

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

Árið 2019 einkenndist af miklu umröti í efnahagsmálum og tóku efnahagshorfur töluverðum breytingum við fall flugfélagsins WOW Air í mars það ár. Spár bankans sem gerðar voru fyrir fall félagsins reyndust því of bjartsýnar. Spár bankans strax í kjölfarið reyndust hins vegar of svartsýnar sem helst má rekja til þess að samdráttur útgjalda heimila og fyrirtækja beindist í ríkari mæli að innflutningi vöru og þjónustu en gert hafði verið ráð fyrir. Framan af árinu reyndust verðbólguþáttir bankans einnig heldur svartsýnar og virðist það helst mega rekja til ofmats á áhrifum lækkunar á gengi krónunnar á verðbólgu og verðbólguvæntingar.

### Miklar breytingar urðu á hagvaxtarhorfum í kjölfar falls WOW Air

Spár bankans fram eftir ári 2018 gerðu ráð fyrir um 2¾-3% hagvexti árið 2019 eins og mynd 1 sýnir. Bankinn varð hins vegar smám saman svartsýnni um horfurnar og í spá *Peningamála* frá febrúar 2019 var hagvaxtarspáin komin niður í 1,8%.<sup>1</sup> Þar vó þungt að rekstrarvandi WOW Air var að verða æ ljósari. Strax undir lok árs 2018 tók félagið að draga úr umsvifum sínum og selja flugvélar úr rekstri. Áfram var þó gert ráð fyrir að flugfélaginu tækist að bjarga sér fyrir horn og halda áfram rekstri. Þegar leið á marsmánuð 2019 var hins vegar orðið æ ljósara að það tækist ekki. Þá bættust við vandræði Icelandair vegna kyrrsetningar nýrra Boeing 737 MAX-þotna félagsins en áætlanir þess höfðu gert ráð fyrir að þær myndu standa undir tæplega þriðjungum flugferða þess sumarið 2019. Spá um þróun útflutnings á árinu var því lækkuð í febrúarspá bankans og enn frekari lækkun varð í maíspánni en sú spá var fyrsta spá bankans eftir að WOW Air varð gjaldþrota í lok mars. Í stað áframhaldandi vaxtar útflutnings var talið að hann myndi dragast saman um tæplega 4% á árinu og hefur sú spá í meginatriðum gengið eftir (mynd 2).

Í maíspá bankans voru hagvaxtarhorfur fyrir árið 2019 því færðar enn frekar niður og spáð 0,4% samdrætti. Áfram var spáð samdrætti á árinu í síðustu spá ársins en þá lágu fyrir þjóðhagsreikningar fyrir fyrri hluta ársins. Þegar Hagstofa Íslands birti fyrsta mat á hagvexti ársins 2019 í febrúar 2020 kom hins vegar í ljós að spár bankans sem gerðar voru í kjölfar falls WOW Air höfðu reynt of svartsýnar og að hagvöxtur ársins var í reynd 1,9% sem er svipaður vöxtur og gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans.

### Horfur um vöxt innlestrar eftirspurnar versnuðu verulega ...

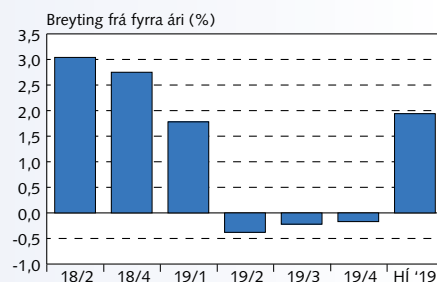
Versnandi útflutningshorfur höfðu veruleg áhrif á spár bankans um þróun innlestrar eftirspurnar (mynd 3). Horfur um vöxt einkaneyslu voru endurskoðaðar verulega niður á við og frá og með maíspánni 2019 var spáð um 1½% vexti á árinu í stað um 4% í febrúarspánni og hefur sú spá í meginatriðum gengið eftir. Í maí var gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting myndi dragast saman um tæplega 7% á árinu en eftir því sem leið á árið varð ljóst að það var vanmat og reyndist samdrátturinn töluvert meiri eða 18%. Þá voru spár um eftirspurn hins opinbera einnig færðar niður í maí og gert ráð fyrir liðlega 2% vexti á árinu sem hefur gengið eftir.

1. Þegar spá bankans fyrir *Peningamál* 2019/1 er gerð í febrúar 2019 liggja einungis fyrir þjóðhagsreikningar frá Hagstofu Íslands til og með þriðja ársfjórðungi 2018.

