

S E Ð L A B A N K I Í S L A N D S



PENINGAMÁL



PENINGAMÁL

2019 • 4

Efnisyfirlit

- 3 Yfirlýsing peningastefnunefndar
- 4 Peningamál 2019/4
 - 5 Kafli I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir
 - 17 Kafli II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör
 - 23 Kafli III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir
 - 29 Kafli IV Eftirspurn og hagvöxtur
 - 37 Kafli V Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta
 - 41 Kafli VI Verðbólga
 - 45 Rammagrein 1 Lækkun raunvaxta um allan heim og hlutlausir vextir Seðlabanka Íslands
 - 49 Rammagrein 2 Verðákvarðanir fyrirtækja
 - 53 Rammagrein 3 Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2020
 - 56 Rammagrein 4 Reynsla af spám Seðlabankans
- 60 Viðauki 1 Spátöflur

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

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

78. rit. 6. nóvember 2019

Prentun og bókbund: Oddi ehf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

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

Yfirlýsing peningastefnunar

6. nóvember 2019

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 3%.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspa Seðlabankans sem birt er í nóvemberhefti *Peningamála* hafa horfur um hagvöxt á seinni hluta ársins versnað frá því sem spáð var í ágúst. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins var hins vegar meiri en spáð var og er því gert ráð fyrir 0,2% samdrætti á árinu öllu eins og í ágúst. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað og er nú spáð 1,6% hagvexti.

Verðbólga hefur verið um eða yfir 3% frá því í vor en í október mældist hún 2,8%. Undirliggjandi verðbólga hefur hins vegar verið þrálátari. Horfur eru á að verðbólga hjaðni hraðar en spáð var í ágúst og að hún verði komin í markmið undir lok þessa árs. Verðbólguvæntingar hafa haldið áfram að lækka og eru við markmið miðað við flesta mælikvarða. Taumhald peningastefnunar hefur því aukist lítillega milli funda.

Vextir bankans hafa verið lækkaðir um 1,5 prósentur frá því í vor og eiga áhrif þess enn eftir að koma fram að fullu. Lækkun vaxta hefur stutt við eftirspurn og miðað við spá bankans ætti núverandi vaxtastig að duga til að tryggja verðstöðugleika til meðallangs tíma og fulla nýtingu framleiðsluþátta. Þá mun boðuð slökun í aðhaldi ríkisfjármála leggjast á sömu sveif. Efnahagshorfur gætu hins vegar verið of bjartsýnar, einkum vegna óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum.

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

Peningamál 2019/4¹

Eftir mikla uppsveiflu í þjóðarbúskapnum tók að hægja hratt á hagvexti á Íslandi er líða fór á síðasta ár. Hagvöxtur gaf eftir í umheiminum og óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum fór vaxandi – ekki síst eftir að viðskiptadeila Bandaríkjanna og Kína stigmagnaðist. Þegar kom fram á þetta ár dró enn frekar úr hagvexti hér á landi þegar við bættust sértæk ytri áföll eins og gjaldprot flugfélagsins WOW Air, frekari áföll í fluggeiranum og loðnubrestur. Hagvöxtur minnkaði í 0,9% á fyrri hluta þessa árs en til samanburðar var hann 3,2% á seinni hluta síðasta árs og 6,7% á fyrri hluta þess.

Þrátt fyrir að hægt hafi á hagvexti á fyrri hluta ársins reyndist hann heldur þróttmeiri en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Þjóðarútgjöld drógust meira saman en áætlað var en hagstæðari utaríkisviðskipti vógu þyngra sem bendir til þess að samdráttur eftirspurnar hafi beinst í meiri mæli að innfluttri vöru og þjónustu en búist var við. Horfur eru hins vegar á meiri samdrætti á seinni hluta ársins en spáð var í ágúst sem fyrst og fremst má rekja til verulegs samdráttar í vöruútflutningi á þriðja ársfjórðungi. Þá eru vísbendingar um að hægt hafi á vexti einkaneyslu og að fjárfestingarútgjöld fyrirtækja verði minni en áður var talið. Spáð er að landsframleiðslan dragist saman um 0,2% í ár eins og í ágústspánni. Horfur fyrir næsta ár hafa hins vegar versnað. Nú er talið að hagvöxtur verði 1,6% á árinu í stað 1,9% og skýrist breytingin fyrst og fremst af lakari horfum um vöxt innlendrar eftirspurnar.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fækkaði störfum um 0,4% milli ára á þriðja fjórðungi ársins – í fyrsta sinn síðan seint á árinu 2011. Atvinnuleysi mældist 3,7% og breyttist lítið milli fjórðunga en það var 0,6 prósentum meira en það var á fyrsta fjórðungi ársins, áður en WOW Air féll. Talið er að starfandi fækki enn frekar á fjórða ársfjórðungi og að atvinnuleysi eigi eftir að aukast og ná hámarki í ríflega 4% áður en það minnkar aftur er líður á næsta ár. Á sama tíma tekur slakinn í þjóðarbúinu sem myndaðist um mitt þetta ár að minnka á ný og spáð er að nýting framleiðsluáttanna verði komin á eðlilegt stig undir lok næsta árs.

Verðbólga var við 2,5% verðbólguþröngun bankans fram eftir síðasta ári en jókst í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar þá um haustið. Eftir að verðbólga náði hámarki í 3,7% í desember sl. hefur hún smám saman hjaðnað á ný og var komin í 3,1% á þriðja ársfjórðungi og 2,8% í október. Þótt undirliggjandi verðbólga hafi verið þrálátari hafa verðbólguvæntingar lækkað í verðbólguþröngun á flesta mælikvarða eftir að hafa hækkað í fyrra. Mæld verðbólga var lítillega minni á þriðja ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og skammtíma verðbólguhorfur hafa batnað. Talið er að verðbólga verði 2,5% að meðaltali á fjórða fjórðungi ársins sem er 0,4 prósentum minna en spáð var í ágúst. Horfur eru á að verðbólga verði við verðbólguþröngun á meginhluta spátímans, þótt hún fari lítillega niður fyrir það um tíma á seinni hluta næsta árs.

1. Greiningin í þessum *Peningámálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir í byrjun nóvember.

I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans

Alþjóðlegur hagvöxtur gefur enn frekar eftir

Hægt hefur mikið á hagvexti í heiminum undanfarið ár og svartsýni um efnahagshorfur aukist, einkum hjá fyrirtækjum í framleiðslugreinum sem eru viðkvæmust fyrir áhrifum af yfirstandandi viðskiptadeilu Bandaríkjanna og Kína. Heimshagvöxtur mældist 3,6% í fyrra en minnkaði er leið á árið og enn frekar á fyrri hluta þessa árs. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði einungis 3% í ár sem yrði sá minnsti sem mælt hefur frá árinu 2009 og 0,3 prósentum undir því sem sjóðurinn spáði sl. vor. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað.

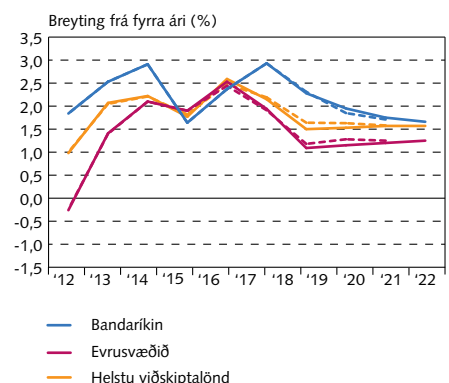
Meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var 2,3% á fyrri hluta síðasta árs en var kominn niður í 1,8% á síðasta fjórðungi ársins. Þessi þróun hefur haldið áfram það sem af er þessu ári og var hagvöxtur kominn í 1,6% á öðrum ársfjórðungi. Spáð er að hann verði 1,3% á seinni hluta ársins og hefur hann þá minnkað um 1½ prósentu frá því sem hann var mestur seint á árinu 2017. Viðsnúninginn má helst rekja til mikillar hjöðnunar hagvaxtar á evrusvæðinu en hagvöxtur hefur einnig gefið eftir í Bretlandi og Svíþjóð. Gangi þetta eftir verður hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum að meðaltali 1,5% í ár og á næsta ári og um 1,6% árin þar á eftir (mynd I-1). Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

Gengisþróun í meginatriðum í takt við ágústspá bankans

Frá árinu 2014 og fram á árið 2017 böttnuðu viðskiptakjör mikið en um mitt það ár tóku þau að rýrna á ný. Þegar viðskiptakjararýrnunin stöðvaðist í lok síðasta árs höfðu þau rýrnað um ríflega 7% og varð um helmingur hennar í fyrra þegar saman fór um 30% verðhækkun á olíu og súráli sem vó þyngra en tæplega 4% hækkun útflutningsverðs í erlendum gjaldmiðlum. Í ár eru horfur á að mikil hækkun verðs á innfluttum aðföngum gangi að hluta til baka enda útlit fyrir að verð súrals, olíu og annarrar hrávöru lækki frá því í fyrra. Þrátt fyrir þetta og ríflega hækkun verðs sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum er talið að viðskiptakjör rýrni lítilla milli ára (mynd I-2). Þar vegur 13% lækkun álverðs þungt en einnig er útlit fyrir verðlækkun útfluttrar þjónustu í erlendum gjaldmiðlum. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að viðskiptakjör batni um samtals 3% á næstu þremur árum.

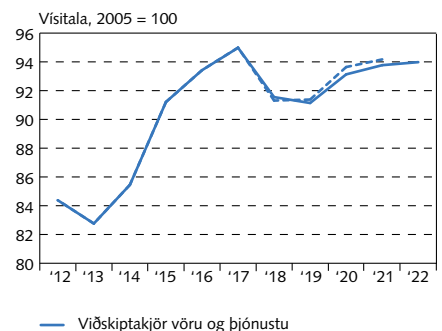
Gengisvísitala krónunnar hefur sveiflast í kringum 180 stig undanfarið ár eftir að gengi krónunnar lækkaði um meira en 10% haustið 2018 í kjölfar fréttu af vaxandi rekstrarvanda flugfélagsins WOW Air, áhyggna af komandi kjaraviðræðum og aukinnar svartsýni um efnahagshorfur almennt. Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur lækkað 0,7% frá útgáfu *Peningamála* í ágúst og er nú lítilla lægra en í byrjun nóvember í fyrra. Þróun gengis krónunnar á þriðja ársfjórðungi og það sem af er þeim fjórða er í meginatriðum í takt við ágústspá bankans. Grunnspáin gerir því ráð fyrir áþekkri gengisþróun og í ágúst. Gengisvísitalan verður að meðaltali um 181 stig í ár og um

Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2012-2022¹



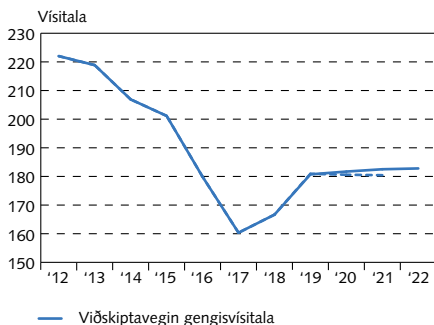
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2
Viðskiptakjör 2012-2022¹



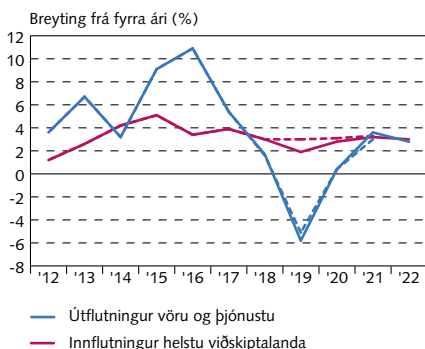
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3
Gengi krónunnar 2012-2022¹



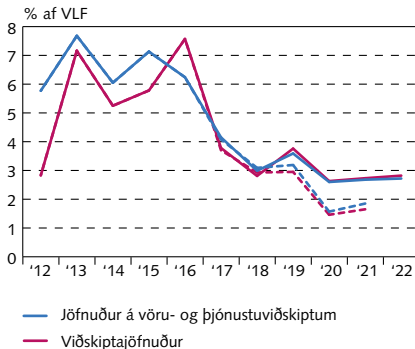
1. Þróng viðskiptavog. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/3.
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2012-2022¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2012-2022¹



1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

182 stig á næstu árum (mynd I-3). Aðlögun gengis krónunnar að þeim ytri áföllum sem dunið hafa á þjóðarþúinu undanfarn misseri er því í meginatriðum þegar komin fram í gegnum lækkingu jafnvægisraungengis (þ.e. þess raungengis sem samræmist ytra og innra jafnvægi í þjóðarþúinu) og minni vaxtamun gagnvart útlöndum. Nánar er fjallað um óvissu í tengslum við gengishorfur síðar í þessum kafla og um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

Útflutningur dregst verulega saman í ár og meira en spáð var í ágúst

Útflutningur vöru og þjónustu dróst saman um 2,8% milli ára á fyrri hluta ársins sem er heldur minni samdráttur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Þjónustuútflutningur dróst saman um ríflega 9% sem endurspeglar mikinn samdrátt í ferðaþjónustu í kjölfar gjaldþrots WOW Air í lok marsmánaðar og kyrrsetningar Boeing 737 Max-þota Icelandair. Vöruútflutningur jókst hins vegar um ríflega 3% milli ára á fyrri hluta ársins en sé litið fram hjá útflutningi á skipum og flugvélum, sem fyrst og fremst endurspeglar sölu á flugvélum úr rekstri WOW Air, var 5½% samdráttur. Hann má að miklu leyti rekja til 8% minni útflutnings sjávarafurða vegna loðnubrests og tæplega 4% minni álútflutnings.

Horfur eru á að útflutningur dragist meira saman á seinni hluta ársins en spáð var í ágúst. Meiri samdráttur mælist í flugsamgöngum þótt á móti vegi minni samdráttur í útgjöldum ferðamanna hér á landi. Þá benda tölur um utanríkisviðskipti til þess að vöruútflutningur hafi dregist verulega saman á þriðja fjórðungi ársins þar sem samdráttur í álútflutningi vegna framleiðsluvanda í innlendum áliðnaði vegur þungt. Talið er að á árinu öllu dragist vöru- og þjónustuútflutningur saman um 5,8% frá fyrra ári sem er 0,7 prósentum meiri samdráttur en gert var ráð fyrir í ágúst (mynd I-4). Líkt og þá er gert ráð fyrir smávægilegri aukningu á næsta ári og líðlega 3% árlegum vexti að meðaltali árin 2021-2022.

Minni umsvif í ferðaþjónustu vögu þungt í ríflega 10% samdrætti innflutnings á fyrri hluta ársins auk þess sem innflutningur fjárfestingarvöru og varanlegrar neyslövöru minnkaði. Meiri samdráttur innflutnings en útflutnings gerir það að verkum að horfur eru á meiri afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum í ár en spáð var í ágúst. Hægari vöxtur innflutnings skýrir einnig af hverju spáð er meiri afgangi en í ágúst á næsta ári. Nú er talið að afgangurinn minnki í 2,6% af landsframleiðslu og haldist þar á spátímanum (mynd I-5). Afgangur á viðskiptajöfnuði þróast með sama hætti. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Horfur á að þjóðarútgjöld dragist saman í ár í fyrsta sinn síðan árið 2010

Hægja tók á vexti einkaneyslu undir lok síðasta árs og á fyrri hluta þessa árs var vöxturinn kominn í 2,2% sem er minnsti ársvöxtur einkaneyslu frá seinni hluta árs 2013. Þótt þróunin á fyrri hluta ársins hafi verið í takt við ágústspá bankans eru vísbendingar um að einkaneyslan hafi verið veikari á þriðja fjórðungi ársins en vænst var og því verði vöxturinn á árinu öllu lítill minni en þá var spáð eða 1,7% í stað 1,9% (mynd I-6). Búist er við því að heldur bæti í vöxtinn á

næstu árum í takt við vöxt ráðstöfunartekna en ríflega 3% meðalvöxt þeirra á næstu þremur árum má m.a. rekja til ákvörðunar stjórnvalda um lækkingu skatta og hækkun tilfærslna til heimila (sjá nánar í kafla IV og rammagrein 3 og umfjöllun um efnahagsáhrif aðgerðanna síðar í þessum kafla).

Eftir mikinn vöxt undanfarin ár dróst atvinnuvegafjárfesting saman um tæplega 16% milli ára á seinni hluta síðasta árs. Hún dróst enn frekar saman á fyrri hluta þessa árs eða um tæplega þriðjung. Þessi mikli samdráttur endurspeglar að nokkru leyti áhrif sölu flugvéla úr rekstri WOW Air sem mælist sem vöruútflutningur og neikvæð fjárfesting í þjóðhagsreikningum. Almenn atvinnuvegafjárfesting (þ.e. fjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla) dróst hins vegar einnig saman á fyrri hluta ársins eða um 15%. Þetta er heldur meiri samdráttur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og hafa horfur fyrir árið í heild því verið endurskoðaðar niður á við. Talið er að atvinnuvegafjárfesting dragist saman um 16% milli ára á þessu ári en í ágúst var spáð líðlega 13% samdrætti (mynd I-7). Við bætast horfur á hægari vexti íbúðafjárfestingar og minni fjárfestingarumsvifum hjá hinu opinbera. Spáð er að fjármunamyndun í heild dragist saman um 8,4% frá fyrra ári í stað 5% í ágúst. Viðsnúningurinn á næsta ári er jafnframt talinn verða hægari en þá var gert ráð fyrir. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu lækkar því um 1½ prósentu af landsframleiðslu í 20,8% í ár en þokast síðan upp í sögulegt meðaltal á næsta ári.

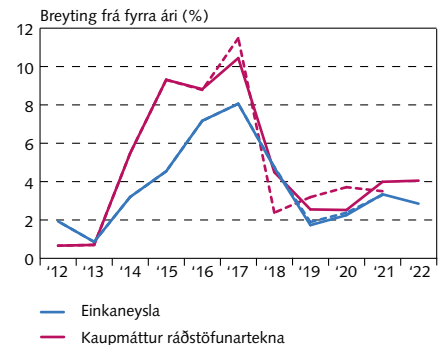
Þjóðarútgjöld endurspeglar öll neyslu- og fjárfestingarútgjöld einkaaðila og hins opinbera. Þau drógust saman um 2,4% á fyrri hluta ársins en 1 prósentu af samdrættinum mátti rekja til neikvæðra áhrifa birgðabreytinga sem m.a. endurspeglar að gengið var á birgðir í sjávarútvegi í kjölfar loðnubrests í vor. Hægari fjárfestingarumsvif gerðu það að verkum að samdráttur þjóðarútgjalda var nokkru meiri en gert var ráð fyrir í ágúst og horfur eru einnig lakari fyrir seinni hluta ársins. Talið er að þau muni dragast saman um 0,9% á árinu öllu en ekki 0,2% eins og spáð var í ágúst (mynd I-8). Yrði það í fyrsta sinn frá árinu 2010 sem þjóðarútgjöld dragast saman milli ára. Nánari umfjöllun um þróun einkaneyslu, fjárfestingar og þjóðarútgjalda er að finna í kafla IV.

Hratt dregur úr hagvexti og horfur eru á samdrætti á seinni hluta ársins

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands mældist 0,9% hagvöxtur á fyrstu sex mánuðum ársins og hafði hann minnkað úr 3,2% á seinni hluta síðasta árs og 6,7% á fyrri hluta þess. Þrátt fyrir að þjóðarútgjöld hafi dregist meira saman á fyrri hluta ársins en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans reyndist hagvöxtur 0,4 prósentum meiri en þá var spáð sem skýrist af því að samdráttur þjóðarútgjalda beindist í meiri mæli að innfluttri vöru og þjónustu en búist hafði verið við. Tölur um utanríkisviðskipti benda hins vegar til þess að vöruútflutningur hafi dregist verulega saman á þriðja fjórðungi ársins og því er talið að landsframleiðslan hafi dregist nokkuð saman á fjórðungnum og vegur það þungt í að skýra lakari hagvaxtarhorfur fyrir seinni hluta ársins í samanburði við ágústspána. Nú er talið að landsframleiðslan dragist saman um 1,2% á seinni hluta ársins og að 0,2% samdráttur verði á árinu öllu sem er óbreytt spá frá því í ágúst (mynd I-8). Gangi

Mynd I-6

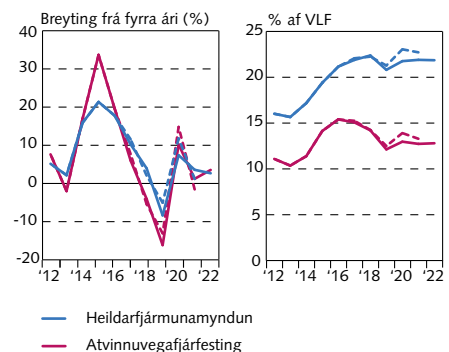
Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2012-2022¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

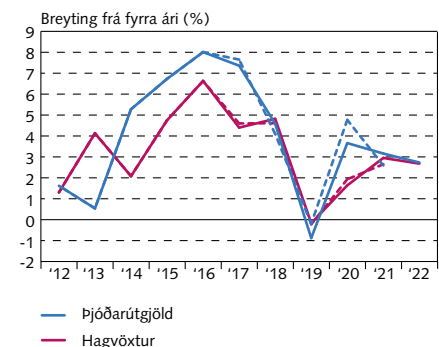
Fjármunamyndun 2012-2022¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

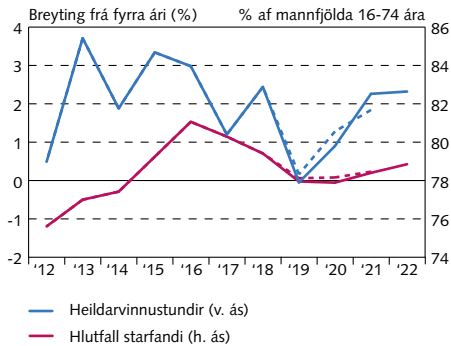
Mynd I-8

Þjóðarútgjöld og hagvöxtur 2012-2022¹



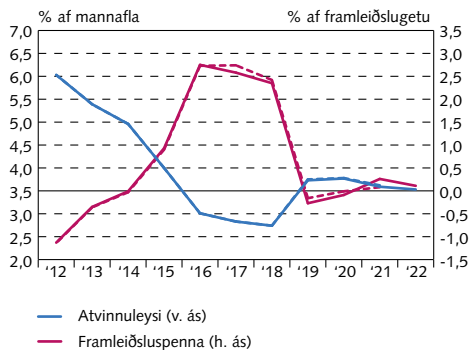
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2012-2022¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10
Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2012-2022¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Það eftir yrði þetta í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem samdráttur mælist hér á landi. Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hafa hins vegar verið endurskoðaðar niður á við sem endurspeglar lakari horfur um vöxt þjóðarútgjalda þótt á móti vegi heldur hagstæðara framlag utanríkisviðskipta. Gert er ráð fyrir 1,6% hagvexti á næsta ári en að hagvöxtur verði í takt við langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins frá árinu 2021. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Störfum fækkar og atvinnuleysi hefur aukist en vísbendingar um að samdráttarskeið verði tiltölulega skammvinnit

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fækkaði heildarvinnustundum um 0,4% milli ára á þriðja fjórðungi ársins sem er svipuð fækkun og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Starfandi fækkaði einnig um 0,4% milli ára og er það í fyrsta skipti sem fækkun mælist milli ára í könnuninni síðan seint árið 2011. Í takt við ágústspá bankans var árstíðarleiðrétt atvinnuleysi 3,7% á þriðja fjórðungi ársins og breyttist lítið milli fjórðunga. Það er hins vegar 0,6 prósentum meira en það var á fyrsta ársfjórðungi áður en WOW Air varð gjaldþrota.

Horfur eru á að heildarvinnustundum fækki enn frekar á síðasta fjórðungi ársins og að þær verði að meðaltali 0,1% færri í ár en í fyrra en í ágústspá bankans var gert ráð fyrir 0,2% fjölgun milli ára (mynd I-9). Hlutfall starfandi lækkar því þriðja árið í röð og þótt minnkandi atvinnuþátttaka vegi á móti heldur atvinnuleysi áfram að aukast og mælist 3,7% á árinu öllu eða 1 prósentu meira en í fyrra (mynd I-10). Horfur um þróun á vinnumarkaði hafa því lítið breyst frá ágústspá bankans. Líkt og þá er gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi á ný á næsta ári og að hlutfall starfandi hækki en atvinnuleysi haldi áfram að aukast fram eftir árinu og verði 3,8% á árinu öllu en taki síðan smám saman að minnka á ný.

Leiðandi vísbendingar gefa von um að nýting framleiðsluþátta sé tekin að batna á ný og að samdrátturinn í kjölfar nýlegra efnahagsáfalla verði tiltölulega skammvinnur. Talið er að framleiðsluspennan sem myndaðist í kjölfar mikils hagvaxtar undanfarinna ára sé horfin og að kominn sé smávægilegur slaki sem nái hámarki um mitt næsta ár en hverfi undir lok ársins. Þetta eru áþekkar horfur og gert var ráð fyrir í ágúst (mynd I-10). Rétt er að hafa í huga að mat á framleiðsluspennu er ávallt háð óvissu og á það sérstaklega við um snörp hagsveifluskil eins og nú. Nánar er fjallað um vinnumarkaðinn og nýtingu framleiðsluþátta þjóðarbúsins í kafla V.

Horfur á að verðbólga verði komin í markmið á lokafjórðungi ársins

Verðbólga var við 2,5% verðból gumarkmið bankans fram eftir síðasta ári en jókst nokkuð í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar þá um haustið. Verðbólga náði hámarki í 3,7% í desember en hefur smám saman hjaðnað á ný er liðið hefur á þetta ár. Hún var að meðaltali 3,1% á þriðja fjórðungi ársins en var komin í 2,8% í október. Undirliggjandi verðbólga hefur verið heldur þrálátari og mældist 3,4% í október. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað á ný eftir hækkun í fyrra vegna áhyggna af niðurstöðu kjarasamninga og lækkun á gengi krónunnar. Verðbólguvæntingar eru á flesta mælikvarða í ágætu samræmi við verðból gumarkmiðið.

Laun hafa hækkað mikið undanfarin misseri og hlutfall launa í innlendri verðmætasköpun er hátt í sögulegu samhengi. Miðað við áætlaðan framleiðnivöxt er talið að launakostnaður á framleidda einingu hækki um liðlega 6% að meðaltali í ár (mynd I-11). Það er heldur minni hækking en gert var ráð fyrir í ágúst sem má m.a. rekja til hagstæðari framleiðniþróunar. Horfur fyrir næstu þrjú ár hafa hins vegar lítið breyst: spáð er um 4% hækking launakostnaðar á framleidda einingu á ári.

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi var lítillega minni en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og útlit er fyrir að hún hjaðni enn hraðar á síðasta fjórðungi ársins. Talið er að hún verði 2,5% að meðaltali á fjórðungnum en í ágúst var spáð að hún yrði 2,9%. Breyttar horfur má fyrst og fremst rekja til hraðari hjöðnunar verðbólgu í haust en að öðru leyti hafa verðbólguhorfur lítið breyst fyrir það sem eftir lifir árs. Samkvæmt spánni verður verðbólga við markmið á meginhluta spátímans, þótt hún fari lítillega niður fyrir það á seinni hluta næsta árs og fram á árið 2021 (mynd I-12). Frá miðju næsta ári eru verðbólguhorfur því í meginatriðum mjög svipaðar því sem gert var ráð fyrir í ágúst. Nánar er fjallað um óvissupætti verðbólguþróunarinnar hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Lykilforsendur og helstu óvissupættir

Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um innlenda hagstjórn og ytra umhverfi íslensks þjóðarbúskapar. Hún byggist einnig á mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir er forsendum um innlenda hagstjórn lýst. Einnig eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissupættir og rakið hvernig breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem víkur frá grunnspánni.

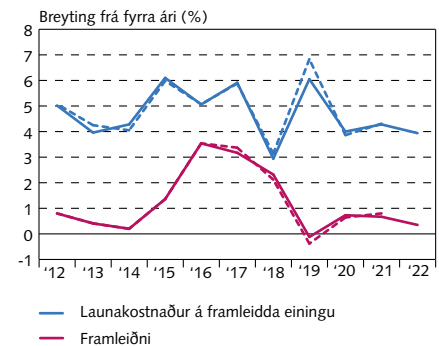
Stefnan í opinberum fjármálum og peningastefnan

Samkvæmt endurskoðuðum afkomutölum Hagstofunnar slaknaði aðhaldsstig ríkisfjármála, eins og það er mælt með breytingum í hag-sveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs, meira á síðasta ári en fyrra mat hafði gefið til kynna. Aðhaldsstigið er metið nær hlutlaust í ár en horfur eru á að það slakni aftur á næstu tveimur árum í samræmi við áætlun stjórnvalda í tengslum við nýgerða kjarasamninga og til að styðja við þjóðarbúskapinn í kjölfar nýlegra efnahagsáfalla (sjá kafla IV og rammagrein 3). Slökun á aðhaldsstiginu á spátímabilinu er áþekkt því sem gert var ráð fyrir í maí þegar Seðlabankinn lagði síðast mat á það en fjallað er nánar um efnahagsleg áhrif aðgerðanna hér á eftir.

Meginvextir Seðlabankans hafa lækkað töluvert undanfarna mánuði. Þeir eru nú 3,25% og hafa því lækkað um 1,25 prósentur frá því í maí sl. (sjá kafla III). Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir bankans þróist á spátímanum í takt við peningastefnu-reglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sé í samræmi við verðbólguþróun til meðallangs tíma.

Mynd I-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2012-2022¹

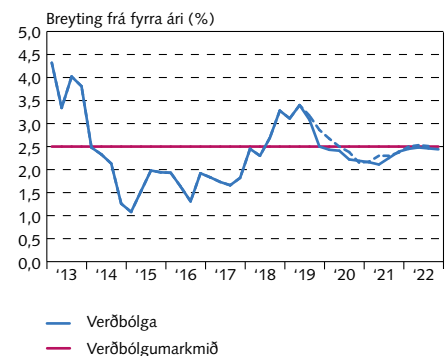


1. Framleiðni mæld sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga¹

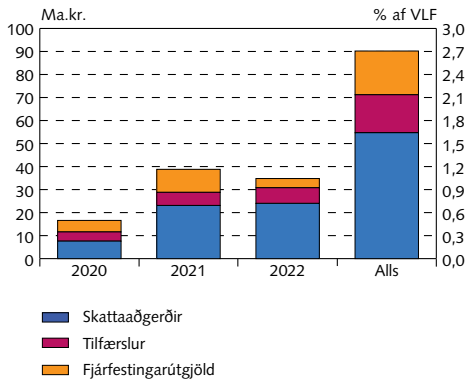
1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2022



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2019 - 4. ársfj. 2022. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Aðgerðir í ríkisfjármálum 2020-2022¹



1. Skattaaðgerðir samanstanda af lækkun tekjuskatts og heimild til að ráðstafa séreignarsparnaði skattfrjálst inn á húsnæðislán. Aukin tilfærsluútgjöld samanstanda af hækkuðum barna- og húsnæðisbóta auk lengingar fæðingarorlofs. Aukin fjárfestingarútgjöld eru í tengslum við átak í samgöngumálum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

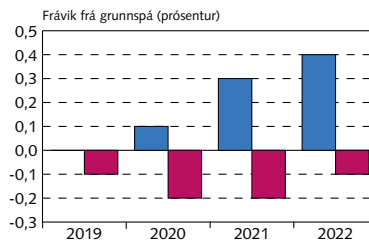
Aðgerðir í ríkisfjármálum auka ráðstöfunartekjur og örva eftirspurn

Verði nýtt fjárlagafrumvarp samþykkt festir það í lög þær fyrirætlanir sem stjórnvöld kynntu í tengslum við gerð kjarasamninga á almennum vinnumarkaði sl. vor. Í meginatriðum felast aðgerðirnar í því að fjölga skattþrepum um eitt og lækka tekjuskatt. Þá er heimild til að ráðstafa hluta séreignarsparnaðar skattfrjálst inn á íbúðalán framlengd um tvö ár, barna- og húsnæðisbætur hækkaðar og fæðingarorlof lengt (sjá kafla IV og rammagrein 3). Samtals er áætlað að umfang skattaaðgerðanna nemi tæplega 55 ma.kr. á árunum 2020-2022 en tilfærsluútgjöld hækka samtals um 16,5 ma.kr. yfir sama tímabil (mynd I-13). Samtals nemur kostnaður ríkissjóðs vegna þessara aðgerða því rúmlega 71 ma.kr. sem er svipað og var áætlað í tengslum við kjarasamninga í vor (sjá rammagrein 3 í *Peningamálum* 2019/2). Þessu til viðbótar gera stjórnvöld ráð fyrir auknum fjárfestingarútgjöldum á þessu þriggja ára tímabili, m.a. tengdum átaki í samgöngumálum, upp á samtals 19 ma.kr. Í heild samsvarar umfang ofangreindra aðgerða um 0,5% af áætlaðri landsframleiðslu á næsta ári en umfang þeirra er um tvöfalt meira á seinni hluta spátímans (mynd I-13). Heildarumfang aðgerðanna er því um 90 ma.kr. eða sem samsvarar 2,7% af vergri landsframleiðslu yfir þetta þriggja ára tímabil.

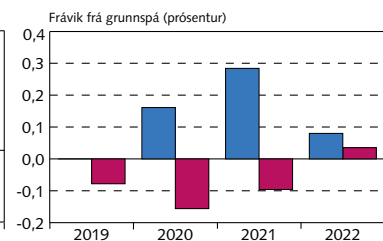
Þessar aðgerðir munu auka ráðstöfunartekjur heimila og almenna eftirspurn og endurspeglast það í grunnspá bankans. Hagvaxtaráhrifin eru minni en áhrifin á innlenda eftirspurn þar sem hluti aukinnar eftirspurnar beinist að innfluttri vöru og þjónustu. Þá vegur á móti að vextir Seðlabankans eru hærri en ella til að tryggja að verðbólga verði við markmið til meðallangs tíma. Gengi krónunnar er því hærri en ella og hærri vextir og gengi hægja á eftirspurn einkaaðila og

Mynd I-14
Frávíkisdæmi

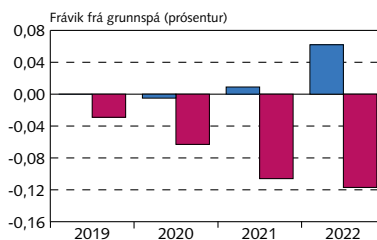
Mynd I-14a Ársbreyting raungengis



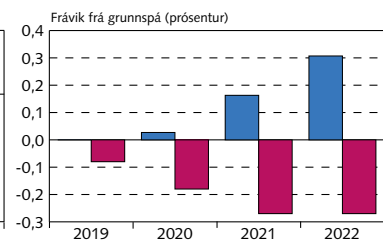
Mynd I-14b Hagvöxtur



Mynd I-14c Verðbólga



Mynd I-14d Meginvextir Seðlabankans



■ Áhrif aðgerða í ríkisfjármálum ■ Áhrif alþjóðlegrar viðskiptadeilu

Heimild: Seðlabanki Íslands.

útflutningi og beina eftirspurnaraukanum enn frekar út úr þjóðar-
búinu. Eins og sjá má á mynd I-14 eru meginvextir Seðlabankans
orðnir um 0,3 prósentum hærri en ella árið 2022 og raungengið tæp-
lega 1% hærra. Þessar aðgerðir í ríkisfjármálum gera það að verkum
að hagvöxtur er 0,2 prósentum meiri en hann hefði annars verið á
næsta ári en 0,3 prósentum meiri árið 2021. Frá þeim tíma taka hag-
vaxtaráhrif aðgerðanna að fjara út en landsframleiðslan er 0,5% hærri
en ella og einkaneyslan 1,8% hærri árið 2022 (mynd I-15). Hærri
vextir Seðlabankans og hærri gengi krónunnar gera það hins vegar að
verkum að verðbólguáhrif aðgerðanna eru lítil. Þau verða hins vegar
meiri ef peningastefnan bregst ekki við eins og sjá má á mynd I-15.
Í því tilviki hafa aðgerðirnar meiri eftirspurnaráhrif og er landsfram-
leiðslan orðin ríflega 1% hærri en án aðgerðanna árið 2022 og verð-
bólga 0,3 prósentum meiri (og 0,5 prósentum meiri árið 2023). Áhrifin
á verðbólgu fara síðan vaxandi eftir því sem peningastefnan bregst
seinna við og hættan á að smám saman grafi undan trúverðugleika
verðbólguþröngdanna sem að lokum krefst enn harðari viðbragða til
að koma verðbólgu í markmið.

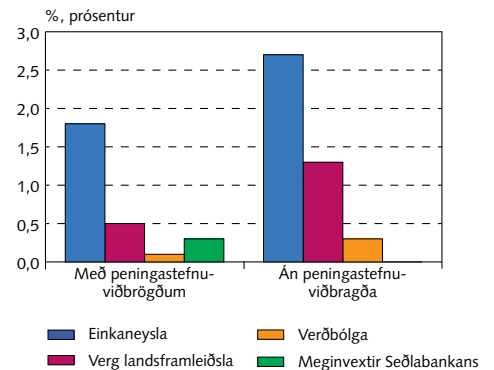
Viðskiptadeila Bandaríkjanna og Kína hefur aukið óvissu í heimsbúskapnum ...

