Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

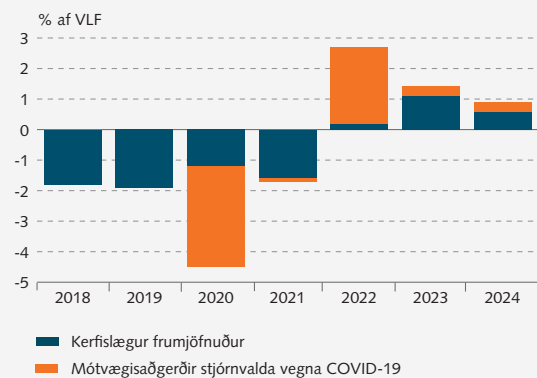
Hægfara bati útflutnings á fyrri hluta ársins eftir áföll síðasta árs ...

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um 7,5% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi eftir að hafa dregist saman á fyrsta fjórðungi ársins (mynd III-13). Aukinn

2. Alla jafna byggist grunnspá bankans um afkomu ríkissjóðs í nóvemberhefti *Peningamála* m.a. á forsendum sem finna má í nýju fjárlagafrumvarpi næsta árs. Að þessu sinni lá frumvarpið ekki fyrir þegar spá bankans var unnin og því var fjármálaáætlun stjórnvalda frá því í vor höfð til hlíðsjónar. Af sömu ástæðu er ekki að finna hefðbundna rammagrein um fjárlagafrumvarpið í þessu hefti *Peningamála*.

Mynd III-12

Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2018-2024¹

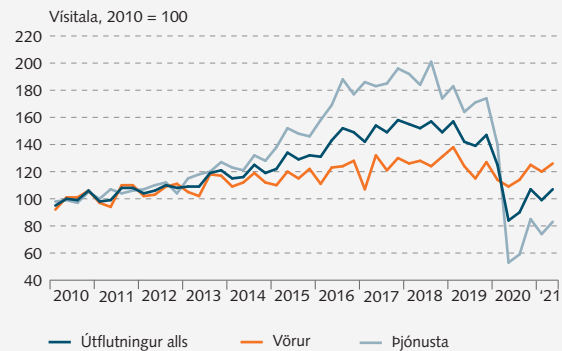


1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþilslíðum. Grunnspá Seðlabankans 2021-2024. Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-13

Útflutningur vöru og þjónustu¹

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2021



1. Árstíðarleiðréttar magnvísitölur. Heimild: Hagstofa Íslands.

þjónustuútflutningur, bæði tengdur ferðþjónustu og annarri þjónustu, vó þungt í vextinum en við bættest aukinn útflutningur sjávarafurða einkum vegna verðmætrar loðnuvertíðar. Milli ára nam vöxtur útflutnings tæplega 28% á fjórðungnum sem er 9 prósentum minni vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans. Ársvöxtur þjónustuútflutnings reyndist einnig töluvert minni en spáð var einkum sakir minni útflutnings tengds farþegaflutningum með flugi. Það má að miklu leyti rekja til endurskoðunar á sögulegum tölum Hagstofunnar.

Pungar sóttvarnaðgerðir voru í gildi á fyrri hluta fjórðungsins en eftir því sem létt var á þeim í takt við rúnun farsóttarinnar og bólusetningar innanlands og í helstu viðskiptalöndum tók komum erlendra ferðamanna til landsins að fjölga hratt. Útflutningur tengdur ferðþjónustu jókst um rúm 273% milli ára á fjórðungnum samhliða fjölgun ferðamanna. Þrátt fyrir öran vöxt nam útflutt þjónusta einungis 23% af útfluttri þjónustu á sama ársfjórðungi 2019 og fjöldi ferðamanna var aðeins 14% af fjöldanum fyrir tveimur árum.

Próun vöruútflutnings á fyrri hluta ársins var hins vegar í góðu samræmi við það sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Á öðrum ársfjórðungi voru flutt út 16,3% meira af vörum en á sama fjórðungi í fyrra sem er í samræmi við það sem spáð var í ágúst. Þar vó mikil aukning útflutnings sjávarafurða þungt en nokkur aukning var einnig í útflutningi annarra vara, einkum afurða fiskeldis og annarra iðnaðarvara en álafurða.

... sem sótti í sig veðrið á þriðja ársfjórðungi

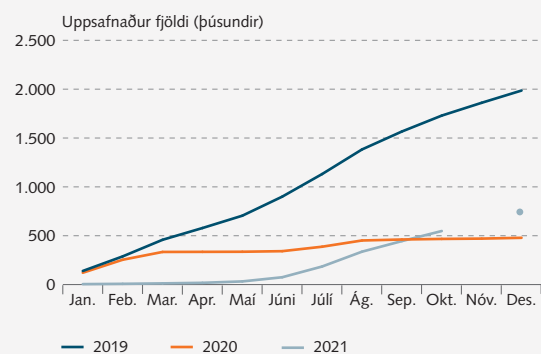
Útlit er fyrir að vöxtur útflutnings hafi verið kröftugri á þriðja fjórðungi ársins en spáð var í ágúst. Aukinn bati var í ferðþjónustu og þrefaldaðist fjöldi ferðamanna milli ára. Voru ferðamenn þó tæplega helmingi færri en á sama tíma árið 2019 (mynd III-14). Vísbendingar eru einnig um að dvalartími ferðamanna hafi lengst og meðalútgjöld þeirra aukist miðað við fyrri ár. Þá jókst álútflutningur og annar vöruútflutningur töluvert á fjórðungnum samhliða verðhækkunum en á móti virðist útflutningur sjávarafurða hafa verið minni en á sama fjórðungi í fyrra eftir að loðnuútflutningur ársins náði hámarki í vor.

Meiri vöruútflutningur á næsta ári vegna aukins loðnukvóta

Horfur um vöruútflutning á þessu og næsta ári hafa batnað frá síðustu spá og er nú gert ráð fyrir 7,6% vexti milli ára í ár í stað 6,1% í ágúst. Horfur um útflutning sjávarafurða hafa batnað í ljósi aukinna aflaheimilda í loðnu á núverandi fiskveiðiári sem vega á móti samdrætti í aflaheimildum fyrir þorsk. Til viðbótar er útlit fyrir meiri útflutning álafurða á árinu en spáð var í ágúst.

Mynd III-14

Brottfarir erlendra farþega um Keflavíkurflugvöll 2019-2021¹



1. Uppsafnaður fjöldi hvers árs. Punkturinn sýnir heildarfjölda 2021 samkvæmt grunnsþá Seðlabankans.

Heimildir: Ferðamálastofa, Seðlabanki Íslands.

Áhrif aukins loðnukvóta koma hins vegar í meira mæli fram á næsta ári þótt á móti vegi samdráttur í aflaheimildum í kolmunna, makríl og norsk-íslenska síldarstofninum. Í ágústspá bankans hafði reyndar verið gert ráð fyrir auknum loðnukvóta en miðað við nýútgefinn kvóta má ætla að verðmæti loðnuútflutnings verði um 30 ma.kr. meiri en þá var spáð. Útflutningur sjávarafurða er því talinn aukast um 4,5% milli ára í stað samsvarandi samdráttar sem spáð var í ágúst. Horfur eru því á að vöruútflutningur aukist einnig um 4,5% á næsta ári en í ágúst var spáð 1,2% vexti. Batnandi horfur má að nánast öllu leyti rekja til aukins útflutnings loðnuafurða.

Útlit fyrir áframhaldandi bata í ferðapjónustu

Þrátt fyrir hraða fjölgun smita í sumar í kjölfar útbreiðslu Delta-afbrigðis veirunnar og stöðu Íslands á rauðum lista hjá sóttvarnarstofnunum Evrópu og Bandaríkjanna fjölgaði ferðamönnum hraðar er leið á þriðja ársfjórðung en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspánni. Nú er áætlað að fjöldi þeirra verði um 720 þúsund á árinu öllu í stað 680 þúsunda í ágústspánni. Samsvarar það því að fjöldi erlendra ferðamanna á fjórða ársfjórðungi verði um 65% af fjölda ferðamanna á sama tíma árið 2019 sem er svipað hlutfall og á seinni hluta þriðja ársfjórðungs (mynd 2 í viðauka 1). Aðrar vísbendingar gefa einnig til kynna að batinn verði hraðari en áður var talið. Þannig hefur leitum að hótélum og flugi til Íslands á leitarvél Google t.d. fjölgað frá því í sumar og nálgast sambærilegan fjölda og fyrir faraldurinn. Þá eru horfur á að alþjóðlegt farþegaflug sæki í sig veðrið á næstu misserum í kjölfar þess að bólusetting ferðamönnum er orðið heimilt að ferðast til Bandaríkjanna í fyrsta sinn síðan í mars í fyrra. Útlit er því fyrir að skiptifarþegum gæti fjölgað á ný þegar líður á veturinn. Horfur eru því einnig lítillega betri fyrir næsta ár en talið var í ágúst og áætlað er að fjöldi erlendra ferðamanna verði um 1,5 milljón sem er heldur meira en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans en í takt við það sem talið var í maí. Óvissa er þó enn til staðar um horfur í ferðapjónustu um allan heim og gæti bakslag í viðureigninni við farsóttina sett þessar áætlanir í uppnám. Þá gæti hækkun olíuverðs leitt til hærri flugfargjalda næstu misseri sem dregið gætu úr ferðavilja almennings.

Þrátt fyrir bjartari horfur í ferðapjónustu á seinni helmingi ársins gerir hægari vöxtur á öðrum fjórðungi ársins það að verkum að nú er gert ráð fyrir um fjórðungsvexti þjónustuútflutnings í ár í stað 29% í ágúst. Horfur hafa hins vegar batnað fyrir næsta ár en þá er spáð líðlega 42% vexti í stað tæplega 40% í ágúst.

Svipaðar útflutningshorfur í ár en aukinn útflutningur á næsta ári

Talið er að heildarútflutningur aukist um 14,1% í ár sem er svipað og gert var ráð fyrir í ágúst en þar vegur minni þjónustuútflutningur á öðrum fjórðungi á móti meiri vöruútflutningi á seinni helmingi ársins (mynd III-15). Horfur fyrir næsta ár hafa batnað og spáð er tæplega 20% vexti heildarútflutnings miðað við 16,7% í ágúst. Þar vegur stór loðnukvóti þungt en einnig betri horfur um þjónustuútflutning. Gangi spáin eftir mun heildarmagn útflutnings í lok spátímans verða álíka mikið og það var árið 2017 sem er svipað og gert var ráð fyrir í ágúst.

Áframhaldandi vöxtur innflutnings

Innflutningur vöru og þjónustu jókst um 10,4% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi (mynd III-16). Þar vó innflutningur flugvéla þyngst en þjónustuinflutningur og annar vöruinnflutningur jókst einnig. Milli ára jókst innflutningur um þriðjung en í ágúst hafði verið gert ráð fyrir fjórðungsvexti. Muninn má að mestu leyti rekja til meiri innflutnings flugvéla en spáð var, sem skýrist sem fyrr segir af breyttri aðferðafræði Hagstofunnar við mat á flugvélaeigisamningum.

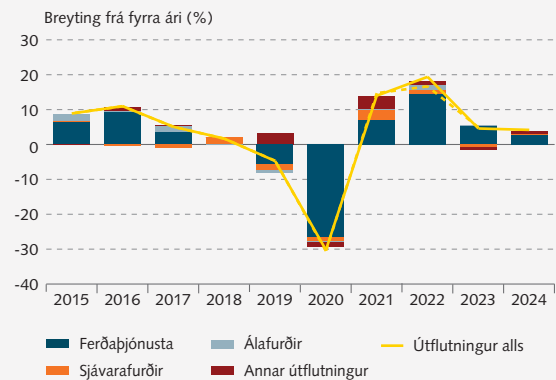
Vísbendingar eru um áframhaldandi vöxt innflutnings á þriðja fjórðungi þessa árs þar sem utanlandsferðum Íslendinga hefur fjölgað töluvert auk þess sem vöruinnflutningur hefur verið kröftugri en gert var ráð fyrir. Gert er ráð fyrir að ferðum Íslendinga til útlanda fjölgi enn frekar á fjórða ársfjórðungi og hraðar en áætlað var í ágúst. Horfur eru einnig á töluvert meiri vexti vöruinnflutnings á fjórðungnum. Gert er ráð fyrir auknum innflutningi flugvéla og vísbendingar eru um kröftugri vöruinnflutning margra helstu undirflokka. Talið er því að innflutningur í heild aukist um liðlega 18% í ár eða um 6 prósentum meira en spáð var í ágúst og um 12% á næsta ári.

Lítills háttar halli á viðskiptajöfnuði í ár

Halli á viðskiptajöfnuði nam 3,9% af landsframleiðslu á öðrum fjórðungi þessa árs en í ágúst var gert ráð fyrir 1% afgangi. Þar vó þyngst minni þjónustuútflutningur og meiri vöruinnflutningur, sem einkum stafar af áður-nefndri aðferðafræðibreytingu Hagstofunnar. Að auki var heldur minni afgangur á jöfnuði frumþáttatekna. Áfram er gert ráð fyrir að á þriðja ársfjórðungi hafi afgangur myndast á viðskiptajöfnuði á ný og að hann aukist á þeim fjórða. Þar vegur aukinn þjónustuútflutningur tengdur ferðapjónustu þungt en einnig hagstæðari þróun viðskiptakjara. Þrátt fyrir það er gert ráð fyrir halla á árinu öllu sem nemi 0,9% af landsframleiðslu (mynd

Mynd III-15

Útflutningur og framlag undirliða 2015-2024¹



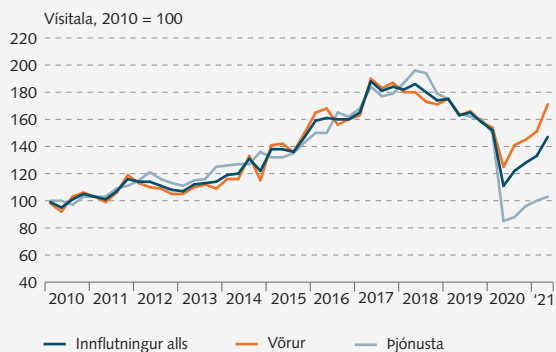
1. Vegna keðjutengingar getur verið að summa undirliðanna sé ekki jöfn heildarútflutningi. Ferðapjónusta er samtala á „ferðalögum“ og „farþegaflutningum með flugi“. Alútflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Grunnspá 2021-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-16

Innflutningur vöru og þjónustu¹

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2021

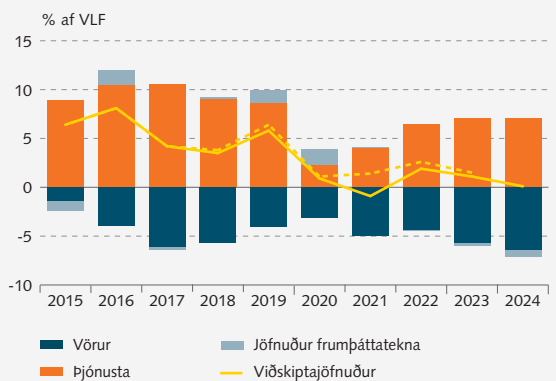


1. Árstíðarleiðréttar magnvísitölur.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd III-17

Viðskiptajöfnuður 2015-2024¹



1. Viðskiptajöfnuður án áhrifa fallinna fjármálfyrirtækja árið 2015. Jöfnuður rekstrarframlaga talinn með frumþáttajöfnuði. Grunnspá Seðlabankans 2021-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

III-17). Gangi það eftir yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2008 að viðskiptahalli mælist á heilu ári hér á landi. Gert er ráð fyrir að afgangur verði á viðskiptajöfnuði á ný á næsta ári samhliða auknum vexti í útfluttri þjónustu auk bættra viðskiptakjara og að afgangurinn nemi 1,9% af landsframleiðslu á árinu öllu sem er ½ prósentu minni afgangur en spáð var í ágúst. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að afgangurinn minnki aftur á seinni hluta spátímans.

Hagvöxtur

Minni hagvöxtur á fyrri hluta ársins en spáð var í ágúst

Landsframleiðslan jókst um 4,2% milli fjórðunga á öðrum fjórðungi ársins en í ágústspánni var gert ráð fyrir næstum 9% vexti (mynd III-18). Hægari vöxt má að mestu rekja til óhagstæðari þróunar einkaneyslu og útflutnings eins og rakið er fyrir í kaflanum. Milli ára jókst landsframleiðslan um 7,3% þar sem 9,4% vöxtur þjóðarútgjalda vó á móti 2,3 prósentna neikvæðu framlagi utanríkisviðskipta (mynd III-19). Árshagvöxtur á öðrum fjórðungi reyndist nokkru minni en gert hafði verið ráð fyrir í ágúst en það endurspeglar að hluta endurskoðun Hagstofunnar á hagvexti á fyrsta fjórðungi ársins. Sé litið á fyrri hluta ársins er munurinn því minni en samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 3,5% hagvöxtur á fyrri hluta ársins en í ágústspánni var gert ráð fyrir 4,7% vexti. Eins og rakið hefur verið fyrir í þessum kafla litar breytt aðferð Hagstofunnar við mat á flugvélaleigusamningum samanburðinn á undirlíðum hagvaxtar en í kjölfar breytinganna mælist fjárfesting meiri en á móti vegur meiri innflutningur.

Horfur á meiri hagvexti en spáð var í ágúst á seinni hluta þessa árs ...

Kröftugur vöxtur einkaneyslu og fjármunamyndunar skýrir að miklu leyti hvers vegna hagvöxtur virðist hafa verið meiri á þriðja ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í ágúst. Á sömu sveif leggst jákvæðara framlag utanríkisviðskipta. Útlit er fyrir að landsframleiðslan hafi aukist um 6½% á milli ára á þriðja fjórðungi og að hagvöxtur á árinu öllu verði 3,9% eða 0,1 prósentu minni en áður var spáð (mynd III-20). Lakari horfur í ár endurspeglar hægari vöxt á fyrri hluta ársins en á móti vega horfur á kröftugri hagvexti á seinni hluta ársins.

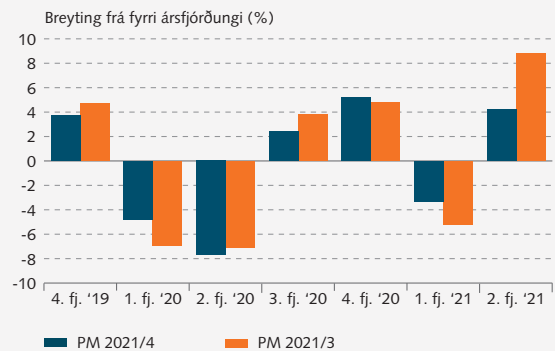
... og á næsta ári ...

