

Spár Seðlabankans um efnahagsþróun ársins 2020

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

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

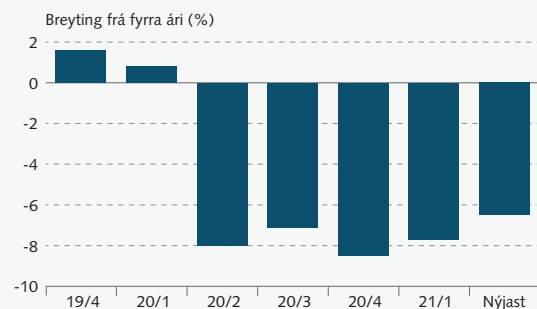
Spár bankans sem gerðar voru fyrir farsóttina reyndust of bjartsýnar en strax eftir að farsóttin skall á var mati á efnahagshorfum breytt og sá samdráttur sem spáð var hefur í meginatriðum gengið eftir. Spár um verðbólgu á árinu reyndust hins vegar of bjartsýnar sem endurspeglar bæði að slakinn í þjóðarbúinu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

Miklar breytingar urðu á hagvaxtarhorfum eftir að farsóttin braust út

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

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

Mynd 1
Hagvaxtarspár *Peningamála* fyrir árið 2020¹



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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

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

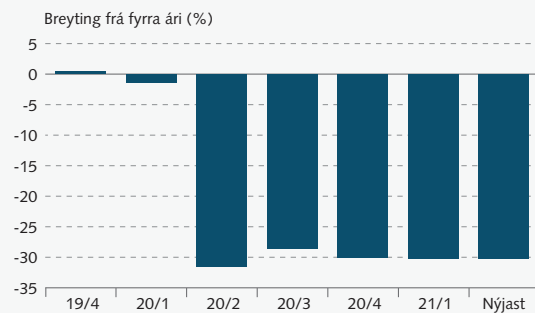
Þegar kom fram á sumarið virtist farsóttin hins vegar á niðurleið og slakað var á umfangi sóttvarnaraðgerða. Efnahagshorfur bötnuðu því lítillega og var samdráttur ársins 2020 færður í 7,1% í ágústspá bankans. Farsóttin ágerðist hins vegar á ný er leið á haustið og í kjölfarið þurfti aftur að grípa til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

Eftirspurn einkaaðila dróst verulega saman í kjölfar farsóttarinnar ...

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

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

Mynd 2
Útflutningsspár *Peningamála* fyrir árið 2020¹

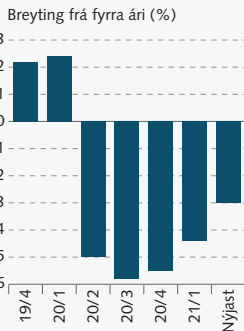


1. Spár PM 2019/4 og 2020/1-2020/4 fyrir vöxt útflutnings vöru og þjónustu ársins 2020 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2021/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á útflutningsvexti ársins 2020.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

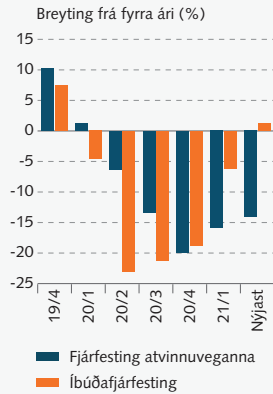
Mynd 3

Spár Peningamála um valdar þjóðhagsstærðir árið 2020¹

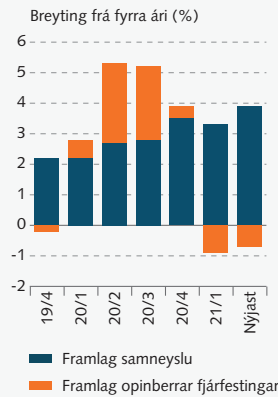
Einkaneysla



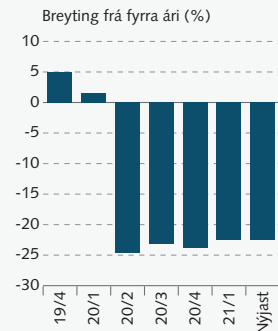
Fjárfesting einkaaðila



Eftirspurn hins opinbera



Innflutningur



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

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

... en á móti vögu aukin umsvif hins opinbera

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

Fyrsta mat Seðlabankans á áhrifum COVID-19-farsóttar

var nærri lagi ...