Bandaríkin og Kína náðu samkomulagi í október um að fresta
tímabundið tollahækkunum sem höfðu verið fyrirhugaðar síðar í
mánuðinum á meðan reynt er að ná víðtækara samkomulagi í deilu
sem blossaði upp milli þjóðanna sumarið 2018 og hefur stigmagnast
síðan. Tollar hafa ítrekað verið hækkaðir í báðum löndum, lagðir á æ
fleiri vörur og hótanir um enn frekari tollahækkningar hafa gengið á víxl.
Eins og sést á mynd I-16 hefur umfang hindrana í alþjóðaviðskiptum
aukist verulega: frá seinni hluta síðasta árs hafa nýjar viðskiptahindr-
anir náð til innflutnings G20-ríkjanna að verðmæti ríflega 400 ma.
Bandaríkjadala sem er sjöfalt meira en að meðaltali frá árinu 2014 og
fram á mitt ár 2018.² Áhrifin á heimsbúskapinn hafa verið veruleg.
Óvissa hefur aukist og fyrirtæki eru svartsýnni á efnahagshorfur en
þau hafa verið um langa hríð. Þau hafa því haldið að sér höndum
varðandi fjárfestingarákvarðanir og, í vaxandi mæli, varðandi ráðn-
ingar. Alþjóðleg vöruviðskipti hafa jafnframt gefið verulega eftir og
töku að dragast saman milli ára á öðrum fjórðungi ársins, í fyrsta sinn
frá árslokum 2009.

Viðskiptadeilan hefur sett alþjóðlegar virðisdeðjur í uppnám og
hækkað kostnað við að eiga viðskipti milli landa. Tollahækkanirnar
hafa fyrst og fremst beinst að ýmiss konar iðnaðarvöru og því er líklegt
að áhrif deilunnar séu mest á þjóðarbúskap landa þar sem framleiðsla
iðnaðarvöru vegur þungt eins og t.d. Írland, Þýskaland og Japan
(mynd I-17). Þá er líklegt að bein áhrif deilunnar séu meiri á kínversk-
an þjóðarbúskap en þann bandaríska. Bein áhrif á þjóðarbúskap landa
sem reiða sig fremur á framleiðslu hrávöru en iðnaðarvöru eins og
þann íslenska eru hins vegar líklega minni. Þau gætu þó orðið nokkur

Mynd I-15

Efnahagsleg áhrif aðgerða stjórnvalda
í ríkisfjármálum¹

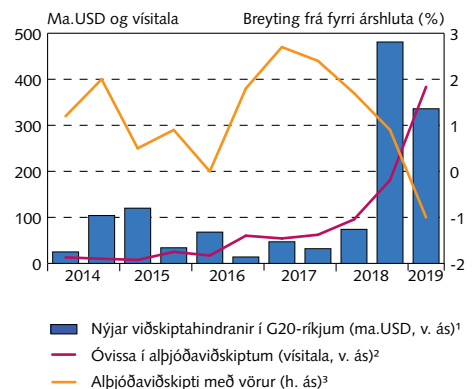


1. Áhrif á einkaneyslu og VLF (í %) og verðbólgu og meginvexti (í prósentum) árið 2022 með og án peningastefnuviðbragða við aðgerðum stjórnvalda í ríkisfjármálum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16

Umskipti í alþjóðaviðskiptum

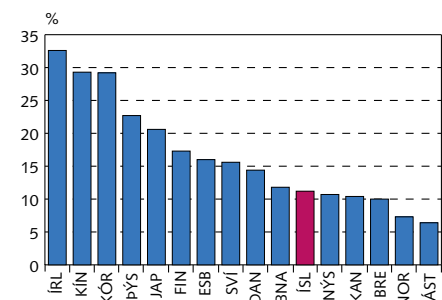
1. árs hl. 2014 - 1. árs hl. 2019



1. Með Umfang nýrra viðskiptahindrana á innflutning G20-ríkja (OECD-UNCTAD-WTO). 2. WTU-vísitala Áhir o.fl. (2018). 3. Ársflutabreyting alþjóðlegra vöruviðskipta (CPB World Trade Monitor).
Heimildir: Áhir o.fl. (2018), CPB, OECD-UNCTAD-WTO.

Mynd I-17

Vægi framleiðslugreina í heildarframleiðslu
í ýmsum iðnríkjum¹



1. Vinnsluvirði framleiðslu sem % af heildarvirðisauka. Löndin eru Írland (ÍRL), Kína (KÍN), Suður-Kórea (KÓR), Þýskaland (ÞÝS), Japan (JAP), Finnland (FIN), Evrópusambandið (ESB), Svíþjóð (SVÍ), Danmörk (DAN), Bandaríkin (BNA), Ísland (ÍSL), Nýja-Sjáland (NÝS), Kanada (KAN), Bretland (BRE), Noregur (NOR) og Ástralía (ÁST). Meðaltal tímabilisins 2014-2018 nema fyrir Ísland, Japan og Bandaríkin (2014-2017) og Kína (2015-2018).
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD.

2. Matið á umfangi viðskiptahindrana er fengið frá OECD-UNCTAD-WTO (2019), *21st Report on G20 trade and investment measures*, júní 2019. Mælikvarðinn á óvissu í alþjóðaviðskiptum er fenginn frá Áhir, H., N. Bloom og D. Furceri (2018), „The world uncertainty index“, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

þegar við bætast óbein áhrif viðskiptadeilunnar á væntingar heimila og fyrirtækja um allan heim, vilja þeirra til að leggja út í útgjalda-ákvarðanir og möguleika þeirra til að fjármagna þær.

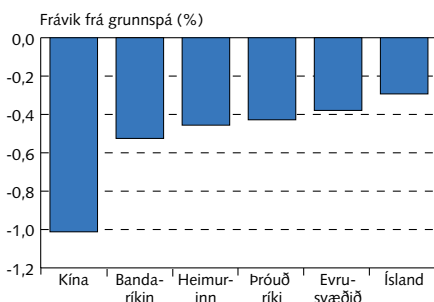
... og haft neikvæð áhrif á hagvöxt um allan heim

Þótt nýlegt samkomulag Bandaríkjanna og Kína dragi úr líkum á enn frekari stigmögnun deilunnar eru stærstu ágreiningsmál þjóðanna enn óleyst. Tollahækkanir sem þegar hafa tekið gildi hafa þar að auki ekki verið teknar til baka og enn hefur ekki verið hætt við fyrirhugaðar tollahækkanir Bandaríkjanna í desember. Deilan gæti því hæglega blossað upp á ný.

Í kafla I í *Peningamálum 2018/4* var lagt mat á áhrif viðskiptadeilunnar á innlendan efnahag miðað við þær tollahækkanir sem þá höfðu verið leiddar í lög og þær hækkunir sem þá stóðu til. Frá þeim tíma hafa nýjar tollahækkunir bæst við en á móti virðast hugmyndir bandarískra stjórnvalda um tolla á allan bifreiðainnflutning hafa verið lagðar til hliðar um sinn, auk þess sem sumar tollahækkunir komu heldur seinna til framkvæmda en gert var ráð fyrir í fyrri greiningu bankans. Það getur því verið gagnlegt að leggja mat á áhrif viðskiptadeilunnar á innlendar efnahagshorfur á ný. Líkt og þá byggist greiningin á mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á alþjóðlegum áhrifum viðskiptadeilunnar en þar er einnig tekið tillit til áhrifa aukinnar óvissu í heimsbúskapnum í kjölfar deilunnar og hvernig hún leiðir til hækkandi vaxtaálags á fyrirtækjaskuldabréf. Þá er jafnframt tekið tillit til neikvæðra áhrifa á framleiðniþróun í heiminum þar sem deilan leiðir til óhagkvæmari nýtingar framleiðsluþátta.³ Samkvæmt mati sjóðsins veldur deilan því að hagvöxtur í heiminum verður 0,2 prósentum minni í ár en hann hefði verið hefði deilan ekki blossað upp. Áhrifin á heimsbúskapinn ná hámarki á næsta ári en þá er áætlað að hagvöxtur verði 0,4 prósentum minni en ella.

Minni hagvöxtur í heiminum og hægari heimsviðskipti draga úr eftirspurn eftir íslenskum afurðum. Líkt og í *Peningamálum 2018/4* er einnig tekið tillit til áhrifa lakari efnahagsumsvifa í umheiminum á viðskiptakjör Íslands auk þess sem gert er ráð fyrir að hækkun alþjóðlegs áhættuálags á fjármagnskostnað fyrirtækja smitist hingað til lands. Minni eftirspurn frá útlöndum gerir það að verkum að útflutningur vex hægar en í grunnspánni sem, ásamt rýrnun viðskiptakjara og hækkun áhættuálags, veldur því að áætlaður hagvöxtur verður 0,1 prósentu minni en í grunnspá í ár og 0,2 prósentum minni á næsta ári. Lakari ytri skilyrði og lausara taumhald peningastefnunnar lækka gengi krónunnar sem vegur á móti samdráttaráhrifum viðskiptadeilunnar (mynd I-14 hér að framan). Hagvaxtaráhrifin fjara smám saman út en árið 2022 er áætlað að innlendur þjóðarbúskapur verði 0,3% minni en hann væri án deilunnar (mynd I-18). Það eru svipuð áhrif og á þjóðarbúskap evrusvæðisins og annarra þróaðra ríkja en minni en áhrifin á heimsbúskapinn og á deiluaðilana tvo sem verða verst úti, sérstaklega Kína þar sem landsframleiðslan verður orðin 1% minni árið 2022.

Mynd I-18
Áhrif alþjóðlegrar viðskiptadeilu
á landsframleiðslu¹



1. Áhrif alþjóðlegrar viðskiptadeilu milli Bandaríkjanna og annarra ríkja. Myndin sýnir uppsöfnuð frávik frá grunnspá árið 2022.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

3. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2018, 2019), *World Economic Outlook*, kafli 1, október 2018 og 2019. Rétt er að hafa í huga að hluti tollahækkanna er kominn til framkvæmda, hefur því þegar haft áhrif á heimsbúskapinn og er því nú þegar hluti grunnspárinna.

Samningar takast á milli Breta og ESB en útgangan frestast enn á ný og áfram óvissa um framtíðarskipan viðskipta

Um miðjan október sl. náðist nýtt samkomulag á milli Breta og Evrópusambandsins (ESB) um fyrirkomulag útgöngu þeirra fyrrnefndu úr ESB en fyrra samkomulag hafði verið fellt í breska þinginu í þrígang. Þrátt fyrir að nýja samkomulagið virðist njóta meiri þingstuðnings en það fyrra hefur bresku ríkisstjórninni enn ekki tekist að fá það samþykkt. Það varð því ekki af útgöngu Bretlands úr ESB í lok október eins og til stóð heldur frestast hún enn á ný til loka janúar nk. Sú staðreynd að nýi útgöngusamningurinn virðist njóta meirihlutastuðnings í breska þinginu gerir það að verkum að hættan á að Bretar gangi úr ESB án samnings hefur líklega minnkað en nær allar greiningar höfðu varað við alvarlegum efnahagslegum áhrifum af þeirri niðurstöðu.⁴ Björninn er þó ekki unninn því að samkomulagið kveður einungis á um fyrirkomulag samskipta Bretlands og ESB þangað til að samningar um varanlegt viðskiptasamband takast. Að einhverju leyti hefur vandnum því verið frestað um sinn og óvissa í tengslum við útgönguna því enn til staðar og mun líklega áfram hamlu fjárfestingaráformum fyrirtækja í Bretlandi og ESB.

Tvisýnar horfur í heimsbúskapnum og truflun í olíuframleiðslu hafa aukið óvissu um þróun olíuverðs

Áföll í olíuframleiðslu og snarpar hækkunir olíuverðs hafa jafnan töluverð áhrif á alþjóðlegar efnahagshorfur. Nýleg 15% hækkun olíuverðs í kjölfar drónaárásar á stærstu olíuvinnslustöð heimsins í Sádi-Arabíu jók því enn frekar á svartsýni um horfur í heimsbúskapnum og þótt verðhækkunin hafi gengið til baka situr eftir óvissa um öryggi olíulinda á Arabíuskaga, ekki síst með vaxandi óstöðugleika fyrir botni Miðjarðarhafs. Óvissa um þróun olíuverðs jókst verulega í kjölfar árásarinnar eins og sjá má í snarpri hækkun undirliggjandi flökts í framvirkum samningum með olíu strax í kjölfar drónaárásarinnar þótt það hafi ekki náð sömu hæðum og það náði haustið 2018 (mynd I-19). Framvirkt olíuverð bendir til að verðið lækki lítillega á næstu misserum (sjá kafla II) en það gæti hæglega breyst hratt komi til frekari framboðsbrests sem grafið gæti enn frekar undan brothættum heimsbúskap. Það myndi óhjákvæmilega hafa neikvæð áhrif á útflutning og hagvöxt hér á landi og flækja mótun innlendrar peningastefnu því að á móti neikvæðum áhrifum á efnahagssumsvif kæmi aukinn þrýstingur á innlent verðlag (sjá t.d. umfjöllun í kafla I í *Peningamálum* 2018/4).

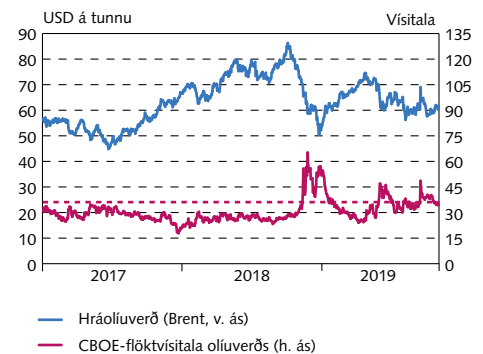
Óvissa um framboð á flugi til og frá landinu á næsta ári

Mikill samdráttur varð á flugsætum til og frá landinu í kjölfar gjaldþrots WOW Air sl. vor. Icelandair náði að einhverju leyti að mæta samdrættinum en kyrrsetning nýrra Boeing 737 Max-þota félagsins gerði því erfiðara fyrir að auka sætaframboð (sjá kafla IV). Upphaflega stóð til að vélarnar yrðu fjórðungur af flota fyrirtækisins í sumar en fljótlega varð hins vegar ljóst að vélarnar færu ekki í loftið fyrr en í haust og því var síðan frestað enn frekar eða til áramóta. Nýlegar fréttir benda til þess að það gangi ekki eftir og því gerir grunnspá bankans ráð fyrir

Mynd I-19

Alþjóðlegt olíuverð¹

1. janúar 2017 - 1. nóvember 2019

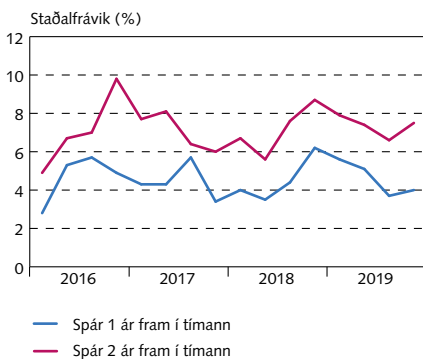


1. Undirliggjandi flökt í valréttarsamningum með hráolíu frá Chicago Board Options Exchange (CBOE). Brotna línan sýnir meðaltal CBOE-flöktvísitalunnar fyrir tímabilið 2007-2019.

Heimild: Thomson Reuters.

4. Í kafla I í *Peningamálum* 2019/2 er fjallað um efnahagsleg áhrif útgöngu Bretlands úr ESB án samnings og líkleg áhrif þess á innlenda þjóðarbúskap.

Mynd I-20
Sundurleitni í gengisspám¹
1. ársfj. 2016 - 4. ársfj. 2019



1. Staðalfrávik í svörum í könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila til gengis evru gagnvart krónu eftir 1 og 2 ár.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

að vélarnar verði ekki teknar í notkun fyrr en snemma á næsta ári og, ef það gengur ekki eftir, að Ícelandair takist að verða sér úti um leiguvélar í staðinn. Ekki er hins vegar útilokað að kyrrsetning vélanna vari lengur og að ekki takist að leigja aðrar vélar í staðinn þar sem mörg önnur flugfélög eru í svipaðri stöðu. Forsenda grunnspárinnar um framboð á flugi til og frá landinu á næsta ári gæti því verið of bjartsýn.

Forsenda grunnspárinnar um framboð á flugi til og frá landinu gæti hins vegar einnig verið of svartsýn í ljósi fréttu af nýjum flugfélögum sem eru að rísa úr ösku hins fallna WOW Air. Það félag sem virðist lengst komið hefur þegar sótt um flugrekstrarleyfi og hyggst hefja starfsemi á næsta ári. Þá gætu alþjóðleg flugfélög sem þegar fljúga til landsins aukið umsvif sín meira en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Gengishorfur óvissar

Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengi krónunnar breytist lítið út spátímann. Um þessa forsendu er töluverð óvissa sem endurspeglar þá efnahagsþætti sem í meginatriðum ráða gengisþróuninni eins og t.d. hagvaxtarhorfur hér og erlendis, þróun vaxtamunar gagnvart útlöndum og horfur um viðskiptakjör þjóðarbúsins. Óvissa um gengishorfur virðist þó heldur minni nú en í fyrra út frá sundurleitni í væntingum markaðsaðila um gengi krónunnar á næstu tveimur árum (mynd I-20). Sundurleitnin er minni nú en hún var í lok síðasta árs en hún hafði aukist fram eftir árinu með vaxandi áhyggjum af kjarasamningum og almennum efnahagshorfum.

Óvissa um verðbólguhorfur talin álíka mikil og í fyrri spá

Verðbólguhorfur eru ekki eins óvissar og þær voru í fyrra þegar alls óvíst var um niðurstöðu kjarasamninga á almennum vinnumarkaði. Við bættist aukin óvissa í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar og hækkunar verðbólguvæntinga þá um haustið. Þótt óvissa hafi minnkað er hún ekki með öllu horfin þar sem enn á eftir að ganga frá kjarasamningum stórs hluta opinberra starfsmanna. Þá er ávallt óvissa um þróun launaskriðs og hversu mikið ríflegar launahækkningar á lægst launaða hluta vinnuafslsins ganga upp launastigann. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur gæti því verið vanmetinn þar sem hlutdeild launa í innlendri verðmætasköpun hefur hækkað mikið undanfarið og skert hagnaðarhlutdeild fyrirtækja. Annar mikilvægur óvissuþáttur tengist gengi krónunnar. Þannig gæti gengisforsenda grunnspárinnar reynst of bjartsýn, t.d. ef áföll í ferðaþjónustu reynast þrálátari eða ef viðskiptakjör rýrna enn frekar. Þá gætu áhrif undangenginna áfalla í útflutningsiðnaði á framleiðslugetu þjóðarbúsins verið vanmetin og slakinn í þjóðarbúinu því í raun verið minni en grunnspáin áætla. Kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði gæti jafnframt reynst brotþættari en gert er ráð fyrir.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en samkvæmt grunnspánni. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað enn frekar ef ytri skilyrði batna. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu einnig reynst of bjartsýnar og útflutningur og hagvöxtur því orðið minni en spáð er. Verðbólga gæti því hjaðnað hraðar gefi gengi krónunnar ekki eftir. Þá gæti tekið lengri tíma að leysa úr framboðsvanda í fluggeiranum og spáin um bata í ferðaþjónustu því verið of bjartsýn. Spá um framleiðni-

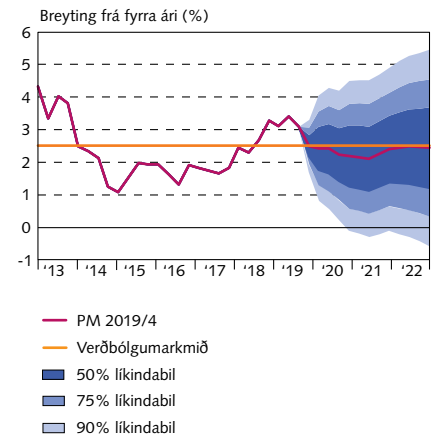
vöxt gæti einnig verið of svartsýn og slakinn í þjóðarbúinu orðið meiri og þrálátari en spáð er.

Til að endurspeglar þessa óvissupætti sýnir mynd I-21 óvissubíl spárinnar, þ.e. það bil sem taldar eru allt að 90% líkur á að verðbólga verði innan á næstu þremur árum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Talið er að óvissa um verðbólguhorfur sé álíka mikil og í ágústspánni og að líkindadreifing spárinnar sé í meginatriðum samhverf eins og þá. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1½-3% að ári liðnu og á bilinu 1¼-3¾% í lok spátímans.

Mynd I-21

Verðbólguþá og óvissumat

1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2022



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

II Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör

Alþjóðlegur hagvöxtur minnkaði enn frekar á fyrri helmingi þessa árs og hafa hagvaxtarhorfur almennt versnað. Hægari hagvöxt má að miklu leyti rekja til minni umsvifa í framleiðsluþænaði en þar veða þungt áhrif hækkandi tolla og viðskiptadeilu Bandaríkjanna og Kína. Endurspeglast það í vaxandi svartsýni fyrirtækja, hægari vexti fjárfestingar og minni vexti alþjóðaviðskipta. Þá hefur verðbólga víða minnkað á ný. Þótt Kína og Bandaríkin hafi nýlega samið um tíma- bundna frestun fyrirhugaðra tollahækkana eru stærstu deilumál þeirra óleyst og óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum mikil. Viðskiptakjör Íslands versnuðu meira á fyrri hluta þessa árs en búist var við og er nú talið að þau muni rýrna lítillga á árinu í heild. Raungengi hefur haldist tiltölulega stöðugt frá áramótum en það er lægra en í fyrra sem endurspeglar að hluta aðlögun þjóðarbúsins að lægra jafnvægisraungengi.

Alþjóðleg efnahagspróun

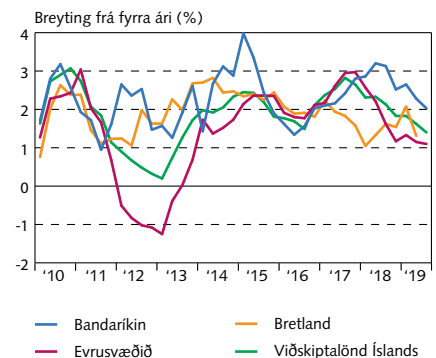
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum minnkar enn frekar ...

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur gefið verulega eftir á undanförunum misserum (mynd II-1). Hann mældist 1,7% á fyrri helmingi þessa árs sem er 1 prósentu minni vöxtur en var á seinni hluta ársins 2017 þegar hann náði hámarki. Dregið hefur úr hagvexti í nær öllum viðskiptalöndunum en þó einkum á evrusvæðinu þar sem útflutningur hefur gefið eftir samhliða því að dregið hefur úr eftirspurn í heimsbúskapnum. Á það einkum við um Þýskaland þar sem iðnframleiðsla hefur dregist saman frá fjórða ársfjórðungi í fyrra og aukinnar svartsýni gæti meðal forsvarsmanna fyrirtækja (mynd II-2). Það litast að hluta af tímabundnum framleiðsluvanda í bílaiðnaði og minnkandi sölu á heimsvísu en einnig neikvæðum áhrifum viðskiptadeilunnar milli Bandaríkjanna og Kína. Hagvöxtur hefur einnig gefið eftir í Frakklandi og á Ítalíu þar sem hann hefur verið hverfandi á undanförunum ársfjórðungum.

Langvarandi óvissa um fyrirkomulag og áhrif útgöngu Breta úr Evrópusambandinu (ESB) hefur einnig haft neikvæð áhrif á efnahagspróun á evrusvæðinu en ekki síður í Bretlandi þar sem samdráttur mældist milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi í fyrsta sinn í ríflega sex ár. Skýrist það að hluta af neikvæðu framlagi birgðabreytinga en birgðir höfðu aukist tímabundið á fyrsta ársfjórðungi í aðdraganda upphaflegra fyrirtækja um útgöngu í lok mars sl. Þá heldur atvinnuvegafjárfesting áfram að dragast saman samhliða vaxandi svartsýni meðal forsvarsmanna fyrirtækja. Þrátt fyrir að samkomulag hafi náðst milli Breta og ESB um útgönguna um miðjan október fékkst það ekki samþykkt í breska þinginu og var útgöngunni frestað enn á ný til loka janúar nk. Í ljósi þessa og þeirrar staðreyndar að samkvæmt nýja útgöngusamningnum hafa Bretar og ESB eingöngu til loka næsta árs til að ná samningi um varanlegt viðskiptasamband þeirra er líklegt að óvissa um útgönguna muni áfram halda aftur af nýjum fjárfestingarákvörðunum fyrirtækja.

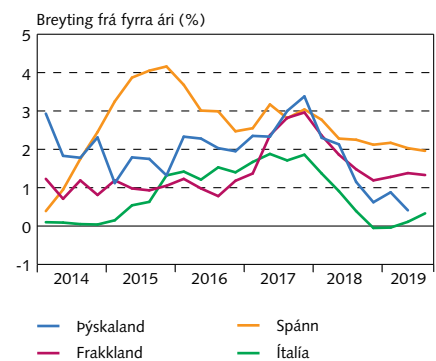
Hagvöxtur í Bandaríkjunum hefur einnig minnkað eftir því sem áhrif skattalækkana síðasta árs hafa fjarð út. Fjárfesting og útflutningur

Mynd II-1
Alþjóðlegur hagvöxtur¹
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2019



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2019 fyrir viðskiptalönd Íslands.
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2
Hagvöxtur á evrusvæðinu¹
1. ársfj. 2014 - 3. ársfj. 2019

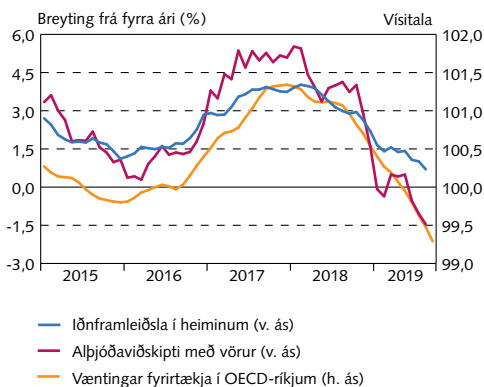


Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-3

Iðnframléiðsla, alþjóðaviðskipti og væntingar fyrirtækja¹

Janúar 2015 - september 2019

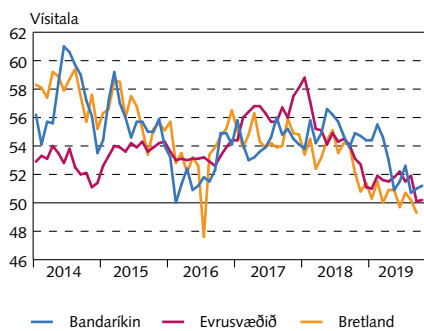


1. Væntingavísitala OECD fyrir fyrirtæki í framleiðslugreinum (e. OECD business confidence index, BCI). Magnbreyting alþjóðaviðskipta. Þrjúgja mánaða hreyfanlegt meðaltal iðnframléiðslu og alþjóðaviðskipta. Heimildir: CPB, OECD.

Mynd II-4

PMI-vísitala fyrir framleiðslu og þjónustu¹

Janúar 2014 - október 2019

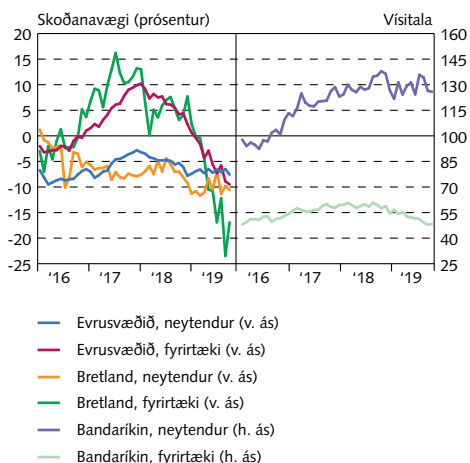


1. PMI-vísitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (e. Composite Output Purchasing Managers' Index). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt. Heimildir: Thomson Reuters.

Mynd II-5

Væntingar heimila og fyrirtækja¹

Janúar 2014 - október 2019



1. Væntingavísitala framkvæmdastjórnar ESB á evrusvæðinu og í Bretlandi en ISM Report on Business í Bandaríkjunum. Heimildir: Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins, Thomson Reuters.

hafa gefið eftir en, líkt og á evrusvæðinu og í Bretlandi, hefur áframhaldandi vöxtur einkaneyslu vegið á móti. Þrátt fyrir merki um að hægt hafi á ráðningum hefur staðan á vinnumarkaði verið hagfelld beggja vegna Atlantshafs. Atvinnuleysi hefur annaðhvort staðið í stað eða minnkað og laun hækkað. Skýrist það einkum af auknum umsvifum í þjónustugreinum sem stutt hafa við innlenda eftirspurn og bjartsýni neytenda.

... sem og vöxtur heimsframléiðslu

Hagvöxtur á heimsvísu hefur gefið eftir frá því í fyrra. Munar þar miklu um minnkandi vöxt í þróuðum ríkjum, einkum á evrusvæðinu en einnig í Bandaríkjunum og þróuðum ríkjum Asíu. Einnig hefur hægt mikið á hagvexti í nýmarkaðs- og þróunarríkjum, sérstaklega í Kína þar sem hagvöxtur hefur ekki mælst minni í næstum þrjú áratugi. Minni hagvöxtur í heiminum má að stórum hluta rekja til hægari umsvifa í framleiðslu- og þjónustugreinum sem hefur einkum gefið eftir í Þýskalandi og Japan. Samdráttur í bílaiðnaði skýrir þessa þróun að hluta en einnig minni efnahagssumsvif í Kína. Minnkandi iðnframléiðsla á heimsvísu endurspeglar þó einkum neikvæð áhrif tollahækkunar víða um heim og viðskiptadeilunnar á milli Bandaríkjanna og Kína, sem hafa stigmagnast undanfarið ár (sjá kafla I). Viðskiptadeilur og sívaxandi óvissa um framtíðarfyrirkomulag alþjóðaviðskipta hefur leitt til aukinnar svartsýni meðal forsvarsmanna fyrirtækja, einkum í framleiðslugreinum, haft neikvæð áhrif á virðisbætur og á fjárfestingarútgjöld sem endurspeglast í hægari vexti alþjóðaviðskipta (mynd II-3).

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

Leiðandi vísbendingar og alþjóðlegar hagvaxtarspár benda til þess að hagvaxtarhorfur í þróuðum ríkjum hafi versnað fyrir þetta ár. Bráðabirgðatölur sýna að hagvöxtur á evrusvæðinu gaf eftir á þriðja ársfjórðungi líkt og vænta mátti út frá lækkuðum PMI-vísitalna og vaxandi svartsýni fyrirtækja (myndir II-4 og II-5). Líklega skýrist það einkum af áframhaldandi hægagangi í framleiðslugreinum, sérstaklega í Þýskalandi þar sem útlit er fyrir að samdráttur landsframléiðslu hafi mælst milli fjórðunga annan fjórðunginn í röð. Þjónustugreinar á evrusvæðinu hafa í meginatriðum haldið velli þótt vísbendingar séu um að hægt hafi á vexti þeirra.

Talið er að hagvöxtur á evrusvæðinu verði einungis 1,1% í ár sem yrði sá minnsti síðan árið 2013. Hagvaxtarhorfur hafa einnig versnað í Bretlandi enda hafa þarlandar PMI-vísitölur lækkað mikið og svo virðist sem breskur þjóðarbúskapur hafi dregist enn frekar saman milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi. Útlit er hins vegar fyrir að hagvöxtur í Bandaríkjunum verði svipaður í ár og spáð var í ágúst. Þar vegast á aukin svartsýni fyrirtækja og hægari vöxtur fjárfestingar annars vegar og hins vegar áframhaldandi vöxtur einkaneyslu. Tilkynning Bandaríkjustjórnar nýverið um að samkomulag hafi náðst við Kína um hluta ágreiningsefna þeirra gæti einnig haft jákvæð áhrif á hagvaxtarhorfur. Það felur m.a. í sér frestun á tollahækkunum sem koma áttu til framkvæmda um miðjan október sl. Óvissa er þó enn mikil og langt í land með að endanleg lausn náist. Samkomulagið nær t.d. ekki til þeirra tollahækkana sem voru þegar komnar til framkvæmda

né til fyrirhugaðra tollahækkana Bandaríkjastjórnar í desember nk. sem ná einkum til innflutnings á neysluvörum frá Kína. Viðskiptadeila Bandaríkjanna og ESB hefur einnig magnast á nýjan leik í ljósi áætlaða Bandaríkjastjórnar um tolla á innflutning frá Evrópu, m.a. á flugvélar og landbúnaðarafurðir, og yfirlýsinga ESB um samsvarandi tollahækkunir á vöruinnflutning frá Bandaríkjunum.

... og búist er við hægari hagvexti á heimsvísu

Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að heimshagvöxtur verði 3% í ár. Það er 0,2 prósentum minni vöxtur en sjóðurinn spáði í júlí sl. og 0,3 prósentum minni en hann gerði ráð fyrir í apríl. Lækkunina má einkum rekja til verri hagvaxtarhorfa í hluta nýmarkaðsríkja en einnig meðal þróaðra ríkja í takt við leiðandi vísbendingar en PMI-vísitala fyrir heimsbúskapinn hefur lækkað nær samfleytt frá ársbyrjun 2018. Gangi spáin eftir yrði þetta minnsti heimshagvöxtur sem mælst hefur síðan í fjármálakreppunni.

Dregið hefur verulega úr vexti alþjóðaviðskipta í ár

Verulega hefur dregið úr vexti alþjóðaviðskipta undanfarið (mynd II-6 og II-3 hér að framan). Þau jukust einungis um 1% milli ára á fyrri helmingi ársins og hafa ekki vaxið hægar í sjö ár. Minnkandi innflutningur til Kína og annarra Austur-Asíuríkja vegur þungt en einnig hefur hægt á vexti innflutnings til Bandaríkjanna (mynd II-7). Helst þetta í hendur við hægari vöxt fjárfestingar en viðskipti með fjárfestingar- og millistigsvörur vege almennt þungt í viðskiptum milli landa. Áhrif viðskiptadeilu Bandaríkjanna og Kína vege þungt en einnig gæti áhrifa samdráttar í bílaiðnaði og hægari vaxtar varanlegra neysluútgjalda. Í októberspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að alþjóðaviðskipti aukist einungis um 1,1% í ár sem er ríflega 2 prósentum minni vöxtur en sjóðurinn spáði í vor.

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

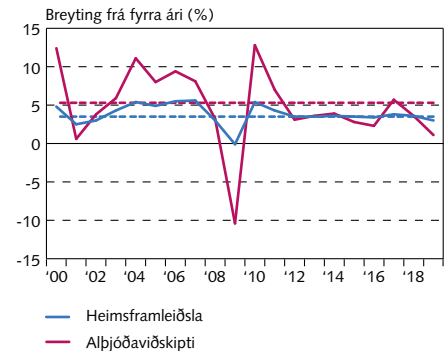
Í takt við lakari horfur um heimshagvöxt og alþjóðaviðskipti er búist við að hagvöxtur og vöxtur innflutnings helstu viðskiptalanda Íslands verði minni í ár en gert var ráð fyrir í ágúst. Spáð er 1,5% hagvexti að meðaltali í viðskiptalöndunum sem er 0,1 prósentu minni vöxtur en í ágústspá bankans. Vega þar þyngst verri horfur á evrusvæðinu, í Bretlandi og Svíþjóð. Spár um innflutning helstu viðskiptalanda hafa einnig lækkað verulega í takt við hægari vöxt alþjóðaviðskipta. Gert er ráð fyrir 1,9% aukningu í ár samanborið við 3% í ágúst.

... og útlit er fyrir minni verðbólgu í viðskiptalöndunum

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur hjaðnað á nýjan leik og verðbólguvæntingar lækkað í kjölfar lækkunar olíuverðs og hægari vaxtar efnahagssumsvifa (mynd II-8). Verðbólga mældist einungis 1,3% á þriðja ársfjórðungi sem er heldur minna en búist var við í ágústhefti *Peningamála*. Hún hefur minnkað í nær öllum iðnríkjum og mælist undir markmiði í flestum þeirra. Undirliggjandi verðbólga hefur minnkað að sama skapi þrátt fyrir hækkun launa í hluta landanna og hækkandi innflutningstolla. Spáð er að verðbólga í helstu viðskiptalöndum verði að meðaltali 1,5% í ár sem er 0,1 prósentu minna en búist var við í ágúst. Einnig er útlit fyrir lítillega minni verðbólgu á næsta ári.