Talið er að hagvöxtur aukist enn frekar á næsta ári en þar vegur þyngst kröftugur vöxtur útflutnings vegna aukinna tekna af ferðþjónustu og hagstæðari loðnu-

Mynd III-18

Ársfjórðungsleg breyting landsframleiðslu¹

4. ársfj. 2019 - 2. ársfj. 2021



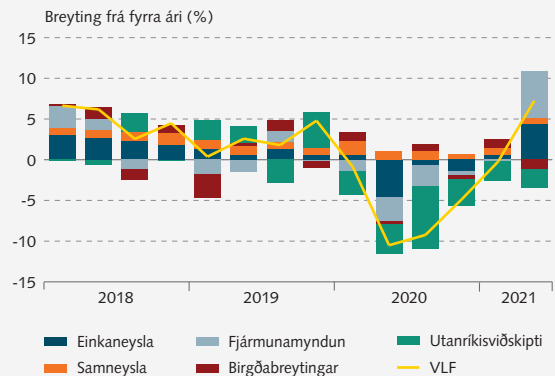
1. Árstíðarleiðrétt gögn. Gögn fyrir PM 2021/4 sýna mælingu Hagstofu Íslands frá ágúst 2021 en gögn fyrir PM 2021/3 sýna mælingu Hagstofunnar frá maí 2021 að 2. ársfjórðungi undanskildum sem sýnir grunnspá PM 2021/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-19

Hagvöxtur og framlag undirlíða¹

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2021

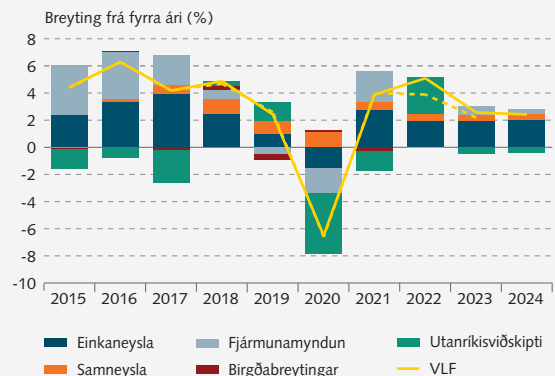


1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirlíða og hagvaxtar vegna keðju-tengingar þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-20

Hagvöxtur og framlag undirlíða 2015-2024¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2021-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

vertíðar. Verður framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar því jákvætt í fyrsta sinn síðan árið 2019 eða um 2,7 prósentur. Framlag aukningar einkaneyslu til hagvaxtar verður einnig jákvætt en fer þó minnkandi frá fyrra ári. Talið er að hagvöxtur verði 5,1% á árinu sem er 1,2 prósentum meiri vöxtur en spáð var í ágúst og má áætla að um helming endurskoðunarinnar megi rekja til væntinga um aukna loðnuveiði.

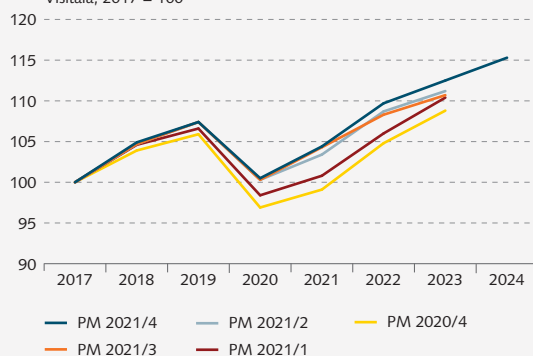
... en hagvaxtarhorfur lengra fram á veginn breytast lítið

Til lengri tíma lítið hafa hagvaxtarhorfur lítið breyst. Hagvöxtur hjaðnar í 2,6% árið 2023 og verður svipaður árið 2024. Gangi þetta eftir nær landsframleiðslan því stigi sem hún var á árið 2019 lítillega fyrr á næsta ári en spáð var í ágúst. Landsframleiðslan helst einnig meiri á öllu tímabilinu en í fyrri spám bankans (mynd III-21). Sem fyrr eru þessar horfur háðar töliverðri óvissu en fjallað er um helstu óvissuþætti spárinnar í rammagrein 1.

Mynd III-21

Verg landsframleiðsla 2017-2024¹

Visitala, 2017 = 100



1. Grunnspár Seðlabankans í *Peningamállum* frá nóvember 2020.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vinnumarkaður og nýting framleiðslupáttá



Vinnumarkaður

Störfum fjölgað hratt en meðalvinnutími hefur styst

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum á þriðja fjórðungi ársins um 3,5% milli ára. Þar af fjölgaði starfandi fólki um 4,3% en meðalvinnuvikan var 0,8% styttri (mynd 3 í viðauka 1). Starfandi fólki hefur fjölgað mikið frá byrjun ársins og var ríflega 2% fleira á þriðja ársfjórðungi en að jafnaði á árinu 2019 (mynd IV-1). Á móti vegur rúmlega 3% styttri vinnuvika. Ætla má að kjarasambundin stytting vinnuvikunnar skýri nærri helming breytingarinnar ef byggt er á mati Hagstofu Íslands á áhrifum aðgerðarinnar á launavísitölu. Fjölgun heildarvinnustunda hefur því ekki haldið í við fjölgun starfa og á þriðja ársfjórðungi voru þær 1% færri en á árinu 2019. Ef leiðrétt er fyrir áhrifum sambundinnar styttingar vinnuvikunnar með mati Hagstofunnar eru heildarvinnustundir hins vegar orðnar heldur fleiri en þá.

Launafólki hefur einnig fjölgað hratt það sem af er þessu ári. Tölur úr staðgreiðsluskrá benda til þess að í faraldrinum hafi liðlega 18.000 störf tapast en að í ágúst í ár höfðu 16.700 störf orðið til á ný. Flest þeirra voru í ferðapjónustu og hefur greinin endurheimt um helming þeirra starfa sem töpuðust í faraldrinum. Þá voru störf í atvinnugreinum sem að mestu endurspeglar opinbera þjónustu orðin tæplega 7.000 fleiri en á árinu 2019 (mynd IV-2).

Atvinnuleysi nálgast sama stig og fyrir faraldurinn

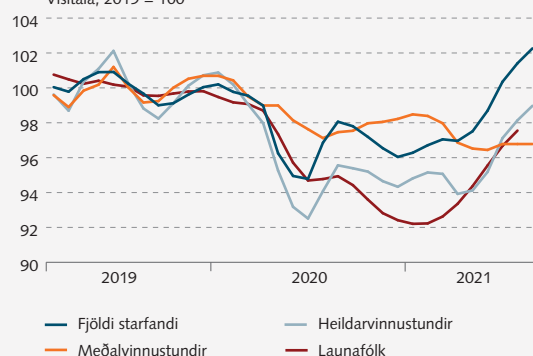
Árstíðarleiddréttar niðurstöður VMK sýna að á þriðja ársfjórðungi jókst atvinnupátttaka milli fjórðunga, þriðja fjórðunginn í röð, og var orðin litlu meiri en á árinu 2019. Hlutfall starfandi hækkaði töluvert meira en var þó enn

Mynd IV-1

Atvinna og vinnutími¹

Janúar 2019 - september 2021

Vísitala, 2019 = 100



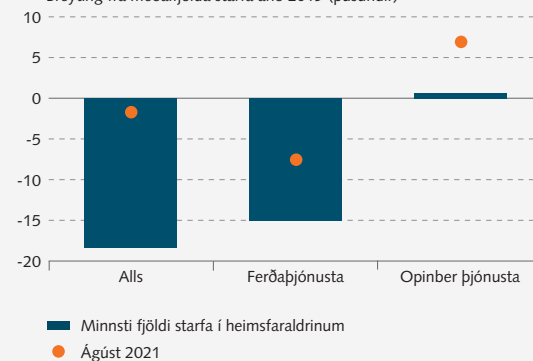
1. Launafólk samkvæmt tölum úr staðgreiðsluskrá ríkisskattstjóra en önnur gögn eru úr vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Fólk á aldrinum 16-74 ára. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiddréttar tala.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

Breyting í fjölda starfa á tímum heimsfaraldurs¹

Breyting frá meðalfjölda starfa árið 2019 (þúsundir)



1. Byggt á mánaðarlegum fjölda launafólks á aldrinum 16-74 ára úr staðgreiðsluskrá ríkisskattstjóra. Í liðnum "Alls" er launafólk sem vinnur fleira en eitt starf í mismunandi atvinnugreinum margtalið og eru tölur því betri nálgun á störf en fjölda launafólks. Opinber þjónusta endurspeglar atvinnugreinar opinber stjórnsýsla og varnamál, fræðslustarfsemi og heilbrigðis- og félagsþjónusta. Árstíðarleiddréttar tölur.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

tæplega 1 prósentu undir gildi ársins 2019 (mynd 3 í viðauka 1). Atvinnuleysi minnkaði þannig um 2 prósentur milli fjórðunga og mældist 4,6% á þriðja ársfjórðungi. Til samanburðar var það nærri 4% á árinu 2019. Samkvæmt VMK minnkaði slaki á vinnumarkaði einnig á fjórðungnum en þó nokkru minna en atvinnuleysi.

Munur milli mælinga á atvinnuleysi VMK og skráðs atvinnuleysis hefur áfram minnkað. Að teknu tilliti til árstíðar mældist það síðarnefnda 5,1% í október og var um ½ prósentu meira en í febrúar í fyrra. Langtímaatvinnuleysi hefur einnig minnkað hratt en er þó enn tiltölulega hátt í sögulegu samhengi.

Aðgerðisstjórnvalda styðja töluvert við vinnumarkaðinn

Bati á vinnumarkaði hefur að hluta til verið studdur af vinnumarkaðsaðgerðum stjórnvalda, sérstaklega nú í sumar þegar boðið var upp á liðlega 2.600 störf fyrir námsmenn og fjöldi fólks var á ráðningarstyrk. Áætlað er að skráð atvinnuleysi í október hefði verið um 2½ prósentu meira ef afskráningum vegna ráðningarstyrkja er bætt við (mynd IV-3). Það eru þó líklega efri mörk áhrifa styrkjanna því að einhver hluti fólks hefði eflaust hafið störf án þeirra. Þá dregur úr stuðningi stjórnvalda samhliða minnkandi atvinnuleysi en sérstöku átaksverkefni er sjálfhætt þegar atvinnuleysi á landsvísu eða á einstöku landsvæði mælist 6% eða minna. Í átaksverkefninu felast mildari skilyrði og meiri fjárstuðningur en hefðbundnir ráðningarstyrkir veita. Aðeins Suðurnes voru yfir þeim mörkum í október en höfuðborgarsvæðið, þar sem flestir atvinnuleitendur eru, fór undir þau í september sl.

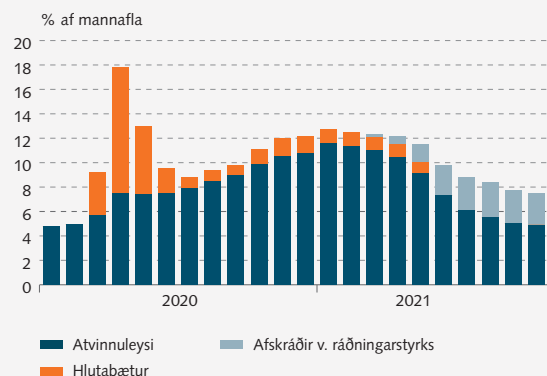
Ráðningarform fyrirtækja endurspeglar kröftuga eftirspurn

Ráðningarform fyrirtækja tóku mikinn kipp á öðrum fjórðungi ársins og reyndust áfram kröftug á þeim þriðja. Samkvæmt fyrirtækjakönnun Hagstofunnar voru tæplega 8.400 laus störf á þriðja ársfjórðungi og því um 5.400 fleiri en á sama tíma í fyrra og liðlega 3.700 fleiri en á sama fjórðungi árið 2019 (mynd IV-4). Þá var árstíðarleiðréttur munur á hlutfalli fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki og þeirra sem vilja fækka jákvæður um 28 prósentur í haustkönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Kannanirnar benda því til þess að störfum muni áfram fjölga næsta misserið. Óvissa er þó um að hvaða leyti mikill vilji til að ráða starfsfólk endurspeglar niðurgreiðslu launakostnaðar í gegnum ráðningarstyrki fremur en raunverulegan bata í vinnuafleiftirspurn.

Innflutningur á erlendu vinnuafli eykst

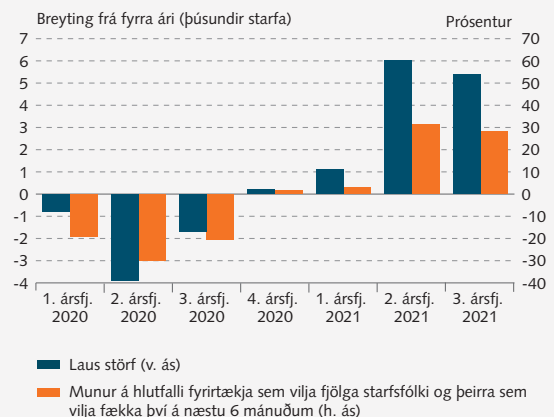
Íbúum landsins fjölgaði um 1,9% milli ára á þriðja fjórðungi ársins sem er nokkru meiri fjölgun en á öðrum árs-

Mynd IV-3
Skráð atvinnuleysi¹
Janúar 2020 - október 2021



1. Afskráðir vegna ráðningarstyrks er áætlun byggð á veittum ráðningarstyrkjum og öðrum upplýsingum frá Vinnuálastofnun. Þar sem hægt er að senda inn umsóknir í lok tímabilsins geta fyrri tölur verið endurskoðaðar.
Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4
Ráðningarform fyrirtækja¹
1. ársfj. 2020 - 3. ársfj. 2021



1. Laus störf skv. fyrirtækjakönnun Hagstofu Íslands og hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga eða fækka starfsfólki er úr könnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins og eru gögnin árstíðarleiðrétt af Seðlabanka Íslands.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fjórðungi (mynd IV-5). Hraðari fjölgun íbúa má að mestu leyti rekja til fjölgunar erlendra ríkisborgara. Útlit er fyrir að erlendu vinnuafla muni halda áfram að fjölga samhliða bata í þjóðarþúskapnum og sakir mikils fjölda auglýstra starfa sem ekki hefur tekist að ráða í.

Atvinnuleysishorfur tvísýnar næsta misserið en batna til lengri tíma

Mikill fjöldi ráðningarstyrkja rennur sitt skeið á fjórða fjórðungi í ár. Það skapar aukna óvissu um atvinnuleysishorfur til skamms tíma. Óvíst er að hve miklu leyti ráðningarsamböndum sem byggjast á styrkjum verði viðhaldið en á móti vega mikil ráðningaráform fyrirtækja og skortur á starfsfólki. Það gæti hægt á hjöðnun atvinnuleysis eða það jafnvel aukist tímabundið ef margir koma aftur inn á skrá þar sem þörun leitenda og nýrra starfa getur tekið tíma. Til lengri tíma eru atvinnuleysishorfur þó betri en í ágústspá bankans m.a. vegna meiri umsvifa í þjóðarþúskapnum en þá var búist við og endurmats á jafnvægisatvinnuleysi. Grunnspá bankans gerir ráð fyrir að störfum haldi áfram að fjölga og að atvinnuleysi verði 6% í ár miðað við VMK og hjaðni í um 4% undir lok spátímans (mynd IV-6). Áætlað er að skráð almennt atvinnuleysi verði meira í ár eða tæplega 8% en verði einnig komið niður í 4% undir lok spátímans.

Vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta

Framleiðni vinnuafls réttir úr kútnum

Verulega dró úr framleiðni vinnuafls á síðasta ári. Ef miðað er við verga landsframleiðslu á heildarvinnustund VMK minnkaði hún um 1,7% milli ára. Annar mælikvarði sem Hagstofan birtir og byggist á heildarvinnustundum þjóðhagsreikninga sýndi hins vegar tæplega 1% vöxt milli ára. Í báðum tilfellum minnkaði vöxtur framleiðni vinnuafls þó álíka mikið eða um rúmlega 3% frá fyrra ári. Síðarnefndi mælikvarðinn bendir til þess að framleiðni vinnuafls hafi minnkað minna en ella í fyrra vegna samsetningaráhrifa en farsóttin bitnaði illa á atvinnugreinum með hlutfallslega lágt framleiðnistig. Að einhverju leyti mun sú þróun snúast við í ár en engu að síður er búist við að framleiðni vinnuafls rétti úr kútnum.

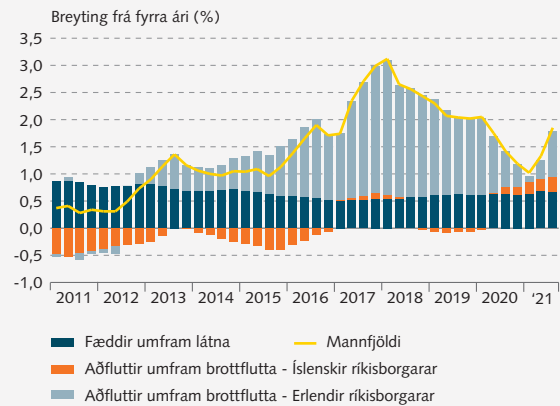
Framleiðslulaki snýst í spennu um mitt næsta ár

Árstíðarleiðréttar niðurstöður haustkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sýna að þriðjungur stjórnenda taldi fyrirtæki sitt búa við skort á starfsfólki og nærri helmingur þeirra taldi fyrirtæki sitt eiga í vanda með að mæta óvæntri eftirspurn (mynd IV-7). Bæði hlutföll eru því komin vel yfir sögulegt meðaltal og eru

Mynd IV-5

Mannfjöldi

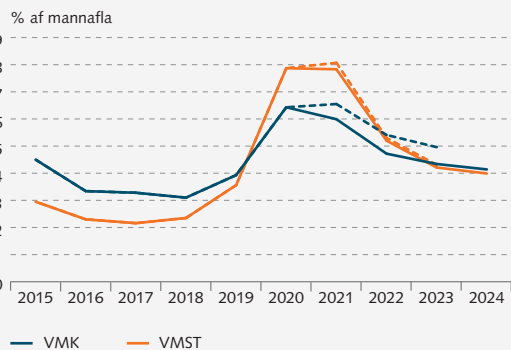
1. ársfj. 2011 - 3. ársfj. 2021



Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-6

Atvinnuleysi 2015-2024¹



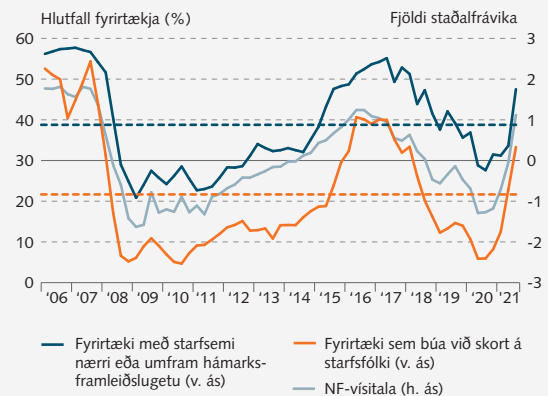
1. Atvinnuleysi miðað við vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) og skráð atvinnuleysi Vinnuálagstofnunar án hlutabóta (VMST). Grunnspá Seðlabankans 2021-2024. Brotallínur sýna spá frá PM 2021/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

Nýting framleiðsluþátta¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2021



1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðsluþátta byggjast á viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Vísitala nýtingar framleiðsluþátta (NF-vísitala) er fyrsti frumpáttur 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. Árstíðarleiðréttar tölur. Brotallínur sýna meðalhlutföll tímabilsins.

