



2021 | 2

PENINGAMÁL

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

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

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

Útgefandi:

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

84. rit. 19. maí 2021 ISSN 1670-4371, vefrit

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

Yfirlýsing peningastefnunefndar

19. maí 2021

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánum, verða því 1%.

Efnahagsbatinn var kröftugri á seinni hluta síðasta árs en áður var talið. Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í maíhefti *Peningamála* eru horfur á liðlega 3% hagvexti í ár og yfir 5% hagvexti á næsta ári. Horfur hafa batnað frá fyrri spá bankans og vege þar þyngst vísbendingar um meiri bata innlestrar eftirspurnar. Atvinnuleysi hefur hjaðnað þótt það sé enn mikið. Slakinn í þjóðarbúskapnum virðist því vera minni og útlit er fyrir að hann hverfi fyrir en áður var talið.

Framboðstruflanir vegna COVID-19-farsóttarinnar hafa hækkað kostnað við að framleiða og dreifa vörum um allan heim og alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð hefur einnig hækkað mikið undanfarið. Þessar hækkanir kunna þó að vera tímabundnar.

Verðbólga hefur því reynst meiri og þrálátari en áður var spáð og mældist 4,6% í apríl. Verðbólguþrýstingur virðist almennur enda mælist undirliggjandi verðbólga svipuð og mæld verðbólga. Margt leggst þar á eitt eins og áhrif gengislækkunar krónunnar í fyrra og miklar hækkanir launa og húsnæðisverðs. Því er nauðsynlegt að hækka vexti bankans til þess að tryggja kjölfestu verðbólguvæntinga í verðbólguþrýstingnum.

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

Merking tákna:

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

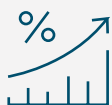
Efnisyfirlit

Peningamál í hnotskurn	6
I Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör	7
Alþjóðleg efnahagsmál	7
Útflutningsverð og viðskiptakjör	12
II Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir	15
Peningastefnan og markaðsvextir	15
Gengi krónunnar	17
Peningamagn og útlán	17
Eignaverð	19
III Eftirspurn og hagvöxtur	22
Innlend eftirspurn einkaaðila	22
Hið opinbera	26
Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður	27
Hagvöxtur	30
IV Vinnumarkaður og nýting framleiðslupátta	33
Vinnumarkaður	33
Vísbendingar um nýtingu framleiðslupátta	35
V Verðbólga	37
Nýleg verðbólguþróun	37
Vísbendingar um verðbólguþrýsting	38
Verðbólguvæntingar	40
Verðbólguhorfur	40
Rammagreinar	
1 Frávíksdæmi og óvissuþættir	42
2 Efnahagssamdrátturinn í kjölfar farsóttarinnar	49
3 Af hverju hefur hagvaxtargeta þjóðarbúsins minnkað?	51
4 Hversu hratt mun atvinnuleysi minnka samhliða bata í þjóðarbúskapnum?	59
Viðaukar	
1 Svipmyndir af innlendum og erlendum efnahagsmálum í miðjum heimsfaraldri	64
2 Spátöflur	66
3 Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram frávíksmörk	67

Peningamál í hnotskurn



Alþjóðlegur hagvöxtur gaf eftir á síðasta ársfjórðungi í fyrra eftir að COVID-19-farsóttin tók aftur að sækja í sig veðrið og vísbendingar eru um að samdráttur hafi orðið á ný á fyrsta fjórðungi þessa árs. Efnahagssumsvif í helstu viðskiptalöndum hafa þó reynst þróttmeiri en spáð var í febrúarhefti *Peningamála* og horfur fyrir þetta ár hafa batnað. Bólusetningu gegn farsóttinni miðar áfram og við bætast umfangsmiklar aðgerðir í ríkisfjármálum í Bandaríkjunum sem munu styðja við efnahagsbatann um allan heim.



Landsframleiðslan hér á landi jókst meira á milli fjórðunga á fjórða ársfjórðungi í fyrra en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Þá reyndist samdrátturinn á fyrstu þremur fjórðungum ársins minni en fyrri áætlanir höfðu bent til. Samdráttur landsframleiðslu á árinu öllu var því minni en áætlað hafði verið eða 6,6% í stað 7,7% í febrúarspá bankans. Horfur fyrir þetta ár hafa jafnframt batnað en þar vega þyngst vísbendingar um kröftugri vöxt einkaneyslu. Á móti kemur að smitum fjölgar enn mikið víða um heim sem gerir það að verkum að nú er talið að ferðapjónustan taki heldur hægar við sér en áður var spáð. Gert er ráð fyrir 3,1% hagvexti í ár en í febrúar var talið að hann yrði 2,5%. Eins og í febrúar er spáð liðlega 5% hagvexti á næsta ári en að nokkuð hægi á honum árið 2023.



Atvinnuleysi er tekið að minnka eftir að hafa náð hámarki í janúar sl. og vísbendingar eru um áframhaldandi bata vinnuafseftirspurnar. Spáð er að skráð atvinnuleysi án fólks á hlutabótum verði liðlega 9% að meðaltali í ár en hjaðni smám saman er líður á spátímans þótt það verði áfram meira í lok spátímans en það var áður en farsóttin hófst. Talið er að framleiðslulakinn sem myndaðist í kjölfar farsóttarinnar hafi náð hámarki í lok síðasta árs. Slakinn er þó minni en hann var metinn í febrúarspá bankans og útlit er fyrir að hann verði horfinn seint á næsta ári sem er um ári fyrr en spáð var í febrúar.



Verðbólga jókst á seinni hluta síðasta árs og var komin í 4,2% á fyrsta fjórðungi þessa árs. Hún jókst enn frekar í apríl sl. og mældist 4,6% sem er mesta verðbólga síðan snemma árs 2013. Hún hefur því verið yfir 4% efri fráviksmörkum verðbólgu markmiðsins allt þetta ár. Þetta er meiri verðbólga en spáð var í febrúar og hefur hún kerfisbundið reynst meiri en spáð var frá því að farsóttin skall á landinu. Innlend eftirspurn hefur staðið áfallið betur af sér en vænst var og verð olíu og annarrar hrávöru hækkað hraðar en gert var ráð fyrir. Einnig vegur þungt að kostnaðarhækkanir vegna framboðstruflana í kjölfar farsóttarinnar hafa verið vanmetnar. Nú er áætlað að verðbólga verði 3,8% á síðasta fjórðungi þessa árs og verði ekki komin í markmið bankans fyrr en um mitt næsta ár, um hálfu ári seinna en spáð var í febrúar.



Efnahagsþróunin mun að miklu leyti ráðast af því hvernig til tekst við að ráða niðurlögum farsóttarinnar bæði hér á landi og alþjóðlega. Eins og í febrúar er gert ráð fyrir að meirihluti almennings hér á landi verði orðinn bólusettur um mitt þetta ár. Gert er ráð fyrir að núverandi fyrirkomulagi sóttvarnaaðgerða innanlands verði í meginatriðum viðhaldið út þennan ársfjórðung en í kjölfarið verði smám saman slakað á þeim. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að núverandi fyrirkomulag sóttvarna við landamæri haldist í meginatriðum óbreytt út þriðja ársfjórðung en með auknum undanþágum eftir stöðu faraldursins í þeim löndum sem ferðamennirnir koma frá. Mikil óvissa er um allar þessar forsendur og mun framvinda efnahagsmála að töluverðu leyti ráðast af því hvernig til tekst við að ráða niðurlögum farsóttarinnar.

Greiningin í þessum *Peningámálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan maí.

Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör



Alþjóðleg efnahagsmál

Alþjóðlegur hagvöxtur gaf eftir á fjórða ársfjórðungi í fyrra samhliða aukinni útbreiðslu farsóttarinnar ...

Alþjóðleg efnahagssumsvif tóku hratt við sér í fyrrasumar þegar fyrsta bylgja COVID-19-faraldursins gekk niður eftir metsamdrátt á fyrri helmingi ársins (mynd I-1). Það hægði hins vegar á efnahagssumsvifum er lengra leið á árið þegar ný bylgja farsóttarinnar reið yfir með mun hraðari fjölgun smita en í þeirri fyrstu (mynd 1 í viðauka 1). Stjórnvöld fjölda ríkja hertu því aftur á sóttvörnum til að hægja á útbreiðslunni og draga úr álagi á heilbrigðiskerfi. Mörg þeirra gripu til samsvarandi aðgerða og beitt var í fyrstu bylgju, m.a. lokunar verslana og skóla, stífra fjölda- og samkomutakmarkana og jafnvel útgöngubanns. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands minnkaði í kjölfarið úr 10,2% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi í 0,5% á þeim fjórða. Efnahagssumsvif gáfu einkum eftir á evrusvæðinu þar sem 0,7% samdráttur mældist milli fjórðunga. Að meðaltali mældist enn 3,2% árssamdráttur í viðskiptalöndunum á fjórða ársfjórðungi (mynd I-2). Samdrátturinn á árinu öllu var 5,2%, sá mesti frá lokum seinna stríðs (nánar er fjallað um umfang og samsetningu efnahagssamdráttarins í fyrra í rammagrein 2).

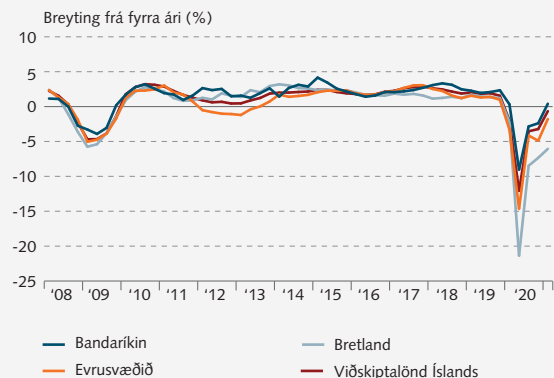
... en umsvif á fjórðungnum reyndust meiri en búist var við

Þótt efnahagssumsvif hafi gefið eftir í flestum iðnríkjum á fjórða ársfjórðungi reyndust þau almennt þróttmeiri en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Á það einkum við um evrusvæðið og Bretland þar sem hvað hörðustum sóttvörnum var beitt. Bendir það til að sóttvarnaraðgerðir stjórnvalda hafi verið minni dragbitur

Mynd I-1

Alþjóðlegur hagvöxtur¹

1. ársfj. 2008 - 1. ársfj. 2021

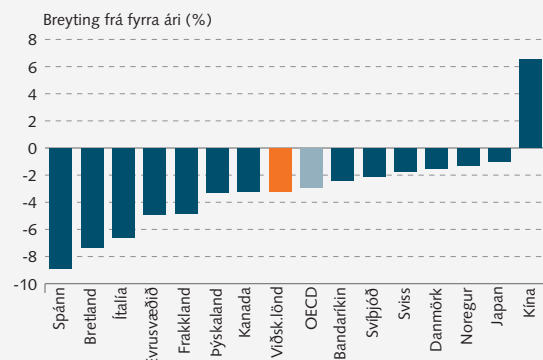


1. Árstíðarleiðréttar tölur. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2021 fyrir viðskiptalönd Íslands.

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2

Alþjóðlegur hagvöxtur á 4. ársfj. 2020¹



1. Árstíðarleiðréttar tölur. Tölur fyrir Noreg eru án vinnslu og flutnings á olíu og gasi.

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

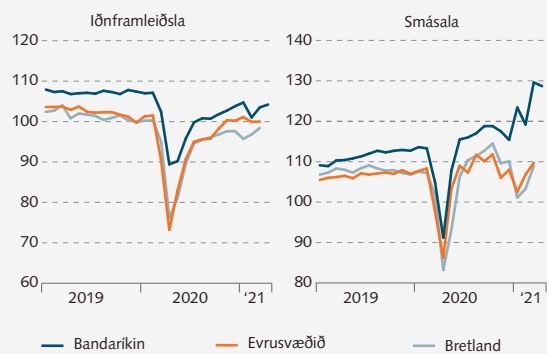
á hagvöxt en samsvarandi aðgerðir í fyrravor. Skýrist það að hluta af hnitmiðaðri aðgerðum nú þar sem þær beindust t.d. í minna mæli að framleiðslugreinum. Einnig eru heimili og fyrirtæki orðin betur í stakk búin til að halda efnahagsstarfsemi gangandi við slíkar aðstæður, m.a. með aukinni vefverslun og skilvirkari fjarvinnu. Til viðbótar áttu greinar sem lokunaraðgerðir hafa jafnan mest áhrif á þá þegar undir högg að sækja, einkum ferðaþjónusta og önnur þjónusta sem krefst mikillar nálægðar fólks. Hertar aðgerðir í haust og vetur höfðu því minni hlutfallsleg áhrif á starfsemi þeirra en þegar heimsfaraldurinn skall fyrst á.

Efnahagsumsvif gáfu enn frekar eftir í upphafi þessa árs í mörgum iðnríkjum ...

Áframhaldandi hröð útbreiðsla farsóttarinnar og harðar sóttvarnaaðgerðir á fyrstu mánuðum þessa árs hafa haldið aftur af efnahagsbata í helstu iðnríkjum. Smásala gaf enn frekar eftir á evrusvæðinu og Bretlandi á fyrsta fjórðungi og bentu framleiðsluvisítölur til þess að samdráttur í landsframleiðslu væri yfirvofandi vegna minnkandi umsvifa í þjónustugreinum (myndir I-3 og I-4). Framleiðslugreinar héldu hins vegar að miklu leyti velli enda beindust sóttvarnaráðstafanir síður að þeim. Þar skiptir breytt neyslumynstur og uppsöfnuð eftirspurn í kjölfar heimsfaraldursins einnig miklu. Eftirspurn eftir mörgum vörum hefur aukist, m.a. raftækjum og varanlegri neysluvöru. Endurspeglast það í snörpum viðsnúningi alþjóðlegra vöruviðskipta sem voru orðin hátt í 4% meiri í febrúar sl. en áður en farsóttin skall á (mynd I-5). Skortur á millistigsvörum vegna framboðshnökra og erfiðleikar við vöruflutninga milli landa hafa þó eitt-hvað haldið aftur af umsvifum í framleiðslugreinum og lengt afhendingartíma (sjá nánar hér á eftir og í kafla V). Einkum ber á skorti á hálfleiðurum sem eru mikilvægir við framleiðslu á alls kyns raftækjum og tölvustýrðum vörum.

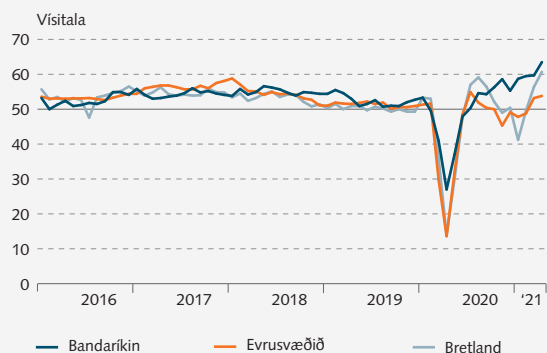
Leiðandi vísbendingar fyrir Bandaríkin gáfu hins vegar til kynna að hagvöxtur væri að taka við sér þar í landi á fyrsta ársfjórðungi þrátt fyrir óvenju mikinn vetrarkulda í febrúar sem dró tímabundið úr innlendri eftirspurn og olli truflun í starfsemi fyrirtækja. Benda framleiðsluvisítölur til þess að umsvif þar í landi hafi farið vaxandi í bæði þjónustu- og framleiðslugreinum. Hraðari bati vestanhafs endurspeglar að hluta mildari sóttvarnir og hafa einhver fylki slakað enn frekar á þeim. Örvunaraðgerðir alríkisstjórnarinnar sem samþykktar voru í desember og mars sl. og fólu m.a. í sér eingreiðslu til heimila og auknar atvinnuleysisbætur vógu einnig þungt í að styðja við innlenda eftirspurn í upphafi árs þótt meginþungi aðgerðanna eigi enn eftir að koma til

Mynd I-3
Iðnframleiðsla og smásala¹
Janúar 2019 - apríl 2021



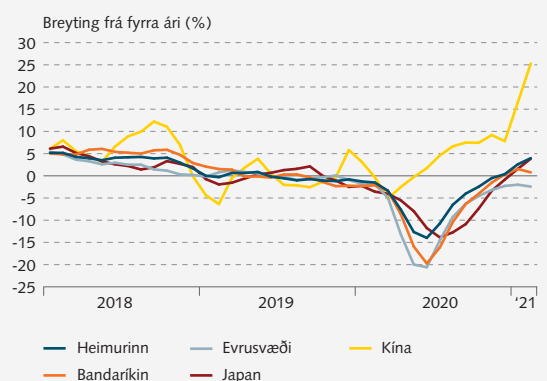
1. Árstíðarleiddar magnvísitölur (2016 = 100).
Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-4
PMI-vísitala fyrir framleiðslu og þjónustu¹
Janúar 2016 - apríl 2021



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

Mynd I-5
Alþjóðaviðskipti með vörur¹
Janúar 2018 - febrúar 2021



1. Árstíðarleiddar magnvísitölur, þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal.
Heimild: CPB.

framkvæmda (sjá nánar hér á eftir). Endurspeglast það í smásölu sem jókst hratt á fyrsta ársfjórðungi.

... og er talið að landsframleiðsla í viðskiptalöndunum hafi dregist saman á ný á fyrsta ársfjórðungi ...

Samkvæmt nýbirtum bráðabirgðatölum jókst landsframleiðsla í Bandaríkjunum um 1,6% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi þessa árs. Landsframleiðslan var þá 0,4% meiri en á sama fjórðungi í fyrra en tæplega 1% minni en fyrir farsóttina (mynd I-6). Landsframleiðsla jókst einnig milli fjórðunga í Svíþjóð og Kína en í flestum öðrum viðskiptalöndum dróst hún saman á ný. Að meðaltali er áætlað að landsframleiðsla í viðskiptalöndunum hafi dregist saman um 0,3% milli fjórðunga á fyrsta ársfjórðungi og var þá hátt í 1% minni en á sama fjórðungi í fyrra en 3,6% minni en fyrir farsóttina.

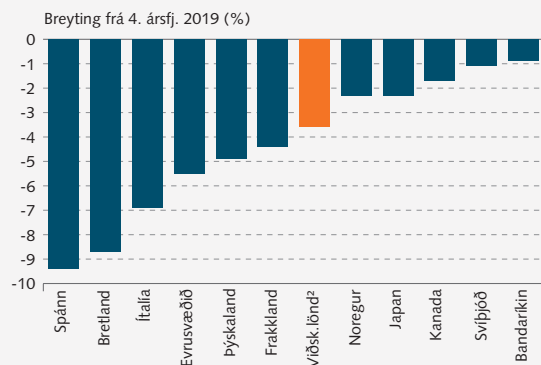
... en leiðandi vísbendingar benda til að bati sé framundan

Þrátt fyrir að fjöldi nýrra smita hafi enn verið mikill í upphafi annars ársfjórðungs eru horfur á að alþjóðleg efnahagssumsvif séu að ná sér á strik. Á það einkum við um Bandaríkin og Bretland þar sem bólusetning hefur gengið hraðar en í flestum öðrum þróuðum ríkjum og fleiri skref hafa verið tekin í að losa hömlur á starfsemi fyrirtækja og ferðafrelsi almennings. PMI-framleiðsluvísitölur í mars og apríl gefa fyrirheit um snarpan efnahagsbata þegar slakað verður á sóttvörnum, einkum í þjónustugreinum, enda mikil uppsöfnuð eftirspurn til staðar og verulegur sparnaður byggst upp hjá heimilum (mynd I-7). Vísbendingar um umferð gefa til kynna að fólk sé meira á ferðinni og hefur aðsókn í smásölu og afþreyingu aukist (mynd 1 í viðauka 1). Þrátt fyrir að staða á vinnumarkaði hafi lítið breyst í mörgum helstu iðnríkjum að undanförunu hefur batinn haldið áfram í Bandaríkjunum og hefur fjöldi nýrra umsókna um atvinnuleysisbætur ekki verið minni síðan snemma í fyrra. Enn er þó nokkuð í land með að fullur bati náist á vinnumarkaði.

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa því heilt yfir batnað fyrir árið í ár og útlit er fyrir að efnahagssumsvif taki hratt við sér í sumar þegar bólusetning er komin vel á veg og slakað verður á sóttvörnum á ný. Um 35% fólks í helstu viðskiptalöndunum (utan Kína) hafa nú þegar fengið bóluefni og er áfram gert ráð fyrir að búið verði að bólusetja meirihluta fólks í þessum löndum um mitt þetta ár (sjá rammagrein 1). Auknar stuðningsaðgerðir stjórnvalda helstu iðnríkja vega þungt í bættum hagvaxtarhorfum, einkum í Bandaríkjunum þar sem aðgerðir sem nema 1.900 milljörðum Bandaríkjadala voru samþykktar í mars sl. og koma til viðbótar við 900 milljarða dala aðgerðir frá því í desember (sem samsvarar samtals

Mynd I-6

Alþjóðlegur hagvöxtur á 1. ársfj. 2021¹

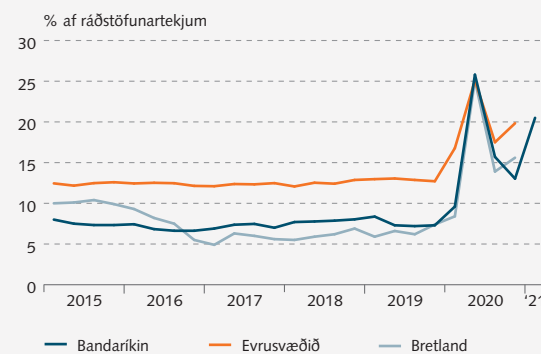


1. Árstíðarleiðréttar tölur. Tölur fyrir Noreg eru án vinnslu og flutnings á olu og gasi.
2. Grunnspá Seðlabankans.
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

Sparnaður heimila

1. ársfj. 2015 - 1. ársfj. 2021



Heimild: Refinitiv Datastream.

13½% af landsframleiðslu). Þá eru frekari örvunaraðgerðir í ríkisfjármálum í undirbúningi í Bandaríkjunum. Horfurnar hafa því batnað mikið í stærsta efnahagskerfi heims og mun það örva efnahagssumsvif um allan heim.

Útlit fyrir að heimshagvöxtur verði meiri í ár ...

Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði 6% í ár. Það er 0,5 prósentum meiri hagvöxtur en sjóðurinn spáði í janúar og 0,8 prósentum meiri en í október spá sjóðsins. Þá er spáð 4,4% hagvexti í heiminum á næsta ári sem er 0,2 prósentum meira en í síðustu spám sjóðsins. Einnig er spáð kröftugum bata í alþjóðaviðskiptum. Betri horfur endurspeglar auknar stuðningsaðgerðir stjórnvalda í nokkrum stórum löndum og væntingar um bóluefna-drifinn efnahagsbata á seinni helmingi ársins.

... og hafa hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum batnað

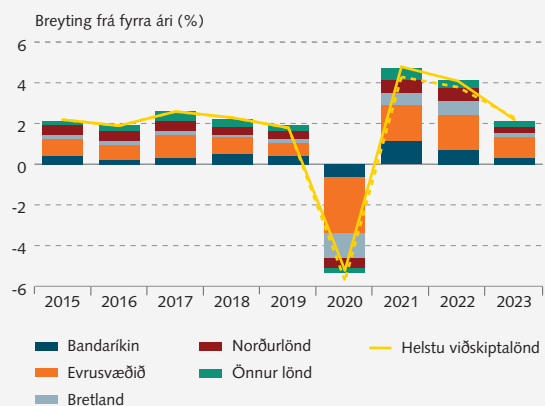
Í grunnspá Seðlabankans er gert ráð fyrir 4,8% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár sem er 0,5 prósentum meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans (mynd I-8). Horfur hafa batnað í flestum þeirra en einkum í Bandaríkjunum, Bretlandi, Svíþjóð og Kanada. Þá er einnig búist við meiri hagvexti á næsta ári en horfur fyrir árið 2023 hafa lítið breyst. Spár um innflutning helstu viðskiptalanda hafa einnig batnað í takt við betri hagvaxtarhorfur. Spáð er að innflutningur þeirra aukist um 9,1% að meðaltali í ár og 6,1% á því næsta. Óvissa um efnahagshorfur er þó enn mikil, ekki síst vegna þess að óvíst er hvernig til tekst við að ráða niðurlögum farsóttarinnar í ljósi nýrra afbrigða og um framgang bólusetninga. Þá ræðst efnahagsbatinn einnig að miklu leyti af því hvernig heimili ráðstafa þeim mikla sparnaði sem byggst hefur upp í kjölfar farsóttarinnar (sjá nánari umfjöllun um helstu óvissuþætti í rammagrein 1).

Alþjóðleg verðbólga hefur aukist en verðbólguhorfur á næstu tveimur árum hafa lítið breyst

Alþjóðleg verðbólga var lítil í fyrra samhliða mikilli lækun orkuverðs og samdrætti í almennri eftirspurn vegna heimsfaraldursins. Ársverðbólga mældist einungis 0,3% að meðaltali í helstu viðskiptalöndum Íslands á fjórða fjórðungi í fyrra eða ríflega 1 prósentu minni en á fyrsta fjórðungi ársins (mynd I-9). Þessi þróun snerist snögglega við í byrjun þessa árs og jókst verðbólga í nær öllum þeirra, einkum á evrusvæðinu, í Svíþjóð og Noregi. Skýrist það að hluta af lækun orku- og annars hrávöruverðs sem lækkaði mikið í fyrravor. Aukin verðbólga í ársbyrjun litast hins vegar að miklu leyti af óhagstæðum grunnáhrifum, tímabundnum þáttum og

Mynd I-8

Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands og framlag einstakra landa 2015-2023¹



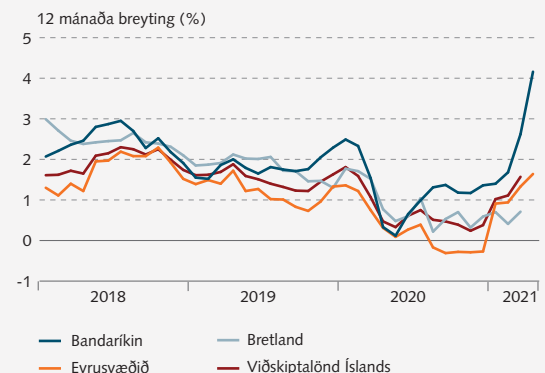
1. Viðskiptavegið framlag einstakra landa. Grunnspá Seðlabankans 2021-2023. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/1. Norðurlöndin eru meðaltal Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar.

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

Alþjóðleg verðbólga

Janúar 2018 - apríl 2021



Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

einskiptisaðgerðum, m.a. hækkun á virðisaukaskatti í Þýskalandi en hann var lækkaður tímabundið á seinni árhelmingi í fyrra, breytingar á vægi neysluliða í verðvísitölum ásamt tilfærslu á tímasetningum vetrarútsalna vegna farsóttarinnar. Hækkun olíu- og annars hrávöruverðs í bland við grunnáhrif mikilla verðlækkana í fyrra og áhrif vegna slökunar sóttvarna hafa leitt til enn frekari aukningar verðbólgu í mars og apríl. Hún hefur einkum aukist í Bandaríkjunum og hefur ekki mælst meiri síðan á árinu 2008. Undirliggjandi ársverðbólga, sem undanskilur orkuverð og aðra sveiflukenna liði, hefur hins vegar aukist minna. Talið er að verðbólga verði um 2% að meðaltali í viðskiptalöndunum það sem eftir lifir árs og 1,8% á árinu í heild. Það er 0,5 prósentum meira en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Hins vegar er búist við að verðbólga hjaðni á ný í upphafi næsta árs þegar áhrif tímabundinna þátta fjara út. Verðbólguhorfur á næstu tveimur árum eru því svipaðar og í febrúarspá bankans.

Seðlabankar hafa haldið sínu striki þrátt fyrir bjartari hagvaxtarhorfur og aukna verðbólgu ...

Til viðbótar auknum stuðningsaðgerðum stjórnvalda hafa seðlabankar helstu iðnríkja áfram stutt við efnahagsbatann með lágum vöxtum og öðrum örvunaraðgerðum. Þrátt fyrir að efnahagshorfur hafi batnað og verðbólguþrýstingur aukist hafa þeir flestir haldið sínu striki og sagst ætla að halda vöxtum óbreyttum þar til að skýrar vísbendingar eru um að batinn hafi náð fótfestu og horfur á að verðbólga haldist við markmið til langframa. Seðlabanki Evrópu (ECB) hefur jafnframt flýtt skuldabréfakaupum sínum til að sporna enn frekar við hækkun langtímavaxta. Af seðlabönkum helstu iðnríkja hefur Noregsbanki einn sagst íhuga að hækka vexti strax á seinni helmingi þessa árs en Kanadabanki tilkynnti þó í apríl að hann ætli að draga úr vikulegum skuldabréfakaupum sínum.

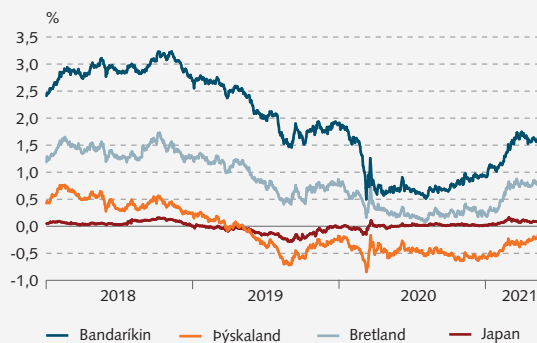
... en langtímavextir hafa hækkað um allan heim

Langtímavextir þróaðra ríkja hækkuðu hratt á fyrsta ársfjórðungi og voru víða orðnir svipaðir og þeir voru fyrir farsóttina (mynd I-10). Endurspeglar hækkunin aukna bjartsýni um efnahagshorfur í heimsbúskapnum í takt við framgang bólusetninga og örvunaraðgerðir stjórnvalda, einkum í Bandaríkjunum þar sem munur á löngum og stuttum vöxtum hefur ekki verið meiri í fjögur ár. Verðbólguvæntingar markaðsaðila virðast því hafa hækkað og vænta þeir nú hraðari hækkunar seðlabankavaxta (myndir I-11 og I-12). Hækkun langra skuldabréfavaxta skýrist þó líklega að miklu leyti af hækkun líftímaálags (e. term premium) og endurspeglar kröfu fjárfesta um viðbótarávöxtun fyrir að binda fé sitt til langs tíma

Mynd I-10

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa

1. janúar 2018 - 14. maí 2021

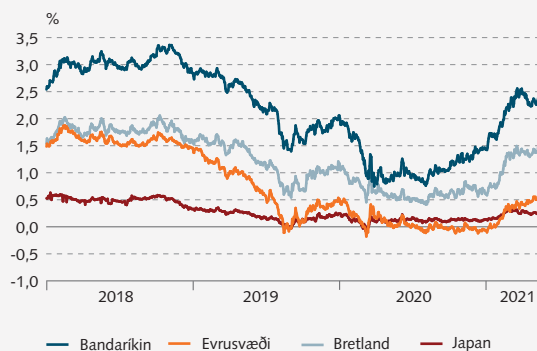


Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-11

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

1. janúar 2018 - 14. maí 2021



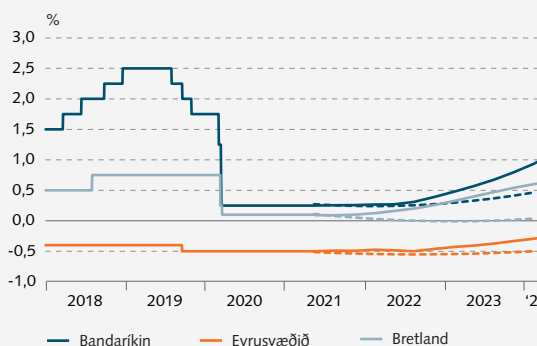
1. Verðbólguálag fimm ár eftir fimm ár.

Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-12

Meginvextir seðlabanka¹

Janúar 2018 - júní 2024



1. Daglegar tölur 1. janúar 2018 til 14. maí 2021 og ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2021 til 2. ársfj. 2024. Bandarísku vextirnir eru efrni mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru innlámsvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á vaxtaskiptasamningum (e. overnight index swaps, OIS). Heilar línur byggjast á framvirkum ferlum um miðjan maí en brotalínur í lok janúar 2021.

Heimildir: Bloomberg, Refinitiv Datastream.

vegna aukinnar óvissu um framtíðarþróun verðbólgu og skammtímavaxta. Væntingar um áframhaldandi aukningu á framboði ríkisskuldabréfa vegna örvunaraðgerða stjórnvalda skipta jafnframt miklu í þessu sambandi þótt skuldabréfakaup seðlabanka vegi á móti.

Fjármálaleg skilyrði hafa heilt yfir batnað

Aukin bjartsýni um efnahagshorfur hefur endurspeglast í hlutabréfaverði í iðnríkjum sem mælist víða hærra en það var fyrir farsóttina (mynd I-13). Jafnframt hefur dregið enn frekar úr flökti þess. Þá hefur áhættuálag áhættu-meiri fjáreigna þokast enn frekar niður á við og fjármagn áfram flætt til nýmarkaðsríkja. Þrátt fyrir hækkun langra skuldabréfavaxta hafa fjármálaleg skilyrði því haldið velli og eru heilt yfir svipuð og fyrir farsóttina.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Betri horfur um verð sjávarafurða ...

Verð á íslenskum sjávarafurðum gaf mikið eftir í fyrra enda hafa markaðsaðstæður verið erfiðar vegna farsóttarinnar, einkum í hótél- og veitingaþjónustu (mynd I-14). Verð lækkaði því á flestum afurðategundum í fyrra og var að meðaltali um 9% lægra í erlendum gjaldmiðlum á fyrsta fjórðungi þessa árs miðað við sama fjórðung í fyrra. Vísbendingar eru hins vegar um að jafnvægi sé að nást á mörkuðum fyrir mikilvægar botnfiskafurðir á öðrum ársfjórðungi og að verð þeirra fari hækkandi á ný er lengra líður á árið. Til viðbótar hefur verðþróun á loðnuafurðum verið einkar góð og vísbendingar um að verð annarra uppsjávarafurða hækki þegar líða tekur á árið. Talið er að útflutningsverð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum haldist óbreytt milli ára í ár í stað þess að lækka um 2% eins og búist var við í febrúar. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst.

