

# Þjóðhagur

Þjóðhags- og verðbólguþá Hagfræðideildar Landsbankans  
Maí 2019

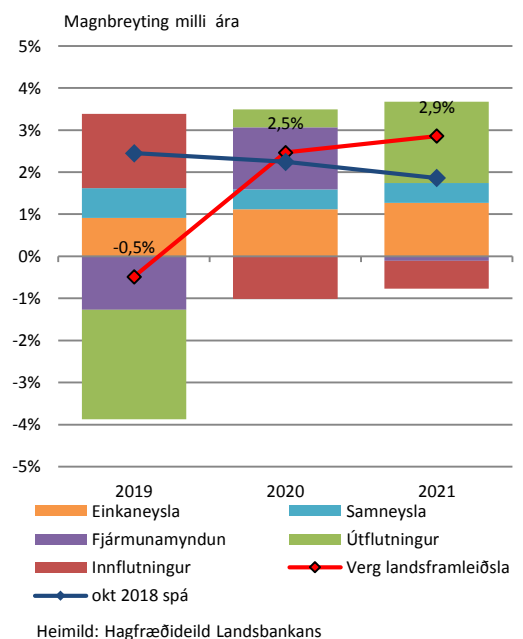


## Hagvaxtarskeiðinu er lokið í bili, vaxtalækkanir framundan

Eftir samfelldan hagvöxt frá og með árinu 2011 er komið að tímamótum í hagsveiflunni. Í kjölfar áfalla í ferðaþjónustu og sjávarútvegi er nú útlit fyrir efnahagssamdrátt á yfirstandandi ári. Samdrátturinn verður lítill og skammvinnur. Þrátt fyrir töluverða þenslu í efnahagslífinu á síðustu árum er hagkerfið nú í mun meira jafnvægi og sterkari stöðu en í lok fyrri þensluskeiða hér á landi. Tiltölulega hátt stýrivaxtastig og góð staða ríkisfjármála gerir það jafnframt að verkum að hægt verður að beita hagstjórnartækjum af töluverðum þunga til að milda áhrif samdráttarins og leggja grunn að sjálfbærri hagvaxtarþróun strax á næsta ári.

Hagvöxtur í fyrra var 4,6% samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Þetta er nokkuð meiri hagvöxtur en við höfðum spáð í október í fyrra þar sem gert var ráð fyrir 3,9% hagvexti. Á sama tíma reiknuðum við með að hagvöxtur yrði 2,6% á þessu ári. Meiriháttar áföll í lykilútflutningsgreinum okkar, ferðaþjónustu og sjávarútvegi í formi gjaldþrots WOW air og loðnubrests, hafa á hinn bóginn breytt efnahagshorfunum til hins verra. Í stað hóflegs vaxtar gerum við nú ráð fyrir 0,5% samdrætti landsframleiðslu á þessu ári. Við reiknum aftur á móti með því að þessi samdráttur vari stutt og strax á næsta ári megi gera ráð fyrir um 2,5% hagvexti, studdum af auknum fjárfestingum hins opinbera, íbúðafjárfestingu, einkaneyslu og hægfara viðsnúningi í ferðaþjónustunni. Árið 2021 gerum við ráð fyrir að landsframleiðslan vaxi um 2,9% sem skýrist fyrst og fremst af vexti einkaneyslu og útflutnings en við gerum ráð fyrir 5% fjölgun erlendra ferðamanna á næsta ári og 8,7% fjölgun 2021. Ef sú spá gengur eftir mun fjöldi ferðamanna árið 2021 verða ívið minni en árið 2018 þegar mest lét.

### Hagvaxtarspá



## Langt vaxtalækkunarferli framundan

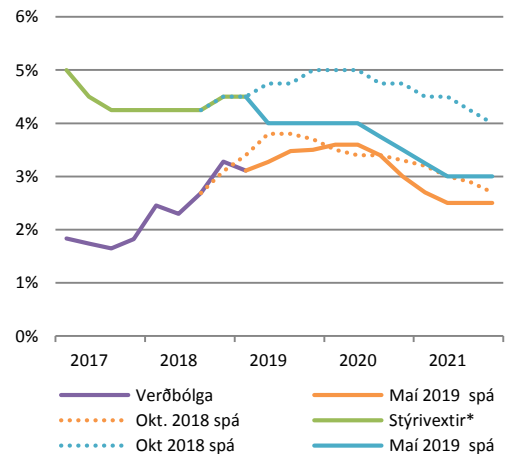
Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi 2019 mældist 3,1% en við gerum ráð fyrir að hún nái hámarki á fyrri árshefningi næsta árs og mælist þá 3,6%. Upp frá því teljum við að verðbólga mun leita aftur niður á við og fara niður í verðbólguþröngu, 2,5%, á öðrum ársfjórðungi 2021.

Minni óvissa varðandi launaþróun næstu ára í kjölfar undirritunar kjarasamninga til næstu fjögurra ára og tiltölulega stöðugt gengi krónunnar þrátt fyrir efnahagsáföll síðustu mánuði mun slá á langtímaverðbólguvæntingar í atvinnulífinu og hnika þeim í átt að verðbólguþröngu á ný. Aukinn slaki í þjóðarþróun mun aukin heldur í vaxandi mæli hafa kælendi áhrif á verðbólguþróunin og verðbólguvæntingar fram á mitt næsta ár. Það, ásamt inngrípum seðlabankans á gjaldeyrismarkaði til að draga úr skammtímasveiflum á gengi krónunnar, skapar verulegt svigrúm til lækkunar stýrivaxta. Tvær reglulegar vaxtaákvarðanir eru eftir á skipunartíma núverandi seðlabankastjóra, í maí og júní. Við teljum líklegt að peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákveði að lækka stýrivexti um 0,25 prósentustig í báðum tilfellum og að meginvextir bankans, þ.e. innlásvextir á 7 daga bundnum innlánnum, verði uppfrá því 4,0% fram á mitt næsta ár. Eftir því sem verðbólgan lækkar í átt að markmiði á seinni hluta tímabilsins teljum við líklegt að hæfilegt verði að halda raunvaxtastiginu óbreyttu sem kallar á frekari lækkun stýrivaxta um eitt prósentustig í 0,25 prósentustiga skrefum fram á mitt ár 2021. Innlásvextir Seðlabankans gætu því verið komnir niður í 3,0% undir lok spátímans.