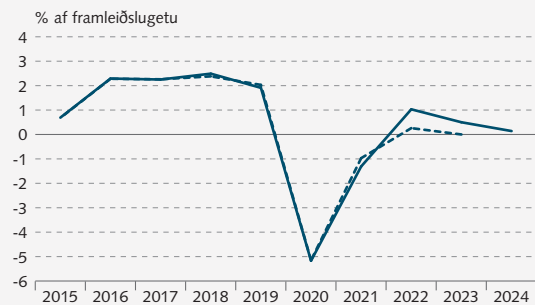
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

óvenju há miðað við fjölda fólks á atvinnuleysissskrá. NF-vísitalan, sem tekur saman fleiri vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta, hækkaði einnig mikið á þriðja ársfjórðungi og mælist nú yfir sögulegu meðaltali í fyrsta sinn frá því um mitt ár 2018.

Vísbendingar eru því um að slakinn í þjóðarbúinu fari hratt minnkandi og sé jafnvel þegar horfinn. Á móti vegur að endurskoðaðar tölur þjóðhagsreikninga benda til þess að lítillaga meiri slaki hafi verið til staðar fram eftir ári en áður var talið. Þá er mikil óvissa um þróun framleiðslugetu þjóðarbúsins sem gæti verið ofmetin í ljósi þeirra alvarlegu framleiðslutruflana sem hrjá heimsbúskapinn nú um stundir. Afar erfitt er því að meta hve mikill slaki er enn til staðar í þjóðarbúinu eða hvort framleiðsluspenna hafi þegar myndast. Samkvæmt grunnsþá bankans er einhver slaki enn til staðar en hann hverfur á síðari hluta næsta árs. Í kjölfarið myndast framleiðsluspenna sem nær hámarki snemma árs 2023. Kröftugri hagvöxtur á næsta ári gerir það að verkum að spennan verður heldur meiri nú en í ágústspá bankans (mynd IV-8).

Mynd IV-8

Framleiðsluspenna 2015-2024¹



1. Grunnsþá Seðlabankans 2021-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga



Nýleg verðbólguþróun

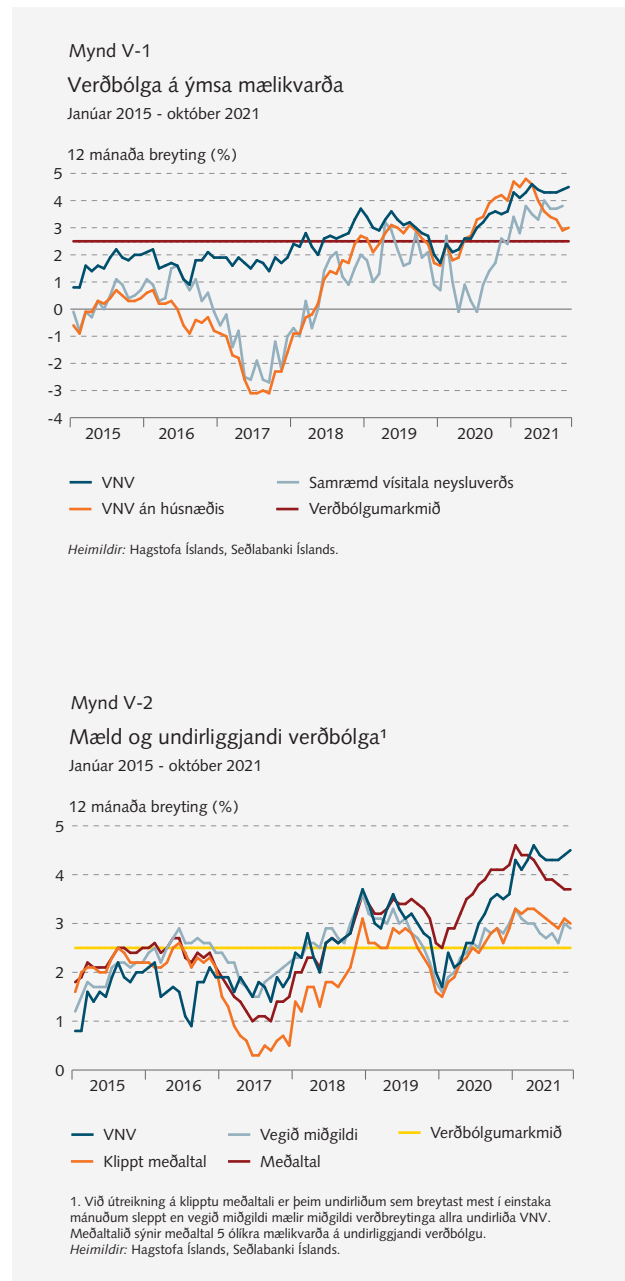
Verðbólga hefur reynst þrálát ...

Verðbólga hefur haldist yfir 4% frá byrjun þessa árs. Hún mældist 4,3% á þriðja ársfjórðungi sem var lítillega meira en spáð var í ágúst. Verðhækkun húsnæðis hafði mest áhrif á verðlagsþróun á fjórðungnum, annan fjórðunginn í röð. Einnig hafði hækkun eldsneytisverðs nokkur áhrif en olíuverð á heimsmarkaði er orðið hærra en það var áður en farsóttin skall á og það hæsta síðan seint árið 2014 (sjá kafla I).

Verðbólga mældist 4,5% í október og skýrði hækkun húsnæðis- og eldsneytisverðs áfram meginhluta hækkunar vísitölu neysluverðs milli mánaða (mynd V-1). Verðbólga án húsnæðis var 3% og hefur hjaðnað töluvert undanfarna mánuði. Ekki hefur verið meiri munur á verðbólgu með og án húsnæðis í rúmlega þrjú ár. Verðbólga á mælikvarða samræmdu neysluverðsvísitölnnar, sem einnig undanskilur kostnað vegna eigin húsnæðis, var þó meiri eða 3,8% í september og jókst lítillega milli mánaða.

... en undirliggjandi verðbólga hefur minnkað frá síðustu útgáfu *Peningamála*

Undirliggjandi verðbólga hefur minnkað áfram og var 3,7% í október sé miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða (mynd V-2). Samkvæmt öllum mælikvörðunum hefur verðbólguþrýstingur minnkað frá ársbyrjun en að öðru leyti gefa þeir nokkuð ólíka mynd af stöðunni. Undirliggjandi verðbólga er t.d. töluvert minni sé miðað við klippt meðaltal (sem undanskilur þá undirlíði þar sem verið breytist mest) og vegið miðgildi (þar sem miðað er við miðgildi verðbreytinga allra undirlíða vísitölnnar). Á þá mælikvarða var undirliggjandi verðbólga því sem næst 3% í október. Frá því að farsóttin skall á hafa þessir tveir



mælikvarðar sýnt minni aukningu undirliggjandi verðbólgu en hefðbundnar kjarnavísitölur (sem undanskilja ávallt sömu tilteknu undirlíðina eins og t.d. eldsneyti). Rímar það betur við þann mikla slaka sem myndaðist í þjóðarþúinu þegar baráttan við farsóttina stóð sem hæst.

Hækkun húsnæðisverðs hefur vegið þungt í þróun verðbólgu undanfarið ár og má rekja tæplega helming ársverðbólgu í október til húsnæðisliðar vísitölunnar (mynd V-3). Kostnaður vegna eigin húsnæðis hækkaði um 11,8% sl. tólf mánuði en ársþækkunin var 8,5% í júlí sl. Eins og fjallað er um í kafla II eru merki um að húsnæðisverð hafi hækkað meira en skýra má með þróun efnahagslegra grunnþátta sem til lengri tíma litið ráða mestu um þróun húsnæðisverðs.

Vísbendingar um verðbólguþrýsting

Dregið hefur úr innfluttri verðbólgu ...

Gengi krónunnar lækkaði töluvert í kjölfar þess að faraldurinn braust út í byrjun síðasta árs. Áhrif gengis-lækkunarinnar á verðlag innfluttrar vöru hafa fjarð út undanfarna mánuði og dregið hefur úr innfluttri verðbólgu. Verð innfluttrar vöru var 2,9% hærra í október en á sama tíma fyrir ári. Einkum hefur dregið úr verðþækkun innfluttrar matvöru þar sem verð hefur lækkað um 2,3% frá fyrra ári (mynd V-4). Einnig hefur ársþækkun á verði ýmissar innfluttrar vöru svo sem fatnaðar, raftækja og húsgagna minnkað undanfarna mánuði og nam 1,9% í október.

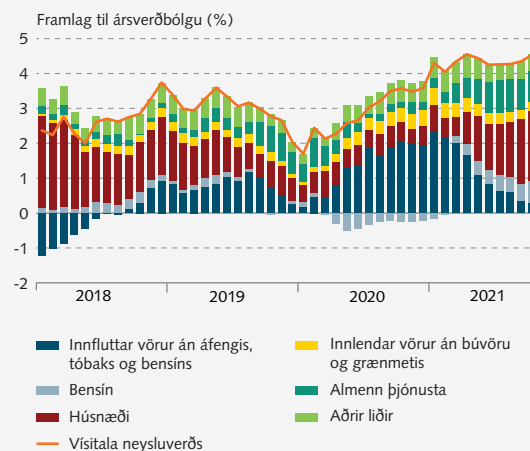
... en blíkur eru á lofti í ljósi alþjóðlegra vendinga ...

Alþjóðleg verðbólga hefur aukist undanfarna mánuði m.a. vegna mikillar hækkunar orku- og hrávöruverðs, aukinnar eftirspurnar í kjölfar slökunar sóttvarnaraðgerða og áhrifa framboðshnökra um allan heim (sjá kafla I). Faraldurinn leiddi til truflana á framleiðslu í heiminum og hamlaði dreifingu á vörum milli landa sem varð til þess að flutningskostnaður hækkaði verulega. Útbreiðsla Delta-afbrigðis veirunnar olli síðan frekari truflunum t.d. í verksmiðjum og höfnum. Ásamt vaxandi eftirspurn hefur útbreiðsla afbrigðisins leitt til þess að lengri tíma hefur tekið að vinda ofan af þessum framboðshnökrum. Vandinn hefur magnast enn frekar á síðastliðnum mánuðum í ljósi háannatíma í aðdraganda ýmissa hátíða. Áhrifin gætu því varað fram eftir næsta ári.

Niðurstöður úr haustkönnun Gallup á væntingum stjórnenda fyrirtækja benda til þess að hætta sé á áframhaldandi hækkun afurðaverðs. Um 58% stjórnenda búast við því að verð á eigin vöru og þjónustu hækki á næstu sex mánuðum og um 78% þeirra eiga von á hækkun aðfangaverðs. Er það veruleg fjölgun frá vor-

Mynd V-3

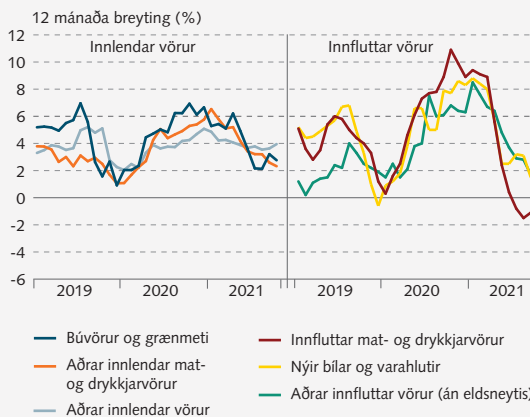
Undirlíðir verðbólgu
Janúar 2018 - október 2021



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

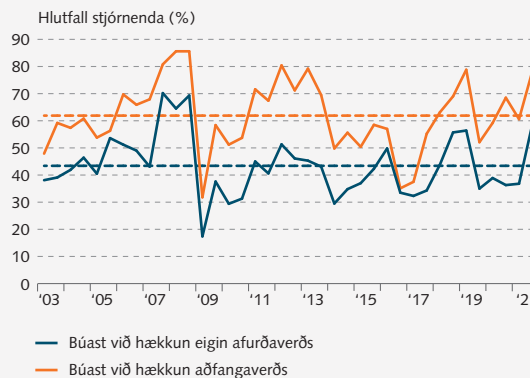
Verð innlendar og innfluttrar vöru
Janúar 2019 - október 2021



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-5

Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð næstu 6 mánuði¹
Mars 2003 - september 2021



1. Brotalínur sýna meðaltöl frá 2003.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

könnuninni (mynd V-5). Jafnframt töldu fleiri stjórnendur að aðfangaverð væri sá þáttur sem hefði mest áhrif til verðhækkunar á næstunni.

... og almennt þjónustuverð er tekið að þokast upp

Eftir að stór hluti landsmanna var bólusettur og slakað var á sóttvarnaraðgerðum tók verðlag almennrar þjónustu að þokast upp. Í október hafði það hækkað um 3,7% frá fyrra ári. Þeir undirliðir sem hafa einna mest hækkað í verði eru gisting og viðhaldsþjónusta. Þá hafa flugfargjöld hækkað frá fyrra ári (mynd V-6).

Laun hafa hækkað mikið undanfarin misseri

Sögulegar tölur fyrir laun og launatengd gjöld voru lítillega endurskoðaðar í þjóðhagsreikningum sem birtir voru í ágúst, mest fyrir árið 2018. Nú er talið að launahlutfallið, þ.e. hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum, hafi verið 61,3% í fyrra, 0,3 prósentum hærra en í síðustu birtingu og 1,7 prósentum yfir tuttugu ára meðaltali.

Á þriðja fjórðungi ársins hækkaði launavísitalan um 0,7% milli fjórðunga og um 7,8% milli ára og er þróunin á fjórðungnum í takt við væntingar (mynd V-7). Á fyrri hluta þessa árs hækkaði vísitala heildarlauna um 9,6% frá sama tíma í fyrra eða um 0,6 prósentum meira en launavísitalan. Það bendir til þess að breytt samsetning launa eða vinnumagns hafi verið til þess fallin að hækka laun á vinnustund. Það kemur nokkuð á óvart að ekki megi greina slíka þróun á síðasta ári þegar lágláunastörfum fækkaði mikið. Mat á launum og vinnumagni í þjóðhagsreikningum bendir þó til að laun og launatengd gjöld á vinnustund hafi hækkað í fyrra vegna breyttrar atvinnugreinasamsetningar. Það hafði þó lítil áhrif á launakostnað á framleidda einingu vegna sambærilegra áhrifa á framleiðni vinnuafis (sjá kafla IV). Samkvæmt grunnsþá bankans er gert ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu hækki um rúmlega 4% í ár og að meðaltali um tæplega 6% á ári út spátímann. Það er meiri hækkun en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans en þar vegur þungt að nú er útlit fyrir að ákvæði kjarasamninga um svokallaðan hagvaxtarauka verði virkjað sem muni leiða til enn meiri launahækkana á næstu tveimur árum.

Verðbólguvæntingar

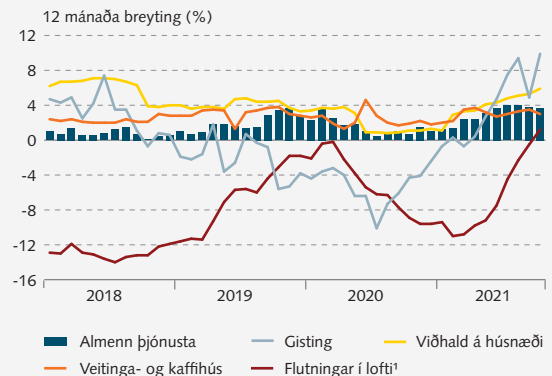
Skammtímaverðbólguvæntingar hafa þróast á ólíkan hátt að undanfögnu ...

Þróun skammtímaverðbólguvæntinga hefur að nokkru leyti litast af því að verðbólga hafi reynst þrálátari en búist var við. Markaðsaðilar vænta að verðbólga verði

Mynd V-6

Almenn þjónusta og valdir undirliðir vísitölu neysluverðs

Janúar 2018 - október 2021



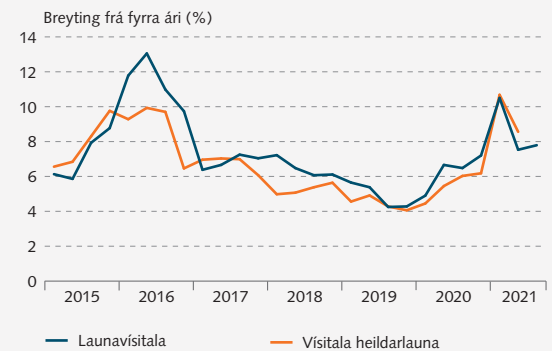
1. Tölf mánaða hreyfanlegt meðaltal.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-7

Laun

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2021



Heimild: Hagstofa Íslands.