... og útlit er fyrir meiri hækkun álverðs

Heimsmarkaðsverð á áli hefur rétt úr kútnum eftir mikla lækkun framan af síðasta ári (mynd I-14). Eftirspurn hefur aukist mikið samhliða auknum efnahagsumsvifum og vilja til að byggja upp birgðastöðu á ný. Hefur verðið hækkað um nær 60% frá maí í fyrra og er það mesta verðhækkun áls sem sést hefur sl. áratug. Búist er við að meðalverð áls á þessu ári verði 27% hærra en það var í fyrra í stað 9% í febrúarspá bankans. Þá er einnig búist við meiri verðhækkun á næsta ári.

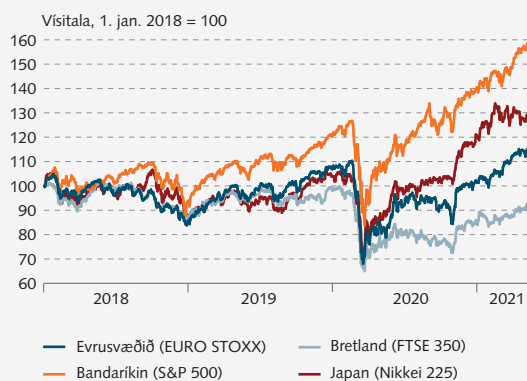
Olíuverð orðið svipað og fyrir farsóttina ...

Heimsmarkaðsverð á hrólíu hefur hækkað nær samfleytt síðan það hríðféll í mars og apríl í fyrra (mynd I-15). Hækkunin hefur verið einkar hröð síðan í nóvem-

Mynd I-13

Alþjóðlegt hlutabréfaverð

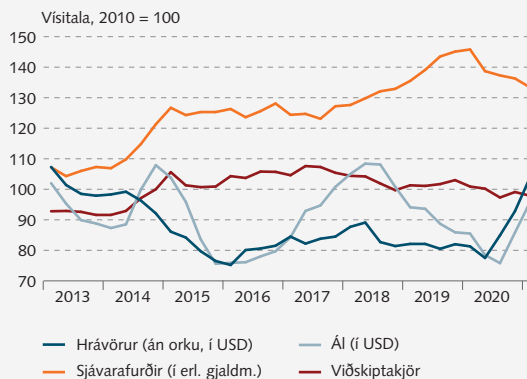
1. janúar 2018 - 14. maí 2021



Mynd I-14

Hrávöruverð og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2013 - 1. ársfj. 2021



ber eftir að jákvæðar fréttir bárust um þróun bóluafna og er verðið nú svipað og það var fyrir farsóttina. Er þetta snarpasti viðsnúningur olíuverðs sem mælt hefur. Hækkunin endurspeglar væntingar um að olíueftirspurn taki hraðar við sér í ljósi aukinnar bjartsýni um efnahagshorfur. Þá hefur áframhaldandi framleiðsluskerðing OPEC-ríkja og nokkurra annarra olíuframleiðenda stutt við verðið. Verðið lækkaði hins vegar lítillega á ný í apríl í ljósi vaxandi áhyggna af uppgangi farsóttarinnar í mörgum ríkjum og tilkynningu olíuframleiðsluríkja um hægt vaxandi framleiðslu á næstu mánuðum.

Brent-hráolíuverð var um 65 Bandaríkjadalir á tunnu að meðaltali í apríl eða fjórðungi hærra en í ársbyrjun. Verð í framvirkum samningum bendir hins vegar til þess að olíuverð muni lækka á spátímanum en að það verði hærra á honum öllum en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans.

... og hefur annað hrávöruverð ekki mælt hærra í næstum áratug

Verð á annarri hrávöru en orkugjöfum hefur einnig hækkað nær samfleytt frá fyrra vori og hefur ekki mælt hærra í átta ár (mynd I-14). Verð næstum allra tegunda hrávöru mælist nú hærra en fyrir farsóttina en verð málma og matvæla hefur hækkað mest. Skýrist hækkunin af snarpri aukningu eftirspurnar í takt við vaxandi efnahagsumsvif, einkum í Kína. Verðhækkunina má einnig rekja til framboðshnökra sem hafa haldið aftur af framleiðslu margra hrávara, einkum kopars og ýmissa matvæla. Griðarleg hækkun alþjóðlegs flutningskostnaðar vegna skorts á gámaplássi og truflana við sjóflutninga um Súes-skurðinn hefur ýtt enn frekar undir þessa þróun (sjá nánar í kafla V). Horfur hafa því versnað verulega í ár og er spáð að hrávöruverð verði hátt í 19% hærra í ár en það var í fyrra en í febrúarspá bankans var gert ráð fyrir að það myndi einungis hækka um tæplega 3% í ár. Á móti er gert ráð fyrir að það lækki um ríflega 3% á næsta ári.

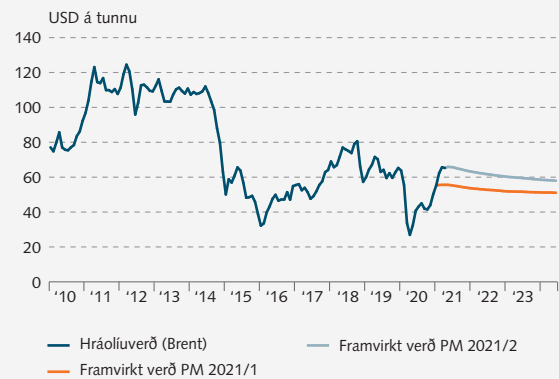
Áframhaldandi rýrnun viðskiptakjara

Viðskiptakjör vöru og þjónustu rýrnuðu um 2,3% í fyrra, einkum vegna verðhækkunar á almennum vöruinnflutningi en einnig sökum hærra verðlags á þjónustuinnflutningi. Versnuðu kjörin meira en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans en þá var talið að þau myndu rýrna um 2% milli ára (mynd I-16). Meginskýring fráviksins er meiri verðhækkun almenns innflutnings á fjórða fjórðungi. Svo virðist sem viðskiptakjör hafi rýrnað enn frekar á fyrsta fjórðungi þessa árs og talið er að þau muni rýrna um 0,4% á árinu öllu eins og spáð var í febrúar. Verð olíu og annarrar hrávöru hækkar töluvert meira í ár en

Mynd I-15

Alþjóðlegt olíuverð

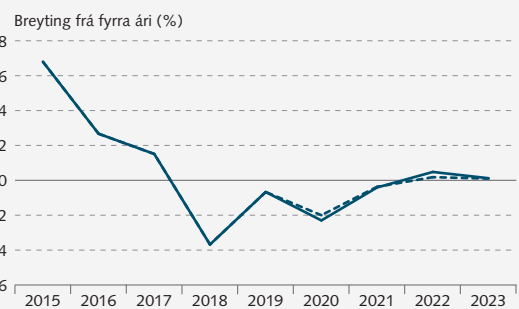
Janúar 2010 - júní 2024



Heimildir: Refinitiv, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16

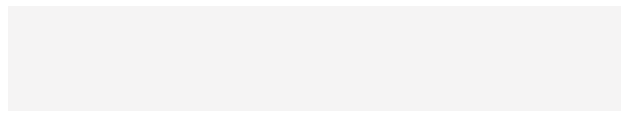
Viðskiptakjör vöru og þjónustu 2015-2023¹



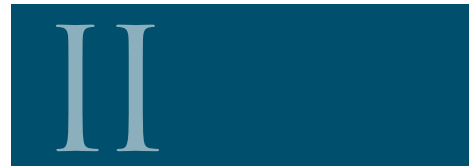
1. Grunnspá Seðlabankans 2021-2023. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

spáð var í febrúar auk þess sem verðhækkun almenns innflutnings er meiri. Á móti vega hins vegar hagstæðari horfur fyrir verð sjávar- og álafurða.



Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir



Peningastefnan og markaðsvextir

Meginvextir óbreyttir frá því í nóvember ...

Meginvextir Seðlabankans (vextir á bundnum innlán-um til sjö daga) voru 0,75% fyrir útgáfu þessara *Peningamála* (mynd II-1). Þeir hafa verið óbreyttir frá því í nóvember þegar þeir voru lækkaðir um 0,25 prósentur. Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir þró-ist út spátímann í takt við peningastefnureglu þjóðhags- líkans bankans sem tryggir að verðbólga er í samræmi við markmið bankans til meðallangs tíma.¹

Samkvæmt könnun bankans frá því í byrjun maí búast markaðsaðilar við því að meginvextir bankans verði komnir í 1% á þriðja ársfjórðungi og í 1,25% í lok árs. Þeir gera ráð fyrir að vextir bankans haldi áfram að hækka á næsta ári og verði komnir í 1,75% eftir tvö ár. Þetta er hraðari hækkun vaxta en þeir væntu í síðustu könnun en framvirkir vextir gefa til kynna að vextir verði 4% að tveimur árum liðnum.

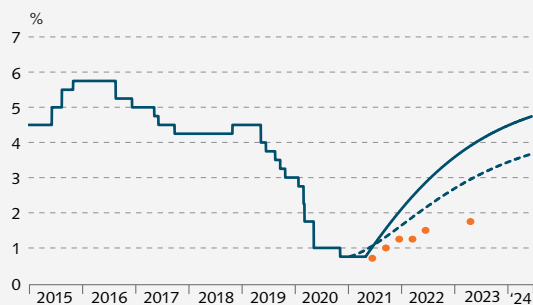
Raunvextir bankans hafa verið neikvæðir frá því í mars í fyrra. Þeir eru nú -2,8% miðað við meðaltal raunvaxta sem eru reiknaðir út frá mismunandi mæli- kvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og hafa lækkað um 2,2 prósentur frá því í maí í fyrra. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur minnkað sam- hliða lækkun meginvaxta og eru skammtímaraunvextir nú um 2,2 prósentum lægri hér á landi en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum.

1. Samkvæmt peningastefnureglu líkansins ákvarðast meginvextir m.a. af þróun hlutlausra raunvaxta bankans en það eru þeir raunvextir sem að öðru óbreyttu þarf til að halda verðbólgu í markmiði og tryggja fulla nýt- ingu framleiðsluþátta. Eins og rakið er í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2019/4 er talið að þessir vextir hafi smám saman lækkað í 2% á árunum eftir fjármálakreppuna. Þeir eru taldir hafa lækkað enn frekar undanfarin misseri í um 1%.

Mynd II-1

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

1. janúar 2015 - 30. júní 2024



— Meginvextir Sí (vextir á 7 daga bundnum innlánnum)

● Væntingar markaðsaðila²

1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotalínan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2021/1. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlávaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 3.-5. maí 2021.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

... en langtímavextir hafa hækkað

Ávöxtunarkrafa tíu ára óverðtryggðra ríkisbréfa var 4,1% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hefur hækkað um 0,9 prósentur frá áramótum (mynd II-2). Krafa fimm ára óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað með áþekkum hætti. Ávöxtunarkrafa tíu ára verðtryggðra ríkisbréfa var 0,9% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hefur hækkað um 0,1 prósentu frá áramótum.

Frá því um miðjan ágúst í fyrra þegar núverandi hækkunarferli óverðtryggðra vaxta hófst hefur ávöxtunarkrafa fimm ára óverðtryggðra skuldabréfa hækkað um 1,4 prósentur og krafa tíu ára bréfa lítillega meira. Eins og sjá má á mynd II-3 endurspeglar hækkinin framan af hækkun raunvaxta sem m.a. má rekja til aukinnar bjartsýni um hagvaxtarhorfur og væntinga um aukna fjármögnunarpörf ríkisins. Verðbólguvæntingar breyttust hins vegar lítið. Frá áramótum virðist hækkun nafnvaxta hins vegar að mestu mega rekja til hækkanandi verðbólguálags sem endurspeglar hækkanandi verðbólguvæntingar og aukna óvissu um verðbólguhorfur (sjá nánar í kafla V).

Vaxtamunur eins og tíu ára óverðtryggðra bréfa er nú um 2,6 prósentur og hefur aukist um 0,4 prósentur frá áramótum. Líftímaálag (e. term premium) ríkisskuldabréfa virðist því hafa hækkað líkt og í fjölda annarra ríkja (sjá kafla I) sem endurspeglar aukna tregðu fjárfesta til að binda fé til lengri tíma.

Endurskoðuð áætlun um útgáfu ríkisskuldabréfa

Fjármögnunarpörf ríkissjóðs hefur aukist mikið vegna heimsfaraldursins en á móti vegur að lánskjör á erlendum mörkuðum hafa aldrei verið betri og nýtti ríkissjóður það til útgáfu skuldabréfa fyrir 750 milljónir evra í upphafi árs. Í ljósi betri stöðu ríkissjóðs en gert hafði verið ráð fyrir við gerð síðustu fjármálaáætlunar var áætlun um útgáfu innlendra ríkisbréfa á árinu lækkuð úr 200 ma.kr. í 180 ma.kr. samhliða birtingu síðustu ársfjórðungsáætlunar Lánamála ríkisins í lok mars. Þá hefur ríkissjóður fært sig meira yfir í langtímafjármögnun en í upphafi faraldursins var aukinn halli fjármagnaður að miklu leyti með útgáfu ríkisvixla og stuttra ríkisbréfa.

Seðlabankinn hefur keypt ríkisskuldabréf á eftirmarkaði fyrir 18,9 ma.kr. (mynd II-4). Á fyrri hluta ársins 2020 keypti bankinn ríkisbréf fyrir um 900 m.kr. en í nóvember jókst umfang kaupanna og námu þau 6,7 ma.kr. fram að áramótum. Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur oftari verið gengið að tilboðum bankans en áður og nema kaup bankans frá áramótum 11,4 ma.kr.

Mynd II-2

Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa¹

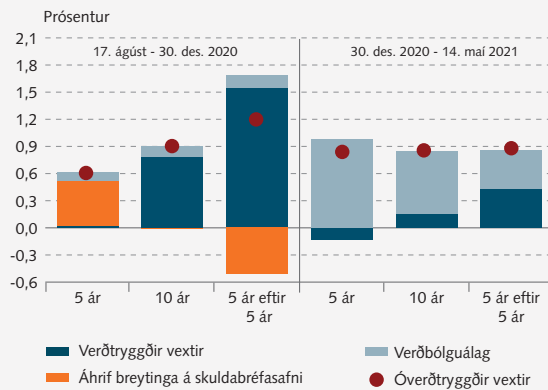
2. janúar 2015 - 14. maí 2021



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

Mynd II-3

Sundurgreining hækkunar nafnvaxta skuldabréfa frá ágúst 2020¹

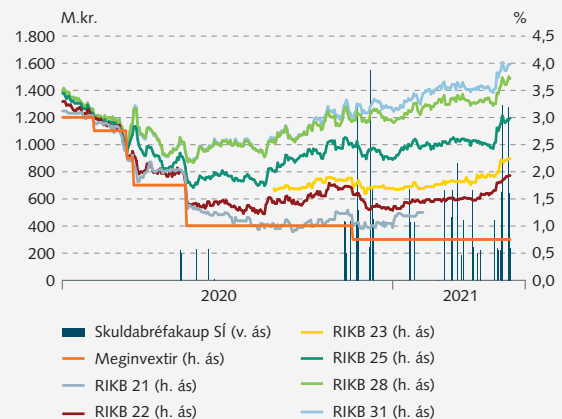


1. Breyting ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisskuldabréfa (út frá eingreiðsluferlum metnum með aðferð Nelson-Siegel) og framlag samsvarandi breytinga ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa og verðbólguálags leiðréttu fyrir áhrifum breytinga á undirliggjandi skuldabréfasafni á útreikning verðtryggðra eingreiðsluferlins.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-4

Skuldabréfakaup Seðlabanka Íslands og ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa

2. janúar 2020 - 14. maí 2021



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gengi krónunnar

Gengi krónunnar hefur hækkað að undanfögnu ...

Gengi krónunnar hefur hækkað um 3% gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda frá útgáfu *Peningamála* í febrúar og um 9% frá því að það var lægst snemma í september í fyrra (mynd II-5). Meðalgengið er þó enn um 6% lægra en þegar farsóttin hófst hér á landi.

Frá júní í fyrra hafa erlendir aðilar selt innlend verðbréf og flutt féð úr landi í ríkari mæli og nam hrein sala þeirra um 50 ma.kr. á síðari hluta ársins. Þessi þróun hefur haldið áfram í ár og nam hrein sala innlendra verðbréfa tæplega 60 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum þessa árs. Gjalddeyrisviðskipti innlendra lífeyrissjóða voru mikil í lok síðasta árs og vó gjalddeyrissala þeirra að töluverðu leyti á móti auknum gjalddeyriskaupum þeirra. Hrein gjalddeyriskaup þeirra hafa aukist það sem af er ári og námu 20 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins.

Gengi krónunnar hefur því hækkað það sem af er ári þrátt fyrir hreint fjármagnsútlæði erlendra aðila, rýrnun viðskiptakjara og óhagstæð utanríkisviðskipti. Skýrist það líklega að hluta af aukinni framvirkri sölu á gjalddeyrri. Þá beitti Seðlabankinn inngripum í auknum mæli á seinni hluta síðasta árs og í september sl. hóf hann reglubundna gjalddeyrissölu til að auka dýpt og bæta verðmyndun á markaðnum. Í lok mars ákvað bankinn hins vegar að draga úr umfangi reglubundnu gjalddeyrissölnnar og var henni síðan hætt í byrjun maí enda virtist gjalddeyrismarkaðurinn í betra jafnvægi en í fyrrahaust.

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

Gengisvísitala krónunnar var 200 stig á fyrsta fjórðungi ársins sem er um 1½% hærra meðalgengi en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Gengisvísitalan hefur sveiflast á bilinu 193-198 stig frá því um miðjan mars. Samkvæmt grunnspánni helst hún svipuð út spátímann og er því orðin hátt í 5% hærra á næsta ári en spáð var í febrúar (mynd II-6). Raungengið hækkar því um líðlega 5% á spátímanum en er þó enn ríflega 12% lægra í lok spátímans en það var hæst árið 2017.

Peningamagn og útlán

Hægt hefur á vexti peningamagns

Í upphafi árs tók að hægja á vexti peningamagns eftir kröftugan vöxt á seinni helmingi síðasta árs en hraðan vöxt í fyrra má m.a. rekja til þess að slakað var á taumhaldi peningastefnunnar og Seðlabankinn greip til sértækra aðgerða til að auka laust fé í umferð í kjölfar farsóttarinnar. Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var

Mynd II-5

Gengi krónunnar¹

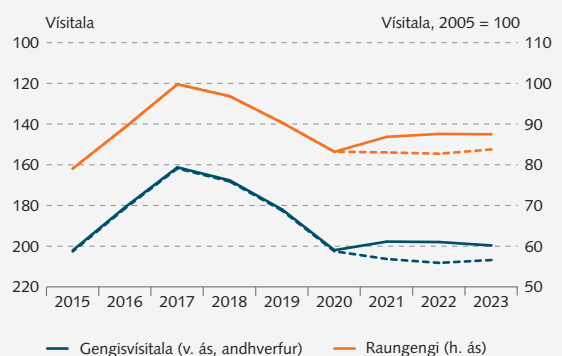
2. janúar 2015 - 14. maí 2021



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

Mynd II-6

Gengi krónunnar 2015-2023¹



1. Gengisvísitala er þróng viðskiptavog. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag. Grunnspá Seðlabankans 2021-2023. Brotalínur sýna spá frá PM 2021/1.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

að meðaltali um 12,8% á síðasta fjórðungi ársins 2020 en hann hafði minnkað í um 8,7% á fyrsta fjórðungi þessa árs (mynd II-7).² Innlán heimila hafa aukist töluvert undanfarin misseri, sérstaklega eftir að farsóttin barst til landsins, og nam ársvöxturinn 11% á fyrsta fjórðungi þessa árs. Skert neyslugeta vegna sóttvarnaaðgerða og stuðningsaðgerðir stjórnvalda vega þungt en við bætast ríflegar kjarasamningsbundnar launahækkanir og aukin útlán sem rekja má til mikilla umsvifa á fasteignamarkaði. Þá hafa innlán fjármálagæirans (annarra en innlánsstofnana) dregist saman frá fyrra ári.

Kröftugur vöxtur í útlánum til heimila ...

Útlán lánakerfisins jukust um 5,2% að meðaltali á milli ára í fyrra. Vöxturinn jókst þegar líða tók á árið og var kominn í 6,4% á síðasta fjórðungi ársins (mynd II-8). Útlán til heimila drífa vöxtinn áfram en útlán til fyrirtækja stóðu nánast í stað. Heldur hægði á vextinum á fyrsta fjórðungi þessa árs þegar hann mældist 5,4% og þótt hlutfall heildarútlána og landsframleiðslu hafi heldur hækkað er það enn áþekkt því sem það hefur verið að meðaltali undanfarinn áratug.

Útlán til heimila jukust eftir því sem leið á síðasta ár en ársvöxtur útlánastofns heimila náði hámarki í nóvember og hefur síðan þá verið í kringum 10%. Vöxturinn er nær einvörðungu tilkominn vegna aukinna íbúðalána enda hafa umsvif á fasteignamarkaði verið mikil undanfarið, vextir íbúðalána lækkað mikið og skuldsetning heimila var hófleg áður en heimsfaraldurinn skall á þjóðarþínu. Hlutdeild endurfjármögnunar hefur verið mikil en hún náði hámarki í október. Heimilin hafa í ríkari mæli sótt í óverðtryggð lán með breytilegum vöxtum. Markaðshlutdeild viðskiptabankanna hefur aukist en útgáfa þeirra á sértryggðum bréfum hefur ekki fylgt eftir auknum útlánum og því er stærri hluti af útlánasafni bankanna fjármagnaður með innlánum en áður.

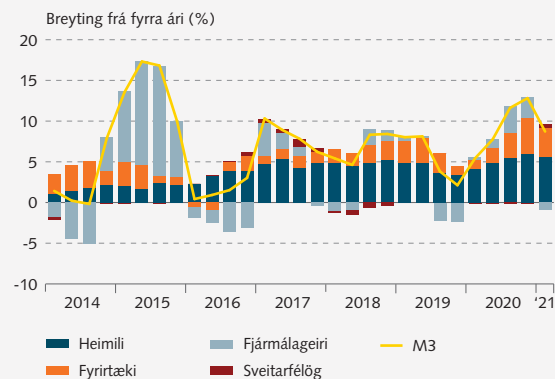
... en útlán til fyrirtækja eru tekin að dragast saman

Útlán til fyrirtækja stóðu nánast í stað milli ára í fyrra en hægt hafði á vextinum á árinu 2019 samhliða hægari efnahagsumsvifum og hærri arðsemiskröfu banka til fyrirtækjalána. Það sem af er ári hafa útlán til fyrirtækja hins vegar dregist saman og á fyrsta fjórðungi ársins var stofn útlána til fyrirtækja 2,5% minni en fyrir ári en um 4,3% minni að teknu tilliti til áhrifa gengisbreytinga á fyrirtækjalán í erlendum gjaldmiðlum. Útlán til allra atvinnugreina hafa annaðhvort staðið í stað eða eru

Mynd II-7

Peningamagn¹

1. ársfj. 2014 - 1. ársfj. 2021



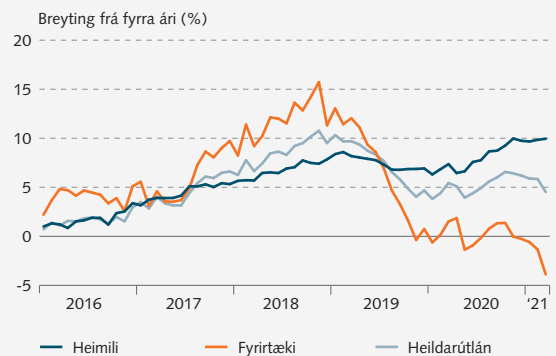
1. M3 er leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálafyrirtækja. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagsamtök sem þjóna heimilum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8

Útlán lánakerfis¹

Janúar 2016 - mars 2021



1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Án útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálafyrirtækja og ríkissjóðs. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagsamtök sem þjóna heimilum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Nokkrar breytingar hafa orðið á aðferðafræði við útreikning á peningamagni sem tengjast endurflokkun nokkurra fyrirtækja og stofnana í eigu hins opinbera (sjá fréttatilkynningu á vef Seðlabankans frá 18. maí sl.).

tekin að dragast saman. Framan af síðasta ári jukust útlán til fyrirtækja í byggingarstarfsemi milli ára en þegar líða tók á haustið tóku þau að dragast saman enda hefur sala nýbygginga gengið vel og fjármögnunarpörf byggingaraðila því farið minnkandi. Stuðnings- og brúarlán, sem eru með ríkisábyrgð að hluta eða öllu leyti, hafa þó stutt við útlánavöxt til þeirra fyrirtækja sem hafa orðið fyrir mestum áhrifum vegna faraldursins. Frá því í júlí í fyrra hafa verið veitt slík lán fyrir 12,4 ma.kr. Þá hefur aukin markaðsfjármögnun fyrirtækja vegið á móti samdrætti útlána en á móti hefur fjármögnun í gegnum sérstaka fagfjárfestastjóði dregist saman.

Skuldahlutföll hafa hækkað en vaxtaálag á útlán hefur lítið breyst undanfarið

Útlán til heimila hafa vaxið hratt undanfarið. Þá dróst landsframleiðslan saman í fyrra og því hækkaði skuldahlutfall einkageirans eftir að hafa staðið nánast í stað í fjögur ár (mynd II-9). Aukningin er þó tiltölulega hófleg og er skuldahlutfallið nú áþekkt og það var árið 2015. Ekki er að sjá að þrengt hafi að fjármálagum skilyrðum heimila en hlutfall útlána þeirra í vanefndum er áfram lágt eða innan við 3%. Hlutfall útlána fyrirtækja í vanefndum hækkaði hins vegar skarpt á síðasta ári og var enn tæplega 18% í lok mars (sjá einnig í *Fjármálastöðugleika 2021/1*) en stærstan hluta vanefnda má rekja til lána í frystingu og þá sérstaklega meðal þjónustufyrirtækja og fasteignafélaga. Gjaldprotum fyrirtækja hefur hins vegar fækkað. Ætla má að ýmis úrræði stjórnvalda (svo sem lokunarstyrkir) sem og ívilnanir fjármálafyrirtækja hafi veitt fyrirtækjum aukið svigrúm til að takast á við tekjufall af völdum farsóttarinnar.

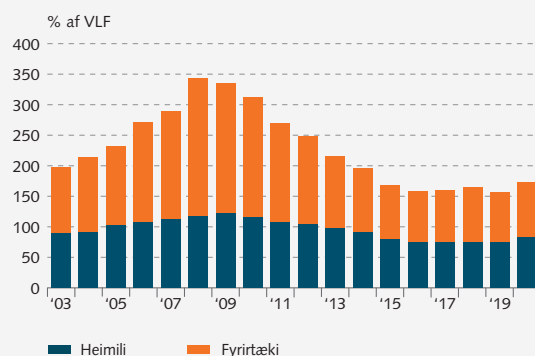
Þrátt fyrir aukna skuldsetningu heimila hefur vaxtaálag á útlán til þeirra lítið breyst miðað við þá innlánsvexti sem þeim standa til boða (mynd II-10). Vaxtaálag á útlán fyrirtækja hækkaði mikið í upphafi síðasta árs en náði hámarki í mars og lækkaði er leið á árið. Álagið hækkaði síðan nokkuð undir lok ársins en er tekið að lækka á ný.

Eignaverð

Íbúðaverð hefur hækkað mikið og velta verið með mesta móti ...

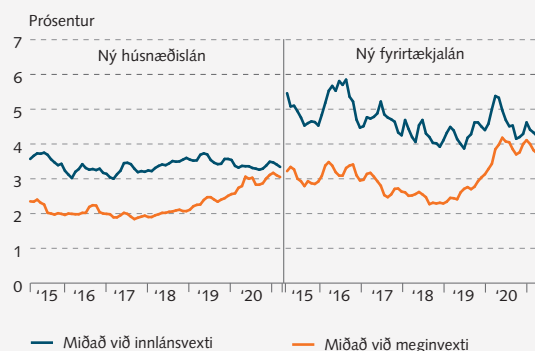
Í kjölfar farsóttarinnar í fyrra tóku umsvif á fasteignamarkaði að aukast jafnt og þétt og náðu þau hámarki á seinni hluta ársins. Hlutfall veltu kaupsamninga og landsframleiðslu mældist þannig um 21% í fyrra sem er það hæsta síðan árið 2007 (mynd II-11). Umsvif á fasteignamarkaði hafa haldið áfram að aukast það sem af er þessu ári. Þinglýstum kaupsamningum fjölgaði um

Mynd II-9
Skuldir heimila og fyrirtækja¹
2003-2020



1. Skuldir við fjármálafyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Án fjármálafyrirtækja og eignarhaldsfélaga.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10
Vaxtaálag á útlánunum¹
Mars 2015 - mars 2021



1. Mismunur á vegnum meðalvöxtum á óverðtrygðum útlánunum stóru viðskiptabankanna þriggja og meginvöxtum Seðlabankans annars vegar og vegnum meðalvöxtum á nýjum innlánunum hins vegar. Þriggja mánaða hreyfanleg meðaltöl.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

tæplega 47% milli ára á fyrsta fjórðungi þessa árs og hefur íbúðum á sölu einnig fækkað. Íbúðaverð hefur því hækkað nokkuð undanfarið. Í fyrra mældist árshækkun húsnæðisverðs á höfuðborgarsvæðinu mest 7,7% í desember en hún hjaðnaði lítillega í byrjun þessa árs þar til í mars sl. þegar hún jókst á ný í 10,7% (mynd II-12).

Mikil sala hefur verið á nýjum íbúðum og fjölgaði samningum með nýbyggingar um 87% á fyrsta fjórðungi ársins og kann aukin hlutdeild þeirra í þeim gögnum sem verðmælingarnar byggjast á að ýkja verðhækkun húsnæðis. Fjölgun fyrstu kaupenda á höfuðborgarsvæðinu hefur einnig verið hröð en þeir voru um þriðjungur af heildarfjölda kaupenda á fyrsta fjórðungi ársins sem er hæsta hlutfallið til þessa. Mikill áhugi hefur verið fyrir hlutdeildarlánnum stjórnvalda sem ætlað er að auka aðgengi fyrstu kaupenda að húsnæðismarkaðnum og um leið eftirspurn eftir nýju hagkvæmu húsnæði.

... en verðhækkunir virðast ekki úr takti við þróun grunnþátta

Lækkun vaxta á síðasta ári hefur gefið eignaverði byr undir báða vængi og örvað eftirspurn eftir eigin húsnæði. Leigumarkaður hefur gefið eftir vegna þessa en samdráttur í ferðaþjónustu hefur einnig dregið úr eftirspurn eftir leiguhúsnæði og aukið framboð þar sem eignir sem áður voru í skammtímaleigu til ferðamanna hafa farið í langtímaleigu. Leiguverð hefur því gefið töluvert eftir og var 0,6% lægra í mars en í sama mánuði í fyrra.

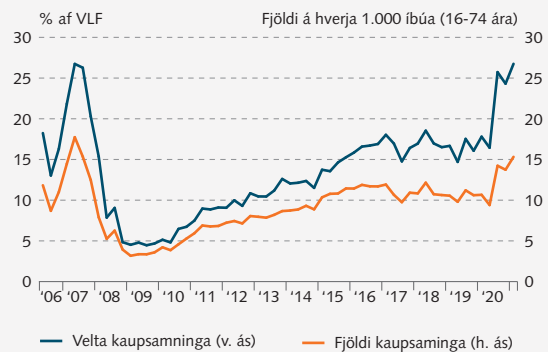
Þrátt fyrir miklar hækkunir húsnæðisverðs að undanförunu hefur íbúðaverð í meginatriðum þróast í takt við þá grunnþætti sem jafnan ráða þróun húsnæðisverðs og því er ekki að sjá ótvíræð merki um að misvægi hafi myndast þar á milli. Mynd II-13 sýnir t.d. þróun húsnæðisverðs í samanburði við spá út frá þjóðhagslíkani bankans frá fyrsta ársfjórðungi 2019 til fyrsta fjórðungs þessa árs. Húsnæðisverð hefur hækkað minna en búast hefði mátt við miðað við sögulegt samband húsnæðisverðs, ráðstöfunartekna og raunvaxta húsnæðislána.³ Misvægi við helstu grunnþætti kann þó að myndast verði verðhækkunin t.d. í ríkara mæli knúin af lántöku á næstu misserum. Þá er mikilvægt að hafa í huga að þeir grunnþættir sem hafa stutt við hækkun húsnæðisverðs undanfarið gætu snúist og hækkunin tekið að ganga til baka, t.d. ef vextir hækkuðu sem gæti skapað áskoranir fyrir heimili sem hafa fjármagnað húsnæðis kaup á þeim lágu vöxtum sem nú eru í boði.

3. Sambærilegar niðurstöður fást með tölfræðiprófum sem kanna bólu-myndun í eignaverði (GSADF-próf P. C. B. Phillips, S. Shi og J. Yu, 2015, „Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500“, *International Economic Review*, 56, 1043-1078).

Mynd II-11

Fjöldi og velta kaupsamninga á landinu öllu¹

2. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2021



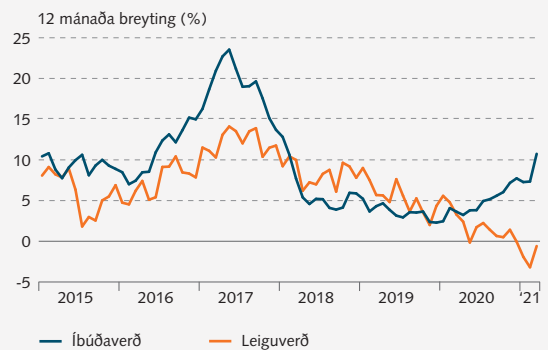
1. Fjöldi og velta kaupsamninga á kaupdegi íbúða. Fjöldi og velta kaupsamninga árstíðarleiðrétt af Seðlabanka Íslands en VLF af Hagstofu Íslands. Grunnspá Seðlabankans fyrir VLF á 1. ársfj. 2021.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Húsnæðis- og leiguverð¹

Janúar 2015 - mars 2021



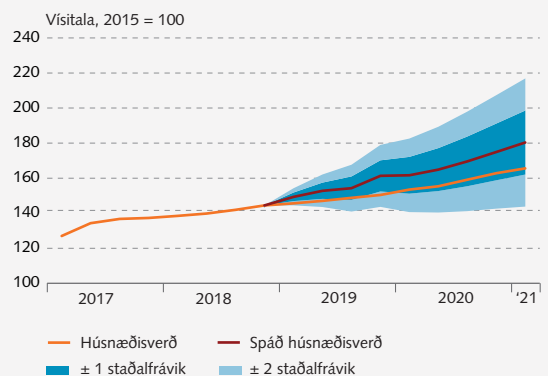
1. Húsnæðis- og leiguverð á höfuðborgarsvæðinu.