Mynd II-6

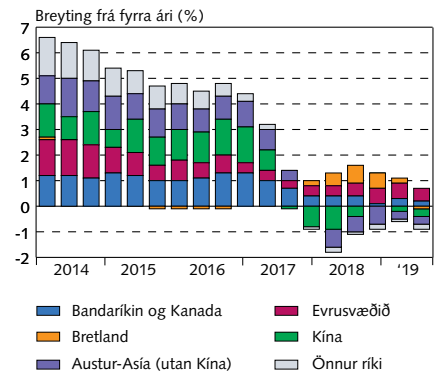
Heimsframleiðsla og alþjóðaviðskipti
2000-2019¹



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

Mynd II-7

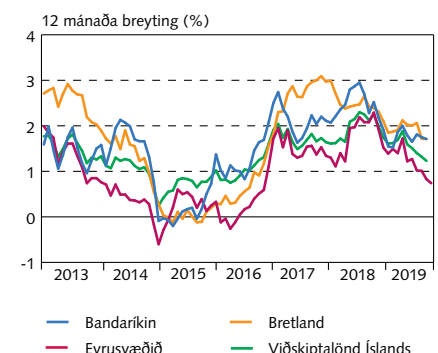
Framlag til innflutnings í heiminum¹
Janúar 2018 - júní 2019



1. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd II-8

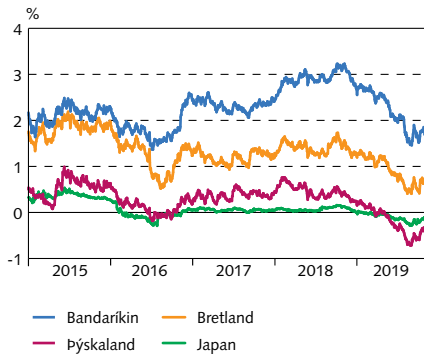
Alþjóðleg verðbólga
Janúar 2013 - október 2019



Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-9

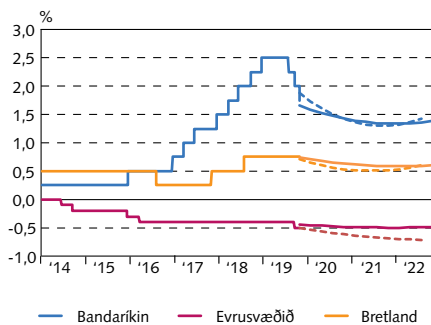
Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa í nokkrum iðnríkjum
1. janúar 2015 - 1. nóvember 2019



Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-10

Seðlabankavextir í völdum iðnríkjum¹
Janúar 2014 - desember 2022

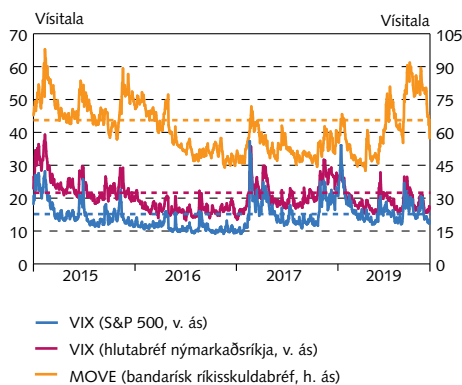


1. Daglegar tölur 1. janúar 2014 til 1. nóvember 2019 og ársfjórðungslegar tölur 4. ársfj. 2019 til 4. ársfj. 2022. Bandarísku vextimur eru efri mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextimur fyrir evrusvæðið eru innlámsvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á vaxtasamtíðingum (e. overnight index swaps, OIS). Heilar línur byggja á framvirkum ferlum dagana 28. okt. - 1. nóv. 2019 en brotalínur dagana 19. - 23. ágúst 2019.

Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-11

Flökt á alþjóðlegum mörkuðum¹
1. janúar 2016 - 1. nóvember 2019



1. VIX- og MOVE-flöktvísitalur sýna afleitt flökt fjármálaafurða. Brotnar línur sýna meðaltal flöktvísitalna frá árinu 2013.

Heimild: Thomson Reuters.

Taumhald peningastefnu hefur slaknað á ný ...

Seðlabanki Bandaríkjanna lækkaði vexti sína um 0,25 prósentur í október sl. og eru þeir nú 1,5-1,75%. Er þetta þriðja lækking bankans á stuttum tíma en þar á undan hafði hann ekki lækkað vexti í áratug. Seðlabanki Evrópu (ECB) lækkaði einnig meginvexti sína um 0,1 prósentu í september í -0,5% eftir að hafa haldið þeim óbreyttum í meira en þrjú ár. Bankinn lýsti því jafnframt yfir að vöxtum hans yrði haldið óbreyttum eða þeir lækkaðir enn frekar þar til að skýr merki væru komin fram um að honum hefði tekist að ná verðbólgu nær markmiði sínu. ECB tilkynnti einnig að hann hygðist hefja hrein skuldabréfakaup sín á ný en hann hafði hætt þeim undir lok síðasta árs. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur einnig hafið verðbréfakaup á ný en í þeim tilgangi að viðhalda rúmri lausafjárstöðu fjármálafyrirtækja og draga úr sveiflum millibankavaxta sem hafa verið óvenju miklar að undanförunu. Aðrir seðlabankar þróaðra ríkja hafa flestir haldið vöxtum óbreyttum en gefið til kynna að mögulega sé lengra í að þeir hækki þá í ljósi lakari hagvaxtarhorfa í heiminum og aukinnar óvissu. Ólíkt seðlabönkum annarra þróaðra ríkja hélt Noregsbanki áfram að hækka vexti og eru þeir nú 1,5%. Bankinn gaf hins vegar til kynna í september og aftur í október að vextir bankans yrðu líklega hækkaðir hægar en áður hafði verið áætlað.

... og eru langtímavextir víða nálægt eða í sögulegu lágmarki

Örvunaraðgerðir helstu seðlabanka, lækking verðbólguvæntinga og áhyggjur markaðsaðila af hægari heimshagvexti endurspeglast í þróun á skuldabréfamarkaði (mynd II-9). Skuldabréfavextir hafa lækkað frá því í vor og eru langtímavextir víða nálægt eða í sögulegu lágmarki (sjá rammagrein 1). Markaðsvirði skuldabréfa með neikvæðum vöxtum hefur þar að auki vaxið hratt og er töluverður hluti útistandandi ríkisbréfa nú með neikvæða ávöxtunarkröfu, einkum bréf ríkissjóða Japans og Þýskalands. Vextir langra ríkisbréfa hafa jafnframt verið við eða undir skammtímavöxtum í nokkrum iðnríkjum sem hefur ekki gerst í meira en áratug og benda framvirkir vextir til þess að markaðsaðilar vænti frekari lækkingar seðlabankavaxta (mynd II-10). Það gefur jafnframt vísbendingar um að markaðsaðilar séu svartsýnir um efnahagshorfur.

Fjármálaleg skilyrði hafa heldur batnað en verið óvenju sveiflukennd

Alþjóðlegir fjármálamarkaðir hafa verið einkar sveiflukenndir að undanförunu (mynd II-11). Vegur þar þyngst óvissa um framvinduna í heimsbúskapnum en örvunaraðgerðir helstu seðlabanka heims hafa vegið á móti og stutt við eignaverð. Tímabundin frestun á frekari tollahækkunum í viðskiptadeilu Bandaríkjanna og Kína er til þess fallin að styðja við eignaverð og draga úr óvissu en óvíst er hve lengi vopnahléið heldur og hætta er á að heimshagvöxtur gefi enn frekar eftir.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Meiri hækkun sjávarafurðaverðs á þessu ári en spáð var í ágúst ...

Verðþróun sjávarafurða hefur verið ákaflega hagstæð undanfarin misseri. Verðið hefur hækkað nær samfellt frá byrjun síðasta árs og

mældist ríflega 9% hærra á þriðja ársfjórðungi en á sama tíma í fyrra (mynd II-12). Hafa nær allar tegundir sjávarafurða hækkað í verði enda eftirspurn mikil á erlendum mörkuðum. Mest hefur verð hækkað á sjófrystum botnfiskafurðum og ferskum fiskafurðum. Nú er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækki um 7% í ár í stað 6% í ágústspánni. Skýrist breytingin af enn betri horfum fyrir seinni helming ársins. Horfur fyrir næsta ár eru hins vegar óbreyttar.

... en útlit er fyrir meiri lækkun álverðs

Álverð hefur lækkað nær samfleytt á alþjóðlegum mörkuðum frá því í vor eftir að hafa haldist tiltölulega stöðugt á fyrstu fjórum mánuðum ársins (mynd II-12). Skýrist lækkunin einkum af umframframleiðslu í Kína og minni eftirspurn frá þarlandum bílaiðnaði. Hægari heimshagvöxtur og samdráttur í bílaiðnaði á heimsvísu hafa einnig leitt til lægra verðs. Álverð á heimsmarkaði nam u.þ.b. 1.700 Bandaríkjadöllum á tonn í október og hefur ekki verið lægra í þrjú ár. Samkvæmt grunnspá bankans lækkar meðálverð á áli um 13% á þessu ári sem er heldur meiri lækkun en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað.

Oliuverð hefur lækkað á nýjan leik en verið sveiflukennt

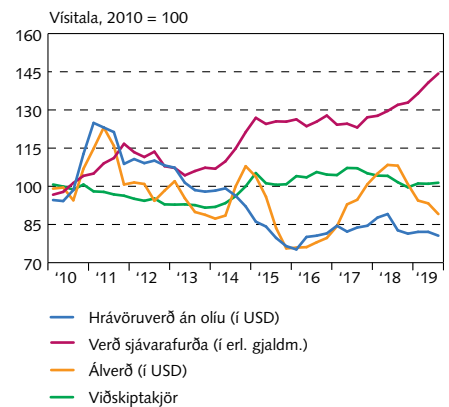
Oliuverð hefur verið sveiflukennt undanfarið ár (mynd II-13). Það hækkaði framan af þessu ári sem skýrðist aðallega af minni framleiðslu OPEC-ríkja en einnig viðskiptabanni Bandaríkjustjórnar gegn Venesúela og Íran. Óliuverð lækkaði hins vegar á ný í byrjun sumars og aftur í ágúst samhliða stigmögnun alþjóðlegra viðskiptadeilna. Væntingar eru um minnkandi eftirspurn eftir olíu vegna hægari heimshagvaxtar og í nýlegum spám Alþjóðaorkumálastofnunarinnar (IEA) er búist við samdrætti í heildareftirspurn bæði á þessu ári og því næsta. Þá hafa óvenjumiklar olíubirgðir í framleiðslulöndum dregið úr verðþrýstingi. Góð birgðastaða gerði það m.a. að verkum að drónaárás á olíuvinnslustöðvar í Sádi-Arabíu um miðjan september hafði skammvinn áhrif á olíuverð þrátt fyrir að árásin hafi leitt til tímabundins 5% samdráttar á heimsframleiðslu olíu.

Oliuverð er nú tæplega 62 Bandaríkjadalir á tunnu sem er svipað verð og rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í ágúst. Samkvæmt framvirku verði er útlit fyrir að olíuverð haldist nánast óbreytt til loka þessa árs og verði að meðaltali 11% lægra í ár en í fyrra (mynd II-14). Það er litlu meiri lækkun en í ágústspá bankans. Líkt og í ágúst bendir framvirkt verð til þess að olíuverð haldist nánast óbreytt út spátímann. Óvissa um þróunina er þó mikil, m.a. vegna aukinnar spennu milli Írans annars vegar og Bandaríkjanna og Sádi-Arabíu hins vegar en einnig vegna áhrifa hægari hagvaxtar í heiminum á eftirspurn eftir olíu.

Hrávöruverð án olíu gefur eftir á ný

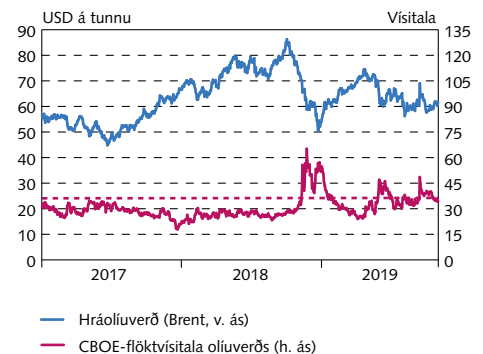
Eftir að hafa hækkað lítillega framan af ári hefur hrávöruverð án olíu lækkað á ný (mynd II-12). Verð á nær öllum tegundum hrávöru lækkaði milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi í kjölfar vaxandi áhyggna af hægari heimshagvexti og eftirspurn eftir hrávörum, einkum frá Kína. Talið er að hrávöruverð hækki lítillega á ný á fjórða ársfjórðungi en að það verði samt sem áður 4% lægra að meðaltali í ár en það var í fyrra. Það er meiri lækkun en búist var við í ágústspá bankans.

Mynd II-12
Hrávöruverð og viðskiptakjör¹
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2019



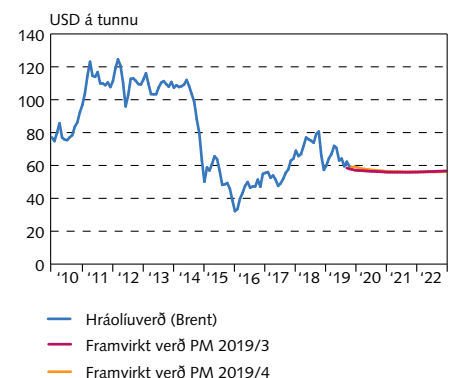
1. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. Álverð í USD er reiknað með því að deila álverð í íslenskum krónum með gengi Bandaríkjadals. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2019 fyrir viðskiptakjör. Heimildir: Alþjóðabankinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13
Alþjóðlegt olíuverð¹
1. janúar 2017 - 1. nóvember 2019



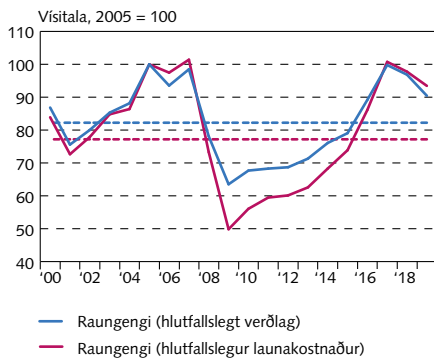
1. Undirliggjandi flókt í valréttarsamningum með hráolíu frá Chicago Board Options Exchange (CBOE). Brotta línan sýnir meðaltal CBOE-flóktvísitölunnar fyrir tímabilið 2007-2019. Heimild: Thomson Reuters.

Mynd II-14
Alþjóðlegt olíuverð¹
Janúar 2010 - desember 2022



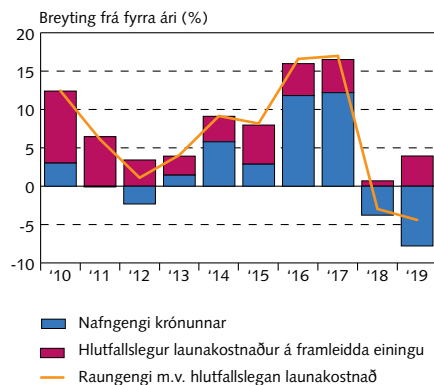
1. Hráolíuverð til og með 31. október 2019. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-15
Raungengi 2000-2019¹



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

Mynd II-16
Raungengi m.v. hlutfallslegan launakostnað
2010-2019¹



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

Horfur á frekari rýrnun viðskiptakjara í ár

Eftir að hafa rýrnað samfelld frá miðju ári 2017 náðu viðskiptakjör vöru og þjónustu viðspyrnu á ný á þessu ári samhliða minni hækkun innflutningsverðs (mynd II-12). Þrátt fyrir að hafa þokast lítillega upp á við frá áramótum voru þau um 3% lakari á öðrum ársfjórðungi miðað við sama fjórðung í fyrra. Viðskiptakjör voru heldur lakari en spáð var í ágúst á fyrri hluta ársins og útlit er fyrir að þau versni lítillega í ár í stað þess að haldast nær óbreytt á milli ára eins og þá var spáð. Meiri lækkun álverðs og minni hækkun almenns útflutningsverðs skýra breytinguna frá ágústspánni en á móti vega betri horfur um sjávarafurðaverð. Líkt og í ágúst er talið að viðskiptakjör batni á nýjan leik á næsta ári.

Raungengi hefur verið tiltölulega stöðugt það sem af er ári ...

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hefur haldist tiltölulega stöðugt það sem af er þessu ári en var þó 5,7% lægra í september miðað við sama mánuð í fyrra. Lækkunin milli ára kom nánast að öllu leyti fram á fjórða ársfjórðungi í fyrra, að langstærstum hluta vegna lækkunar nafngengis krónunnar. Lækkun raungengis endurspeglar að hluta að jafnvægisraungengið, þ.e. það raungengi sem samrýmist innra og ytra jafnvægi þjóðarbúsins, er talið hafa lækkað í kjölfar þeirra ytri áfalla sem gengið hafa yfir útflutningsgreinar þjóðarbúsins að undanförmu og leitt hafa til lakari viðskiptakjara og minni vaxtar í útflutningi.

... en horfur á að það verði nokkru lægra í ár en að meðaltali í fyrra

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um tæplega 3% milli ára í fyrra eftir að hafa hækkað samfleytt frá árinu 2010 (mynd II-15). Samkvæmt grunnspá bankans verður það 6,6% lægra að meðaltali í ár en það var í fyrra sem er svipuð lækkun og gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Það lækkar einnig miðað við hlutfallslegan launakostnað og því er útlit fyrir að samkeppnisstaða innlendra fyrirtækja batni annað árið í röð. Kemur það til vegna lægra nafngengis krónunnar þótt á móti vegi hlutfallslega meiri hækkun launakostnaðar hér á landi en í helstu viðskiptalöndum Íslands (mynd II-16).

III Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir

Meginvextir Seðlabankans hafa lækkað frá því í ágúst sl. en raunvextir bankans hafa lítið breyst. Markaðsaðilar vænta þess að meginvextir lækki enn frekar á næsta ári og eru langtímavextir í sögulegu lágmarki. Eftir lækkun haustið 2018 hefur gengi krónunnar haldist tiltölulega stöðugt það sem af er ári. Dreigið hefur úr vexti víðs peningamagns og hægt hefur á vexti útlána til heimila og enn frekar til fyrirtækja. Þá hefur hægt á hækkun húsnæðisverðs og velta á fasteignamarkaði minnkað. Skuldahlutfall einkageirans hefur hækkað lítillega en er lágt í sögulegu samhengi. Vaxtakjör heimila og fyrirtækja hafa batnað undanfarið en lántökuskilyrði íbúðalána hafa í sumum tilvikum verið hert og aðgengi fyrirtækja að fjármagni virðist hafa minnkað. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa því batnað en aðgengi þeirra að lánsfé virðist þrengra en áður.

Peningastefnan

Meginvextir Seðlabankans hafa lækkað frá því í maí ...

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur lækkað vexti bankans í fjórang um samtals 1,25 prósentur frá því í maí sl. og hafa þeir ekki verið lægri frá því að peningastefna grundvölluð á verðbólgu markmiði var tekin upp í mars 2001 (sjá rammagrein 1). Meginvextir bankans, þ.e. vextir á bundnum innlánnum til sjö daga, voru því 3,25% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* (mynd III-1). Samþykktir vextir í útboðum ríkis- og bankavísla hafa þróast í takt við meginvextina sem og vextir á millibankamarkaði með krónur þótt lítil viðskipti hafi verið á þeim markaði það sem af er ári.

... en raunvextir bankans hafa lítið breyst undanfarið

Raunvextir bankans lækkuðu samhliða því að vaxtalækkunarferlið hófst í maí en þeir hafa lítið breyst frá þeim tíma þar sem nafnvextir bankans hafa lækkað í takt við hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga (tafla III-1). Miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs mælast raunvextir bankans 0,7% en 0,4% miðað við núverandi ársverðbólgu. Aðrir raunvextir hafa í meginatriðum fylgt þróun raunvaxta bankans (mynd III-2).

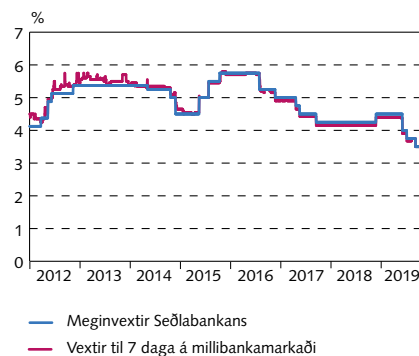
Tafla III-1 Taumhald peningastefnunnar (%)

	Núverandi aðhaldsstig (1/11 '19)	Breyting frá PM 2019/3 (23/8 '19)	Breyting frá PM 2018/4 (2/11 '18)
Raunvextir miðað við: ¹			
Ársverðbólgu	0,4	-0,2	-1,0
Verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs	0,7	0,0	-0,5
Verðbólguvæntingar heimila til eins árs	0,2	0,4	-0,5
Verðbólguv. markaðsaðila til eins árs ²	0,8	0,0	0,2
Verðbólguv. á fjármálamarkaði til eins árs ³	0,7	0,0	0,4
Verðbólguþá Seðlabankans ⁴	1,0	-0,2	0,2
Meðaltal	0,7	0,1	-0,1

1. Miðað við vexti 7 daga bundinna innlána fjármálfyrirtækja í Seðlabankanum. 2. Út frá könnun á væntingum markaðsaðila. 3. Verðbólguálag eftir eitt ár út frá mismun vaxta til eins árs samkvæmt mati á vaxtarófti fyrir óverðtryggt og verðtryggt íslenskt ríkis-skuldabréf (5 daga hlupandi meðaltal). 4. Spá Seðlabanka um ársverðbólgu eftir fjóra fjárfjórðunga.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-1

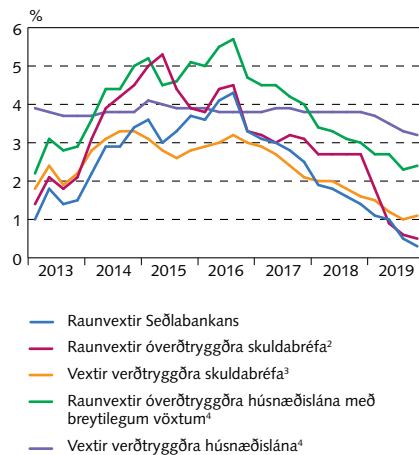
Meginvextir Seðlabanka Íslands og skammtímamarkaðsvextir¹
2. janúar 2012 - 1. nóvember 2019



1. Meginvextir Seðlabankans eru meðaltal vaxta á innlánsreikningum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7 daga bundnum innlánnum frá 21. maí 2014.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

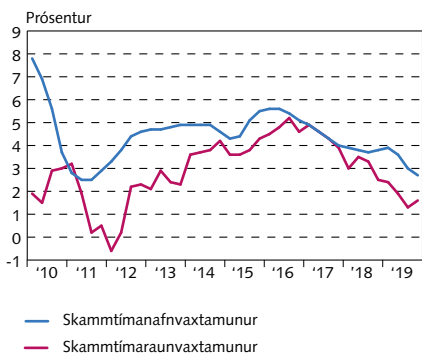
Raunvextir Seðlabanka Íslands og raunvextir á markaði¹
1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2019



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

Mynd III-3

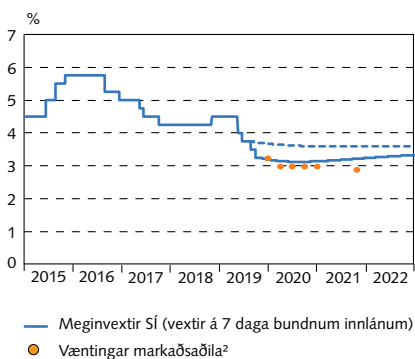
Vaxtamunur gagnvart helstu viðskiptalöndum¹
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2019



1. Mismunur meginvaxta Seðlabanka Íslands og vegins meðaltals meginvaxta seðlabanka helstu viðskiptalanda. Raunvextir miðast við ársverðbólgu hvers tíma. Gögn til og með 1. nóvember 2019. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2019.
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

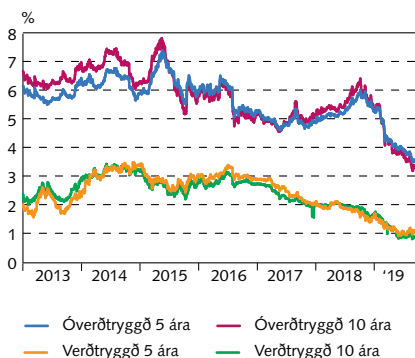
Meginvextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra¹
1. janúar 2015 - 31. desember 2022



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotta línan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2019/3. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlanavaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 21. - 23. október 2019.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa¹
2. janúar 2013 - 1. nóvember 2019



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.

Vaxtamunur við útlönd hefur minnkað

Vaxtamunur innlendra og erlendra nafnvaxta hefur minnkað töluvert frá fyrri hluta ársins í kjölfar vaxtalækkana hérlendis. Mismunur meginvaxta bankans og viðskiptavegens meðaltals nafnvaxta annarra seðlabanka er nú 2,7 prósentur og hefur ekki verið minni síðan árið 2011 (mynd III-3). Raunvaxtamunurinn hefur einnig minnkað í takt við lækkun innlendra raunvaxta eða um 0,9 prósentur frá fjórða ársfjórðungi í fyrra og hefur ekki verið minni síðan á fyrri hluta ársins 2012.

Markaðsaðilar vænta frekari lækkunar vaxta á næsta ári

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í lok október sl. búast þeir við að meginvextir bankans verði óbreyttir út þetta ár en lækki um 0,25 prósentur í byrjun næsta árs og verði 3% út árið (mynd III-4). Þetta er breyting frá ágústkönnuninni þar sem þeir bjuggust við því að meginvextir bankans yrðu 3,25% út næsta ár. Miðað við framvirka vexti virðist þess hins vegar vænst að meginvextir bankans haldist áfram í 3,25%.

Markaðsvextir og áhættuálag

Langtímavextir lækka enn frekar

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa tók að lækka undir lok síðasta árs og hefur sú þróun haldið áfram það sem af er þessu ári. Krafan hefur lækkað bæði á stuttum og löngum bréfum og hefur ávöxtunarkerill vaxta verið tiltölulega flatur frá því í ágúst sl. Ávöxtunarkrafa á tíu ára óverðtryggðum ríkisskuldabréfum var 3,3% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hefur því lækkað um 2,3 prósentur frá áramótum (mynd III-5). Verðtryggðir langtímavextir hafa einnig lækkað en ávöxtunarkrafa á verðtryggðum tíu ára ríkistryggðum bréfum var komin í um 0,9% og hefur lækkað um 0,7 prósentur frá áramótum. Í kjölfar lækkunar vaxta á skuldabréfamarkaði í ár eru langtímavextir, bæði óverðtryggðir og verðtryggðir, í sögulegu lágmarki (sjá nánar í rammagrein 1). Þessi lækkun langtímavaxta endurspeglar svartsýni markaðsaðila um hagvaxtarhorfur og lækkun verðbólguvæntinga en verðbólguálag á skuldabréfamarkaði, þ.e. vaxtamunur óverðtryggðra og verðtryggðra vaxta, hefur minnkað talsvert (sjá kafla VI).

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hefur lítið breyst

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs hafa lítið breyst en matsfyrirtækin Fitch og Standard & Poor's staðfestu óbreytta lánsþæfiseinkunn ríkissjóðs með stöðugum horfum fyrir á árinu. Skuldatryggingarálag á ríkissjóð er nú 0,8 prósentur. Vaxtaálag í alþjóðlegum skuldabréfaútgáfum innlendra viðskiptabanka hefur að sama skapi lítið breyst undanfarna mánuði.

Gengi krónunnar

Innflæði vegna nýfjárfestingar svipað og í fyrra

Það sem af er ári hefur hreint innflæði vegna nýfjárfestingar að undanskilinni endurfjárfestingu verið um 29 ma.kr. sem er svipað og það var á sama tíma í fyrra (mynd III-6). Innflæðið í ár hefur að mestu leyti verið vegna hlutabréfakaupa. Innflæði á skuldabréfamarkað hefur hins

vegar verið lítið en það jókst tímabundið í kjölfar þess að hin sérstaka bindiskylda á innflæði erlends gjaldeyris var lækkuð í núll í mars sl. Útflæði vegna nýfjárfestingar hefur einnig að mestu verið vegna sölu á skráðum hlutabréfum. Lífeyrissjóðir hafa haldið áfram að fjárfesta í erlendum verðbréfum í ár í takt við fjárfestingarstefnu þeirra en það virðist ekki hafa lækkað gengi krónunnar svo neinu nemi.

Gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt undanfarið

Gengi krónunnar lækkaði haustið 2018 í kjölfar fréttu af fjármögnunarvanda flugfélagsins WOW Air og vegna rýrnunar viðskiptakjara. Á sama tíma fór að bera á aukinni svartsýni um efnahagshorfur og niðurstöðu kjarasamninga. Gengið hélst tiltölulega stöðugt á fyrri hluta þessa árs þrátt fyrir gjaldþrot WOW Air og áhyggjur af snörpum viðsnúningi í efnahagsmálum. Það hefur einnig verið nokkuð stöðugt það sem af er hausti eftir tímabundnar sveiflur í sumar og er það 0,7% lægra nú en það var við útgáfu *Peningamála* í ágúst (mynd III-7). Frá því í ágúst hefur Seðlabankinn einu sinni beitt inngripum og keypt gjaldeyri fyrir um 2 ma.kr. sem nam um 8% af heildarveltu á markaðnum á tímabilinu.

Markaðsaðilar vænta lítilla breytinga á gengi krónunnar

Samkvæmt könnun bankans á væntingum markaðsaðila sem gerð var í lok október búast þeir við að gengi krónunnar verði nær óbreytt gagnvart evru í október á næsta ári en lítillaga lægra að tveimur árum liðnum. Þetta er í takt við væntingar þeirra í sambærilegri könnun frá ágúst sl. Sundurleitni í svörum markaðsaðila hefur minnkað frá áramótum sem gæti bent til þess að þeir telji að óvissa um gengishorfur sé minni en hún var sl. haust (sjá kafla I).

Peningamagn og útlán

Dregið hefur úr ársvexti peningamagns ...

Vítt peningamagn (M3) jókst um 5½% milli ára á þriðja fjórðungi ársins sem er minni vöxtur en á seinni hluta síðasta árs og framan af þessu ári (mynd III-8). Kröftugur vöxtur peningamagns undanfarinna ára skýrist að stórum hluta af auknum innlánnum heimila sem hafa byggt upp umtalsverðan sparnað samhliða mikilli hækkun tekna undanfarin ár. Frá því í sumar hefur hins vegar hægt á innlánavextinum en þau jukust um tæplega 7½% milli ára á þriðja ársfjórðungi samanborið við um 10% árlegan meðalvöxt undanfarin tvö ár.

... og hægt hefur á útlánvexti ...

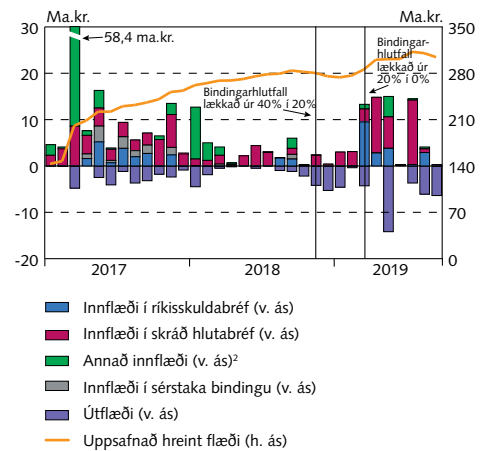
Dregið hefur úr vexti útlána lánakerfisins til innlendra aðila eftir mikinn vöxt undanfarin tvö ár sem náði hámarki í rúmlega 10% ársvexti undir lok síðasta árs. Áætlað er að útlánastofn lánakerfisins hafi stækkað um 6½% milli ára á þriðja ársfjórðungi en sem hlutfall af landsframleiðslu hefur útlánastofninn þó lítið breyst undanfarin þrjú ár (mynd III-9).

... sem endurspeglar fyrst og fremst hægar vöxt útlána til fyrirtækja

Frá árinu 2016 var mikil aukning í útlánnum til fyrirtækja sem náði hámarki undir lok síðasta árs þegar ársvöxturinn mældist um 13½%

Mynd III-6

Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar¹
Janúar 2017 - september 2019



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

Mynd III-7

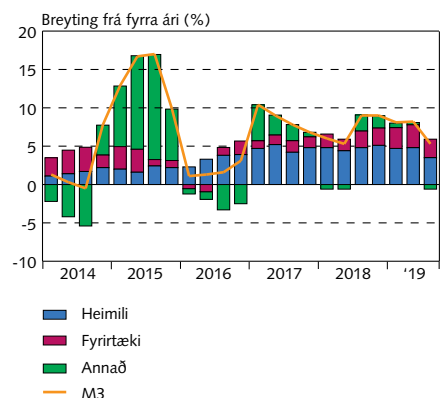
Gengi krónunnar¹
2. janúar 2014 - 1. nóvember 2019



1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum (viðskiptavog þröng). Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Peningamagn¹
1. ársfj. 2014 - 3. ársfj. 2019

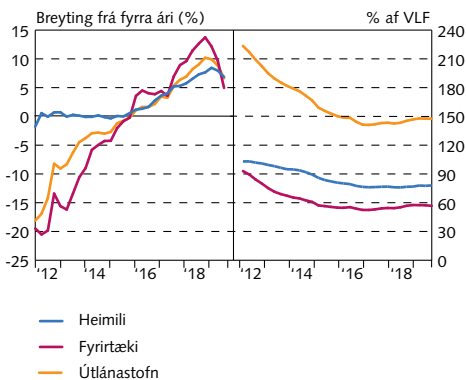


1. M3 er leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálfyrirtækja. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagsamtök sem þjóna heimilum. Undir annað flokkast fjármálagæiri og sveitarfélög. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-9

Útlán lánakerfis til innleindra aðila¹

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2019

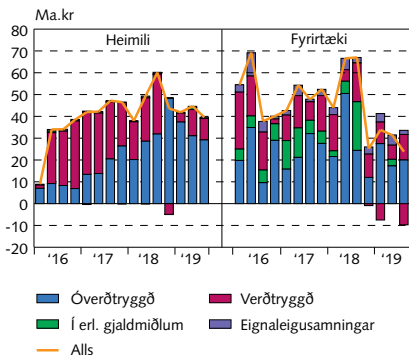


1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Án útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálfyrirtækja og hins opinbera. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagsamtök sem þjóna heimilum. Tölur fyrir 3. ársfj. 2019 eru áætlun Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Hrein ný útlán til heimila og atvinnufyrirtækja¹

1. ársfj. 2016 - 3. ársfj. 2019

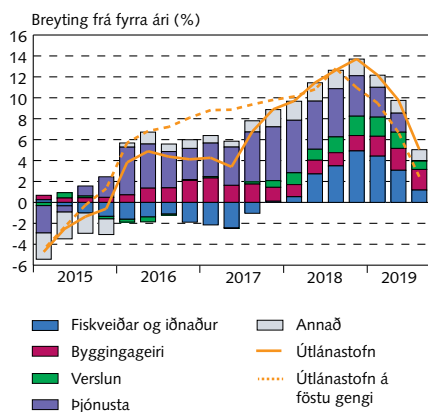


1. Útlán innlánsstofnana, íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða. Miklar uppgreiðslur lána heimila á fyrsta ársfjórðungi 2016 má skýra með skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-11

Útlán lánakerfis til atvinnufyrirtækja¹

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2019



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

(mynd III-9). Nú er hins vegar tekið að draga úr vextinum í takt við almenn umskipti í efnahagsmálum og var vöxturinn 5% á þriðja fjórðungi ársins enda hefur dregið töluvert úr hreinum nýjum útlánnum (mynd III-10). Einkum hefur hægt á útlánavexti til þjónustufyrirtækja í kjölfar áfalla í ferðaþjónustu (mynd III-11). Vöxtur útlána lánakerfisins til byggingariðnaðar er hins vegar enn nokkur þótt dregið hafi úr umsvifum á fasteignamarkaði. Þrátt fyrir að hægt hafi á útlánavexti lánakerfisins er ekki að sjá að fjármögnun fyrirtækja sé í auknum mæli að færast yfir í útgáfu markaðsskuldabréfa enda er slík fjármögnun einungis möguleg fyrir hluta fyrirtækja.

Einnig hefur hægt á vexti útlána til heimila

Heldur hefur dregið úr vexti útlána til heimila samhliða minni veltu á fasteignamarkaði en þau jukust um tæplega 7% milli ára á þriðja fjórðungi ársins (mynd III-9). Hrein ný útlán til heimila hafa verið svipuð það sem af er ári eftir aukningu í fyrra (mynd III-10). Lítil aukning hefur verið í skammtímalánum til heimila enda eru efnahagsreikningar þeirra almennt sterkir um þessar mundir.

Eignaverð og fjármálaleg skilyrði

Raunverð húsnæðis stendur nánast í stað milli ára ...

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 3,5% milli ára í september sl. en dregið hefur úr hækkingunum þess nær óslitið frá því í maí 2017 þegar árshækkunin mældist mest 24%. Hægari efnahagsumsvif og aukin varfærni heimila í útgjaldaákvörðunum skýra þróunina undanfarin misseri en til viðbótar hefur eignum á sölu fjölgað nokkuð og framboð nýbygginga aukist hratt. Frá upphafi síðasta árs og fram í október hefur húsnæðisverð á landsbyggðinni hækkað hraðar en á höfuðborgarsvæðinu (mynd III-12). Hátt fermetraverð á höfuðborgarsvæðinu kann að skýra aukna eftirspurn eftir íbúðum utan þess, einkum í nágrennasveitarfélögum, en nú er tekið að hægja á umsvifum um allt land. Á fyrstu níu mánuðum ársins fækkaði þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu um 5,7% frá sama tíma í fyrra en þar af fækkaði samningum með nýbyggingar um 3,5%.

... en þróunin á næstunni er háð nokkurri óvissu

Raunverð húsnæðis var tæplega 60% hærra á þriðja ársfjórðungi en það var lægst í upphafi árs 2010 (mynd III-13). Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* jókst eftirspurn eftir húsnæði á þessum árum að mestu vegna mikillar fólksfjölgunar, verulegrar hækkunar ráðstöfunartekna heimila og aukinnar skammtímaútleigu til ferðamanna. Á sama tíma jókst framboð nýs húsnæðis hægt. Verðhækkunar undanfarinna ára voru þó ekki drifnar áfram af mikilli útlánaaukningu til heimila enda hefur húsnæðisverð þróast æ meira í takt við tekjur og byggingarkostnað. Nú hefur hækkingu raunverðs stöðvast og húsnæðisverð í hlutfalli við þessa ráðandi efnahagsþætti lækkað. Nokkur óvissa er um þróun húsnæðisverðs á næstunni. Laun hafa hækkað nokkuð og vaxtakjör íbúðalána eru hagfelldari eftir vaxtalækkunar Seðlabankans en á móti kemur að lántökuskilyrði hafa verið hert (sjá nánar hér á eftir). Þá er óvissa um hve langvarandi samdrátturinn í ferðaþjónustu verður. Framboð nýs húsnæðis er enn

mikið þótt vísbendingar séu um að hægt hafi á vexti íbúðafjárfestingar (sjá kafla IV). Einnig er óvissa um fyrirhugaðar aðgerðir stjórnvalda á íbúðalánamarkaði og áhrif þeirra.