## Ýmsir óvissuþættir sem geta haft veruleg áhrif á spána

Í ljósi viðsnúningsins í efnahagsþróuninni sem nú er framundan eykst hættan á að hagstjórnarmistök geti haft neikvæð áhrif á þá aðlögun sem þarf að eiga sér stað, hvort sem er í stjórn peningamála eða ríkisfjármála. Auk þess er mikil óvissa um þróun í fjölda ferðamanna á næstu árum sem getur haft mikil áhrif á þróun stærstu útflutningsatvinnugreinar þjóðarinnar. Í spánni er gert ráð fyrir u.þ.b. 14% fækkun ferðamanna á yfirstandandi ári en hóflegri fjölgun næstu tvö árin. Ef fækkun ferðamanna verður mun meiri en spáin gerir ráð fyrir gæti það dýpkað samdráttinn á þessu ári töluvert og hægt á efnahagsbatanum á komandi árum.

Verðbólgu- og stýrivaxtaspa



\* 7 daga bundin innlán

Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild.

Aðrir veigamiklir óvissuþættir hvað verðbólguþróun næstu ára áhrærir eru gengisþróun krónunnar. Sú óvissa tengist að vissu leyti þróuninni í ferðaþjónustu en einnig óvissu varðandi fjárfestingaflæði til og frá landinu. Þessu til viðbótar er töluverð óvissa varðandi verðþróun á húsnæði en það hefur verið og mun áfram verða ráðandi þáttur í verðbólguþróuninni á næstu misserum.

Að lokum er fjöldi erlendra óvissuþátta fyrir utan áhrifasvið íslenska hagkerfisins, svo sem efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum okkar, viðskiptadeilur Bandaríkjanna og Kína, mögulegar breytingar á olíuverði og verði á öðrum hrávörum sem getur haft veruleg áhrif á bæði verðbólgu- og efnahagshorfur hér á landi.

#### Yfirlit yfir þjóðhagsspá Hagfræðideildar Landsbankans.

Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar	Í ma. kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári		
	2018	2019	2020	2021
Verg landsframleiðsla	2.803	-0,5 (2,4)	2,5 (2,2)	2,9 (1,9)
Einkaneysla	1.422	1,8 (3,2)	2,2 (3,0)	2,5 (3,5)
Samneysla	661	3,0 (2,6)	2,0 (2,3)	2,0 (2,0)
Fjármunamyndun	623	-5,7 (0,8)	6,7 (2,3)	-0,5 (-1,9)
Atvinnuvegafjárfesting	398	-13,6 (-2,8)	6,3 (-2,4)	-0,9 (-6,7)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	121	5,0 (5,0)	0,0 (10,0)	-5,0 (5,0)
Fjárfesting hins opinbera	104	12,0 (10,0)	15,0 (10,0)	5,0 (5,0)
Þjóðarútgjöld alls	2.717	0,0 (2,5)	3,1 (2,7)	1,7 (1,9)
Útflutningur vöru og þjónustu	1.323	-5,5 (2,9)	0,9 (1,7)	4,1 (1,4)
Innflutningur vöru og þjónustu	1.237	-4,0 (3,0)	2,3 (2,6)	1,5 (1,4)

Stýrivextir og verðbólga	2019	2020	2021
Stýrivextir (lok árs, %) - 7 daga veðlán	4,75 (5,75)	4,25 (5,50)	3,75 (4,75)
- 7 daga bundin innlán	4,00 (5,00)	3,50 (4,75)	3,00 (4,00)
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	3,3 (3,7)	3,4 (3,4)	2,5 (2,9)
Gengi evru (í lok árs)	140 (138)	139 (139)	138 (139)
Fasteignaverð (breyting milli ársmeðaltala,%)	3,8 (4,0)	4,2 (6,0)	4,3 (8,0)

Vinumarkaður	Ársmeðaltal		
	2019	2020	2021
Kaupmáttur launa (breyting frá fyrra ári, %)	2,4 (1,1)	2,0 (0,9)	3,6 (1,3)
Atvinnuleysi (hlutfall af vinnuafli,%)	4,5 (2,7)	4,0 (3,0)	3,5 (3,0)

Viðskiptajöfnuður	Hlutfall af landsframleiðslu		
	2019	2020	2021
Vöru- og þjónustujöfnuður	1,1 (1,2)	1,8 (0,8)	3,4 (0,8)
Viðskiptajöfnuður	1,2 (0,7)	2,0 (0,3)	3,6 (0,3)

Tölur innan sviga eru spá Hagfræðideildar frá október 2018

## Útlit fyrir hóflegan en stöðugan vöxt einkaneyslu

Einkaneysla jókst um 4,8% árið 2018, samkvæmt bráðabirgðamati Hagstofunnar. Í síðustu þjóðhagsspá okkar, í október 2018, spáðum við heldur minni vexti, eða 4,3%. Á þeim tíma benti allt til þess að verulega væri að hægja á vexti einkaneyslunnar á seinni helmingi ársins og gögn Seðlabankans bentu jafnvel til samdráttar í kortaveltu Íslendinga í verslun innanlands. Hratt dró úr væntingum almennings og innflutningur neysluvara dróst saman á haustmánuðum.