Heimild: Þjóðskrá Íslands.

Mynd II-13

Raunverulegt og spáð húsnæðisverð¹

1. ársfj. 2017 - 1. ársfj. 2021

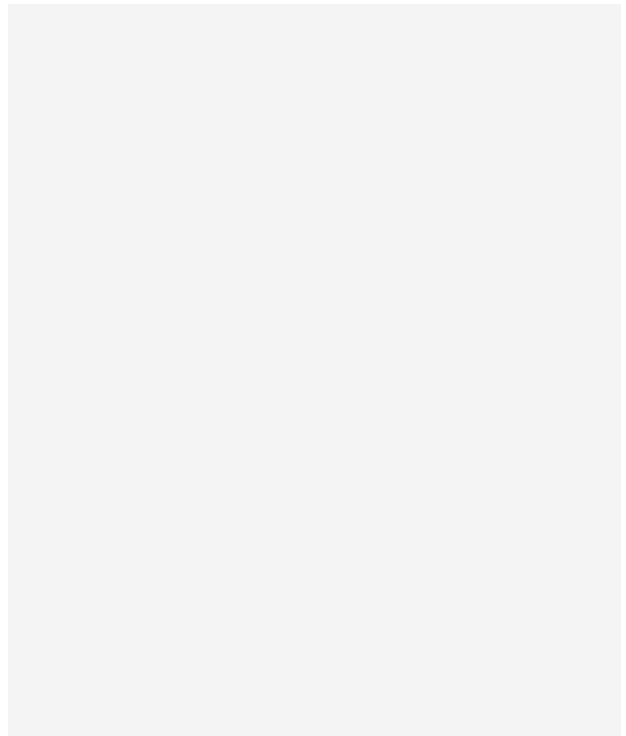


1. Spáð húsnæðisverð út frá kvikri (e. dynamic) spá frá 1. ársfj. 2019 til 1. ársfj. 2021 með húsnæðisverðsjöfnu þjóðhagslíkans Seðlabanka Íslands metinni fyrir tímabilið 3. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2017.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hlutabréfaverð hefur hækkað nokkuð þrátt fyrir efnahagsáfallið

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, hefur hækkað um 16% frá áramótum og fór yfir 3.000 stig í febrúar í fyrsta sinn eftir fjármálakreppuna fyrir liðlega áratug. Innlendur hlutabréfamarkaður hefur verið afar virkur það sem af er ári en velta á hlutabréfamarkaði var um 22% meiri á fyrsta fjórðungi þessa árs en á sama tíma í fyrra og fjöldi viðskipta var 42% meiri. Lægri vextir eiga líklega stóran þátt í verðhækkunum á hlutabréfamarkaði en verðið er nú um 50% hærra en það var áður en faraldurinn barst hingað til lands. Samhliða verðhækkunum hefur hlutfall beinnar veðsetningar farið lækkandi. Markaðsvirði skráðra hlutafjáreigna einstaklinga hafði í lok apríl sl. vaxið um 37 ma.kr. frá því í lok febrúar á síðasta ári.



Eftirspurn og hagvöxtur



Innlend eftirspurn einkaaðila

Einkaneysla dróst saman á ný á fjórða ársfjórðungi í fyrra ...

Neysluútgjöld heimila drógust saman á ný milli fjórðunga á fjórða fjórðungi síðasta árs eftir kröftugan vöxt á þeim þriðja (mynd III-1). Samdrátturinn reyndist hins vegar nokkru minni en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans og á árinu öllu var hann því um 1 prósentu minni en spáð hafði verið eða 3,3%. Að hluta endurspeglar frávikið að svo virðist sem kaupmáttur ráðstöfunartekna hafi aukist heldur meira á síðasta ári en gert hafði verið ráð fyrir.

COVID-19-farsóttin tók sig upp af nokkrum krafti í september í fyrra (mynd 2 í viðauka 1) og í kjölfarið var hert á sóttvörnum en áhrif þeirra á neysluhegðun voru minni en í fyrstu bylgju farsóttarinnar. Fyrirtæki urðu færari í að aðlaga starfsemi sína að sóttvarnaraðgerðum og heimilin nýttu sér netverslun og heimsendingarþjónustu í auknum mæli. Í febrúarspánni var talið að aukin sókn farsóttarinnar myndi auka svartsýni heimila og leiða til þess að heimilin ykju sparnað sinn á ný en hann hafði aukist mikið í byrjun farsóttarinnar eins og víða annars staðar (sjá kafla I). Það gekk eftir en ekki í þeim mæli sem gert var ráð fyrir og bakslagið sl. haust leiddi því ekki til jafn mikils samdráttar einkaneyslu á fjórða ársfjórðungi og óttast var.

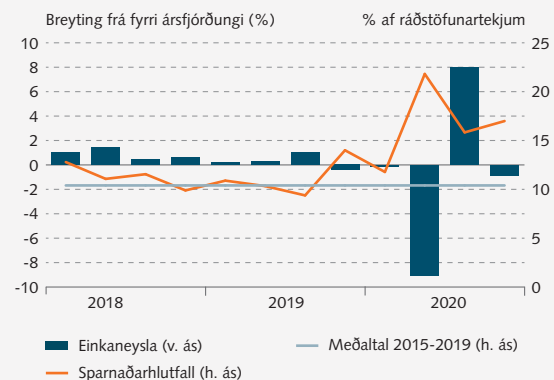
... en vísbendingar um viðsnúning á fyrsta fjórðungi í ár ...

Smitum tók að fækka er leið á nóvembermánuð í fyrra og í byrjun árs var slakað á sóttvörnum á ný. Er leið á janúar var umferð orðin svipuð og fyrir faraldurinn, ágætur vöxtur var í veltu greiðslukorta innanlands og útgjöld heimila til flokka sem krefjast nálægðar við fólk tóku við

Mynd III-1

Einkaneysla og sparnaður heimila¹

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2020



1. Nokkur óvissa er um tölur Hagstofunnar um eiginlegt tekjustig heimila þar sem ráðstöfunartekjuuppgjörið byggist ekki á samstæðuuppgjöri 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. Árstíðarleiddrétt gögn.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

sér á ný þótt þau væru enn undir því sem þau voru fyrir farsóttina (mynd III-2 og mynd 2 í viðauka 1). Þrátt fyrir að smitum hafi fjölgað er leið á marsmánuð og gripið hafi verið til hörðustu sóttvarnaáðgerða frá upphafi hélt kortavelta áfram að aukast. Nýskráningar bifreiða (án bílaleigna) benda einnig til kröftugs bata einkaneyslu það sem af er ári en undanfarna þrjú mánuði hafa þær verið liðlega 15% fleiri en á sama tímabili fyrir ári.

... og horfur á kröftugum vexti út árið

Svo virðist sem einkaneysla hafi aukist á ný á milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og að kröftugur vöxtur verði út árið. Laun hafa hækkað nokkuð og umfangsmiklar aðgerðir stjórnvalda hafa gert það að verkum að ráðstöfunartekjur heimila hafa ekki gefið eftir þrátt fyrir minni atvinnu. Heimilin hafa einnig gengið á eigin sparnað til að mæta efnahagsáfallinu þótt sparnaðarhlutfallið sé enn nokkuð yfir sögulegu meðaltali. Þrátt fyrir efnahagsáfallið eru efnahagsreikningar heimila á heildina enn traustir og skuldsetning þeirra hefur aukist hóflega eftir að faraldurinn skall á (sjá kafla II). Vextir eru einnig lágir og aðgengi að lánsfé greitt. Heimilin hafa einnig orðið æ bjartsýnni um horfur í efnahags- og atvinnumálum eftir því sem bólusetningu landsmanna vindur fram og náði Væntingavísitala Gallup sínu hæsta stigi í þrjú ár í mars sl. (mynd III-3). Samkvæmt grunnsþá bankans verður einkaneysla 5% meiri á fyrsta fjórðungi ársins en á sama fjórðungi í fyrra. Gangi það eftir yrði það í fyrsta sinn frá því að farsóttin hófst sem einkaneyslan vex milli ára. Horfur eru á 5,2% vexti á árinu öllu sem er nokkru meiri vöxtur en spáð var í febrúar enda hafa almennar efnahagshorfur batnað. Gert er ráð fyrir að heldur hægi á vextinum á næstu tveimur árum (mynd III-4).

Þróun einkaneyslu í ár og á spátímanum mun ráðast töluvert af því hvernig gengur að ráða niðurlögum farsóttarinnar. Gangi það hraðar en gert er ráð fyrir í grunnsþánni gæti einkaneyslan tekið hraðar við sér en verði bakslag í viðureigninni við farsóttina gætu horfur hins vegar versnað. Í rammagrein 1 er forsendum grunnsþár um farsóttina og sóttvarnir lýst. Þar eru einnig sýnd frávíksdæmi sem lýsa áhrifum ólíkra forsendna um farsóttina á efnahagsframvinduna.

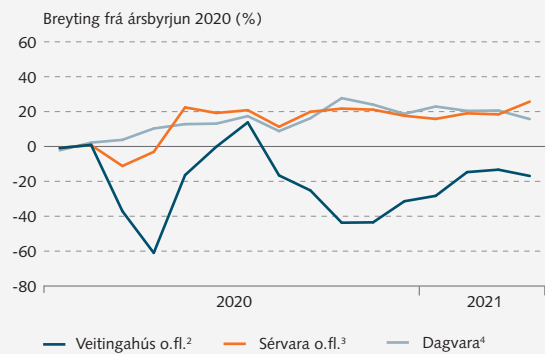
Atvinnuvegafjárfesting dróst minna saman í fyrra en búist var við ...

Atvinnuvegafjárfesting dróst saman um 8,7% á síðasta ári og er það þriðja árið í röð sem hún minnkar milli ára. Mestu munaði um 10,5% samdrátt almennrar atvinnuvegafjárfestingar (þ.e. atvinnuvegafjárfestingar utan stóriðju, skipa og flugvéla) en til viðbótar dróst stóriðjuþjárfesting saman um tæpan fjórðung. Fjárfesting í skipum

Mynd III-2

Greiðslukortavelta eftir útgjaldaflokkum¹

Janúar 2020 - apríl 2021

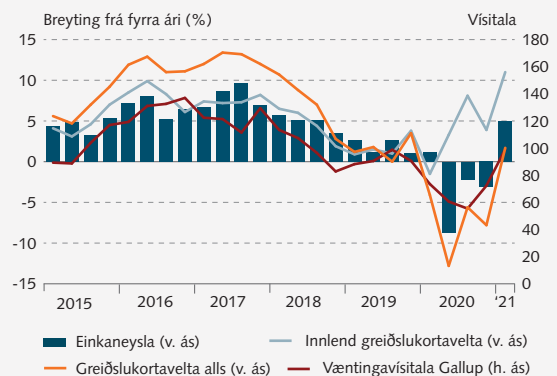


1. Árstíðarleiðrétt gögn. Breyting frá meðaltali jan. - feb. 2020. 2. Veitingahús, gisting, flutningar, pakkaferðir, tollfrjáls verslun, menning og afþreying, snyrting og ýmis persónuleg þjónusta. 3. Raf- og heimilistæki, húsbúnaður, fatnaður, önnur sérvara og ýmis sérhæfð þjónusta. 4. Dagvöruverslun og stórmarkaðir.
Heimild: Rannsóknarsetur verslunarinnar.

Mynd III-3

Einkaneysla og vísendingar¹

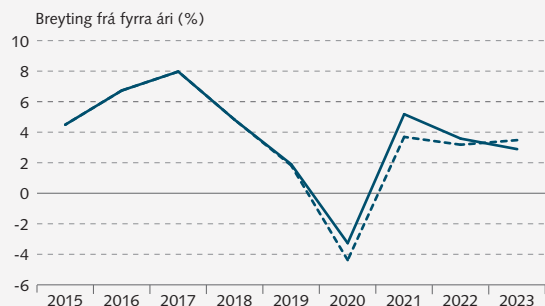
1. ársfj. 2015 - 1. ársfj. 2021



1. Væntingavísitala Gallup er árstíðarleiðrétt. Grunnsþá Seðlabankans 1. ársfj. 2021 fyrir einkaneyslu.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Einkaneysla 2015-2023¹



1. Grunnsþá Seðlabankans 2021-2023. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

og flugvélum mældist meiri í fyrra en árið áður en sú aukning skýrist fyrst og fremst af jákvæðum grunnáhrifum vegna sölu flugvéla úr rekstri WOW Air á árinu 2019. Árssamdrátturinn náði hámarki á þriðja fjórðungi ársins þegar atvinnuvegafjárfesting mældist 17,8% minni en á sama fjórðungi árið áður (mynd III-5).

Samdráttur atvinnuvegafjárfestingar reyndist nokkru minni en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans en þá var talið að hann yrði tæplega 16%. Endurskoðun á áður birtum tölum leiddi í ljós að fjárfesting atvinnuveganna var meiri en talið var á fyrstu þremur fjórðungum ársins en því til viðbótar reyndust áhrif farsóttarinnar á fjárfestingaráform fyrirtækja á fjórða ársfjórðungi minni en búist var við. Þetta er í takt við niðurstöður fjárfestingarkönnunar bankans frá því í mars sl. en þær benda til þess að fjárfesting fyrirtækja hafi að endingu dregist minna saman en stjórnendur þeirra áætluðu í september á síðasta ári. Niðurstöður könnunarinnar benda þó til þess að samdrátturinn hafi verið meiri en tölur Hagstofu Íslands gefa til kynna sem gæti bent til þess að þær eigi eftir að vera endurskoðaðar niður á við.

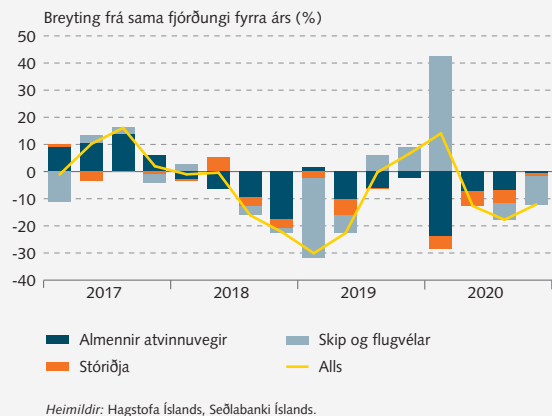
... og útlit fyrir að hún aukist lítillega í ár

Könnun bankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja frá því í mars bendir til þess að þau áformi að auka fjárfestingu í ár um u.þ.b. 10% að nafnvirði (mynd III-6). Það eru betri horfur en í septemberkönnun bankans en samkvæmt henni ætluðu fyrirtækin að draga lítillega úr fjárfestingarútgjöldum í ár. Horfur bötnuðu í öllum atvinnugreinum sem könnunin nær til að undanskildum iðnaði og upplýsingatækni. Mestan samdráttur má áfram finna á meðal sjávarútvegsfyrirtækja en hafa ber í huga að könnunin nær ekki til fjárfestingar í skipum og skipsbúnaði. Umfangsmikil fjárfestingaráform í ferðaþjónustu og flutningum má að stærstum hluta rekja til 12 ma.kr. fjárfestingaráttaks Isavia, rekstraraðila Keflavíkflugvallar, á þessu ári og því næsta, þar af rúmlega 9 ma.kr. á þessu ári. Fjárfestingaráform þessa eina fyrirtækis vega þungt í niðurstöðum könnunarinnar. Sé horft fram hjá því mælir könnunin minni aukningu í ár eða um 4% að nafnvirði. Þetta er nokkru bjartsýnni niðurstaða en hægt er að lesa út úr fyrirtækjakönnun Gallup á meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sem framkvæmd var um svipað leyti en samkvæmt henni virðast fyrirtæki ætla að draga úr fjárfestingu í ár samanborið við síðasta ár.

Þessu til viðbótar er útlit fyrir að verulega hægi á fjárfestingu í hótélbyggingum á þessu ári. Framkvæmdir við margar þeirra eru nú á lokastigum en því til viðbótar hefur öðrum áformum verið slegið á frest eða hætt við þau. Á móti vegur rúm tvöföldun í fyrirhugaðri fjárfestingu fiskeldisfyrirtækja milli ára. Þá gefur innflutning-

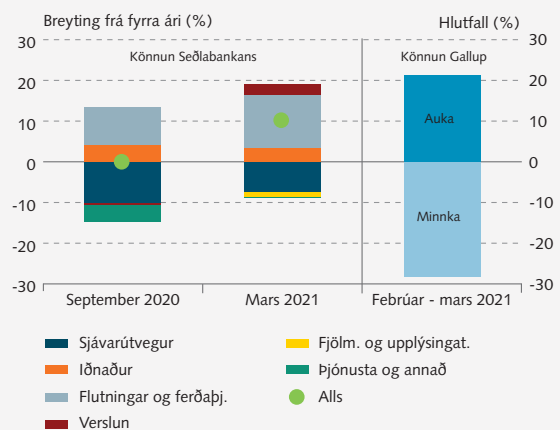
Mynd III-5

Fjármunamyndun atvinnuvega og framlag undirliða 2017-2020



Mynd III-6

Vísibendingar um fjárfestingaráform á árinu 2021¹



1. Könnun Seðlabankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja (könnunin nær ekki til fjárfestingar í hótélum, skipum og flugvélum). Könnun Gallup á fjárfestingaráformum 400 stærstu fyrirtækja landsins. Sýnt er hlutfall fyrirtækja sem ætla að auka fjárfestingu og hlutfall þeirra sem ætla að draga úr henni.

ur fjárfestingarvara á fyrstu þremur mánuðum ársins til kynna að fjárfesting á fyrsta fjórðungi hafi reynt meiri en á sama tíma í fyrra. Spá bankans gerir því ráð fyrir að almenn atvinnuvegafjárfesting hafi aukist um rúm 10% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins sem er nokkur breyting frá febrúarspánni. Horfurnar fyrir árið í heild breytast hins vegar lítið en þar vegast á jákvæð grunnáhrif frá fyrra ári og hærra fjárfestingarstig í ár. Til viðbótar er þess vænst að stóriðjufjárfesting verði ríflega 6% meiri í ár en minni fjárfesting í skipum og flugvélum vegur á móti. Atvinnuvegafjárfesting í heild eykst því um tæplega 1% milli ára.

Samdráttur íbúðafjárfestingar litlu minni í ár en spáð var í febrúar

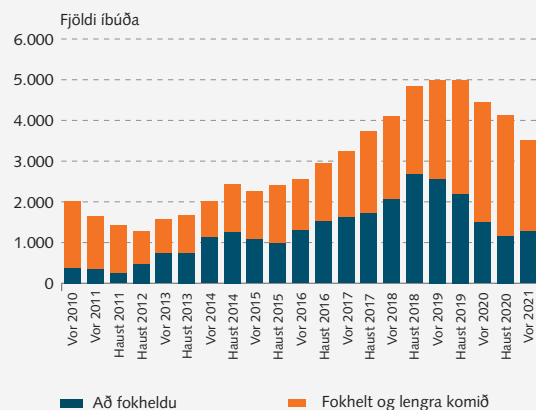
Íbúðafjárfesting dróst saman um rúmlega 1% milli ára í fyrra en í febrúar var gert ráð fyrir um 6% samdrætti. Nokkur endurskoðun var á tölum fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins og reyndist árið því hagfelldara vegna hennar. Þá bendir ný talning Samtaka iðnaðarins til þess að íbúðum að fókheldu hafi fjölgað lítillega frá því í haust sem gefur vísbandingu um auknar nýframkvæmdir (mynd III-7). Byggingaraðilar hafa að undanfögnu lagt nokkra áherslu á að klára eignir á seinni byggingarstigi um þar sem eftirspurn eftir íbúðum hefur aukist mikið. Aukin sala nýrra íbúða ætti því að öðru óbreyttu að auðvelda fjármögnun nýrra verkefna og draga úr óvissu um byggingaráform. Útlit er fyrir að íbúðafjárfesting dragist saman um 3% í ár sem er litlu minni samdráttur en spáð var í febrúar. Gangi spáin eftir verður framlag íbúðafjárfestingar til hagvaxtar í ár svipað og í fyrra og hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu um 5½% sem er líðlega 1 prósentu umfram meðaltal undanfarins aldarfjórðungs.

Fjármunamyndun í ár drifin áfram af fjárfestingu hins opinbera

Þegar allir liðir fjárfestingar eru dregnir saman gerir grunnspá bankans ráð fyrir að heildarfjármunamyndun verði 4,9% meiri í ár en í fyrra (mynd III-8). Aukningin er aðallega drifin af 4½% aukningu almennrar atvinnuvegafjárfestingar og kröftugs vaxtar í opinberri fjárfestingu (sjá umfjöllun hér á eftir). Þar sem samdráttur fjárfestingar reyndist minni síðustu tvö ár en áætlað var í febrúar verður fjárfestingarstigið hærra í ár og á næsta ári en þá var áætlað þótt gert sé ráð fyrir hægari vexti fjármunamyndunar. Í lok spátímans er hlutfall fjárfestingar og landsframleiðslu hins vegar áþekkt því sem spáð var í febrúar.

Mynd III-7

Íbúðir í byggingu á höfuðborgarsvæðinu¹

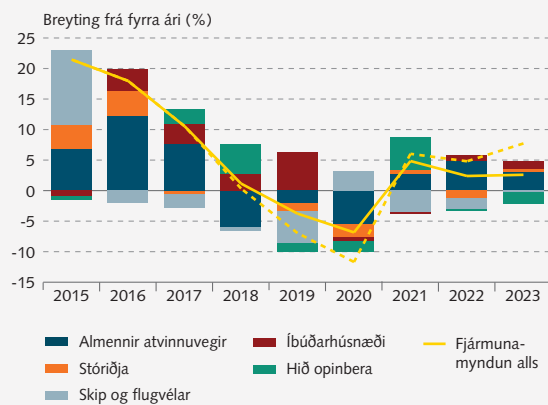


1. Samkvæmt íbúðatalningum Samtaka iðnaðarins.

Heimild: Samtök iðnaðarins.

Mynd III-8

Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2015-2023¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orku-frekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2021-2023. Brotalína sýnir spá frá PM2021/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hið opinbera

Fjárfesting hins opinbera eykst í ár á meðan hægir á vexti samneyslu

Búist er við að eftirspurn hins opinbera aukist um 5% í ár sem er heldur meiri vöxtur en í fyrra. Það má að mestu rekja til þess að fjárfestingarútgjöld sem áætlanir stjórnvalda gerðu ráð fyrir í fyrra hafa að hluta færst yfir á yfirstandandi ár. Spáð er að fjárfesting hins opinbera muni aukast um nærri þriðjung í ár á meðan samneysla eykst um 1,5% sem er minni vöxtur en verið hefur á undanfönum árum. Út frá fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar má ætla að vöxtur samneyslu verði áþekkur vexti þessa árs á næstu tveimur árum en að fjárfesting hins opinbera dragist lítillega saman. Eftirspurn hins opinbera stendur því nánast í stað á næstu tveimur árum.

Mikill hallarekstur ríkissjóðs vegna áhrifa farsóttarinnar

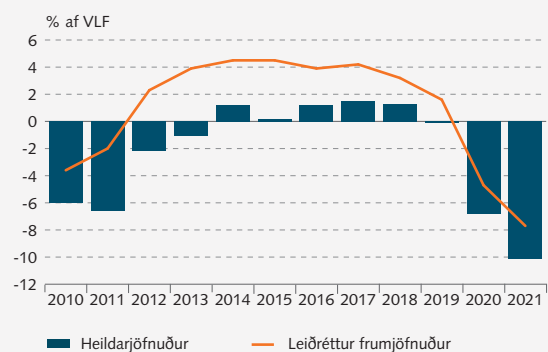
Viðbrögð stjórnvalda við COVID-19-farsóttinni ásamt áhrifum efnahagssamdráttarins ollu því að verulegur halli myndaðist á afkomu ríkissjóðs á síðasta ári eða sem samsvarar hátt í 7% af landsframleiðslu (mynd III-9). Hann var þó umtalsvert minni en fyrri áætlanir bankans og stjórnvalda höfðu gert ráð fyrir enda reyndist efnahagssamdrátturinn í fyrra minni en spáð var. Í grunnsþá bankans er áætlað að halli ríkissjóðs aukist í rúmlega 10% af landsframleiðslu í ár en þar leggjast á eitt mótvægisáðgerðir stjórnvalda, áhrif sjálfvirkra sveiflujafnara ríkisfjármála auk lækkunar í neðsta þrepi tekjuskatts einstaklinga. Gangi aðhaldsaðgerðir sem boðaðar eru í nýrri fjármálaáætlun eftir má búast við því að verulega dragi úr hallarekstrinum samhliða því sem efnahagsbatanum vindur fram. Samkvæmt áætluninni næst afgangur á frumjöfnuði á ný árið 2025.

Slökun á aðhaldi ríkisfjármála vegur á móti efnahagssamdrættinum

Að teknu tilliti til áhrifa hagsveiflunnar má ætla að afkoma ríkissjóðs hafi versnað um tæp 4% af landsframleiðslu í fyrra sem að miklu leyti má rekja til mótvægisáðgerða stjórnvalda vegna COVID-19. Gert er ráð fyrir áþekkri slökun á aðhaldsstigi ríkisfjármála í ár (mynd III-10). Í fyrri áætlun bankans versnaði undirliggjandi afkoma ríkissjóðs einnig á þessum tveimur árum en þá var talið að meiri þungi slökunarinnar kæmi fram í fyrra. Á móti vegur að í ár gefa skatttekjur meira eftir en þróun framleiðsluspennunnar gæfi alla jafnan til kynna. Þetta má rekja til þess að mótvægisáðgerðir stjórnvalda á síðasta ári bæði drógu úr og seinkuðu því að áhrif faraldursins endurspegluðust í þróun tekjuskatts. Breytingin í aðhaldi ríkisfjármálanna í fyrra kom því mestmegnis

Mynd III-9

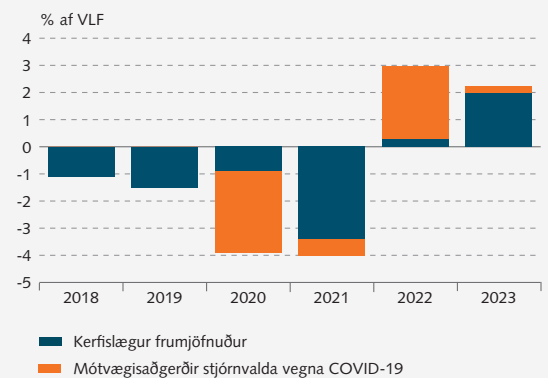
Afkoma ríkissjóðs 2010-2021¹



1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einskisþilsiðum. Árin 2016-2020 er bæði frum- og heildarjöfnuður leiðréttur fyrir stöðugleikaframlögum, flýtingu niðurfærslu verðtryggðra húsnæðislána, sérstakri innborgun í A-deild LSR, arðgreiðslum umfram fjárlög og öðrum sértekum aðgerðum. Grunnsþá Seðlabankans 2021.
Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2018-2023¹



1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einskisþilsiðum. Grunnsþá Seðlabankans 2021-2023.
Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fram í auknum útgjöldum á meðan slökunin í ár kemur fram bæði á gjalda- og tekjuhlið.

Samkvæmt fjármálaáætlun renna tímabundnar aðgerðir tengdar farsóttinni að mestu leyti út á næsta ári og þá herðist aftur á aðhaldsstigi ríkisfjármála. Áætlunin kveður einnig á um að almennt aðhald í rekstri hefjist á næsta ári og muni aukast á árunum 2023-2026 þar sem áætlað er að hækkun skuldahlutfalls hins opinbera stöðvist árið 2025.

Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

Bati útflutnings á fjórða ársfjórðungi

Í kjölfar mikils samdráttar útflutnings á fyrstu tveimur fjórðungum síðasta árs tók hann að aukast aftur á þriðja fjórðungi ársins og enn frekar á þeim fjórða (mynd III-11). Þá jókst útflutningur um 19% milli fjórðunga og nam vöxturinn nærri þriðjungi á seinni helmingi ársins. Aukinn þjónustuútflutningur tengdur afnotatekjum af hugverkum vó þungt í útflutningsvexti fjórða ársfjórðungs en við bættist aukinn útflutningur sjávarafurða. Í samræmi við febrúarspá bankans var samdrátturinn á árinu öllu 30,5% og hefur útflutningur ekki verið minni að magni til síðan árið 2010. Þetta er jafnframt meiri útflutningssamdráttur en almennt í helstu viðskiptalöndum (sjá rammagrein 2). Vegna áhrifa faraldursins á ferðaþjónustutengda starfsemi var þjónustuútflutningur um helmingi minni í fyrra en árið 2019 og á sömu sveif lagðist 8,5% samdráttur vöruútflutnings sem litast að miklu leyti af minni útflutningi sjávarafurða og grunnáhrifum vegna útfluttra flugvéla í byrjun árs 2019. Án útflutnings skipa og flugvéla var samdráttur vöruútflutnings minni eða tæplega 5%.

Talið er að útflutningur á fyrsta fjórðungi þessa árs hafi dregist saman frá fyrri fjórðungi en það endurspeglar fyrst og fremst mikil grunnáhrif vegna fyrrnefnds hugverkaútflutnings á fjórða ársfjórðungi. Lítil bati var í ferðaþjónustu á fyrstu þremur mánuðum ársins en á móti virðist útflutningur sjávarafurða og iðnaðarvara hafa aukist samhliða miklum vexti í útflutningi landbúnaðarvara sem skýrist einna helst af eldisfiski.

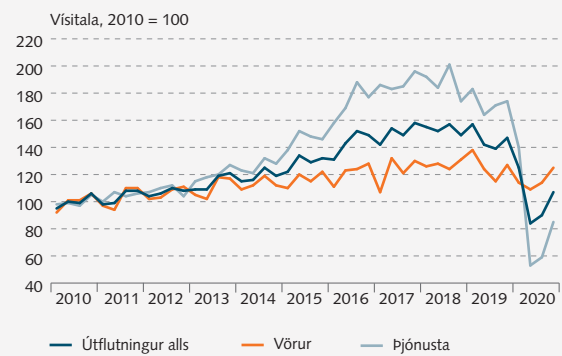
Meiri vöruútflutningur í ár en spáð var í febrúar

Horfur um vöruútflutning á þessu ári hafa batnað frá síðustu spá og er nú gert ráð fyrir um 5% vexti milli ára í stað 1% í febrúar. Horfur um útflutning sjávarafurða hafa batnað vegna meiri og verðmætari loðnuaflla. Þessu til viðbótar er nú gert ráð fyrir lítilsháttar aukningu í afla þorsks og ýsu en í febrúar var gert ráð fyrir samdrætti á árinu. Þá er áætlað að álútflutningur vaxi hraðar en áður

Mynd III-11

Útflutningur vöru og þjónustu¹

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2020



1. Árstíðarleiðréttar magnvísitölur.
Heimild: Hagstofa Íslands.

var talið í ljósi bættra horfa í heimsbúskapnum ásamt aukinni framleiðslu, m.a. í kjölfar nýs raforkusamnings eins álframleiðanda við Landsvirkjun. Þessu til viðbótar er gert ráð fyrir áframhaldandi vexti í útflutningi eldisfisks en undanfarið hafa komið fram áætlanir um aukna fjárfestingu innan þess geira. Talið er að vöruútflutningur aukist um 3% á ári að meðaltali á næstu tveimur árum sem er lítillega hægari vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúar.

Áframhaldandi óvissa um ferðaþjónustu

Útlit er fyrir að umsvif innlendar ferðaþjónustu aukist frá og með miðju þessu ári líkt og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Nú er hins vegar talið að fjölgun ferðamanna verði hægari en þá var spáð þar sem farsóttin hefur reynst þrálátari í helstu viðskiptalöndum Íslands ásamt því að stjórnvöld hafa hert sóttvarnaraðgerðir á landamærunum til að sporna gegn því að smit berist til landsins (mynd 1 í viðauka 1). Vegur þar þungt tilkoma stökkbreyttra afbrigða veirunnar sem virðast vera meira smitandi en fyrri afbrigði auk þess sem börn smitast nú í meiri mæli en áður.

Enn er óvissa um hvenær alþjóðlegt farþegaflug verði með eðlilegu móti og hvenær ferðatakmarkunum milli Evrópu og Norður-Ameríku verði að fullu aflétt en tvö bandarísk flugfélög tilkynntu nýlega flug til landsins í sumar þrátt fyrir að Evrópubúum væri almennt ekki heimilt að ferðast til Bandaríkjanna. Ferðamenn frá Bandaríkjunum voru ríflega fimmtungur þeirra ferðamanna sem komu til landsins áður en heimsfaraldurinn hófst. Um miðjan maí var fjöldi erlendra ferðamanna einungis um 7% af þeim fjölda sem heimsótti landið á sama tíma árið 2019 (mynd 2 í viðauka 1). Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að fjöldinn aukist þegar líða tekur á árið og farsóttin tekur að réna erlendis og slakað verður á sóttvarnaraðgerðum á landamærum (forsendur grunnspár um sóttvarnir við landamæri eru raktar í rammagrein 1). Þannig er gert ráð fyrir að fjöldi erlendra ferðamanna á þriðja og fjórða fjórðungi verði samanlagt um helmingur af fjölda ferðamanna sem kom til landsins á sama tíma árið 2019. Áætlað er að fjöldi erlendra ferðamanna á þessu ári verði um 660 þúsund en í febrúarspá bankans var gert ráð fyrir að þeir yrðu liðlega 700 þúsund. Þetta samsvarar liðlega þriðjungs fjölgun ferðamanna milli ára sem er áþekkt fjölgun og Alþjóðasamband flugfélaga spáir að flugfarþegum fjölgi á heimsvísu.¹ Áfram er gert ráð fyrir að framleiðslugeta ferðaþjónustutengdrar starfsemi varðveitist að miklu leyti og því sé tiltölulega auðvelt að mæta aukinni ásókn ferðamanna inn í landið.