## Rammagrein 4

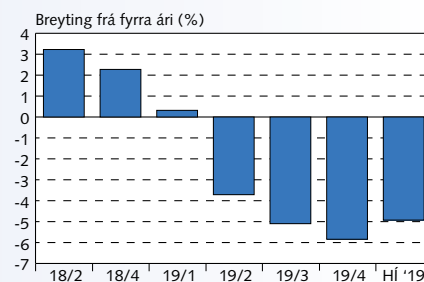
### Spár Seðlabankans um efnahagsþróun ársins 2019

Mynd 1  
Hagvaxtarspár *Peningamála* fyrir árið 2019<sup>1</sup>



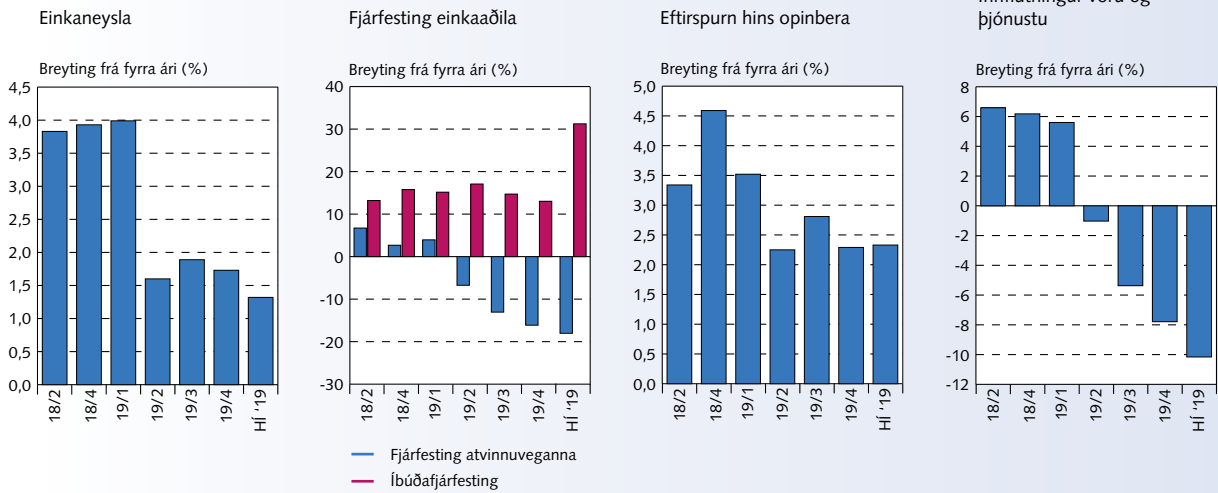
1. Spár PM 2018/2, 2018/4 og 2019/1-2019/4 fyrir hagvöxt ársins 2019 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands á hagvexti ársins.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Útflutningsspár *Peningamála* fyrir árið 2019<sup>1</sup>



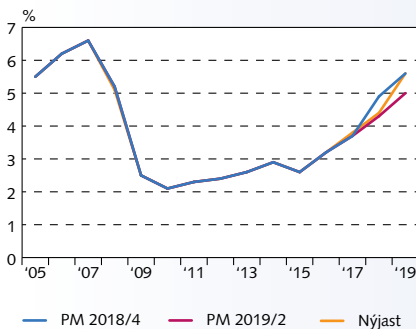
1. Spár PM 2018/2, 2018/4 og 2019/1-2019/4 fyrir útflutning ársins 2019 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands á útflutningi ársins.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd 3

Spár Peningamála um valdar þjóðhagsstærðir árið 2019<sup>1</sup>

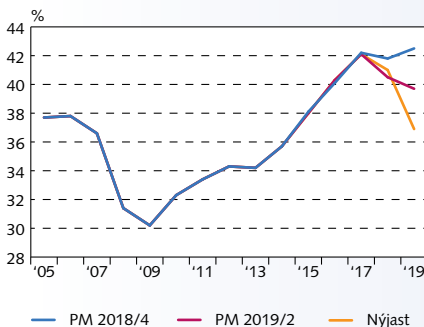
1. Spár PM 2018/2, 2018/4 og 2019/1-2019/4 fyrir valdar þjóðhagsstærðir árið 2019 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Eftirspurn hins opinbera er samtala samneyslu og fjárfestingar hins opinbera. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd 4