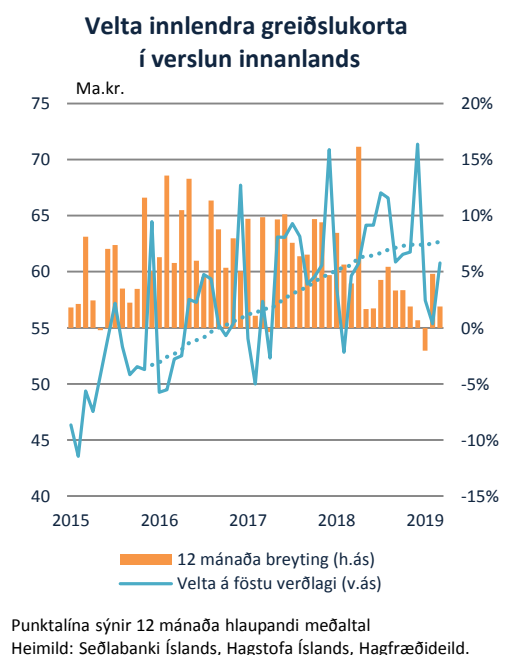
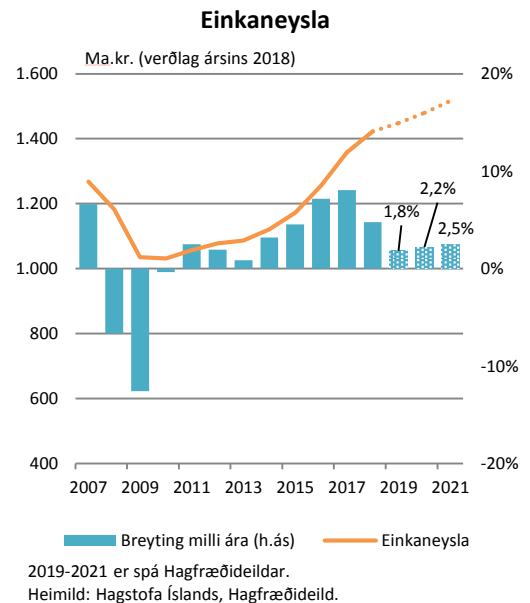
Síðan hefur hins vegar komið í ljós að greiðslukortagögn Seðlabankans voru röng og talsvert meiri kraftur í kortaveltunni en áður var talið. Við mátum horfurnar fyrir næstu ár nokkuð góðar þrátt fyrir að gert væri ráð fyrir talsvert hægari vexti en undanfarin ár, eða ríflega 3% meðalvexti samanborið við tæplega 7% vöxt undangengin þrjú ár. Á þeim tíma sem liðinn er hefur ýmislegt gerst sem breytt hefur myndinni til hins verra, einkum varðandi yfirstandandi ár. Við höfum því endurskoðað spána töluvert niður á við og gerum nú ráð fyrir ríflega 2% vexti einkaneyslu að jafnaði næstu 3 árin.

### Neyslugetan sterk en spurning með neysluviljann?

Neyslugeta heimila verður almennt nokkuð sterk á komandi árum. Mikilvægir kjarasamningar eru í höfn fyrir stóran hluta almenna vinnumarkaðarins. Að því gefnu að böndum verði komið á verðbólguna á næstu mánuðum og misserum má gera ráð fyrir áframhaldandi aukningu kaupmáttar launa og ráðstöfunartekna út spátímabilið, en þó í hægari takti en undanfarin þrjú ár. Á sama tíma hefur sparnaður heimila aukist síðustu ár og vaxandi meðvitund er meðal almennings um áhrif síaukinnar neyslu á umhverfið og loftslag.

### Áhrif einkaneyslu á hagvöxt eru mismunandi

Einkaneyslan er u.þ.b. helmingur af landsframleiðslunni. Hlutfallslegar breytingar á henni geta því haft veruleg áhrif á hagvöxt. Stærstur hluti aðfanga til einkaneyslu er innfluttur en innflutningsverðmæti þeirra kemur til frádráttar við mælingar á hagvexti. Breytt samsetning neyslunnar getur því einnig haft áhrif á hagvöxt. Ef neysla beinist í auknum mæli í innfluttar vörur, svo sem raftæki, húsgögn, fatnað, bíla og utanlandsferðir, eykur það hagvöxt minna en ef neysla eykst á



innlendum matvörum, innlendri þjónustu eða húsnæði, svo dæmi séu nefnd.

Einkaneysla Íslendinga í útlöndum hefur aukist mikið á síðustu árum en sú aukning hefur engin bein áhrif á hagvöxt þar sem hún er að öllu leyti innflutt. Árið 2010 var um 7,5% einkaneyslunnar útgjöld Íslendinga erlendis en árið 2018 var þetta hlutfall komið upp í 12,9% og nam neyslan erlendis alls 183 mö.kr. Í ljósi veikingar krónunnar undanfarið ár og vegna útlits fyrir hækkun flugfargjalda til útlanda næstu misseri reiknum við því með að þetta hlutfall muni lækka nokkuð á næstu árum.

### Villa í greiðslukortagögnum benti til samdráttar

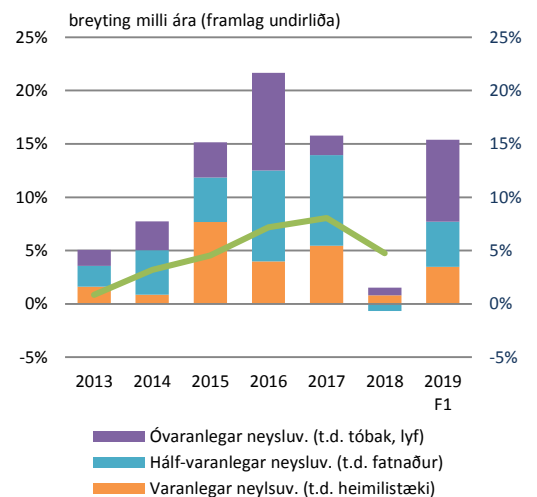
Ein besta skammtíavísbendingin um þróun neyslu íslenskra heimila eru upplýsingar um greiðslukortaveltu sem Seðlabankinn birtir mánaðarlega á heimasíðu sinni. Þetta hefur lengst af þótt áreiðanleg skammtíavísbending um neysluþróun heimilanna. Tölur Seðlabankans sýndu þannig að síðustu 6-9 mánuði hafði verulega hægt á vexti greiðslukortaveltu Íslendinga innanlands og jafnvel var farið að bera á samdrætti undir lok síðasta árs. Þessar upplýsingar reyndust ekki áreiðanlegar. Seðlabankinn hefur ítrekað birt leiðrétt gögn, bæði undir lok síðasta árs og eins síðustu mánuði, sem sýna meiri veltu en upphafleg gögn bentu til. Skekkjan nemur tugum milljarða króna. Uppfærð gögn benda til þess að meiri kraftur hafi verið í einkaneyslu heimila síðustu mánuði en fyrri tölur bentu til.