1. Sjá The International Air Transport Association, *Outlook for the Global Airline Industry*, apríl 2021.

Hægari bati í ferðapjónustu gerir það að verkum að þjónustuútflytningur vex hægar í ár en spáð var í febrúar eða um rúmlega fimmtung í stað fjórðungs í fyrri spá. Á næsta ári er gert ráð fyrir að búið verði að aflétta öllum sóttvarnaraðgerðum á landamærunum og að fjöldi farþega til landsins aukist til muna og verði um 1,5 milljónir. Fyrir vikið er áætlað að þjónustuútflytningur aukist um ríflega 55% árið 2022.

Horfur um aukinn útflytning á þessu og næsta ári

Þrátt fyrir lakari horfur um þjónustuútflytning í ár hafa horfur um heildarútflytning batnað frá því í febrúar. Talið er að útflytningur aukist um 11% sem er um 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Horfur fyrir næstu tvö ár eru hins vegar áþekkar því sem spáð var í febrúar (mynd III-12). Gangi spáin eftir mun heildarmagn útflyttings í lok spátímans verða álíka mikið og það var árið 2019.

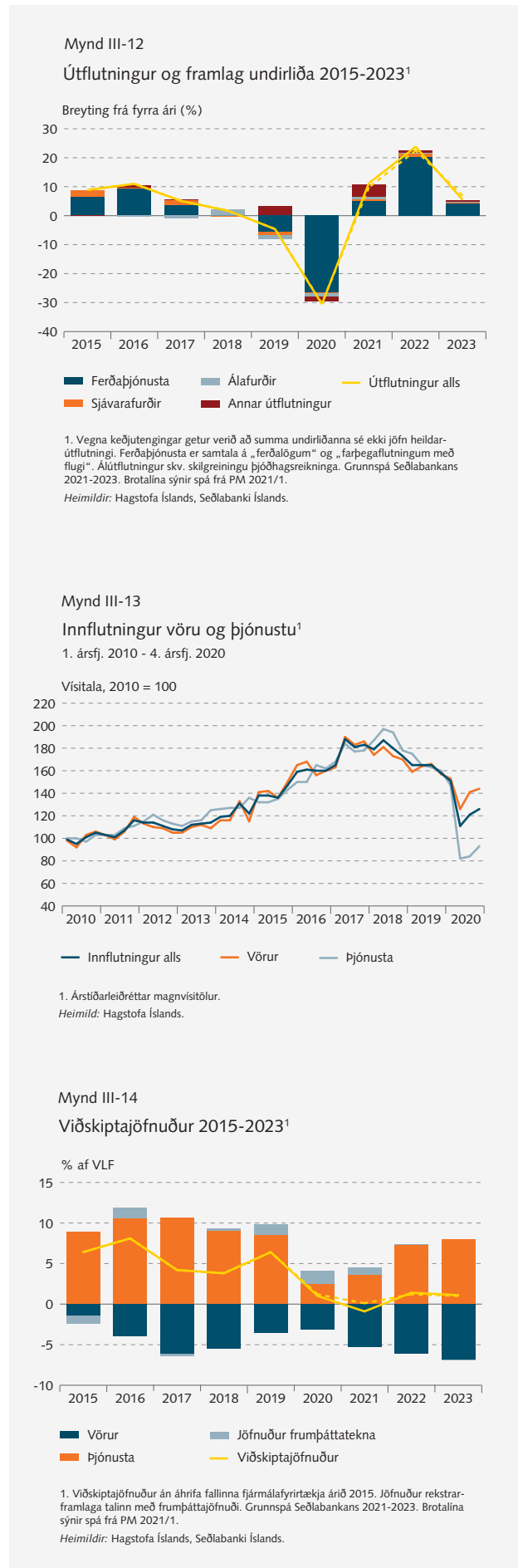
Útlit fyrir áframhaldandi vöxt innflyttings

Líkt og gert var ráð fyrir í febrúar jókst innflytningur vöru og þjónustu milli fjórðunga á lokafjórðungi síðasta árs (mynd III-13). Vöxtinn á fjórðungnum má fyrst og fremst rekja til 11% aukningar þjónstuuinnflyttings en þar vó þyngst innflytningur á ýmissi viðskiptaþjónustu. Innflytningur á fjórða fjórðungi var þó enn um fimmtungi minni að raunvirði en á sama tíma árið 2019 og á árinu öllu nam samdrátturinn 22%.

Vísbendingar eru um áframhaldandi árssamdrátt innflyttings á fyrsta fjórðungi þessa árs þar sem utanlandsferðum Íslendinga hefur ekki fjölgað að ráði og svo virðist sem vöruinnflytningur hafi dregist saman milli ára sökum minni innflyttings flutningatækja og eldsneytis. Gert er ráð fyrir að ferðum Íslendinga til útlanda fjölgi til muna eftir því sem líður á árið og farsóttin rénar. Vöxtur þjónstuuinnflyttings verður þó heldur minni í ár en spáð var í febrúar enda hefur farsóttin reynst þrálátari en gert var ráð fyrir. Á móti vegur að horfur eru á meiri vexti innflyttings á neyslu- og fjárfestingarvörum og aðföngum til útflyttingsframléiðslu í ljósi þess að vöxtur innlendrar eftirspurnar og vöruútflyttings er meiri en áður var talið. Talið er að innflytningur í heild aukist um líðlega 12% í ár eða 1 prósentu meira en í febrúar og um 16% á næsta ári en þá er gert ráð fyrir enn meiri vexti í útgjöldum Íslendinga erlendis.

Halli á viðskiptajöfnuði í ár í fyrsta sinn síðan árið 2008

Afgangur á viðskiptajöfnuði var um 1% af landsframléiðslu í fyrra og hefur ekki mælst minni síðan árið 2008 þegar töluverður halli var á viðskiptum við útlönd (mynd III-14). Þetta er mikil breyting frá árinu 2019 þegar



afgangurinn nam 6,4% af landsframleiðslu og endurspeglar mikinn viðsnúning á vöru- og þjónustujöfnuði sem fór úr 5,1% afgangi árið 2019 í 0,6% halla í fyrra. Viðsnúninginn má rekja til mikils samdráttar í þjónustu-útflutningi og talsverðrar rýrnunar viðskiptakjara (sjá kafla I). Samsetning afgangs á viðskiptajöfnuði hefur því tekið nokkrum breytingum í kjölfar farsóttarinnar en undanfarinn áratug hefur afgangurinn verið borinn uppi af afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum. Í fyrra endurspeglaði afgangurinn hins vegar 1,6% afgang á jöfnuði frumpáttatekna og rekstrarframlaga. Skýrist afgangur á frumpáttajöfnuði fyrst og fremst af tapi á rekstri innlendra félaga í eigu erlendra aðila.

Hallinn á vöru- og þjónustujöfnuði í fyrra var aðeins meiri en gert var ráð fyrir í febrúar og sá munur helst einnig í ár. Á móti vegur áframhaldandi afgangur á jöfnuði frumpáttatekna sem m.a. endurspeglar vaxandi hreina eign þjóðarþúsins gagnvart útlöndum. Gert er ráð fyrir að halli á viðskiptajöfnuði í ár verði um 0,2% af landsframleiðslu en að hann snúist í tæplega 2% afgang á næsta ári þegar ferðabjónusta nær sér á strik og viðskiptakjör fara batnandi.

Hagvöxtur

Mikill samdráttur landsframleiðslu í fyrra ...

Þrátt fyrir að einkaneysla hafi dregist saman milli fjórðunga á síðasta fjórðungi í fyrra jukust þjóðarútgjöld um 0,5% á sama tíma. Við bættist töluverður útflutningsvöxtur tengdur hugverkaútflutningi og því jókst landsframleiðslan um 4,8% milli fjórðunga og óx þar með annan fjórðunginn í röð (mynd III-15). Mikill samdráttur á fyrstu tveimur fjórðungum ársins gerir það hins vegar að verkum að landsframleiðslan var enn 5,1% minni á fjórða fjórðungi en á sama fjórðungi árið áður en árs-samdrátturinn náði hámarki í 10,1% á öðrum fjórðungi ársins (mynd III-16).

Á árinu öllu dróst landsframleiðslan saman um 6,6% þar sem saman fór 1,9% samdráttur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta sem nam 4,9 prósentum. Allir undirliðir innlendar eftirspurnar drógust saman fyrir utan samneyslu. Þá var framlag birgðabreytinga til hagvaxtar lítillega jákvætt. Samdráttur landsframleiðslunnar var heldur meiri en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum (sjá kafla I) en eins og rakið er í rammagrein 2 endurspeglar það hve útflutningsáfallið var mikið hér á landi í samanburði við önnur iðnríki.

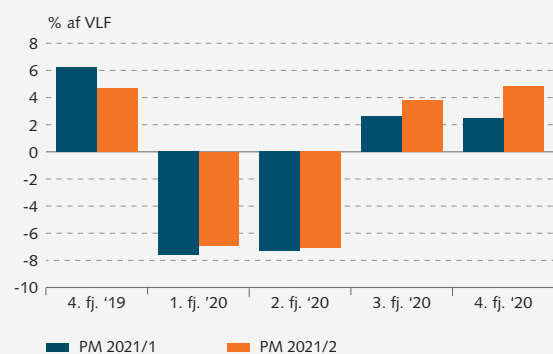
... en þó minni en áður var spáð

Samdráttur landsframleiðslunnar var þó rúmlega 1 prósentu minni en spáð var í febrúarspá bankans. Hagvöxtur

Mynd III-15

Ársfjórðungsleg breyting landsframleiðslu¹

4. ársfj. 2019 - 4. ársfj. 2020



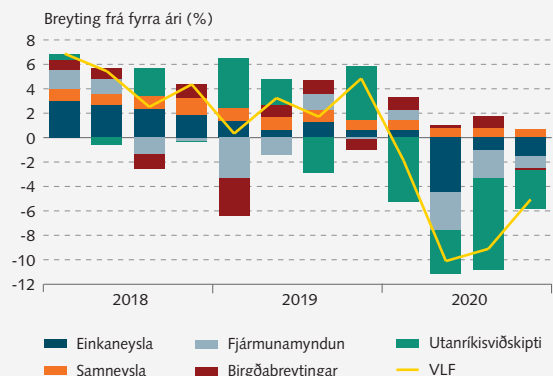
1. Árstíðarleiddrétt gögn. Gögn fyrir PM 2021/2 sýna mælingu Hagstofu Íslands frá febrúar 2021 en gögn fyrir PM 2021/1 sýna mælingu Hagstofunnar frá nóvember 2020 að 4. ársfjórðungi undanskildum sem sýnir grunnspá PM 2021/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-16

Hagvöxtur og framlag undirliða¹

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2020



1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og hagvaxtar vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

á fjórða ársfjórðungi reyndist meiri en spáð hafði verið og til viðbótar breytti Hagstofan fyrri áætlunum fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins. Þróun utanríkisviðskipta á árinu í heild var í takt við febrúarspá bankans en samdráttur einkaneyslu og fjármunamyndunar reyndist minni.

COVID-19-farsóttin kom illa niður á atvinnugreinum tengdum ferðapjónustu

Framleiðlusamdrátturinn í fyrra nær til næstum helmings atvinnugreina samkvæmt framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga en þar munar mest um samdrátt í atvinnugreinum tengdum ferðapjónustu og starfsemi sem varð fyrir miklum áhrifum af sóttvarnaðgerðum stjórnvalda (mynd III-17). Þannig dróst starfsemi tengd ferðabókunum, flutningum með flugi og í gistingu og veitingaþjónustu saman um 50-75% frá fyrra ári. Samdrátturinn var þó ekki eingöngu bundinn við greinar tengdar ferðapjónustu. Töluverður samdráttur varð einnig í fjölda annarra þjónustu- og framleiðslugreina. Framleiðsla jókst þó í nokkrum greinum, m.a. í smásöluverslun en þyngst vegur 3% vöxtur í starfsemi hins opinbera.

Horfur á heldur meiri hagvexti í ár en spáð var í febrúar

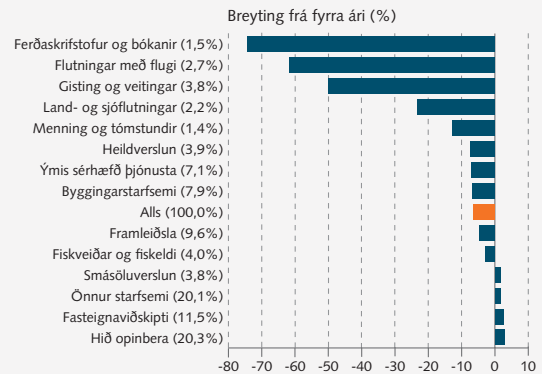
Vegna einskisáhrifa mikils útflutnings á hugverkum á fjórða fjórðungi síðasta árs er áætlað að landsframleiðslan hafi dregist saman milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi þessa árs. Milli ára mælist hins vegar ríflega 2,2% vöxtur og yrði það í fyrsta skipti í ríflega ár sem landsframleiðslan vex milli ára. Hagvöxtur sækir enn frekar í sig veðrið á öðrum fjórðungi og á árinu öllu verður hann að meðaltali 3,1% sem er 0,6 prósentum meiri vöxtur en spáð var í febrúar (mynd III-18). Horfur á meiri vexti einkaneyslu vega þyngst en á móti vegur lítilla minni vöxtur fjármunamyndunar. Framlag utanríkisviðskipta er hins vegar óbreytt frá febrúarspánni.

Talið er að hagvöxtur aukist enn frekar á næsta ári og verði 5,2% sem er lítil breyting frá febrúarspánni. Þar vegur þyngst kröftugur vöxtur útflutnings og verður framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar jákvætt í fyrsta sinn frá árinu 2019. Þegar kemur fram á árið 2023 fer hins vegar að hægja á hagvexti í átt að langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins og er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði þá 2,3% (sjá rammagrein 3).

Gangi spá bankans eftir nær landsframleiðslan ekki því stigi sem hún var á árið 2019 fyrr en á næsta ári og árið 2023 er hún enn um 3% undir því sem spáð var að hún yrði í síðustu spá bankans áður en farsóttin skall á þjóðarbúinu. Það er því ljóst að efnahagslegur skaði farsóttarinnar verður langvinnur (sjá nánar í rammagreinum 3 og 4) en hann virðist þó ætla að verða minni

Mynd III-17

Samdráttur einstaka atvinnugreina 2020¹

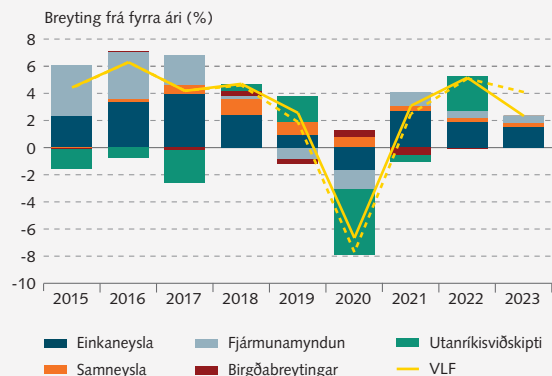


1. Samdráttur vegra þáttatekna (VPT) árið 2020 eftir einstaka atvinnugreinum. VPT mæla tekjur allra aðila sem koma að framleiðslunni og eru jafnar vergri landsframleiðslu (VLF) leiðrétt fyrir óbeinum sköttum og framleiðslustyrkjum. Tölur í svigum sýna hlutdeild atvinnugreina í nafnvirði VPT árið 2019.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-18

Hagvöxtur og framlag undirliða 2015-2023¹

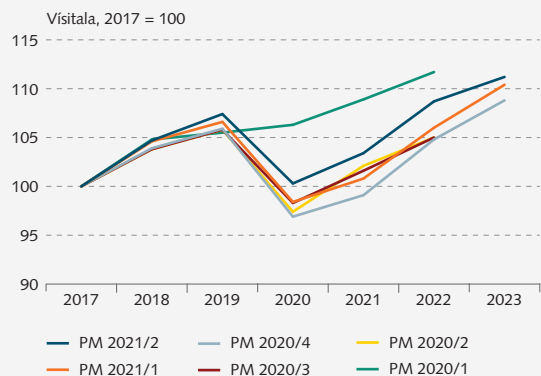


1. Grunnspá Seðlabankans 2021-2023. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-19

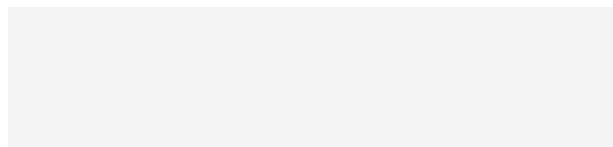
Verg landsframleiðsla 2017-2023¹



1. Grunnspá Seðlabankans í Peningamálum frá febrúar 2020.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

en upphaflega var óttast (mynd III-19). Um þessar horfur er auðvitað mikil óvissa og í rammagrein 1 eru sýnd fráviksdæmi sem lýsa mismunandi hagvaxtarhorfum eftir því hversu vel gengur að ráða niðurlögum farsóttarinnar.



Vinnumarkaður og nýting framleiðslupáttá



Vinnumarkaður

Heildarvinnustundir enn nokkru færri en fyrir ári ...

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) voru heildarvinnustundir 3,5% færri á fyrsta fjórðungi ársins en á sama fjórðungi fyrir ári. 2,4% færri fólk var starfandi en meðalvinnustundir voru 1,1% færri (mynd 3 í viðauka 1). Ef leiðrétt er fyrir árstíð fjölgaði heildarvinnustundum hins vegar frá fyrri fjórðungi eftir að hafa fækkað nokkuð á síðasta ársfjórðungi í fyrra. Samkvæmt könnuninni fjölgaði starfandi fólki einnig milli fjórðunga en það er hins vegar ekki í samræmi við vísbendingar úr staðgreiðsluskrá sem benda til áframhaldandi fækkunar starfa (mynd IV-1). Upplýsingar úr staðgreiðsluskrá benda til þess að rúmlega 90% af þeim störfum sem hafa tapast undanfarið ár hafi verið í ein-kennandi greinum ferðaþjónustu.

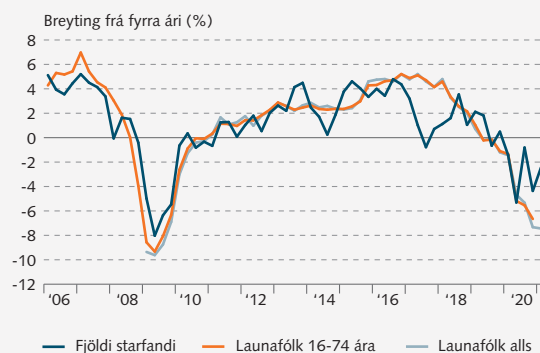
... en atvinnuleysi er tekið að minnka ...

Árstíðarleiddar niðurstöður VMK benda til þess að atvinnuþátttaka hafi aukist lítillega milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins en að hlutfall starfandi hafi á sama tíma hækkað meira (mynd 3 í viðauka 1). Atvinnuleysi minnkaði því um tæplega 1 prósentu milli fjórðunga og mældist 7,6%. Svipaða sögu má segja af mælikvarða VMK á slaka á vinnumarkaði en þar er tekið tillit til þeirra sem vinna minna en þeir vilja og þeirra sem teljast ekki á vinnumarkaði en gætu bæst við vinnuaflið með litlum fyrirvara. Slakinn mældur á þennan hátt mældist 14,5% á fyrsta ársfjórðungi og minnkaði um tæplega 3 prósentur milli fjórðunga (mynd IV-2). Þá minnkaði skráð almennt atvinnuleysi (þ.e. atvinnuleysi án fólks á hlutabótum) einnig er leið á fyrsta fjórðung ársins og var komið í 10,4% í apríl. Það mældist þó meira á fjórðung-

Mynd IV-1

Fjöldi starfandi fólks¹

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2021



1. Fjöldi starfandi fólks skv. vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar og fjöldi launafólks skv. staðgreiðsluskrá ríkisskattstjóra. Launafólk 16-74 ára inniheldur einnig þá sem voru í fæðingarorlofi og þá sem voru með reiknað endurgjald. Launafólk alls undanskilur þá hópa en inniheldur launafólk á öllum aldri. Gögn fyrir 1. ársfj. 2021 úr staðgreiðsluskrá byggjast á meðaltali janúar og febrúar.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

um öllum en á fjórðungnum á undan sem rekja má til aukningar þess í janúar þegar það náði sögulegu hámarki í 11,6% (mynd 3 í viðauka 1). Minnkandi atvinnuleysi það sem af er ári má m.a. rekja til sérstaks átaksverkefnis stjórnvalda til að fjölga störfum. Þróunin virðist vera á nokkuð breiðum grunni en fólki á skrá fækkaði í flestum atvinnugreinum, mest í gistingu og veitingastarfsemi. Langtímaatvinnuleysi hefur þó aukist mikið og náði sögulegu hámarki í apríl (sjá einnig rammagrein 4).

... þar sem vinnuafleiftirspurn hefur rétt úr kútnum

Samkvæmt fyrirtækjakönnun Hagstofunnar fyrir fyrsta ársfjórðung voru um 700 fleiri laus störf á fjórðungnum en á sama tíma í fyrra (mynd IV-3). Það er annan fjórðunginn í röð sem lausum störfum fjölgar milli ára sem er töluverður viðsnúningur eftir mikla fækkun milli ára á öðrum ársfjórðungi í fyrra. Engin merki eru um að uppgangur farsóttarinnar á fjórða fjórðungi í fyrra og harðari sóttvarnaraðgerðir sem fylgdu hafi haft þar áhrif á. Á fyrsta fjórðungi í ár voru laus störf orðin 3.500 talsins og þau því orðin álíka mörg og á sama tíma árið 2019. Svipaða sögu er að segja af ráðningaráformum fyrirtækja sem lesa má úr könnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Munur á hlutfalli fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki og þeirra sem vilja fækka því var jákvæður um ríflega 4 prósentur á fjórðungnum og var því nálægt sögulegu meðaltali en til samanburðar var hlutfallið neikvætt um næstum þriðjung á öðrum fjórðungi síðasta árs.

Þótt vinnuafleiftirspurn virðist vera að rétta úr kútnum eru enn engin skýr merki um að framundan sé mikil fjölgun starfa sem gæti minnkað atvinnuleysi hratt. Þá eru niðurstöður þessara kannana nokkuð ólíkar þegar kemur að ferðapjónustu. Þannig sýnir könnun Gallup t.d. að munur á hlutfalli fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki og þeirra sem vilja fækka því á næstu sex mánuðum er jákvæður um tæplega 20 prósentur í samgöngum, flutningum og ferðapjónustu á fjórðungnum en samkvæmt könnun Hagstofunnar er útlit fyrir að lausum störfum í ferðapjónustu hafi fækkað. Báðum könnunum ber þó saman um að eftirspurn eftir vinnuafli hafi aukist í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð og atvinnugreinaflokkum sem innihalda þjónustustarfsemi tengda hinu opinbera.

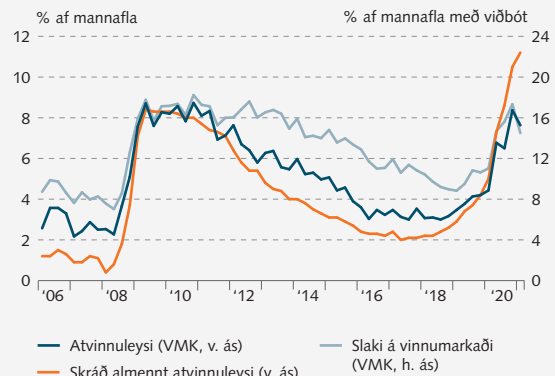
Hægt hefur á fjölgun landsmanna í faraldrinum

Verulega hefur dregið úr fjölgun landsmanna frá því að heimsfaraldurinn skall á. Íbúum landsins fjölgaði um 1% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins sem er einungis 0,4 prósentum meira en ef engir búferlaflutningar hefðu verið til og frá landinu á tímabilinu (mynd IV-4). Það eru

Mynd IV-2

Atvinnuleysi og slaki á vinnumarkaði¹

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2021

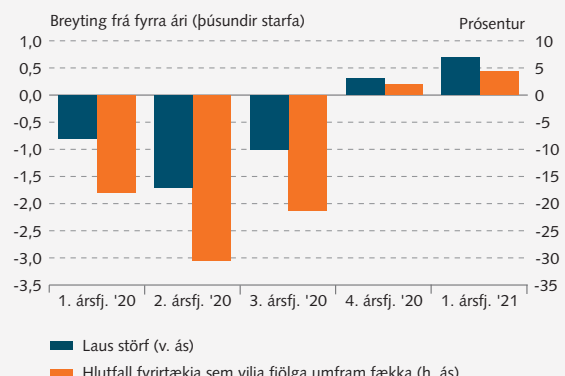


1. Slaki á vinnumarkaði eru atvinnulausir, vinnulitir (aðilar í hlutastarfi sem vilja vinna meira) og möguleg viðbót á vinnumarkað (þeir sem eru tilbúnir að vinna en eru ekki að leita að vinnu og þeir sem eru að leita að vinnu en eru ekki tilbúnir að vinna) sem hlutfall af mannafla með viðbót (mannafla að viðbætti mögulegri viðbót á vinnumarkaði). Skráð almennt atvinnuleysi er skráð atvinnuleysi án fólks á hlutabótum frá og með 1. ársfj. 2020 og er röðin árstíðarleidd af Seðlabankanum. Árstíðarleiddar tölur. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

Ráðningaráform fyrirtækja¹

1. ársfj. 2020 - 1. ársfj. 2021

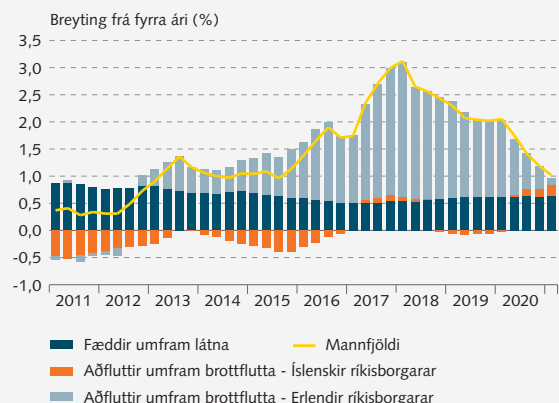


1. Laus störf skv. fyrirtækjakönnun Hagstofu Íslands og hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga eða fækka starfsfólki næstu 6 mánuði er úr könnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins og eru gögnin árstíðarleidd af Seðlabanka Íslands. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

Mannfjöldi

1. ársfj. 2011 - 1. ársfj. 2021



Heimild: Hagstofa Íslands.

töluverð umskipti frá því snemma árs 2018 þegar árleg fjölgun landsmanna fór yfir 3%. Breytingin endurspeglar að mestu leyti að mikið hefur dregið úr aðkomu erlends vinnuafls.

Gert ráð fyrir töluverðu atvinnuleysi en horfur hafa batnað frá síðustu spá

Batinn í vinnuafleiftirspurn hefur haldið áfram og stjórnvöld hafa sett á laggirnar átaksverkefni sem miða að því að koma fólki úr atvinnuleysi í störf. Talið er að heildarvinnustundum muni fjölga um 2½% í ár og að meðaltali á næstu tveimur árum. Það er heldur meiri fjölgun en spáð var í febrúar. Atvinnuleysihorfur hafa einnig batnað en áfram er þó gert ráð fyrir hægri hjöðnun þess og að það haldist nokkuð yfir því sem það var áður en farsóttin barst til landsins. Spáð er að atvinnuleysi samkvæmt VMK verði tæplega 7% að meðaltali í ár og hjaðni í um 6% undir lok spátímans. Skráð almennt atvinnuleysi verður meira eða liðlega 9% í ár en hjaðnar hraðar á tímabilinu (mynd IV-5). Um þessar horfur ríkir þó mikil óvissa. Í rammagrein 1 er greint frá fráviksdæmum sem byggjast á mismunandi forsendum um þróun farsóttarinnar en fjallað er sérstaklega um ýmsa óvissuþætti tengda þróun atvinnuleysis í rammagrein 4.

Vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta

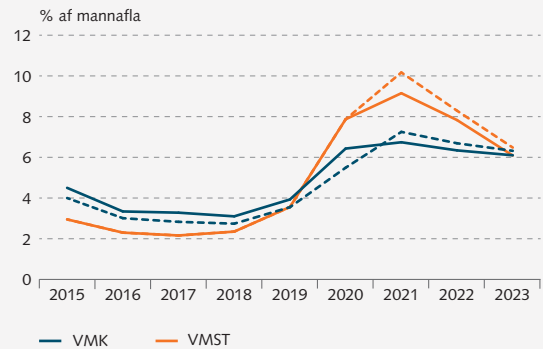
Farsóttin hefur komið niður á framleiðni vinnuafls

Framleiðni vinnuafls minnkaði um 1,8% milli ára í fyrra sé miðað við heildarvinnustundir út frá VMK (mynd IV-6). Á þennan mælikvarða hefur framleiðni ekki minnkað svo mikið á einu ári frá því á árinu 1999 og var viðsnúningurinn mikill frá árinu 2019 þegar framleiðni vinnuafls jókst um tæplega 2%. Annar mælikvarði á framleiðni vinnuafls sem Hagstofan birtir einnig og miðar við heildarvinnustundir út frá þjóðhagsreikningum sýnir áþekkan viðsnúning. Á þann mælikvarða stóð framleiðni vinnuafls svo gott sem í stað milli ára í fyrra en vöxturinn var tæplega 4% á árinu 2019. Milli árána 2019 og 2020 minnkaði árlegur vöxtur framleiðni samkvæmt þessum tveimur mælikvörðum því álíka mikið eða um 3½ prósentu. Faraldurinn hefur því haft töluverð áhrif á framleiðni vinnuafls eins og rakið er í rammagrein 3 – sérstaklega í greinum sem tengjast ferðapjónustu og persónulegri þjónustu (mynd IV-7).

Útlit fyrir að framleiðslulaki snúist í spennu á næsta ári

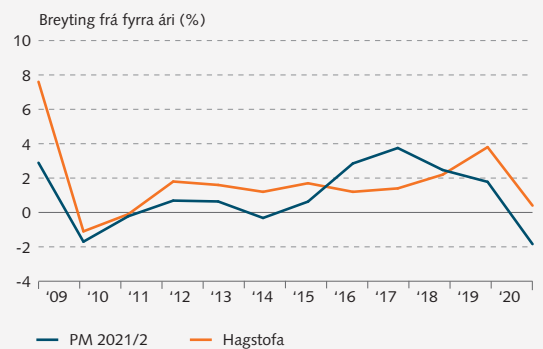
Árstiðarleiðréttar niðurstöður vorkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins benda til þess að hlut-

Mynd IV-5
Atvinnuleysi 2015-2023¹



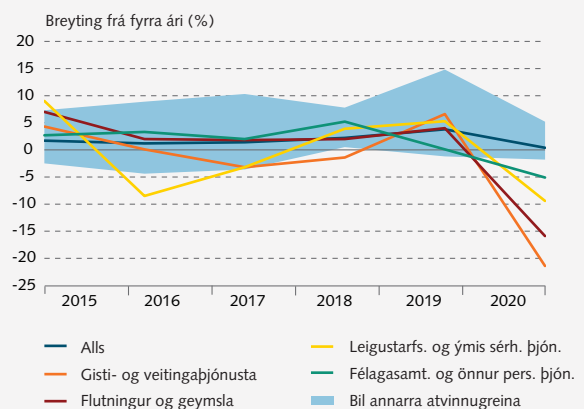
1. Atvinnuleysi miðað við vinnuamarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) og skráð atvinnuleysi Vinnuálfstofnunar án hlutabóta (VMST). Grunnspá Seðlabankans 2021-2023. Brotalínur sýna spá frá PM 2021/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálfstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6
Framleiðni vinnuafls 2009-2020¹



1. Framleiðni vinnuafls úr þjóðhagslíkani Seðlabankans er mæld sem verg landsframleiðsla á vinnustund þar sem byggt er á heildarvinnustundum út frá vinnuamarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK). Framleiðni vinnuafls skv. birtingu Hagstofunnar er hins vegar mæld sem vergar þáttatekjur á vinnustund þar sem byggt er á heildarvinnustundum út frá þjóðhagsreikningum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7
Framleiðni vinnuafls í völdum atvinnugreinum 2015-2020¹

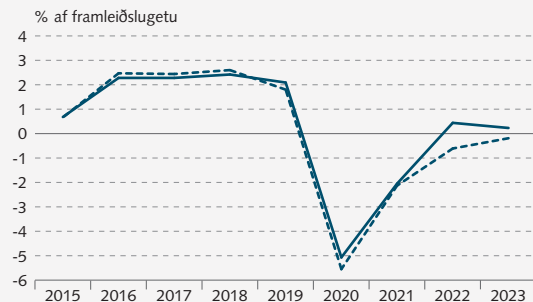


1. Framleiðni vinnuafls skv. birtingu Hagstofunnar er mæld sem hlutfall verga þáttatekna og heildarvinnustunda út frá þjóðhagsreikningum.
Heimild: Hagstofa Íslands.

fall stjórnenda sem töldu fyrirtæki sitt búa við skort á starfsfólki hafi hækkað lítillega milli kannana. Hlutfall þeirra sem telja fyrirtæki sitt eiga í vanda með að mæta óvæntri eftirspurn breyttist hins vegar lítið. NF-vísitalan, sem tekur saman fjölda vísbendinga um nýtingu framleiðslupátta, hækkaði nokkuð á fyrsta ársfjórðungi sem gefur vísbendingu um bættu nýtingu framleiðslupátta. Þessi vísitala hefur nú hækkað þrjá fjórðunga í röð (mynd 3 í viðauka 1).

Slakinn sem myndaðist í þjóðarbúinu í kjölfar farsóttarinnar virðist því tekinn að minnka. Við bætist að farsóttin hefur valdið talsverðu umróti á framboðshlið þjóðarbúsins sem hefur leitt til þess að vöxtur framleiðslugetu er talinn hafa verið langt undir sögulegu meðaltali í fyrra og að svo verði einnig í ár (sjá einnig rammagreinar 3 og 4). Slakinn í þjóðarbúinu hverfur því hraðar en ella. Hann fer úr um 5% af framleiðslugetu í fyrra í um 2% í ár og snýst í lítills háttar spennu á seinni hluta næsta árs (mynd IV-8). Þetta er minni slaki en gert var ráð fyrir í febrúar og hann hverfur hraðar en þá var spáð sem endurspeglar bæði endurskoðun sögulegra talna og hagstæðari hagvaxtarhorfur. Um þetta mat er þó mikil óvissa eins og fjallað er um í rammagrein 1.