Spár Peningamála um hlutfall íbúða-  
fjárfestingar og landsframleiðslu árið 2019<sup>1</sup>

1. Spár PM 2018/4 og 2019/2 fyrir hlutfall íbúðafjárfestingar og landsframleiðslu ársins 2019 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands á hlutfallinu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd 5

Spár Peningamála um hlutfall innflutnings  
og þjóðarútgjalda árið 2019<sup>1</sup>

1. Spár PM 2018/4 og 2019/2 fyrir hlutfall innflutnings og þjóðarútgjalda ársins 2019 (á verðlagi ársins 2005) ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands á hlutfallinu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### ... en hliðrun eftirspurnar í átt að innlendri framleiðslu er helsta ástæðan fyrir því að hagvöxtur varð á endanum meiri á árinu en spáð var í fyrstu

Eins og áður hefur komið fram reyndust spár bankans um samdrátt landsframleiðslu í kjölfar falls WOW Air of svartsýnar. Á endanum reyndist hagvöxtur ársins 1,9%, áþekkt því sem spáð hafði verið í febrúar. Fráviknið skýrist að hluta til af endurskoðun Hagstofunnar á hagvexti ársins 2018. Í febrúar 2020 endurskoðaði Hagstofan hagvöxt ársins 2018 niður um 1 prósentu sem óhjákvæmilega hafði hliðstæð áhrif á mælingu á hagvexti ársins 2019. Þá reyndist vöxtur íbúðafjárfestingar einnig töluvert meiri en spáð var: í maí spáði bankinn um 17% aukningu íbúðafjárfestingar en hann reyndist tæplega tvöfalt meiri þegar endanlegar tölur Hagstofunnar lágu fyrir (mynd 3). Eins og sést á mynd 4 gerði máispá bankans ráð fyrir að hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu myndi hækka lítillega á árinu en þó haldast heldur lægra en spáð hafði verið áður en efnahagshorfur breyttust til hins verra. Á endanum reyndist hlutfallið hins vegar hækka meira og fara í 5½% eins og spáð var í *Peningamála* 2018/4.

Meginástæða þess að spár bankans reyndust of svartsýnar í kjölfar falls flugfélagsins er þó sú að bankinn vanmat hve mikil áhrif efnahagsáfallsins yrðu á innflutning vöru og þjónustu. Fyrir fall WOW Air var talið að innflutningur myndi aukast um ríflega 5% á árinu en í kjölfar gjaldþrots félagsins var matinu breytt og talið að innflutningur myndi dragast saman um 1% (mynd 3). Spáin var ítrekað færð niður eftir því sem leið á árið og að endingu reyndist samdrátturinn líðlega 10%. Hliðrun eftirspurnar í átt að innlendri eftirspurn var því töluvert vanmetin. Þetta sést vel á mynd 5 sem sýnir að í spá *Peningamála* 2018/4 var gert ráð fyrir að hlutfall innflutnings af þjóðarútgjöldum myndi hækka lítillega árið 2019 en eftir fall WOW Air breyttist matið og var þá talið að hlutfallið myndi lækka um tæplega 1 prósentu milli ára. Í reynd dróst innflutningur töluvert meira saman en þjóðarútgjöld og lækkaði hlutfallið um 4 prósentur. Spár bankans í kjölfar falls flugfélagsins vanmátu því að hversu miklu leyti samdráttur útgjalda heimila og fyrirtækja í kjölfar áfallsins myndi beinast að innflutningi og á þetta vanmat stóran þátt í því að hagvaxtarspár bankans reyndust of svartsýnar.

## Verðbólga jókst minna árið 2019 en óttast var eftir gengislækkun krónunnar

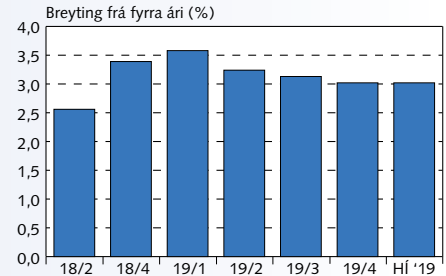
Mynd 6 sýnir hvernig verðbólguþá bankans fyrir árið 2019 þróaðist yfir tíma. Um mitt ár 2018 spáði bankinn að verðbólga yrði að meðaltali við 2,5% verðbólguþá bankans á árinu en þegar kom fram í nóvember höfðu verðbólguhorfur versnað enda hafði gengi krónunnar lækkað nokkuð um haustið í kjölfar vaxandi áhyggna af stöðu WOW Air og um niðurstöðu þeirrar kjarasamningalotu sem þá var að hefjast. Þegar kom fram á árið 2019 voru spár bankans um meðalverðbólgu ársins þó smám saman færðar niður á ný og nær 3% sem varð raunin.