Engu að síður er ljóst að það hægir á aukningunni á fyrsta ársfjórðungi miðað við sama tímabil í fyrra. Þannig jókst greiðslukortavelta í verslun innanlands um 1,6% fyrstu 3 mánuði ársins en aukningin mældist 6% á sama tímabili í fyrra. Fyrri tölur Seðlabankans bentu til þess að kortaveltan hefði dregist saman um 1,7% fyrstu tvo mánuði ársins sem túlka mátti sem vísbendingu um að það stefndi í samdrátt einkaneyslu á árinu.

### Þróun innflutnings á síðasta ári rímar ekki við vöxt einkaneyslunnar.

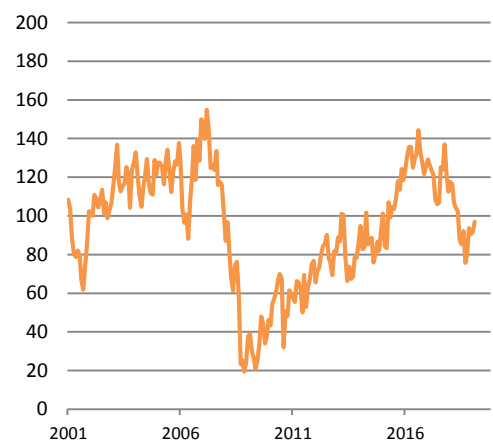
Innflutningur bifreiða dróst saman um tæp 20% á síðasta ári þegar horft er til innflutningsverðmætis á föstu gengi. Bílainnflutningur dróst saman um

### Innflutningur á neysluvörum



Fob verðmæti á föstu gengi  
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild.

### Væntingavísitala Gallup



Gildi yfir 100 sýnir að fleiri eru bjartsýnir en svartsýnir.  
Heimild: Gallup, Datamarket.

frekari 36% á fyrsta ársfjórðungi þessa árs. Innflutningur á neysluvörum jókst aðeins um 0,8% á síðasta ári þrátt fyrir 4,3% vöxt einkaneyslu samkvæmt mælingum Hagstofunnar og 5,5% fjölgun erlendra ferðamanna. Innflutningstölurnar fyrir almennar neysluvörur á síðasta ári eru í raun svo mikið frávik frá þróuninni undanfarin ár, þegar aukningin var á bilinu 15 til 22%, að við teljum líklegt að þær verði endurskoðaðar upp á við. Verði það raunin þýðir það að öðru óbreyttu að hagvöxtur á tímabilinu var minni en bráðabirgðatölur benda til.

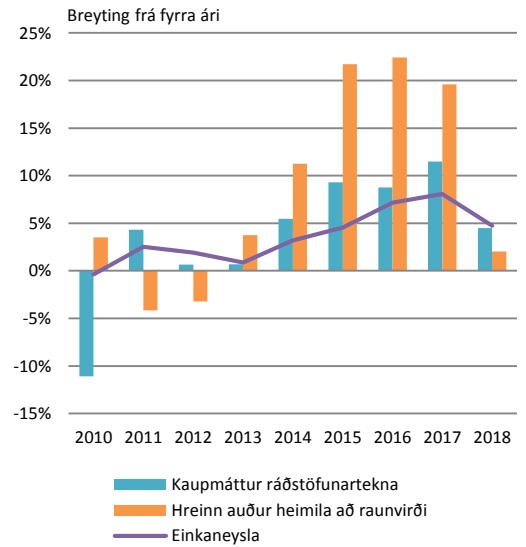
### Væntingar almennings aðeins að glæðast

Væntingavísitala Gallup var á nánast stöðugri niðurleið allt síðasta ár. Síðustu mánuði hefur vísitalan hins vegar tekið að rísa á ný og nálgast nú gildið 100, en það gefur til kynna að jafn margir svarenda séu bjartsýnir og svartsýnir. Í apríl í fyrra var samsvarandi hlutfall jákvæðra 58%.

### Eigna- og kaupmáttarþróun heimilanna sterk síðustu ár

Hækkun kaupmáttar launa og ráðstöfunartekna síðustu ár hefur verið fordæmalaus. Eins hefur hreinn auður heimila aukist samfara auknum sparnaði, niðurgreiðslu skulda og hækkun fasteignaverðs, en fasteignir eru stærsti eignaflokkur heimila. Eins er útlit fyrir að kaupmáttarþróunin verði jákvæð á næstu árum og raunverð fasteigna hækki, þótt allar líkur séu á að hækkun þessara stærða verði mun hóflegri en síðustu ár. Samantekið styðja þessir þættir við áframhaldandi vöxt einkaneyslu næstu ár en á móti vegur að gert er ráð fyrir að atvinnuleysi næstu 3 árin verði nokkuð hærra en undanfarin 3 ár. Við reiknum hins vegar með að auknum slaka í þjóðarþúinu verði mætt með töliverðri lækkun stýrivaxta sem aftur örvar einkaneyslu og fjárfestingu.