Mynd IV-8
Framleiðsluspenna 2015-2023¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2021-2023. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/1.
Heimild: Seðlabanki Íslands.



Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga yfir efri frávíkismörkum verðbólguþróunarmarkmiðsins á fyrsta ársfjórðungi ...

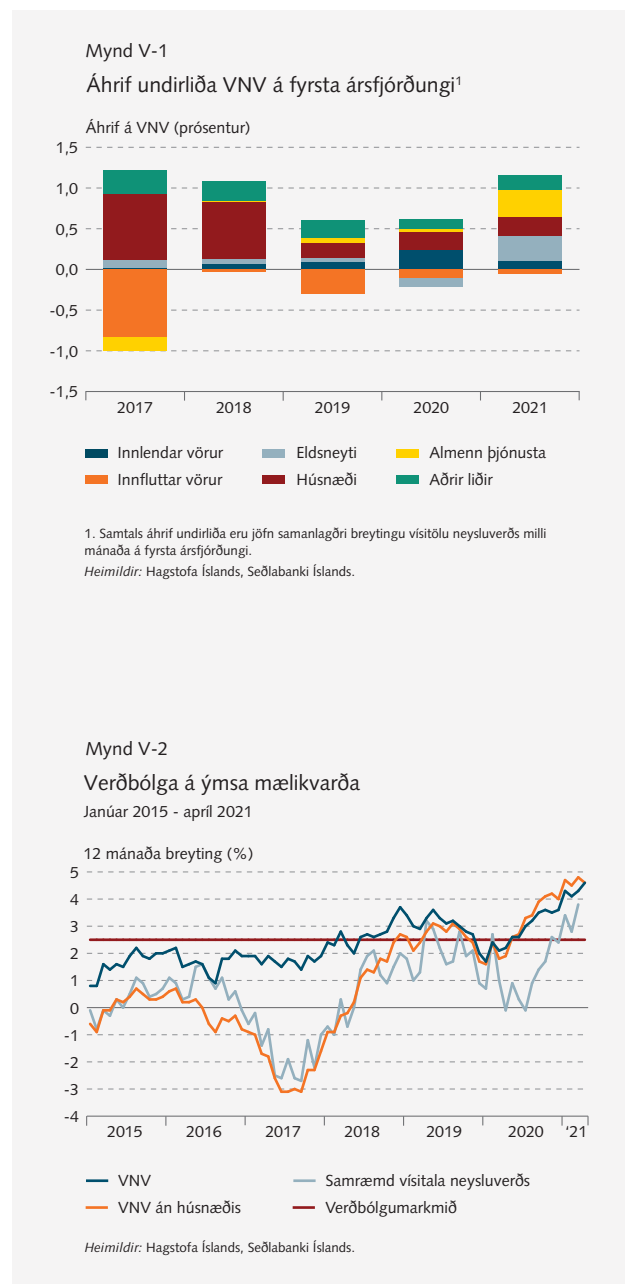
Verðbólga mældist 4,2% á fyrsta fjórðungi þessa árs en í febrúarspá bankans var gert ráð fyrir að hún yrði 3,9%. Verðhækkunar eldsneytis, almennrar þjónustu og húsnæðis höfðu mest áhrif á verðlagsþróun á fjórðungnum (mynd V-1). Innlent eldsneytisverð tók að hækka í lok síðasta árs í kjölfar þess að olíuverð á heimsmarkaði fór hækkanði. Verð á almennri þjónustu hefur jafnframt þokast upp að undanfögnu sem má að líkindum rekja bæði til launahækkana undanfarið og aukinnar innlendrar eftirspurnar í kjölfar slökunar sóttvarnaraðgerða á fyrri hluta fyrsta fjórðungs.

... og hefur aukist frá febrúarútgáfu Peningamála

Verðbólga hefur haldið áfram að aukast undanfarið og mældist 4,6% í apríl (mynd V-2). Þetta er mesta verðbólga sem mælst hefur síðan í febrúar 2013. Rekja má stóran hluta aukinnar verðbólgu á síðustu mánuðum til hækknar húsnæðisverðs enda hjaðnaði verðbólga án húsnæðis í 4,6% í apríl – en hún hafði verið meiri en mæld verðbólga síðan í júní í fyrra. Verðbólga á mælikvarða samræmdu neysluverðsvísitölunnar, sem undanskilur einnig kostnað vegna eigin húsnæðis, mælist hins vegar minni og var 3,8% í mars.¹

Undirliggjandi verðbólga var 4,3% í apríl miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og hefur, ólíkt mældri verðbólgu, minnkað undanfarna mánuði (mynd V-3).

1. Í *Peningamálum* 2020/4 kemur fram að meginskýringin á muninum á milli verðbólgu mældar með vísitölu neysluverðs án húsnæðis og samræmdu neysluverðsvísitölunni er að vægi ýmissa undirlíða sem tengjast ferðaþjónustu er meira í samræmdu vísitölunni en í vísitölu neysluverðs án húsnæðis. Verð á flestum þessara undirlíða hefur hækkað lítið eða lækkað undanfarið ár.



Undirliggjandi verðbólga er þó áfram mikil sem gefur til kynna að verðbólguþrýstingur sé nokkuð almennur. Verðhækkun innfluttrar vöru skýrir tæplega helming ársverðbólgu en framlag ýmissa undirþátta sem veга þungt í vísitölu neysluverðs, t.d. þjónustu og innlendar vöru, hefur einnig aukist. Húsnæðismarkaðurinn hefur verið kröftugur og íbúðaverð hækkað töluvert (sjá kafla II). Kostnaður vegna eigin húsnæðis hafði hækkað um 4,8% milli ára í apríl en minni raunvaxtakostnaður af húsnæðislánum hefur vegið upp á móti hækkun markaðsverðs húsnæðis.²

Vísendingar um verðbólguþrýsting

Gengishækkun krónunnar að undanfögnu dregur úr verðbólguþrýstingi ...

Áhrif gengislækkunar krónunnar á síðasta ári á verð innfluttrar vöru voru tölverð eins og nefnt var hér að framan. Í byrjun þessa árs hafði hins vegar dregið úr áhrifunum og hefur gengi krónunnar hækkað að undanfögnu eða um rúmlega 2% frá áramótum. Á sama tíma hefur gjaldeyrismarkaðurinn verið í ágætu jafnvægi. Innflutt verðbólga hefur því hjaðnað undanfarna mánuði að undanskilinni hraðri hækkun eldsneytisverðs frá lokum síðasta árs (sjá kafla I). Verð innfluttrar mat- og drykkjarvöru hefur hækkað um 5,6% sl. tólf mánuði og verð á ýmsum innfluttum vörum, t.d. fatnaði, raftækjum og húsgögnum, var um 6,4% hærra en fyrir ári (mynd V-4). Eldsneytisverð var hins vegar 10% hærra en á sama tíma í fyrra.

... en á móti vegur að flutningskostnaður og alþjóðlegt hrávöruverð hefur hækkað töluvert

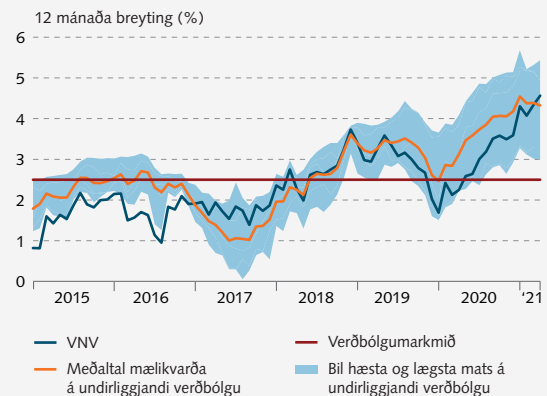
Faraldurinn hefur leitt til mikillar hækkunar á flutningskostnaði og verði ýmissa aðfanga þar sem hann hefur valdið víðtækum truflunum á framleiðslu, sett virðis-keðjur í uppnám og hamlað dreifingu vöru milli landa og innan þeirra (sjá einnig umfjöllun í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2020/4). Þá bætast við áhrif truflana við sjóflutninga í gegnum Súes-skurðinn í lok marsmánaðar. Áhrif þessara framboðstruflana hafa verið mikil. Kostnaður við gámaflutninga milli landa er t.d. þrefalt meiri núna en hann var að meðaltali árið 2019 og verð ýmissar hrávöru, eins og matvæla, hefur hækkað nokkuð (sjá mynd V-5 og kafla I).³ Þá gæti lág birgðastaða fjölda

2. Áætlað er að mæld ársverðbólga sé um 0,9 prósentum minni en ella vegna minni raunvaxtakostnaðar af húsnæðislánum.
3. Fljótlega eftir að farsóttin skall á snemma árs 2020 var talið að hún myndi valda nokkurri lækkun hrá- og matvæla-verðs á alþjóðamörkuðum. Í *Peningamálum* 2020/2 frá því í maí í fyrra var t.d. byggt á spá Alþjóðabankans sem gerði ráð fyrir ríflega 1% lækkun alþjóðlegs matvæla- og drykkjaverðs árið 2020. Raunin varð ríflega 6% hækkun.

Mynd V-3

Mæld og undirliggjandi verðbólga¹

Janúar 2015 - apríl 2021



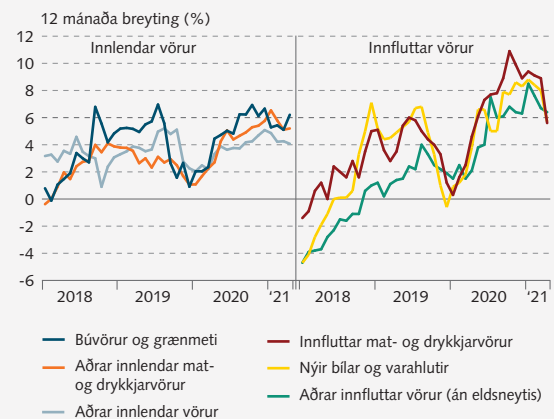
1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveifukennra matvöruhlöða, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána eru undanskilin) og tölfæðilegum mælikvörðum (vegið miðgildi, klippt meðaltal, kvikt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

Verð innlendar og innfluttrar vöru

Janúar 2018 - apríl 2021

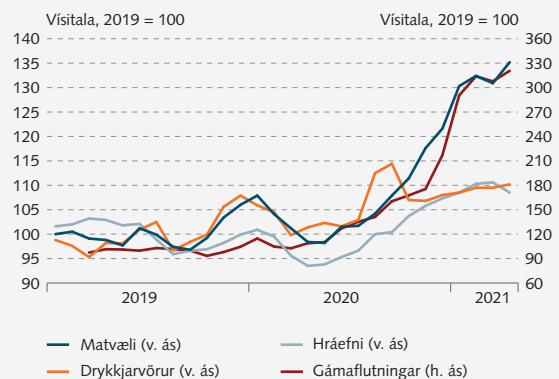


Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd V-5

Alþjóðlegt flutninga- og hrávöruverð¹

Janúar 2019 - apríl 2021



1. Matvæli eru ýmsar tegundir matarölu, ýmsar mjól- og korntegundir, kjöt og ávextir. Drykkjavörur eru kakó, kaffi og te. Hráefni er timbur, baðmull, gúmmi og tóbak. Verðvísitala gámaflutninga er Freightos Global Container Index.

Heimildir: Alþjóðabankinn, Freightos Limited.

fyrirtækja í kjölfar farsóttarinnar magnað þessi kostnaðaráhrif enn frekar. Útlit er fyrir að það taki nokkurn tíma að vinda ofan af þessum framboðstruflunum og gætu áhrifin af þeim því varað fram eftir ári. Af þessum sökum gæti dregið hægar úr verðbólguþrýsting en ella.

Vísendingar úr vorkönnun Gallup á væntingum stjórnenda fyrirtækja sem var framkvæmd í febrúar og mars sl. gefa á móti til kynna að stjórnendur telji verðbólguþrýsting ekki hafa aukist til muna frá sl. hausti. Um 58% stjórnenda búast við því að verð á eigin vöru og þjónustu haldist óbreytt á næstu sex mánuðum og 37% þeirra eiga von á verðhækkun sem er nánast óbreytt frá haustkönnuninni (mynd V-6). Jafnframt hefur hlutfall þeirra sem vænta hækkunar á aðfangaverði lækkað milli kannana.

Dragist framboðstruflanir hins vegar á langinn og hækki flutningskostnaður áfram er hætta á annarrar umferðar áhrifum t.d. á verð þjónustu. Truflanir í þjónustustarfsemi hafa verið viðtækar vegna umfangsmikilla sóttvarnaraðgerða, sérstaklega í þjónustu sem krefst nálægðar milli fólks. Nú þegar hillir undir frekari afléttingar á sóttvarnaraðgerðum eftir því sem bólusetningum vindur fram gæti aukin eftirspurn ýtt undir frekari verðhækkun almennrar þjónustu sem hafði í apríl hækkað um 2,4% milli ára (mynd V-7).

Laun hafa hækkað töluvert

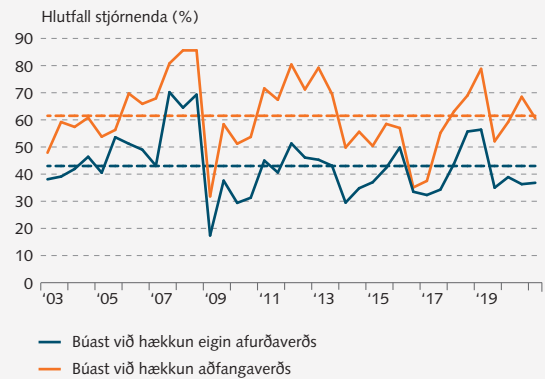
Húsnæði er ekki eina heimavaran (e. non-traded good) sem hefur hækkað nokkuð í verði í kjölfar þess að farsóttin skall á landinu. Laun hafa einnig hækkað töluvert. Launavísitalan hækkaði um 6,3% milli ára í fyrra og vísitala heildarlauna litlu minna eða 5,6%. Minni hækkun vísitölu heildarlauna endurspeglar áhrif breytinga á samsetningu vinnuafslins og ýmsar greiðslur sem ekki mælast í launavísitölunni. Þessar miklu launahækkanir gera það að verkum að hlutfall launa í þáttatekjum hækkaði í fyrra, ólíkt því sem gerðist í kjölfar fjármálakreppunnar fyrir liðlega áratug.

Líkt og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans hækkaði launavísitalan um 4,3% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi þessa árs og fór ársþækkun vísitölnnar því í 10,5% (mynd V-8). Skýringin á mikilli aukningu ársþækkunar launa felst að mestu leyti í því að tvær umsamar launahækkanir hafa tekið gildi á tímabilinu, í apríl í fyrra og í janúar í ár, auk þess sem grunnáhrifa gætir enn vegna tafa sem urðu á samningum við opinbera starfsmenn í fyrra. Því má búast við að það dragi aftur úr ársþækkun launavísitölnnar á öðrum ársfjórðungi og þegar líður á árið. Áætlað er að launakostnaður á framleidda einingu hafi hækkað um ríflega 5% í fyrra en talið er að hækkunin verði öllu minni í ár og á næstu tveimur árum eða að jafnaði um 3½% á ári.

Mynd V-6

Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð næstu 6 mánuði¹

Mars 2003 - mars 2021

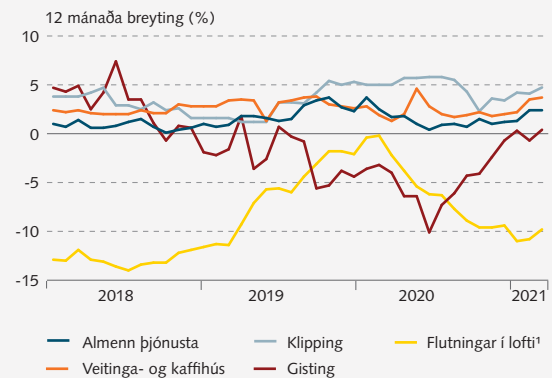


1. Brotalínur sýna meðaltöl frá 2003. Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-7

Almenn þjónusta og valdir undirliðir vísitölu neysluverðs

Janúar 2018 - apríl 2021

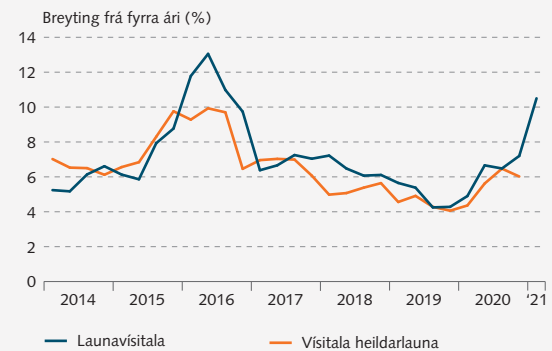


1. Tölf mánaða hreyfanlegt meðaltal. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

Laun

1. ársfj. 2014 - 1. ársfj. 2021



Heimild: Hagstofa Íslands.

Verðbólguvæntingar

Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa hækkað á nokkra mælikvarða ...

Væntingar um verðbólgu til skemmri tíma hafa hækkað á nokkra mælikvarða frá síðustu könnunum enda hefur verðbólga reynst þrálát undanfarið misseri. Markaðsaðilar vænta að hún verði 3% að ári liðnu en í síðustu könnun bjuggust þeir við að hún yrði í 2,5% markmiði bankans. Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár eru hins vegar áfram í markmiði. Samkvæmt vorkönnun Gallup vænta heimilin þess að verðbólga verði 4% eftir eitt ár líkt og í síðustu könnun en væntingar þeirra til verðbólgu eftir tvö ár hækkuðu hins vegar um 1 prósentu og mældust 4%. Stjórnendur fyrirtækja vænta þess að verðbólga verði 3% bæði eftir eitt og tvö ár og eru væntingarnar óbreyttar á milli kannana en nokkru hærri en fyrir ári (mynd V-9).

... og vísendingar eru einnig um að langtímaverðbólguvæntingar hafi þokast upp

Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila til fimm og tíu ára eru áfram í verðbólgu markmiði og hafa verið það samfellt síðan á seinni hluta ársins 2019. Samkvæmt vorkönnunum Gallup búast heimili áfram við að verðbólga verði 3% að meðaltali á næstu fimm árum en langtímaverðbólguvæntingar stjórnenda hafa hins vegar hækkað frá síðustu könnun og mælast 2,8% líkt og fyrir ári. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára hefur einnig hækkað undanfarna mánuði og hefur álagið til tíu ára verið að meðaltali um 2,9% það sem af er öðrum ársfjórðungi samanborið við rúmlega 2% á öðrum fjórðungi síðasta árs.⁴ Verðbólguvæntingar til lengri tíma hafa því hækkað á nokkra mælikvarða sem gæti bent til þess að kjölfesta þeirra við markmið hafi veikst að undanfögnu.

Verðbólguhorfur

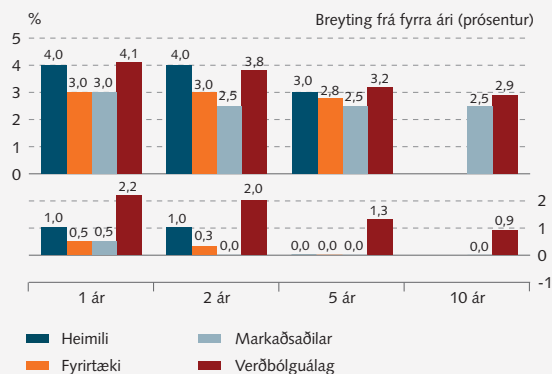
Verðbólga hjaðnar töluvert hægar en áður var spáð

Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi var meiri en búist var við í febrúarspá bankans sem má m.a. rekja til minni slaka í þjóðarbúskapnum og meiri hækkunar olíu- og hrávöruverðs en gert var ráð fyrir. Þá hafa verðlagsáhrif af ýmsum framboðstruflunum verið vanmetin eins og nefnt var að framan. Þrátt fyrir það er búist við að á næstunni

4. Rekja má um þriðjung árhækkunar verðbólguálagsins til 1-5 ára til tæknilegra atriða tengdra því að skuldabréf á gjalddaga 2021 var tekið af viðskiptavakt og hvarf því út úr útreikningi á verðtrygga eingreiðsluferlinum. Því til viðbótar inniheldur verðbólguálagið áhættuþóknun vegna óvissu um verðbólgu og seljanleika bréfa. Sjá nánar í kafla II.

Mynd V-9

Verðbólguvæntingar¹



1. Nýjustu kannanir Gallup á verðbólguvæntingum heimila og fyrirtækja frá febrúar/mars 2021. Nýjasta könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila er frá byrjun maí 2021. Ekki er spurt um verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja til 10 ára. Nýjasta gildi verðbólguálags á skuldabréfamarkaði er meðaltal það sem af er 2. ársfj. 2021. Neðri helmingur myndar sýnir breytingu frá samsvarandi mælingum fyrir ári síðan.

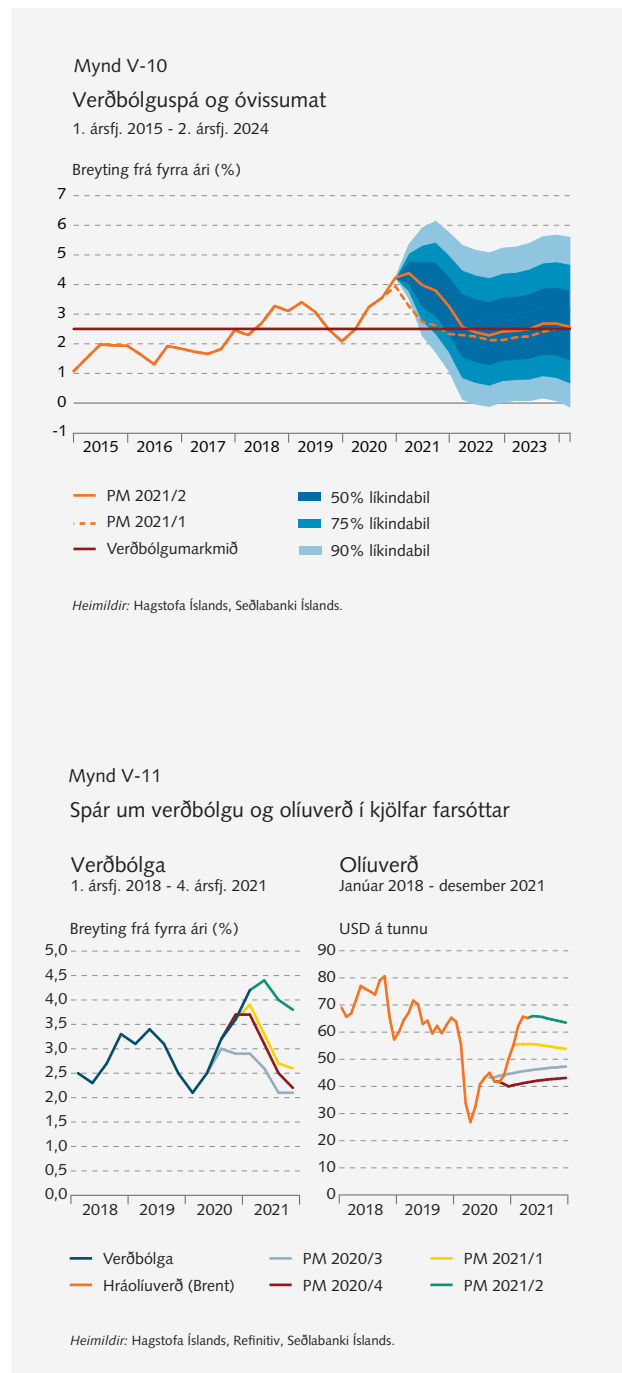
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

taki verðbólga að hjaðna á ný. Spáð er að hún mælist 4,4% á öðrum fjórðungi ársins og verði komin í 3,8% á þeim fjórða (mynd V-10). Verðbólga verður því töluvert þrálátari en áður var spáð en í febrúar var búist við að hún yrði við markmið í lok árs. Nú er áætlað að það gerist ekki fyrr en um mitt næsta ár. Þar vegur þyngst meiri innflutt verðbólga þótt nú sé gert ráð fyrir að gengi krónunnar verði hærra en áður var spáð. Á seinni hluta spátímans eru jafnframt horfur á að verðbólga verði meiri en búist var við í febrúar enda útlit fyrir að framleiðsluspenna myndist fyrr í þjóðarþúinu en þá var spáð. Samkvæmt spánni verður verðbólga að meðaltali í markmiði á seinni hluta spátímans.

Meiri líkur á að verðbólga sé vanmetin en að hún sé ofmetin

Verðbólga hefur kerfisbundið reynst meiri en spáð var frá því að farsóttin skall á enda hefur slakinn í þjóðarþúskapnum verið minni en búist var við og áhrif gengislækkunar krónunnar á verð innfluttrar vöru verið meiri. Kostnaðarhækkunar vegna framleiðsluflana í kjölfar farsóttarinnar hafa verið vanmetnar eins og áður hefur verið rakið og olíuverð á heimsmarkaði hefur ítrekað hækkað meira en gert var ráð fyrir (mynd V-11).

Eins og rakið er í rammagrein 1 er mikil óvissa um verðbólguhorfur, bæði til skamms og lengri tíma. Óvissa til skemmri tíma tengist einkum óvissu um þróun gengis krónunnar og hversu lengi áhrif framboðstruflana á virðisikeðjur og vöruflutninga muni vara. Til lengri tíma ráðast verðbólguhorfur ekki síður af krafti efnahagsbatans og af langtímaáhrifum farsóttarinnar á framleiðslugetu þjóðarþúsins. Talið er að óvissan sé áþekk og í síðustu spá bankans og að meiri líkur séu á að verðbólga á næstunni sé vanmetin í grunnspánni en að hún sé ofmetin. Taldar eru helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1½-3¼% að ári liðnu og á svipuðu bili í lok spátímans (mynd V-10).



Frávíksdæmi og óvissuþættir

Grunnspáin endurspeglar líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Efnahagshorfur eru hins vegar háðar mikilli óvissu og þær gætu breyst verði breytingar á lykilorðum spárinnar. Breytingar hafa til að mynda orðið á forsendum frá síðustu grunnspám bankans þar sem sumir óvissuþættir sem þá voru tilgreindir hafa raungerst. Má þar t.d. nefna að framan af ári gekk heldur hægar að bólusetja almenning en gert hafði verið ráð fyrir. Á móti vegur hins vegar að sparnaður heimila hefur minnkað hraðar en áætlað var og innlend eftirspurn því reynst þróttmeiri. Þá hafa stjórnvöld tilkynnt enn frekari stuðningsaðgerðir í ríkisfjármálum. Áhrif farsóttarinnar á alþjóðlegar virðisdeðjur (e. global value chains) hafa jafnframt reynst meiri og alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð hækkað meira en áður var spáð.

Sem fyrr mun framvinda innlendra og alþjóðlegra efnahagsmála að töluverðu leyti ráðast af því hvernig til tekst við að ráða niðurlögum COVID-19-farsóttarinnar og hversu hratt bólusetningu gegn henni vindur fram. Erfitt er að spá fyrir um hve langan tíma það muni taka. Óvissuþættirnir eru þó fleiri og í þessari rammagrein er fjallað um nokkra þeirra auk þess sem sýnd eru frávíksdæmi sem byggjast á ólíkum forsendum um árangurinn í viðureigninni við farsóttina.

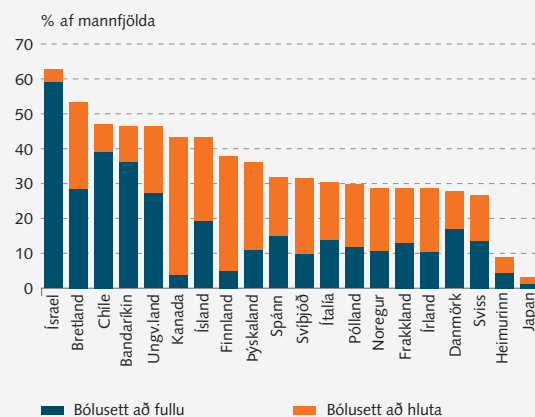
Frávíksdæmi: Hversu hratt mun farsóttin ganga niður?

Forsendur grunnspár um framgang farsóttar og bólusetningar gegn henni

Bólusetning gegn farsóttinni hófst í lok síðasta árs og eru nú um 43% Íslendinga búin að fá a.m.k. einn skammt bóluefnis. Þetta er heldur hærra hlutfall en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum en lægra en í þeim löndum þar sem bólusetning er hvað lengst komin (mynd 1).

Framan af þessu ári gekk bólusetning heldur hægar en vænst var í febrúarspá bankans. Síðan í lok mars hafa sóttvarnaaðgerðir einnig verið umfangsmeiri en gengið var út frá í síðustu spá en á móti vegur að þær virðast hafa minni áhrif á innlend umsvif en áður (sjá kafla III). Miðað við áætlanir stjórnvalda er hins vegar útlit fyrir að slakinn í bólusetningu vinnist upp á öðrum fjórðungi ársins og því er lítil breyting á forsendum grunnspárinnar um framgang bólusetningar það sem eftir lifir ársins. Gert er ráð fyrir að allir einstaklingar í forgangshópum verði búnir að fá a.m.k. einn skammt af bóluefni um miðjan júní og nær allur almenningur

Mynd 1
Bólusetning gegn COVID-19¹



1. Tölur miðast við 14. maí 2021.
Heimild: Our World in Data.

á þriðja fjórðungi ársins. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að bólusetning gangi að meðaltali með svipuðum hraða í helstu viðskiptalöndum og hér á landi þótt hraðinn verði mjög ólíkur innan landahópsins. Gert er ráð fyrir að núverandi fyrirkomulagi sóttvarna við landamæri með skimunum og sóttkví verði viðhaldið fram á haust með undanþágum sem byggjast á stöðu faraldursins í þeim löndum sem ferðamenn koma frá. Það er óbreytt frá febrúarspá bankans en mikil fjölgun smita í sumum af helstu viðskiptalöndum Íslands gerir það að verkum að ferðaþjónusta tekur hægar við sér en spáð var í febrúar (sjá kafla III). Áætlað er að smám saman verði slakað á sóttvörnum innanlands en að þær verði ekki að fullu afnumdar fyrr en líða tekur á árið. Ekki er heldur útilokað að grípa þurfi til afmarkaðra lokunaraðgerða fram eftir ári og að einhverjar sóttvarnir verði á landamærunum út árið.

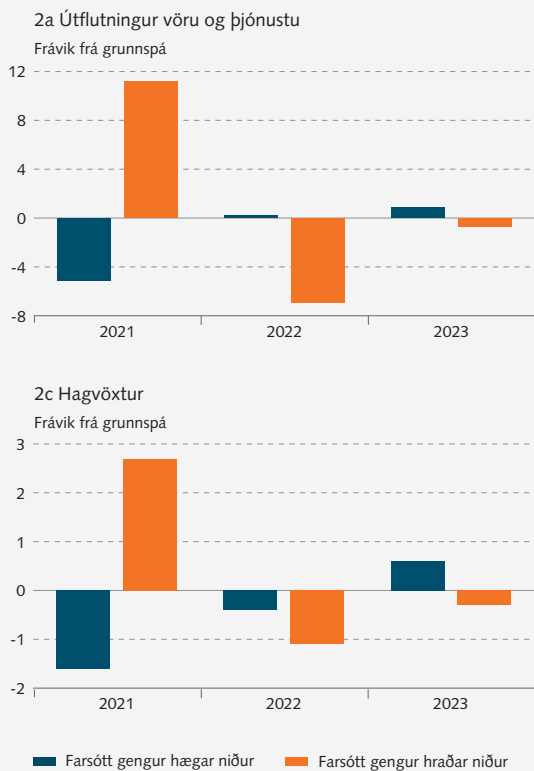
Um alla þessa þætti er mikil óvissa. Þannig kann að gæta of mikillar bjartsýni um framgang bólusetningar. Þá hafa ný afbrigði veirunnar komið fram og fleiri gætu komið fram eftir því sem dregst að bólusetja fólk um allan heim. Ekki er heldur tryggt að núverandi bóluefni virki gegn þeim öllum. Það er því ekki útilokað að bakslag verði í baráttunni við veiruna og grípa þurfi til harðra lokunaraðgerða á ný sem gæti steypt heimsbúskapnum aftur í kreppu. Á hinn bóginn kann að gæta of mikillar svartsýni í forsendum grunnspárinnar. Ekki er útilokað að bólusetning gangi hraðar en hér er áætlað og því sé unnt að slaka hraðar á sóttvarnaraðgerðum, sérstaklega í tengslum við alþjóðleg ferðalög. Í tveimur fráviksdæmum hér á eftir er mögulegum áhrifum slíkra sviðsmynda á þjóðarbúskapinn lýst.