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

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

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

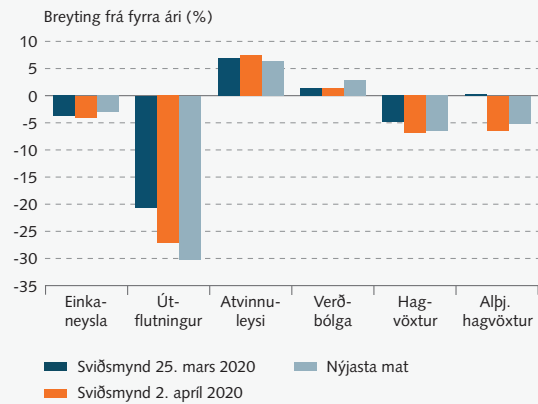
Mat bankans á efnahagslegum áhrifum farsóttarinnar í byrjun apríl 2020 virðist hafa gengið ágætlega eftir. Þegar matið var gert lá hins vegar lítið af hagtölum fyrir sem hægt var að byggja á.² Þegar hagtölur fóru að berast og bakslag varð í viðureigninni við farsóttina urðu spár bankans svartsýnni og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

1. Bankinn birti tvær sviðsmyndir („mildari“ og „dekkri“) í hvort skipti en í allri umfjöllun var lögð áhersla á þá dekkri sem raunsannari mynd og byggist þessi umfjöllun á þeirri sviðsmynd.

2. Nokkur tími liður frá lokum hvers ársfjórðungs fram að birtingu Hagstofunnar á bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga. Fyrsta mat á landsframleiðslu fyrsta ársfjórðungs 2020 var t.d. birt í lok maí í fyrra (lá til grundvallar við spá *Peningamála* 2020/3 í ágúst í fyrra) og tölur fyrir annan ársfjórðung birtust seint í ágúst 2020 (lá til grundvallar við spá *Peningamála* 2020/4 í nóvember í fyrra).

Mynd 4

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

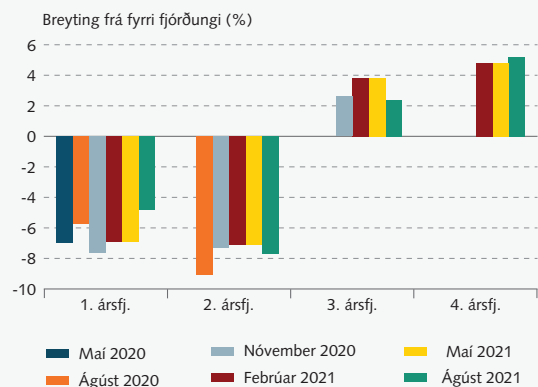


1. Myndin sýnir mat Seðlabankans á áhrifum COVID-19-farsóttar á þjóðarþúskapinn sem birt var í lok mars 2020 og uppfært mat sem birt var stuttu síðar ásamt nýjasta mati á endanlegri niðurstöðu ársins.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Áætlanir Hagstofu Íslands á ársfjórðungslegum hagvexti 2020¹



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

Heimildir: Hagstofa Íslands.

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

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

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

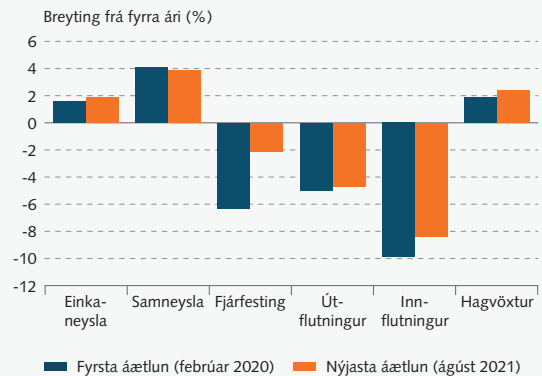
Mikil hliðrun eftirspurnar inn í landið í takt við spár

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

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

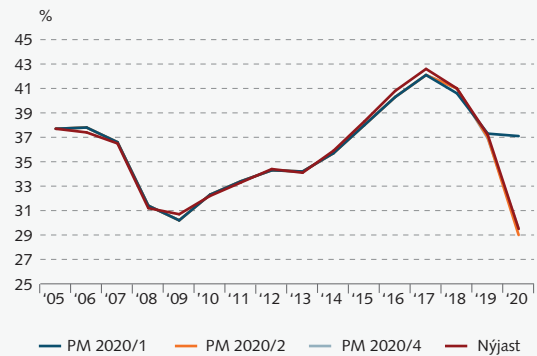
Í spá *Peningamála* í nóvember 2019 var gert ráð fyrir að verðbólga yrði nálægt markmiði bankans að meðaltali á árinu 2020 en um leið og farsóttin skall á landinu var spáin færð verulega niður enda útlit fyrir tölverðan efnahagsamdrátt og vaxandi slaka í þjóðarútgjöldum. Þá bentu alþjóðlegar spár