### Neysla, tekjur og auður heimila



Hreinn auður er samtala húsnæðis- og fjárhagslegs auðs heimila (utan lífeyrisréttinda) að frádregnum skuldum heimila (árslokátölur).  
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Sterkur vinnumarkaður gefur eftir – atvinnuleysi eykst

Samkvæmt tölum Hagstofunnar er áætlað að 208 þús. manns hafi verið á vinnumarkaði í mars 2019, sem jafngildir 82% atvinnuþátttöku. Af þeim voru um 203 þús. manns starfandi og 6 þús. atvinnulausir. Atvinnuleysi var því 3% af mannafla, sem var svipað og mánuðina þar á undan.

### Skráð atvinnuleysi þokast upp á við

Hér á landi eru til tvær mælingar á atvinnuleysi, hjá Hagstofu Íslands og hjá Vinnumálastofnun. Þessar mælingar eru ólíkar og gefa því mismunandi niðurstöðu. Niðurstöður Hagstofunnar byggja á mánaðarlegri úrtakskönnun þar sem fólk er spurt um stöðu sína. Tölur Vinnumálastofnunar sýna hversu margir eru skráðir atvinnulausir og njóta atvinnuleysisbóta.

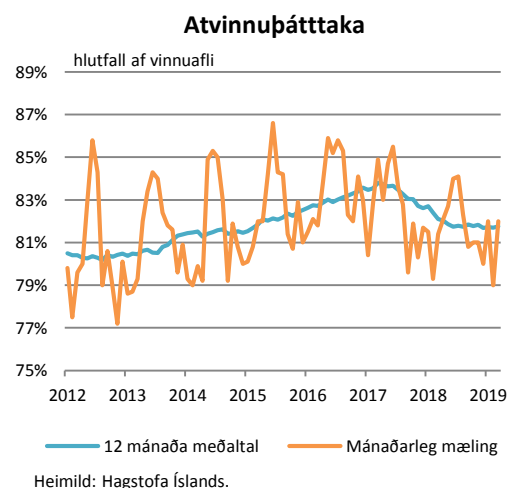
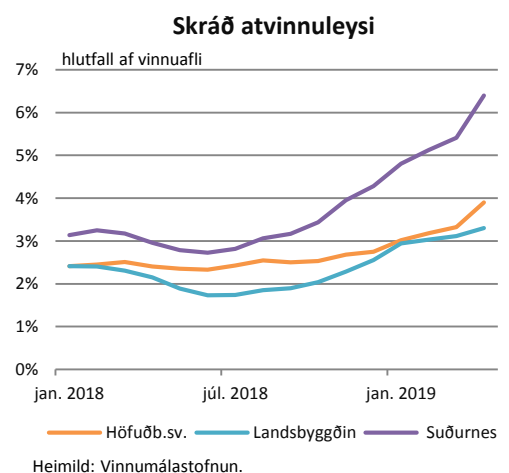
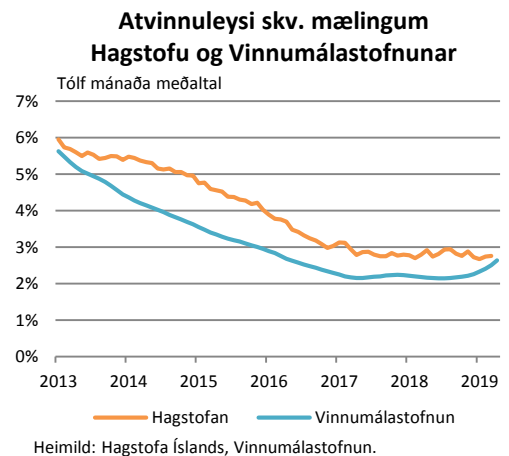
Atvinnuleysi samkvæmt mælingum Hagstofunnar hefur ekki aukist síðustu mánuði. Skráð atvinnuleysi samkvæmt mælingum Vinnumálastofnunar hefur hins vegar aukist töluvert á síðustu mánuðum, eða um heilt prósentustig frá því í desember 2018, úr 2,7% í 3,7%. Atvinnuleysi hefur aukist mest á Suðurnesjum frá því í desember, eða um 2,1 prósentustig og þar á eftir á höfuðborgarsvæðinu, um 1,2 prósentustig. Breytingar á öðrum svæðum eru mun minni.

Sé litið á 12 mánaða hlaupandi meðaltal hefur atvinnuleysi samkvæmt mælingum Hagstofunnar verið nokkuð stöðugt í næstum tvö ár. Tölur Vinnumálastofnunar um skráð atvinnuleysi hafa hins vegar hækkað nokkuð á síðustu mánuðum. Skráð atvinnuleysi var þannig 3,7% nú í apríl samanborið við 2,3% í apríl 2018.

Reiknað var með fjölda uppsagna í tengslum við gjaldþrot WOW air, og samkvæmt Vinnumálastofnun er talið að alls hafi um 1.600 manns fengið uppsagnarbréf í marsmánuði. Hefðu þeir allir farið á atvinnuleysissskrá hefði skráð atvinnuleysi strax farið upp í kringum 4%. Hluti þessara starfsmanna hefur gengið tiltölulega hratt til annarra starfa og hluti þeirra á ekki rétt á atvinnuleysisbótum.

### Atvinnuþátttaka minnkar áfram

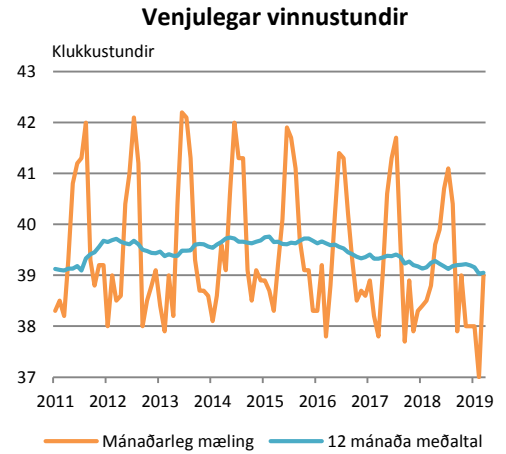
Atvinnuþátttaka minnkaði frá vori 2017 fram á mitt ár 2018 og var 81% á 1. ársfjórðungi í ár samanborið við 80,7% á sama tíma í fyrra.