Maíspá bankans um gengislækkun krónunnar gekk í meginatriðum eftir eins og sést á mynd 7. Atvinnuleysi jókst hins vegar heldur minna og framleiðslulaki myndaðist aldrei í þjóðarþúinu eins og spáð var vorið 2019 þar sem hagvöxtur reyndist vera kröftugri eins og áður hefur komið fram. Þrátt fyrir þetta voru spár bankans um meðalverðbólgu ársins heldur svartsýnar og virðast áhrif gengislækkunarinnar á verðbólgu hafa verið ofmetin. Ein möguleg ástæða fyrir þessu gæti verið sú að langtímaverðbólguvæntingar jukust minna en óttast hafði verið í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar (mynd 7). Þannig gerði febrúarspá bankans ráð fyrir að tíu ára verðbólguálag á skuldabréfamarkaði yrði að meðaltali um 3,4% á árinu og því hækka um ½ prósentu frá því sem spáð var í nóvember en í reynd hélst álagið óbreytt. Kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði bankans reyndist því traustari en þorað var að vona.

## Áföll í ferðþjónustu meginþýring viðsnúnings í efnahags- umsvifum árið 2019

Umfjöllunin hér að ofan sýnir skýrt hvernig efnahagshorfur fyrir árið 2019 breyttust þegar rekstrarvandi WOW Air ágerðist og sérstaklega eftir að félagið fór í þrot í lok mars 2019. Til að leggja mat á stærðargráðu áhrifanna er hægt að nota hermanir með þjóðhagslíkani bankans og bera saman efnahagsspár miðað við ólíkar forsendur um umsvif flugfélagsins. Notast er við spá *Peningamála* 2018/4 frá því í nóvember 2018 en sú spá var gerð áður en veruleg endurskoðun varð á forsendum um stöðu og umsvif félagsins. Nóvemberspáin gerði ráð fyrir að útflutningur myndi aukast um 2,3% milli ára árið 2019 og að hagvöxtur yrði 2,7%. Í reynd dróst útflutningur saman um 4,9% sem samsvarar 7,2 prósentna við-

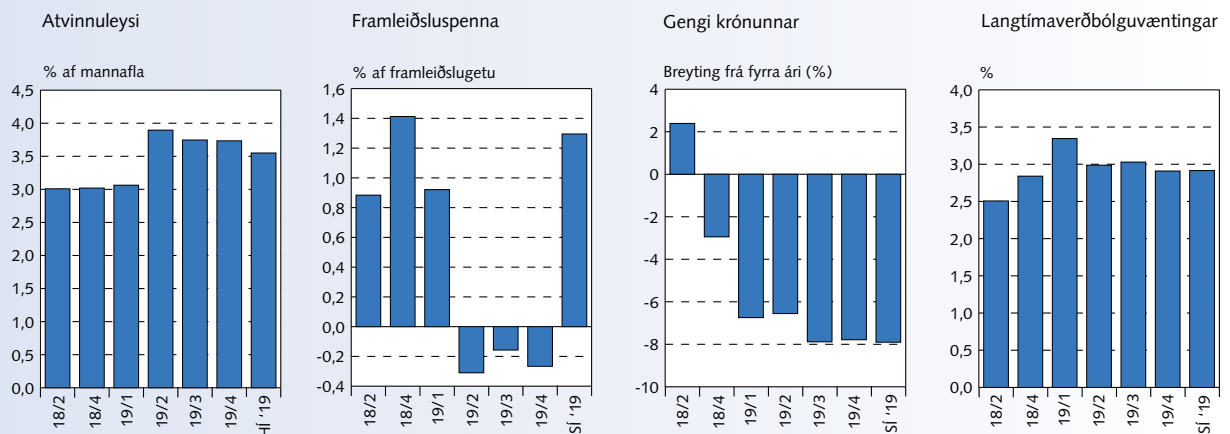
Mynd 6

Verðbólguþá *Peningamála* fyrir árið 2019<sup>1</sup>

1. Spár PM 2018/2, 2018/4 og 2019/1-2019/4 fyrir verðbólgu ársins 2019 ásamt endanlegri verðbólgu ársins.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