3,3% að ári liðnu og hækka frá ágústkönnuninni en verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára eru áfram við markmið (mynd V-8). Niðurstöður haustkönnunar Gallup benda til þess að stjórnendur fyrirtækja vænti að jafnaði 3% verðbólgu hvort heldur litið er til eins eða tveggja ára og voru væntingar þeirra til eins árs lægri en í sumarkönnuninni. Þeir virðast því búast við að verðbólga taki að hjaðna á næstunni þrátt fyrir að könnunin sýni að fleiri stjórnendur eigi von á að hækka eigin afurðaverð eins og áður hefur verið rakið. Heimilin búast aftur á móti við að verðbólga haldist áfram mikil og hækkuðu verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára í 3,5% samkvæmt haustkönnuninni.

... en langtímaverðbólguvæntingar hafa hækkað á suma mælikvarða

Síðastliðið haust voru vísbendingar um að langtíma-verðbólguvæntingar væru farnar að lækka eftir að hafa hækkað tímabundið fyrr á árinu. Verðbólguálag á skulda-bréfamarkaði hefur hins vegar hækkað á ný undanfarna mánuði. Fimm ára álag eftir fimm ár var rúmlega 3% um miðjan nóvember samanborið við 2,6% í lok ágúst sl. (mynd V-9). Langtímaverðbólguvæntingar heimila höfðu einnig hækkað samkvæmt haustkönnuninni og námu 3,5%. Stjórnendur fyrirtækja búast hins vegar áfram við að verðbólga verði 3% á næstu fimm árum. Þá voru langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila til fimm og tíu ára óbreyttar frá ágústkönnuninni og vænta þeir áfram að verðbólga verði að meðaltali í grennd við markmið til langs tíma.

Verðbólguhorfur

Verðbólga hjaðnar hægar en áður var spáð

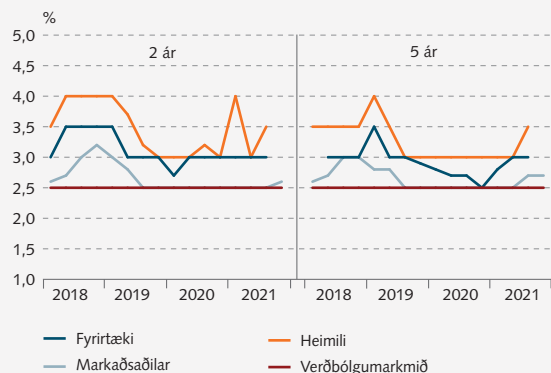
Verðbólga á þriðja ársfjórðungi var lítillega meiri en gert var ráð fyrir í ágústspánni og hafa nærhorfur versnað nokkuð. Spáð er 4,7% verðbólgu á síðasta fjórðungi þessa árs og 4,4% á fyrsta fjórðungi næsta árs. Er það 0,7 prósentum meiri verðbólga en spáð var í ágúst (mynd V-10). Útlit er því fyrir að verðbólga haldist yfir 4% lengur en áður var spáð og verði ekki komin niður fyrir 3% fyrr en á síðasta fjórðungi næsta árs.

Verri verðbólguhorfur stafa einkum af lakari upphafsstöðu og meiri innfluttri verðbólgu en gert var ráð fyrir í ágúst. Alþjóðleg verðbólga hefur aukist töluvert, olíuverð hækkað meira en búist var við og áhrif frambóðshökra og ýmissa framleiðsluflana virðast munu vara lengur en áður var gert ráð fyrir. Þá er búist við að meiri spennan verði í þjóðarbúskapnum á næstu tveimur árum og að launakostnaður og húsnæðisverð hækki meira en áður var spáð. Einnig er gert ráð fyrir

Mynd V-8

Verðbólguvæntingar til 2 og 5 ára¹

1. ársfj. 2018 - 3. ársfj. 2021



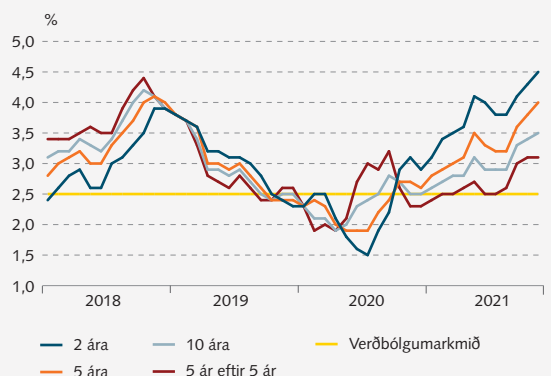
1. Kannanir Gallup á verðbólguvæntingum heimila og fyrirtækja og könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. Miðgildi svara.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-9

Verðbólguálag á skulda-bréfamarkaði¹

Janúar 2018 - nóvember 2021



1. Meðaltal mánaða.

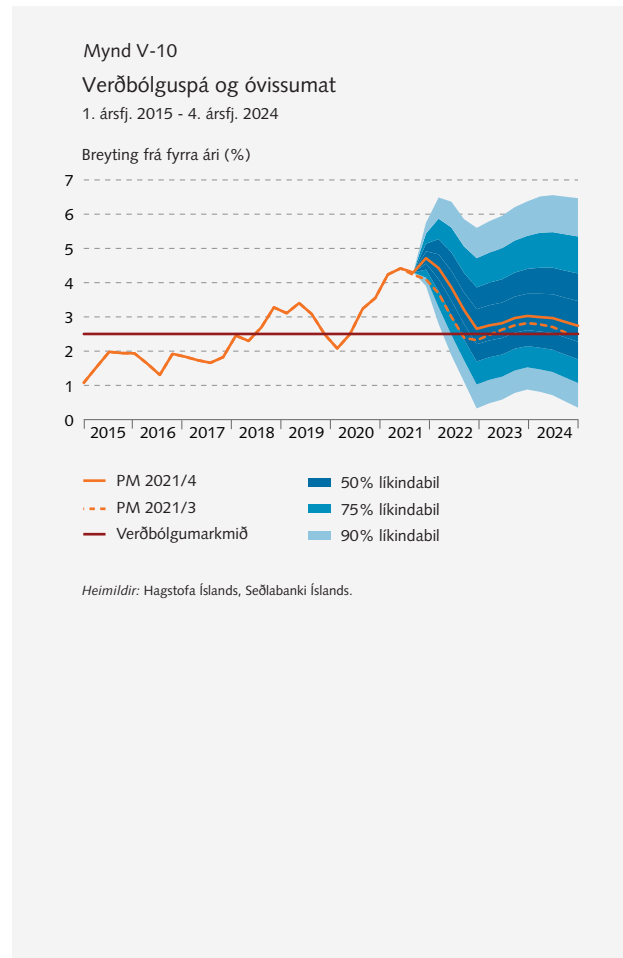
Heimild: Seðlabanki Íslands.

að gengi krónunnar verði ívið lægra á spátímanum en í ágústspánni. Þá leiðir hækkun langtímaverðbólguvæntinga að undanfögnu til þess að lengri tíma tekur fyrir áhrif kostnaðarhækkana á verðbólgu að fjara út. Samkvæmt grunnspánni verður verðbólga í grennd við markmið í lok næsta árs en eykst lítillega á ný á seinni hluta spátímans og verður að meðaltali 2,9% 2023. Í kjölfarið er gert ráð fyrir að hún hjaðni í átt að markmiði.

Áfram meiri líkur á að verðbólga sé vanmetin en að hún sé ofmetin

Eins og rakið er í rammagrein 1 er mikil óvissa um verðbólguhorfur um þessar mundir. Til skamms tíma tengist hún einkum gengi krónunnar og húsnæðisverði en einnig því hversu hratt tekst að vinda ofan af framboðshnökrum í kjölfar farsóttarinnar og þróun orkuverðs, sem hefur hækkað hratt að undanfögnu. Til lengri tíma vegur þungt hvernig verðbólguvæntingar þróast og hvort kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið veikist í ljósi þess að það stefnir í nokkuð þráláta verðbólgu.

Talið er að meiri líkur séu á að verðbólga á næstunni sé vanmetin í grunnspánni en að hún sé ofmetin. Óvissubilið er jafnframt meira en í ágúst. Taldar eru helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1¾-4% að ári liðnu og á bilinu 1¾%-4¼% í lok spátímans (mynd V-10).



Frávíksdæmi og óvissuþættir

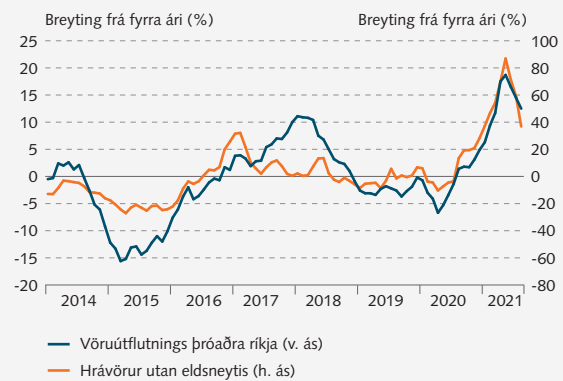
Grunnsþáin endurspeglar líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Efnahagshorfur eru hins vegar háðar óvissu og geta breyst verði breytingar á lykilorðendum spárinnar. Óvissa um framvindu COVID-19-farsóttarinnar og beinar sem óbeinar afleiðingar hennar vega enn þungt en óvissuþættirnir eru fleiri. Í þessari rammagrein er fjallað um þá helstu og sýnd tvö frávíksdæmi. Annað þeirra lýsir því hvernig efnahagsframvindan gæti breyst ef lengri tíma tekur að vinda ofan af alþjóðlegum framboðstruflunum og innfluttur verðbólguþrýstingur reynist meiri en í grunnsþánni. Hitt frávíksdæmið lýsir efnahagsþróuninni ef heimilin í landinu ganga hraðar á sparnað sem þau byggðu upp í farsóttinni en gert er ráð fyrir í grunnsþánni.

Frávíksdæmi: Alþjóðlegar verðhækkanir reynast þrálátari

Alþjóðleg verðbólga hefur aukist töluvert undanfarið. Það má rekja til þess að eftirspurn hefur aukist hratt á sama tíma og flöskuhálsar hafa myndast í virðisreðjum um allan heim vegna farsóttarinnar og ýmissa framboðsáfalla sem dunið hafa á heimsbúskapnum undanfarið ár. Verð hrávöru og aðfanga af ýmsu tagi hefur því hækkað hratt og fordæmalaus hækkun orðið á flutningskostnaði (sjá kafla I). Hrávöruverð var t.d. næstum 90% hærra í maí sl. en á sama tíma fyrir ári og útflutningsverð vöru þróaðra ríkja tæplega fimmtungi hærra (mynd 1). Þessar hækkanir hafa verið langt umfram það sem spár Seðlabankans og annarra spáaðila gerðu ráð fyrir. Eins og sést á mynd 2 gerir núverandi grunnsþá t.d. ráð fyrir því að hrávöruverð hækki um tæplega þriðjung á milli ársmeðaltala í ár en í spám bankans í fyrra var einungis gert ráð fyrir 2-2½% hækkun á árinu. Horfur eru því á að útflutningsverð vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum hækki um ríflega 6% í ár í stað þess að hækka um 1% eins og spáð var í fyrra. Áþekk breyting hefur orðið á horfum um þróun innflutningsverðs Íslands í erlendum gjaldmiðlum.

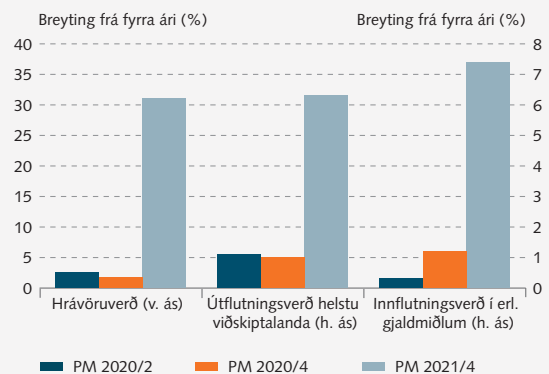
Eins og sést á mynd 1 virðist árshækkun á verði hrávöru og vöruútflutnings hafa náð hámarki og í grunnsþá bankans er gert ráð fyrir að árshækkunin haldi áfram að hjaðna eftir því sem tekst að vinda ofan af framboðshnökrum og hluti eftirspurnar heimila færir úr vörum yfir í þjónustu. Um þessa forsendu er hins vegar mikil óvissa. Lengri tíma gæti tekið að vinda ofan af þessum framboðshnökrum og frekara bakslag í viðureigninni við farsóttina gæti dýpkað

Mynd 1
Útflutnings- og hrávöruverð¹
Janúar 2014 - ágúst 2021



1. Útflutningsverð og hrávöruverð í Bandaríkjadóllum. Útflutningsverð er vegið útflutningsverð þróaðra ríkja.
Heimild: CPB World Trade Monitor.

Mynd 2
Spár Peningamála um alþjóðlega verðlagsþróun 2021¹



1. Hrávöruverð utan eldsneytis í Bandaríkjadóllum. Útflutningsverð er vegið meðalverð vöru- og þjónustuútflutnings helstu viðskiptalanda. Innflutningsverð Íslands er í erlendum gjaldmiðlum (miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

vandann enn frekar. Verðbólguþrýstingur í heiminum gæti þá reynst þrálátari en nú er vænst. Við slíkar aðstæður gætu launþegar krafist enn meiri launahækkana til að mæta væntingum um áframhaldandi hækkun verðlags og fyrirtæki neyðst til að velta stærra hluta kostnaðarhækkana út í afurðaverð. Verðbólguvæntingar til meðallangs tíma gætu því tekið að hækka og gert verðbólguvandann erfiðari viðureignar sem kalla myndi á harðar aðgerðir í peningamálum til að ná tókum á verðbólgunni á ný.

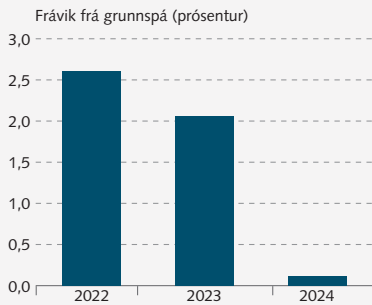
Til að sýna möguleg áhrif slíkrar sviðsmyndar á innlendar efnahagshorfur er í þessu fráviksdæmi gert ráð fyrir að alþjóðlegt olíuverð haldist svipað og það er nú út spátímamann í stað þess að lækka í takt við framvirkt verð eins og í grunnspánni. Þessu til viðbótar er gert ráð fyrir að annað hrávöruverð og útflutningsverð helstu viðskiptalanda hækki samtals um tæplega 8 prósentum meira en í grunnspánni á næstu tveimur árum en að þróunin verði eins og í grunnspánni frá árinu 2024. Almenn verðbólga í helstu viðskiptalöndum verður einnig þrálátari: Í stað þess að hjaðna strax á næsta ári og fara niður fyrir 2% árið 2023 er gert ráð fyrir að hún haldist á núverandi stigi á næsta ári og fari ekki niður fyrir 2% fyrr en árið 2024. Langvarandi framboðstruflanir gera það einnig að verkum að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verður um 0,3 prósentum minni á ári á spátímabilinu. Til viðbótar er gert ráð fyrir að langvarandi innlend verðbólga yfir 4% og innfluttur verðbólguþrýstingur veiki kjölfestu verðbólgu-markmiðs Seðlabankans. Langtímaverðbólguvæntingar eru fyrir vikið ½ prósentu hærri en í grunnspánni á næstu fimm árum. Einnig er gert ráð fyrir að aukinn ótti við verðbólgu valdi hækkun líftímaálags (e. term premium) á innlenda langtímavexti og áhættuálags á íslensku krónuna.

Eins og sést á mynd 3a hefði þetta í för með sér að innflutningsverðlag myndi hækka ríflega 2 prósentum meira á ári á næstu tveimur árum (mælt í erlendum gjaldmiðlum). Gengi krónunnar lækkar einnig í samanburði við grunnspána og er hækkun innflutningsverðs í krónum því heldur meiri eða um 3 prósentur á ári á næstu tveimur árum og liðlega 1 prósentu árið 2024. Innfluttar vörur og þjónusta verða því dýrari en felst í grunnspánni og kaupmáttur heimila því minni en ella. Við bætist herra vaxtastig innanlands (sjá hér á eftir) sem dregur úr innlendri eftirspurn. Einkaneysla vex því um samtals 2 prósentum minna en í grunnspánni á næstu þremur árum og atvinnuvegafjárfesting tæplega 5 prósentum minna (myndir 3b og 3c). Þá hægir á vexti útflutnings vegna hægari efnahagsbata erlendis þótt lægra raungengi vegi eitthvað á móti. Áhrifin á hagvöxt eru hins vegar lítil þar sem samdráttur innlendrar eftirspurnar kemur að stórum hluta fram í samdrætti innflutnings samkvæmt þessari sviðsmynd (mynd 3d). Óvíst er þó að hve miklu leyti útgjaldaaðlögun heimila

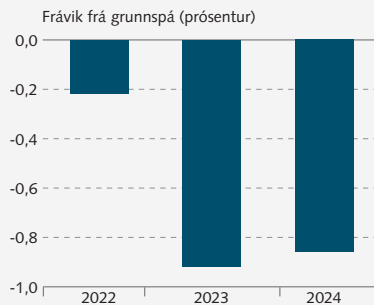
Mynd 3

Frávíksdæmi: Alþjóðlegar framleiðslufranir vara lengur og innflutt verðbólga reynist þrálátari

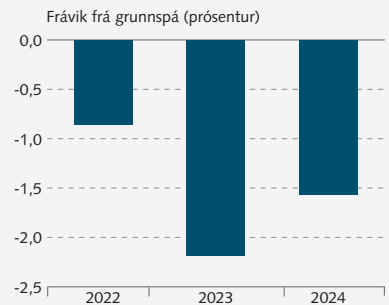
Mynd 3a Innflutningsverð¹



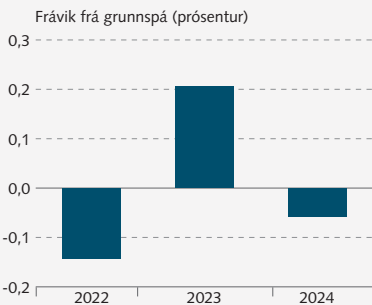
Mynd 3b Einkaneysla



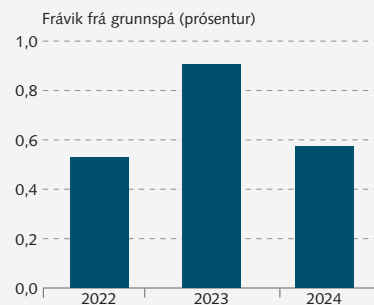
Mynd 3c Atvinnuvegafjárfesting



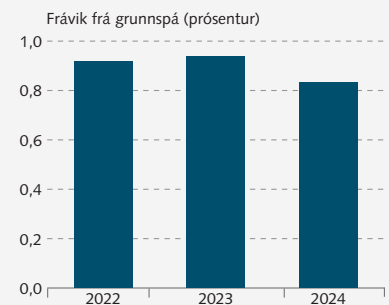
Mynd 3d Hagvöxtur



Mynd 3e Verðbólga



Mynd 3f Meginvextir



1. Frávik árshækkunar innflutningsverðs í erlendum gjaldmiðlum (miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

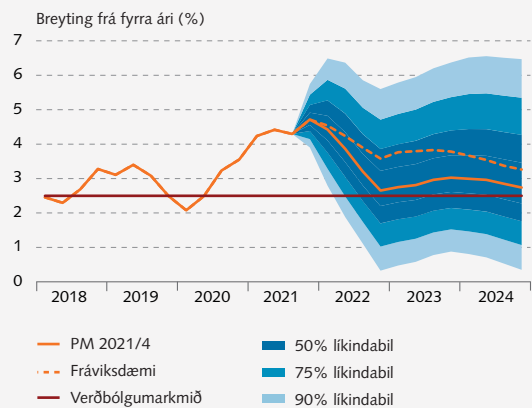
og fyrirtækja beinist út úr landinu en reynslan af áföllum undanfarinna tveggja ára styður vissulega þessa niðurstöðu (sjá umfjöllun í rammagrein 3).