Efnahagsbatinn gæti tafist ef bólusetning gengur hægar

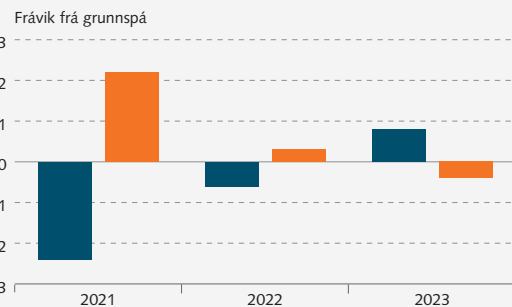
Í þessu fráviksdæmi er gert ráð fyrir að viðureignin við far-sóttina gangi verr en í grunnspánni, t.d. vegna þess að framleiðsla bóluefna reynist ekki nógu hröð til að stöðva frekari dreifingu farsóttarinnar og nýrra afbrigða hennar. Grípa þarf því til harðari sóttvarnaraðgerða en í grunnspánni og þær þurfa að vara lengur. Aukinnar svartsýni um efnahagshorfur gætir því á ný sem veldur því að almenningur heldur enn frekar aftur af sér við útgjaldaákvæðanir og tekur að byggja upp varúðarsparnað á ný. Aukin óvissa dregur jafnframt úr vilja fyrirtækja til að ráða fólk til vinnu og leggja út í nýja fjárfestingu. Áhættuálag á innlenda fjármögnun fyrirtækja helst auk þess hærra en í grunnspá. Innlendur efnahagsbati sem hófst síðla árs í fyrra gefur því eftir á ný. Við bætist bakslag í alþjóðlegum efnahagsbata og harðari hömlur á ferðalög milli landa. Það bitnar hvað harðast á innlendri ferðaþjónustu enda er gert ráð fyrir að framlengja þurfi sóttvarnaraðgerðir á landamærum sem gerir það að verkum að ferðamönnum fjölgar ekki að ráði fyrr en í lok þriðja ársfjórðungs og fjölgar

Mynd 2

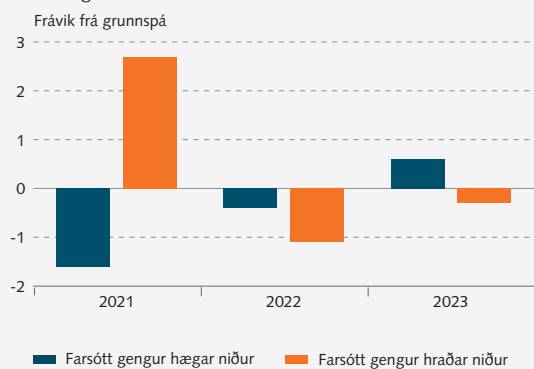
Fráviksdæmi



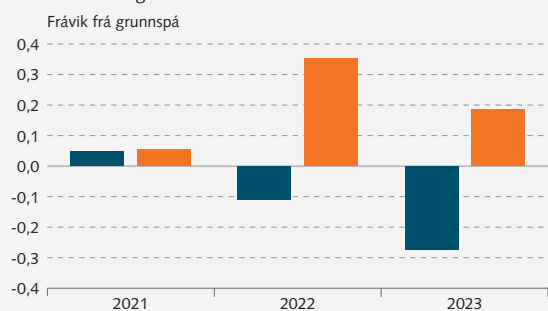
2b Einkaneysla



2c Hagvöxtur



2d Verðbólga



Heimild: Seðlabanki Íslands.

hægar fram á næsta ár. Það verður því ekki af þeim bata í sumar sem gert er ráð fyrir í grunnsþánni. Ferðamönnum fjölgar því nánast ekkert á milli ára í ár og þeim fjölgar hægar á næsta ári en í grunnsþánni. Útflutt þjónusta vex því um liðlega 8% í ár í stað tæplega 22% vaxtar í grunnsþánni og hægari efnahagsbati í helstu viðskiptalöndum gerir það að verkum að horfur um vöruútflutning versna einnig. Vöru- og þjónustuútflutningur í heild vex því um 5 prósentum minna en í grunnsþánni í ár en vöxturinn er svipaður á næstu tveimur árum (mynd 2a).¹

Lakari útflutningshorfur magna enn frekar upp neikvæð áhrif þrálátari farsóttar á innlenda atvinnu, tekjur og eftirspurn. Við bætist aukin svartsýni heimila sem veldur því að sparnaðarlutfall heimila helst um 1 prósentu af ráðstöfunartekjum hærra en í grunnsþánni fram á næsta ár (sjá nánar í rammagrein 1 í *Peningamálum 2020/4*). Áhættuálag á fjármögnun fyrirtækja helst jafnframt allt að 1 prósentu hærra en í grunnsþánni yfir sama tímabil.

1. Stuðst er við nýlegt mat Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á áhrifum mismunandi árangurs í viðureigninni við farsóttina á heimsbúskapinn. Sjá *World Economic Outlook*, kafli 1, apríl 2021.

Það að farsóttin reynist þrálátari veldur því einnig að gjaldþrot fyrirtækja verða víðtækari, fleira fólk hverfur af vinnumarkaði og atvinnuleysi hjaðnar hægar og framleiðni-vöxtur verður minni. Skaðleg áhrif á framleiðslugetu þjóðar-búsins verða því meiri (sjá rammagreinar 3 og 4).

Þótt innlendar hagstjórnaraðgerðir vegi á móti felur fráviksdæmið í sér að efnahagshorfur versna nokkuð frá því sem nú er spáð.² Einkaneysla eykst um 2½ prósentu minna í ár og ½ prósentu minna á næsta ári (mynd 2b). Hagvöxtur er 1½ prósentu minni í ár og ½ prósentu minni á næsta ári (mynd 2c). Landsframleiðslan er því 1½% undir því sem grunnspáin gerir ráð fyrir árið 2023 og nær framleiðslustigi ársins 2019 um ári seinna en nú er spáð (mynd 3).

Lakari ytri skilyrði og lægri vextir gera það að verkum að gengi krónunnar er lægra en í grunnspánni. Verðbólga í ár er hins vegar áþekkt því sem er í grunnspánni enda vega áhrif meiri slaka í þjóðarþúinu upp á móti áhrifum lægra gengis sem endurspeglast m.a. í meira atvinnuleysi og minni launahækkunum. Þegar kemur fram á næsta ár vega áhrif meiri slaka þyngra og verðbólga mælist minni en í grunnspá (mynd 2d).

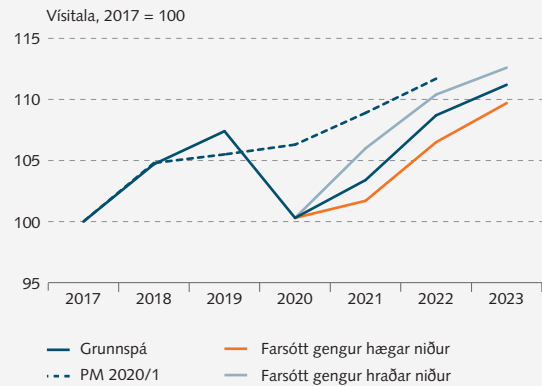
Efnahagsbatinn gæti orðið kröftugri ef farsóttin gengur hraðar niður

Í síðara fráviksdæminu er gert ráð fyrir að framleiðsla og dreifing bóluafna gangi hraðar fyrir sig og því gangi betur að ráða niðurlögum farsóttarinnar en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hér er gert ráð fyrir að víðtæk bólusetning náist fljótlega um allan hinn þróaða heim og í kjölfarið verði slakað tiltölulega hratt á sóttvörnum. Minni ótti almennings við farsóttina eykur vilja fólks til að fara um og ferðast. Eftirspurn í þjónustugreinum eykst því hratt og ferðapjónusta nær sér hraðar á strik en í grunnspánni. Aukin bjartsýni heimila veldur því að þau ganga meira á eigin sparnað og er sparnaðarhlutfall heimila orðið um 1 prósentu af ráðstöfunartekjum lægra en í grunnspá frá seinni hluta þessa árs. Áhættuálag á fjármögnun fyrirtækja er jafnframt allt að 1 prósentu lægra yfir sama tímabil. Innlend eftirspurn tekur því hraðar við sér og við bætist hraðari bati í helstu viðskiptalöndum. Gert er ráð fyrir að um 1 milljón farþega komi til landsins í ár og útflutt þjónusta eykst því um ríflega tvöfalt meira í ár og útflutningur í heild vex um 11 prósentum meira en í grunnspánni (mynd 2a).

Viðsnúningur einkaneyslu verður því töluvert kröftugri en í grunnspánni. Hún eykst um ríflega 2 prósentum meira

2. Gert er ráð fyrir að peningastefnan bregðist við með lægri vöxtum en í grunnspá í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans og að í opinberum fjármálum fái sjálfvirkir sveiflujafnarar að virka óhindrað. Hagstjórnaraðhaldið er með samsvarandi hætti þéttara í bjartsýnna fráviksdæminu.

Mynd 3
Verg landsframleiðsla samkvæmt ólíkum sviðsmyndum¹



1. VLF samkvæmt grunnspá Seðlabankans 2021-2023 og ólíkum forsendum um framgang COVID-19-farsóttarinnar.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í ár og lítilega meira á næsta ári (mynd 2b). Hagvöxtur er því 2,7 prósentum meiri í ár en nú er spáð eða tæplega 6% en grunnáhrif vegna mikils útflutningsvaxtar í ár gera það að verkum að hagvöxtur er minni en í grunnspá á næsta ári (mynd 2c). Hraðari viðsnúningur þjóðarbúsins veldur því jafnframt að truflanir á framboðshlið þjóðarbúsins verða ekki eins miklar og langvarandi skaði farsóttarinnar því minni. Landsframleiðslan nær því stigi sem hún var á árið 2019 heldur fyrr en í grunnspánni og er um 1½% meiri en þar er gert ráð fyrir árið 2023 (mynd 3).

Hraðari viðsnúningur þjóðarbúsins og hraðari hækkun vaxta til að tryggja að verðbólga haldist við markmið til meðallangs tíma styður við gengi krónunnar sem vegur á móti áhrifum þess að slakinn hverfur hraðar úr þjóðarbúinu en í grunnspánni. Þegar kemur fram á næsta ár þrýstir aukin innlend eftirspurn og hraðari hækkun launa verðbólgu hins vegar lítilega yfir það sem nú er spáð (mynd 2d).

Aðrir óvissuþættir

Fjöldi annarra þátta getur breytt efnahagshorfum ...

Efnahagshorfur næstu ára eru háðar fjölda annarra óvissuþátta. Óvissan lýtur ekki einungis að því hve lengi farsóttin muni vara og hver áhrif hennar verði á eftirspurn og hagvöxt í ár og á næsta ári heldur einnig að mögulegum áhrifum á hagvaxtar- og atvinnuhorfur til lengri tíma (sjá rammagrein 3 og 4). Breytingar á áformum í ríkisfjármálum í kjölfar komandi þingkosninga gætu einnig leitt til breytinga á efnahagshorfum. Hið sama á við ef snarpar breytingar verða á fjármálalegum skilyrðum, t.d. ef óvissa eykst enn meira sem leiðir til endurmats fjárfesta á áhættu og verðlagningu fjármálaafurða. Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur er auk þess mikil og hvort og hversu hratt alþjóðaviðskipti ná sér á strik eftir þann skaða sem viðskiptadeilur undanfarinna ára hafa valdið. Þá mun bati hagvaxtar á næstu misserum ráðast af því hversu hratt heimilin ganga á þann sparnað sem hefur byggst upp undanfarið (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum 2020/4*). Hagvaxtarhorfur munu einnig ráðast af því að hve miklu leyti aukinn útgjaldavilji heimila og fyrirtækja beinist að innlendri framleiðslu fremur en innfluttri vöru og þjónustu. Þá gæti farsóttin hraðað breytingum sem að einhverju leyti höfðu þegar hafist á sviði netverslunar og fjarvinnu og leitt til kerfisbreytinga í eftirspurn eftir ákveðnum tegundum íbúðar- og atvinnuhúsnaðis með viðtækum áhrifum á hlutfallslegt verð.

... og haft áhrif á þróun verðbólgu á spátímanum

Samkvæmt grunnspá veldur slakinn sem myndast hefur í þjóðarbúinu því að verðbólga hjaðnar er líður á árið og verð-

ur við markmið um mitt næsta ár. Farsóttin gerir það hins vegar að verkum að töluverð óvissa er bæði um verðbólguþróun næstu mánaða og til langs tíma lítið.

Faraldurinn hefur t.d. valdið því að óvenju erfitt er að meta framleiðslugetu þjóðarbúsins og þann slaka sem talinn er vera til staðar. Mat á undirliggjandi verðbólguþrýstingi er einnig erfitt þar sem farsóttin hefur haft mismunandi áhrif á einstakar atvinnugreinar og því orsakað miklar breytingar á hlutfallslegu verði (sjá umfjöllun í rammagrein 2 í *Peningamálum 2020/4*).

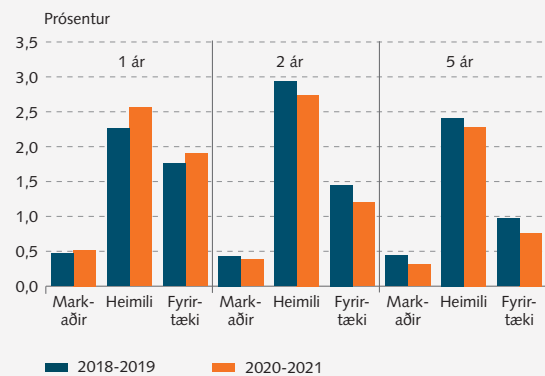
Þá hefur faraldurinn valdið víðtækum truflunum á framleiðslu, sett alþjóðlegar virðisikeðjur í uppnám og hamlað dreifingu vöru milli landa og innan þeirra. Framleiðslu- og flutningskostnaður hefur því hækkað töluvert undanfarið og langt umfram það sem áður var spáð (sjá kafla V). Mikil óvissa er um þróun þessara þátta á næstunni enda er þróunin undanfarið fordæmalaus. Ekki er því útilokað að áframhaldandi framboðstruflanir valdi meiri hækkun aðfangaverðs sem geri það að verkum að verðbólga verði þrálátari en grunnspáin gerir ráð fyrir. Þessa auknu óvissu um skammtímaverðbólguhorfur má glögglega sjá í könnunum á verðbólguvæntingum. Eins og sést á mynd 4 hefur dreifni eins árs verðbólguvæntinga aukist frá því að farsóttin skall á landinu, sérstaklega hjá heimilum en einnig hjá fyrirtækjum og markaðsaðilum. Dreifni verðbólguvæntinga til meðallangs og langs tíma hefur hins vegar haldið áfram að minnka.

Þróun verðbólgu á spátímanum mun einnig ráðast af gengi krónunnar. Samkvæmt grunnspá helst meðalgengi krónunnar tiltölulega stöðugt frá núverandi gildi út spátímann. Verðbólga gæti hins vegar hjaðnað hraðar ef gengið hækkar enn frekar – bæði með því að draga úr innfluttri verðbólgu og með því að beina stærri hluta útgjalda innlendra aðila út úr þjóðarbúinu og létta þannig á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti. Gefi gengi krónunnar hins vegar eftir á ný myndi það að öðru óbreyttu leiða til þess að verðbólga hjaðnar hægar en nú er spáð.

Grunnspáin gerir þar að auki ráð fyrir að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólgu-markmiðinu haldi þótt verðbólga hafi verið yfir markmiði undanfarið. Gefi kjölfestan hins vegar eftir gætu áhrif tímabundinna kostnaðarhækkana á verðbólgu orðið þrálátari en nú er spáð. Áhrif lækkunar gengis krónunnar í fyrra á verðbólgu gætu jafnframt orðið meiri og fjarað út hægar.

Framgangur farsóttarinnar og varanleiki nýlegs viðsnúnings í eftirspurn munu einnig vega þungt í þróun verðbólgu á spátímanum. Vari farsóttin lengur en gert er ráð fyrir í grunnspánni og verði bakslag í efnahagsbatanum, gæti verðbólga hjaðnað hraðar og orðið minni en spáð er. Slakinn í þjóðarbúinu gæti hins vegar verið ofmetinn ef neikvæð áhrif

Mynd 4
Dreifni verðbólguvæntinga¹

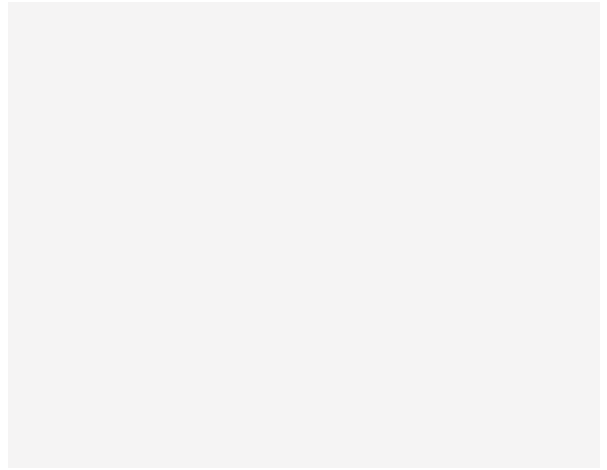


1. Staðalfrávik í svörum um verðbólguvæntingar til 1, 2 og 5 ára meðal markaðsaðila, heimila og fyrirtækja. Gögn fyrir árið 2021 ná til fyrsta fjórðungs ársins fyrir heimili og fyrirtæki en annars fjórðungs ársins fyrir markaðsaðila.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

farsóttarinnar á framleiðslugetu þjóðarbúsins eru meiri en gert er ráð fyrir. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur gæti því í raun verið meiri en áætlað er. Hið sama á við ef efnahagsbatinn reynist kröftugri sem veldur því að eftirspurnarþrýstingur á innlent verðlag verður meiri. Það gildir einnig ef umsvif á húsnæðismarkaði halda áfram að aukast með sama krafti og undanfarið.

Verðbólguhorfur eru því óvenju óvissar um þessar mundir og þótt verðbólga hafi að undanförmu reynst þrálátari en búist var við í febrúar og ýmsir óvissuþættir þar með raungerst eru áfram taldar meiri líkur á að grunnspáin vanmeti verðbólgu á næstunni en að hún ofmeti hana. ■



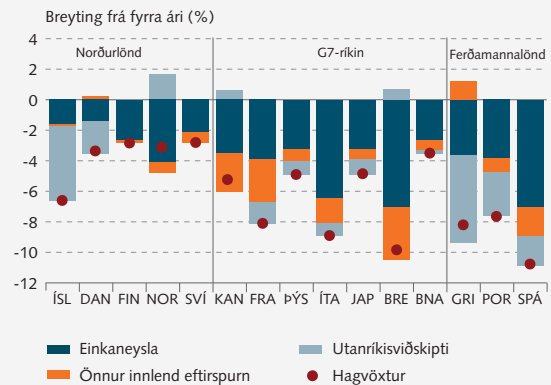
Efnahagssamdrátturinn í kjölfar farsóttarinnar

COVID-19-farsóttin sem tók að breiðast út um heimsbyggðina snemma á síðasta ári hefur haft gríðarlegar efnahagslegar afleiðingar í för með sér. Áætlað er að heimsframleiðslan hafi dregist saman um 3,3% í fyrra og landsframleiðsla í þróuðum ríkjum um 4,7%. Það er mesti efnahagssamdráttur sem mælst hefur frá lokum seinna stríðs. Samdrátturinn varð einkum á öðrum fjórðungi ársins þegar veigamikill hluti efnahagskerfis heimsins stöðvaðist um tíma. Stærð áfallsins var hins vegar afar mismunandi á meðal landa. Í helstu viðskiptalöndum Íslands drógust efnahagssumsvif að meðaltali saman um 5,2% í fyrra en mestur varð samdrátturinn á Spáni (10,8%), í Bretlandi (9,9%) og á Ítalíu (8,9%). Töluvert minni samdráttur mældist í Bandaríkjunum (3,5%) og á Norðurlöndunum (2,8% að meðaltali). Á Íslandi mældist samdrátturinn 6,6% í fyrra og var samsetning hans frábrugðin þeirri sem var í flestum öðrum iðnríkjum. Ekki þarf að koma á óvart að þessi munur endurspeglar að miklu leyti mikil áhrif farsóttarinnar á ferðaþjónustu sem vegur meira hér en í flestum öðrum þróuðum ríkjum.

Innlend eftirspurn dróst minna saman hér á landi en í flestum öðrum iðnríkjum ...

Eins og sjá má á mynd 1 skýrist efnahagssamdrátturinn í flestum iðnríkjum í fyrra af miklum samdrætti innlestrar eftirspurnar. Á það einkum við um einkaneyslu sem dróst saman um 13,5% að meðaltali milli ára á öðrum ársfjórðungi þegar fyrsta bylgja faraldursins reið yfir. Þrátt fyrir að mikill samdráttur einkaneyslu hafi einnig mælst hér á landi var hann minni en í flestum öðrum iðnríkjum (myndir 1 og 2). Nokkrir samverkandi þættir kunna að liggja að baki þessum mun. Þó vegur líklega þyngst hversu umfangsmiklum sóttvörnum stjórnvöld beittu til að hefta útbreiðslu farsóttarinnar. Eins og sést á mynd 3 var sterk fylgni milli breytinga í umfangi þeirra og neysluútgjalda heimila í fyrra: aukið umfang sóttvarna jók samdrátt einkaneyslu milli fjórðunga og meiri slökun ýtti undir bata einkaneyslu. Þá riðlaðist starfsemi fjölda fyrirtækja sakir sóttvarnaðgerða og fjárfestingarverkefni og -áform annaðhvort stöðvuðust eða það hægði verulega á þeim. Minni samdráttur innlestrar eftirspurnar hér á landi endurspeglar því líklega að miklu leyti að íslensk stjórnvöld þurftu ekki að grípa til jafn harðra og langvarandi sóttvarnaðgerða innanlands til að ná tókum á farsóttinni. Áhrif á neysluvilja og -möguleika heimila og starfsemi fyrirtækja voru því mildari en í öðrum ríkjum þar sem harðari aðgerðum var beitt eins og

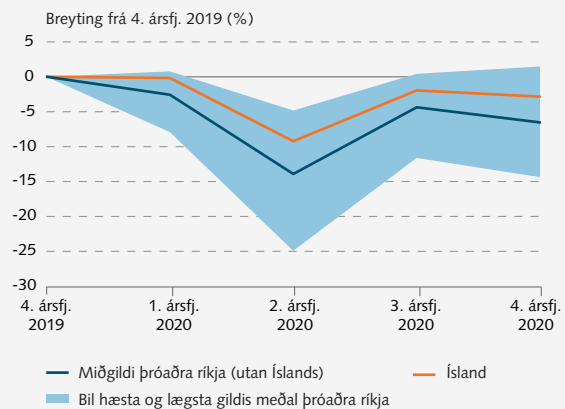
Mynd 1

Stærð og samsetning efnahagssamdráttar 2020¹

1. Framlag annarrar innlestrar eftirspurnar er samtala framlags samneyslu, fjármunamyndunar og birgðabreytinga, auk mögulegs skekkjuliðar þar sem samtala framlags undirlíða þarf ekki að vera jöfn hagvexti vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Tölur fyrir Noreg eru án vinnslu og flutnings á olu og gasi.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Noregsbanki, OECD.

Mynd 2

Þróun einkaneyslu í kjölfar faraldurs¹

1. Árstíðarleiðréttar magnvísitölur.

Heimild: OECD.

t.d. í Bretlandi og mörgum ríkjum evrusvæðis þar sem gripið var til útgöngubanns og skólum, verslunum og annarri þjónustustarfsemi var lokað í lengri tíma. Í því samhengi skiptir einnig máli hversu þungt útgjöld vegna þjónustu sem krefst nálægðar fólks vega í neyslu almennings og að hversu miklu leyti þau færðust yfir í aðra útgjaldaflökka. Persónubundnar sóttvarnir almennings vegna ótta um að smitast kunna jafnframt að hafa verið minni hér á landi í ljósi árangursins við að hefta farsóttina (einkum samanborið við þéttbýlli ríki sem reiða sig í meira mæli á almenningsgöngur). Vísbandingar um umferð renna stoðum undir það og benda m.a. til að ferðavilji hafi tekið hraðar við sér hér á landi þegar slakað var á sóttvörnum í fyrrasumar en í mörgum af helstu viðskiptalöndum okkar (sjá myndir 1 og 2 í viðauka 1).

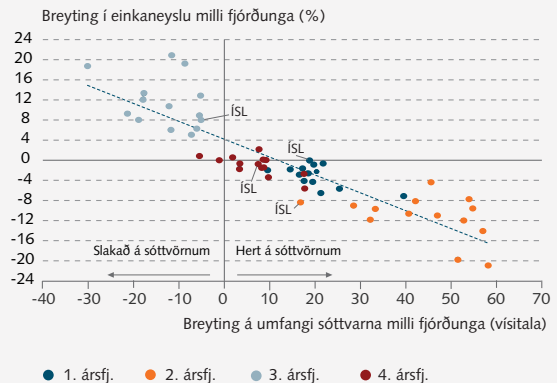
... en útflutningssamdrátturinn var sá mesti meðal OECD-ríkja og skýrir hann megnið af efnahagssamdrættinum

Meginskýringuna á því hvers vegna efnahagssumsvif drógust jafn mikið saman hér á landi í fyrra og raun ber vitni má rekja til verulegs samdráttar í útflutningi. Á það einkum við um útflutning tengdan ferðapjónustu enda hefur alþjóðlegt farþegaflug dregist verulega saman frá því að farsóttin skall á í ljósi mikilla ferðatakmarkana og landamæralokana um allan heim. Takmörk farsóttarinnar á alþjóðleg ferðalög höfðu meiri efnahagslegar afleiðingar hér á landi en í flestum öðrum iðnríkjum enda var vægi ferðapjónustu um tvöfalt meira fyrir kreppuna en að meðaltali í öðrum OECD-ríkjum (mynd 4).

Útflutt ferðapjónusta dróst saman um 76% í fyrra og þjónustuútflutningur í heild um 51%. Faraldurinn leiddi einnig til samdráttar í öðrum útflutningsgreinum. Útflutningur á vöru og þjónustu dróst því saman um ríflega 30% í fyrra sem er þrefalt meiri samdráttur en að meðaltali í öðrum OECD-ríkjum (mynd 5). Önnur ríki þar sem ferðamannaíðnaður vegur þungt í þjóðarþúskapnum urðu einnig fyrir miklum útflutningsskelli, einkum Grikkland, Spánn og Portúgal. Þrátt fyrir að samdráttur innflutnings hafi einnig verið meiri hér á landi en í öðrum ríkjum OECD eða um 22% var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt um sem nemur næstum 5 prósentum. Því má rekja um ¾ hluta efnahagssamdráttarins á Íslandi í fyrra til neikvæðs framlags utanríkisviðskipta. Samsetning samdráttar landsframléiðslu hér á landi var því með öðru móti en í flestum þróuðum ríkjum en áþekkt og í ríkjum sem reiða sig í miklum mæli á ferðapjónustu (mynd 1). ■

Mynd 3

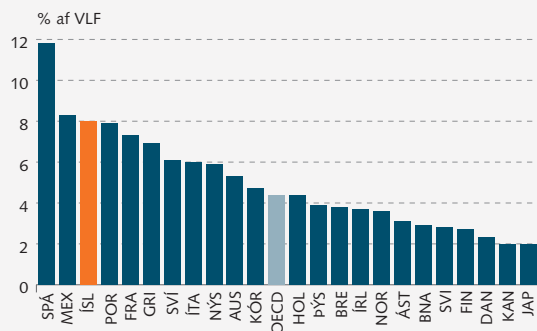
Einkaneysla og umfang sóttvarna 2020¹



1. Löndin eru Bandaríkin, Bretland, Danmörk, Finnland, Frakkland, Ísland, Ítalía, Japan, Noregur, Spánn, Sviss, Svíþjóð og Þýskaland. Umfang sóttvarna vegur saman ýmsa mælikvarða á hversu hart stjórnvöld ganga fram við að draga úr útbreiðslu COVID-19. Heimildir: OECD, Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

Mynd 4

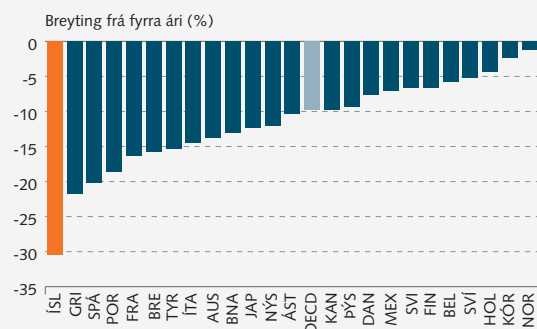
Vægi ferðapjónustu í VLF í ýmsum OECD-ríkjum¹



1. Vægi ferðapjónustu í VLF árið 2019 eða fyrri ár miðað við tiltek gögn. Vægi í heildarvinnsluvirði (e. gross value added) í stað VLF fyrir Bandaríkin, Bretland, Danmörk, Finnland, Grikkland, Holland, Kanada, Ítalíu, Mexíkó, Nýja-Sjáland, Portúgal, Sviss og Þýskaland. Tölur fyrir Spánn og Suður-Kóreu innihalda einnig afleiðð áhrif ferðapjónustugreina. Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD.

Mynd 5

Útflutningur á árinu 2020 í ýmsum OECD-ríkjum¹



1. Árstíðarleiddráttar magnvísitölur útflutnings vöru og þjónustu. Heimildir: OECD.

Af hverju hefur hagvaxtargeteta þjóðarbúsins minnkað?

Á undanförunum áratug hefur smám saman hægt á hagvexti og vexti framleiðni á Íslandi og í öðrum þróuðum ríkjum og vísbendingar eru um að framleiðnivöxtur verði áfram hægur í hinum iðnvædda heimi. Í þessari rammagrein er fjallað um þessa framvindu og af hverju búast megi við álíka þróun hér á landi. Sá hagvaxtarhraði sem hægt er að viðhalda með eðlilegri nýtingu framleiðslupáttanna hefur því verið færður niður úr 2¾% í 2¼% í grunnsþá bankans.

Hvað er framleiðslugeta þjóðarbúsins?

Með hugtakinu framleiðslugeta þjóðarbúsins er átt við það framleiðslustig (mælt með vergri landsframleiðslu) sem hægt er að ná með „eðlilegri“ nýtingu þeirra framleiðslupáttanna (eins og vinnuafls og fjármagns) sem þjóðarbúskapurinn hefur aðgang að. Ef nýting framleiðslupáttanna er umfram þessa eðlilegu nýtingu skapast umframeftirspurn eftir þeim og framleiðsluspenna myndast. Umframeftirspurnin þrýstir upp verði framleiðslupáttanna og leiðir að lokum til aukinnar verðbólgu. Séu framleiðslupættirnir hins vegar vannýttir myndast slaki í þjóðarbúinu og verð framleiðslupáttanna hækkar minna eða jafnvel lækkar.¹

Vöxtur framleiðslugetunnar segir því til um hversu hratt þjóðarbúið getur vaxið á án þess að of mikið verði lagt á framleiðslupættina. Mat á framleiðslugetu þjóðarbúsins og því hvort framleiðsluspenna eða -slaki er í þjóðarbúinu gegnir því lykilhlutverki við mat Seðlabankans á undirliggjandi verðbólguþrýstingi og mótun peningastefnunnar hverju sinni.

Hvað ákvarðar framleiðslugetu þjóðarbúsins?

Framleiðslugetan eykst að jafnaði yfir tíma þar sem fólki á vinnualdri fjölgar en fleiri vinnandi hendur gera það að verkum að unnt er að framleiða meira en áður. Framleiðslugetan eykst líka yfir tíma eftir því sem framleiðni vex en framleiðnivöxtur endurspeglar hve mikið hægt er að auka framleiðsluna með óbreyttum framleiðsluaðföngum.² Þetta má sjá með því að skilgreina framleiðni vinnuafls sem landsframleiðslu

1. Framleiðslugetuna er ekki hægt að mæla beint eins og t.d. landsframleiðsluna og því þarf að meta hana með haglíkönum. Við mat á framleiðslugetu íslensks þjóðarbús horfir Seðlabankinn til fjölda vísbendinga og byggir endanlegt mat á ýmsum tölfræðiaðferðum (sjá t.d. rammagrein IV-1 í *Peningamállum* 2011/4 og rammagrein 3 í *Peningamállum* 2018/2).

2. Sveiflur í nýtingarhlutfalli framleiðsluaðfanga geta einnig orsakað sveiflur í framleiðslugetu. Áætlað er t.d. að hún hafi minnkað í kjölfar fjármálakreppunnar fyrir liðlega áratug þegar vinnuafli flutti af landi brott, framleiðslutæki voru seld úr landi og jafnvægisatvinnuleysi jókst. Sjá umfjöllun í rammagrein IV-1 í *Peningamállum* 2011/2.

á hverja vinnustund, þ.e. $Q = Y/N$ þar sem Q er framleiðni vinnuaflds, Y er landsframleiðslan og N er heildarvinnustundir eða vinnumagnið (þ.e. margfeldi fjölda þeirra sem eru við vinnu og meðalvinnutíma þeirra). Ef lágstafir tákna lógaríþma og Δ ársbreytingu, má lýsa hagvaxtargetu þjóðarbúsins, Δy , sem samtölu framleiðnivaxtar, Δq , og vaxtar vinnumagnsins, Δn :

$$(1) \Delta y = \Delta q + \Delta n$$

Út frá jöfnu (1) sést að lykildrífkraftur hagvaxtar til langs tíma, og þar með almennra lífskjara, er framleiðnivöxtur. Til að skilja betur hvaða þættir ákvarða þróun framleiðnivaxtar er hægt að nýta einfalt framleiðslufall eins og Cobb-Douglas-framleiðslufall þjóðhagslíkans Seðlabankans. Samkvæmt því eru framleiðsluaðföngin vinnumagn (N) og fjármagn (K) notuð í föstum hlutföllum (β og $1-\beta$) til að búa til heildarframleiðslu þjóðarbúsins (Y):

$$(2) Y = AN^\beta K^{1-\beta}$$

Til viðbótar er hægt að auka framleiðsluna með því að auka skilvirkni í framleiðslunni sem lýst er með því sem kallað er fjölþáttaframleiðni (e. total factor productivity, A).³

Út frá framleiðslufallinu má sjá að framleiðnivöxtur ákvarðast af tveimur þáttum, þ.e. vexti fjölþáttaframleiðni, Δa , og vexti fjármagnsstofnsins á vinnustund, $\Delta(k - n)$, eða því sem oft er nefnt fjármagnsdýpt (e. capital deepening):

$$(3) \Delta q = \Delta a + (1 - \beta)\Delta(k - n)$$

Framleiðni vinnuafldsins má því auka með því að fjárfesta í fastafjármunum (eins og verksmiðjum, tækjum og tólum) sem auka afköst vinnuafldsins og með því að samnýta betur það vinnuafld og framleiðslutæki sem fyrir eru. Það getur t.d. gerst í gegnum rannsóknar- og þróunarstarfsemi fyrirtækja sem leiðir til tækniframfara og hagræðingar í framleiðslustarfseminni. Það sama gerist eftir því sem þekking og sérhæfing vinnuafldsins eykst. Betri innviðir stuðla einnig að aukinni framleiðslugetu, hvort sem það er vega- og breiðbandskerfið eða heilbrigðis- og menntakerfið. Allir þessir þættir auka þekkingu, aðlögun og afkastagetu vinnuafldsins og draga úr kostnaði við flutninga og við að eiga viðskipti. Að lokum getur aukin samkeppni hvatt til nýjunga og tækniframfara. Sama á við um viðskipti milli landa sem auka hagkvæmni í nýtingu framleiðsluþáttanna og eru mikilvægur

3. Fjölþáttaframleiðnin er ekki mæld beint heldur reiknuð sem afgangslíður út frá framleiðslufallinu, $A = Y/(N^\beta K^{1-\beta})$, og oft kölluð Solow-afgangurinn (e. Solow residual).

farvegur fyrir flæði nýrrar tækni og þekkingar heimshorna á milli.