Mynd 6
Fyrsta og nýjasta áætlun Hagstofu Íslands á vexti nokkurra hagstærða árið 2019¹



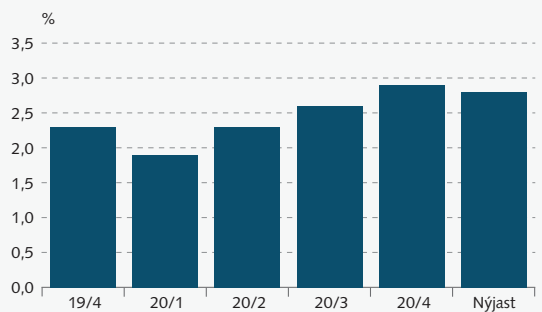
1. Myndin sýnir samanburð á fyrstu og nýjstu áætlun Hagstofunnar á þróun ýmissa hagstærða árið 2019. Heimildir: Hagstofa Íslands.

Mynd 7
Hlutfall innflutnings og þjóðarútgjalda 2005-2020¹



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

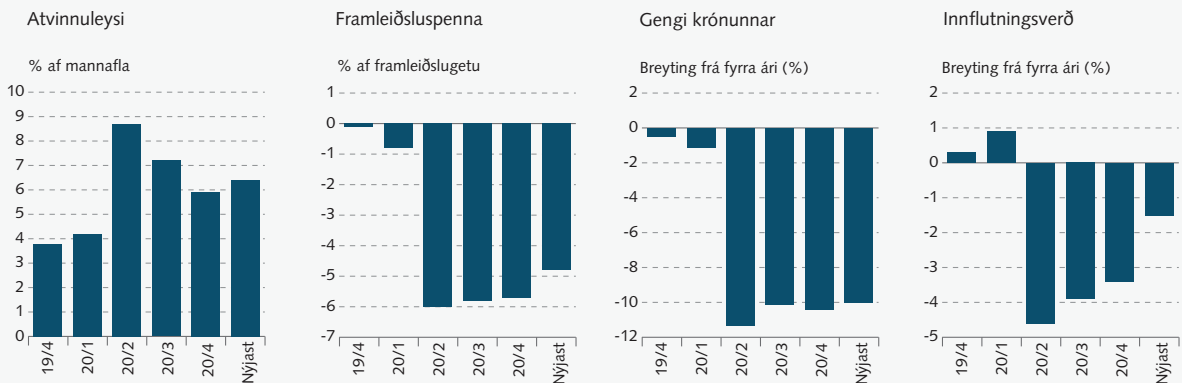
Mynd 8
Verðbólguþróun *Peningamála* fyrir árið 2020¹



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

Mynd 9

Spár *Peningamála* um áhrifaþætti verðbólgu árið 2020¹



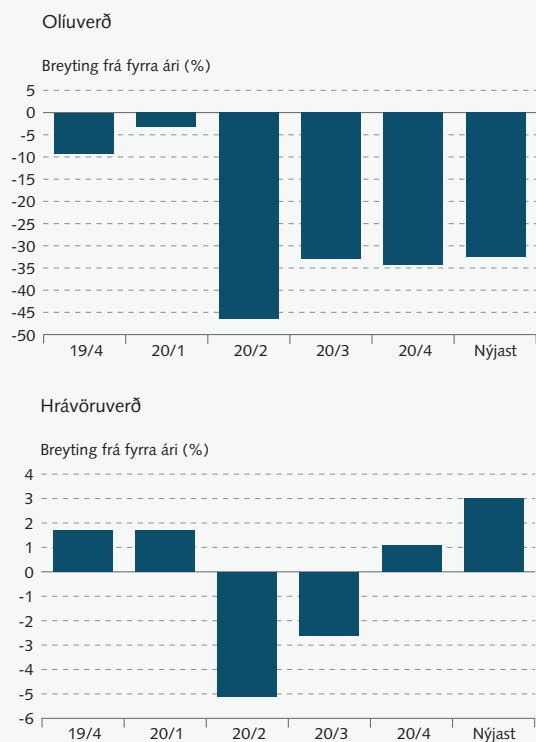
1. Spár 2019/4 og 2020/1-2020/4 fyrir valdar þjóðhagsstærðir árið 2020 ásamt endanlegri niðurstöðu ársins. Myndin sýnir atvinnuleysi samkvæmt vinnuráðgjafum Hagstofu Íslands. Innflutningsverð er í erlendum gjaldmiðlum (miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki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

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

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

Mynd 10

Spár *Peningamála* um olíu- og hrávöruverð árið 2020¹



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

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

Samantekt

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

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