Eins og mynd 3e sýnir valda meiri alþjóðlegar verðhækkunarir og lækkun á gengi krónunnar því að verðbólga verður um 0,5 prósentum meiri en í grunnspánni á næsta ári og allt að 1 prósentu meiri árið 2023. Frá þeim tíma taka áhrifin smám saman að fjara út á ný enda hafa vextir hækkað nokkuð (mynd 3f). Meginvextir Seðlabankans eru orðnir tæplega 1 prósentu hærrí en í grunnspánni á næsta ári og helst munurinn út spátímann svo að tryggja megi að verðbólga þokist niður í verðbólguþröngunni er frá líður. Viðbrögð peningastefnunnar þurfa hins vegar ekki að vera eins mikil ef langtíma-verðbólguvæntingar haldast í markmiði þar sem verðbólga eykst minna og hjaðnar hraðar en fráviksdæmið sýnir.

Mynd 4 sýnir að lokum samanburð á verðbólguhorfum fráviksdæmisins miðað við líkindadreifingu grunnspárinnar. Eins og sést liggur verðbólguþröngunin í fráviksdæminu um 1 prósentu fyrir ofan grunnspá frá því seint á næsta ári og út árið 2023 og verðbólga mælist yfir 4% fram eftir næsta ári og yfir 3% allan spátímann. Spá fráviksdæmisins liggur þó innan 50%-líkindabils grunnspárinnar allan spátímann.

Mynd 4

Verðbólguþröngun miðað við grunnspá og fráviksdæmi
1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2024



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

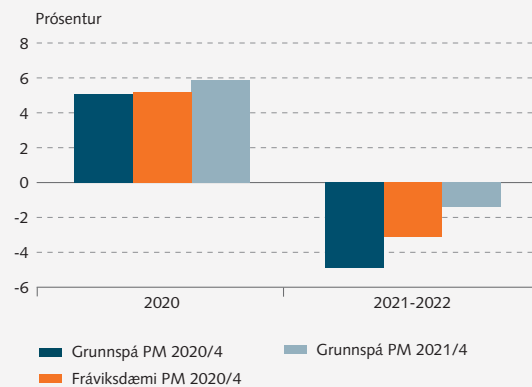
Frávíksdæmi: Heimilin ganga hraðar á eigin sparnað

Sparnaður heimila jókst verulega í kjölfar þess að farsóttin barst til landsins snemma á síðasta ári (mynd III-1 í kafla III). Óvissa um atvinnu- og efnahagshorfur jókst mikið og viðtækar sóttvarnaraðgerðir gerðu það að verkum að heimilin höfðu ekki aðgang að ýmiss konar þjónustu sem þau hefðu ella keypt. Þessu til viðbótar leiddi lokun landamæra til þess að verulega dró úr ferðalögum milli landa. Neysluútgjöld drógust því töluvert saman og mun meira en tekjur heimila þrátt fyrir versnandi atvinnuástand sem m.a. endurspeglar stuðningsaðgerðir stjórnvalda til að verja störf og tekjur almennings í farsóttinni. Hlutfall sparnaðar af ráðstöfunartekjum hækkaði því verulega á öðrum ársfjórðungi í fyrra og var orðið ríflega tvöfalt hærra en að meðaltali árin fimm þar á undan.

Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* hefur óvissa um hversu mikið og hve hratt heimilin ákveða að ganga á þennan viðbótarsparnað aukið óvissu um efnahagshorfur í kjölfar farsóttarinnar. Ýmis álitæfni um þróun sparnaðar eru rakin í rammagrein 1 í *Peningamálum 2020/4*. Í grunnspánni sem þar var birt var gert ráð fyrir að sparnaðarhlutfallið myndi lækka í það sem það var fyrir farsóttina á seinni hluta þessa árs. Eins og mynd III-1 sýnir hefur það ekki gengið eftir. Í *Peningamálum 2020/4* var einnig sýnt frávíksdæmi þar sem sparnaðarhlutfallið lækkar hægar og nær því sem núverandi grunnspá gerir ráð fyrir (mynd 5). Ekki er hins vegar útilokað að sparnaðarhlutfallið muni lækka enn frekar nú þegar mögulega sér fyrir endann á farsóttinni og fari í það sem það var fyrir farsóttina eins og gert var ráð fyrir í grunnspá *Peningamála 2020/4* þótt það gerist seinna en þar var áætlað.

Mynd 6 sýnir möguleg áhrif þess ef efnahagshorfur lækka sparnaðarhlutfallið hraðar en í grunnspánni. Samkvæmt frávíksdæminu er sparnaðarhlutfallið orðið um 2 prósentum lægra en í grunnspánni á næsta ári og um 3 prósentum lægra í lok spátímans. Eftirspurn heimila vex því töluvert hraðar en í grunnspánni: vöxtur einkaneyslu er um 3 prósentum meiri á næsta ári og 1½ prósentu meiri árið 2023 (mynd 6a). Aukin útgjöld heimila ryðja hins vegar í burtu fjárfestingu í atvinnulífnum þar sem meiri áraun verður á innlenda framleiðsluþætti sem leiðir til hærri vaxta innanlands (sjá hér á eftir). Atvinnuvegafjárfesting vex því ½ prósentu minna á ári á spátímanum en samkvæmt grunnspánni (mynd 6b). Á heildina litið er vöxtur innlendar eftirspurnar þó hraðari en í grunnspánni og vegna minni þjóðhagslegs sparnaðar er viðskiptajöfnuðurinn orðinn um 1¼ prósentu minni af landsframleiðslu í lok spátímans en felst í grunnspánni (mynd 6c). Þótt aukin eftirspurn eftir innfluttri vöru og þjónustu vegi á

Mynd 5
Breyting sparnaðarhlutfalls heimila¹



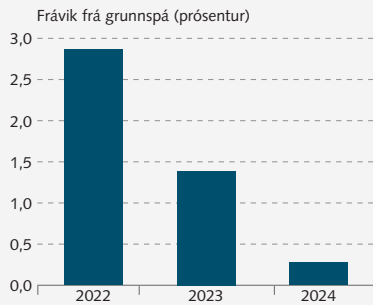
1. Breyting sparnaðarhlutfalls frá 2019 til 2020 annars vegar og frá 2020 til 2022 hins vegar. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

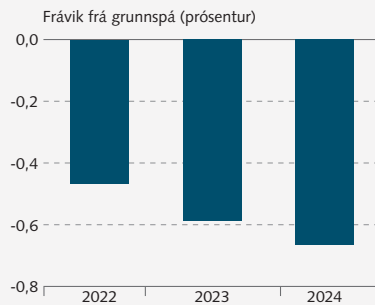
Mynd 6

Frávíksdæmi: Heimilin ganga hraðar á uppsafnaðan sparnað

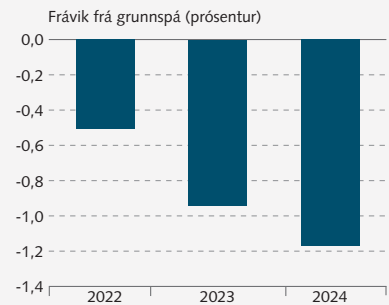
Mynd 6a Einkaneysla



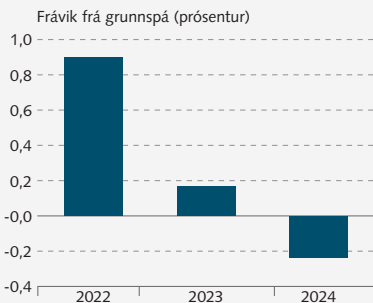
Mynd 6b Atvinnuvegafjárfesting



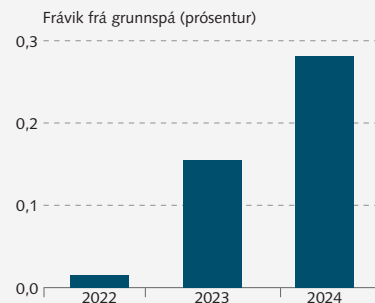
Mynd 6c Viðskiptajöfnuður



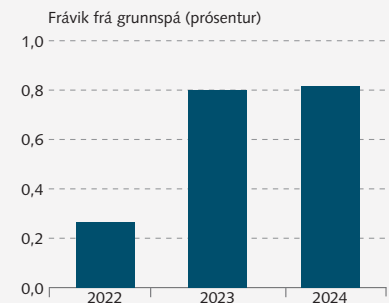
Mynd 6d Hagvöxtur



Mynd 6e Verðbólga



Mynd 6f Meginvextir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

móti verður hagvöxtur um 1 prósentu meiri á næsta ári og ¼ prósentu meiri árið 2023 (mynd 6d). Hagvöxtur yrði því líðlega 6% á næsta ári í stað 5% samkvæmt grunnspánni og landsframleiðslan væri orðin hátt í 1% meiri í lok spátímans. Aukin efnahagsumsvif innanlands gera það að verkum að spenna myndast fyrr í þjóðarbúskapnum og þótt gengi krónunnar sé orðið ríflega 1% hærra en í grunnspánni á næsta ári verður ársverðbólga um 0,2-0,3 prósentum meiri á spátímanum (mynd 6e). Til að tryggja að hún leiti að lokum í verðbólguþröng Seðlabankans eru vextir bankans um 0,8 prósentum hærra á næstu tveimur árum (mynd 6f).

Aðrir óvissuþættir

Efnahagshorfur eru háðar árangri við að halda farsótt í skefjum

Efnahagshorfur næstu ára eru háðar fjölda annarra óvissuþátta. Þungt vegur hvernig til tekst við að ráða niðurlögum COVID-19-farsóttarinnar. Þótt stór hluti þjóðarinnar sé nú bólusettur og búið sé að aflétta flestum sóttvarnaðgerðum er enn óvissa um virkni bólusetningarinnar, ekki síst gagnvart nýjum afbrigðum veirunnar. Ekki er því útilokað að bakslag verði í baráttunni við farsóttina og grípa þurfi aftur

til einhverra sóttvarnaraðgerða sem gæti hægt á hagvexti á ný (sjá t.d. fráviksdæmi þar að lútandi í rammagrein 1 í *Peningamálam* 2021/2).

Efnahagshorfur gætu breyst ef stjórnvöld vikja frá núverandi fjármálaáætlun

Annar veigamikill óvissuþáttur lýtur að áformum í fjármálum hins opinbera nú að afstöðnum þingkosningum auk þess sem rekstur margra sveitarfélaga hefur þungst að undanfögnu. Þar sem fjárlagafrumvarp fyrir næsta ár hefur enn ekki birst tekur núverandi grunnsþá að mestu leyti mið af boðuðum útgjaldaramma fjármálaáætlunar frá því í mars sl. (sjá umfjöllun í kafla III). Þótt áframhaldandi stjórnarsamstarf auki líkur á að fjárlög næsta árs verði í meginatriðum í takt við fjármálaáætlunina er ekki útilokað að meiri slaki verði í ríkisfjármálum en gert er ráð fyrir í grunnsþánni. Verði það raunin verður vöxtur innlendar eftirspurnar að öðru óbreyttu meiri en samkvæmt grunnsþá og verðbólguþrýstingur því meiri. Taumhald peningastefnunnar gæti þá þurft að vera þéttara en grunnsþáinn gerir ráð fyrir eins og lýst er í fráviksdæmi í kafla I í *Peningamálam* 2019/4.

Aukin óvissa í heimsbúskapnum gæti leitt til hærra áhættuálags en grunnsþáinn gerir ráð fyrir

Meðal annarra óvissuþátta má t.d. nefna alþjóðlegar efnahagshorfur og hættuna á því að áhrif framleiðsluþruga á heimsviðskipti verði enn skaðlegri þannig að alþjóðleg efnahagssumsvif gefi eftir á ný. Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum gæti einnig aukist enn frekar og leitt til snarpra breytinga á fjármálalegum skilyrðum um allan heim, endurmat á áhættu og hækkun áhættuálags á innlendar fjáreignir.

Farsóttin hefur leitt til mikilla breytinga á útgjaldamynstri sem gerir mat á efnahagshorfum erfiðara en ella

Miklar breytingar hafa orðið á neyslumynstri heimila og viðskiptaháttum í kjölfar farsóttarinnar. Mikil óvissa er um hvort eða hve hratt þessar breytingar gangi til baka. Líklegt er að sumar breytingar séu komnar til að vera eins og aukin netverslun og fjarvinna en um aðrar breytingar, eins og t.d. áhrif á húsnæðismarkaði, er meiri óvissa. Þá munu hagvaxtarhorfur einnig ráðast af því að hve miklu leyti aukinn útgjaldavilji heimila og fyrirtækja beinist að innlendra framleiðslu fremur en innfluttri vöru og þjónustu.

Mikil óvissa um verðbólguhorfur

Allir þættirnir sem nefndir eru hér að framan gera mat á verðbólguhorfum erfiðara en ella eins og lýst er í fráviksdæmunum tveimur í byrjun rammagreinarinnar. Óvissan um alþjóðlegar verðlagshorfur vegur þar þungt. Þar við bætast

miklar hækkanir orkuverðs undanfarið sem m.a. má rekja til áhrifa yfirstandandi orkuskipta yfir í græna orku en mikil óvissa er um hve langvinn þessi áhrif verða.

Mikil óvissa er einnig um framvindu kjaraviðræðna sem framundan eru á næsta ári en verði niðurstaðan sú að laun halda áfram að hækka vel umfram framleiðni gæti verðbólga á spátímanum reynst vanmetin. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur gæti einnig reynst meiri dragi ekki úr hækkun húsnæðisverðs eins og gert er ráð fyrir í grunnspánni.

Efnahagslegar afleiðingar farsóttarinnar hafa haft mikil áhrif á framleiðslugetu þjóðarbúsins sem valda því að erfitt er að meta framleiðslulaka og hversu hratt hann minnkar. Því er erfiðara en ella að meta undirliggjandi verðbólguþrýsting, einkum í ljósi örra breytinga á hlutfallslegu verði.

Sem fyrr mun gengi krónunnar einnig vega þungt í þróun verðbólgu á næstu misserum. Samkvæmt grunnspá helst meðalgengi krónunnar tiltölulega stöðugt á spátímanum en frekari gengishækkun myndi að öðru óbreyttu leiða til hraðari hjöðnunar verðbólgu – bæði með því að draga úr innfluttri verðbólgu og með því að beina stærri hluta útgjalda innlendra aðila út úr þjóðarúinu og léttu þannig á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti. Gefi gengi krónunnar hins vegar eftir á ný myndi það að öðru óbreyttu leiða til þess að verðbólga hjaðni hægar en nú er spáð eða jafnvel að hún aukist enn frekar.

Eins og rakið er í frávíksdæmi fyrr í þessari rammagrein mun þróun verðbólguvæntinga ráða miklu um hve mikil og langvarandi áhrif alþjóðlegra verðhækkana verða á innlenda verðbólguþróun. Hið sama má segja um áhrif gengislækkunar krónunnar eða launahækkana. Verðbólga hefur nú verið yfir 4% í tæplega ár og vaxandi hætta er á að verðbólguvæntingar tapi kjölfestu. Gerist það gæti verðbólgan orðið þrálátari en nú er spáð.

Verðbólguhorfur eru því óvenju óvissar um þessar mundir og þótt verðbólga hafi að undanfögnu reynst þrálátari en búist var við í ágúst eru áfram taldar meiri líkur á að grunnspáin vanmeti verðbólgu á næstunni en að hún ofmeti hana auk þess sem óvissa um horfurnar er talin hafa aukist.

Ný útgáfa af DYNIMO-líkani Seðlabankans

Til grundvallar ákvörðunum í peningamálum þarf að liggja mat á ástandi og horfum í efnahagsmálum og fyrir slíkt mat er nauðsynlegt að reiða sig á haglíkön. Af þessum sökum er mikil vinna lögð í líkanasmíð innan Seðlabankans. Meginþjóðhagslíkan bankans er QMM-líkanið (Quarterly Macroeconomic Model; sjá Ásgeir Daniélsson o.fl., 2019) en undanfarin ár hefur einnig verið unnið að þróun heildarjafnvægislíkans sem notað er við spágerðina, m.a. til að kanna áreiðanleika grunnspár QMM-líkansins. Heildarjafnvægislíkanið ber heitið DYNIMO (Dynamic Icelandic Model) og nýlega kom út handbók fyrir líkanið sem lýsir þriðju útgáfu þess en sú uppfærsla fól í sér gagn-gera endurskoðun á líkaninu (Stefán Þórarinnsson, 2020). Í þessari rammagrein er fjallað stuttlega um DYNIMO-líkanið og helstu endurbætur sem hafa verið gerðar á því frá fyrri útgáfu ásamt því að bera saman spá DYNIMO-líkansins við grunnspá *Peningamála*.