Hlutabréfaverð hefur hækkað það sem af er ári

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMX10, er nær óbreytt frá því sem hún var við útgáfu *Peningamála* í ágúst en um 26% hærra en hún var í byrjun nóvember í fyrra. Munar þar mest um hækkun á bréfum í Marel sem vegur þyngst félaga í vísitölunni. Hlutabréf í félaginu hækkuðu skarpt á fyrri hluta ársins, m.a. vegna fyrirhugaðrar skráningar í kauphöllinni í Amsterdam. Frá því í sumar lækkaði gengi bréfa í öllum atvinnugreinum, mest meðal fasteignafélaga og fjármálafyrirtækja, en hefur frá miðjum október tekið að hækka aftur (mynd III-14). Heildarvelta með hlutabréf í Kauphöllinni nam 447 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins sem er töluvert meira en á sama tíma í fyrra.

Skuldahlutfall einkageirans áfram sögulega lágt ...

Skuldir einkageirans námu um 162% af landsframleiðslu um mitt þetta ár (mynd III-15). Skuldir fyrirtækja jukust um tæp 7% að nafnvirði frá miðju síðasta ári og námu um 87% af landsframleiðslu. Mest jukust skuldir þeirra við innlend fjármálafyrirtæki en skuldir við erlend fjármálafyrirtæki og markaðsskuldabréf í eigu erlendra aðila lækkuðu. Skuldir heimila voru um mitt ár tæplega 8% meiri að nafnvirði en á sama tíma í fyrra en hlutfall þeirra af vergri landsframleiðslu hefur lítið breyst frá fyrra ári.

... og gjaldþrotum fyrirtækja fækkar

Hlutfall útlána til heimila í vanskilum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur og Íbúðalánasjóði mældist 2,3% af heildarútlánunum í lok september og hefur lítið breyst frá sama tíma í fyrra. Einstaklingum á vanskilaskrá Creditinfo fækkaði um 1% yfir sama tímabil. Hlutfall útlána fyrirtækja í vanskilum við lánastofnanir lækkar áfram og var 4,6% í september eða 1,8 prósentum lægra en fyrir ári. Fyrirtækjum á vanskilaskrá fækkaði framan af ári og náði fjöldinn lágmarki í lok maí. Frá þeim tíma hefur fyrirtækjum á vanskilaskrá fjölgað á ný en voru þó tæpri 1% færri í september en á sama tíma fyrir ári. Gjaldþrotum fyrirtækja hefur einnig fækkað eða um fjórðung milli ára. Nýskráningar fyrirtækja eru álíka margar það sem af er ári og á sama tíma í fyrra.

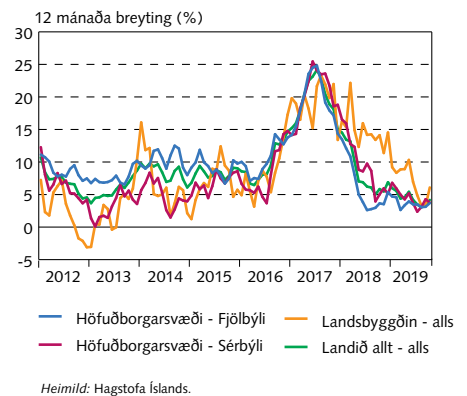
Vaxtakjör hafa batnað en þrengt hefur að aðgengi að lánsfé

Vextir viðskiptabankanna á óverðtryggðum húsnæðislánunum hafa lækkað um tæplega 1 prósentu frá því í maí samhlíða vaxtalækkunum Seðlabankans. Vextir verðtryggðra húsnæðislána viðskiptabankanna hafa einnig lækkað og eru nú í kringum 3,3% og hafa aldrei verið lægri. Álíka þróun hefur verið á vöxtum sjóðsfélagalána lífeyrissjóða. Í stórum dráttum hefur þróun innlánsvaxta einnig fylgt vaxtalækkunum Seðlabankans utan vaxta á óbundnum innlánunum sem eru nú nálægt 0% í flestum tilfellum. Áhrifa vaxtalækkana Seðlabankans á greiðsluþyrði heimila gætir líklega fyrr nú en áður þar sem fleiri aðilar bjóða lán á breytilegum vöxtum og eftir að hámark á lántökugjald var sett árið 2016 er auðveldara að endurfjármagna eldri lán til að njóta lægri vaxtakjara. Þó hefur hluti viðskiptabankanna takmarkað veðsetningu

Mynd III-12

Markaðsverð húsnæðis

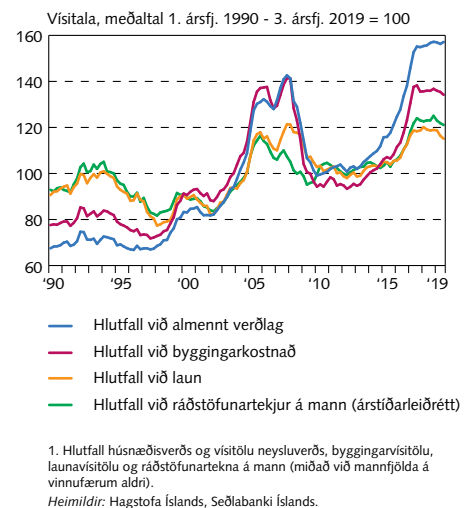
Janúar 2012 - október 2019



Mynd III-13

Húsnæðisverð í hlutfalli við verðlag, byggingarkostnað, laun og tekjur¹

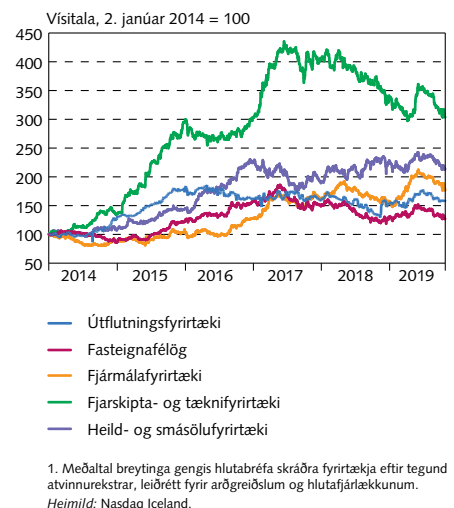
1. ársfj. 1990 - 3. ársfj. 2019



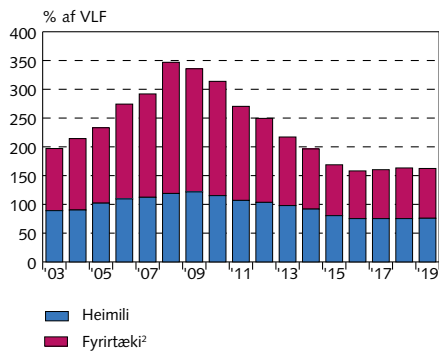
Mynd III-14

Gengi hlutabréfa fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar¹

2. janúar 2014 - 1. nóvember 2019

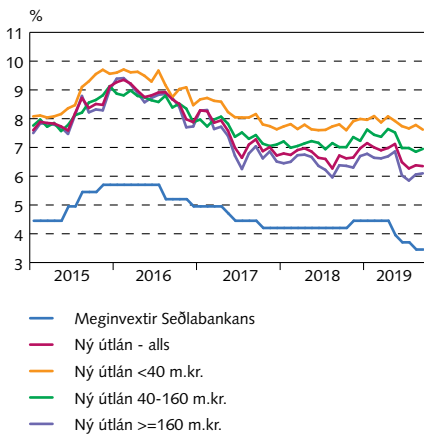


Mynd III-15
Skuldir heimila og fyrirtækja 2003-2019¹



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

Mynd III-16
Meginvextir og vextir óverðtryggðra útlána til atvinnufyrirtækja¹
Janúar 2015 - september 2019



1. Vegnir meðalvextir á óverðtryggðum útlánnum stóru viðskiptabankanna þriggja með breytilegum vöxtum miðað við fjárhæð útlána.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

einkum ef um endurfjármögnun er að ræða. Einnig hafa stærstu lífeyrissjóðir landsins lækkað hámarkslánshlutfall húsnæðislána úr 75% niður í 70% og nýverið herti einn stærsti lífeyrissjóðurinn útlánareglur. Líklegt er að hluti lífeyrissjóða sé með þessu að bregðast við því að vægi sjóðfélagalána hefur nálgast það viðmið sem þeir hafa sett sér í fjárfestingarstefnu sinni. Aðgengi heimila að íbúðalánnum hefur því minnkað lítillega en ekki er að merkja að aðgengi þeirra að annarri fjármögnun hafi breyst.

Fyrirtæki hafa eins og heimilin almennt notið bættra vaxtakjara undanfarið. Meginþorri nýrra útlána til fyrirtækja í íslenskum krónum eru óverðtryggð lán á breytilegum vöxtum en meðalvextir þeirra hafa lækkað um 0,8 prósentur frá því í maí (mynd III-16). Frekari sundurgreining eftir fjárhæðum og tímalengdum lána sýnir álíka þróun. Á móti vegur hins vegar að svo virðist sem aðgengi fyrirtækja að lánsfé sé þrengra en það var. Líklega má að einhverju leyti rekja það til breyttra aðstæðna í þjóðarþúinu en það gæti einnig endurspeglað erfiðari lausafjárstöðu sumra fjármálastofnana.

IV Eftirspurn og hagvöxtur

Í kjölfar mikils hagvaxtar á undanförunum árum hægði verulega á vextinum á fyrri hluta þessa árs. Þróunin það sem af er ári hefur í meginatriðum verið í takt við fyrri áætlun bankans en þó hefur innflutningur dregist hraðar saman en spáð var og eftirspurn beinst í meiri mæli að innlendum vörum og þjónustu. Fyrir vikið var hagvöxtur á fyrri hluta ársins heldur meiri en búist var við. Þau umskipti sem orðið hafa í þjóðarþúskaðum má að verulegu leyti rekja til minni umsvifa í ferðaþjónustu og áhrifa þeirra á eftirspurn heimila og fjárfestingaráform fyrirtækja. Talið er að þessara áhrifa gæti áfram á seinni hluta ársins og að landsframleiðslan dragist lítillega saman á árinu öllu.

Hagvöxtur og innlend eftirspurn einkaaðila

Hagvöxtur á fyrri hluta ársins sá minnsti síðan snemma árs 2014 ...

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands mældist 0,9% hagvöxtur á fyrstu sex mánuðum ársins en þróunin á hvorum ársfjórðungi fyrir sig var töluvert ólík. Á fyrsta fjórðungi mældist 0,9% samdráttur en 2,7% vöxtur á öðrum fjórðungi (mynd IV-1). Mikil minnkun birgða á fyrsta fjórðungi sem rekja mátti til loðnubrests vegur þungt í að skýra samdráttinn á fyrsta fjórðungi en snarpur samdráttur innflutnings á öðrum fjórðungi gerir það að verkum að framlag utanríkisviðskipta mælist jákvætt þrátt fyrir ytri áföll og mikinn samdrátt útflutnings.

Neysla og fjárfesting alls minnkaði um 1,4% á fyrri hluta ársins en vegna fyrrnefndra birgðaáhrifa var samdráttur þjóðarútgjalda á tímabilinu meiri eða 2,4%. Útflutningur minnkaði um 2,8% á árshlutunum en þrátt fyrir það var framlag utanríkisviðskipta jákvætt um sem nemur 3,3 prósentum enda dróst innflutningur saman um 10,6% á tímabilinu. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins var sá minnsti frá því á fyrsta ársfjórðungi 2014 og langt undir 4,5% meðalhagvexti undanfarinna fimm ára.

... en var þó meiri en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*

Í ágúst lá fyrir bráðabirgðamat Hagstofunnar um að hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi hefði verið 1,7% og byggt á því var áætlað að tæplega 1% samdráttur hefði verið á öðrum fjórðungi ársins í ágústspá bankans. Vegna mikillar endurskoðunar Hagstofunnar á hagvexti fyrsta ársfjórðungs, sem má að miklu leyti rekja til endurmats á fjárfestingu í íbúðarhúsnæði og dreifingu hennar innan árshlutans, er meira upplýsandi að skoða árhelminginn í heild. Þá sést að hagvöxtur tímabilsins var ívið meiri en spáð var í ágúst eða 0,9% í stað 0,5% samkvæmt ágústspánni (mynd IV-2). Atvinnuvegafjárfesting reyndist nokkru veikari en talið var en á móti var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar umtalsvert meira.

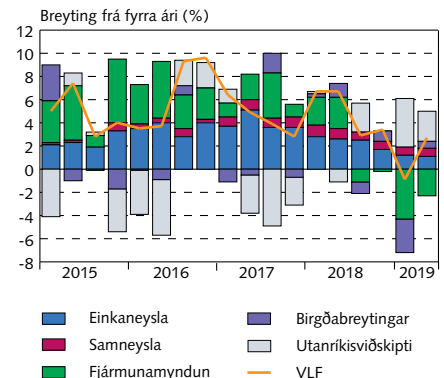
Eftir mikla aukningu á síðustu árum hefur hægt á vexti ráðstöfunartekna

Kaupmáttur ráðstöfunartekna heimila jókst um 4,5% á síðasta ári sem er töluvert undir 9,5% meðalaukningu árána 2015-2017. Lækkun eignatekna átti stóran þátt í því að dró úr vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna í fyrri (mynd IV-3). Þá vega verðlagsáhrif þungt en

Mynd IV-1

Hagvöxtur og framlag undirliða¹

1. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2019

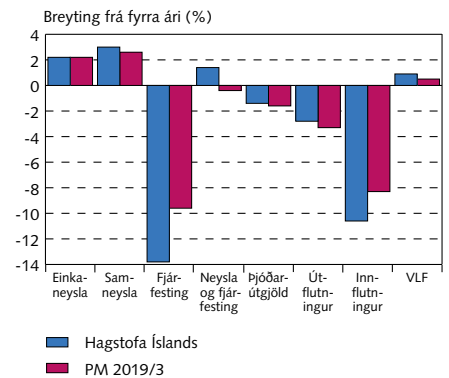


1. Vegna keðjutengingar getur verið að summa undirliðanna sé ekki jöfn hagvextinum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

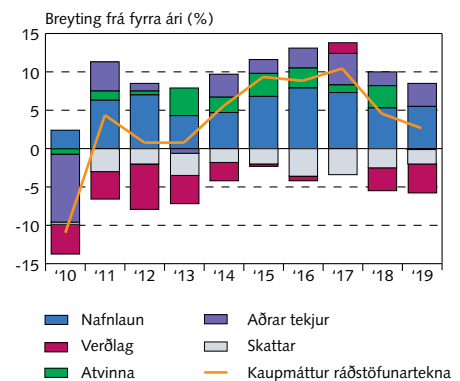
Þjóðhagsreikningar fyrir hluta 2019



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

Kaupmáttur ráðstöfunartekna og framlag undirliða 2010-2019¹



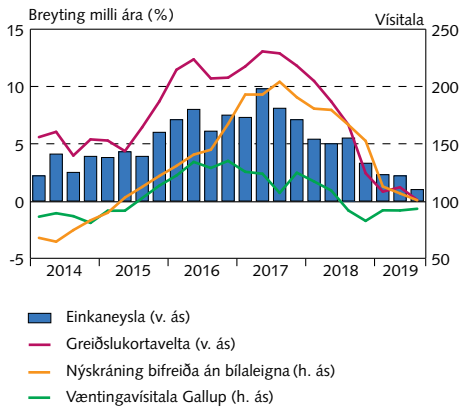
1. Framlag helstu undirliða til ársbreytingar kaupmáttar ráðstöfunartekna er fengið með því að vega saman vægi undirþátta í ráðstöfunartekjum. Samlagning framlags undirliða gefur því ekki nákvæmlega heildarbreytinguna vegna námundunar og þar sem fullkomni tekjubókhald heimila liggur ekki fyrir hjá Hagstofu Íslands. Ráðstöfunartekjur eru staðvirnar með verðvísitölu einkaneyslu. Grunnspá Seðlabankans 2019.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

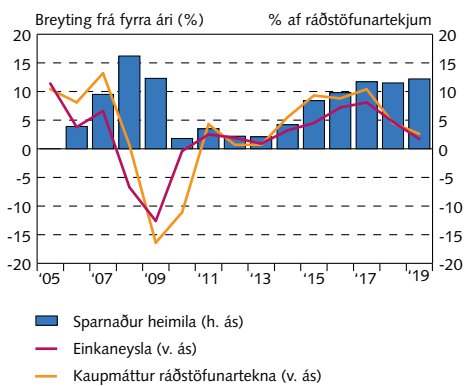
Einkaneysla og vísbendingar¹

1. ársfj. 2014 - 3. ársfj. 2019



1. Einkaneysla og greiðslukortavelta eru ársbreytingar en nýskráning bifreiða er árstíðarleiðrétt vísitala með meðaltalið 100. Nýskráningar bifreiða að frádregnum umsóknum bílaleiga um nýskráningar í hverjum ársfjórðungi. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2019 fyrir einkaneyslu. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Einkaneysla, ráðstöfunartekjur og sparnaður 2005-2019¹

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

verðvísitala einkaneyslu hækkaði nokkuð í fyrra en árið áður hafði hún lækkað. Í ár er áætlað að launatekjur vaxi hægar en í fyrra en það má að verulegu leyti rekja til viðsnúnings í þróun vinnuafleiftirspurnar (sjá kafla V). Þetta leiðir til þess að áfram dregur úr vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna í ár miðað við árið í fyrra. Á móti vega lægri vaxta-greiðslur á skuldum og auknar tilfærslutekjur heimila. Gangi þetta eftir mun kaupmáttur ráðstöfunartekna heimila aukast um 2,6% í ár.

Dregið hefur úr vexti einkaneyslu líkt og búist var við ...

Einkaneysla jókst um 2,2% á fyrri helmingi ársins sem er í samræmi við það sem gert var ráð fyrir í ágúst en einkaneysla á mann var nánast óbreytt milli ára. Verulega hefur dregið úr vexti einkaneyslu síðustu ársfjórðunga eftir kröftugan vöxt síðustu ára og hefur hún ekki vaxið hægar frá því á seinni hluta ársins 2013. Líklegt er að hægari vöxtur kaupmáttar ráðstöfunartekna, aukin óvissa um efnahagshorfur auk mettunarhrifa tengdra kaupum á varanlegum neysluvörum skýri að mestu leyti þá þróun.

... og útlit er fyrir hægari vöxt einkaneyslu á seinni hluta ársins

Leiðandi vísbendingar gefa til kynna að enn hafi hægt á vexti einkaneyslu á þriðja fjórðungi ársins (mynd IV-4). Erfiðleika í ferðamannaiðnaði gætir á vinnumarkaði sem hefur áhrif á tekjur heimila. Að sama skapi hafa væntingar bæði neytenda og stjórnenda í verslun verið dræmar. Í spánni er búist við því að einkaneysla vaxi um 1,2% á milli ára á seinni hluta ársins og að aukningin á árinu í heild verði 1,7% en í ágúst var gert ráð fyrir 1,9% vexti. Gangi þetta eftir eykst sparnaður heimila lítillega í ár þar sem ráðstöfunartekjur aukast heldur meira en neysluútgjöld (mynd IV-5).

Allir undirþættir atvinnuvegafjárfestingar dragast saman milli ára

Fjárfesting í heild dróst saman um 13,8% milli ára á fyrri hluta ársins sem var heldur meiri samdráttur en áætlað var í spá bankans í ágúst. Munar þar mest um atvinnuvegafjárfestingu en hún minnkaði um tæplega þriðjung en í ágúst var gert ráð fyrir fjórðungs samdrætti. Frávikið má að mestu rekja til almennrar atvinnuvegafjárfestingar (þ.e. fjárfestingar utan stóriðju, skipa og flugvéla) sem dróst saman um 15% á fyrri hluta ársins. Samdráttinn í atvinnuvegafjárfestingu má rekja til allra helstu undirþátta hennar en auk samdráttar í almennri atvinnuvegafjárfestingu dróst fjárfesting í stóriðjutengdum greinum saman um ríflega 17% og til viðbótar mælist skipa- og flugvélasala sem samdráttur fjárfestingar á tímabilinu. Á móti samdrætti atvinnuvegafjárfestingar var hátt í þriðjungs aukning í íbúðafjárfestingu og líðlega 6% aukning fjárfestingar hins opinbera.

Fyrirtæki gera ráð fyrir minni fjárfestingu í ár en þau bjuggust við í vor

Niðurstöður úr könnun sem bankinn framkvæmdi á fjárfestingar-áformum fyrirtækja í haust benda til þess að útgjöld þeirra til fjárfestingar verði að nafnvirði 2,4% meiri í ár en í fyrra. Þar munar mest um aukin áform fyrirtækja í verslun og þjónustu en á móti ætla fyrirtæki innan ferðaþjónustu, flutninga og iðnaðar að draga úr fjárfestingarútgjöldum í ár (tafla IV-1). Könnun bankans í vor benti til að aukning í fjárfestingu yrði mun meiri en fram kom í haustkönnuninni.

Þá breytingu má einkum rekja til breyttra áforma fárra en stórra fyrirtækja í verslun, ferðaþjónustu og flutningum.¹ Þrátt fyrir að könnunin mæli aukningu í fyrirhuguðum fjárfestingarumsvifum eru þau fyrirtæki sem áætla að draga saman fjárfestingarútgjöld milli ára heldur fleiri en þau sem áætla að auka þau.

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

Atvinnugreinar (fjöldi fyrirtækja)	2018 (ma.kr.)	2019 (ma.kr.)	2020 (ma.kr.)	Breyting 2018-2019 (%) (síðasta könnun)	Breyting 2019-2020 (%)
Sjávarútvegur (16)	9,8	11,2	12,0	13,6 (21,4)	7,6
Iðnaður (14)	7,4	5,2	4,9	-30,4 (-34,9)	-6,1
Verslun (22)	7,8	11,8	9,2	51,3 (68,7)	-22,4
Flutningar og ferðaþj. (8)	19,6	13,0	15,5	-33,5 (-4,1)	19,2
Fjármál/tryggingar (10)	3,3	4,7	8,4	41,7 (63)	77,8
Fjöl. og upplýsingat. (6)	8,0	9,2	8,9	15,0 (20,7)	-3,8
Þjónusta og annað (21)	14,1	16,6	11,5	18,0 (15,4)	-30,7
Alls (97)	70,1	71,8	70,4	2,4 (14,3)	-1,9

1. Paraður samanburður við könnun frá Peningamálum 2019/2.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Haustkönnun Gallup á meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins frá því í september sl. dregur að hluta til upp aðra mynd af fjárfestingaráformum fyrirtækja (mynd IV-6). Samkvæmt könnun Gallup gera stjórnendur fyrirtækja fremur ráð fyrir minni fjárfestingarumsvifum í ár en í fyrra. Eingöngu í sjávarútvegi eru þeir stjórnendur fleiri sem búast við aukinni fjárfestingu en þeir sem búast við minni fjárfestingu. Borið saman við könnun Gallup frá því í vor fækkar þeim í öllum atvinnugreinum sem gera ráð fyrir minni fjárfestingu í ár heldur en í fyrra. Fyrir vikið er mismunur hlutfalls þeirra sem búast við aukinni fjárfestingu og hlutfalls þeirra sem búast við minnkandi fjárfestingu ekki eins neikvæður og í síðustu könnun Gallup. Þetta á hins vegar ekki við um bygginga- og veitustarfsemi þar sem fyrirtækjum sem íhuga að draga úr fjárfestingu fjölga enn hlutfallslega. Það er í takt við væntingar stjórnenda í þessum geira um þróun eftirspurnar eftir þeirra vörum og þjónustu og bendir til að hægja muni enn frekar á framkvæmdum við mannvirkjagerð (mynd IV-7).

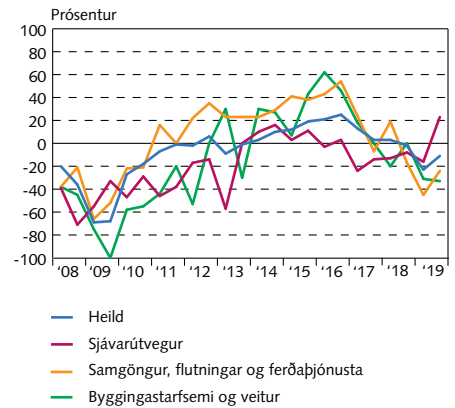
Lakari horfur fyrir atvinnuvegafjárfestingu í ár en í fyrri spá

Horfur um atvinnuvegafjárfestingu í ár hafa því versnað samanborið við niðurstöður fjárfestingarkönnunar Seðlabankans sl. vor en breytingin er ekki eins afgerandi sé miðað við könnun Gallup. Kannanirnar gefa þó til kynna að þegar sé tekið að draga úr samdrætti atvinnuvegafjárfestingar (mynd IV-8). Út frá þessum könnunum og öðrum vísendingum um þróun fjárfestingar og fjárfestingaráform fyrirtækja er gert ráð fyrir að almenn atvinnuvegafjárfesting dragist saman um tæplega 4% á seinni hluta ársins og um tæplega 10% á árinu öllu. Áætlað er að atvinnuvegafjárfesting í heild dragist saman um liðlega 16% en þar vega neikvæð áhrif skipa- og flugvélasölu og samdráttur í stóriðjutengdri fjárfestingu einnig þungt. Í samanburði við ágústspá bankans eru lakari horfur fyrir alla meginundirþætti atvinnuvegafjár-

1. Hafa ber í huga að könnunin nær ekki til áætlana fyrirtækja um fjárfestingu í skipum, flugvélum, stóriðju eða hótélbyggingum.

Mynd IV-6

Fjárfesting: skoðanavægi eftir atvinnugreinum¹

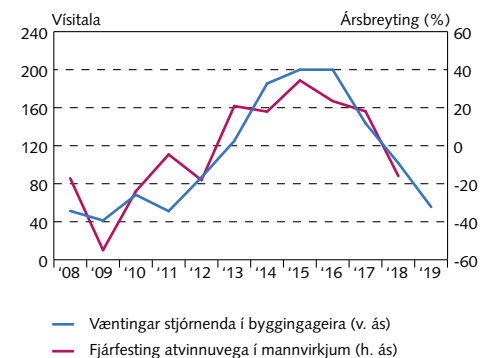


1. Skoðanavægi er hlutfall fyrirtækja sem telja að fjárfesting verði meiri í ár en í fyrra að frádregnu hlutfalli þeirra sem telja að hún verði minni.
Heimild: Gallup.

Mynd IV-7

Væntingar innan byggingageira og þróun mannvirkjagerðar¹

2008-2019

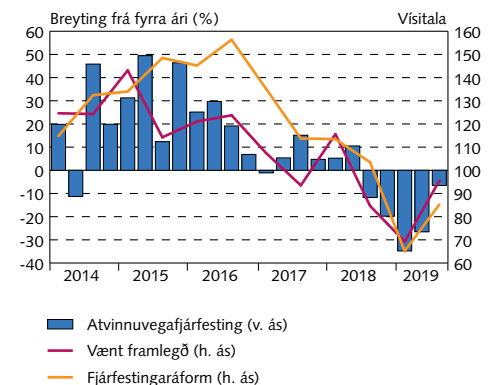


1. Væntingar stjórnenda innan bygginga- og veitustarfsemi um þróun innlendrar eftirspurnar eftir vörum og/eða þjónustu þeirra fyrirtækis á næstu sex mánuðum. Vísitalan tekur gildi milli 0-200 þar sem gildið 100 þýðir að jafn margir búast við aukningu og samdrætti.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Atvinnuvegafjárfesting og vísendingar¹

1. ársfj. 2014 - 3. ársfj. 2019

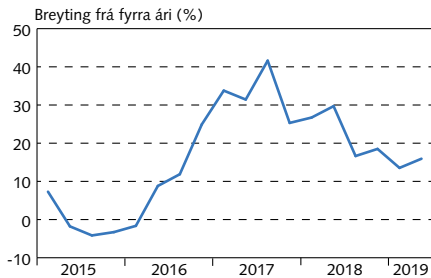


1. Vænt framlegð (EBITDA) og fjárfestingaráform eru vísitölur sem mæla væntingar stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins til næstu sex mánaða. Vísitölurnar eru endurskalaðar þannig að meðaltal þeirra frá 2006 sé jafnt 100. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2019 fyrir atvinnuvegafjárfestingu.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

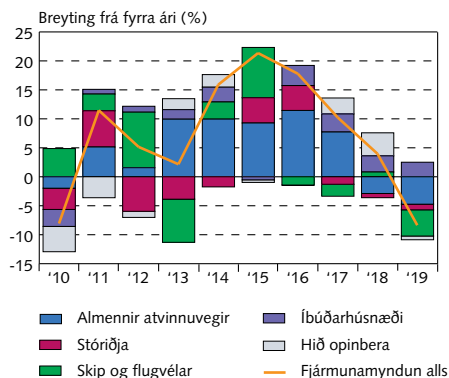
Íbúðafjárfesting¹

1. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2019



1. Fjögurra ársfjórðunga hreyfingalegt meðaltal ársbreytinga.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-10

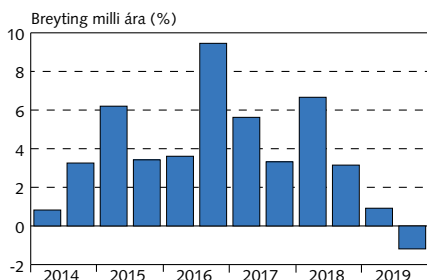
Fjármunamyndun og framlag helstu undirlíða 2010-2019¹

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

Mynd IV-11

Hagvöxtur¹

Fyrri árshluti 2014 - seinni árshluti 2019



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

festingar sem að mestu leyti endurspeglar meiri samdrátt á fyrri hluta ársins en horfur fyrir seinni hluta ársins hafa lítið breyst.

Útlit fyrir að tekið sé að hægja á vexti íbúðafjárfestingar

Íbúðafjárfesting jókst um tæplega þriðjung milli ára á fyrri hluta þessa árs sem er svipaður vöxtur og gert var ráð fyrir í ágúst. Heldur hefur hægt á ársvexti hennar (mynd IV-9) og helstu vísbendingar gefa til kynna að hægt hafi enn frekar á umsvifum í byggingariðnaði á þriðja ársfjórðungi. Ný talning Samtaka iðnaðarins bendir t.d. til að íbúðum á fyrstu byggingarstigum hafi fækkað frá síðustu talningu sem framkvæmd var í mars sl. Talið er að íbúðafjárfesting aukist um 13% í ár sem er svipaður vöxtur og spáð var í ágúst. Gangi spáin eftir verður framlag íbúðafjárfestingar til hagvaxtar í ár litlu minna en í fyrra og hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu tæplega 5%.

Í kjölfar mikils vaxtar á síðustu árum dregst fjármunamyndun saman í ár

Talið er að fjármunamyndun dragist saman um 2,6% milli ára á seinni hluta ársins og um 8,4% á árinu öllu. Yrði það í fyrsta sinn frá árinu 2010 sem fjármunamyndun minnkar á ársgrundvelli. Áhrif erfiðleika í fluggeiranum eru umtalsverð en stóran hluta samdráttarins má rekja til sölu skipa og flugvéla sem bætist við mikinn samdrátt í almennri atvinnuvegafjárfestingu (mynd IV-10). Þetta er heldur meiri samdráttur en spáð var í ágúst og nær fráviknið til allra undirþátta. Gangi spáin eftir mun hlutdeild fjárfestingar í landsframleiðslu minnka um 1½ prósentu frá fyrra ári og verða 20,8% eða tæplega 1 prósentu undir meðaltali síðasta aldarfjórðungs.

Horfur á að landsframleiðsla dragist saman í ár þrátt fyrir vöxt á fyrri hluta ársins

Hagvöxtur á fyrri hluta ársins var heldur meiri en gert var ráð fyrir í ágúst eins og fram hefur komið. Á þriðja ársfjórðungi er talið að landsframleiðslan hafi dregist saman á ný en þar vegur mikill samdráttur í vöruútflutningi þungt (sjá nánar hér á eftir). Landsframleiðslan er því talin dragast saman um 1,2% á seinni hluta ársins (mynd IV-11) og um 0,2% á árinu öllu. Vegast þar á samdráttur fjármunamyndunar og neikvæð áhrif birgðabreytinga annars vegar og áframhaldandi vöxtur neysluútgjalda og jákvætt framlag utanríkisviðskipta hins vegar (mynd IV-12).

Hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild breytast því ekki frá því í ágúst þótt hagvöxtur á fyrri hluta ársins hafi verið meiri en þá var áætlað. Horfur fyrir seinni hluta ársins hafa hins vegar versnað og munar þar mest um hægari vöxt innlendrar eftirspurnar og lakari horfur í útflutningi þótt á móti vegi einnig horfur á meiri samdrætti innflutnings. Gangi spáin eftir yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem efnahags-samdráttur mælist hér á landi.

Hið opinbera

Horfur á meiri vexti samneyslu í ár en spáð var í ágúst

Vöxtur samneyslu á fyrri hluta þessa árs nam 3% sem var heldur meira en áætlað var í ágúst. Á móti vegur hægari vöxtur fjárfestingarútgjalda hins opinbera. Samanlagt jukust opinber útgjöld í þjóðhagsreikningum

um 3,3% sem var í takt við spá bankans. Horfur eru á að samneyslan aukist um 3,2% á árinu öllu og að framlag hennar til hagvaxtar verði 0,8 prósentur (mynd IV-13). Yrði það þriðja árið í röð sem samneyslan eykst um meira en 3% milli ára. Í nýrri fjármálaáætlun eru áformaðar aðhaldsaðgerðir hjá ríkinu og virðast þær ætla að ganga eftir þar sem vöxtur samneysluútgjalda ríkissjóðs er innan við 2% það sem af er ári. Hins vegar er mun meiri vöxtur hjá sveitarfélögum og Almennatryggingum.

Horfur eru á tæplega 4% samdrætti í fjárfestingu hins opinbera á þessu ári. Sá samdráttur skýrist af því að fjárfesting hins opinbera jókst mikið í fyrra þegar Hvalfjarðargöng færðust úr einkaeign í eigu hins opinbera. Sé litið framhjá þessum áhrifum er áætlað að opinber fjárfesting aukist um 5,7% í ár. Áætlað er að hlutfall fjárfestingar hins opinbera af landsframléiðslu nái í fyrsta sinn í áratug aftur sama stigi og það var á fyrir fjármálakreppuna.

Minni afgangur á frumjöfnuði ríkissjóðs í ár en í fyrra

Samkvæmt tölum Hagstofunnar var heildarafgangur af rekstri ríkissjóðs 0,9% af landsframléiðslu í fyrra sem er 0,4 prósentum minni afgangur en bráðabirgðatölur höfðu gefið til kynna. Í ár er gert ráð fyrir að afgangurinn minnki niður í 0,4% af landsframléiðslu sem er 0,5 prósentum minni afgangur en í fyrra (mynd IV-14). Á sama tíma er gert ráð fyrir að frumjöfnuður minnki í 1,9% af landsframléiðslu. Þetta er lakari afkoma en spáð var í málfleiti *Peningamála* þegar síðast var lagt mat á aðhaldsstig ríkisfjármála. Breytinguna í afkomuspánni má að langmestu leyti rekja til ofangreindrar breytingar á afkomu síðasta árs og þeirra grunnáhrifa sem hún hefur.

Horfur á að slakni á aðhaldsstigi ríkisfjármála á spátímanum

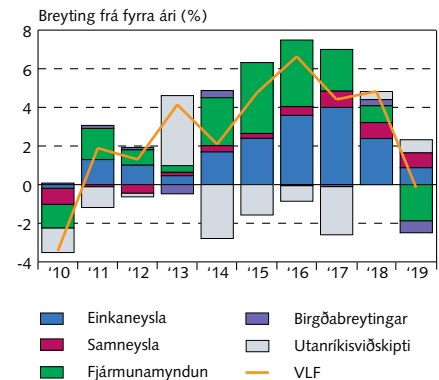
Að teknu tilliti til hagsveiflunnar er gert ráð fyrir að frumjöfnuður versni um 0,2% af landsframléiðslu í ár sem er svipað og gert var ráð fyrir í maí (mynd IV-15). Slökun aðhalds árið 2020 endurspeglar þær sértæku aðgerðir í fjármálaáætlun sem ákveðnar voru í tengslum við kjarasamninga á almennum markaði í vor. Felast þær í auknum útgjöldum og lækkun skatta (nánari umfjöllun um fjárlagafrumvarpið er í rammagrein 3). Matið á aðhaldsstigi ríkisfjármála á spátímanum breytist því lítið frá fyrra mati bankans. Samkvæmt grunnspánni halda skuldir hins opinbera áfram að lækka og verða innan viðmiðs skulda-reglu laga um opinber fjármál í lok spátímans.

Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

Samdráttur vöru- og þjónustuútflytninga á öðrum ársfjórðungi sá mesti í áratug

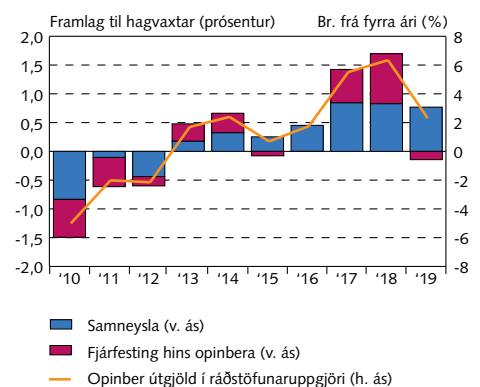
Útflutningur á vöru og þjónustu dróst saman um 6,9% milli ára á öðrum ársfjórðungi en á fyrri hluta ársins nam samdrátturinn 2,8% sem er lítilliga minni samdráttur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans (mynd IV-16). Þjónustuútflytningur dróst saman um 9,2% á fyrri hluta ársins en þar vegur samdráttur í útflytningi tengdum ferðaþjónustu þungt. Hann má að langmestu leyti rekja til gjaldþrots flugfélagsins WOW Air og minni aukningu sætaframboðs Icelandair vegna kyrrsetningar nýrra Boeing 737 Max-þota þeirra. Einnig drógust

Mynd IV-12
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2019¹



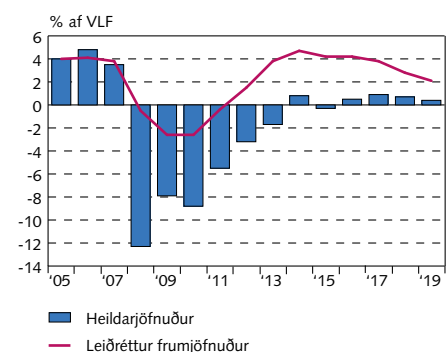
1. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13
Samneysla og fjárfesting hins opinbera
2010-2019¹



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

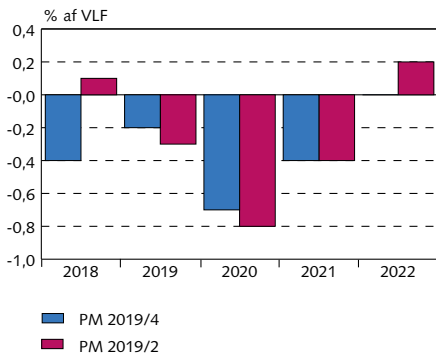
Mynd IV-14
Afkoma ríkissjóðs 2005-2019¹



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

Mynd IV-15

Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði rikissjóðs 2018-2022¹

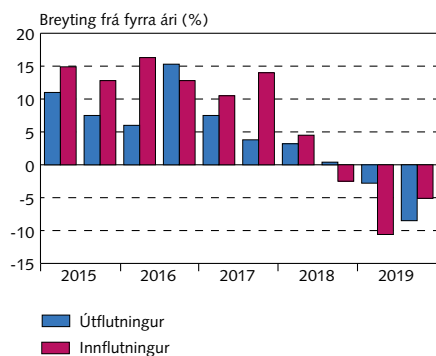


1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisliðum. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022.
Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-16

Út- og innflutningur vöru og þjónustu¹

1. árshluti 2015 - 2. árshluti 2019

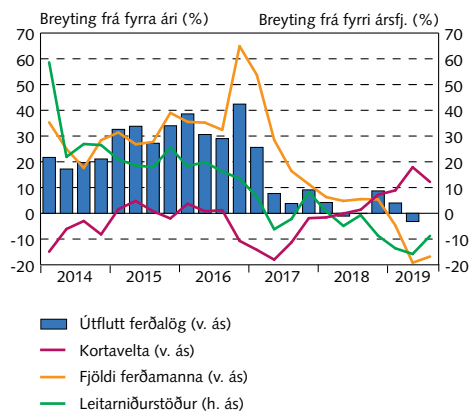


1. Grunnspá Seðlabankans seinni hluta 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-17

Vísendingar um umsvif í ferðaþjónustu¹

1. ársfj. 2014 - 3. ársfj. 2019



1. Útflutt ferðalög eru á föstu verðlagi og kortavelta á hvern ferðamann (án farþegaflutninga og opinberra gjalda) er staðvært með vitisútlit neysluverðs. Fjöldi ferðamanna út frá brottförum erlendrar farþega um Keflavíkurflugvöll. Leitarniðurstöður út frá þáttalíkani sem tekur saman tíoni firm ólíkra leitarniðurstöðna sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google-leitarvélinni (árstíðarleiðrétt, tveggja ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal).
Heimildir: Ferðamálastofa, Google Trends, Hagstofa Íslands, Isavia, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

útflutningstekjur af erlendum ferðamönnum hér á landi saman en á móti mikilli fækkun ferðamanna vó umtalsverð aukning meðalútgjalda á hvern ferðamann.

Vöruútflutningur dróst saman um 2,9% á öðrum ársfjórðungi einkum vegna mikils samdráttar útflutnings sjávarafurða þar sem engar aflaheimildir voru gefnar út fyrir loðnu í ár. Útflutningur á áli dróst einnig saman milli ára en á móti jókst útflutningur á ýmsum iðnaðarvörum. Þrátt fyrir samdrátt vöruútflutnings á öðrum fjórðungi mældist rúmlega 3% aukning vöruútflutnings milli ára á fyrri hluta ársins. Aukningin skýrist hins vegar að umtalsverðu leyti af útflutningi skipa og flugvéla sem má að mestu leyti rekja til sölu flugvéla úr rekstri WOW Air. Án útflutnings á skipum og flugvélum mældist 7,1% samdráttur útflutnings vöru og þjónustu á fyrri hluta ársins.

Samdráttur í ferðaþjónustu nær hámarki á seinni hluta ársins ...

Miðað við þróun útgjalda erlendra ferðamanna hér á landi eru horfur á að útflutt ferðalög dragist enn frekar saman á seinni hluta ársins en þó minna en spáð var í ágúst. Erlendum ferðamönnum fækkaði um 17% milli ára á þriðja ársfjórðungi sem er heldur minni fækkun en á öðrum fjórðungi og minni en gert var ráð fyrir í ágústspánni (mynd IV-17). Á sama tíma benda kortaveltutölur til þess að meðaleyðsla ferðamanna hafi aukist nokkuð umfram það sem þá var gert ráð fyrir. Aðrar vísendingar benda einnig til þess að tekjur ferðaþjónustunnar hafi dregist minna saman en ætla mætti út frá fækkun ferðamanna. Landamærarannsókn Ferðamálastofu og Hagstofunnar bendir t.d. til þess að ferðamenn dvelji að meðaltali lengur á landinu. Þá fjölgaði gistináttum erlendra ferðamanna á hótélum um 0,7% milli ára á þriðja fjórðungi en á móti vegur þó samdráttur á öðrum gistimöguleikum. Einnig fækkaði gistináttum erlendra ferðamanna í heild mun minna en sem nam fækkun ferðamanna á fyrri helmingi ársins. Aukna ásókn í hótलगistingu og meiri veltu á hvern ferðamann má mögulega rekja til þess að samsetning ferðamanna sem koma til landsins hefur breyst sem og neysluhegðun þeirra í kjölfar hlutfallslega minni umsvifa lág-gjaldaflugfélaga á Keflavíkurflugvelli. Þá bendir fjöldi Google-leita tengdra Íslandsferðum til þess að áhugi á Íslandi sé mögulega að aukast á ný.

Horfur um flugsamgöngur hafa hins vegar versnað og óvissa um þær er ennþá mikil. Helstu hagvísar fyrir þriðja ársfjórðung, sem er háannatími í ferðaþjónustu á Íslandi, sýna heldur meiri samdrátt útflutningstekna af flugsamgöngum hjá innlendum félögum en búist var við í ágúst sakir meiri lækkunar flugfargjalda og lægra nýtingarhlutfalls. Flugferðum til og frá landinu fækkaði alls um 29% milli ára á þriðja fjórðungi ársins. Á móti minna sætaframboði innlendra flugfélaga kom hins vegar aukning á sætaframboði erlendra flugfélaga. Búist er við að sætaframboð til og frá Keflavíkurflugvelli verði 22% minna á næstu tveimur ársfjórðungum en á sama tíma í fyrra (mynd IV-18). Þar vegur aukið framboð erlendra flugfélaga á móti minna framboði flugsæta hjá innlendum flugfélögum og stefnir markaðshlutdeild erlendra félaga að öðru óbreyttu í að vera liðlega þriðjungur í vetraráætlun Keflavíkurflugvallar. Áhrifa kyrrsetningar MAX-þota Icelandair gætir ennþá í áætlun þeirra og óvissa um flotamál félagsins ásamt

verri efnahagshorfum á heimsvísu gera það að verkum að spáin fyrir útfluttar samgöngur hefur verið færð niður í ár og fyrir næsta ár. Á heildina litið er því útlit fyrir að það bæti í samdrátt í ferðapjónustu á seinni helmingi þessa árs og að í heild dragist útflutt þjónusta saman um tæplega 12% á árinu öllu en í ágúst var gert ráð fyrir liðlega 11% samdrætti.

... og vöruútflutningur vex hægar á árinu

Auk meiri samdráttar í þjónustuútflutningi er nú búist við heldur hægari vexti vöruútflutnings en spáð var í ágúst. Vöruútflutningur á fyrri helmingi ársins var lítilla meiri en búist var við í ágúst en bráðabirgðatölur utanríkisviðskipta fyrir þriðja ársfjórðung benda til mun meiri samdráttar en þá hafði verið gert ráð fyrir. Þar vegur þyngst meiri samdráttur í útflutningi áls vegna framleiðsluvandamála í innlendri álframleiðslu í sumar og að útlit er fyrir að samdráttur í útflutningi sjávarafurða á seinni helmingi ársins verði meiri en þá var spáð. Á móti vegur að gert er ráð fyrir meiri vexti í öðrum vöruútflutningi, einkum eldisfiski og tæknibúnaði fyrir sjávarútveg og matvælaframleiðslu.

Á heildina litið er gert ráð fyrir að útflutningur á vöru og þjónustu dragist saman um 5,8% í ár en í ágúst var talið að samdrátturinn yrði 5,1% (mynd IV-19).

Mesti samdráttur innflutnings á einum fjórðungi í áratug ...

Innflutningur á vöru og þjónustu dróst saman um 12,4% milli ára á öðrum ársfjórðungi sem er mesti samdráttur sem mælt hefur í áratug. Þetta kemur í kjölfar 8,4% samdráttar á fyrsta fjórðungi en samtals var samdrátturinn á fyrri hluta ársins 10,6% (mynd IV-16 hér að ofan). Mestu munar um verulegan samdrátt rekstrarleigu á flugvélum en einnig drógust útgjöld Íslendinga á ferðalögum erlendis meira saman en gert var ráð fyrir í ágúst. Minni umsvif í ferðapjónustu höfðu einnig áhrif á vöruinnflutning, sérstaklega eldsneytisinnflutning og innflutning á flutningatækjum (þ.á m. bílaleigubílum) sem dróst saman um nær fimmtung milli ára á öðrum ársfjórðungi. Áhrifa minnkandi fjárfestingarumsvifa og hægari vaxtar einkaneyslu gætir einnig í innflutningi á fjárfestingarvörum og öðrum varanlegum og hálfvaranlegum neysluvörum sem drógust saman um tæpan fimmtung á öðrum ársfjórðungi. Bráðabirgðatölur vöruskipta benda til þess að dregið hafi úr samdrætti innflutnings á þriðja ársfjórðungi og útlit er fyrir að innflutningur vöru og þjónustu dragist saman um 7,8% á árinu í heild sem er 2,4 prósentum meiri samdráttur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans (mynd IV-20). Vegur þar þyngst meiri samdráttur í ferðalagalið innfluttrar þjónustu.

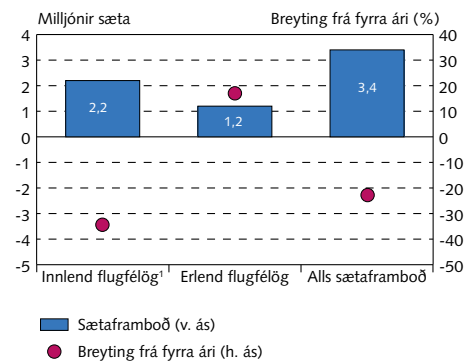
... og horfur á meiri viðskiptaafgangi í ár

Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum var 3% af landsframleiðslu á fyrri hluta þessa árs sem er meiri afgangur en gert var ráð fyrir í ágúst og jafnframt meiri afgangur en á sama tíma í fyrra þegar hann var einungis 0,2% af landsframleiðslu. Áætlað er að afgangurinn verði 3,6% af landsframleiðslu á árinu öllu sem er 0,4 prósentum meiri afgangur en búist var við í ágúst. Meiri afgangur af þjónustuviðskiptum, einkum vegna minni innflutnings, er helsta ástæða þess að afgangur af vöru-

Mynd IV-18

Sætaframboð til og frá Keflavík

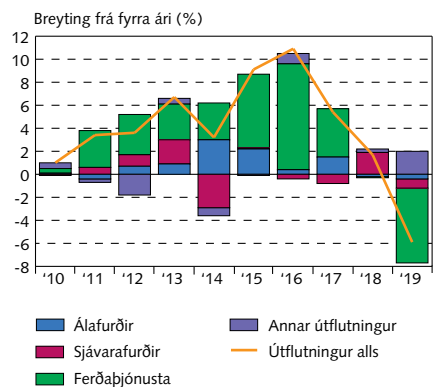
1. október 2019 - 28. mars 2020



1. Skv. flugáætlun ISAVIA gerir Ícelandair ráð fyrir MAX-þotnum í janúar 2020. WOW Air varð gjaldþrota 28. mars 2019.
Heimildir: ISAVIA, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-19

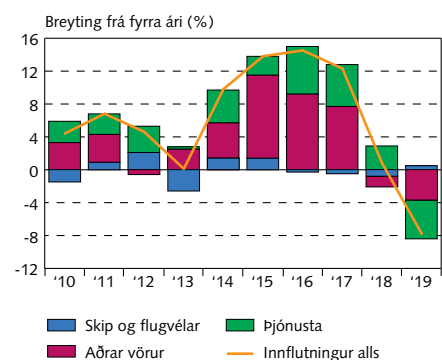
Útflutningur og framlag undirliða 2010-2019¹



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

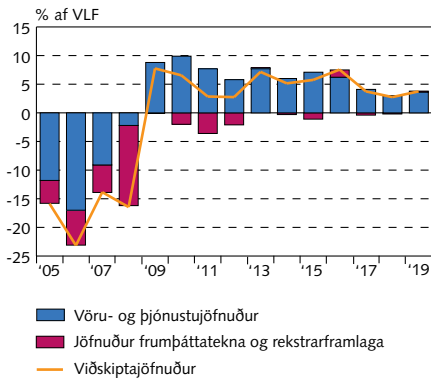
Mynd IV-20

Innflutningur og framlag undirliða 2010-2019¹



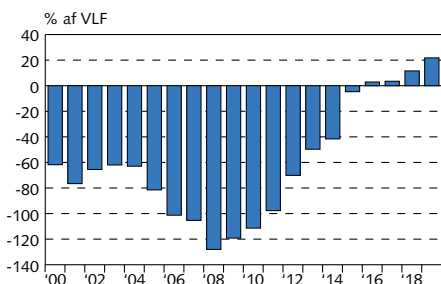
1. Vegna keðjutengingar getur verið að summa undirliðanna sé ekki jöfn heildarinnflutningi. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-21

Viðskiptajöfnuður 2005-2019¹

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

Mynd IV-22

Hrein erlend staða þjóðarbúsins 2000-2019¹

1. Undirliggjandi hrein erlend staða 2008-2014. Staðan í lok 2. ársfjórðungs fyrir árið 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

og þjónustuviðskiptum verður meiri en áður var spáð en á móti vega lakari viðskiptakjör og verri horfur um vöruútflutning.

Útlit er fyrir að afgangur á viðskiptajöfnuði aukist á nýjan leik á þessu ári eftir að hafa minnkað undanfarin tvö ár. Afgangurinn var 3,6% af landsframleiðslu á fyrri helmingi þessa árs og gert er ráð fyrir að hann verði 3,8% á árinu öllu sem er jafn mikill afgangur og var árið 2017 (mynd IV-21). Samsetning afgangins er hins vegar ólík þar sem afgangur á þjónustujöfnuði hefur minnkað en á móti hefur dregið úr halla á vöruviðskiptum. Að einhverju leyti má rekja minni halla á vöruviðskiptum til sölu flugvéla WOW Air en samdráttur vöruinnflutnings hefur einnig ágerst eftir því sem liðið hefur á árið í takt við hægari efnahagsumsvif og lægra raungengi. Þá hefur jöfnuður frumpáttatekna að rekstrarframlögum meðtöldum snúist yfir í afgang eftir að hafa verið í halla undanfarin tvö ár.

Gangi spáin eftir yrði árið í ár það ellefta í röð þar sem afgangur mælist á viðskiptajöfnuði sem er lengsta tímabil samfellds viðskiptaafgangs hér á landi. Viðvarandi viðskiptaafgangur endurspeglar að stærstu leyti aukningu innlends sparnaðar eftir að fjármálakreppan skall á fyrir liðlega áratug. Þjóðhagslegur sparnaður hefur verið um 25½% af landsframleiðslu undanfarin fimm ár en horfur eru á að hann minnki í 24½% í ár. Þessi mikli viðskiptaafgangur, ásamt uppgjöri fallinna fjármálfyrirtækja og stöðugleikaframlögum þeirra, hefur leitt til þess að hrein erlend staða þjóðarbúsins er nú orðin jákvæð um 21,8% af landsframleiðslu og hefur sögulega aldrei verið betri (mynd IV-22).

V Vinnumarkaður og nýting framleiðslupáttta

Heildarvinnustundum fækkaði milli ára á þriðja fjórðungi ársins í samræmi við ágústspá bankans. Hlutfall starfandi lækkaði og atvinnuþátttaka minnkaði en atvinnuleysi breyttist lítið eftir að hafa aukist töluvert á öðrum ársfjórðungi. Niðurstöður könnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins benda til þess að störfum muni áfram fækka næsta misserið en svo virðist sem dregið hafi úr svartsyni stjórnenda. Talið er að heildarvinnustundum muni fækka í ár í stað þess að fjölga eins og gert var ráð fyrir í ágústspánni en horfur um þróun atvinnuleysis hafa lítið breyst. Fyrirtækjum sem töldu sig búa við skort á starfsfólki fjölgaði í fyrsta sinn frá vorkönnuninni í fyrra og vísbendingar eru um að nýting framleiðslupáttta sé smám saman að aukast á ný eftir slakann sem myndaðist í kjölfar nýlegra efnahagsáfalla.

Vinnumarkaður

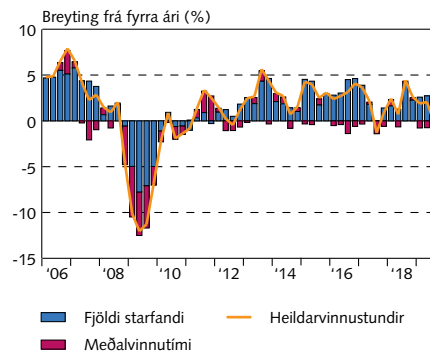
Heildarvinnustundum fækkaði á þriðja ársfjórðungi ...

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fækkaði heildarvinnustundum um 0,4% milli ára á þriðja fjórðungi ársins sem er svipuð fækkun og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Starfandi fólki fækkaði einnig um 0,4% milli ára en meðalvinnuvikan var svipuð og fyrir ári (mynd V-1). Tölur um fjölda launafólks á staðgreiðsluskrá sýna sambærilega þróun en samkvæmt þeim fækkaði starfandi fólki (án þeirra sem eru í fæðingarorlofi eða með reiknað endurgjald) um 1,3% milli ára í ágúst. Fækkun starfa virðist ná til flestra atvinnugreina en á móti hefur störfum í opinberri þjónustu, þ.e. opinberri stjórnsýslu, fræðslustarfsemi og heilbrigðis- og félagsþjónustu, fjölgað töluvert. Þeim fór að fjölga um svipað leyti og hægja tók á fjölgun starfa í ferðaþjónustu í byrjun árs 2017. Í ágúst var ársfjölgun þeirra álíka mikil og fækkun starfa í ferðaþjónustutengdum greinum yfir sama tímabil (mynd V-2). Fjölgun starfa í opinberri þjónustu hefur því vegið töluvert á móti fækkun annarra starfa en óvíst er hve lengi það getur varað.

... og atvinnuleysi hefur aukist nokkuð frá því í byrjun árs

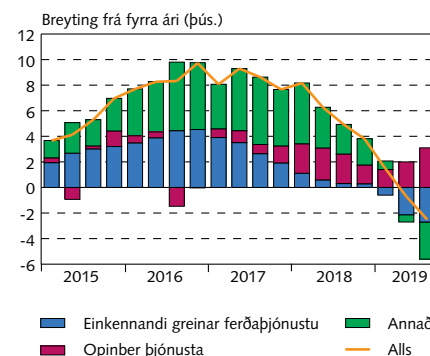
Fækkun starfa á þriðja ársfjórðungi kom fram í lækkan á hlutfalli starfandi fólks. Útlit er fyrir að hlutfallið lækki um 1½ prósentu í ár sem yrði þá þriðja árið í röð sem það lækkar. Samkvæmt árstíðarleiðréttum tölum VMK var hlutfall starfandi 77,7% á fjórðungnum sem er 0,5 prósentum lægra en það var á fjórðungnum á undan. Þá minnkaði atvinnuþátttaka á sama tíma um 0,4 prósentur og var 80,9%. Bæði hlutfall starfandi og atvinnuþátttaka voru því 1 prósentu undir langtímaeðaltali sínu á fjórðungnum. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi minnkaði því um 0,1 prósentu milli fjórðunga og var 3,7%. Það hafði þó aukist um 0,6 prósentur frá fyrsta ársfjórðungi áður en flugfélagið WOW Air varð gjaldþrota. Skráð atvinnuleysi mældist einnig 3,7% á þriðja ársfjórðungi, leiðrétt fyrir árstíð, sem er lítilliga meira en á fjórðungnum á undan (mynd V-3). Það jókst um rúmlega 1 prósentu á fyrstu fimm mánuðum ársins en nærri 2/3 hlutar aukningarinnar komu í kjölfar falls WOW Air. Frá því í maí og út september hefur skráð atvinnuleysi hins vegar haldist óbreytt. Horfur fyrir það sem eftir lifir

Mynd V-1
Atvinna og vinnutími¹
1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2019



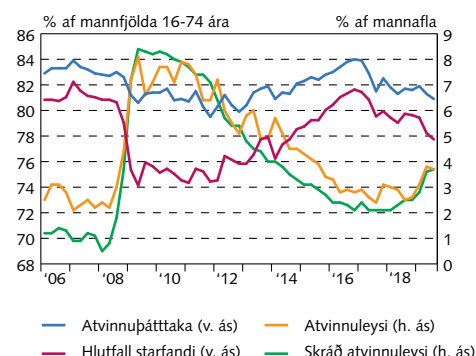
1. Ársfjórðungsleg meðaltöl mánaðarlegra gagna.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-2
Fjöldi starfandi fólks skv. staðgreiðsluskrá¹
1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2019



1. Fjöldi fólks á staðgreiðsluskrá á öllum aldri án þeirra sem eru með reiknað endurgjald og þeirra sem eru í fæðingarorlofi. Opinber þjónusta samanstendur af opinberri stjórnsýslu, fræðslustarfsemi og heilbrigðis- og félagsþjónustu. Þriðji ársfjórðungur 2019 sýnir gildi fyrir ágústmánuð. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-3
Atvinnuleysi, hlutfall starfandi og atvinnuþátttaka¹
1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2019

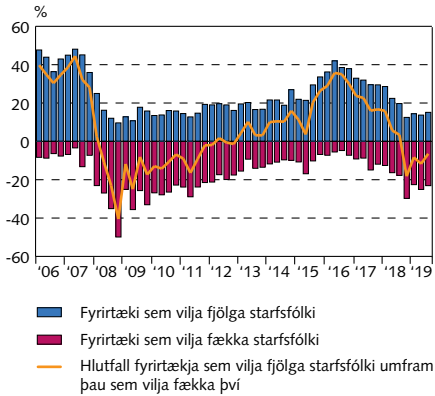


1. Árstíðarleiðréttar tölur. Skráð atvinnuleysi er árstíðarleiðrétt af Seðlabankanum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

Fyrirtæki sem hyggja á starfsmanna-
breytingar á næstu 6 mánuðum¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2019

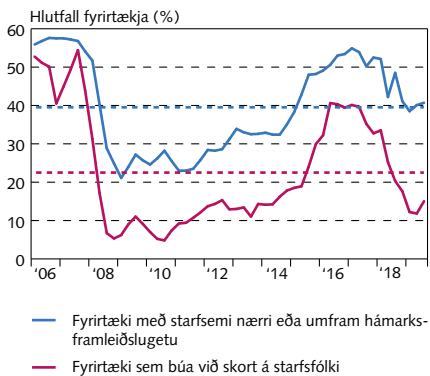


1. Árstíðarleiðréttar tölur.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Nýting framleiðslupáttanna¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2019

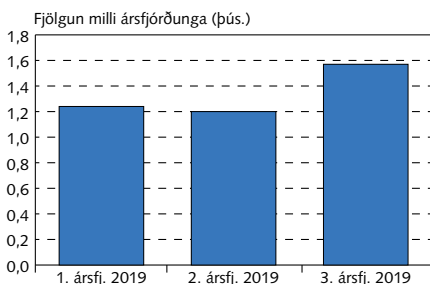


1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðslupáttanna eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Árstíðarleiðréttar tölur. Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilsins.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6

Erlendir ríkisborgarar búsettir á landinu¹

1. ársfj. 2019 - 3. ársfj. 2019



1. Útreikningar byggjast á fjölda erlendra ríkisborgara við lok ársfjórðungs.
Heimild: Þjóðskrár Íslands.

ársins hafa lítið breyst frá ágústspánni en samkvæmt grunnspánni verður atvinnuleysi komið upp fyrir 4% undir lok ársins en tekur svo að minnka á ný er líður á næsta ár. Eins og í ágúst er talið að það verði 3,7% að meðaltali í ár.

Áfram er útlit fyrir fækkun starfa en dregið hefur úr svartsýni stjórnenda

Samkvæmt árstíðarleiðrétum niðurstöðum haustkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins var munur á hlutfalli fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki og þeirra sem vildu fækka neikvæður um 7 prósentur (mynd V-4). Stjórnendur voru því heldur minna svartsýnir en þeir voru í sumarkönnuninni þegar munurinn var neikvæður um 12 prósentur. Verulega dró úr svartsýni í sjávarútvegi og samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu milli kannana. Í sumarkönnuninni var munurinn neikvæður um 19 prósentur í sjávarútvegi en um 16 prósentur í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu. Hins vegar vildu álíka margir stjórnendur fjölga starfsfólki og fækka því í báðum atvinnugreinum í haustkönnuninni. Stjórnendur í byggingastarfsemi og veitum og í verslun voru heldur svartsýnir en í sumar. Útlit er fyrir að störfum geti fækkað töluvert í þessum atvinnugreinum sem og í fjármálastarfsemi en hjá þeim var munurinn neikvæður á bilinu 25-28 prósentur.

Í meginatriðum endurspeglar grunnspáin niðurstöður haustkönnunar Gallup. Samkvæmt spánni fækkar störfum út þetta ár en tekur síðan að fjölga á ný á næsta ári. Spáin gerir einnig ráð fyrir að fyrirtæki muni leitast við að hagræða í rekstri með því að stytta vinnutíma fólks. Heildarvinnustundum fækkar því um 0,1% milli ára í ár en í ágúst hafði verið gert ráð fyrir að þeim myndi fjölga um 0,2%.

Vísbendingar um nýtingu framleiðslupáttanna

Hlutfall fyrirtækja sem býr við skort á starfsfólki hækkar en er enn undir sögulegu meðaltali

Sé leiðréttt fyrir árstíð töldu 15% stjórnenda vera skort á starfsfólki sem er lítillega hærra hlutfall en í sumarkönnuninni (mynd V-5). Er þetta í fyrsta sinn frá vorkönnuninni í fyrra sem fyrirtækjum sem telja sig búa við skort á starfsfólki fjölga milli kannana. Skortur var áfram mestur í ýmissi sérhæfðri þjónustu þar sem fjórðungur stjórnenda taldi sig búa við skort. Þá var hann næst mestur í sjávarútvegi þar sem hlutfallið hækkaði um 17 prósentur milli kannana og mældist 21%. Sárafair í verslun töldu að það væri skortur á starfsfólki og enginn stjórnandi í fjármála- og tryggingastarfsemi var sömu skoðunar. Að sjávarútvegi undanskildum var hlutfall þeirra sem töldu skort á starfsfólki undir langtímameðaltali í öllum atvinnugreinum.

Þótt störfum fækki fjölga erlendu vinnuafla enn

Tölur Þjóðskrár Íslands um fjölda erlendra ríkisborgara sem búsettir eru á landinu benda til þess að erlendu vinnuafla fjölgi enn. Á þriðja ársfjórðungi fjölgaði þeim um tæplega 1.600 manns milli fjórðunga, heldur meira en á fyrstu tveimur fjórðungum ársins (mynd V-6). Starfsmönnum starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja fjölgaði lítillega en þeir voru tæplega 1.300 í september eða 0,6% af vinnuaflinu. Hins vegar hefur áfram hægt á útgáfu nýrra

tímabundinna atvinnuleyfa en þeim fækkaði um tæplega 80 milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins.

Framleiðni vinnuafis nær óbreytt milli ára

Endurskoðun þjóðhagsreikninga í september leiddi til óverulegra breytinga á sögulegri þróun landsframleiðslunnar og þar með framleiðniþróun liðinna ára. Þrátt fyrir óbreyttar hagvaxtarhorfur í ár er hins vegar útlit fyrir heldur hagfelldari framleiðniþróun en gert var ráð fyrir í ágúst sem skýrist af fyrrgreindri endurskoðun á þróun heildarvinnustunda. Nú er talið að framleiðni vinnuafis minnki um 0,1% í ár í stað 0,4% eins og spáð var í ágúst (mynd V-7). Hlutfall fjármagnsstofns og heildarvinnustunda fyrir liðandi ár er áþekkt og í ágústspánni og því skýrist munurinn að mestu leyti af minna neikvæðu framlagi fjölþáttaframleiðni.

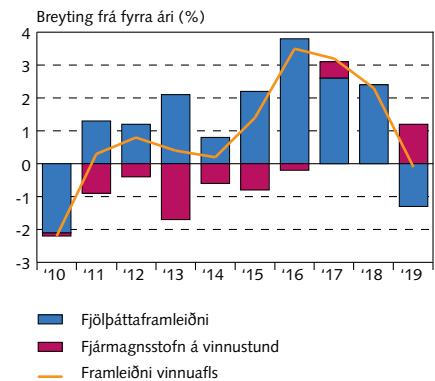
Smávægilegur framleiðsluslaki í ár sem hverfur á næsta ári

Samkvæmt haustkönnun Gallup taldi 41% stjórnenda fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Hlutfallið var lítið breytt frá sumarkönnuninni og hefur verið nálægt langtímameðaltali sínu frá haustkönnuninni í fyrra. Tæplega þrjár af hverjum fimm stjórnendum í ýmissi sérhæfðri þjónustu töldu sig eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn en nálægt einn af hverjum fjórum stjórnendum í verslun, fjármálastarfsemi og samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu voru sömu skoðunar.

Svo virðist sem hægt og bitandi sé að draga úr svartsýni í kjölfar þeirra efnahagsáfalla sem dundu á þjóðarbuínu í upphafi árs. Munur á væntingum heimila og fyrirtækja til efnahagsástandsins eftir sex mánuði og mati þeirra á núverandi ástandi hefur t.d. minnkað nokkuð það sem af er ári (mynd V-8). NF-vísitalan, sem tekur saman fjölmargar vísbendingar um nýtingu framleiðslupáttá, hækkaði einnig nokkuð á þriðja fjórðungi ársins og hefur hækkað tvo fjórðunga í röð (mynd V-9), sem er vísbending um að efnahagssamdrátturinn gæti orðið tiltölulega skammvinnur. Líkt og í ágúst er talið að framleiðsluspennan sé horfin og að smávægilegur slaki myndist í lok þessa árs. Gert er ráð fyrir að hann nái hámarki um mitt næsta ár en verði horfinn undir lok ársins.

Mynd V-7

Framleiðni vinnuafis og undirliggjandi þættir 2010-2019¹

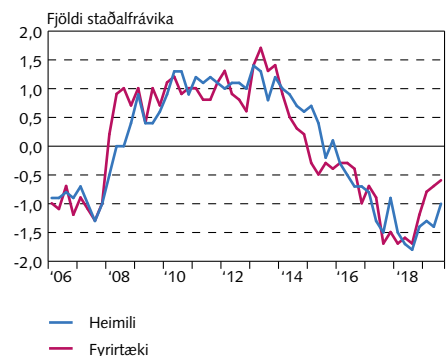


1. Framleiðni vinnuafis er metin sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Fjölþáttaframleiðni er metin sem frávik VLF frá því framleiðslustigi sem fæst með fullri nýtingu framleiðslupáttá út frá framleiðslufalli þjóðhagslíkans Seðlabankans. Grunnspá Seðlabankans 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki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

Mynd V-8

Munur á væntingum til næstu 6 mánaða og mats á núverandi efnahagsástandi¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2019

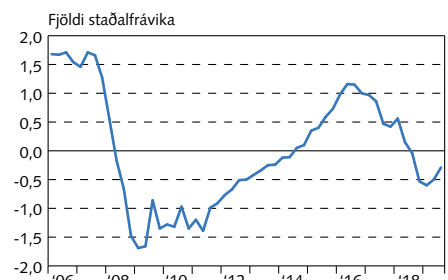


1. Mælingar á væntingum heimila koma úr mánaðarlegum niðurstöðum væntingavísitölu Gallup og sýna stöðuna við lok ársfjórðungs en væntingar fyrirtækja eru úr ársfjórðungslegri viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Vísitala fyrir mat á núverandi efnahagsástandi er dregin frá vísitölu væntinga til næstu 6 mánaða. Frávik frá meðaltali tímabilsins.
Heimild: Gallup.

Mynd V-9

NF-vísitalan¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2019



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

VI Verðbólga

Verðbólga mældist 2,8% í október og hefur hjaðnað frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Undirliggjandi verðbólga hefur hins vegar verið þrálátari og er meiri en mæld verðbólga. Framlag húsnæðisliðarins hefur minnkað og dregið hefur úr hækkun innflutningsverðs. Þrátt fyrir hátt launahlutfall eru horfur á að smám saman dragi úr innlendum verðbólguþrýstingi: færri fyrirtæki vænta þess að hækka afurðaverð á næstunni og útlit er fyrir að launakostnaður á framleidda einingu hækki minna í ár en áður var talið. Verðbólguvæntingar hafa að sama skapi lækkað að undanfögnu og eru væntingar á markaði komnar í eða við verðbólguþrýsting.

Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga nálgast verðbólguþrýsting

Verðbólga hefur hjaðnað nokkuð undanfarna mánuði (mynd VI-1). Hún mældist 3,1% á þriðja ársfjórðungi sem var 0,1 prósentu minna en spáð var í ágúst. Helstu áhrifaþættir voru lækkan bensínverðs og flugfargjalda. Á móti vó verðhækkun almennrar þjónustu sem mátti að hluta rekja til árstíðarbundinna þátta líkt og verðhækkana veitinga- og kaffihúsa. Hækkun húsnæðisliðarins hafði einnig nokkur áhrif á vísitölu neysluverðs og skýrðist það af hækkun markaðsverðs húsnæðis (mynd VI-2). Vaxtaþátturinn í reiknaðri húsaleigu vó hins vegar upp á móti en hann hefur dregið úr verðbólgu að undanfögnu vegna lægri raunvaxtakostnaðar húsnæðislána í kjölfar lækkanar meginvaxta Seðlabankans. Ætla má að vegna þessa hafi vísitala neysluverðs mælst 0,2-0,3 prósentum lægri en ella.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,36% milli mánaða í október og ársverðbólga hjaðnaði í 2,8%. Hún hefur ekki mælst minni síðan í september 2018, áður en gengi krónunnar tók að lækka skarpt, einkum vegna erfiðleika í flugrekstri. Hækkun markaðsverðs húsnæðis hafði mest áhrif á þróun vísitölunnar í október. Undirlíðurinn „ferðir og flutningar“ hækkaði einnig nokkuð milli mánaða, einkum vegna verðhækkunar á nýjum bílum og flugfargjöldum. Mikil samkeppni í framboði ferða til og frá Íslandi virðist hafa dregið úr möguleikum annarra flugfélaga til þess að hækka flugfargjöld í kjölfar gjaldþrots WOW Air en hækkunin frá því í mars sl. hefur numið tæplega 6% og eru flugfargjöld rúmlega 1% hærri en fyrir ári.

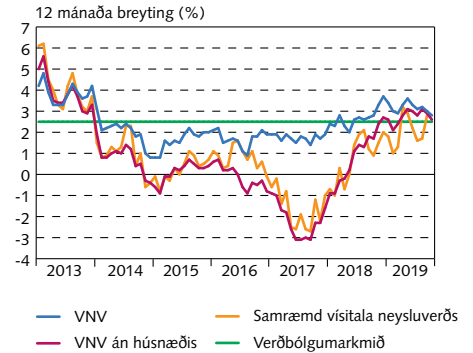
Verðbólga án húsnæðis mældist 2,6% í október og hefur einnig hjaðnað frá útgáfu síðustu *Peningamála*. Munurinn á verðbólgu með og án húsnæðis er því lítil um þessar mundir. Verðbólga miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna sem undanskilur einnig kostnað vegna eigin húsnæðis var 2,8% í september.