Sé litið á 12 mánaða meðaltal dróst atvinnuþátttaka saman um 0,3 prósentustig frá mars 2018 til sama tíma 2019. Á þennan mælikvarða er atvinnuþátttaka nú svipuð og var í upphafi ársins 2015. Þá tók hún að aukast mikið en dróst síðan saman aftur á síðasta ári.

### Vinnutími stöðugur

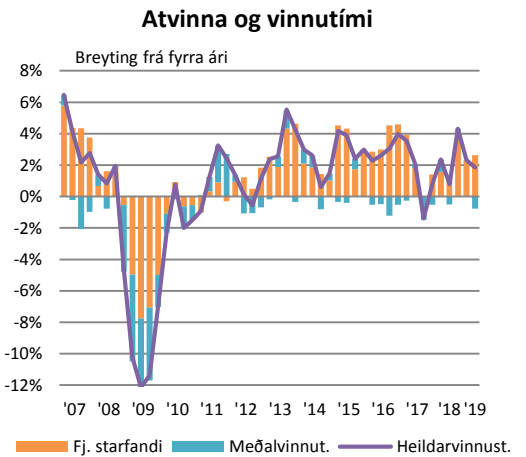
Vikulegar vinnustundir voru að jafnaði 38 stundir á fyrsta ársfjórðungi í ár og hafði fjölgað um 0,4 frá sama tíma í fyrra. Sé miðað við 12 mánaða meðaltal var vinnutíminn í mars 0,1 stund styttri en í mars 2018 og hefur hann verið mjög stöðugur á þann mælikvarða allt síðasta ár.



Heimild: Hagstofa Íslands.

### Enn aukning á vinnuafslnotkun

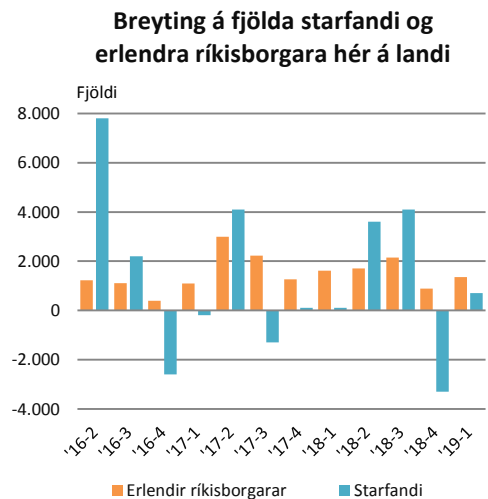
Séu breytingar á fjölda starfandi og vikulegum vinnutíma teknar saman jókst vinnuafslnotkun samfellt á árinu 2018 og einnig á 1. ársfjórðungi 2019. Meginskýringuna er að finna í sífellt auknum fjölda starfandi á vinnumarkaði. Þannig jókst fjöldi unninna stunda um 2,3% á 4. ársfjórðungi 2018 og 1,8% á fyrsta ársfjórðungi í ár. Þessi aukning er skýrt merki um sterkan vinnumarkað. Þess er þó að vænta að þessar tölur leiti frekar niður á við í takt við meiri slaka á vinnumarkaði.



Ársfjórðungsleg gögn  
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Útlendingar skipta miklu máli

Mikill kraftur hefur verið í innflutningi erlends vinnuafls á síðustu árum. Frá fyrsta ársfjórðungi 2016 til og með fyrsta ársfjórðungs 2019 voru aðfluttir erlendir ríkisborgarar umfram brottflutta á aldrinum 20-59 ára alls um 17.700 samkvæmt tölum Hagstofunnar. Séu tölurnar réttar ætti þeim að hafa fjölgað um þessa tölu á tímabilinu. Samkvæmt öðrum tölum Hagstofunnar hefur erlendum ríkisborgurum hér á landi fjölgað um u.þ.b. 18 þúsund manns þannig að þar er um ágætt samræmi að ræða.



Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild.

Á sama tíma hefur starfandi fólki samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fjölgað um 15.300 manns. Það lítur því út fyrir að erlent starfsfólk eigi stóran hlut í fjölgun starfandi fólks á þessu tímabili.

### Aukin svartsýni stjórnenda fyrirtækja

Niðurstöður síðustu könnunar Gallup frá því í vetur meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins

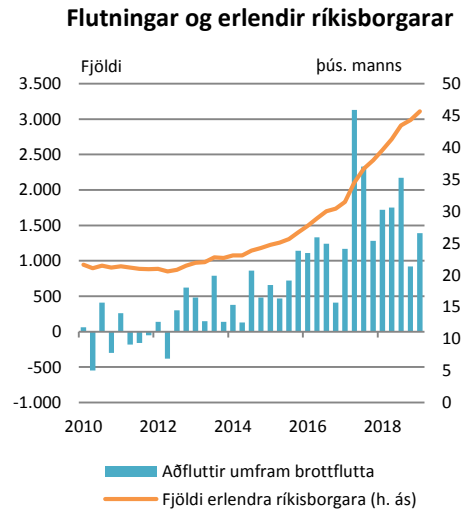


gáfu til kynna mun lakara mat á aðstæðum í atvinnulífinu en könnunin hefur sýnt allt frá árinu 2014 og verður spennandi að sjá í næstu könnun hvort nýgerðir kjarasamningar bæti eitthvað þar úr.

### Nýir kjarasamningar hafa dregið úr óvissu

Það er nokkuð ljóst að mikil óvissa um framgang kjarasamninga hafði áhrif á væntingar og stöðu mála á vinnumarkaði. Við óvissuna bættust síðan ýmis neikvæð tíðindi eins og loðnubrestur, erfiðleikar á byggingamarkaði og gjaldþrot WOW air.