Megineiginleikar DYNIMO-líkansins

DYNIMO-líkanið er svokallað DSGE-líkan (DSGE stendur fyrir Dynamic Stochastic General Equilibrium). Helstu eiginleikar þess eru eftirfarandi:

1. Líkanið er kvíkt (e. dynamic) þannig að gildi hagstærða og ákvarðanir einstaklinga, fyrirtækja og hagstjórnenda á einum tíma hafa áhrif yfir tíma.
2. Líkanið er slembið (e. stochastic) þannig að frávik frá langtímaþróun stærða má rekja til skella (e. shocks) sem þjóðarbúskapurinn verður fyrir. Gert er ráð fyrir að heimili og fyrirtæki þekki líkindadreifingu þessara skella og taki ákvarðanir út frá því.
3. Líkanið er almennt jafnvægislíkan (e. general equilibrium model) þar sem efnahagssambönd eru leidd út frá hagnaðarhámörkun fyrirtækja og nytjahámörkun heimila. Leitast er við að skýra þróun þjóðarbúskaparins í heild þar sem jafnvægi ákvarðast á öllum mörkuðum samtímis.

Eins og flest önnur DSGE-líkön byggist DYNIMO-líkanið jafnframt á ný-Keynesískum grunni, þ.e. í líkaninu er gert ráð fyrir að einkasölusamkeppni ríki á lykilmörkuðum og að nafnstærðir eins og laun og verðlag séu tregbreytanlegar.

Undanfarin ár hafa DSGE-líkön notið vaxandi vinsældu. Í Seðlabanka Íslands var hafist handa við þróun slíks líkans árið 2008 og var fyrsta útgáfa þess birt í Seneca (2010). Frá þeim tíma hefur líkanið verið í stöðugri þróun og

samhliða því hefur vægi þess í greiningar- og spávinnu innan bankans aukist.

Helstu breytingar í nýrri útgáfu DYNIMO-líkansins

Þjóðhagslíkön eru endurskoðuð reglulega vegna breyttra efnahagsaðstæðna, nýrra gagna sem hafa áhrif á mat á stikum líkansins og framfara innan hagfræðinnar. Hér verður farið yfir helstu breytingar sem hafa orðið á DYNIMO-líkaninu frá fyrri útgáfum en ítarlegar lýsingar á uppfærslu líkansins má finna í nýútgefni handbók líkansins (Stefán Þórarinsson, 2020).

Gagnatímabilið sem líkanið er metið yfir

Í fyrri útgáfum DYNIMO-líkansins var líkanið metið með gögnum fyrir tímabilið 1991-2015 en í nýjustu útgáfu þess er notast við gögn fyrir tímabilið 2011-2019. Þannig er komið í veg fyrir að efnahagsleg áhrif fjármálakreppunnar liti um of mat á undirliggjandi jafnvægi líkansins.

Peningastefnuregla líkansins

Í fyrri útgáfum DYNIMO-líkansins var notuð peningastefnuregla sem endurspegladi að markmið peningastefnu Seðlabankans breyttist á matstímabilinu. Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði var formlega tekin upp árið 2001 og til að endurspegla fastgengisstefnuna fram að því var talið rétt að leyfa vöxtum bankans að ráðast ekki eingöngu af verðbólgu og framleiðsluspennu eins og í hefðbundinni Taylor-reglu, heldur einnig af gengi krónunnar. Í nýrri útgáfu DYNIMO-líkansins er hins vegar einungis notast við gögn eftir að verðbólgu markmiðið var tekið upp og því er hefðbundinni Taylor-reglu beitt þar sem meginvextir bankans ráðast af fráviki verðbólgu frá markmiði og framleiðsluspennu.

Ítarlegri flokkun útflutningsfyrirtækja

Hagkerfi Íslands er lítið og opið hagkerfi sem reiðir sig á fáar og ólíkar útflutningsgreinar (þar sem ferðaþjónusta, álutflutningur og sjávarútvegur veða þyngst). Framleiðslugeta álfyrirtækja er takmörkuð til meðallangs tíma og framboð sjávarafurða takmarkast af veiðheimildum. Alla jafna nýta álfyrirtækin alla þá framleiðslugetu sem þau búa yfir og bregðast því lítið eða ekkert við skammtímasveiflum í afurðaverði og eftirspurn. Það á einnig við um sjávarútvegsfyrirtækin sem veiða í takt við þær aflaheimildir sem gefnar eru út á árinu. Af þessum sökum var bætt við flokki sérhæfðra útflutningsfyrirtækja með óteygið framboð í nýjustu uppfærslu DYNIMO-líkansins til þess að gefa raunhæfari mynd af mikilvægu atriði í þjóðarþúskapnum. Sams konar flokkun útflutningsfyrirtækja er í QMM-líkaninu.

Val á stikagildum líkansins

Íslenskur þjóðarbúskapur hefur tekið töluverðum breytingum frá þeim tíma sem gögnin fyrir fyrri útgáfu DYNIMO-líkansins ná yfir. Þetta má t.d. sjá ef borin er saman framleiðsluhlutdeild ólíkra útflutningsgreina en hlutfall ferðaþjónustu hefur aukist mikið en hlutdeild sjávarútvegs hefur minnkað. Þá hafa síðustu ár einkenst af tiltölulega lítilli og stöðugri verðbólgu og lágum vöxtum bæði hér á landi og erlendis. Stíkar DYNIMO-líkansins eru „djúpir“ í þeim skilningi að þeir endurspeglar eiginleika nytjafalla heimila og framleiðslufalla fyrirtækja. Í ljósi þess hve miklar breytingar hafa orðið á samsetningu þjóðarbúsins var nauðsynlegt að endurskoða þessa stíka í nýrri útgáfu líkansins.

Samanburður við QMM-líkanið

DYNIMO-líkanið er í grundvallaratriðum frábrugðið aðal-spálíkani bankans, QMM. Í fyrsta lagi er DYNIMO-líkanið heildarjafnvægislíkan þar sem jafnvægi ákvarðast á öllum mörkuðum samtímis, en framboð og eftirspurn á þessum mörkuðum eru leidd út frá hagnaðar- og nytjahámörkun heimila og fyrirtækja. QMM-líkanið byggist hins vegar á tölfræðilega metnum hegðunarsamböndum og bókhaldsjöfnum sem lúta ekki sömu þvingunum sem heildarjafnvægi leggur á efnahagssambönd í DYNIMO-líkaninu.

Í öðru lagi er DYNIMO-líkanið metið heildstætt en einstakar jöfnur QMM-líkansins eru metnar án tillits til annarra jafna líkansins. Þá eru stikagildi DYNIMO-líkansins ýmist metin með baysískum tölfræðiaðferðum eða fengin beint út frá niðurstöðum rannsókna á viðkomandi hegðunarsamböndum.

Í þriðja lagi er samleitni (e. convergence) tryggð í DYNIMO-líkaninu, þ.e. allar breytur leita í langtímajafnvægi. Þessi eiginleiki er ekki endilega tryggður í QMM-líkaninu þótt oftast leiti líkanið í jafnvægi þar sem hagvöxtur er í samræmi við hagvaxtargetu þjóðarbúsins og verðbólga er í verðbólgu-markmiði.

Samanburður á spám

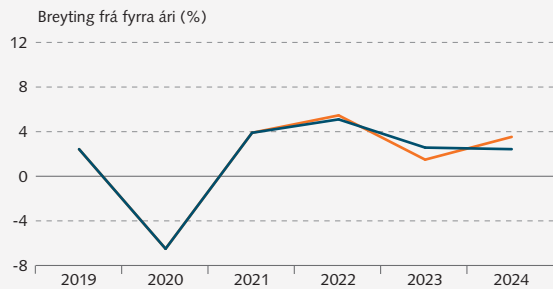
Í undirbúningi fyrir útgáfu *Peningamála* eru bæði DYNIMO- og QMM-líkönin keyrð og spár þeirra bornar saman. Við samanburðinn nýtir DYNIMO-líkanið sömu grunnupplýsingar frá geirasérfræðingum bankans (e. sector experts) um nærhorfur í einstökum geirum þjóðarbúsins og í alþjóðlegum efnahagsmálum og nýttar eru við gerð grunnspár *Peningamála* með QMM-líkaninu.

Mynd 1 sýnir samanburð á nýjustu grunnspá og spá DYNIMO-líkansins út árið 2024 (samsvarandi samanburð má einnig finna í rammagrein 3 í *Peningamálum 2017/4*). Eins og sjá má spáir DYNIMO-líkanið heldur meiri hagvexti á næsta ári en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Endurspeglar

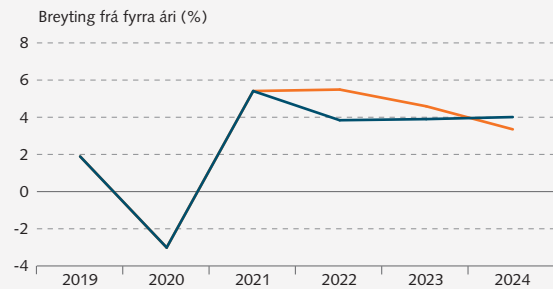
Mynd 1

Samanburður á grunnsþá og spá DYNIMO-líkans Seðlabankans

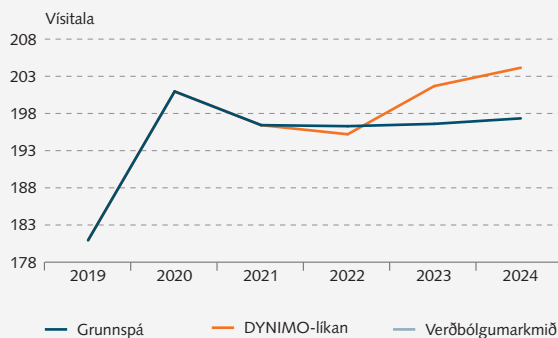
Mynd 1a Hagvöxtur



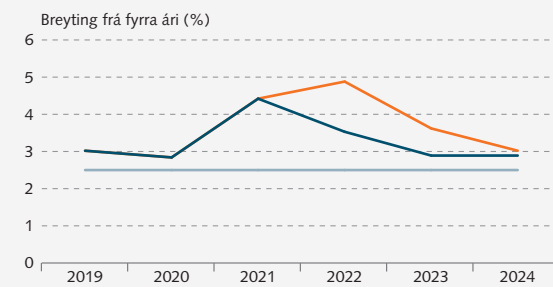
Mynd 1b Einkaneysla



Mynd 1c Gengisvísitala krónunnar



Mynd 1d Verðbólga



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Það meiri bjartsýni um vöxt einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar þótt á móti vegi lakari útflutningshorfur. Dekkri horfur um útflutning má m.a. rekja til þess að DYNIMO-líkanið spáir meiri hækkun raungengis á árinu. Það snýst hins vegar við þegar líða tekur á spátímann.

Þótt DYNIMO-líkanið spái hærra gengi krónunnar á næsta ári og minni hækkun launa en gert er ráð fyrir í grunnsþánni valda betri hagvaxtarhorfur því að DYNIMO-líkanið spáir meiri verðbólgu en grunnsþáin á næstu tveimur árum. Undir lok spátímans er verðbólga hins vegar orðin áþekkt samkvæmt báðum líkönum.

Heimildir

Ásgeir Daníelsson, Lúðvík Elíasson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Lilja S. Kro, Þórarinn G. Pétursson og Þorsteinn S. Sveinsson (2019). QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy. Version 4.0. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 82.

Seneca, M., (2010). A DSGE model for Iceland. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 50.

Stefán Þórarinnsson (2020). DYNIMO – Version III. A DSGE model of the Icelandic economy. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 84.

Spár Seðlabankans um efnahagsþróun ársins 2020

Eins og fyrri ár birtir Seðlabankinn í nóvemberhefti *Peningamála* samantekt á því hvernig bankanum tókst til við að spá um framvindu efnahagsmála á nýliðnu ári. Með því er reynt að draga fram helstu orsakir frávika í spám bankans svo að hægt sé að læra af þeim og nýta til að bæta spágerðina og líkön bankans.

Árið 2020 einkenndist af miklu umróti í efnahagsmálum innanlands og alþjóðlega eftir að COVID-19-farsóttin dreifðist um allan heim snemma á árinu. Efnahagsleg áhrif faraldursins voru nánast án fordæma og hið sama má segja um þær sóttvarnar- og efnahagsaðgerðir sem gripið var til að hemja farsóttina og styðja við eftirspurn í heimsbúskapnum.

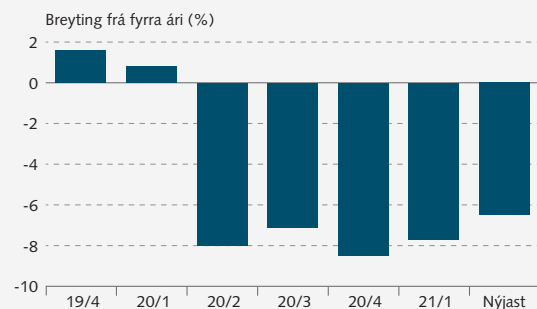
Spár bankans sem gerðar voru fyrir farsóttina reyndust of bjartsýnar en strax eftir að farsóttin skall á var mati á efnahagshorfum breytt og sá samdráttur sem spáð var hefur í meginatriðum gengið eftir. Spár um verðbólgu á árinu reyndust hins vegar of bjartsýnar sem endurspeglar bæði að slakinn í þjóðarbúinu reyndist minni en fyrst var spáð og að farsóttin olli mun meiri framleiðsluflunum um allan heim en gert hafði verið ráð fyrir.

Miklar breytingar urðu á hagvaxtarhorfum eftir að farsóttin braust út

Í spá Seðlabankans í febrúar 2020 var gert ráð fyrir að hagvöxtur á árinu yrði 0,8% (mynd 1). Horfur höfðu versnað frá spá bankans í nóvember árið áður þar sem útlit var fyrir hægari bata í ferðapjónustu eftir fall flugfélagsins WOW Air í mars 2019 auk þess sem útflutningshorfur höfðu versnað vegna loðnubrests og framleiðsluhnökra í áliðnaði. Við undirbúning febrúarspárinnar höfðu einnig borist fréttir af nýrri veirusýkingu í Kína og í febrúarhefti *Peningamála* var nefnt að vaxandi áhyggjur væru af áhrifum hennar á heimsbúskapinn næði hún að breiðast út. Fåa óraði hins vegar fyrir hvaða afleiðingar hún myndi hafa.

Í lok febrúarmánaðar barst COVID-19-farsóttin hingað til lands. Til að hemja faraldurinn gripu stjórnvöld hér sem og annars staðar til viðtækra aðgerða. Samkomutakmarkanir voru settar á, þjónusta sem krefst nálægðar við fólk skert og ferðalög milli landa takmörkuð. Þessar aðgerðir höfðu gríðarleg áhrif á heimsbúskapinn og fljótlega varð ljóst að framundan væri djúpur samdráttur. Mikil óvissa var hins vegar um hversu djúpur hann yrði, hvenær og hvernig tækist til við að ráða niðurlögum farsóttarinnar og hve langan tíma það tæki fyrir efnahagsumsvif að ná sér á strik á nýjan leik. Spágerð við

Mynd 1
Hagvaxtarspár *Peningamála* fyrir árið 2020¹



1. Spár PM 2019/4 og 2020/1-2020/4 fyrir hagvöxt ársins 2020 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2021/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á hagvexti ársins 2020.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þessar aðstæður var óvenju erfið enda engin dæmi úr nútíma efnahagssögu til að byggja á.

Í maí 2020 höfðu efnahagshorfur í heiminum og hér á landi því breyst verulega frá því fyrir farsóttina. Samkvæmt maíspá bankans var búist við að landsframleiðsla myndi dragast saman um 8% á árinu sem yrði mesti samdráttur á einu ári í heila öld hefði spáin gengið eftir. Þar vógu þungt horfur um að liðlega 80% færri ferðamenn kæmu til landsins en árið áður. Talið var að útflutningur vöru og þjónustu myndi dragast saman um rúmlega þriðjung frá fyrra ári og hefur sú spá í meginatriðum gengið eftir (mynd 2).

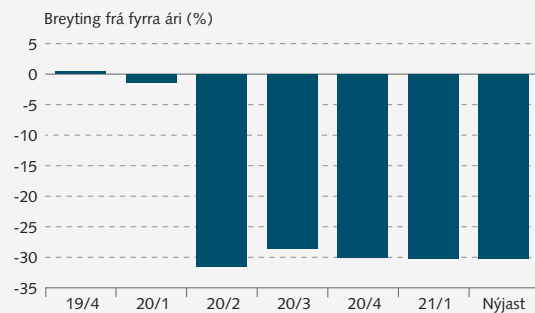
Þegar kom fram á sumarið virtist farsóttin hins vegar á niðurleið og slakað var á umfangi sóttvarnaraðgerða. Efnahagshorfur bötnuðu því lítillega og var samdráttur ársins 2020 færður í 7,1% í ágústspá bankans. Farsóttin ágerðist hins vegar á ný er leið á haustið og í kjölfarið þurfti aftur að grípa til hertra sóttvarnaraðgerða hér og í útlöndum. Því voru hagvaxtarhorfur fyrir árið 2020 færðar enn frekar niður og spáð 8,5% samdrætti í nóvemberspá bankans. Eins og rakið er hér á eftir vó þar þungt bráðabirgðamat Hagstofu Íslands á miklum samdrætti á öðrum fjórðungi ársins. Eftir endurskoðun Hagstofunnar á samdrætti á fjórðungnum sem reyndist minni en áður hafði verið birt auk vísbendinga um meiri umsvif á þriðja fjórðungi var matið á samdrætti ársins fært í 7,7% í spá bankans í febrúar 2021. Hagstofan hefur síðan endurskoðað hagvöxt á þriðja fjórðungi enn frekar upp á við og nýjustu tölur sýna enn kröftugri vöxt á síðasta fjórðungi ársins. Nýjasta mat Hagstofunnar bendir því til þess að samdráttur ársins hafi verið minni en óttast var eða 6,5%.

Eftirspurn einkaaðila dróst verulega saman í kjölfar farsóttarinnar ...

Spár bankans um þróun innlendrar eftirspurnar einkaaðila breyttust einnig verulega eftir útbreiðslu farsóttarinnar (mynd 3). Horfur um vöxt einkaneyslu á árinu 2020 voru endurskoðaðar í maíspá bankans úr 2,4% vexti í 5% samdrátt. Það reyndist á endanum of svartsýn spá en samkvæmt nýjustu tölum Hagstofunnar var samdráttur ársins 3%.