Undirliggjandi verðbólga og aðrar vísbendingar um verðbólguþrýsting

Undirliggjandi verðbólga er meiri en mæld verðbólga

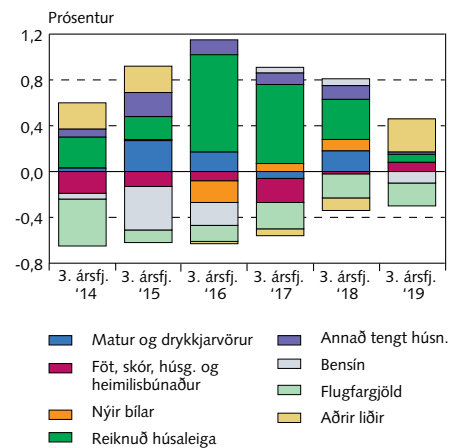
Þróun mældrar verðbólgu og undirliggjandi verðbólgu hefur verið áþekkt undanfarn misseri en síðan í haust hefur haldur skilið á milli.

Mynd VI-1
Verðbólga á ýmsa mælikvarða
Janúar 2013 - október 2019



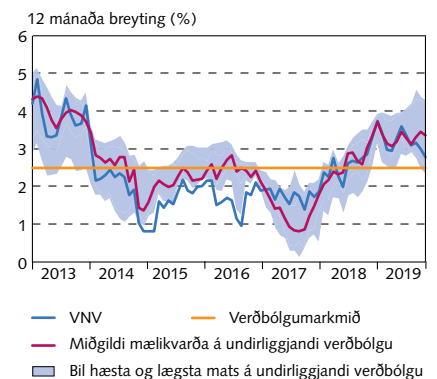
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-2
Áhrif undirlíða vísitölu neysluverðs á þriðja ársfjórðungi 2014-2019



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-3
Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2013 - október 2019

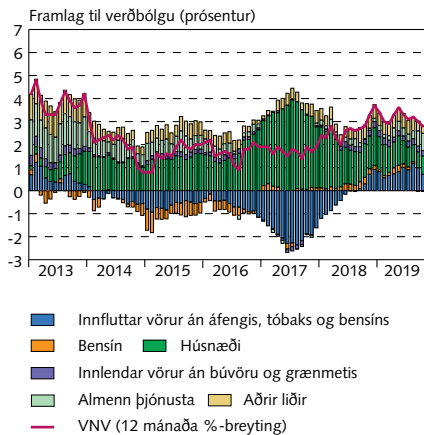


1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruhlíða, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána eru undanskilin) og tölfræðilegum mælikvörðum (vegð miðgildi, klippt meðaltal, kvikt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-4

Undirlíðir verðbólgu

Janúar 2013 - október 2019

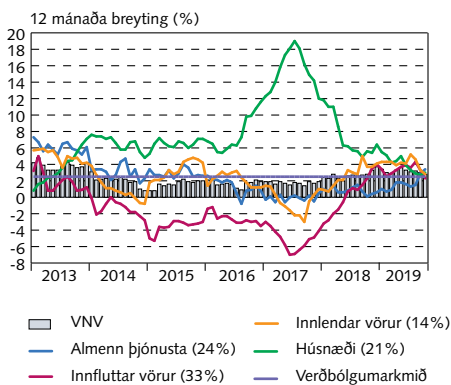


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-5

Innlend og innflutt verðbólga¹

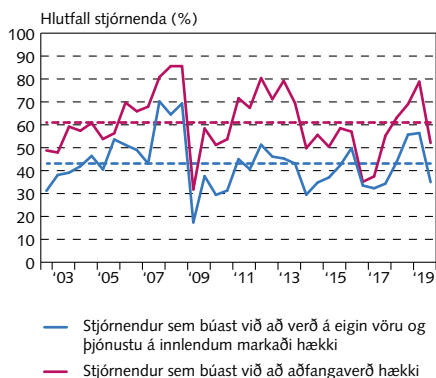
Janúar 2013 - október 2019



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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-6

Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð næstu 6 mánuði 2002-2019¹

1. Brotalínur sýna meðaltöl frá 2002.

Heimild: Gallup.

Undirliggjandi verðbólga var 3,4% í október miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða og er 0,6 prósentum meiri en mæld verðbólga (mynd VI-3). Það má að hluta til skýra með lækkun eldsneytisverðs í sumar en þróun bensínverðs er undanskilin í mati á undirliggjandi verðbólgu. Dreifing ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu hefur jafnframt aukist að undanfögnu sem bendir til aukinnar óvissu um matið.

Eins og fjallað er um í kafla III hefur dregið úr eftirspurn á fasteignamarkaði á sama tíma og framboð íbúða hefur aukist. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hefur hækkað um 2,6% sl. tólf mánuði og hefur dregið jafnt og þétt úr árhækkuninni það sem af er ári þótt hún hafi heldur aukist í október. Framlag hækkunar húsnæðisliðarins til verðbólgu hefur minnkað frá því í júlí en í október mátti rekja rúmlega fjórðung af ársverðbólgu til hans (mynd VI-4).

Innflutt verðbólga hefur hjaðnað á ný ...

Gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt frá útgáfu síðustu *Peningamála* og er lítillega lægra en fyrir ári. Innflutt verðbólga hefur hjaðnað undanfarna mánuði og hafði verð innfluttrar vöru í október hækkað um 2,3% frá fyrra ári (mynd VI-5). Árhækkunin virðist hafa náð hámarki í 4,3% í ágúst sl. og hefur dregið úr hækkun allra undirlíða innfluttrar vöru síðan þá. Athygli vekur að fyrirtæki virðast almennt ekki hafa velt ríflega 10% gengislækkun krónunnar haustið 2018 að fullu út í verðlag. Eins og fjallað er um í rammagrein 2 um niðurstöður nýlegrar könnunar á verðákvörðunum fyrirtækja eru vísendingar um að áhrif gengislækkunar krónunnar á verðlag séu minni nú en fyrir rúmlega áratug. Einnig benda niðurstöðurnar til þess að breytingar á gengi krónunnar hafi samhverfari áhrif á verðákvörðanir nú en áður. Ýmsir aðrir þættir hafa einnig dregið úr möguleikum og þörf fyrirtækja til þess að hækka verð í kjölfar kostnaðarhækkana undanfarna misseri eins og hjöðnun alþjóðlegrar verðbólgu, aukin samkeppni og hægari efnahagsumsvif. Til viðbótar hefur kjölfesta verðbólguvæntinga styrkst (sjá hér á eftir).

... og færri stjórnendur búast við að þurfa að hækka afurðaverð

Útlit er fyrir að dregið gæti úr innlendum verðbólguþrýstingi á næstu misserum samkvæmt niðurstöðum haustkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þar taldi rúmur þriðjungur stjórnenda að þörf væri á að hækka verð á eigin vöru og þjónustu á næstu sex mánuðum samanborið við rúmlega helming fyrirtækja í vorkönnuninni fyrr á þessu ári (mynd VI-6). Hlutfallið hefur ekki verið lægra í tvö ár. Jafnframt búast færri stjórnendur við hækkun aðfangaverðs á næstu sex mánuðum. Í könnuninni kom fram að um 60% stjórnenda telja að launakostnaður sé sá þáttur sem hefur mest áhrif til verðhækkunar á eigin afurðum eða töluvert færri en bæði í vor- og haustkönnuninni í fyrra (þær kannanir voru framkvæmdar áður en niðurstaða kjarasamninga á almennum vinnumarkaði lá fyrir). Tæplega þriðjungur stjórnenda nefndi að samkeppnisstaða og álagning hefði mest áhrif til verðlækkunar sem er nokkur fækkun frá því á sama tíma fyrir ári (mynd VI-7).

Vísendingar eru um að innlendir verðbólguþrýstingur hafi náð hámarki (mynd VI-8). Verð innletrar vöru í vísitölu neysluverðs hafði í október hækkað um 2,8% frá fyrra ári og hefur framlag hennar til verðbólgu minnkað síðan sl. sumar. Jafnframt hefur dregið lítillega úr ársþækkun framleiðsluverðs afurða sem seldar eru innanlands og mældist hún rúmlega 5% á þriðja ársfjórðungi. Hins vegar hefur framlag almennrar þjónustu til verðbólgu aukist undanfarna mánuði og er orðið svipað og framlag húsnæðisliðarins. Verð almennrar þjónustu hefur hækkað um 3,4% sl. tólf mánuði samanborið við 1,3% í júlí sl.

Launahlutfallið yfir sögulegu meðaltali

Hagstofa Íslands birti í september sl. endurskoðaðar tölur fyrir laun og launatengd gjöld. Samkvæmt nýju tölunum var launastig árána 1997-2018 að jafnaði 0,5% lægra en fyrri tölur gáfu til kynna. Endurskoðunin hafði þó ekki sömu áhrif á launabreytingar milli ára sem voru nánast þær sömu og áður. Þá voru jafnframt birtar endurskoðaðar tölur fyrir vergar þáttatekjur en þeim var ekki breytt í sama mæli. Því var launahlutfallið (þ.e. hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum) heilt á lítið lægra en áður var talið. Það mældist 63,7% í fyrra sem er 0,6 prósentum lægra en fyrri tölur sýndu. Þá var það 3,5 prósentum yfir tuttugu ára meðaltali (mynd VI-9).

Horfur fyrir launakostnað á framleidda einingu eru lítið breyttar

Þeir kjarasamningar sem gerðir hafa verið á árinu hafa komið fram í launavísitölu í takt við spár bankans og launaskrið verið svipað og þar var áætlað. Á þriðja fjórðungi ársins hækkaði launavísitalan um 0,6% milli fjórðunga og um 4,3% frá sama fjórðungi í fyrra (mynd VI-10). Heldur hefur dregið úr ársþækkun launa sem að hluta endurspeglar að ekki hafði verið samið í kjaradeilu opinberra starfsmanna og lítils hluta almenna markaðarins á þriðja ársfjórðungi. Stór hluti þeirra gerði samkomulag um frestun viðræðna fram yfir sumarið gegn eingreiðslu um mánaðamótin júlí og ágúst sl. Þær greiðslur mælast þó ekki í launavísitölunni þar sem hún tekur aðeins til reglulegra greiðslna sem gerðar eru upp um hver mánaðamót.

Þótt samið hafi verið við fáein undirfélög BHM seint í október hafa heildarsamningar opinberra starfsmanna tafist miðað við það sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Að öðru leyti hafa horfur um þróun launa lítið breyst. Talið er að laun á vinnustund hækki um 5,7% milli ársmeðaltala í ár en í ágúst var gert ráð fyrir 6,1% hækkun. Horfur um framleiðnivöxt hafa einnig batnað lítillega frá ágústspánni (sjá kafla V) og hækkar launakostnaður á framleidda einingu því minna í ár en spáð var í ágúst eða um 6,1% í stað 6,8%.

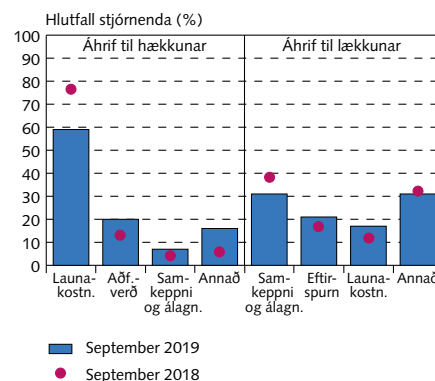
Verðbólguvæntingar

Skammtímaverðbólguvæntingar hafa lækkað á flesta mælikvarða ...

Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa lækkað á flesta mælikvarða frá því í ágúst. Samkvæmt haustkönnunum Gallup lækkuðu verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja til eins árs milli kannana. Heimilin vænta að verðbólga verði 3% að ári liðnu og verðbólguvæntingar fyrirtækja eru komnar í markmið. Verðbólguvæntingar

Mynd VI-7

Verðákvæðanir fyrirtækja¹

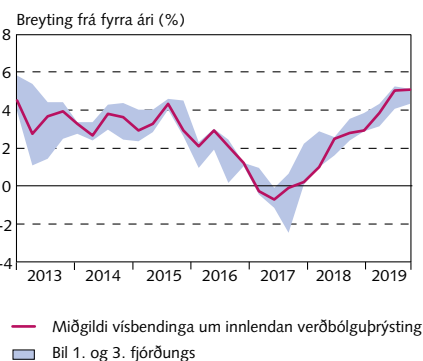


1. Svör stjórnenda við því hvaða þættir hafa mest áhrif á verðlagningu þeirra horft til næstu sex mánaða.
Heimild: Gallup.

Mynd VI-8

Innlendir verðbólguþrýstingur¹

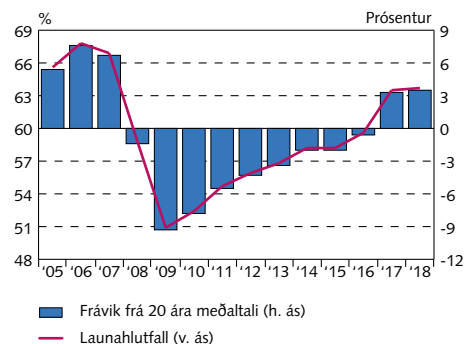
1. ársfj. 2013 - 3. ársfj. 2019



1. Skyggða svæðið inniheldur fimm vísendingar um innlenda verðbólguþrýsting. Vísendingarnar eru launakostnaður á framleidda einingu (hreyfanlegt meðaltal), verðvísitala VLF, verð almennrar þjónustu, verð innletrar vöru og framleiðsluverð afurða sem eru seldar innanlands. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2019 fyrir verðvísitölu VLF og launakostnað á framleidda einingu.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-9

Launahlutfall 2005-2018¹

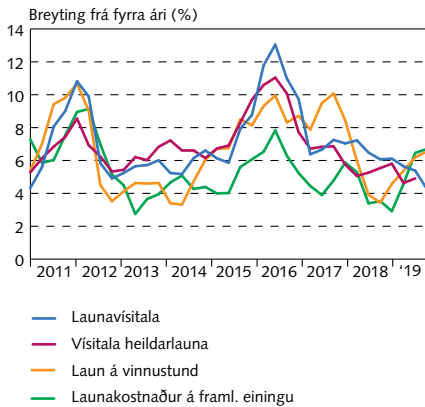


1. Hlutfall launa og launakostnaðar af vergum þáttatekjum. 20 ára meðaltal er 60,2% (1999-2018, 1997-grunnur).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-10

Laun á mismunandi mælikvarða¹

1. ársfj. 2011 - 3. ársfj. 2019



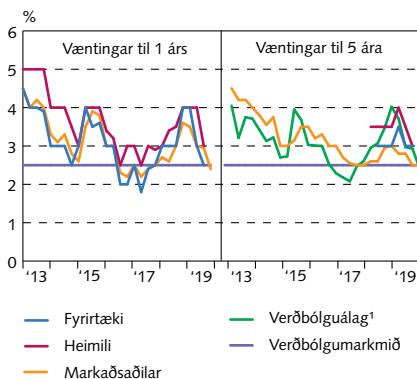
1. Laun á vinnustund byggjast á árstölum fyrir launahluta launa og launatengdra gjalda úr framleiðsluuppjöri í hlutfalli við heildarvinnustundir úr vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Laun á vinnustund og fjögurra fjórðunga hlupandi meðaltal fyrir launakostnað á framleidda einingu byggjast á áætlun Seðlabankans fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins 2019.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-11

Verðbólguvæntingar

1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2019



1. Nýjasta gildið er meðaltal daglegra gilda frá 1. október til 1. nóvember 2019.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

markaðsaðila til eins og tveggja ára eru einnig við markmið og hið sama má segja um verðbólguálag á skuldabréfamarkaði (tafla VI-1 og mynd VI-11).¹

... og langtímaverðbólguvæntingar á markaði komnar í markmið

Samkvæmt haustkönnunum Gallup vænta heimili og stjórnendur fyrirtækja þess að verðbólga verði að meðaltali 3% á næstu fimm árum og lækka væntingar heimila bæði frá sumarkönnuninni og haustkönnuninni í fyrra. Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila eru áfram í markmiði og um ½ prósentu minni en þær voru á sama tíma í fyrra. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára hefur lækkað töluvert að undanfögnu og verið að meðaltali 2,4% það sem af er fjórða ársfjórðungi. Mikill árangur hefur því náðst við að koma verðbólguvæntingum aftur í markmið eftir að þær tóku að hækka skarpt er leið á síðasta ár.

Tafla VI-1 Verðbólguvæntingar (%)¹

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

1. Nýjstu kannanir Gallup á verðbólguvæntingum fyrirtækja og heimila voru framkvæmdar í september 2019 og könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila í lok október 2019. Ekki er spurt um tíu ára verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja. Nýjasta gildið fyrir verðbólguálag á skuldabréfamarkaði er meðaltal daglegra gilda frá 1. október til 1. nóvember 2019.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

1. Verðbólguálagið er reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Við túlkun þess þarf að hafa í huga að það inniheldur einnig áhættuálag sem tengist seljaleika bréfananna auk áhættuálags vegna óvissu um verðbólgu.

Langtímaraunvextir á Íslandi hafa lækkað um ríflega 4 prósentur undanfarinn aldarfjórðung og hafa líklega aldrei verið lægri. Áþekka lækkun má sjá alþjóðlega. Lýðfræðilegar breytingar og minnkandi framleiðnivöxtur hafa verið nefnd sem helstu ástæður þessarar þróunar. Saman hafa þessir þættir aukið sparnað í heiminum og dregið úr eftirspurn eftir fjármagni sem veldur því að langtímaþvægisraunvextir hafa lækkað. Þessar breytingar hafa einnig leitt til lækkunar á þeim seðlabankavöxtum sem að öðru óbreyttu þarf til að halda verðbólgu í markmiði og tryggja fulla nýtingu framleiðsluþátta, eða það sem kallaðir eru „hlutlausir“ vextir. Talið er að fyrir fjármálakreppuna hafi hlutlausir raunvextir verið 4,5% hér á landi en séu nú komnir niður í 2%.

Vextir hafa lækkað um allan heim og eru í sögulegu lágmarki

Seðlabanki Íslands lækkaði meginvexti sína í 3,25% í október sl. og hefur þá lækkað þá um 1,25 prósentur á fimm mánuðum. Vextir bankans hafa ekki verið lægri frá því að peningastefna grundvölluð á verðbólgu markmiði var tekið upp í mars 2001. Eins og sést á mynd 1 hafa langtímanafnvextir á skuldabréfamarkaði einnig lækkað mikið og hafa ekki verið lægri í aldarfjórðung.¹ Það sama má segja um langtímaraunvexti en þeir hafa verið um 1% frá miðju ári í ár. Mynd 1 sýnir einnig hvernig lækkun langtímanafn- og raunvaxta undanfarin ár hefur í meginatriðum farið saman við lækkun nafn- og raunvaxta Seðlabankans.

Myndir 2 og 3 sýna að lækkun innlendra nafn- og raunvaxta hefur einnig farið saman við lækkun alþjóðlegra vaxta. Nafnvextir í helstu iðnríkjum voru að meðaltali um 5% á árunum 1995-2007 en sl. áratug hafa þeir verið liðlega 1% (og eru jafnvel orðnir neikvæðir í sumum löndum eins og t.d. í Þýskalandi) og hafa því lækkað um tæplega 4 prósentur. Alþjóðlegir nafnvextir lækkuðu einnig á níunda áratug síðustu aldar en sú lækkun endurspegladi fyrst og fremst hjöðnun alþjóðlegrar verðbólgu og lækkun verðbólguvæntinga eftir verðbólgu tímabil áttunda áratugarins. Lækkun nafnvaxta frá miðjum tíunda áratugnum fer hins vegar saman við alþjóðlega lækkun raunvaxta. Þeir voru að jafnaði 2,7% í helstu iðnríkjum á árunum 1995-2007 en sl. áratug hafa þeir verið -1% að meðaltali og hafa því lækkað um 3,7 prósentur eða svipað og nafnvextirnir.

Til samanburðar voru langtímanafnvextir hér á landi að meðaltali 8,7% á árunum 1995-2007 en frá árinu 2010 hafa þeir verið 5,7% að meðaltali og hafa því lækkað um 3 prósentur sem er svipuð lækkun og í Bandaríkjunum en heldur minni lækkun en í Bretlandi og Þýskalandi. Lækkun innlendra langtímaraunvaxta er áþekkt lækkun nafnvaxta: þeir voru að meðaltali 5,1% á árunum 1995-2007 en sl. áratug hafa þeir verið 2,3% að meðaltali.

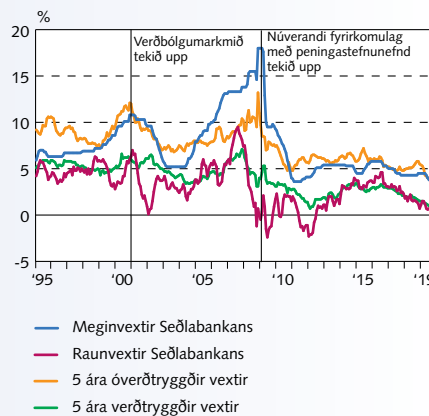
Myndir 4 og 5 sýna vel hve óvenjuleg þessi þróun er í sögulegu samhengi. Mynd 4 sýnir meginvexti Englandsbanka frá því að bankinn var stofnaður árið 1694. Vextir bankans höfðu aldrei verið undir 2% fram til ársins 2008 en frá þeim tíma hafa þeir verið undir 1% og fóru lægst í 0,25% árið 2016. Það eru lægri vextir en Englandsbanki taldi t.d. þurfa til að styðja við þjóðarbúið undir lok borgarastríðsins í Englandi þegar bankinn var settur á fót, í Napóleón-stríðinu snemma á níjtjándu öld og í tveimur heimsstyrjöldum á tuttugustu öld. Langtíma vextir hafa að sama skapi líklega aldrei verið lægri eins og sjá má á mynd 5 en samkvæmt henni hafa meðalvextir undanfarinnar einnar og hálftrar aldar verið um 4½-5% í helstu iðnríkjum, langt fyrir ofan núverandi vaxtastig.

1. Samanburður við eldri gögn er erfiðari þar sem vextir voru lengi vel ekki ákvarðaðir á frjálsum markaði. Af þeim gögnum sem þó eru til má álykta að vextir á Íslandi séu líklega í sögulegu lágmarki.

Rammagrein 1

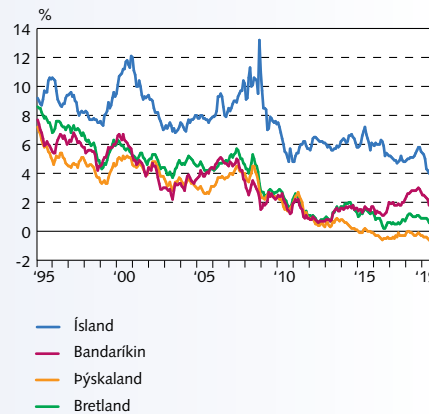
Lækkun raunvaxta um allan heim og hlutlausir vextir Seðlabanka Íslands

Mynd 1
Vextir Seðlabankans og skuldabréfavextir¹
Janúar 1995 - október 2019



1. Raunvextir Seðlabankans miðað við ársverðbólgu hvers tíma. 5 ára vextir eru metnir út frá eingreiðsluferli ríkisskuldabréfavaxta. Mánaðarleg meðaltöl.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Nafnvextir ríkisskuldabréfa¹
Janúar 1995 - október 2019

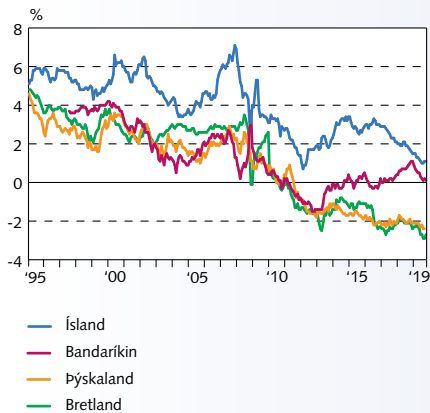


1. Nafnvextir 5 ára ríkisskuldabréfa metnir út frá eingreiðsluferlum. Mánaðarleg meðaltöl.
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Raunvextir ríkisskuldabréfa¹

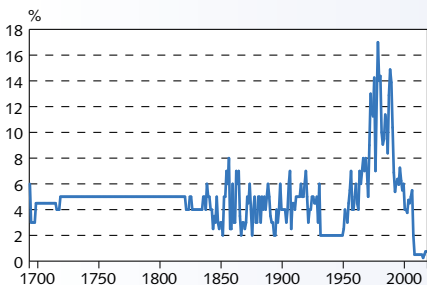
Janúar 1995 - október 2019



1. Raunvextir 5 ára ríkisskuldabréfa metnir út frá eingreiðsluferlum verðtryggðra vaxta nema fyrir Þýskaland (raunvextir m.v. vænta verðbólgu eftir 5 ár). Mánaðarleg meðaltöl.

Heimildir: Bundesbank, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

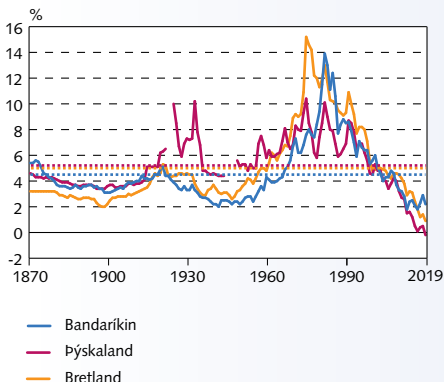
Mynd 4

Meginvextir Engelsbanka 1694-2019¹

1. Árslokagildi nema fyrir 2019 þar sem notast er við vexti í lok októbermánaðar.

Heimild: Engelsbanki.

Mynd 5

Langtímavextir í Bandaríkjunum, Þýskalandi og Bretlandi 1870-2019¹

1. 10 ára ríkisskuldabréfavextir (ársmeðaltöl). Gögn frá 1870-2016 úr gagnagrunni Jordá o.fl. (2019). Meðaltal ársins 2019 byggist á gögnum það sem liðið er af árinu. Brotalínur sýna meðaltal alls tímabilsins.

Heimildir: Jordá o.fl. (2019), Thomson Reuters.

Hvað skýrir lækkun vaxta undanfarna tvo áratugi?

Almennt séð ákvarðast raunvextir til langs tíma af því hve miklum auði einstaklingar vilja halda við gefið vaxtastig, þ.e. frambóði sparnaðar, og vilja fyrirtækja til að leggja út í fjárfestingu að gefnu vaxtastigi, þ.e. eftirspurn eftir fjármagni. Undirliggjandi ástæður að baki lækkun alþjóðlegra raunvaxta gætu því endurspeglast í þáttum sem hafa gert það að verkum að almenningur sparar meira en áður og í þáttum sem hafa orsakað að hægt hefur á alþjóðlegum fjárfestingarumsvifum.

Sá þáttur sem jafnan er talinn vega þyngst í að skýra lækkun alþjóðlegra raunvaxta undanfarna tvo áratugi er vaxandi sparnaður í heiminum, sem fyrst og fremst megi rekja til þess að meðalaldur mannkyns er smám saman að hækka með lægri fæðingartíðni og auknu langlífi (sjá t.d. Rachel og Smith, 2015, og Brand o.fl., 2018). Að jafnaði byggir fólk upp sparnað á starfsævi sinni sem það gengur síðan á að henni lokinni. Hækkun meðalaldurs mannkyns hefur því gert það að verkum að sá tími sem fólk ver á vinnumarkaði og byggir upp sparnað hefur lengst. Við þetta bætist að fólk væntir þess að lifa lengur eftir að starfsævi lýkur og því eykst þörfin fyrir að byggja upp sparnað fyrir elliárin. Þessu til viðbótar kemur aukin tilhneiging nýmarkaðsriktja og annarra smárikja til að byggja upp varúðarsjóði í kjölfar Asiukreppunnar á tíunda áratug síðustu aldar og aukin varkárni almennings og fyrirtækja í kjölfar alþjóðlegra fjármálakreppunnar sem endurspeglast í auknum varúðarsparnaði (e. precautionary savings). Þá kann aukin misskipting tekna í ýmsum iðnríkjum að hafa leitt til aukins sparnaðar í heiminum þar sem tekjuhærri einstaklingar spara að jafnaði hlutfallslega meira en þeir tekjulægri.

Í sögulegum samanburði hafa fjárfestingarumsvif í hinum þróaða heimi einnig verið óvenju veik undanfarinn áratug. Það er að einhverju leyti afleiðing fjármálakreppunnar og þeirrar óvissu sem fylgdi í kjölfarið. Hins vegar er einnig líklegt að minni fjárfestingarumsvif tengist því að vænt arðsemi fjárfestingar er minni en áður – sem endurspeglast í því að hægt hefur á framleiðnivexti í hinum iðnvædda heimi. Að hve miklu leyti hægari framleiðnivöxtur endurspeglar eftirköst fjármálakreppunnar og að hve miklu leyti hann endurspeglar djúpstæðari og langvinnari áhrifaþætti er umdeilt (sjá t.d. Summers, 2014). Í öllu falli er líklegt að minnkandi eftirspurn eftir fjármagni við gefið vaxtastig, sem endurspeglast í minnkandi fjárfestingarumsvifum, hafi átt þátt í því að raunvextir hafa farið lækkandi um allan heim undanfarna tvo áratugi.

Svipaða þróun má sjá hér á landi

Mynd 6 sýnir hvernig þessir undirliggjandi áhrifaþættir hafa þróast hér á landi undanfarinn aldarfjórðung. Eins og sjá má hefur fólksfjölgun að meðaltali verið hægari eftir fjármálakreppuna. Þar vegast á lægri fæðingartíðni og mikil fjölgun erlendra ríkisborgara sem hafa flust til landsins. Þessir erlendu ríkisborgarar eru hlutfallslega margir á vinnualdri og það, ásamt lengri meðalævi, hefur gert það að verkum að framfærsluhlutfallið (e. dependency ratio, þ.e. hlutfall yngra og eldra fólks af fólki á vinnufærum aldri) hefur lækkað töluvert eins og í öðrum þróuðum ríkjum. Lækkun hlutfallsins hefur fyrst og fremst endurspeglað lækkun hlutfalls þeirra sem eru undir 16 ára aldri á meðan hlutfall þeirra sem eru 75 ára og eldri hefur hækkað eins og sést á myndinni.² Þessar lýðfræðilegu breytingar hafa farið saman við töluverða aukningu á þjóðhagslegum sparnaði eins og við mátti búast, þótt aukinn sparnaður endurspegli líklega einnig aukinn varúðarsparnað eftir lærdóma fjármálakreppunnar. Á

2. Ólíkt því sem sést hefur víða erlendis, hefur atvinnuþátttaka aldraðra hins vegar lítið breyst hér á landi en aukning hennar getur dregið úr þörf fyrir að byggja upp sparnað til að fjármagna neyslútgjöld á elliárunum.

undanförnum árum hafa fjárfestingarumsvif einnig verið minni en þau voru fyrir fjármálakreppuna, þótt þau hafi aukist nokkuð síðustu ár. Fer það saman við minni framleiðnivöxt að meðaltali á undanförunum árum en var að jafnaði fyrir fjármálakreppuna.

Hlutlausir vextir Seðlabankans hafa því líklega lækkað

Þessi mikla lækking alþjóðlegra raunvaxta bendir til þess að langtímafjárnægisraunvextir, þ.e. þeir raunvextir sem tryggja jafnvægi milli framboðs og eftirspurnar eftir fjármagni í heiminum, hafi lækkað. Það hefur áhrif á mótun peningastefnunnar um allan heim þar sem lækking langtímafjárnægisraunvaxta þýðir að lægri seðlabankavexti þarf en áður til að halda verðbólgu í markmiði og tryggja fulla nýtingu framleiðsluþátta. Með öðrum orðum er líklegt að „hlutlausir“ seðlabankavextir hafi lækkað frá því sem áður var.³

Þótt ofangreindar breytingar á sparnaðarhneigð og fjárfestingarvilja vegi líklega þungst í að skýra hægfara lækkingu hlutlausra vaxta hafa aðrir þættir sem geta sveiflað þeim í kringum langtímafjárnægis sitt einnig lagst á sömu sveif. Í kjölfar fjármálakreppunnar jókst óvissa t.d. töluvert og áhættuálag hækkaði. Það leiddi til þess að fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja versnuðu að óbreyttum seðlabankavöxtum og því þurfti lægri vexti að öðru óbreyttu til að ná markmiðum peningastefnunnar. Auknar álögur á fjármálakerfið í kjölfar fjármálakreppunnar til að auka öryggi og viðnámsþrótt þess hafa líklega haft áþekk áhrif.

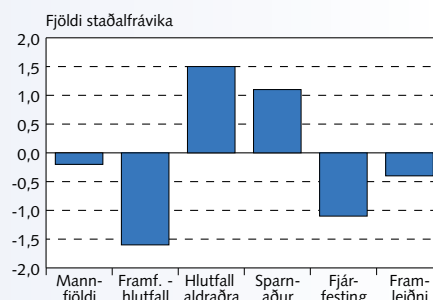
Þótt hlutlausir vextir séu mikilvægir til þess að skilja peningastefnuna og mótun hennar ásamt því hvernig vextir þróast yfir tíma er ekki beint hægt að nota þá til leiðsagnar við einstakar vaxta-ákvarðanir þar sem þá þarf að meta með tölfræðilegum aðferðum og matið á þeim er háð óvissu. Fjöldi nýlegra rannsókna bendir þó til þess að þeir hafi lækkað töluvert undanfarna áratugi (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2014, Rachel og Smith, 2015, og Brand o.fl., 2018). Niðurstöður Holston o.fl. (2017) benda t.d. til þess að hlutlausir raunvextir hafi verið 2-2½% í helstu iðnríkjum fyrir fjármálakreppuna en séu nú 1½% í Bretlandi og Kanada, ½% í Bandaríkjunum og um 0% á evrusvæðinu (mynd 7). Það er lækking sem nemur 1-2½ prósentu. Sambærileg þróun hefur orðið á hinum Norðurlöndunum. Fyrir alþjóðlegu fjármálakreppuna voru hlutlausir raunvextir t.d. taldir vera á bilinu 2-3% í Noregi og Svíþjóð en nú er talið að þeir hafi lækkað í 0-1% í Noregi og ½-2% í Svíþjóð.⁴

Sú aðferð sem oftast er notuð við að meta hlutlausu vexti er kennd við Laubach og Williams (2003) og gengur út á það að meta vextina út frá fræðilegu langtímasambandi raunvaxta við leitnivöxt þjóðarvaxta.⁵ Ásgeir Danielsson o.fl. (2016) nota m.a. þessa aðferð, aðlagða fyrir lítið, opið hagkerfi eins og það íslenska (sjá Kirker, 2008), til að meta hlutlausu raunvexti á Íslandi. Mynd 8 sýnir uppfært mat til þessa árs ásamt mældum raunvöxtum Seðlabankans út frá ársverðbólgu hvers tíma. Eins og sjá má virðast hlutlausu vextirnir hafa lækkað nokkuð frá því sem þeir voru fyrir fjármálakreppuna.

3. Þessir vextir eru ýmist kallaðir „hlutlausir“ vextir (e. neutral interest rate), „skammtímafjárnægisvextir“ (e. short-run equilibrium interest rate) eða „náttúrulegir“ vextir (e. natural interest rate).
4. Sjá rammagreinarnar „Estimates of the neutral real interest rate“ í *Monetary Policy Report 2/2018* norska seðlabankans og „The repo rate in the long run“ í *Monetary Policy Report* sænska seðlabankans frá febrúar 2017.
5. Í grunninn byggist matið á hlutlausum vöxtum á langtímasambandi þeirra við hagvaxtargetu þjóðarvaxta: $r^n = (1/\sigma)g + z$, þar sem r^n eru hlutlausir raunvextir, σ er staðkvæmdarteygni neyslu yfir tíma (e. intertemporal elasticity of substitution), g er leitnihagvöxtur og z eru aðrir efnahagsþættir (innlendir og alþjóðlegir) sem hafa áhrif á hlutlausu vexti. Þar sem engin þessara stærða er beint mælanleg þarf að meta þær allar með hjálp undirliggjandi þjóðhagslíkans.