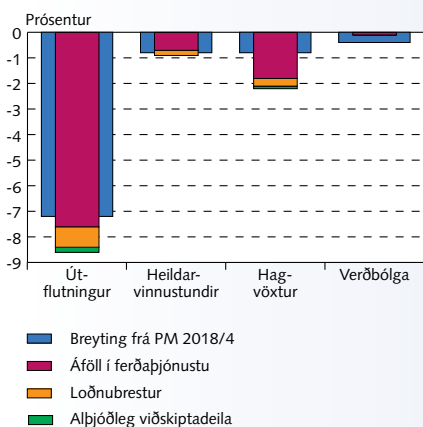
Mynd 7

Spár *Peningamála* um áhrifaþætti verðbólgu árið 2019<sup>1</sup>

1. Spár PM 2018/2, 2018/4 og 2019/1-2019/4 fyrir valdar þjóðhagsstærðir árið 2019 ásamt endanlegri niðurstöðu ársins. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Spáskekkjur fyrir árið 2019 og framlag valinna efnahagsáfalla<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir spáskekkjur fyrir valdar hagstærðir fyrir árið 2019 miðað við spá PM 2018/4 og framlag nokkurra efnahagsáfalla sem urðu á árinu. Heimild: Seðlabanki Íslands.

snúningi frá nóvemberspánni. Hagvöxtur reyndist að sama skapi 0,8 prósentum minni en spáð var eða 1,9% eins og áður segir. Líkt og mynd 8 sýnir leiðir endurgerð nóvemberspárinnar með breyttum forsendum um umsvif flugfélagsins og áhrif falls þess á innlenda ferðaþjónustu til 7,6 prósentna endurskoðunar á vexti útflutnings vöru og þjónustu og 1,8 prósentna endurskoðunar á hagvexti ársins. Áhrif falls WOW Air á vöxt útflutnings eru því áþekkt fráviki í útflutningsspá bankans frá nóvember 2018 en hagvaxtaráhrifin eru nokkru meiri. Endurskoðunin á þróun heildarvinnustunda á árinu skýrist hins vegar að mestu leyti af áfallinu í ferðaþjónustu en aðlögun eftirspurnar og gengis vegna útflutningsáfallsins virðist hafa átt lítinn þátt í að skýra af hverju verðbólga reyndist heldur minni en spáð var.

Gjaldþrot WOW Air og áföll í ferðaþjónustu voru þó ekki einu áföllin sem dundu á þjóðarbúinu árið 2019. Þessu til viðbótar var enginn loðnukvóti gefinn út fyrir árið (sjá nánar umfjöllun í kafla I í *Peningamálum* 2019/2) auk þess sem viðskiptadeila Bandaríkjanna og Kína dró úr alþjóðaviðskiptum og hagvexti um allan heim (sjá nánar umfjöllun í kafla I í *Peningamálum* 2019/4). Eins og sést á mynd 8 má áætla að þessi tvö áföll hafi aukið samdrátt útflutnings um 1 prósentu til viðbótar og dregið tæplega ½ prósentu frá hagvexti ársins. Á heildina litið gefa þessar hermanir liðlega 2 prósentna viðsnúning í hagvexti ársins 2019. Í reynd varð viðsnúningurinn ríflega helmingi minni eða 0,8 prósentur.

### Samantekt

Þótt útflutningsáföll, og þá sérstaklega áföll í ferðaþjónustu, séu meginskýring á skekkjum í efnahagsspám bankans fyrir árið 2019 virðast áhrif áfallanna á þjóðarbúið að endingu hafa verið minni en ætla hefði mátt út frá stærð þeirra og sögulegri reynslu af aðlögun þjóðarbúskaparins að slíkum áföllum. Það sem helst virðist skýra hvers vegna samdrátturinn varð ekki eins mikill og búast hefði mátt við var að aðlögun eftirspurnar í kjölfar áfallsins hafi í meira mæli beinst að kaupum á innlendri vöru og þjónustu en vænta mátti út frá sögulegri reynslu. Aukning verðbólgu reyndist einnig heldur minni en spáð var í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar þrátt fyrir að slakinn í þjóðarbúinu hafi upphaflega verið ofmetinn. Virðist mega rekja það til þess að langtímaverðbólguvæntingar hækkuðu ekki eins mikið og fyrst var óttast sem bendir til þess að kjölfesta væntinga í verðbólgu markmiði bankans hafi styrkst frá því sem áður var.