Hægt hefur á hagvexti samhliða því að dregið hefur úr framleiðnivexti

Mynd 1 sýnir hvernig hægt hefur smám saman á hagvexti á Íslandi á undanfönum fjórum áratugum. Framan af tímabilinu var tuttugu ára meðalhagvöxtur um 5% á ári en undir lok síðustu aldar hafði hann minnkað í tæplega 3%. Efnahagsumsvif á þessari öld hafa einkenst af miklum umbrotum með kröftugri uppsveiflu um miðjan fyrsta áratug aldarinnar og aftur um miðjan annan áratug aldarinnar. Þeim hafa síðan fylgt djúp samdráttarskeið, fyrst í kjölfar fjármálakreppunnar og síðan í kjölfar COVID-19-farsóttarinnar. Meðalhagvöxtur undanfarinna tuttugu ára hefur því minnkað enn frekar og verið 2½% á ári.

Á sama tíma hefur leitnivöxtur mannfjölda verið tiltölulega stöðugur í um 1% á ári fyrir utan tímabundna aukningu í kringum uppsveiflurnar tvær þegar aðflutningur vinnuafis jókst. Hagvöxtur á mann hefur því þróast með áþekktum hætti og hagvöxtur í heild og minnkað úr um 2% á ári undir lok síðustu aldar í um 1¼% undanfarin tuttugu ár.

Út frá mynd 1 má ætla að heldur hafi hægt á langtímameðalhagvexti. Það er einnig í samræmi við mat á vexti framleiðslugetu út frá þjóðhagslíkani Seðlabankans. Eins og sést á mynd 2 hefur árlegur meðalvöxtur framleiðslugetu þjóðarþúsins minnkað úr um 3% á ári á tímabilinu 1991-2010 í 2,6% undanfarin tíu ár. Umskiptin í framleiðnivexti eru enn meiri: á fyrra tímabilinu jókst framleiðni vinnuafis að meðaltali um 1,8% á ári en á síðustu tíu árum hefur framleiðnivöxtur verið næstum helmingi minni eða einungis 1%.

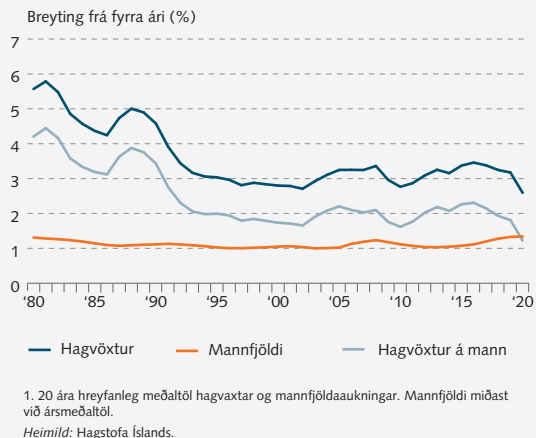
Sambærileg þróun í öðrum iðnríkjum

Þetta er áþekkt þróuninni í öðrum þróuðum ríkjum (mynd 3).⁴ Langtímameðaltal framleiðnivaxtar var yfir 3% á ári fram undir lok níunda áratugar síðustu aldar en minnkaði smám saman í um 2% undir lok aldarinnar þar sem hann hélst fram á miðjan fyrsta áratug þessarar aldar. Frá þeim tíma hefur framleiðnivöxtur minnkað enn frekar og var kominn í um 1% á ári undir lok annars áratugar aldarinnar.

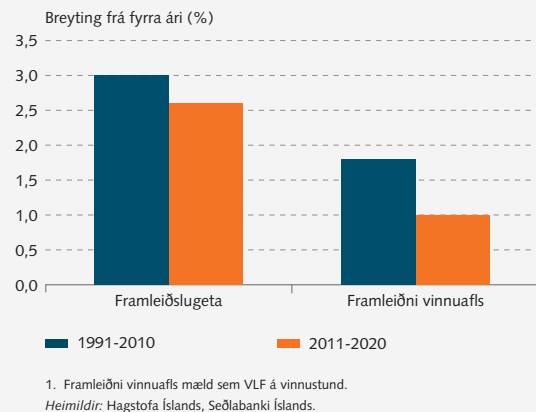
Framleiðnivöxtur hefur því verið um helmingi minni að meðaltali undanfarinn áratug en áratugin tva þar á undan (mynd 4) – hvort sem litið er til Íslands eða annarra iðnríkja (bæði miðað við meðaltal þeirra og þeirra fimm sem náð hafa mestum árangri). Meðalhagvöxtur hefur jafnvel minnkað enn

4. Ríkin eru Austurríki, Ástralía, Bandaríkin, Belgía, Bretland, Danmörk, Finnland, Frakkland, Grikkland, Holland, Írland, Ísrael, Ítalía, Japan, Kanada, Lúxemborg, Noregur, Nýja-Sjáland, Portúgal, Spánn, Suður-Kórea, Sviss, Svíþjóð og Þýskaland.

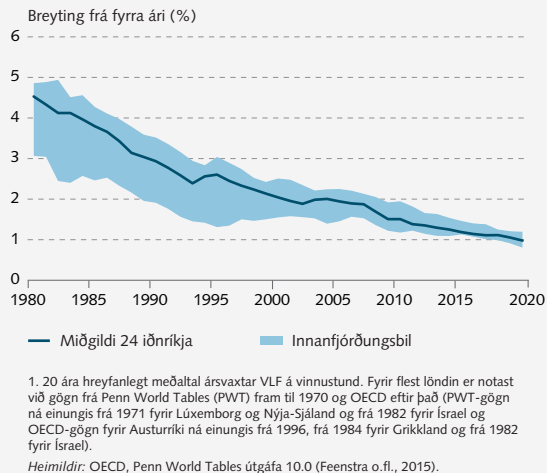
Mynd 1
Langtímaleitni hagvaxtar og fólksfjölunar
1980-2020¹



Mynd 2
Framleiðslugeta þjóðarþúsins og framleiðni vinnuafis¹



Mynd 3
Framleiðni vinnuafis í iðnríkjum 1980-2020¹



meira enda bætist hægari fjölgun fólks á vinnualdri við minni framleiðnivöxt. Þetta á hins vegar síður við hér á landi sem endurspeglar bæði að þjóðin er enn tiltölulega ung og að fólki af erlendu bergi brotnu hefur fjölgað mikið undanfarin ár.

Af hverju hefur hægt á framleiðnivexti í iðnríkjum?

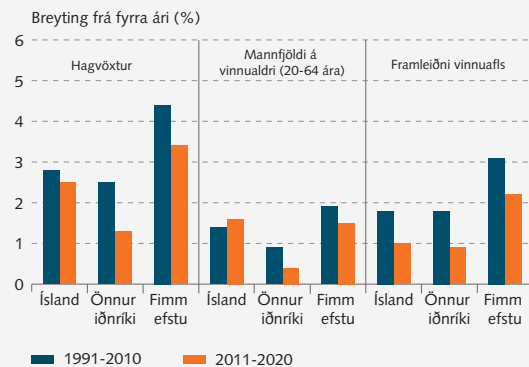
Eins og sjá má á jöfnu (3) gæti tvennt skýrt almennt minnkandi framleiðnivöxt í þróuðum ríkjum. Annars vegar gæti hafa hægt á vexti fjölþáttaframleiðni, þ.e. fyrirtæki ná ekki að bæta samnýtingu vinnuafis og fjármagns með sama hraða og áður. Hin skýringin gæti verið sú að hægt hafi á vexti fjármagnsstofns á vinnustund, þ.e. að hægt hafi á fjárfestingu í framleiðslutækjum og nýrri tækni.

Mynd 5 sýnir að nokkuð hefur dregið úr vexti fjölþáttaframleiðni í iðnríkjum: undanfarin tíu ár hefur hún að meðaltali aukist um 0,3% á ári en áratugina tvo þar á undan jókst hún að meðaltali um 0,8% á ári. Svipaða þróun má sjá hjá þeim fimm ríkjum þar sem fjölþáttaframleiðni hefur aukist hvað mest. Talið er að þessi viðsnúningur í vexti fjölþáttaframleiðni hafi byrjað um miðjan fyrsta áratug þessarar aldar og megi m.a. rekja til þess að hægt hafi á tækniframförum í þeim fyrirtækjum og ríkjum sem fremst standa í nýsköpun og þekkingaröflun (þ.e. eru á því sem kallað er þekkingarjaðrinum) og að innleiðing nýrrar þekkingar meðal þeirra sem á eftir fylgja sé tregari en áður (nánari umfjöllun má t.d. finna í Fernald, 2014, og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2018).

Eins og mynd 5 sýnir hefur einnig hægt á vexti fjármagnsstofns á vinnustund. Undanfarin tíu ár hefur vöxturinn verið ríflega 2 prósentum minni á ári en áratugina tvo á undan, hvort sem lítið er til meðaltals iðnríkja eða þeirra fimm þar sem vöxturinn hefur verið mestur. Þar vegur þungt hversu hægt fjármunamyndun náði sér á strik í kjölfar fjármálakreppunnar fyrir liðlega áratug en laskaðir efnahagsreikningar fyrirtækja, mikil skuldsetning þeirra og ríkissjóða fjölda iðnríkja ásamt veikri eftirspurn drógu mjög úr fjárfestingargetu og -vilja þeirra. Þetta sést á mynd 6 sem sýnir að fjármunamyndun í þróuðum ríkjum hefur verið ríflega 1 prósentu af landsframleiðslu minni að meðaltali undanfarin tíu ár en hún var að meðaltali áratugina tvo á undan.

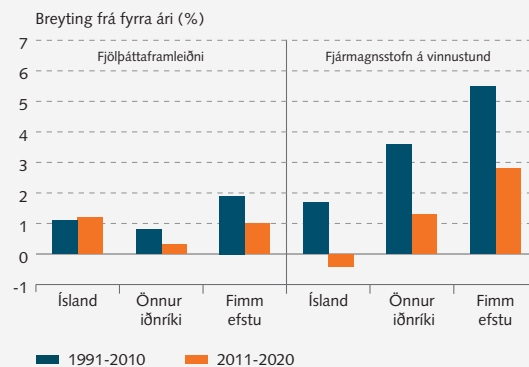
Þótt dregið hafi úr vexti framleiðni vinnuafis hér á landi eins og í öðrum iðnríkjum hefur samsetning viðsnúningsins verið önnur. Vöxtur fjölþáttaframleiðni hefur ekki gefið eftir heldur haldist í liðlega 1% árlegum vexti en í stað tæplega 2% árlegs vaxtar fjármagnsstofns á vinnustund árin 1991-2010 hefur hann dregist saman um 0,4% á ári að meðaltali undanfarin tíu ár. Hér hefur fjármunamyndun einnig verið hægari undanfarin tíu ár (mynd 6) en við bætist að efnahagsuppsveiflan eftir fjármálakreppuna byggðist að miklu leyti á hröðum vexti í ferðaþjónustu sem er tiltölulega vinnuafisfrek

Mynd 4
Hagvöxtur, fólksfjölgun og framleiðni¹



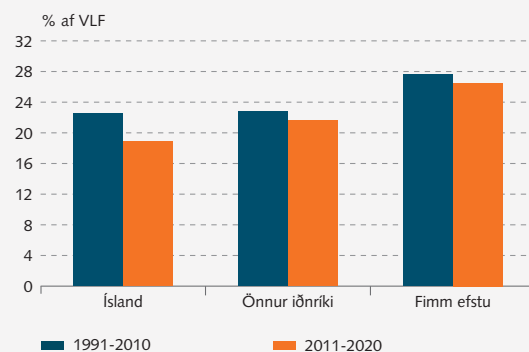
1. Samanburður meðalvaxtar á Íslandi og meðaltals 24 annarra iðnríkja og fimm þeirra þar sem vöxturinn var mestur á viðkomandi tímabili. Framleiðni vinnuafis mæld sem VLF á vinnustund.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Fjölþáttaframleiðni og fjármagnsstofn á vinnustund¹



1. Samanburður meðalvaxtar á Íslandi og meðaltals 24 annarra iðnríkja og fimm þeirra þar sem vöxturinn var mestur á viðkomandi tímabili. Fjölþáttaframleiðni er metin út frá framleiðslufalli þjóðhagslíkans Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Fjármunamyndun¹



1. Samanburður á fjárfestingarútgjöldum á Íslandi og meðaltali 24 annarra iðnríkja og fimm þeirra þar sem útgjöldin eru hlutfallslega mest á viðkomandi tímabili.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD.

atvinnugrein og kallar því á hlutfallslega lítið fjármagn við framleiðsluna. Starfandi fólki hefur því fjölgað nokkuð og fjármagnsstofninn á vinnustund því dregist saman.

Líklegt að framleiðnivöxtur í heiminum haldist áfram lítill á næstu árum

Þótt rekja megi hægari vöxt framleiðslugetu í hinum iðnvædda heimi að einhverju leyti til langvarandi áhrifa fjármálakreppunnar fyrir ríflega áratug eru orsakirnar fleiri enda var þegar tekið að hægja á vextinum áður en kreppan skall á. Orsakirnar eru heldur ekki einungis hagsveiflutengdar heldur virðist einnig mega rekja þróunina til kerfislægra þátta sem hafa langvarandi áhrif. Þannig er t.d. líklegt að áfram dragi úr fjölgun fólks á vinnualdri í þróuðum ríkjum og í sumum þeirra er því þegar tekið að fækka. Þá er hætt við að neikvæðra áhrifa COVID-19-farsóttarinnar á hagvaxtargetu iðnríkja muni gæta um nokkra hríð. Fyrri reynsla af efnahagskreppum gefur tilefni til að ætla að áhrifin á atvinnuleysi og atvinnuþátttöku geti orðið langvinn og gjaldþrot og fjárhagsvandræði fyrirtækja gætu valdið því að áhrif farsóttarinnar á fjárfestingu og þróunarvinnu fyrirtækja verði langvarandi (sjá einnig rammagrein 4). Áhrifin gætu orðið meiri en í fyrri kreppum ef fyrirtæki og þjónustugeirar sem krefjast mikillar náandar milli fólks dragast t.d. varanlega saman en á móti gætu smitáhrif yfir í aðra geira verið minni en ef um væri að ræða framleiðslufyrirtæki í þéttriðnum alþjóðlegum virðiskeðjum (e. global value chains) (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2021).

Flestar rannsóknir benda því til þess að hagvaxtargeta þróaðra ríkja verði áfram nokkru minni en hún var í byrjun aldarinnar. Niðurstöður Celic o.fl. (2020) benda t.d. til þess að hagvaxtargeta iðnríkja hafi minnkað um ½ prósentu og sé nú að meðaltali um 1½% á ári (sjá einnig Reifschneider o.fl., 2015, og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2021).⁵

Engin augljós ástæða fyrir því að Ísland verði undanskilið: nýsköpun er t.d. ekki meiri hér en í öðrum iðnríkjum ...

Erfitt er að sjá að þróunin hér á landi verði með einhverjum öðrum hætti. Með hægari fjármunamyndun hefur t.d. hægt á einum helsta aflvaka framleiðnivaxtar og eru fjárfestingar-útgjöld nú nokkru minni hlutfallslega en í öðrum iðnríkjum (mynd 6). Samanburður á útgjöldum til rannsóknar- og þróunarstarfsemi gefur heldur ekki tilefni til að ætla að þróun framleiðnivaxtar á næstu árum verði hagfelldari hér á landi en í öðrum iðnríkjum (mynd 7). Þótt þessi útgjöld séu áþekkt

5. Þótt áhrif stafrænu byltingarinnar sem enn er í gangi sjáist ekki með skýrum hætti í framleiðnitölum gæti hún hins vegar falið í sér von um kröftugri framleiðnivöxt þegar betur hefur tekist að virkja hana í starfsemi fyrirtækja.

sem hlutfall af landsframleiðslu og að meðaltali í öðrum iðnríkjum, hefur hlutfallið ekki hækkað undanfarinn áratug eins og í öðrum þróuðum ríkjum auk þess sem það er töluvert lægra en í þeim fimm ríkjum sem mestu eyða í rannsóknar- og þróunarstarfsemi.

Útgjöld til rannsóknar- og þróunarstarfsemi eru ekki gallalaus mælikvarði á nýsköpun og framþróun þar sem þau mæla eingöngu það sem lagt er til þessarar starfsemi en ekki árangurinn. Önnur algeng leið til að skoða umfang nýsköpunar og framþróunar er því að skoða fjölda einkaleyfisumsókna en fjöldi þeirra ætti að endurspeglar tíðni nýrra uppfinninga sem stuðla að nýsköpun og aukinni framleiðni. En einnig á þennan mælikvarða er fát sem gefur tilefni til að ætla að framleiðnivöxtur hér á landi fari varhluta af þeirri alþjóðlegu þróun sem lýst er hér að framan (mynd 8).

... Ísland er ekki opnara fyrir alþjóðaviðskiptum og erlendri fjárfestingu ...

Hægt er að auka framleiðni með því að flytja inn þekkingu frá öðrum löndum, hvort sem það er í formi nýrrar tækni eða nýrra aðferða í stjórnun og framleiðslu. Rannsóknir sýna að flæði alþjóðlegrar þekkingar og tækni á sér fyrst og fremst stað með alþjóðaviðskiptum og erlendri fjárfestingu í innlendum atvinnurekstri (sjá t.d. Keller, 2010). Þá hafa aukin umsvif alþjóðlegra virðisdeðja orðið æ mikilvægari farvegur flæðis þekkingar milli landa enda eru stór alþjóðafyrirtæki gjarnan framarlega á þekkingarjaðrinum og þekking þeirra miðlast áfram til innlendra þátttakenda í virðisdeðjunni (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2018).

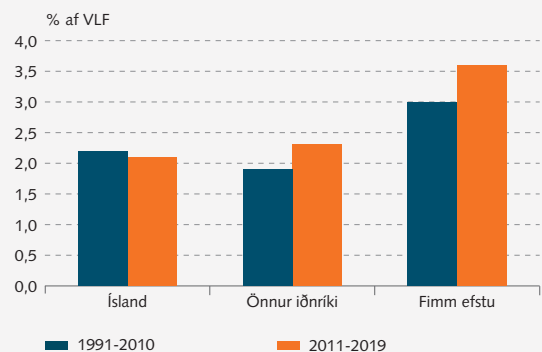
Ekki er heldur að sjá að Ísland hafi forskot á önnur þróuð ríki hvað þetta varðar (mynd 9): umfang alþjóðaviðskipta er lítillega minna en að meðaltali í öðrum iðnríkjum og töluvert minna en í þeim fimm ríkjum þar sem alþjóðaviðskipti vega hvað þungast. Bein erlend fjárfesting inn í landið er jafnframt minni hér á landi en í öðrum iðnríkjum enda sætir hún viðtækari hindrunum en almennt þekkist á meðal þeirra.⁶ Opnanleiki íslensks þjóðarbúskapar fyrir viðskiptum og beinni erlendri fjárfestingu virðist því ekki gefa tilefni til að vænta þess að framleiðniþróun hér á landi verði mjög frábrugðin þróuninni hjá öðrum iðnríkjum.

... og samkeppnishömlur eru meiri hér en almennt í öðrum iðnríkjum

Aukin samkeppni og gott aðgengi nýrra fyrirtækja á markaði geta einnig verið mikilvægir aflvakar nýjunga og framþróunar.

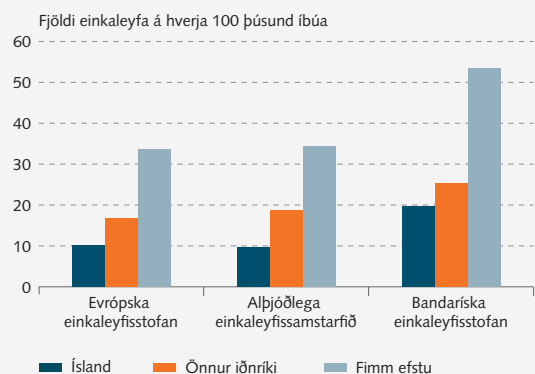
6. Íslensk fyrirtæki virðast jafnframt standa að nokkru leyti utan nets alþjóðlegra virðisdeðja enda sterk fylgni milli þátttöku í alþjóðlegum virðisdeðjum og umfangs beinnar erlendra fjárfestingar inn í landið (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2018).

Mynd 7
Útgjöld til rannsóknar- og þróunarstarfsemi¹



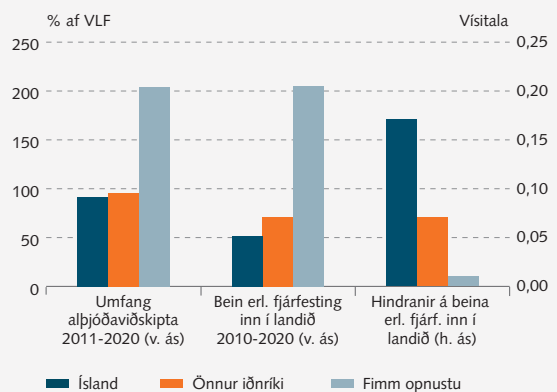
1. Samanburður á útgjöldum til þróunar- og rannsóknarstarfsemi á Íslandi og meðaltali 24 annarra iðnríkja og fimm þeirra þar sem útgjöldin eru hlutfallslega mest á viðkomandi tímabili.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD.

Mynd 8
Fjöldi einkaleyfisumsókna árið 2017¹



1. Fjöldi umsókna um einkaleyfi hjá evrópsku einkaleyfisstofunni (EPO), bandarísku einkaleyfisstofunni (USPTO) og samkvæmt alþjóðlega einkaleyfissamstarfinu (PCT).
Heimild: OECD.

Mynd 9
Umfang alþjóðaviðskipta og erlendra fjárfestingar¹



1. Umfang alþjóðaviðskipta reiknað sem hlutfall út- og innflutnings og VLF. Hindranir á beina erlenda fjárfestingu inn í landið mældar með FDI Restrictiveness-vísitölu OECD fyrir árið 2019. Vísitalan er því hærri sem hindranir eru viðtækari og fer hæst í gildið 1. Samanburður á Íslandi og meðaltali 24 annarra iðnríkja og fimm þeirra sem eru mest opin fyrir alþjóðaviðskiptum og beinni erlendri fjárfestingu.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD.

Við slíkar aðstæður ættu fyrirtæki sem fyrir eru á markaði að hafa meiri hvata en ella til að fjárfesta í nýjungum til að viðhalda samkeppnisforskoti. Þá getur greiður aðgangur nýrra fyrirtækja að mörkuðum einnig verið mikilvægur farvegur nýrrar þekkingar inn á markað og á milli landa (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2018). Lönd þar sem lítið er um aðgangshömlur og tiltölulega auðvelt að hefja atvinnurekstur ættu samkvæmt þessu að geta viðhaldið meiri framleiðnivexti með eigin nýsköpun eða með innflæði nýrrar þekkingar frá öðrum löndum. Ísland kemur hins vegar ekkert sérlega vel út hvað þetta varðar. Samkeppnis- og aðgangshömlur inn á markaði eru hlutfallslega meiri hér en í öðrum iðnríkjum (mynd 10). Til dæmis er flóknara að hefja atvinnurekstur hér á landi en að jafnaði í öðrum iðnríkjum og samkeppnishamlandi reglur eru meiri á ýmsum þjónustumörkuðum. Á þennan mælikvarða er því ekki heldur að sjá að framleiðniþróunin hér á landi verði hafgfeldari en gert er ráð fyrir í öðrum þróuðum ríkjum.

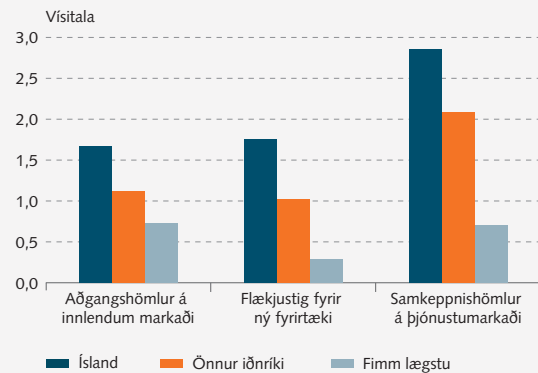
Samantekt

Hægt hefur á framleiðnivexti í öllum helstu iðnríkjum á undanförunum áratugum og líklegt er að svo verði áfram á næstu árum. Ísland hefur ekki farið varhluta af þessari framvindu og hefur árlegur vöxtur framleiðni vinnuafis verið um 1 prósentu minni á undanförunum tíu árum en áratugina tvo þar á undan. Hagvaxtargeta þjóðarþúsins, þ.e. sá hagvöxtur sem hægt er að viðhalda með eðlilegri nýtingu framleiðslu-aðfanga, hefur því líklega minnkað. Hún er nú talin vera um 2¼% á ári en var áður talin vera ½ prósentu meiri eða 2¾%. ■

Heimildir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2018). Is productivity growth shared in a globalized economy? International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, kafli 4, apríl 2018.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2021). After-effects of the COVID-19 pandemic: Prospects for medium-term economic damage. International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, kafli 2, apríl 2021.
- Celic, S. K., M. A. Kose og F. Ohnsorge (2020). Subdued potential growth: Sources and remedies. Í bókinni *Growth in a Time of Change* (ritstj. H-W. Kim og Z. Qureshi). Washington, DC.: Brookings Institution Press.
- Feenstra, R. C., R. Inklaar og M. P. Timmer (2015). The next generation of the Penn World Table. *American Economic Review*, 105, 3150-3182. Gögn aðgengileg: www.ggd.net/pwt.
- Fernald, J. G., (2014). Productivity and potential output before, during, and after the Great Recession. *NBER Macroeconomics Annual*, 29, 1-51.

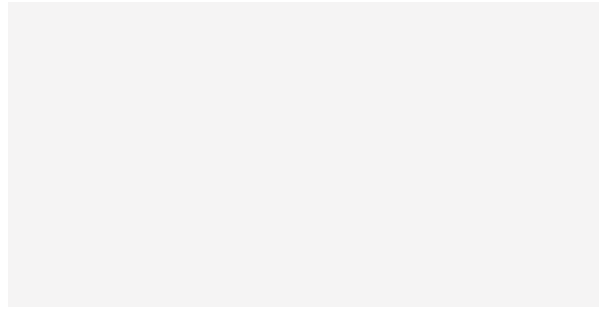
Mynd 10
Reglubyrði á innlendum afurðamörkuðum¹



1. Visitölur á bilinu 0-6 (hærrí gildi tákna umfangsmeiri hömlur). Samanburður á Íslandi og meðaltali 24 annarra iðnríkja og fimm þeirra sem hafa minnstar hömlur og reglubyrði. Mælingar fyrir árið 2018.
Heimild: OECD.

Keller, W., (2010). International trade, foreign direct investment, and technology spillovers. Í bókinni *Handbook of the Economics of Innovation*, Vol. 2 (ritstj. B. H. Hall og N. Rosenberg). Amsterdam: Elsevier.

Reifschneider, D., W. Wascher og D. Wilcox (2015). Aggregate supply in the United States: Recent developments and implications for the conduct of monetary policy. *IMF Economic Review*, 63, 71-109.



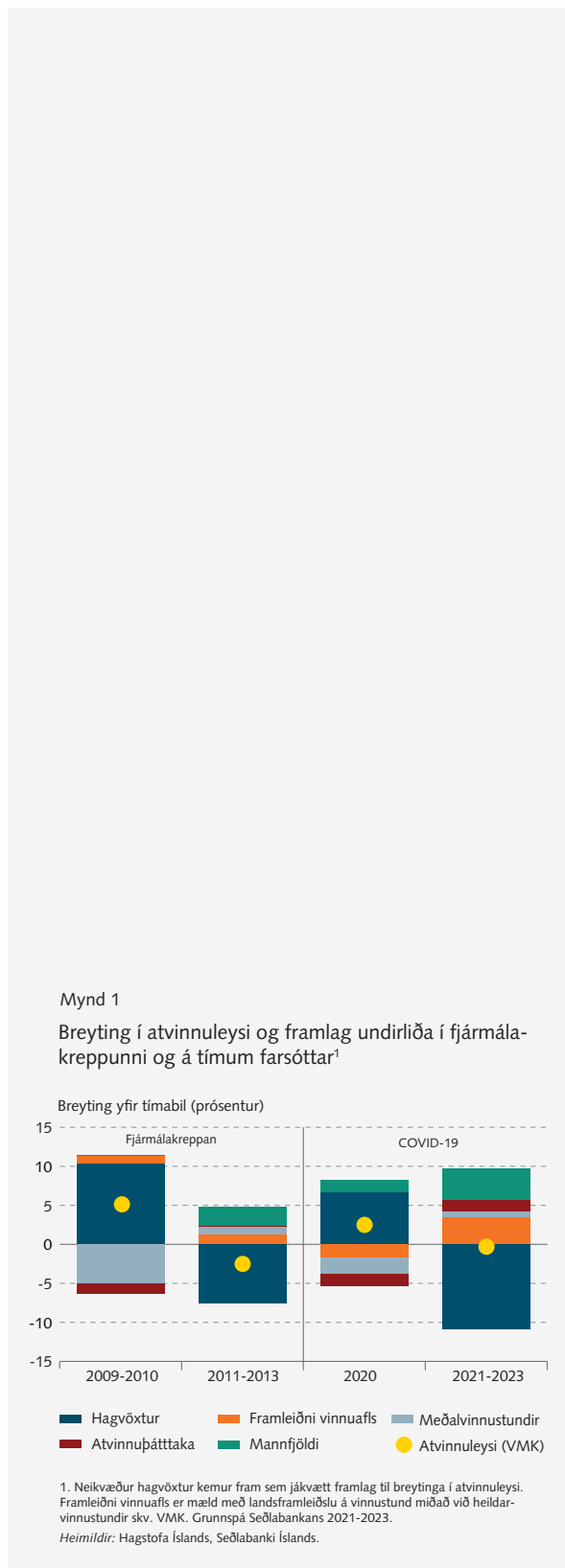
Hversu hratt mun atvinnuleysi minnka samhliða bata í þjóðarbúskapnum?

Heimsfaraldur COVID-19 barst til landsins snemma á síðasta ári og olli miklum efnahagslegum búsifjum. Mikill samdráttur varð í ferðaþjónustu, stærstu útflutningsgrein þjóðarbúsins, og undir lok ársins hafði nær helmingur starfa í greininni tapast. Skráð almennt atvinnuleysi (án fólks á hlutabótum) ríflega tvöfaldaðist á tæpu ári. Árstíðarleiddrétt mældist það 11,5% í janúar á þessu ári og hefur aldrei mælst meira. Síðan þá hefur atvinnuleysi minnkað lítillega og gerir grunnsþá bankans ráð fyrir að sú þróun haldi áfram út spátímann (sjá kafla IV). Komist ferðaþjónustan hratt af stað og hafi framleiðslugeta þjóðarbúsins ekki beðið teljandi skaða vegna farsóttarinnar gæti batinn hins vegar orðið snarpur. Atvinnuleysi gæti því minnkað nokkuð hratt en aðrir þættir geta þó vegið á móti. Í þessari rammagrein er reynt að varpa ljósi á þá þætti sem liggja til grundvallar spá bankans fyrir atvinnuleysi ásamt helstu óvissuþáttum.

Ólík þróun atvinnuleysis nú og í kjölfar fjármálakreppunnar

Niðurstöður Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands (VMK) og þjóðhagsreikninga gera það mögulegt að sundurliða breytingu í atvinnuleysi í framlag hagvaxtar, framleiðni vinnuafis, meðalvinnustunda, atvinnuþátttöku og mannfjölda.¹ Mynd 1 sýnir þessa sundurliðun fyrir árið í fyrra og batann í ár og á næstu tveimur árum samkvæmt grunnsþánni. Þá sýnir myndin til samanburðar samdráttarskeiðið í kjölfar fjármálakreppunnar fyrir liðlega áratug þegar landsframleiðslan dróst saman tvö ár í röð (árin 2009 og 2010), og batann næstu þrjú ár þar á eftir (árin 2011-2013). Sjá má að ástæður aukins atvinnuleysis í kjölfar farsóttarinnar voru að einhverju leyti aðrar en voru í kjölfar fjármálakreppunnar. Atvinnuleit var erfiðari í kjölfar farsóttarinnar en á hefðbundnum samdráttarskeiðum og ótti við smit dró enn frekar úr vilja fólks til að hefja atvinnuleit. Atvinnuþátttaka minnkaði því meira í fyrra en í kjölfar fjármálakreppunnar þótt samdráttur landsframleiðslunnar hafi verið töluvert meiri þá. Athygli vekur að framleiðni vinnuafis jókst um nærri 1% í efnahagssamdrættinum í kjölfar fjármálakreppunnar en á núverandi samdráttarskeiði er samdráttur hennar næstum tvöfalt meiri. Að hluta til felst skýringin í því að hlutfallsleg fækkun meðalvinnustunda var rúmlega helmingi minni í fyrra samanborið við samdráttarskeiðið í kjölfar fjármálakreppunnar en svipaða sögu má segja af fjölda starfandi fólks sem endurspeglar að

1. Nánar er fjallað um þessa sundurliðun á atvinnuleysi í rammagrein VI-1 í *Peningamálum* 2012/4.



einhverju leyti hlutabótaleið stjórnvalda sem viðhélt störfum í upphafi faraldursins.

Svigrúm er til að bæta nýtingu framleiðslupátta eftir því sem efnahagsbata vindur fram ...