Mynd 6

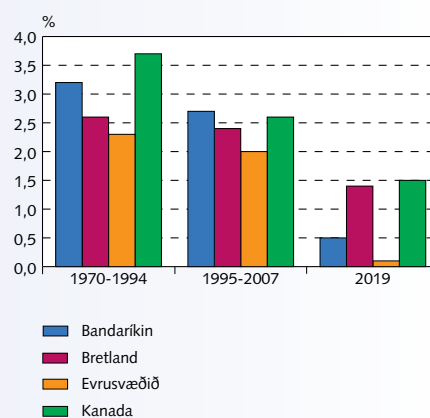
Breyting á áhrifaþáttum sparnaðar- og fjárfestingarákvarðana á Íslandi¹



1. Breyting milli meðaltala tímabilanna 1995-2007 og 2008-2018 í hlutfalli af staðalfrávik alls tímabilsins. Framfærsluhlutfallið er hlutfall þeirra sem eru yngri en 16 ára og eldri en 74 ára af fólki á vinnufærum aldri (16-74 ára) og hlutfall aldraðra er samsvarandi hlutfall fyrir þá sem eru eldri en 74 ára. Fyrir mannfjölda og framleiðni er sýndur samanburður á meðalvexti tímabilanna. Fyrir þjóðhagslegan sparnað og fjárfestingu er sýndur samanburður á meðalhlutföllum af VLF. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Hlutlausir raunvextir seðlabanka í völdum iðnríkjum¹

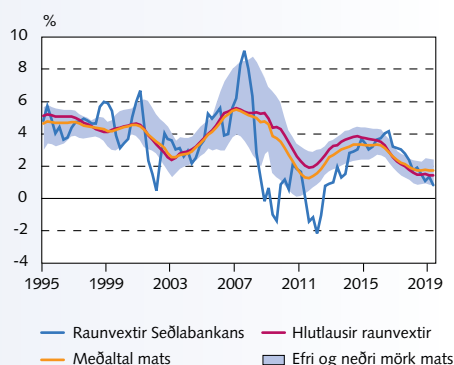


1. Matið fyrir 2019 er meðaltal fyrri hluta ársins. Heimild: Holston o.fl. (2017).

Mynd 8

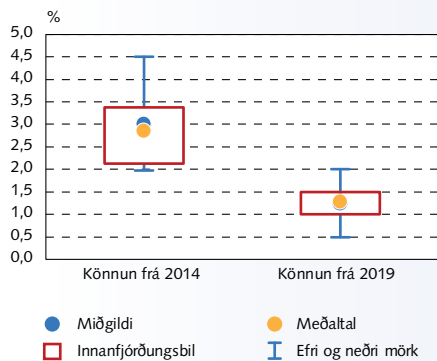
Hlutlausir raunvextir Seðlabanka Íslands¹

1. ársfj. 1995 - 2. ársfj. 2019



1. Mældir raunvextir miðað við ársverðbólgu hvers tíma. Hlutlausir raunvextir metnir með líkani Kirker (2008). Meðaltal og efri og neðri mörk mismunandi mats miðað við ólíkar útfærslur líkana Kirker (2008) og Berger og Kempa (2014). Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Mat markaðsaðila á hlutlausum raunvöxtum¹

1. Könnun gerð meðal markaðsaðila í ágúst 2014 og maí 2019 þar sem þeir eru spurðir „hvaða innlenda raunvaxtastig myndi að þínu mati leiða til þess að framleiðsla þjófðarbúsins væri í takt við langtíma framleiðslugetu þess og verðbólgu við verðbólgu markmið?“. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þeir voru að meðaltali 4,3% á tímabilinu 1995-2007 en hafa verið 2,8% að meðaltali eftir fjármálakreppuna og 1,9% að meðaltali undanfarin þrjú ár. Óvissan í kringum matið er óhjákvæmilega nokkur, sérstaklega á árunum í kringum fjármálakreppuna. Myndin sýnir t.d. efri og neðri mörk matsins út frá mismunandi útfærslum á líkönum Kirker (2008) og Berger og Kempa (2014). Fyrir fjármálakreppuna liggja efri og neðri mörk matsins á bilinu 3-5½% en það minnkar í 1¼-2¾% undanfarin þrjú ár.

Undirliggjandi forsenda um hlutlausa raunvexti í grunnspám Seðlabankans endurspeglar þetta mat. Fyrir fjármálakreppuna gerir grunnspá bankans ráð fyrir að þeir hafi verið 4,5%, sem er í samræmi við mælda raunvexti á árunum 1995-2007, en að þeir hafi lækkað í 2% í kjölfar fjármálakreppunnar sem er í takt við meðaltal mældra raunvaxta sl. áratug. Það er meiri lækkun en fyrra mat bankans hafði gefið til kynna en samkvæmt því lækkuðu hlutlausir raunvextir í 3% eftir fjármálakreppuna. Endurskoðuð forsenda um hlutlausa raunvexti er hins vegar nær mati markaðsaðila sem að meðaltali telja þá vera um 1¼% samkvæmt nýlegri könnun Seðlabankans (mynd 9).

Hlutlausir raunvextir bankans eru því taldir hafa lækkað um 2½ prósentu frá því sem þeir voru fyrir fjármálakreppuna, sem er svipuð lækkun og í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu samkvæmt mynd 7 hér að ofan. Nafnvaxtastigið sem samsvarar því að peningastefnan hvorki örvi né letji þjófðarbúið hefur því lækkað verulega undanfarinn áratug. Miðað við 2% hlutlausa raunvexti eru samsvarandi hlutlausir nafnvextir 4,5% (þ.e. hlutlausir raunvextir að viðbættu 2,5% verðbólgu markmiði bankans) en fyrir fjármálakreppuna voru þeir 7%.⁶ Núverandi vextir bankans eru því ríflega 1 prósentu undir þessum hlutlausu vöxtum sem þýðir að peningastefnan veitir þjófðarbúinu töluverðan stuðning nú þegar hægir á vexti efnahagssumsvifa.

Heimildir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2014). Perspectives on global real interest rates. Kafi 3 í *World Economic Outlook*, apríl 2014.
- Ásgeir Danielsson, Ólafur S. Helgason og Stefán Þórarinnsson (2016). Estimating the natural interest rate for Iceland: An exploratory study. Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 74.
- Berger, T., og B. Kempa (2014). Time-varying equilibrium rates in small open economies: Evidence from Canada. *Journal of Macroeconomics*, 39, 203-214.
- Brand, C., M. Bielecki og A. Penalver (2018). The natural rate of interest: Estimates, drivers, and challenges to monetary policy. *European Central Bank Occasional Paper Series*, nr. 217.
- Holston, K., T. Laubach og J. C. Williams (2017). Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. *Journal of International Economics*, 108, S59-S75. Gagnagrunnur: <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>.
- Jordá, Ó., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick og A. M. Taylor (2019). The rate of return on everything. 1870-2015. *Quarterly Journal of Economics*, 134, 1225-1298. Gagnagrunnur: <http://www.macrohistory.net/data/>.
- Kirker, M., (2008). Does natural rate variation matter? Evidence from New Zealand. Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series nr. 17.
- Laubach, T., og J. C. Williams (2003). Measuring the natural rate of interest. *The Review of Economics and Statistics*, 85, 1063-1070.
- Rachel, L., og T. D. Smith (2015). Secular drivers of the global real interest rate. Englandsbanki Staff Working Paper nr. 571.
- Summers, L. H., (2014). US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. *Business Economics*, 49, 65-73.

6. Hafa þarf í huga við alþjóðlegan samanburð á hlutlausum nafnvöxtum að verðbólgu markmiðið hér á landi er 0,5 prósentum hærra en í öðrum iðnríkjum.

Hvernig fyrirtæki taka ákvarðanir um verðlagningu afurða sinna gegnir veigamiklu hlutverki fyrir þróun almenns verðlags og miðlun peningastefnunnar og því er mikilvægt fyrir seðlabanka að skilja drifkraftana að baki þeim. Samarið 2008 stóð Seðlabanki Íslands fyrir framkvæmd könnunar um verðákvæðanir innlendra fyrirtækja (Þorvarður Tjörvi Ólafsson o.fl., 2011). Þá mældist verðbólga 12,4% og hafði verið að meðaltali rúmlega 5% frá því að verðbólguþróunin var tekið upp árið 2001. Verðbólga hefur hins vegar hjaðnað töluvert á undanförunum árum og verið að meðaltali nálægt 2,5% verðbólguþróunin bankans frá ársbyrjun 2012. Ákveðið var því að endurtaka könnunina og var hún framkvæmd af Gallup dagana 18. mars til 20. apríl sl. og náði til 279 fyrirtækja með fjóra eða fleiri starfsmenn (Aðalheiður Ó. Guðlaugsdóttir o.fl., 2020). Markmiðið með könnuninni nú sem fyrr var að öðlast betri skilning á því hvaða þættir hafa áhrif á verðákvæðanir fyrirtækja á Íslandi, tíðni verðbreytinga, áhrif gengisbreytinga og launakostnaðar á verðlagningu þeirra og hvort breytingar hafa orðið á þessum þáttum undanfarinn áratug.

Dregið hefur úr tíðni verðbreytinga

Áður en verðbreyting á sér stað athugar fyrirtæki hvort hagkvæmt sé að breyta verðinu en því getur fylgt beinn kostnaður við að breyta verðmerkingum auk þess sem verðbreytingin hefur áhrif á eftirspurn og orðspor fyrirtækisins og þar með sölu og markaðshlutdeild. Telji fyrirtæki að það sé hagkvæmt að breyta verði er því breytt í kjölfar þessarar endurskoðunar. Samkvæmt könnuninni endurskoðaða tæp 40% fyrirtækja verð með reglulegu millibili og tæpur helmingur fyrirtækja endurskoðaða verð yfirleitt reglulega en einnig í kjölfar sérstakra atburða (mynd 1). Niðurstöðurnar eru áþekkar þeim í könnuninni frá árinu 2008 sem er athyglisvert í ljósi þess að meiri stöðugleiki hefur ríkt í þjóðarþróunum undanfarin ár en í aðdraganda fjármálakreppunnar og verðbólga verið mun minni og stöðugri. Því hefði fyrirfram mátt búast við að herra hlutfall fyrirtækja endurskoðaði verð einungis með reglulegu millibili því minna er um sérstaka atburði sem kalla á endurskoðun verðs. Það kann þó að endurspegla að verðbólga hafði nýlega aukist í um 3% þegar nýja könnunin var framkvæmd í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar haustið 2018. Lækkunina mátti rekja til áhyggna af stöðu flugfélagsins WOW Air og svartsýni á komandi kjaradeilur og efnahagshorfur (sjá kafla III). Aukning verðbólgu og hækkun verðbólguvæntinga í kjölfar gengislækkunarinnar og óvissa um efnahagshorfur kann því að hafa litað niðurstöður könnunarinnar eitthvað en hins vegar náðist tiltölulega ásættanleg niðurstaða í kjaraviðræðum á sama tíma sem kann að hafa vegið á móti.

Einnig vekur athygli að hlutfall fyrirtækja sem telja framtíðarhorfur vega þyngra við verðákvæðanir en mat á núverandi stöðu og þróun undanfarin misseri hefur lækkað frá fyrri könnun. Svo virðist sem framtíðarhorfur vegi þyngra hjá stærrri fyrirtækjum en ætla má að þau hafi frekar bolmagn til þess að leggja mat á framtíðarhorfur heldur en minni fyrirtæki t.d. með því að hluti starfsfólks geti sinnt áætlanagerð.¹ Vísendingar eru einnig um að fyrirtæki þar sem stór hluti af heildarframleiðslukostnaði er vegna innfluttra framleiðsluþátta horfi frekar til núverandi stöðu og liðinnar þróunar þegar verð er ákveðið sem er eðlilegt í ljósi þess að þau eru næm fyrir þróun gengis krónunnar sem erfitt er að spá fyrir um.

Niðurstöður könnunarinnar sýna að fyrirtæki athuguðu heldur sjaldnar á undanförunum tólf mánuðum hvort ástæða væri til þess

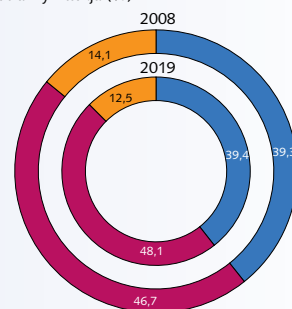
Rammagrein 2

Verðákvæðanir fyrirtækja

Mynd 1

Er verð vörunnar endurskoðað með reglulegu millibili?

Hlutfall fyrirtækja (%)



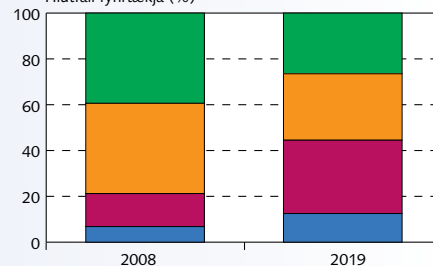
■ Já, t.d. daglega, vikulega, mánaðarlega eða árlega
 ■ Já, yfirleitt reglulega en einnig í kjölfar sérstakra atburða
 ■ Nei

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Hversu oft á sl. 12 mánuðum athugaði fyrirtæki þitt hvort ástæða væri til þess að breyta verði aðalvörunnar?

Hlutfall fyrirtækja (%)



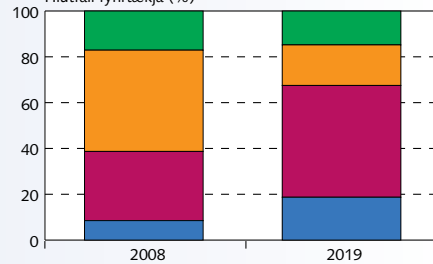
■ Aldrei ■ 2-3 sinnum
 ■ Einu sinni ■ Fjórum sinnum eða oftar

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Hversu oft á sl. 12 mánuðum breytti fyrirtæki þitt verði aðalvörunnar?

Hlutfall fyrirtækja (%)



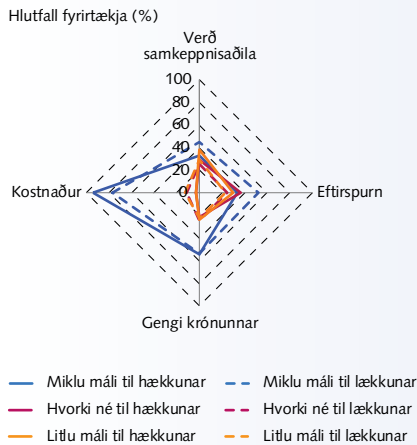
■ Aldrei ■ 2-3 sinnum
 ■ Einu sinni ■ Fjórum sinnum eða oftar

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

1. Þetta er vel þekkt niðurstaða alþjóðlegra rannsókna, sjá t.d. Ball (2000) og Kumar o.fl. (2015).

Mynd 4

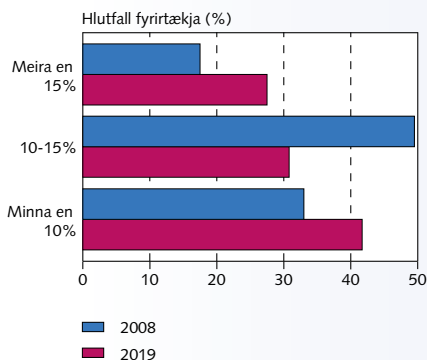
Hversu miklu eða litlu máli skipta eftirfarandi atriði þegar ákvörðun er tekin um að breyta verði aðalvörðun?



Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

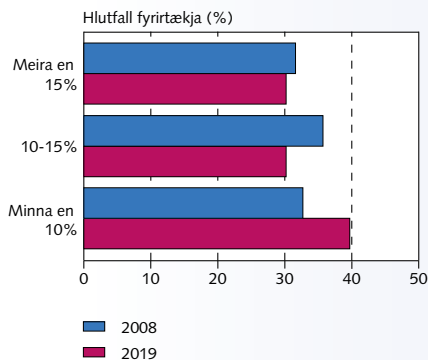
Hvað þarf gengi krónunnar að lækka mikið á einum ársfj. til að fyrirtæki þitt hækki verð aðalvörðun?



Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Hvað þarf gengi krónunnar að hækka mikið á einum ársfj. til að fyrirtæki þitt lækki verð aðalvörðun?



Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

að breyta verði aðalvörðun (án þess að því hafi verið breytt) samanborið við könnunina frá árinu 2008 (mynd 2). Það er í takt við þá þróun að verðbólga hafi hjaðnað á undanfönum árum og sveiflast minna. Þó hefði mátt búast við meiri mun milli kannana en samkvæmt miðgildi svara endurskoðuðu fyrirtæki verð afurða sinna 2,5 sinnum á tólf mánaða tímabili samanborið við þrisvar í síðustu könnun.

Þegar skoðað er hversu oft fyrirtæki breyttu verði aðalvörðun á tólf mánaða tímabili má hins vegar sjá að verði er sjaldnar breytt núna en fyrir áratug. Þessi þróun er einnig í takt við væntingar. Um helmingur aðspurðra fyrirtækja hafði breytt verði einu sinni á þeim tólf mánuðum áður en könnunin var framkvæmd en tæplega þriðjungur hafði breytt verði tvisvar eða oftar (mynd 3). Til samanburðar sögðust um 30% fyrirtækja hafa breytt verði einu sinni sl. tólf mánuði í síðustu könnun og ríflega 60% höfðu breytt verði tvisvar eða oftar.

Áhrif gengisbreytinga á verð virðast samhverfari en síðasta könnun benti til

Þegar horft er til helstu áhrifaþátta við verðákvarðanir er kostnaður fyrirtækja sá mikilvægasti að mati svarenda, bæði þegar kemur að hækkun og lækkun verðs (mynd 4). Ríflega helmingur fyrirtækja taldi breytingar á gengi krónunnar skipta miklu máli hvort sem um er að ræða ákvörðun um verðhækkun eða -lækkun. Breytingar á gengi krónunnar virðast því hafa samhverfari áhrif á verðákvarðanir fyrirtækja nú en fyrir rúmlega áratug þegar töluvert fleiri fyrirtæki töldu breytingar á gengi krónunnar hafa frekar áhrif til hækkunar verðs en til lækkunar.

Niðurstaðan er þó ekki einhlít að því er varðar áhrif gengisbreytinga á verðlag. Þegar fyrirtæki voru spurð hversu mikið gengi krónunnar þyrfti að lækka á einum ársfjórðungi til að knýja fram verðhækkun nefndu tæp 42% þeirra minna en 10% gengislækkun samanborið við um þriðjung árið 2008 (mynd 5). Hins vegar var herra hlutfall fyrirtækja sem nefndi að gengi krónunnar þyrfti að veikjast um meira en 15% á einum fjórðungi eða tæp 28% svarenda samanborið við tæp 18% í síðustu könnun.

Þegar spurt var um hversu mikið gengi krónunnar þyrfti að hækka á einum ársfjórðungi til að knýja fram verðlækkun reyndust niðurstöðurnar svipaðar og þegar um er að ræða gengislækkun (mynd 6). Þetta er önnur vísbending um að áhrif gengisbreytinga á verðákvarðanir séu samhverfari nú en fyrir áratug. Tæp 40% fyrirtækja nefndu að gengi krónunnar þyrfti að hækka um minna en 10% á einum fjórðungi samanborið við þriðjung fyrirtækja árið 2008. Jafnframt töldu um 30% svarenda að gengishækkun þyrfti að nema meiru en 15% sem er áþekkt og í síðustu könnun. Fyrirtæki virðast því í meira mæli hleypa gengishækkun krónunnar út í verðlag í formi verðlækkunar nú en fyrir áratug.

Tíðni verðbreytinga er minni hjá fyrirtækjum með hlutfallslega háan launakostnað

Athyglisvert er að hlutfall launakostnaðar af heildarframleiðslukostnaði hefur hækkað umtalsvert undanfarinn áratug en hlutfall fyrirtækja þar sem launakostnaður er yfir 40% af heildarkostnaði hefur hækkað úr 42% í 59% (mynd 7). Það endurspeglar að einhverju leyti miklar launahækkunir undanfarinna ára en litast líklega einnig af meiklum vexti ferðaþjónustunnar sem er vinnuafsfrek atvinnugrein. Könnunin sýnir að launakostnaður vegur þyngst í þjónustugreinum. Svo virðist sem fyrirtæki þar sem launakostnaður vegur þungt breyti verði sínu sjaldnar en önnur fyrirtæki. Líkleg ástæða þess er að laun eru ekki eins sveigjanleg og t.d. verð inn-

fluttra aðfanga. Um $\frac{3}{4}$ fyrirtækja með hátt hlutfall launakostnaðar réðust aldrei eða einu sinni í verðbreytingar á þeim tólf mánuðum sem könnunin náði til (mynd 8) samanborið við um 40% þeirra í könnuninni árið 2008.

Fyrirtæki þar sem launakostnaður er hátt hlutfall af heildarkostnaði eru jafnframt líklegri til að byggja verðákvæðanir á þróun vísitölu neysluverðs. Sú niðurstaða getur leitt til þess að verðhækkunarir verða mun þrálátari. Í kjölfar gengislækkunar eru fyrirtæki sem reiða sig mikið á innflutt aðföng líkleg til að hækka verð. Í kjölfarið hækkar almennt verðlag og í ljósi þess að fyrirtæki sem eru með hlutfallslega háan launakostnað eru líklegri til að láta verð fylgja almennu verðlagi munu þau einnig hækka verð þótt stærsti kostnaðarliður þeirra hafi ekki breyst. Þessi niðurstaða kom einnig fram í síðustu könnun. Þá svaraði um þriðjungur þeirra fyrirtækja sem voru með hátt vægi launakostnaðar að þróun almenns verðlags ætti best við þegar verðákvörðun er tekin en hlutfallið hefur lækkað í 17% í núverandi könnun. Fyrirtækjum sem miða við þróun almenns verðlags þegar verð aðalvörðun er ákveðið hefur almennt fækkað (mynd 9). Þessi fækkun fyrirtækja sem byggja verðákvæðanir á þróun almenns verðlags óháð þróun eigin kostnaðar og eftirspurnar endurspeglar líklega að einhverju leyti meiri verðstöðugleika og traustari kjölfestu verðbólguvæntinga.

Hefur samkeppni aukist að mati fyrirtækja?

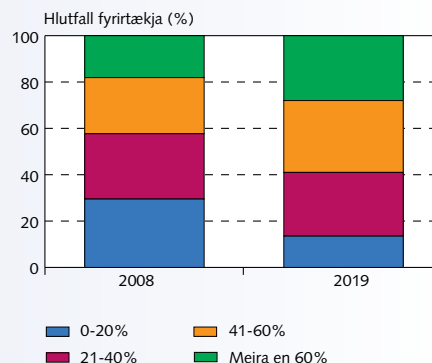
Vísendingar eru um að samkeppni hafi aukist á undanförunum árum en um $\frac{3}{4}$ hlutar aðspurðra fyrirtækja töldu svo vera og hlutfall fyrirtækja sem töldu fáa samkeppnisaðila vera á markaði lækkaði (mynd 10). Athyglisvert er að fyrirtæki sem telja samkeppni ekki hafa harðnað virðast einnig notast við einfaldari verðlagningu, t.d. að fylgja eftir þróun almenns verðlags eða miða við fasta álagningu á kostnað, en fyrirtæki sem telja sig vera í meiri samkeppni taka fremur mið af verði samkeppnisaðila eða notast við breytilega álagningu á kostnað. Hlutfall fyrirtækja sem taka einkum mið af verði samkeppnisaðila við verðákvæðanir hefur hækkað sem bendir til vaxandi samkeppni (mynd 9).

Áhrif netverslunar og stafrænnar tækni á verðákvæðanir fyrirtækja

Innleiðing stafrænnar tækni hefur haft margvísleg áhrif á þjóðarbúskapinn síðustu ár og þar á meðal á verðlagsþróun. Óljóst er hvaða áhrif innleiðing stafrænnar tækni hafi á verðbólgu (sjá t.d. Cavallo, 2017, og Sveriges Riksbank, 2015). Í fyrsta lagi má ætla að tilkoma netverslana hafi lækkað verð vöru og þjónustu. Með aukinni netverslun eykst samkeppni og gagnsæi sem gæti þvingað fyrirtæki til að minnka álagningu. Rúmlega þriðjungur fyrirtækja hefur nú þegar sett á fót netverslun eða hefur slíkt í hyggju. Þar af er um eða yfir helmingur fyrirtækja í smá- og heilðsölu og rekstri tengdum hótélum, veitingum og flutningum. Mikill meirihluti fyrirtækja telur þó að netverslanir hafi lítil eða engin áhrif á verð vöru og þjónustu þeirra en um 20% fyrirtækja í heild- og smásölu telja að netverslun hafi leitt til nokkurrar eða mikillar verðlækkunar. Í öðru lagi getur stafræn tækni leitt til þess að verð lækki ef rekstrarkostnaður lækkar og skilvirkni eykst. Á móti kemur að kostnaðarsamt getur verið að innleiða stafræna tækni og því óljóst hver heildaráhrifin á verð eru. Um þriðjungur fyrirtækja telur að innleiðing stafrænnar tækni hafi skilað sér í lækkun rekstrarkostnaðar. Ummerkin koma skýrast fram hjá fyrirtækjum í þjónustu (annarri en hótelpjónustu, veitingum og flutningum). Þar telur um helmingur fyrirtækja að stafræn tækni hafi leitt til lækkunar rekstrarkostnaðar.

Mynd 7

Hversu stór hluti heildarframleiðslukostnaðar aðalvörðun er launakostnaður?

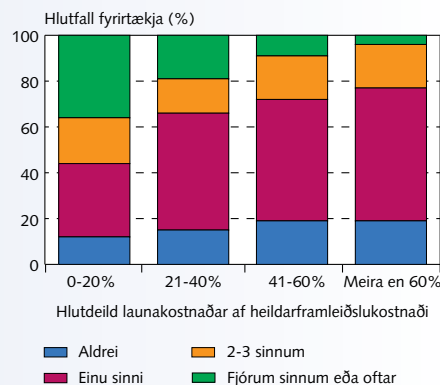


Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Hversu oft á sl. 12 mánuðum breytti fyrirtæki þitt verði aðalvörðun?

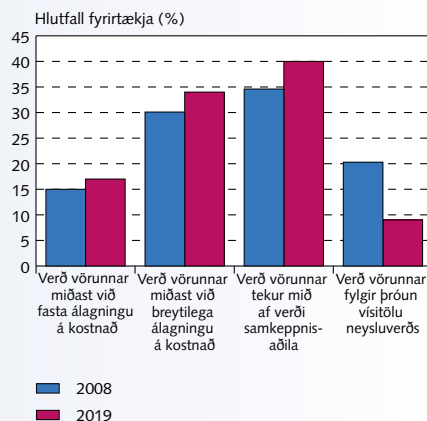
Flokkað eftir hlutdeild launakostnaðar



Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Hver af eftirtöldum fullyrðingum á best við um verðlagningu aðalvörðun?

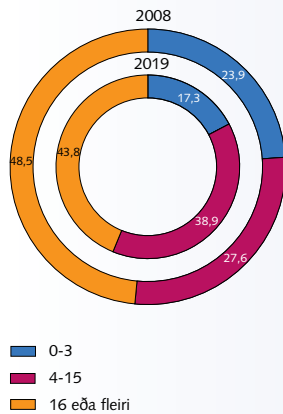


Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Hversu margir samkeppnisaðilar eru á innlendum markaði fyrir aðalvöruna?

Hlutfall fyrirtækja (%)



Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Samantekt

Margar niðurstöður könnunarinnar bera þess skýrt merki að aðstæður í efnahagsmálum hafi breyst til batnaðar frá síðustu könnun. Verðbólga hefur hjaðnað og er stöðugri en áður, gengi krónunnar hefur jafnframt verið tiltölulega stöðugt, vægi atvinnugreina í þjóðarbúskapnum breyst og samkeppni aukist. Fyrirtæki virðast bæði endurskoða og breyta verði sjaldnar nú en fyrir um áratug sem endurspeglar líklega að einhverju leyti bættan árangur við stjórn peningamála.

Próun kostnaðar skiptir höfuðmáli þegar ákvörðun er tekin um verðbreytingar og vísendingar eru um að breytingar á gengi krónunnar hafi samhverfari áhrif á verðákvörðanir fyrirtækja nú en áður. Fyrirtæki eru líklegri til að lækka verð í kjölfar gengishækkunar auk þess sem hærra hlutfall fyrirtækja kveðst þurfa umtalsverða gengislækkun áður en verð er hækkað. Þessir þættir hafa eflaust átt sinn þátt í hjöðnun verðbólgu undanfarin ár. Í ljósi þess að verðbólga og verðbólguvæntingar hafa hjaðnað verulega á undanförunum árum er þó athyglisvert að hærra hlutfall fyrirtækja en í síðustu könnun eða 58% telur ólíklegt að verðbólga verði í grennd við verðbólgu markmið Seðlabankans eftir fimm ár. Þetta kann að einhverju leyti að endurspegla að verðbólga hafði aukist og óvissa ágerst þegar könnunin var gerð í kjölfar vandamála í flugrekstri, kjaradeilna og lækkunar á gengi krónunnar.

Á heildina litið gefur könnunin til kynna að verðlagning fyrirtækja sé í meira samræmi við litla og stöðuga verðbólgu nú en fyrir áratug. Þó virðist einnig ljóst að mikilvægt er að vinna áfram að því að efla trúverðugleika peningastefnunnar og tryggja kjölfestu verðbólguvæntinga enn frekar. Í alþjóðlegum samanburði hefur verðstöðugleiki á Íslandi varað í fremur skamman tíma og því gæti tekið lengri tíma en ella fyrir fyrirtæki að treysta því að verðbólga haldist við markmið um langt skeið.

Heimildir

- Aðalheiður Ó. Guðlaugsdóttir, Lilja S. Kro og Karen Áslaug Vignisdóttir (2020). What a difference a decade makes: price setting in calmer times. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, væntanleg.
- Ball, L., (2000). Near-rationality and inflation in two monetary regimes. *NBER Working Paper Series*, nr. 7988.
- Cavallo, A., (2017). Are online and offline prices similar? Evidence from large multi-channel retailers. *The American Economic Review*, 107, 283-303.
- Kumar, S., O. Coibon, H. Afrouzi og Y. Gorodnichenko (2015). Inflation targeting does not anchor inflation expectations: Evidence from firms in New Zealand. *Brooking Papers on Economic Activity*, haust 2015, 151-208.
- Sveriges Riksbank (2015). Digitalization and inflation. *Monetary Policy Report* (February), 55-59.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Pétursdóttir og Karen Áslaug Vignisdóttir (2011). Price setting in turbulent times: Survey evidence from Icelandic firms. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 54.

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2020 var lagt fram á Alþingi í september. Þjóðhagsforsendur frumvarpsins eru þær sömu og miðað var við í fjármálaáætluninni sem samþykkt var í júní sl. Í töflu 1 má sjá spá Hagstofu Íslands frá maí sl. sem áætlanir fjárlagafrumvarpsins miðast við og til samanburðar einnig spá *Peningamála* 2019/2 frá sama mánuði.¹

Rammagrein 3

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2020

Tafla 1 Þjóðhagsforsendur fjárlagafrumvarps ársins 2020

	Spá Hagstofu Íslands	PM 2019/2 (%)
Einkaneysla	2,8	2,9
Samneysla	1,3	2,1
Fjármunamyndun	6,2	10,4
Útflutningur	2,5	2,4
Innflutningur	3,6	6,7
Verg landsframleiðsla	2,6	2,4
Neysluverðsvisitala	3,2	2,7
Atvinnuleysi	3,8	3,8
Gengisvisitala	0,2	-0,2
Launavísitala	5,5	4,7

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ýmsar forsendur fjárlagafrumvarps fyrir árið 2020

Launaforsendur: Í forsendum fjárlaga fyrir árið 2019 var gert ráð fyrir 3,1% veginni meðalhækkun launa að teknu tilliti til þess að hækkunin gildi einungis um sjö mánuði. Mat ráðuneytisins á þeim kjarasamningum sem gerðir voru á almennum vinnumarkaði sl. vor gerir hins vegar ráð fyrir að laun ríkisstarfsmanna hækki að meðaltali um 4% milli ára í ár sem leiðir til 2,6 ma.kr. aukinna launaútgjalda í ár. Gert er ráð fyrir 3% veginni meðalhækkun launa árið 2020 og er áætlaður kostnaður af hækkun launa 13,1 ma.kr.

Verðlagsforsendur: Í forsendum fjárlaga fyrir árið 2019 var gert ráð fyrir 2,9% verðbólgu árið 2019 og gerir nýtt fjárlagafrumvarp ráð fyrir að það gangi eftir og þarf því hvorki að bæta né skerða verðbætur næsta árs. Því nemur verðlagsuppfærslan á öðrum rekstrargjöldum 3,2% árið 2020, í samræmi við spá Hagstofunnar. Kostnaður af verðlagsuppfærslunni er 6,6 ma.kr.

Gengisforsendur: Gengisforsendur miðast við gengi krónunnar á fyrsta virka degi ágústmánaðar og er gengisvísitalan 1,7% hærri en í forsendum fjárlaga fyrir árið 2019. Það veldur 500 m.kr. hækkun á fjárheimildum stofnana. Útgjöld vegna utanríkismála og lyfjakostnaðar vega þar þyngst.

Atvinnuleysisbætur og bætur Almannatrygginga: Í frumvarpinu er gert ráð fyrir að bætur hækki um 3,5% 1. janúar 2020. Kostnaður af hækkun fjárhæða bóta er áætlaður 6,3 ma.kr.

Samtals nema launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar á fjárheimildum í fjárlagafrumvarpi ársins 2020, að meðtöldum hækkunum atvinnuleysisbóta og bóta Almannatrygginga, rúmum 26 ma.kr. (tafla 2).

1. Frá þeim tíma hafa efnahagshorfur fyrir næsta ár heldur versnað og því gerir spá Seðlabankans ráð fyrir minni hagvexti á árinu en spáð var í maí sl. (sjá kafla IV).

Tafla 2 Launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar árið 2020

Rekstrargrunnur	Ma.kr.
Launaforsendur	
Hækkun launa 2019 umfram forsendur fjárlaga	2,6
Áætlaðar launahækkningar 2020	10,5
Samtals launahækkningar	13,1
Atvinnuleysisbætur og bætur Almannatrygginga	6,3
Almennar verðlagsforsendur	6,6
Gengisforsendur	0,5
Samtals launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar	26,5

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2020.

Jafnframt er gert ráð fyrir að skattkerfisbreytingar, bæði þær sem þegar hafa verið lögfestar og hinar sem enn hafa ekki verið lögfestar, lækki tekjur ríkissjóðs á næsta ári um rúmlega 5 ma.kr. (tafla 3).

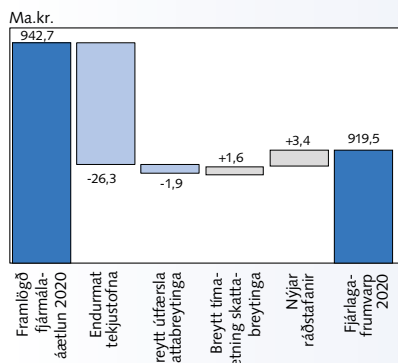
Tafla 3 Tekjuáhrif skattkerfisbreytinga á ríkissjóð árið 2020

Rekstrargrunnur	Ma.kr.
Lögfestar breytingar	
Lækkun tryggingagjalds um 0,25 prósentur	-4,0
Hækkun kolefnisgjalds um 10%	0,6
Samtals	-3,4
Ólögfestar breytingar	
Breytingar á tekjuskatti einstaklinga	-5,5
Nýir grænir skattar	1,5
Frekari stuðningur við orkuskipti	-0,2
Breytingar á skattlagningu ökutækja og eldsneytis	0,9
Gjaldtaka á ferðamenn	0,5
Aðgerðir gegn skattsvikum	1,0
Samtals	-1,8
Lögfestar og ólögfestar breytingar samtals	-5,2

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2020.

Mynd 1

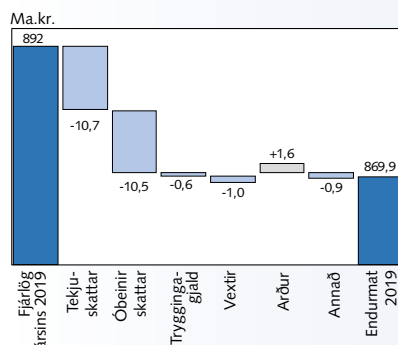
Breyting á áætluðum tekjum frá fjármála-áætlun til fjárlagafrumvarps 2020



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2020.

Mynd 2

Breyting á tekjum frá fjárlögum 2019 til endurmat 2019



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2020.

Breytingar á tekjuhlíð

Í fjármálaáætlun sem lögð var fram í mars sl. voru kynnt áform um nokkrar skattkerfisbreytingar á árinu 2020. Þar á meðal var lækkun tryggingagjalds um 0,25 prósentur, fyrsti áfangi í breytingu á tekjuskattkerfi einstaklinga, hækkun kolefnisgjalds um 10% og frekari aðgerðir gegn skattsvikum. Þessi áform hafa verið tekin upp í fjárlagafrumvarp fyrir árið 2020.

Á mynd 1 sést breytingin á tekjuhlíð frumvarpsins frá fjármála-áætlun sem lögð var fram í mars sl. Endurmat skattstofna leiddi til 26,3 ma.kr. lækkunar á tekjum vegna breyttra efnahagsforsendna fyrir yfirstandandi ár og næsta ár. Breytt útfærsla og tímasetning skattbreytinga miðað við það sem fyrirhugað var í áætluninni er 300 m.kr. dýrari en nýjar tekjuráðstafanir skila aukalega 3,4 ma.kr.

Endurskoðun tekjuáætlunar fyrir árið 2019

Í fjárlögum fyrir árið 2019 voru tekjur áætlaðar 892 ma.kr. Nú er hins vegar gert ráð fyrir að tekjurnar nemi tæplega 870 ma.kr. (mynd 2). Áætlað er að tekjur af sköttum lækki um samtals 21,2 ma.kr. og aðrar tekjur um 0,9 ma.kr.

Breytingar á gjaldahlið

Helstu breytingar á útgjöldum árið 2019 frá fjárlögum 2019 til fjárlagafrumvarps 2020 koma fram á mynd 3. Þrír helstu liðirnir til hækkunar gjalda eru í fyrsta lagi bundin útgjöld vegna hagrænna og kerfislaegra breytinga, svo sem vegna áætlaðrar fjölgunar aldraðra og öryrkja. Í öðru lagi eru áætluð áhrif vegna launa-, verðlags- og gengisbreytinga. Í þriðja lagi aukast útgjöld ríkissjóðs vegna nýrra og aukinna framlaga til ýmissa verkefna innan málefna sviða og málaflokka ráðuneyta. Samtals nema útgjöld til þessara þriggja flokka rúmlega 79 ma.kr. meira í ár en gert var ráð fyrir í fjárlögum ársins 2019.