Horfur um fjárfestingarumsvif breyttust einnig. Í febrúarspá bankans var talið að atvinnuvegafjárfesting myndi vaxa um liðlega 1% á árinu öllu. Horfur voru taldar nokkru lakari en í spá *Peningamála* 2019/4 enda hafði óvissa um efnahagshorfur aukist og vaxtaálag á fyrirtækjalán hækkað. Horfur versnuðu enn frekar í kjölfar farsóttarinnar og í maíspá bankans var gert ráð fyrir ríflega 6% samdrætti á árinu öllu sem reyndist þó nokkru minni samdráttur en nýjustu tölur Hagstofunnar benda til. Íbúðafjárfesting var einnig færð niður í maíspá bankans í takt við helstu hátiðnivísbindingar og talningu Samtaka iðnaðarins um mikinn samdrátt í

Mynd 2
Útflutningsspár *Peningamála* fyrir árið 2020¹

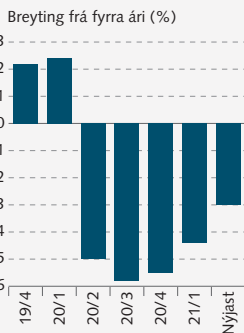


1. Spár PM 2019/4 og 2020/1-2020/4 fyrir vöxt útflutnings vöru og þjónustu ársins 2020 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2021/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á útflutningsvexti ársins 2020.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

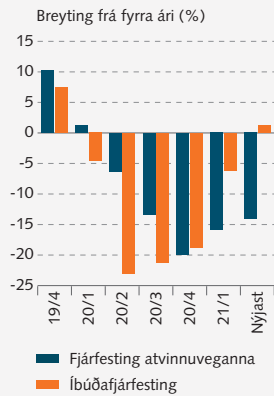
Mynd 3

Spár Peningamála um valdar þjóðhagsstærðir árið 2020¹

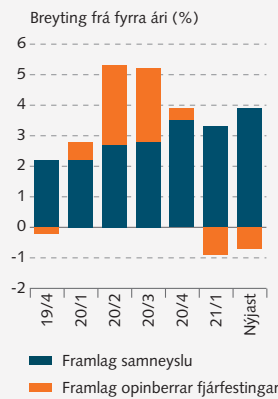
Einkaneysla



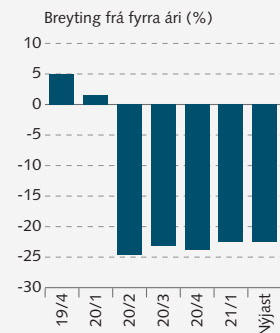
Fjárfesting einkaaðila



Eftirspurn hins opinbera



Innflutningur



1. Spár PM 2019/4 og 2020/1-2020/4 fyrir valdar þjóðhagsstærðir árið 2020 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2021/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar fyrir árið 2020. Eftirspurn hins opinbera er samtala samneyslu og fjárfestingar hins opinbera.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

nýbyggingum. Í spánni var gert ráð fyrir að íbúðafjárfesting myndi dragast saman um tæplega fjórðung á árinu og hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu taka að lækka á ný í átt að langtíameðaltali. Þegar líða tók á árið varð hins vegar ljóst að þessi spá var of svartsýn og í reynd jókst íbúðafjárfesting lítillega milli ára og hélt hlutfall hennar af landsframleiðslu því áfram að hækka og náði sínu hæsta gildi síðan árið 2007.

... en á móti vögu aukin umsvif hins opinbera

Á móti versnandi horfum um eftirspurn einkaaðila vó veruleg endurskoðun á spám um eftirspurn hins opinbera sem endurspeglaði boðaðar aðgerðir stjórnvalda til að milda áfallið fyrir þau heimili og fyrirtæki sem urðu helst fyrir barðinu á farsóttinni. Spár um vöxt samneysluútgjalda voru færðar nokkuð upp en nýjustu tölur Hagstofunnar benda til þess að í þeim spám hafi heldur verið vanmetið hve mikið samneyslan var í raun aukin í kjölfar farsóttarinnar. Meiri vandi reyndist þó að sjá fyrir um vöxt opinberra fjárfestingar. Maíspá bankans endurspegladi umfangsmikil fjárfestingarverkefni sem ríkisstjórnin hafði nýverið boðað. Þar var m.a. boðað að umsvifamiklum fjárfestingarverkefnum yrði flýtt og að stóruka ætti fjárfestingu hins opinbera á árinu. Maíspáin gerði því ráð fyrir um fimmtungsvexti fjárfestingar hins opinbera á árinu. Reyndin var hins vegar sú að þessi fjárfestingaráform hins opinbera töfðust verulega og benda nýjustu tölur Hagstofunnar til þess að fjárfesting hins opinbera hafi í reynd dregist saman um liðlega 5% á árinu.

Fyrsta mat Seðlabankans á áhrifum COVID-19-farsóttar

var nærri lagi ...

Eftir að farsóttin barst til landsins birti Seðlabankinn sérstaka sviðsmyndagreiningu á mögulegum efnahagslegum áhrifum farsóttarinnar seint í mars 2020 og svo aftur snemma í apríl.¹

Fyrsta mat bankans af áhrifum farsóttarinnar frá því seint í mars var ekki eins svartsýnt og bankinn gerði síðar ráð fyrir í spám sínum sem birtust í *Peningamálum*. Talið var að landsframleiðslan myndi dragast saman um 4,8% á árinu öllu eða 1,7 prósentum minna en hún gerði í reynd (mynd 4). Mestu munaði um útflutningshorfur sem reyndust of bjartsýnar enda byggðist þessi sviðsmynd á fyrsta mati á alþjóðlegum áhrifum farsóttarinnar út frá nýbirtri spá OECD en samkvæmt henni voru alþjóðleg áhrif farsóttarinnar tiltölulega hófleg. Fljótlega varð þó ljóst að fyrsta mat OECD var of bjartsýnt og að samdrátturinn hér á landi yrði dýpri enda var stuttu síðar nánast lokað fyrir ferðalög milli landa. Í byrjun apríl birti bankinn því endurskoðað mat á efnahagsáhrifum farsóttarinnar þar sem gert var ráð fyrir 6,4% samdrætti í helstu viðskiptalöndum sem er nær þeim liðlega 5% samdrætti sem á endanum varð. Samkvæmt þessari sviðsmynd var gert ráð fyrir um 27% samdrætti útflutnings og 4% samdrætti einkaneyslu. Gert var ráð fyrir að landsframleiðsla myndi dragast saman um 6,9% sem er mjög nærri þeim 6,5% samdrætti sem Hagstofan metur nú. Í þessari sviðsmynd var hins vegar ofmetið hve mikið atvinnuleysi myndi aukast á árinu enda lágu ekki fyrir allar þær aðgerðir sem stjórnvöld lögðu í til að halda fólki í vinnu. Þá var vanmetið hve mikið verðbólga myndi aukast og hversu þrálát hún reyndist sem endurspeglar bæði að gengi krónunnar gaf meira eftir og að alþjóðleg verðbólga reyndist mun meiri en gert var ráð fyrir (sjá umfjöllun hér á eftir).

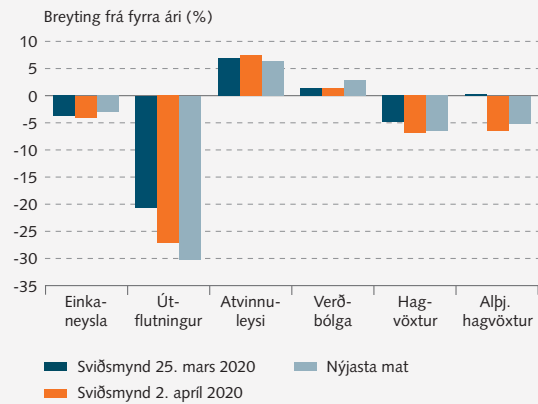
... en bráðabirgðatölur Hagstofunnar gáfu til kynna að samdrátturinn væri vanmetinn ...

Mat bankans á efnahagslegum áhrifum farsóttarinnar í byrjun apríl 2020 virðist hafa gengið ágætlega eftir. Þegar matið var gert lá hins vegar lítið af hagtolum fyrir sem hægt var að byggja á.² Þegar hagtolur fóru að berast og bakslag varð í viðureigninni við farsóttina urðu spár bankans svartsýnni og færðust fjær endanlegri niðurstöðu ársins. Að hluta til má rekja það til þess að bráðabirgðatölur Hagstofunnar um ársfjórðungslegan hagvöxt ársins 2020 gáfu til kynna meiri

1. Bankinn birti tvær sviðsmyndir („mildari“ og „dekkri“) í hvort skipti en í allri umfjöllun var lögð áhersla á þá dekkri sem raunsannari mynd og byggist þessi umfjöllun á þeirri sviðsmynd.
2. Nokkur tími liður frá lokum hvers ársfjórðungs fram að birtingu Hagstofunnar á bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga. Fyrsta mat á landsframleiðslu fyrsta ársfjórðungs 2020 var t.d. birt í lok maí í fyrra (lá til grundvallar við spá *Peningamála* 2020/3 í ágúst í fyrra) og tölur fyrir annan ársfjórðung birtust seint í ágúst 2020 (lá til grundvallar við spá *Peningamála* 2020/4 í nóvember í fyrra).

Mynd 4

Fyrsta mat Seðlabankans á áhrifum COVID-19-farsóttar á efnahagssumvif árið 2020¹

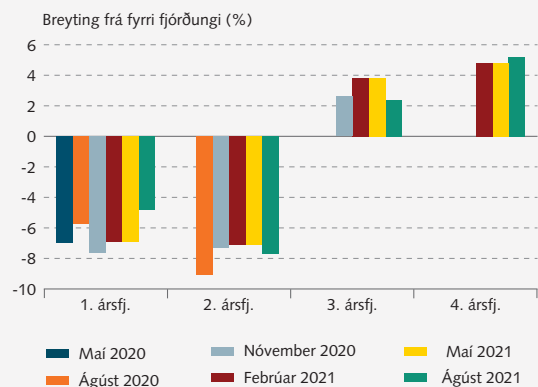


1. Myndin sýnir mat Seðlabankans á áhrifum COVID-19-farsóttar á þjóðarþúskapinn sem birt var í lok mars 2020 og uppfært mat sem birt var stuttu síðar ásamt nýjasta mati á endanlegri niðurstöðu ársins.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Áætlanir Hagstofu Íslands á ársfjórðungslegum hagvexti 2020¹



1. Myndin sýnir mismunandi áætlanir Hagstofu Íslands á ársfjórðungslegri breytingu VLF árið 2020 frá fyrstu birtingu á 1. ársfj. 2020 í maí 2020 til nýjustu birtingar í ágúst 2021.

Heimildir: Hagstofa Íslands.

samdrátt í upphafi faraldursins en síðan reyndist (mynd 5). Þetta á sérstaklega við fyrstu áætlanir Hagstofunnar á þróuninni á öðrum ársfjórðungi sem birtar voru í ágúst 2020 og lágu til grundvallar við spá bankans í nóvember það ár. Þá taldi Hagstofan að landsframleiðslan hafi dregist saman um 9,1% milli fyrsta og annars fjórðungs ársins en samdrátturinn reyndist minni og var endurskoðaður í ríflega 7%.

... og undirliggjandi þróttur þjóðarbúsins í aðdraganda farsóttarinnar var meiri en fyrstu tölur gáfu til kynna

Auk endurskoðunar Hagstofunnar á ársfjórðungslegum hagvexti ársins 2020 hafði endurskoðun á tölum ársins 2019 einnig áhrif á mat á efnahagsumsvifum í fyrra. Upphaflega taldi Hagstofan að hagvöxtur ársins 2019 hafi verið 1,9% en samkvæmt nýjasta mati var hann 2,4% (mynd 6). Þar munar mest um tölurverða endurskoðun á fjárfestingu atvinnuveganna, sem er sá liður sem að öllu jöfnu er mest endurskoðaður. Undirliggjandi þróttur efnahagsumsvifa í aðdraganda farsóttarinnar var því meiri en upphaflega var talið og átti þátt í því að spár um umsvif í fyrra reyndust of svartsýnar.

Mikil hliðrun eftirspurnar inn í landið í takt við spár

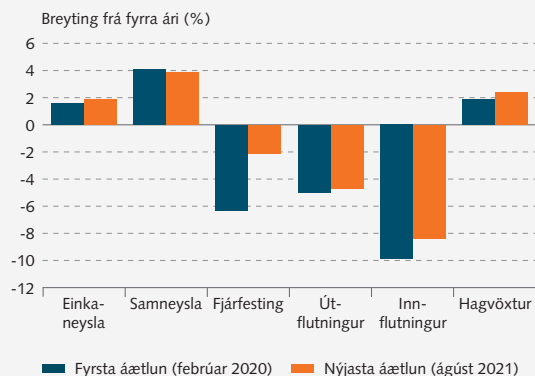
Eins og rakið er í rammagrein 4 í *Peningamálum 2020/4* var veigamikil ástæða þess að efnahagssamdrátturinn eftir fall WOW Air var ofmetinn sú að vanmetið var að hve miklu leyti samdráttur útgjalda heimila og fyrirtækja í kjölfar áfallsins myndi beinast að innfluttum vörum og þjónustu. Þetta á hins vegar ekki við í spám bankans fyrir árið 2020. Fyrir farsóttina var gert ráð fyrir að hlutfall innflutnings af þjóðarútgjöldum myndi haldast óbreytt milli ára en þetta hlutfall var um 37% árið 2019 (mynd 7). Matið var hins vegar endurskoðað þegar farsóttin barst til landsins og í maíspá bankans var gert ráð fyrir að innflutningur myndi dragast saman um fjórðung á árinu öllu (mynd 3) og hlutfall innflutnings af þjóðarútgjöldum því lækka verulega og fara í 29% sem er það lægsta frá árinu 1995. Þessi spá hefur í meginatriðum gengið eftir. Ljóst er að þessi færsla eftirspurnar inn í landið var mikilvæg ástæða þess að framleiðslusamdrátturinn í fyrra varð ekki meiri. Þetta kann einnig að skýra að nokkru leyti þann mun sem var á mati bankans og spám ýmissa annarra sem gerðu ráð fyrir meiri samdrætti í kjölfar farsóttarinnar.

COVID-19-farsóttin leiddi til meiri og þrálátari verðbólgu en upphaflega var spáð

Í spá *Peningamála* í nóvember 2019 var gert ráð fyrir að verðbólga yrði nálægt markmiði bankans að meðaltali á árinu 2020 en um leið og farsóttin skall á landinu var spáin færð verulega niður enda útlit fyrir tölverðan efnahagsamdrátt og vaxandi slaka í þjóðarútláti. Þá bentu alþjóðlegar spár

Mynd 6

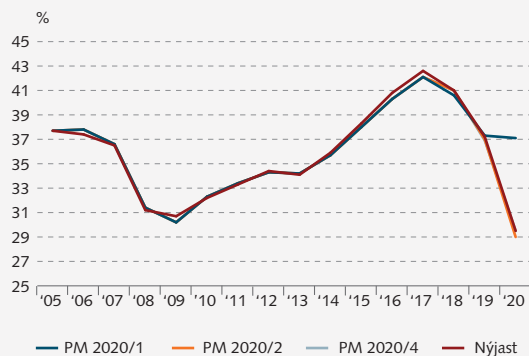
Fyrsta og nýjasta áætlun Hagstofu Íslands á vexti nokkurra hagstærða árið 2019¹



1. Myndin sýnir samanburð á fyrstu og nýjstu áætlun Hagstofunnar á þróun ýmissa hagstærða árið 2019. Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd 7

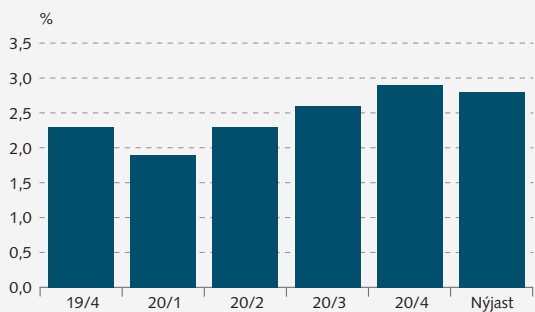
Hlutfall innflutnings og þjóðarútgjalda 2005-2020¹



1. Spár PM 2020/1, 2020/2 og 2020/4 fyrir hlutfall innflutnings og þjóðarútgjalda á föstu verðlagi ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands á hlutfallinu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

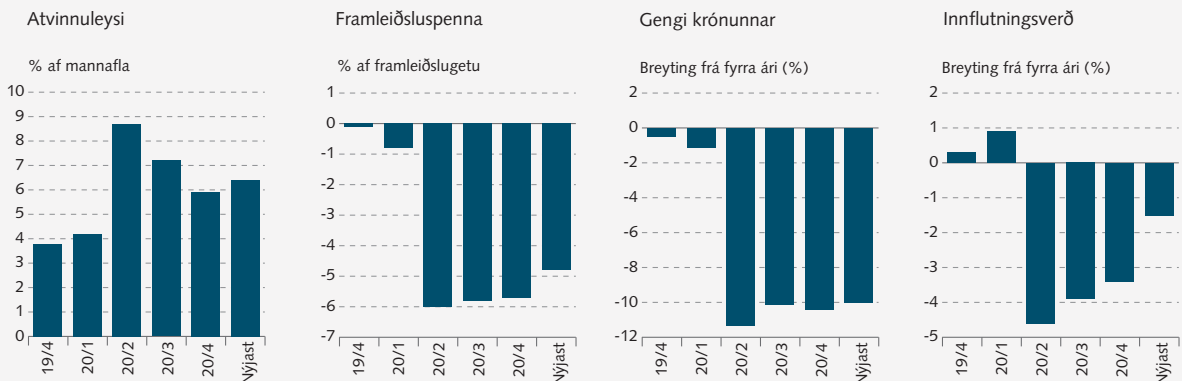
Verðbólguþróun *Peningamála* fyrir árið 2020¹



1. Spár PM 2019/4 og 2020/1-2020/4 fyrir verðbólgu ársins 2020 ásamt endanlegri niðurstöðu ársins. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Spár *Peningamála* um áhrifaþætti verðbólgu árið 2020¹



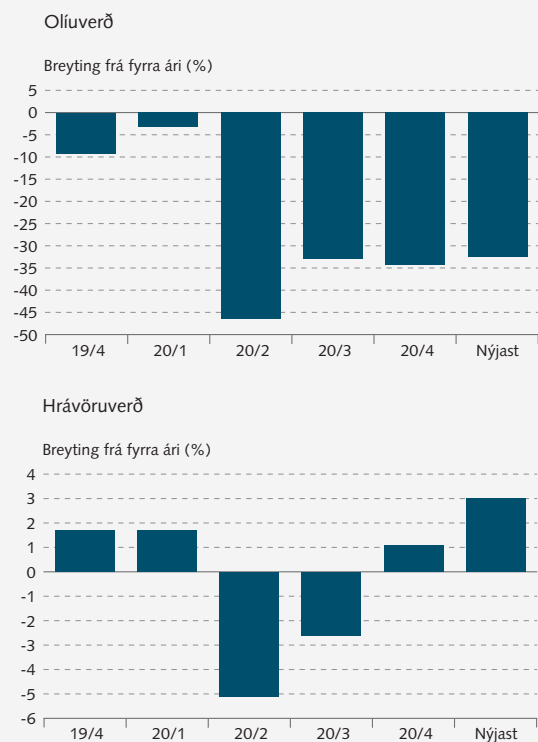
1. Spár 2019/4 og 2020/1-2020/4 fyrir valdar þjóðhagsstærðir árið 2020 ásamt endanlegri niðurstöðu ársins. Myndin sýnir atvinnuleysi samkvæmt vinnuráðgjafum Hagstofu Íslands. Innflutningsverð er í erlendum gjaldmiðlum (miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

einnig til þess að alþjóðlegt matvæla- og hrávöruverð myndi lækka mikið á árinu. Eins og sést á mynd 4 gerðu sviðsmyndir bankans frá því í mars og apríl ráð fyrir að verðbólga yrði einungis 1,4% á árinu en það mat var fært upp í 2,3% í máispá *Peningamála* sem er fyrsta formlega spá bankans eftir að farsóttin barst til landsins (mynd 8) en þá voru áhrif farsóttarinnar á gengi krónunnar orðin greinilegri. Talið var að gengi krónunnar myndi lækka um 11% milli ára og hefur sú spá í meginatriðum gengið eftir (mynd 9). Of svartsýnar hagvaxtarhorfur í spám bankans gerðu það hins vegar að verkum að fram eftir ári var spáð of mikilli aukningu atvinnuleysis og meiri slaka í þjóðarþúinu en nú er áætlað.