Væntingar kunna að hafa batnað, en ljóst er að atvinnuleysi mun aukast eitthvað á næstu misserum, þó ekki eins mikið og reikna mátti með á tímabili. Hagfræðideild reiknar með að skráð atvinnuleysi verði 4,5% í ár, 4% á árinu 2020 og 3,5% á árinu 2021.



## Launapróun áfram með svipuðum hætti

Samkvæmt tölum Hagstofunnar hækkaði launavísitalan um 5,6% milli ára í mars, en það er minnsta ársbreyting frá því í maí 2015. Hækkunartaktur launa á ársgrundvelli hafði verið nokkuð stöðugur í rúmlega 7% í u.þ.b. ár, frá vori 2017 fram á vor 2018, en lækkaði þá niður í kringum 6% og hefur lækkað eilítið síðan.

### Kaupmáttur minnkar ekki

Kaupmáttur launa hefur verið stöðugur undanfarna mánuði, og var 2,5% meiri í mars 2019 en í mars árið áður. Frá áramótum 2014/2015 hefur kaupmáttur launa aukist um tæp 24%, eða u.þ.b. 6% á ári. Það er verulega mikil aukning, bæði sögulega séð og í samanburði við önnur lönd. Á árum áður var staðan oft sú að sú aukning kaupmáttar sem náðist í upphafi samningstímabils var horfin í lok þess, og stundum gott betur. Síðasta samningstímabil er einstakt að þessu leyti, bæði hvaða árangur hefur náðst og hversu vel hefur tekist að varðveita kaupmáttinn.

### Nýgerðir kjarasamningar

Í byrjun apríl náðust kjarasamningar milli stærstu félaganna innan ASÍ og samtaka atvinnulífsins. Samningarnir fólu í sér krónutöluhækkunar, ákvæði um styttingu vinnutíma og þar að auki gaf ríkisstjórnin út yfirlýsingu um bætt kjör á ýmsum sviðum, m.a. lækkun skatta.

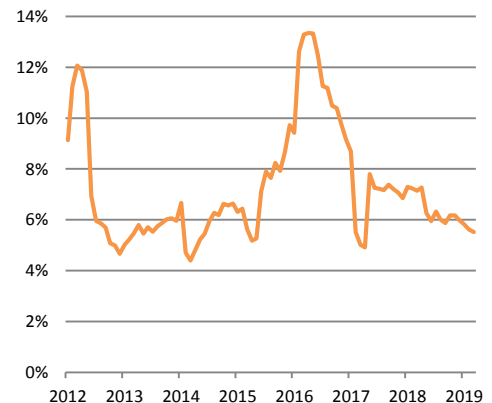
Samningurinn er til tæplega fjögurra ára, til 1. nóvember 2022. Launahækkunar eru með tvennum hætti, annarsvegar 90 þús. kr. hækkun á kauptöxtum á öllu tímabilinu og hinsvegar 68 þús. kr. hækkun launa á öllu tímabilinu. Síðar hafa iðnaðarmenn innan ASÍ samið með svipuðum hætti og virðist sem samningurinn verði fyrirmynd fyrir aðra samninga á almenna markaðnum.

Ætla má að áhrif beinna launahækkana vegna samningsins verði að meðaltali 3-4% á ári og með spá um hóflegt launaskrið í kjölfarið mun launavísitalan hækka eitthvað meira, en þó verða hækkunar nokkuð lægri en var að jafnaði á síðasta samningstímabili.

### Skattkerfisbreytingar munu skipta máli

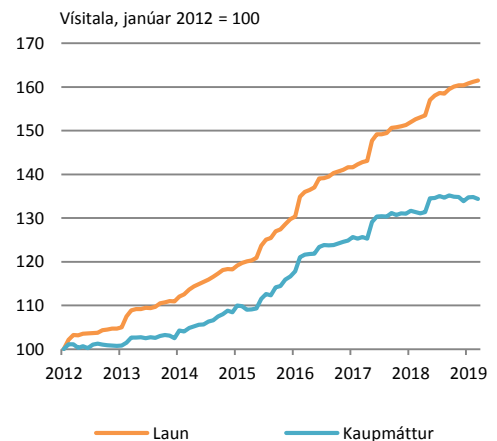
Samkvæmt yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar er stefnt að því að koma á fót þriggja þrepa skattkerfi með nýju

12 mánaða hækkunartaktur launa



Heimild: Hagstofa Íslands.

Launapróun og kaupmáttur



Heimild: Hagstofa Íslands.

lágtekjuþrepi. Miðað er við að þær breytingar muni lækka skattgreiðslur tekjulægsta hópsins um 10 þúsund krónur á mánuði. Gert er ráð fyrir að frumvarp um þessar breytingar verði lagt fram í haust þannig að nákvæmar útfærslur eru ekki komnar fram.

Sé litið einangrað á áhrif kjarasamningsins á fyrsta rúma árinu, þ.e. tvær fyrstu launahækkarnar og áætlaðar breytingar á tekjuskatti miðað við 350 þús. kr. mánaðartekjur segir lauslegt mat að launin muni hækka beint um 11,7% og ráðstöfunartekjur um 12,9% á þessu rúma ári, verði skattbreytingarnar komnar til framkvæmda. Miðað við verðbólguþrá mun þetta fela í sér verulega kaupmáttaraukningu fyrir hópa með tekjur á þessu bili.

### Fjöldi kjarasamninga eftir

Þrátt fyrir að kjarasamningar á almenna markaðnum séu stór áfangi verður ekki fram hjá því litið að nær allur opinberi markaðurinn er nú með lausa samninga og í lok júní verða allir samningar þar lausir.