Frávik fjárlagafrumvarps frá fjármálaáætlun eru lítil

Miðað við ofangreindar forsendur eru heildartekjur einungis 300 m.kr. meiri en í fjármálaáætlun og heildargjöld 700 m.kr. meiri. Fjárlagafrumvarpið fer því mjög nærri fjármálaáætlun að því er varðar tekjur, gjöld og afkomu.

Afgangur á frumjöfnuði ársins 2020 í takt við fjármálaáætlun en lækkar milli ára

Samkvæmt fjárlagafrumvarpinu er gert ráð fyrir að frumjöfnuður verði jákvæður um 48,4 ma.kr. árið 2020 samanborið við 77,2 ma.kr. í fjárlögum ársins 2019. Afgangur á frumjöfnuði lækkar því um 1,1 prósentu af landsframleiðslu milli ára og verður 1,6% (tafla 4). Gert er ráð fyrir ýmsum ráðstöfunum á tekju- og gjaldahlið. Frumtekjur eru áætlaðar 910,1 ma.kr. og hækka um 29,6 ma.kr. frá fjárlögum ársins 2019. Í fjárlagafrumvarpinu er gert ráð fyrir að frumgjöld verði 861,7 ma.kr. samanborið við 803,3 ma.kr. í fjárlögum ársins 2019. Að undanskildum launa-, gengis- og verðlagsbreytingum er raunhækkun frumgjalda 31,9 ma.kr. Samkvæmt frumvarpinu er vaxtjöfnuður nær óbreyttur milli ára. Að meðtöldum breytingum á vaxtjöfnuði er áætlað að heildarafkoma ríkissjóðs verði jákvæð um 400 m.kr. og er það í samræmi við þá fjármálastefnu sem Alþingi samþykkti í júní sl.

Við mat á aðhaldsstigi opinberra fjármála þarf að taka tillit til þess að hve miklu leyti frumjöfnuður litast af óreglulegum tekju- og gjaldabreytingum og að hve miklu leyti afkoman endurspeglar einfaldlega breytingar á almennum efnahagssumsvifum. Í kafla IV er nánari greining á afkomunni þegar leiðrétt hefur verið fyrir þessum sjálfvirku sveiflujöfnurum og í kafla I er fjallað um efnahagsleg áhrif þeirra aðgerða sem boðaðar eru í fjárlagafrumvarpinu.

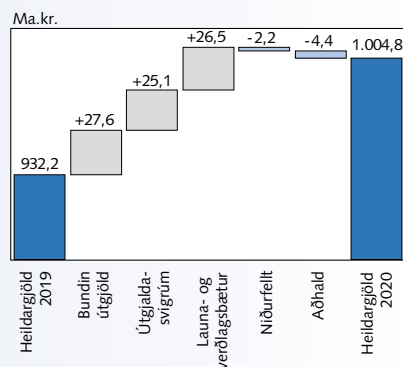
Tafla 4 Yfirlit yfir afkomu samkvæmt fjárlögum ársins 2019 og fjárlagafrumvarpi ársins 2020

Þjóðhagsgrunnur	Ma.kr.			% af VLF		Breyting í prósentum
	Fjárlög 2019	Frumvarp 2020	Breyting í ma.kr.	Fjárlög 2019	Frumvarp 2020	
Frumtekjur	880,5	910,1	29,6	30,7	29,6	-1,1
Frumgjöld	803,3	861,7	58,4	28,0	28,1	0,1
Frumjöfnuður	77,2	48,4	-28,8	2,7	1,6	-1,1
Vaxtatekjur	11,2	9,3	-1,9	0,4	0,3	-0,1
Vaxtagjöld	59,4	57,4	-2,0	2,1	1,9	-0,2
Vaxtjöfnuður	-48,2	-48,0	0,2	-1,7	-1,7	0,0
Heildartekjur	891,7	919,5	27,8	31,1	30,0	-1,1
Heildargjöld	862,7	919,1	56,4	30,1	29,9	-0,2
Heildarjöfnuður	29,0	0,4	-28,6	1,0	0,0	-1,0

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2020.

Mynd 3

Breyting á heildarútgjöldum milli árana 2019-2020 eftir tilefnum



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2020.

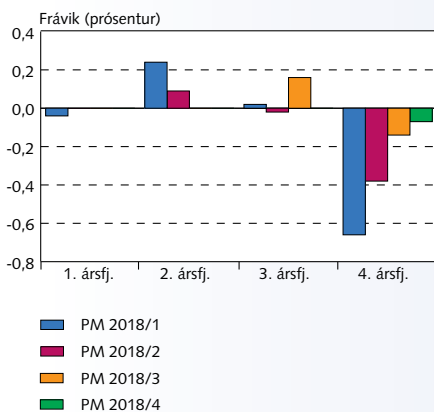
Rammagrein 4

Reynsla af spám
Seðlabankans

56

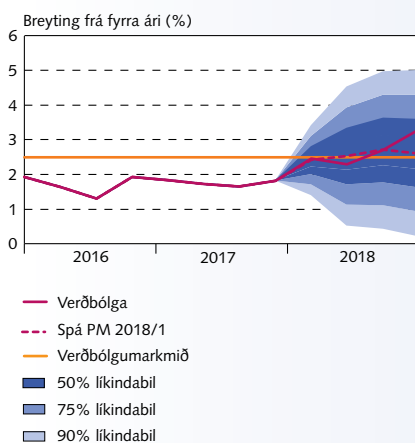
PENINGAMÁL 2019 • 4

Mynd 1

Skekkjur í spám *Peningamála* um verðbólgu á fjórðungum ársins 2018

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Óvissumat í verðbólgu spá *Peningamála* 2018/1
1. ársfj. 2016 - 4. ársfj. 2018

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Seðlabankinn birtir þjóðhags- og verðbólgu spár fjórum sinnum á ári til þriggja ára í senn í *Peningamála*. Spárnar byggjast á haglíkön- um sem endurspeglja einfaldaða mynd af þjóðarbúskapnum: jöfnur líkananna lýsa þeim efnahagssamböndum sem mestu skipta en óhjákvæmilegt er að horft sé framhjá mörgum sem vega minna.

Að baki hverri spá liggur ítarleg greining á stöðu þjóðarbúsins hverju sinni. Þjóðhagsreikningar og aðrar opinberar hagtölur eru helsti grundvöllur matsins en því til viðbótar liggur sjálfstætt mat sérfræðinga hagfræði- og peningastefnusviðs bankans á stöðu og horfum í þjóðarbúskapnum sem m.a. byggist á spurningakönnunum og samtölum við forsvarsmenn fyrirtækja, stofnana og aðila á vinnumarkaði. Forsendur um alþjóðlega efnahagsþróun byggjast fyrst og fremst á spám alþjóðastofnana og því sem lesa má úr þróun á framvirku verði helstu hrávörutegunda. Þjóðhagslíkan Seðlabankans, QMM, heldur utan um þessar upplýsingar og tryggir að samspil þeirra á milli glattist ekki í spánni. Heildarjafnvægislíkan bankans, DYNIMO, leikur einnig mikilvægt hlutverk í spágerðinni, ekki síst sem próf á hversu raunhæf grunnspáin er (sjá rammagrein 3 í *Peningamála* 2017/4). Peningastefnan á spátímanum er lykilforsenda í hverri spágerð. Í þjóðhagslíkaninu er hún ákveðin með framsýnni peningastefnureglu þar sem vextir Seðlabankans ákvarðast út frá væntu fráviki verðbólgu frá verðbólgu markmiði og framleiðsluspennu. Þessi vaxtastefna tryggir að verðbólga verði nálægt markmiði í lok spátímans.¹

Þróun hagstærða vísu oft frá því sem þjóðhagsspár gera ráð fyrir. Sú einföldun sem haglíkön gera á þjóðarbúskapnum veldur skekkju í spágerðinni en spáskekkjur eiga sér einnig aðrar orsakir. Spárnar byggjast m.a. á bráðabirgðatölum og áætlunum sem geta breyst við endurskoðun. Þar að auki geta átt sér stað atburðir sem ekki er unnt að spá fyrir um en hafa mikil áhrif á hagstærðir eins og skyndilegar breytingar á olíuverði. Þar sem athugun á skekkjum í eldri spám gefur hugmynd um þá óvissu sem er í nýju spánni og mögulegar kerfisbreytingar í þjóðarbúskapnum leggur bankinn árlega mat á skekkjur í spám sínum. Matið nýtist einnig við frekari þróun á haglíkönnum bankans.

Verðbólgu spár Seðlabankans fyrir árið 2018

Verðbólga jókst árið 2018 og var meðalverðbólga 2,7% samanborið við 1,8% árið áður. Meðalverðbólga árið 2018 var því lítillega yfir verðbólgu markmiði Seðlabankans eftir að hafa verið undir því fjögur ár í röð. Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta var örlitlu minni eða 2,6%. Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* var megindrifkraftur verðbólgu árið 2018 hækkun húsnæðisverðs líkt og árin þar á undan en einnig verðhækkningar innfluttrar vöru. Verðbólga var 2,4% í janúar 2018 en jókst er leið á árið og var komin í 3,7% í desember. Aukning verðbólgunnar endurspegladi fyrst og fremst áhrif liðlega 10% lækkunar á gengi krónunnar um haustið í kjölfar þess að áhyggjur af stöðu flugfélagsins WOW Air tóku að aukast og áhrif mikillar óvissu um komandi kjarasamninga og stöðu þjóðarbúsins almennt.

Spár bankans um meðalverðbólgu ársins 2018 voru í ágætu samræmi við endanlega útkomu ársins (tafla 1). Eins og sést á mynd 1 gerði grunnspá bankans ráð fyrir minni verðbólgu en raunin varð framan af árinu, sérstaklega fyrsta spá ársins sem gefin var út í febrúar, en fyrrnefnd lækkun á gengi krónunnar hafði töluverð áhrif á verðbólgu á fjórða fjórðungi 2018. Þrátt fyrir það var verðbólga ársins vel innan 50% öryggismarkna fyrir febrúarspá bankans (mynd 2).

1. Sjá umfjöllun í Ásgeir Daniélfsson, 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 Paper*, væntanleg.

Tafla 1 Verðbólguþá fyrir árið 2018

Breyting frá fyrra ári (%)	Peningamál				Endanleg útkoma
	2018/1	2018/2	2018/3	2018/4	
Verðbólga	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7
Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Skekkjur í verðbólguþá síðasta áratugar

Á mynd 3 má sjá frávik í verðbólguþá Seðlabankans einn, fjóra og átta ársfjórðunga fram í tímann fyrir fyrsta fjórðung ársins 2009 og fram til þriðja fjórðungs í ár (spár gerðar á tímabilinu 2007-2019). Verðbólgu einn ársfjórðung fram í tímann var í fleiri tilfellum ofspáð en vanspáð en verðbólga var að meðaltali 0,1 prósentu minni en spár bankans gerðu ráð fyrir. Á fyrri hluta tímabilsins vanmátu spár bankans hins vegar verðbólgu fjóra og átta ársfjórðunga fram í tímann oftast en þær ofmátu hana. Það snýst síðan við árið 2014 þegar ofspár verða algengari sem má að hluta rekja til ófyrirséðrar lækkunar olíuverðs, alþjóðlegrar verðhjöðunar og hækkunar á gengi krónunnar. Líkt og sést á mynd 3 hafa skekkjur í þáá bankans um verðbólgu síðustu tveggja ára verið hverfandi hvort sem horft er til spáa einn, fjóra eða átta ársfjórðunga fram í tímann.

Tafla 2 sýnir meðalskekkju (sem gefur vísbendingu um kerfisbundið of- eða vanmat verðbólgu) og staðalfrávik spáskekkja (sem sýnir óvissuna í spánni) í spám frá fyrsta fjórðungi árið 2009. Meðalskekkjan er að jafnaði jákvæð eins og áður hefur komið fram og er mest þegar horft er tvo ársfjórðunga fram í tímann annars vegar, en þá var verðbólga að meðaltali ofspáð um 0,2 prósentur og hins vegar þegar horft er fjóra ársfjórðunga fram í tímann, en þá var verðbólgu vanspáð um 0,2 prósentur að meðaltali. Meðalskekkjan er hins vegar ekki tölfraðilega marktæk sem bendir til þess að verðbólgu hafi hvorki verið kerfisbundið van- né ofspáð á þessu tímabili.

Tafla 2 Skekkjur í verðbólguþá Seðlabankans¹

%	Einn ársfj.	Tveir ársfj.	Þrjár ársfj.	Fjórir ársfj.	Átta ársfj.	Tólf ársfj.
Fjöldi mælinga	43	42	41	40	36	32
Meðalskekkja (%)	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,0
Staðalfrávik (%)	0,4	0,9	1,2	1,7	1,9	1,4

1. Spáskekkjur frá 1. ársfjórðungi 2009 til 3. ársfjórðungs 2019.

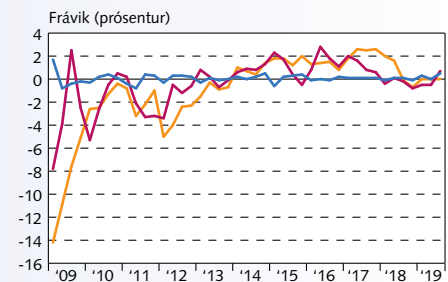
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Frá því að fjármagnshöft voru sett á haustið 2008 og þar til í spá *Peningamála* 2016/4 höfðu þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans byggst á þeirri forsendu að gengi krónunnar héldist óbreytt út spátímann. Reynslan sýnir að stórar skekkjur í verðbólguþá á Íslandi eru jafnan tengdar sveiflum í gengi krónunnar (mynd 4) en fylgni milli spáskekkja í verðbólgu og gengi krónunnar er 0,63. Á mynd 4 sést einnig að í þeim tilfellum sem gengi krónunnar reyndist lægra en spár gerðu ráð fyrir var verðbólgu jafnan vanspáð. Þetta á sérstaklega við um spár sem voru gerðar í kjölfar fjármálakreppunnar en einnig um spár gerðar í byrjun árs 2018. Í þeim tilfellum sem gengi krónunnar reyndist hærra en spár gerðu ráð fyrir var verðbólgu hins vegar iðulega ofspáð.

Mynd 3

Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum*¹

1. ársfj. 2009 - 3. ársfj. 2019



— 1 ársfj. fram í tímann
— 4 ársfj. fram í tímann
— 8 ársfj. fram í tímann

1. Fyrsti ársfjórðungurinn sem er spáð er fjórðungurinn þegar *Peningamál* eru birt. Fjórdi ársfj. er þremur fjórðungum eftir birtingu PM.

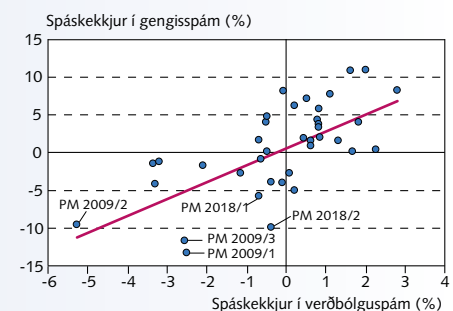
Áttundi ársfj. er tveimur árum eftir birtingu.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

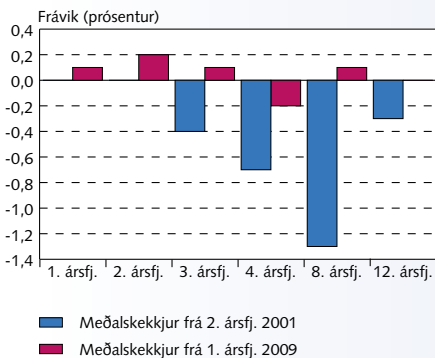
Spáskekkjur verðbólgu í *Peningamálum* og frávik meðalgengis frá spáðu gengi 2009-2018

Spár eitt ár fram í tímann



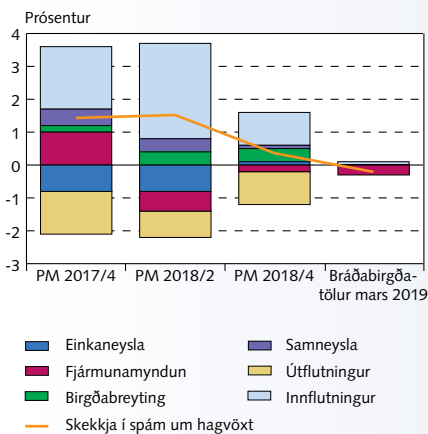
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Meðalskekkjur verðbólgu í Peningamálum¹



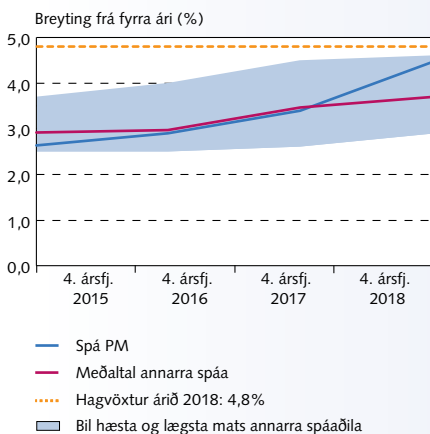
1. Fyrsti ársfjórðungurinn sem er spáð er fjórðungurinn þegar Peningamál eru birt. Annar ársfj. er fjórðungurinn þar á eftir, o.s.frv. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Framlag spáskekkju útgjaldaliða til spáskekkju í hagvexti ársins 2018¹



1. Miðað við rauntölur birtar í ágúst 2019. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7
Spár um hagvöxt árið 2018



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Arion banki, ASÍ, Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins, Hagstofa Íslands, Íslandsbanki, Landsbankinn, OECD, Seðlabanki Íslands.

Samanburður á skekkjum í verðbólguþáttum frá upptöku verðbólguþáttar

Frá því að verðbólguþáttur var tekið upp árið 2001 og bankinn hóf að birta verðbólguþátt hafa verið gerðar miklar breytingar í spágerð bankans. Núverandi þjóðhagslíkan var til að mynda tekið í notkun í ársbyrjun 2006 og bankinn gerði ekki spár um þróun gengis krónunnar og vaxta bankans fyrr en árið 2007.²

Mynd 5 sýnir samanburð á meðalskekkju verðbólguþáttar Seðlabankans frá öðrum fjórðungi ársins 2001 annars vegar og frá fyrsta fjórðungi ársins 2009 hins vegar. Spáskekkjur í verðbólguþáttum frá 2001 eru ómarktækar þegar horft er einn, tvo og þrjú ársfjórðunga fram í tímann. Hins vegar eru spáskekkjur fjóra og átta ársfjórðunga fram í tímann verulegar og tölfræðilega marktækar. Þetta gefur til kynna að verðbólga hafi verið vanmetin kerfisbundið yfir þetta tímabil. Meðalskekkjur í verðbólguþáttum gerðar síðasta áratug eru að jafnaði minni en meðalskekkjur frá árinu 2001 sem bendir til þess að töluvert betur takist til við að spá fyrir um verðbólgu nú, einkum þegar horft er til lengri tíma en næstu ársfjórðunga.

Hagvaxtarspár Seðlabankans fyrir árið 2018

Til að fá betri mynd af árangri Seðlabankans við verðbólguþátt þarf einnig að horfa til þess hvernig tekist hefur til við að spá fyrir um þróun raunhagkerfisins. Líklegt er að verðbólgu sé að jafnaði vanspáð á tímabilum þegar vexti almennrar eftirspurnar er einnig vanspáð og spennan í efnahagslífinu því vanmetin.

Hagstofa Íslands birtir bráðabirgðatölur um þjóðhagsreikninga fyrir hvern ársfjórðung tveimur mánuðum eftir lok fjórðungsins. Fyrstu tölur um fjórða ársfjórðung 2018 og árið í heild voru birtar í mars sl. og þær síðan endurskoðaðar í ágúst. Spár bankans og áætlanir Hagstofunnar um þróun helstu þjóðhagsstærða má sjá í töflu 3. Þegar Peningamál 2018/1 voru gefin út í febrúar 2018 lágu fyrir bráðabirgðatölur frá Hagstofunni um þjóðhagsreikninga fyrir þriðja fjórðung ársins 2017. Spá fyrir árið 2018 þurfti því að byggja á spá fyrir fjórða fjórðung ársins 2017 auk þess sem spáin byggðist á bráðabirgðatölum um fyrri fjórðunga ársins 2017 sem síðan áttu eftir að breytast.

Nokkrar breytingar urðu á tölum Hagstofunnar fyrir árið 2018 frá því að bráðabirgðatölur voru birtar í mars og þar til að endurskoðaðar tölur voru birtar í ágúst sl. Vöxtur þjóðarútgjalda var vanmetinn í bráðabirgðatölunum og munar þar mest um 1,9 prósentna vanmat á vexti fjárfestingar sem er sá liður sem alla jafna tekur mestum breytingum frá fyrstu tölum. Breytingar urðu einnig á mati Hagstofunnar á þróun utanríkisviðskipta. Innflutningur reyndist meira vanmetinn en útflutningur og því lögðu utanríkisviðskiptin minna til hagvaxtar en upphaflega var áætlað. Hagvöxtur árið 2018 samkvæmt ágústbirtingu Hagstofunnar var því 4,8% sem er 0,2 prósentum meiri vöxtur en samkvæmt marsbirtingunni.

Hagvöxtur ársins reyndist meiri en gert var ráð fyrir í spám bankans. Frávikið var mest í spá Peningamála 2018/1 eða 1,6 prósentur en þá spáði bankinn að hagvöxtur yrði 3,2% á árinu. Frávikið hefur minnkað með hverri spá bankans og frá nóvember-spá bankans hefur það verið tiltölulega lítið, enda byggist sú spá á bráðabirgðatölum Hagstofunnar um fyrsta helming ársins. Í meginatriðum hafa þjóðarútgjöld þróast í takt við spár bankans og frávikið í hagvaxtarspám hans því einkum verið vegna skekkja í spám um utanríkisverslun (sjá töflu 3 og mynd 6). Spá um vöxt útflutnings reyndist of bjartsýn en frávikið er minna en frávikið í spám um inn-

2. Sjá umfjöllun í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar (2007), „Birthing eigin stýrivaxtaspár eykur áhrifamætt peningastefnu seðlabanka“, Peningamál 2007/1, 71-86.

Tafla 3 Þjóðhagsspár *Peningamála* og gögn Hagstofunnar fyrir árið 2018

% frá fyrra ári	PM 18/1 (spá frá 4. fj. '17)	PM 18/2 (spá frá 1. fj. '18)	PM 18/3 (spá frá 2. fj. '18)	PM 18/4 (spá frá 3. fj. '18)	PM 19/1 (spá frá 4. fj. '18)	Bráðab.- tölur (mars 2019)	Endursk. tölur (ágúst 2019)
Einkaneysla	6,4	6,3	5,6	4,6	4,5	4,8	4,7
Samneysla	2,3	1,9	2,5	2,9	3,6	3,3	3,5
Fjárfesting	3,8	6,5	5,2	5,0	2,9	2,1	4,0
Þjóðarútgjöld	4,4	5,2	4,7	4,2	4,1	4,1	4,6
Útflutningur	4,4	3,3	3,6	3,9	2,8	1,6	1,7
Innflutningur	7,4	7,7	6,0	3,3	2,0	0,1	0,8
Hagvöxtur	3,2	3,3	3,6	4,4	4,3	4,6	4,8

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

flutning. Verulegt ofmat á vexti innflutnings gerir það að verkum að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var töluvert meira en spáð var framan af ári og hagvexti því vanspáð.

Spár Seðlabankans í samanburði við spár annarra spáaðila

Á mynd 7 má sjá hagvaxtarspá bankans fyrir árið 2018 í samanburði við meðaltal spáa annarra aðila sem birta reglulega spár um íslenskan þjóðarþúskap. Spár bankans voru allar gerðar á fjórða ársfjórðungi á árunum 2015-2018. Meðaltalið samanstendur af síðustu spá hvers árs frá átta spáaðilum: Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Alþýðusambandi Íslands (ASÍ), stóru viðskiptabönkunum þremur, Hagstofunni, OECD og framkvæmdastjórn Evrópusambandsins. Bil hæsta og lægsta spágildis er sýnt sem skyggt svæði.³ Þetta bil breiðkar jafnan þegar mikil óvissa ríkir um efnahagshorfur. Að öllu jöfnu ættu hagspár að verða meira samhljóma þegar nær dregur lokum spátímabilsins og ítarlegri upplýsingar liggja fyrir.

Alla jafna er ágætis samhljómur milli spáa bankans og meðaltals spáa annarra aðila. Undir lok ársins er hagvaxtarspá bankans orðin nær endanlegum hagvexti ársins en meðaltal spáa annarra spáaðila. Mynd 8 sýnir einnig að bankanum tókst betur til við að spá verðbólgu en öðrum spáaðilum að jafnaði og er það í samræmi við reynslu frá fyrri árum.

Alþjóðlegur samanburður

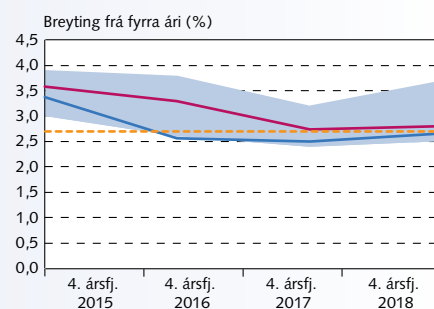
Að lokum getur verið gagnlegt að setja spár bankans í alþjóðlegt samhengi. Eins og sjá má á mynd 9 reyndist verðbólga ársins 2018 í flestum þróuðum ríkjum meiri í fyrra en spár þarlendrar seðlabanka gerðu ráð fyrir í árslok 2017. Það á einkum við um Noregsbanka og Seðlabanka Evrópu (ECB). Verðbólga á Íslandi var einnig vanmetin m.a. vegna skarprar gengislækkunar á seinni hluta ársins eins og áður hefur komið fram. Stærð fráviksins sker sig þó ekki úr í alþjóðlegu samhengi.

Mynd 10 sýnir sambærilegan samanburð á hagvaxtarspám. Hagvöxtur fyrir árið 2018 reyndist í flestum ríkjum í takt við spár en hér á landi var hagvexti vanspáð. Frávikið í hagvaxtarspá bankans var óvenju mikið í alþjóðlegu samanburði og endurspeglar líklega að einhverju leyti að erfiðara getur reynst að spá þjóðhagsstærðum í litlum opnum hagkerfum eins og því íslenska þar sem búhnykkir og efnahagsáfall geta haft meiri áhrif en í stærri þjóðarþúskap.

3. Ekki spá allar þessir aðilar þrjú ár fram í tímann og því byggist 2015-gildið í mynd 7 og 8 einungis á spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, Arion banka, Hagstofu Íslands og Landsbankans. Þetta skýrir að einhverju leyti minna bil hæsta og lægsta mats árið 2015 en árið 2016.

Mynd 8

Spár um verðbólgu árið 2018

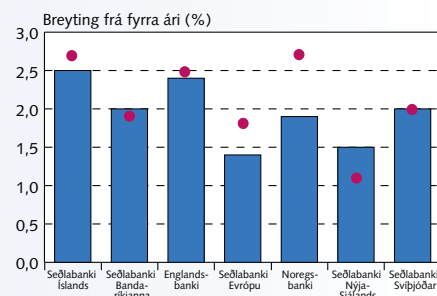


— Spá PM
— Meðaltal annarra spáa
- - - - Verðbólga árið 2018: 2,7%
■ Bil hæsta og lægsta mats annarra spáaðila

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Arion banki, ASÍ, Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins, Hagstofa Íslands, Íslandsbanki, Landsbankinn, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Spár um verðbólgu árið 2018 í völdum iðnríkjum¹



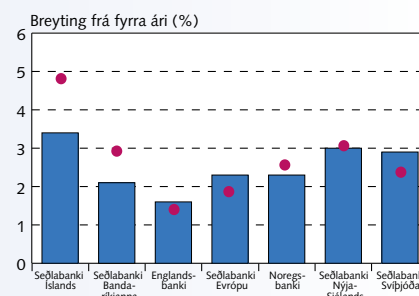
■ Verðbólguþá
● Verðbólga árið 2018

1. Spár gerðar í lok árs 2017 að undanskilinni spá Seðlabanka Bandaríkjanna sem var gerð í júlí 2017. Spá Englandsbanka er verðbólga á fjórða fjórðungi 2018 frá sama ársfjórðungi árið áður.

Heimildir: Englandsbanki, Noregsbanki, Seðlabanki Bandaríkjanna, Seðlabanki Evrópu, Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Svíþjóðar, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Spár um hagvöxt árið 2018 í völdum iðnríkjum¹



■ Hagvaxtarspá
● Hagvöxtur árið 2018

1. Spár gerðar í lok árs 2017 að undanskilinni spá Seðlabanka Bandaríkjanna sem var gerð í júlí 2017.

Heimildir: Englandsbanki, Noregsbanki, Seðlabanki Bandaríkjanna, Seðlabanki Evrópu, Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Svíþjóðar, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Viðauki 1

Spátöflur

Tafla 1 Landsframleiðsla og helstu undirliðir¹

	2018	2019	2020	2021	2022
Einkaneysla	4,7 (4,8)	1,7 (1,9)	2,2 (2,4)	3,3 (3,3)	2,8
Samneysla	3,5 (3,3)	3,2 (2,8)	2,6 (2,5)	2,4 (2,5)	2,5
Fjármunamyndun	4,0 (2,1)	-8,4 (-5,0)	7,4 (11,8)	3,6 (1,2)	2,7
Atvinnuvegafjárfesting	-4,1 (-5,4)	-16,1 (-13,1)	10,2 (14,8)	1,2 (-1,6)	3,5
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	16,2 (16,7)	13,0 (14,7)	7,5 (11,2)	5,9 (4,4)	5,1
Fjárfesting hins opinbera	28,3 (21,2)	-3,7 (2,7)	-1,8 (2,7)	8,7 (6,6)	-3,6
Þjóðarútgjöld	4,6 (4,1)	-0,9 (-0,2)	3,7 (4,8)	3,2 (2,6)	2,7
Útflutningur vöru og þjónustu	1,7 (1,6)	-5,8 (-5,1)	0,4 (0,4)	3,6 (3,0)	2,8
Innflutningur vöru og þjónustu	0,8 (0,1)	-7,8 (-5,4)	5,0 (6,7)	4,1 (2,8)	2,9
Verg landsframleiðsla (VLF)	4,8 (4,6)	-0,2 (-0,2)	1,6 (1,9)	2,9 (2,7)	2,7
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	2.812 (2.803)	2.929 (2.920)	3.078 (3.084)	3.268 (3.264)	3.447
Ársvöxtur VLF á verðlagi hvers árs	7,6 (7,1)	4,1 (4,2)	5,1 (5,6)	6,2 (5,8)	5,5
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	22,3 (22,2)	20,9 (21,3)	21,8 (23,1)	21,9 (22,7)	21,9
Atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)	14,2 (14,2)	12,2 (12,6)	12,9 (13,9)	12,7 (13,2)	12,8
Þjóðhagslegur sparnaður (% af VLF) ²	25,5 (25,5)	24,4 (24,0)	24,4 (24,5)	24,6 (24,3)	24,7
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	0,4 (0,7)	0,7 (0,0)	-1,9 (-2,7)	-0,1 (0,1)	0,0

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2019/3). 2. Samtala fjárfestingar, birgðabreytinga og viðskiptajafnaðar.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur¹

	2018	2019	2020	2021	2022
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	11,5 (11,5)	-4,5 (-4,0)	-1,0 (-1,0)	1,0 (1,0)	1,0
Útflutningsframleiðsla áls ²	-1,2 (-1,2)	-2,5 (-0,5)	4,0 (2,0)	1,0 (1,0)	1,0
Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum	4,7 (4,7)	7,0 (6,0)	3,0 (3,0)	3,0 (3,0)	1,5
Verð áls í USD ³	13,3 (13,3)	-13,0 (-11,0)	0,0 (3,0)	4,0 (4,0)	4,0
Verð eldsneytis í USD ⁴	30,4 (30,4)	-11,5 (-12,5)	-9,2 (-9,7)	-2,1 (-1,0)	-0,2
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-3,6 (-3,9)	-0,4 (0,1)	2,2 (2,5)	0,7 (0,6)	0,2
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁵	2,0 (2,0)	1,5 (1,6)	1,6 (1,7)	1,7 (1,8)	1,8
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	2,2 (2,2)	1,5 (1,6)	1,5 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6
Innflutningur helstu viðskiptalanda ⁵	3,0 (3,0)	1,9 (3,0)	2,8 (3,1)	3,2 (3,3)	3,0
Seðlabankavextir í helstu viðskiptalöndum (%) ⁶	0,5 (0,5)	0,6 (0,6)	0,5 (0,4)	0,5 (0,4)	0,6

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2019/3). 2. Samkvæmt utanríkisverslunargögnum Hagstofunnar. 3. Spá byggð á framvirku álfverði og spám greiningaraðila. 4. Spá byggð á framvirku verði á Brent-hráoliu dagana 9.-15. október sl. 5. Spá byggð á Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Consensus Forecasts, Global Insight og OECD. 6. Spá byggð á vaxtaskiptasamningum (e. overnight index swaps) í helstu viðskiptalöndum Íslands dagana 13. september - 1. október 2019.

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

Tafla 3 Viðskiptajöfnuður og undirliðir hans¹

	2018	2019	2020	2021	2022
Vöru- og þjónustujöfnuður	3,0 (3,1)	3,6 (3,2)	2,6 (1,6)	2,7 (1,9)	2,7
Jöfnuður frumþáttatekna ²	-0,2 (-0,2)	0,2 (-0,2)	0,0 (-0,1)	0,0 (-0,2)	0,1
Viðskiptajöfnuður	2,8 (2,9)	3,7 (3,0)	2,6 (1,5)	2,7 (1,7)	2,8

1. Hlutfall af VLF, % (tölur í svigum eru spá PM 2019/3). 2. Jöfnuður frumþáttatekna að viðbættum hreinum rekstrarframlögum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Opinber fjármál¹

	2018	2019	2020	2021	2022
Heildarjöfnuður ríkissjóðs	0,9 (1,3)	0,4 (0,8)	0,0 (0,4)	-0,1 (0,3)	-0,3
Frumjöfnuður ríkissjóðs	2,8 (3,6)	2,1 (2,5)	1,5 (1,9)	1,2 (1,6)	1,0
Frumjöfnuður ríkissjóðs án einkisliða ²	2,8 (3,6)	2,1 (2,5)	1,4 (1,8)	1,1 (1,5)	1,0
Heildarjöfnuður hins opinbera	0,8 (1,1)	0,3 (1,0)	0,1 (0,6)	0,0 (0,5)	-0,2
Frumjöfnuður hins opinbera	2,9 (3,6)	2,5 (3,2)	1,9 (2,5)	1,6 (2,2)	1,4
Vergar skuldir hins opinbera	36 (38)	34 (35)	33 (34)	32 (33)	30
Hreinar skuldir hins opinbera ³	28 (30)	26 (27)	25 (26)	24 (25)	22

1. Hlutfall af VLF á rekstrargrunni, % (tölur í svigum eru spá PM 2019/2). 2. Einkisliðir eru helst aðgreiðslur umfram fjárlög. 3. Hreinar skuldir eru hér skilgreindar sem heildarskuldir að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádregnum sjóðum og bankainnstæðum.

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

Tafla 5 Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta¹

	2018	2019	2020	2021	2022
Atvinnuleysi (% af mannafla)	2,7 (2,7)	3,7 (3,7)	3,8 (3,8)	3,6 (3,6)	3,5
Hlutfall starfandi (% af mannfjölda 16-74 ára)	79,4 (79,4)	78,0 (78,1)	77,9 (78,2)	78,4 (78,5)	78,8
Heildarvinnustundir	2,4 (2,4)	-0,1 (0,2)	0,9 (1,3)	2,3 (1,8)	2,3
Framleiðni vinnuafls ²	2,3 (2,1)	-0,1 (-0,4)	0,7 (0,6)	0,7 (0,8)	0,4
Launakostnaður á framleidda einingu ³	2,9 (3,1)	6,1 (6,8)	4,0 (3,9)	4,3 (4,3)	3,9
Launahlutfall (% af vergum þáttatekjum)	63,7 (64,3)	64,7 (65,7)	65,1 (65,9)	65,8 (66,7)	66,6
Kaupmáttur ráðstöfunartekna	4,5 (2,4)	2,6 (3,2)	2,5 (3,7)	4,0 (3,5)	4,1
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	2,3 (2,4)	-0,3 (-0,2)	-0,1 (0,0)	0,3 (0,1)	0,1

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Gengi krónunnar og verðbólga¹

	2018	2019	2020	2021	2022
Viðskiptavegin gengisvísitala ²	166,7 (166,7)	180,7 (180,9)	181,7 (180,6)	182,5 (180,4)	182,8
Raugengi (hlutfallslegt verðlag) ³	96,8 (96,8)	90,4 (90,4)	90,6 (91,2)	90,7 (91,7)	91,1
Raugengi (hlutfallslegur launakostnaður) ³	97,8 (97,9)	93,4 (94,2)	94,8 (96,1)	96,3 (98,1)	97,4
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	2,7 (2,7)	3,0 (3,1)	2,3 (2,4)	2,2 (2,3)	2,5
Verðbólga (vísitala neysluverðs án áhrifa óbeinna skatta)	2,6 (2,6)	2,9 (3,0)	2,2 (2,3)	2,2 (2,2)	2,4

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2019/3). 2. Þröng viðskiptavog. Vísitalan hefur verið endurreiknuð þannig að 2. janúar 2009 taki hún sama gildi og vísitala gengisskráningar sem hætt hefur verið að reikna. 3. Ársmeðaltal 2005 = 100.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 7 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

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

1. Tölur í svigum eru spá PM 2019/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.