Þegar ljóst var að slakinn í þjóðarþúinu væri í raun minni en upphaflega var spáð voru verðbólguþáttir bankans smám saman endurskoðaðar upp á við. Þar vegur einnig þungt að fljótlega kom í ljós að farsóttin olli mun meiri truflunum í alþjóðlegum virðisæðjum og vöruflytningum milli landa en upphaflega var áætlað (sjá rammagrein 2 í *Peningamálum* 2020/4). Á sama tíma var ljóst að eftirspurn eftir varanlegum neysluvörum tók hraðar við sér en innlendar og alþjóðlegar spár höfðu séð fyrir. Samspil kröftugs viðsnúnings í eftirspurn eftir varanlegum neysluvörum og vöruskorts gerði það að verkum að matvæla- og hrávöruverð utan olíu hækkaði töluvert umfram spár. Þá reyndist lækkun olíuverðs á árinu minni en áætlað var út frá framvirknu verði í máispá bankans (mynd 10). Sama má segja um annað hrávöruverð sem lækkaði í upphafi faraldursins en hækkaði síðan samfleytt frá vorkránum 2020 og var undir lok árs orðið hærra en það var í ársbyrjun. Í máispá bankans var því gert ráð fyrir 5% lækkun hrávöruverðs á árinu en í reynd hækkaði það um 3% milli ára. Lækkun innflutningsverðs í erlendum gjaldmiðlum reyndist því minni en fyrst var spáð: í máispánni var gert ráð fyrir að það

Mynd 10

Spár *Peningamála* um olíu- og hrávöruverð árið 2020¹



1. Spár 2019/4 og 2020/1-2020/4 fyrir alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð ásamt endanlegri niðurstöðu ársins.
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

myndi lækka um tæplega 5% á árinu en í reynd var lækkunin einungis 1½% (mynd 9).

Samantekt

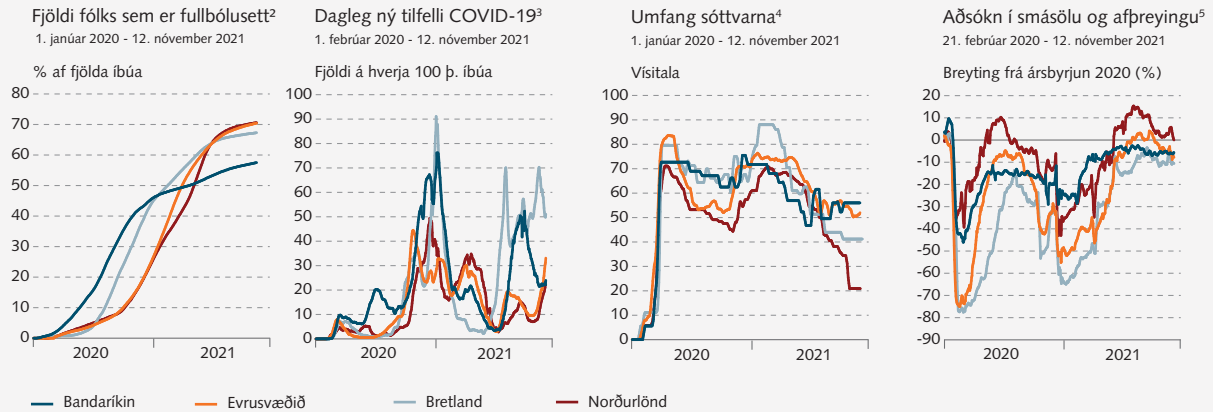
COVID-19-heimsfaraldurinn er efnahagsáfall sem á sér fá fordæmi hvort sem litið er á innlend eða erlend efnahags- umsvif. Eðli áfallsins og viðbragða við því gerði allar spár um áhrif farsóttarinnar á efnahagsumsvif óvenju erfiðar. Þrátt fyrir það má segja að hagvaxtarspár Seðlabankans hafi gengið ágætlega eftir. Samdrátturinn sem spáð var strax eftir að farsóttin barst til landsins fór nærri lokaniðurstöðunni en þegar leið á árið urðu spár bankans of svartsýnar sem endurspeglar bæði bakslag í viðureigninni við farsóttina og að fyrstu tölur Hagstofunnar ofmátu samdráttinn á öðrum fjórðungi ársins.

Erfiðlegar gekk hins vegar að sjá fyrir um þróun verð- bólgu á árinu og voru spár bankans of bjartsýnar enda reyndist slakinn í þjóðarþúinu minni en spáð var auk þess sem innflutningsverð lækkaði töluvert minna en spáð hafði verið en það má að miklu leyti rekja til þeirra framleiðsluflana í heimsbúskapnum sem farsóttin olli. Þrátt fyrir að verðbólga í fyrra hafi reynt bæði meiri og þrálátari en spáð var í kjölfar farsóttarinnar breyttust verðbólguvæntingar hins vegar lítið á árinu. Líkt og árið 2019 reyndist kjölfesta þeirra í verðbólgu- markmiði bankans halda þrátt fyrir nokkra lækkun á gengi krónunnar og sviptinga í efnahagsmálum. Það skipti sköpum við að skapa peningastefnunni svigrúm til að bregðast við áfallinu með mikilli slökun á peningalegu aðhaldi.

1 Svipmyndir af innlendum og erlendum efnahagsmálum í miðjum heimsfaraldri

Mynd 1

Vísbandingar um alþjóðleg efnahagsumsvif¹

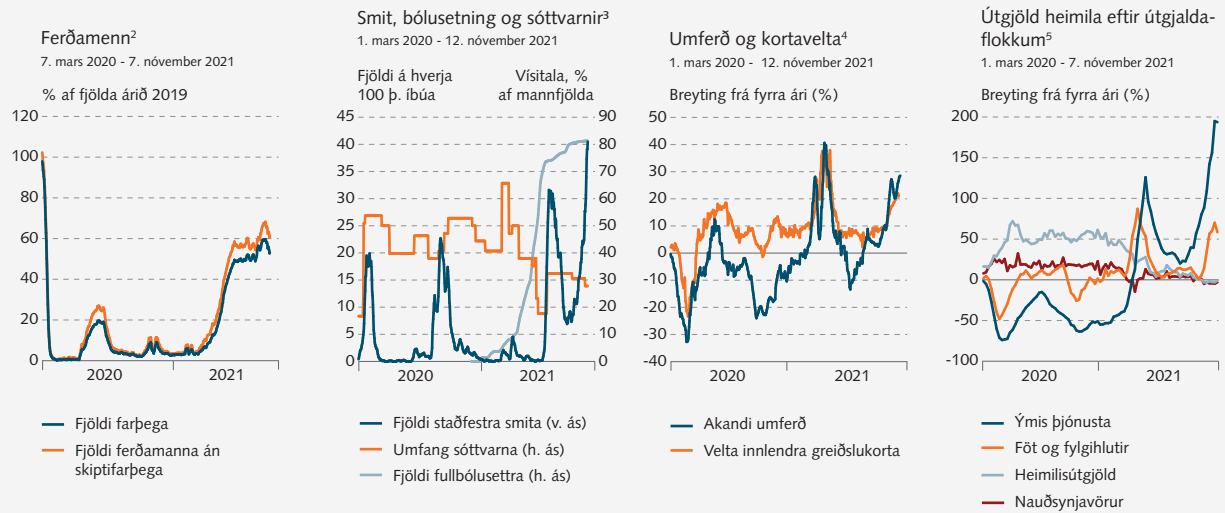


1. Öll gögn eru 7 daga hreyfanlegt meðaltal. Norðurlönd eru Danmörk, Noregur og Svíþjóð. 2. Hlutfall fólks sem talið er fullbólusett samkvæmt viðmiði heilbrigðisyfirvalda. 3. Staðfest ný smit. 4. Umfang sóttvarna vegur saman ýmsa mælikvarða á hversu hart stjórnvöld ganga fram við að draga úr útbreiðslu COVID-19. 5. Fjöldi heimsóknna á veitingahús, kaffihús, verslunarmiðstöðvar, skemmtigarða, sófn og kvikmyndahús samkvæmt uppl. Google. Breyting frá tímabilinu 3. janúar - 6. febrúar 2020.

Heimildir: Alþjóðaheilbrigðismálastofnunin, Google, Johns Hopkins University, OECD, Our World in Data, Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

Mynd 2

Vísbandingar um innlend efnahagsumsvif¹

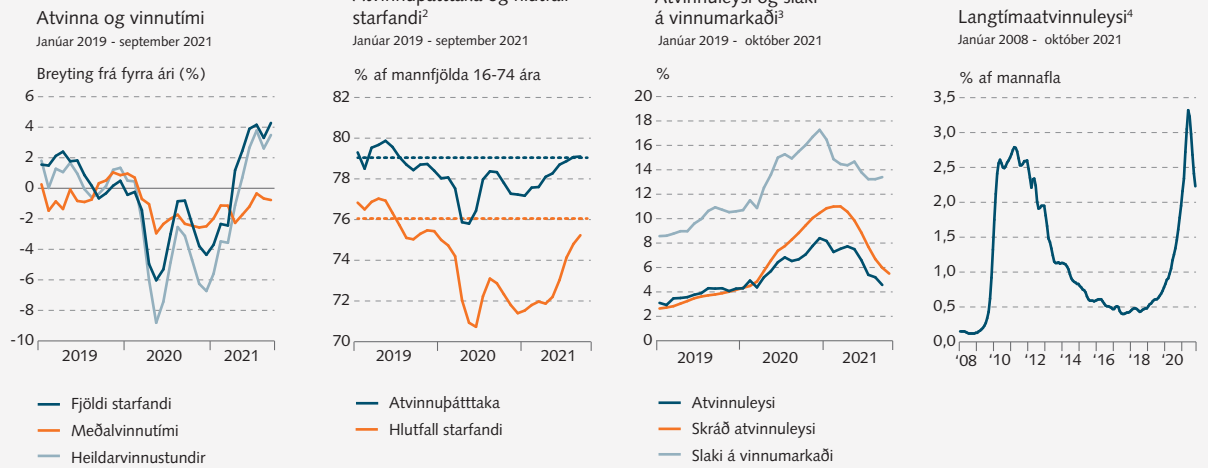


1. Öll gögn eru 7 daga hreyfanlegt meðaltal nema umfang sóttvarna (frumgögn), akandi umferð (14 daga) og velta innlendra greiðslukorta og útgjöld eftir útgjalda flokkum (28 daga). 2. Fjöldi ferðega sem fóru daglega um Keflavíkurluguvöll. Tölur fyrir árið 2019 eru án ferðega WOW Air. 3. Umfang sóttvarna vegur saman ýmsa mælikvarða á hversu hart stjórnvöld ganga fram við að draga úr útbreiðslu COVID-19. Hlutfall fólks sem talið er fullbólusett samkvæmt viðmiði heilbrigðisyfirvalda. 4. Akandi umferð er dagleg umferð um Hafnarjarðarveg sunnan Kópavogslækjar, Reykjanesbraut við Dalveg í Kópavogi og Vesturlandsveg ofan Ártúnsbrekku. Greiðslukortatölur eru samtala debet- og kreditkorta útgefna af innlendum aðilum. 5. Ýmis þjónusta á við veitingastaði, leikhús, líkamsræktarstöðvar, ferðalagaútgjöld o.fl. Heimilisútgjöld eiga við kaup á raftækjum, húsgögnum og í byggingavörverslunum.

Heimildir: Covid.is, Hagstofa Íslands, Isavia, Markaðsvakt Meniga, Our World in Data, Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Vegagerðin, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Vísbendingar af innlendum vinnumarkaði¹



1. Tölur úr vinnumarkaðsskönnun Hagstofu Íslands nema skráð atvinnuleysi (án hlutabóta) og langtímaatvinnuleysi sem eru frá Vinnuálagstofnun. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal. 2. Árstíðarleiðréttar tölur. Brotalínur sýna meðaltal ársins 2019. 3. Atvinnuleysi sýnt sem hlutfall af mannafla en slaki á vinnumarkaði sem hlutfall af mannafla með mögulegri viðbót. Árstíðarleiðréttar tölur. 4. Fjöldi einstaklinga sem hefur verið á atvinnuleysissskrá lengur en 12 mánuði.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

2 Spátöflur

Tafla 1 Helstu hagstærðir¹

	2020	2021	2022	2023	2024
Einkaneysla	-3,0 (-3,3)	5,4 (4,2)	3,8 (4,5)	3,9 (3,0)	4,0
Samneysla	4,5 (3,1)	2,1 (1,6)	1,6 (1,4)	1,5 (1,3)	1,6
Fjármunamyndun	-8,7 (-6,8)	10,5 (4,5)	-0,3 (1,4)	3,3 (4,3)	1,7
Atvinnuvegafjárfesting	-14,1 (-8,7)	17,6 (4,5)	-6,0 (-1,4)	1,5 (6,0)	2,5
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	1,2 (-1,2)	-8,1 (-7,7)	9,2 (4,7)	14,3 (10,6)	4,3
Fjárfesting hins opinbera	-5,2 (-9,3)	17,0 (24,6)	5,7 (5,1)	-6,6 (-7,8)	-4,8
Þjóðarútgjöld	-2,2 (-1,9)	5,4 (3,1)	2,4 (2,8)	3,1 (2,8)	2,9
Útflutningur vöru og þjónustu	-30,2 (-30,5)	14,1 (14,7)	19,3 (16,7)	4,6 (4,9)	4,2
Innflutningur vöru og þjónustu	-22,5 (-22,0)	18,1 (11,9)	12,0 (14,1)	5,9 (6,6)	5,2
Verg landsframleiðsla (VLF)	-6,5 (-6,6)	3,9 (4,0)	5,1 (3,9)	2,6 (2,2)	2,4
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-4,4 (-4,9)	-1,5 (0,9)	2,7 (1,1)	-0,5 (-0,5)	-0,4
Atvinnuleysi (VMK, % af mannafla) ²	6,4 (6,4)	5,9 (6,5)	4,7 (5,4)	4,3 (5,0)	4,1
Skráð almennt atvinnuleysi (% af mannafla) ³	7,9 (7,9)	7,7 (8,1)	5,2 (5,3)	4,2 (4,3)	4,0
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-5,2 (-5,2)	-1,2 (-1,0)	1,0 (0,3)	0,5 (0,0)	0,1
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)	0,9 (1,1)	-0,9 (1,4)	1,9 (2,6)	1,1 (1,5)	0,1
Vísitala meðalgengis ⁴	201,0 (201,0)	196,4 (195,0)	196,3 (193,6)	196,6 (196,1)	197,3
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	2,8 (2,8)	4,4 (4,2)	3,5 (2,8)	2,9 (2,6)	2,9
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁵	0,7 (0,7)	2,7 (2,3)	2,4 (1,8)	1,8 (1,7)	1,9
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	-5,0 (-5,1)	5,5 (5,3)	4,3 (4,5)	2,2 (2,1)	1,8

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2021/3).

2. Atvinnuleysi skv. vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK).

3. Skráð atvinnuleysi Vinnuálfstofnunar án fólks á hlutabótum.

4. Þröng viðskiptavog. Vísitalan hefur verið endurreiknuð þannig að 2. janúar 2009 taki hún sama gildi og vísitala gengisskráningar sem hætt hefur verið að reikna.

5. Spá byggð á Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Consensus Forecasts, IHS Markit og OECD.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, Hagstofa Íslands, IHS Markit, OECD, Refinitiv Datastream, Vinnuálfstofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi	
2020:4	3,6 (3,6)	3,8 (3,8)
2021:1	4,2 (4,2)	2,9 (2,9)
2021:2	4,4 (4,4)	6,7 (6,7)
2021:3	4,3 (4,2)	3,8 (3,5)
	Spáð gildi	
2021:4	4,7 (4,1)	5,5 (3,3)
2022:1	4,4 (3,7)	1,8 (1,2)
2022:2	3,9 (3,0)	4,4 (3,9)
2022:3	3,2 (2,4)	1,2 (1,1)
2022:4	2,7 (2,3)	3,3 (2,9)
2023:1	2,8 (2,5)	2,1 (2,0)
2023:2	2,8 (2,6)	4,7 (4,5)
2023:3	3,0 (2,7)	1,8 (1,5)
2023:4	3,0 (2,8)	3,5 (3,2)
2024:1	3,0 (2,7)	2,0 (1,8)
2024:2	3,0 (2,6)	4,5 (4,2)
2024:3	2,8 (2,5)	1,3 (1,0)
2024:4	2,7	3,1

1. Tölur í svigum eru spá PM 2021/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