Samkvæmt grunnsþá bankans verður um 3% hagvöxtur í ár en líklegt er að fyrirtæki nýti betur þá framleiðslugetu sem er til staðar áður en þau taka að fjölga starfsfólki í miklum mæli. Betri nýting framleiðslupátta kæmi því fram í aukinni framleiðni vinnuafls og/eða í lengri meðalvinnutíma. Spá bankans gerir því ráð fyrir að framleiðni vinnuafls aukist í ár eftir töluverða minnkun í fyrra en að framleiðnivöxtur verði þróttlítill og nokkuð undir sögulegu meðaltali á spátímanum (sjá kafla IV og rammagrein 3). Erfitt er að lesa í nýlega þróun meðalvinnutíma en venjulegum vinnustundum á viku fækkaði nokkru minna í fyrra samanborið við aðrar mælingar á meðalvinnutíma. Auk þess er nokkur óvissa um áhrif styttingar vinnuvikunnar vegna kjarasamninga og hvernig hún kemur fram í mælingum VMK. Grunnsþáin gerir ráð fyrir að meðalvinnuvikan lengist lítillega í ár og á spátímanum en verði þó enn nokkru styttri undir lok hans en fyrir heimsfaraldurinn.

... og framboð á vinnuafli eykst ...

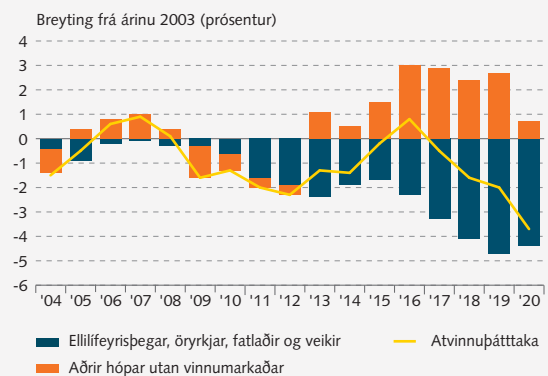
Samhliða bata í þjóðarþúskapnum má búast við því að framboð á vinnuafli aukist á ný. Mannfjöldaspá Hagstofunnar gerir ráð fyrir að fólki á vinnualdri fjölgi töluvert í ár og á næstu tveimur árum og mun meira en á jafn löngu tímabili í kjölfar fjármálakreppunnar. Þá dró einnig töluvert úr atvinnuþátttöku í kjölfar farsóttarinnar og náði hún sögulegu lágmarki á öðrum fjórðungi ársins en hefur síðan aukist nokkuð. Langtímaþróun hópa utan vinnumarkaðar gefur þó vísbendingu um að batinn gæti orðið minni á spátímanum. Ellilífeyrisþegum, veikum, öryrkjum og fötluðum hefur fjölgað mikið á því tímabili sem mælingar VMK spanna en atvinnuþátttaka þessara hópa er líklega ónæmari fyrir hagsveiflunni (mynd 2). Grunnsþá gerir ráð fyrir að fjöldi fólks á vinnualdri þróist svipað og í mannfjöldaspá Hagstofunnar og að atvinnuþátttaka verði meiri í ár og aukist út spátímann en verði þó enn lítillega undir sögulegu meðaltali við lok hans.

... en batinn í landsframleiðslunni skilar sér ekki að öllu leyti í minna atvinnuleysi

Talið er að framleiðslubatin verði mun snarpari en í kjölfar fjármálakreppunnar. Hjöðnun atvinnuleysis samkvæmt VMK verður hins vegar svipuð og þá. Sundurliðun á spátímabilinu sýnir að það er einkum aukið framboð á vinnuafli, fólksfjölgun og aukin atvinnuþátttaka, sem vegur upp á móti jákvæðum áhrifum hagvaxtar á atvinnuleysi en betri nýting framleiðslupátta leggst á sömu sveif. Gert er ráð fyrir að

Mynd 2

Atvinnuþátttaka og framlag hópa utan vinnumarkaðar 2004-2020¹



1. Fjölgun í hópum utan vinnumarkaðar kemur fram sem neikvætt framlag til breytinga í atvinnuþátttöku.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

atvinnuleysi verði um 6% á síðasta ári spátímans og hjaðni því einungis um 0,3 prósentur frá meðaltali ársins 2020 en 1½ prósentu frá því sem það var á fyrsta fjórðungi þessa árs.

Skráð almennt atvinnuleysi jókst meira en hjaðnar hraðar

Ekki er hægt með góðu móti að sundurliða skráð almennt atvinnuleysi líkt og atvinnuleysi samkvæmt VMK en ljóst er að sambærilegir þættir hafa áhrif á þróun þess með nokkrum undantekningum þó. Nýleg athugun Hagstofunnar leiddi t.d. í ljós að um fjórðungur þeirra sem fengu greiddar atvinnuleysisbætur í almenna kerfinu mældist ekki sem atvinnulausir í VMK heldur sem starfandi og fimmtungur mældist utan vinnumarkaðar. Skráð atvinnuleysi jókst því meira en atvinnuleysi VMK í kjölfar farsóttarinnar þar sem hluti fólks á atvinnuleysisrá uppfyllti ekki skilgreiningu könnunarinnar á atvinnuleysi.² Þegar efnahagsbatanum vindur fram mun þessi þróun líklega snúast við og skráð atvinnuleysi hjaðna hraðar en atvinnuleysi samkvæmt VMK.

Aukið langtímaatvinnuleysi gæti hægt á hjaðnun atvinnuleysis ...

Þessi mikla aukning sem orðið hefur í atvinnuleysi í kjölfar farsóttarinnar endurspeglar þó ekki að öllu leyti aukinn slaka á vinnumarkaði því að vísbendingar eru um að framboðshlið vinnumarkaðarinnar hafi einnig orðið fyrir skakkaföllum. Langtímaatvinnuleysi hefur t.a.m. aukist mikið en rúm ár er liðið frá því að farsóttin barst til landsins og rúm tvö ár eru frá falli flugfélagsins WOW Air. Í apríl höfðu tæplega 6.500 manns verið á atvinnuleysisrá í meira en ár eða 3,4% mannaflans og var langtímaatvinnuleysi á þennan mælikvarða því orðið nokkru meira en það varð mest í kjölfar fjármálakreppunnar (mynd 3). Langtímaatvinnuleysi dregur úr færni fólks, ákefð atvinnuleitar og líkum á að finna starf og gefur því vísbendingu um að jafnvægisatvinnuleysi hafi aukist og að framundan geti verið tiltölulega hæg hjaðnun atvinnuleysis.

... eins og vaxandi misvægi milli framboðs og eftirspurnar á vinnumarkaði

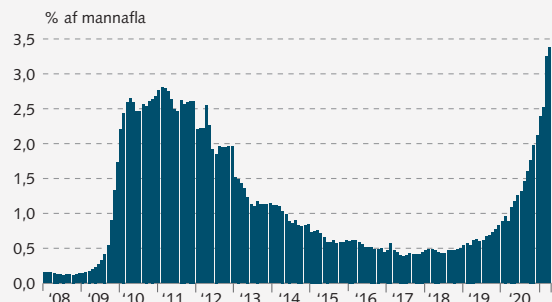
Beveridge-kúrfan, sem mælir skilvirkni á vinnumarkaði og sýnir tengsl lausra starfa og atvinnuleysis, virðist hafa hliðrast til hægri (mynd 4). Það gæti þýtt að þörun starfa og atvinnuleitenda gangi erfiðar en fyrir farsóttina en óvíst er hvort þetta misræmi sé langvarandi eða aðeins tímabundið. Eins og fjallað er um í kafla IV minnkaði framleiðni í ferðaþjónustu mikið í fyrra en niðurstöður Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2021a, 2021b) sýna að neikvæður framleiðniskellur í

2. Til að teljast atvinnulausir í VMK þarf viðkomandi að vera án atvinnu, í leit að starfi og geta hafið störf innan tveggja vikna.

Mynd 3

Langtímaatvinnuleysi¹

Janúar 2008 - apríl 2021

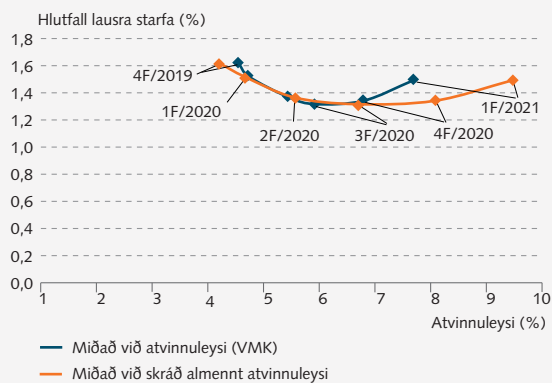


1. Fjöldi einstaklinga sem hefur verið á atvinnuleysisrá lengur en 12 mánuði. Heimildir: Vinnuástofofnun.

Mynd 4

Beveridge-kúrfan¹

4. ársfj. 2019 - 1. ársfj. 2021



1. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal atvinnuleysis og hlutfalls lausra starfa. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuástofofnun, Seðlabanki Íslands.

atvinnugrein hefur tilhneigingu til að draga úr vægi hennar í landsframleiðslu til langframa og að líkur aukist á að fólk skipti um atvinnu- og/eða starfsgrein í kjölfar langvinnis atvinnuleysistímabils. Því gæti hluti þeirra sem áður störfuðu í ferðaþjónustu þurft að skipta um starfsvettvang. Fjöldi ósérhæfðs starfsfólks er töluverður í ferðaþjónustugreinum sem gæti orðið dragbitur á aðlögun á vinnumarkaði í kjölfar farsóttarinnar (mynd 5). Nái ferðaþjónusta ekki fyrri styrk gæti þessi hópur átt erfiðara um vik að finna störf við hæfi og misræmi á vinnumarkaði orðið langvarandi.

Raunlaun hafa hækkað eftir að farsóttin skall á sem gæti einnig hægt á hjöðnun atvinnuleysis ...

Frá því að farsóttin barst til landsins hafa tvær kjarasamningsbundnar launahækkanir tekið gildi, í apríl í fyrra og í janúar í ár. Bæði hafa laun hækkað og kaupmáttur launa aukist og gengið úr takti við framleiðniþróun (mynd 6). Þar sem um krónutöluhækkanir var að ræða hækkuðu lægri laun hlutfallslega meira en hærri laun og kostnaðarþrýstingurinn er því enn meiri í atvinnugreinum þar sem hlutfall láglounastarfa er hátt. Launavísitalan í gisti- og veitingahúsarekstri þar sem launafólki hefur fækkað mest hafði t.d. í janúar sl. hækkað um 11,1% milli ára samanborið við 8,5% á almennum vinnumarkaði í heild. Í fyrra hækkaði vísitala heildarlauna þó nærri helmingi minna en launavísitala í greininni en erfiðara er að lesa í þá þróun vegna mikillar fækkunar starfa. Þessi launaþróun bætist síðan við minni framleiðni vinnuafis eins og fjallað er um í kafla IV og rammagrein 3. Nokkur óvissa er því um það hvernig fyrirtæki, sérstaklega í ferðaþjónustu, muni mæta þessum kostnaðarauka þegar þau þurfa að ráða starfsfólk. Erfitt getur verið að velta kostnaðinum út í verðlag þar sem alþjóðleg samkeppni setur verðhækkunum í ferðaþjónustu skorður. Mikil hækkan launakostnaðar í atvinnugreininni gæti því ýtt undir hagræðingu til að auka framleiðni í greininni eða leitt til þess að samið verði um lækkan launa eða álagsgreiðslna.

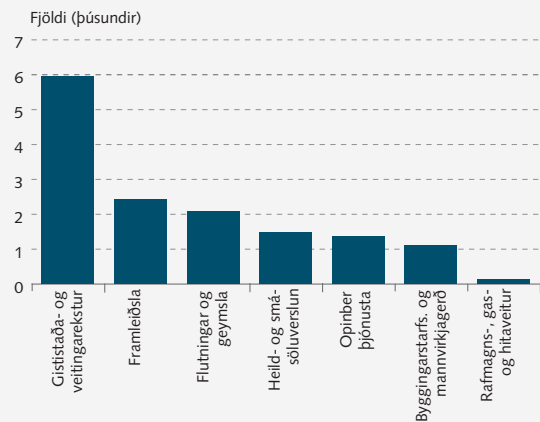
... og hraðað sjálfvirknivæðingu

Yfirstandandi efnahagsþrengingar og hækkan launakostnaðar gætu einnig leitt til frekari tilfærslu á störfum með því að hraða sjálfvirknivæðingu enn frekar. Störfum sem eru berskjölduð fyrir sjálfvirknivæðingu hefur fækkað hlutfallslega undanfarna þrjú áratugi og fækkaði mikið í fyrra (mynd 7). Því gæti hluti þeirra sem misstu vinnuna í þessum greinum þurft að leita á ný mið og jafnvel auka færni sína sem gerir endurheimt starfa hægar en ella.³

3. Áþekka þróun má sjá í öðrum þróuðum ríkjum (Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2021b).

Mynd 5

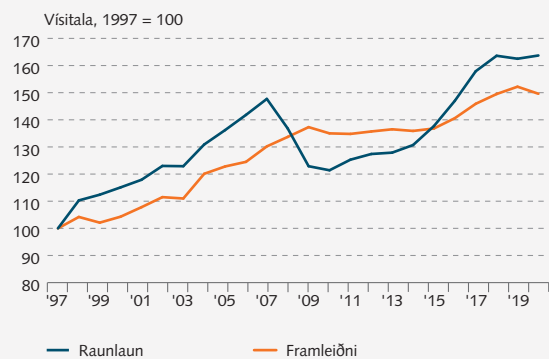
Áætlaður fjöldi ósérhæfðs starfsfólks í völdum atvinnugreinum árið 2019¹



1. Áætlunin byggist á vog launarannsóknar Hagstofu Íslands og fjölda launafólks samkvæmt staðgreiðsluskrá ríkisskattstjóra. Opinber þjónusta inniheldur atvinnugreinarnar opinber stjórnsýsla, fræðslustarfsemi og heilbrigðis- og félagsþjónusta. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Raunlaun og framleiðni 1997-2020¹



1. Raunlaun eru launahluti launa og launatengdra gjalda úr framleiðsluþppgjöri þjóðhagsreikninga á heildarvinnustund VMK. Framleiðni er mæld sem landsframleiðsla á vinnustund miðað við heildarvinnustundir VMK. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Nái ferðapjónusta sér vel á strik gæti atvinnuleysi þó minnkað hraðar en spáð er

Atvinnuleysi gæti einnig minnkað hraðar en grunnspá bankans gerir ráð fyrir. Fáar vísbendingar eru t.d. um að áhugi ferðamanna á Íslandi sem áfangastað hafi dvínað og framboð flugferða til og frá landinu á mögulega eftir að aukast enn frekar meðal annars vegna tilkomu nýs innlands flugfélags. Ferðapjónustan gæti því náð sér tiltölulega hratt á strik ef ekki kemur til stórra áfalla í viðureign við farsóttina. Það misræmi sem myndast hefur í pörun starfa og atvinnuleitenda gæti því gengið nokkuð hratt, og að fullu, til baka. Þá gætu skaðleg áhrif langtímaatvinnuleysis verið minni en oft áður, sér í lagi ef atvinnurekendur telji það síður vera merki um minni gæði umsækjenda vegna augljósra ytri aðstæðna.

Samantekt

Vísbendingar eru um að bati sé hafinn á vinnumarkaði og að atvinnuleysi minnki á komandi árum. Hjöðnun þess gæti þó orðið hæg hafi ferðapjónusta og framboðshlið vinnumarkaðarins beðið einhvern skaða af faraldrinum. Þá hefur launaþróun gengið úr takti við framleiðniþróun og störf gætu breyst á næstu árum vegna aukinnar sjálfvirknivæðingar. Um þetta ríkir þó mikil óvissa. Eins og rakið er í rammagrein 1 mun framvinda efnahagsmála og þ.m.t. atvinnuleysis ráðast að töluverðu leyti af því hvernig viðureigninni við farsóttina reiðir af. Þá mun þróun atvinnuleysis einnig ráðast af því hvort og hversu hratt ferðapjónustan kemst í eðlilegt horf. Verði sambærileg störf til á ný gæti atvinnuleysi hjaðnað hraðar en grunnspá bankans gerir ráð fyrir. Gangi það ekki eftir gæti misvægi milli framboðs og eftirspurnar á vinnumarkaði varað lengur og atvinnuleysi orðið þrálátara. Á móti gæti þó vegið að atvinnuþátttaka minnkaði vegna þess að fólk gæfist upp á atvinnuleit og yfirgæfi vinnumarkaðinn eða ef brottflutningur yrði á vinnuafli frá landinu. ■

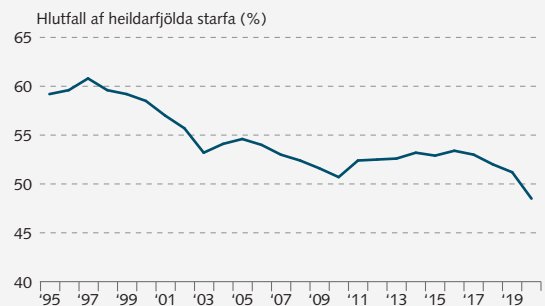
Heimildir

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2021a). After-effects of the COVID-19 pandemic: Prospects for medium-term economic damage. International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, kafli 2, apríl 2021.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2021b). Recessions and recoveries in labor markets: Patterns, policies, and responding to the COVID-19 shock. International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, kafli 3, apríl 2021.

Mynd 7

Störf sem eru berskjölduð fyrir sjálfvirknivæðingu 1995-2020¹



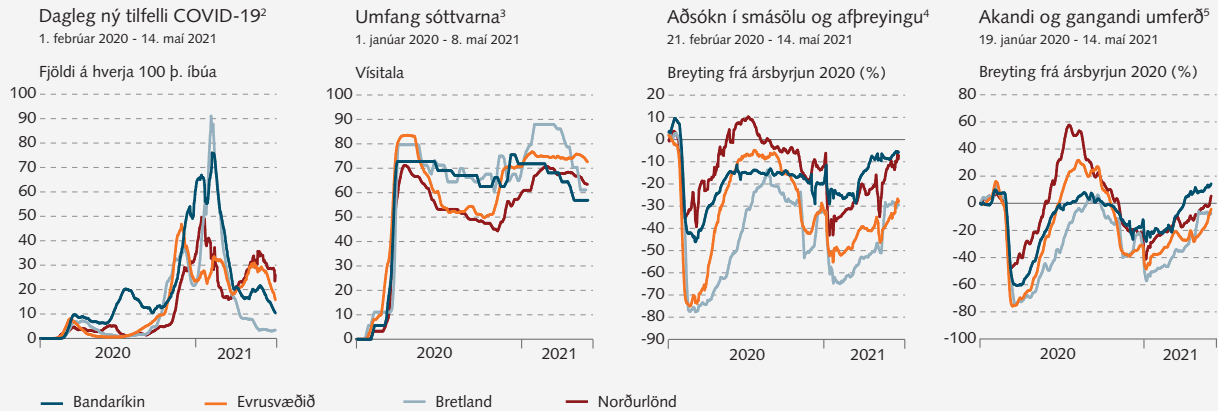
1. Störf sem teljast berskjölduð fyrir sjálfvirknivæðingu samskvæmt atvinnugreinaflokkun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (sjá viðaukatöflu 3.1.3 með kafla 3 í aprílhefti *World Economic Outlook* í ár). Útreikningar byggjast á fjölda starfandi í aðal- og aukastarfi úr Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1 Svipmyndir af innlendum og erlendum efnahagsmálum í miðjum heimsfaraldri

Mynd 1

Vísbendingar um alþjóðleg efnahagsumsvif¹

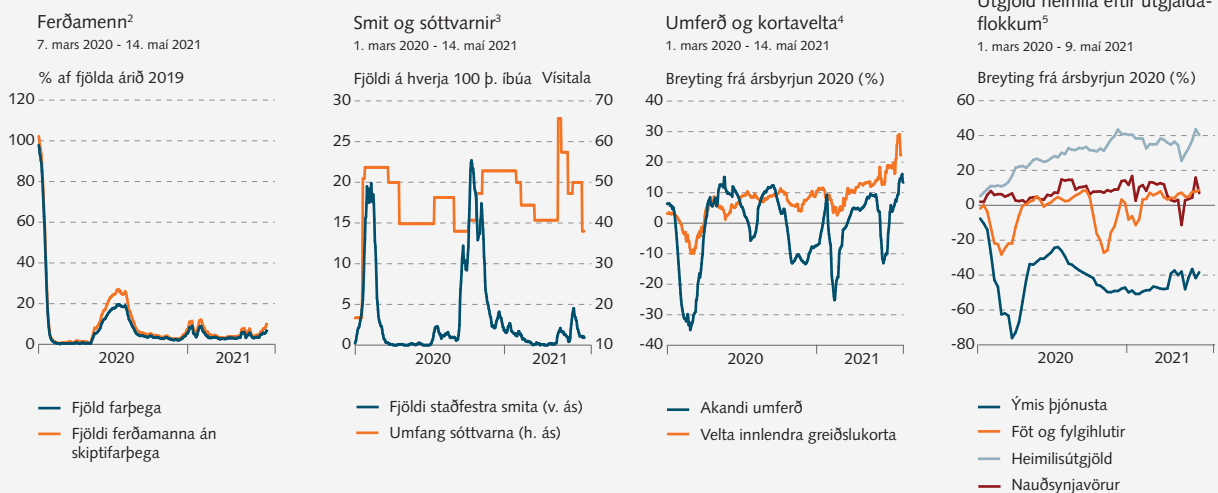


1. Öll gögn eru sjö daga hreyfanlegt meðaltal. Norðurlönd eru Danmörk, Noregur og Svíþjóð. 2. Staðfest ný smit. 3. Umfang sóttvarna vegur saman ýmsa mælikvarða á hversu hart stjórnvöld ganga fram við að draga úr útbreiðslu COVID-19. 4. Fjöldi heimsóknna á veitingahús, kaffihús, verslunarmiðstöðvar, skemmtigarða, söfn og kvikmyndahús samkvæmt Google. Breyting frá tímabilinu 3. janúar - 6. febrúar 2020. 5. Akandi og gangandi umferð samkvæmt Apple Mobility Trends. Breyting frá 19. janúar 2020.

Heimildir: Alþjóðahelbrigðismálastofnunin, Apple Mobility Trends, Google, Johns Hopkins University, OECD, Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

Mynd 2

Vísbendingar um innlend efnahagsumsvif¹



1. Öll gögn eru 7 daga hreyfanlegt meðaltal nema umfang sóttvarna (frumgögn), akandi umferð (14 daga) og velta innlendra greiðslukorta og útgjöld eftir útgjalda flokkum (28 daga). 2. Fjöldi farþega sem fóru daglega um Keflavíkurflugvöll. Tölur fyrir árið 2019 eru án farþega WOW Air. 3. Umfang sóttvarna vegur saman ýmsa mælikvarða á hversu hart stjórnvöld ganga fram við að draga úr útbreiðslu COVID-19. 4. Akandi umferð er dagleg umferð um Hafnarfjarðarveg sunnan Kópavogslækjar, Reykjanesbraut við Dalveg í Kópavogi og Vesturlandsveg ofan Ártúnsbrekku. Breyting frá meðaltali jan.-feb. 2020. Greiðslukortatölur eru samtala debet- og kreditkorta útfærð af innlendum aðilum, árstíðarleiðrétt. Breyting frá meðaltali jan.-feb. 2020. 5. Ýmis þjónusta á við veitingastaði, leikhús, líkamsræktarstöðvar, ferðalagaútgjöld o.fl. Heimilisútgjöld eiga við kaup á raftækjum, húsgögnum og í byggingavöruslunum, árstíðarleiðrétt gögn. Breyting frá meðaltali jan.-feb. 2020.

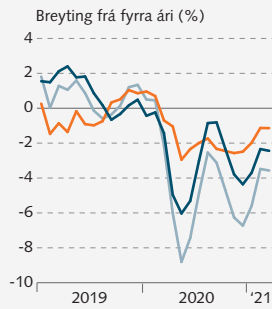
Heimildir: Covid.is, Hagstofa Íslands, Isavia, Markaðsvakt Meniga, Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Vegagerðin, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Vísendingar af innlendum vinnumarkaði

Atvinna og vinnutími¹

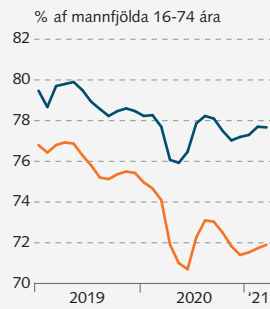
Janúar 2019 - mars 2021



— Fjöldi starfandi
— Meðalvinnutími
— Heildarvinnustundir

Atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi^{1, 2}

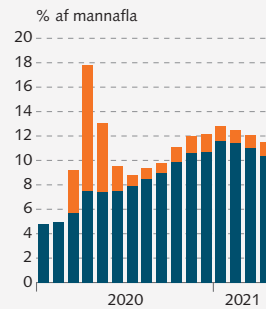
Janúar 2019 - mars 2021



— Atvinnuþátttaka
— Hlutfall starfandi

Skráð atvinnuleysi

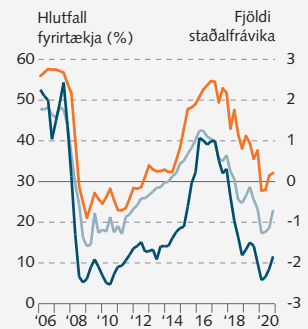
Janúar 2020 - apríl 2021



■ Atvinnuleysi
■ Hlutabætur

Nýting framleiðsluþátta^{2, 3}

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2021



— Fyrirtæki með starfsemi nærri eða umfram hámarksframleiðslugetu (v. ás)
— Fyrirtæki sem búa við skort á starfsfólki (v. ás)
— NF-vísitalan (h. ás)

1. Byggt á vinnumarkaðsskönnun Hagstofu Íslands. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal. 2. Árstíðarleiðréttar tölur. 3. Vísitala nýtingar framleiðsluþátta (NF-vísitalan) er fyrsti frumþáttur valinna vísendinga um nýtingu framleiðsluþátta sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ítarlegri lýsingu má finna í rammagrein 3 í PM 2018/2.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

2 Spátöflur

Tafla 1 Helstu hagstærðir¹

	2019	2020	2021	2022	2023
Einkaneysla	1,9 (1,8)	-3,3 (-4,4)	5,2 (3,7)	3,6 (3,2)	2,9 (3,5)
Samneysla	3,9 (4,2)	3,1 (3,8)	1,5 (1,4)	1,1 (2,2)	1,2 (2,5)
Fjármunamyndun	-3,7 (-6,9)	-6,8 (-11,7)	4,9 (6,0)	2,4 (4,8)	2,6 (7,7)
Atvinnuvegafjárfesting	-12,8 (-18,0)	-8,7 (-15,9)	0,7 (2,9)	3,5 (6,4)	6,0 (12,4)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	31,1 (31,1)	-1,2 (-6,1)	-3,1 (-4,0)	3,6 (3,9)	5,5 (5,7)
Fjárfesting hins opinbera	-10,8 (-11,5)	-9,3 (-7,2)	32,0 (30,6)	-1,8 (2,2)	-10,1 (-0,9)
Þjódarútgjöld	0,7 (0,1)	-1,9 (-3,2)	3,5 (3,0)	2,6 (3,2)	2,4 (4,1)
Útflutningur vöru og þjónustu	-4,6 (-4,6)	-30,5 (-30,3)	11,2 (9,8)	23,8 (22,5)	5,5 (6,9)
Innflutningur vöru og þjónustu	-9,3 (-9,3)	-22,0 (-22,5)	12,4 (11,3)	16,4 (17,0)	5,7 (6,8)
Verg landsframleiðsla (VLF)	2,6 (1,9)	-6,6 (-7,7)	3,1 (2,5)	5,2 (5,1)	2,3 (4,1)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	1,9 (1,9)	-4,9 (-4,6)	-0,5 (-0,5)	2,5 (1,9)	0,0 (0,1)
Atvinnuleysi (VMK, % af mannafla) ²	3,9 (3,6)	6,4 (5,5)	6,7 (7,3)	6,3 (6,7)	6,1 (6,3)
Skráð almennt atvinnuleysi (% af mannafla) ³	3,6 (3,6)	7,9 (7,9)	9,1 (10,2)	7,8 (8,3)	6,1 (6,5)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	2,1 (1,8)	-5,1 (-5,6)	-2,0 (-2,1)	0,4 (-0,6)	0,2 (-0,2)
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)	6,4 (6,4)	1,0 (1,2)	-0,2 (0,1)	1,8 (1,2)	1,4 (1,0)
Vísitala meðalgengis ⁴	181,0 (181,0)	201,0 (201,0)	196,8 (204,8)	197,0 (206,7)	198,7 (205,3)
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	3,0 (3,0)	2,8 (2,8)	4,1 (3,1)	2,6 (2,2)	2,5 (2,2)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁵	1,5 (1,5)	0,7 (0,7)	1,8 (1,3)	1,6 (1,7)	1,7 (1,7)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	1,8 (1,9)	-5,2 (-5,7)	4,8 (4,3)	4,1 (3,8)	2,2 (2,3)

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

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

3. Skráð atvinnuleysi Vinnuálfstofnunar án fólks á hlutabótum.

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

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

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

Tafla 2 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

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

1. Tölur í svigum eru spá PM 2021/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3 Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram fráviksmörk

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands sem birt var 26. janúar sl. var tólf mánaða verðbólga 4,3% miðað við vísitölu neysluverðs. Verðbólguþáttur Seðlabanka Íslands er 2½% samkvæmt yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001. Í yfirlýsingunni eru skilgreind fráviksmörk ±1½% frá markmiðinu. Því liggur fyrir að verðbólga í janúar fór yfir 4% fráviksmörk verðbólguþáttur Seðlabankans.

Samkvæmt yfirlýsingu frá mars 2001 ber Seðlabankanum að senda ríkisstjórninni greinargerð fari verðbólga yfir eða undir fráviksmörk þar sem fram kemur hver ástæða frávikanna sé, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur það taka að ná verðbólguþáttinum að nýju. Greinargerð bankans skal birt opinberlega. Síðast sendi Seðlabankinn greinargerð um verðbólgu yfir mörkum 3. janúar 2014 en 9. september 2016 sendi bankinn greinargerð þegar verðbólga fór undir neðri fráviksmörk.¹

Verðbólguþátturinn nú í janúar sýndi lítillaga meiri verðbólgu en spár bankans höfðu gert ráð fyrir en kom samt ekki að öllu leyti á óvart. Hér skipta mestu mjög óhagstæð grunnáhrif en vísitala neysluverðs lækkaði töluvert meira milli mánaða í janúar í fyrra en hún gerði að þessu sinni. Vetrarútsölur voru umfangsminni en fyrir ári sem líklega má að einhverju leyti rekja til þróttmeiri innlendar eftirspurnar í aðdraganda jóla en búist var við. Auk minni útsöluáhrifa ýttu verðhækkunir húsnæðis, matvöru og eldsneytis undir verðbólgu.

Verðbólga undanfarna tólf mánuði skýrist að talsverðu leyti af gengislækkun krónunnar á síðasta ári og hafa þeir undirlitir vísitölu neysluverðs sem næmastir eru fyrir gengisbreytingum hækkað mest. Verðlag innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks hafði t.d. hækkað um 7,1% í janúar frá því á sama tíma fyrir ári. Á síðasta fjórðungi 2020 hafði meðalgengi krónunnar gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu lækkað um 12,5% frá sama tíma fyrir ári en mest var lækkunin á fyrsta fjórðungi ársins. Undanfarna mánuði hefur krónan hækkað nokkuð á ný og eru vísbendingar um að dregið hafi úr áhrifum gengislækkunarinnar á verð innfluttrar vöru. Verðlagsáhrif lægra gengis ættu því að halda áfram að minnka.

Íbúðaverð hefur einnig hækkað undanfarin misseri eða um 8,9% sl. tólf mánuði. Ljóst er að efnahagsaðgerðir ríkisstjórnarinnar og vaxtalækkunir Seðlabankans hafa

ýtt undir eftirspurn á fasteignamarkaði. Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hefur þó aðeins hækkað um 3,6% þar sem húsaleiga hefur hækkað mun minna en íbúðaverð, auk þess sem lægri raunvaxtakostnaður hefur vegið á móti. Verð innlendar vöru hefur einnig hækkað sem endurspeglar að einhverju leyti ágætan þrótt innlendar eftirspurnar, m.a. studda af riflegum hækkunum launa, en einnig verðhækkun innfluttra aðfanga. Verðlag almennrar þjónustu hefur hins vegar ekki hækkað mikið undanfarið ár og endurspeglar það að ýmis þjónustustarfsemi, t.d. í ferðaþjónustu, hefur átt undir högg að sækja vegna farsóttarinnar og sóttvarnaraðgerða.

Horfur eru á að verðbólga hjaðni ört á næstu mánuðum eftir því sem áhrif gengislækkunar krónunnar í fyrra fjara út, einkum ef stöðugleiki helst á gjaldeyrismarkaði eða gengið hækkar. Umtalsvert atvinnuleysi og framleiðsluslaski ættu einnig að draga úr verðbólgu. Samkvæmt spá Seðlabankans sem birt var 3. febrúar sl. mun verðbólga ná hámarki á fyrsta fjórðungi þessa árs en hjaðna nokkuð ört þegar liður á árið og verða nálægt markmiði undir lok þess. Samkvæmt þessu mun verðbólga aðeins verða skamman tíma yfir 4% fráviksmörkunum. Verðbólguþátturinn hafa haldist tiltölulega stöðugar undanfarin misseri og eru flestir mælikvarðar á langtímaverðbólguþátturinn við markmið sem er mikilvægt.

Eins og Seðlabankinn hefur ítrekað lagt áherslu á eru efnahagshorfur, þ.m.t. verðbólguhorfur, háðar óvenju mikilli óvissu um þessar mundir sem má ekki síst rekja til óvissu um framvindu COVID-19-farsóttarinnar og áhrifa hennar á alþjóðleg efnahagssumsvif.

Viðbrögð við rofum á fráviksmörkunum eru á forræði peningastefnunefndar. Í yfirlýsingu hennar sem birt var 3. febrúar sl. kemur fram að nefndin hafi ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum og að hún muni beita þeim tækjum sem hún hefur yfir að ráða til að tryggja að verðbólga hjaðni aftur í markmið innan ásættanlegs tíma.

1. Í október 2016 var sent bréf til ráðherra um að vegna skekkju í verðbólguþátturinn Hagstofu Íslands hefði verðbólga í reynd ekki farið undir 1% fráviksmörkin og var því ekki tilefni til sendingar sérstakrar greinargerðar.