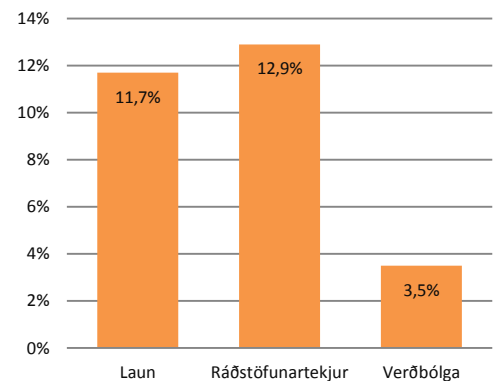
Það er engan veginn sjálfgefið að stórir hópar á opinberum markaði muni nota samningana á almenna markaðnum sem fyrirmynd. Samningaviðræður á opinbera markaðnum hafa farið hægt af stað og er þess tæplega að vænta að mikil tíðindi berist þaðan fyrr en að afloknum sumarleyfum.

### Laun stóru hópanna

Sé litið á launabreytingar stóru hópanna á vinnumarkaði á einu ári, frá 4. ársfjórðungi 2018 til 4. ársfjórðungs 2019, má sjá að launahækkarnir á almenna og opinbera markaðnum hafa verið áþekkar, eða rúm 6%. Laun starfsmanna ríkisins hækkuðu mest en laun hjá sveitarfélögum minnst. Þetta er næstum sama mynd og fyrir ári.

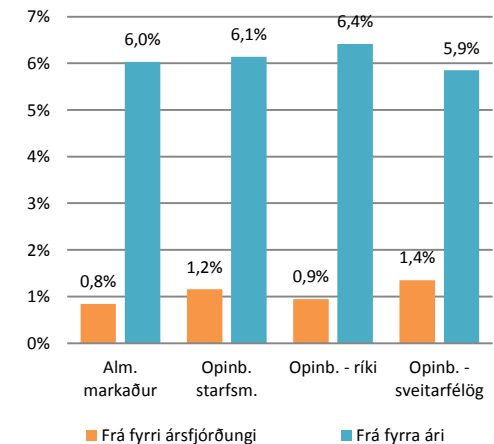
Sagan sýnir ótvírætt að launapróun á opinbera og almenna markaðnum er mjög svipuð til lengri tíma litið. Yfir styttri tímabil er alltaf um einhverjar sveiflur að ræða en þær hafa tilhneigingu til að jafnast út. Sé miðað við breytingu frá upphafi ársins 2015 höfðu laun opinberra starfsmanna hækkað um 35,4% á meðan þau höfðu hækkað um 34,6% á almenna markaðnum. Munurinn á þeim tímapunkti var einungis 0,6 prósentustig. Það má því slá því

Lauslegt mat á breytingum 350 þús. kr. tekna fram til maí 2020



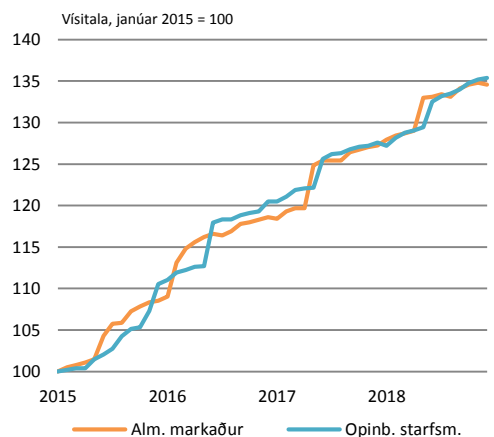
Heimild: Hagfræðideild

Launapróun hópa á vinnumarkaði á 4. ársfjórðungi 2018



Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild.

Launapróun á tveimur mörkuðum



Heimild: Hagstofa Íslands.

föstu að laun stóru hópanna á vinnumarkaði hafi að jafnaði þróast með nánast sama hætti síðustu fimm ár.

## Mjög hefur dregið úr verðhækkunum húsnæðis

Í mars hafði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um 4,3% yfir 12 mánaða tímabil. Þar af hafði verð á fjölbýli hækkað um 3,5% og verð á sérbýli um 6,6%. Meiri ró en áður hefur færst yfir fasteignamarkaðinn frá miðju ári 2017.

### Raunverð enn stöðugt

Vísitala neysluverðs án húsnæðis hækkaði um 2,4% á einu ári fram til mars 2019, eða rúmu prósentustigi minna en fasteignaverð. Raunverð íbúða á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 1,8% á þessu 12 mánaða tímabili. Horft yfir lengra tímabil hefur hófleg hækkun fasteignaverðs síðustu mánuði náð að halda nokkurn veginn í við þróun verðbólgu án húsnæðiskostnaðar. Því hefur raunverð íbúðarhúsnæðis þróast með jákvæðum hætti þrátt fyrir hóflegar hækkunir nafnverðs. Raunverð fór hæst í október 2007 fyrir hrun en lækkaði svo mikið. Það náði aftur sama stigi í apríl 2017 og hefur síðan hækkað um u.þ.b. 10%.

Hækkun raunverðs síðustu 12 mánuði er mun minni en árin tvö þar á undan. Samsvarandi tölur voru 8,0% fyrir mars 2018 og 23,1% fyrir mars 2017.

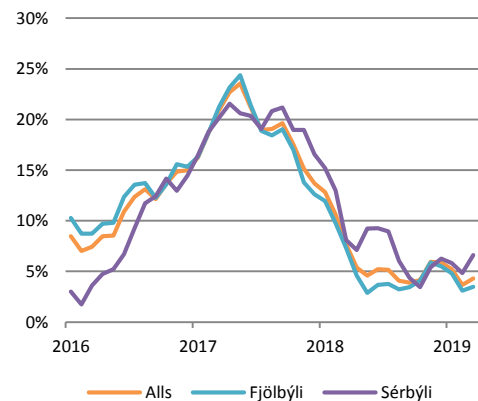
### Viðskipti áfram töluverð

Viðskipti fyrstu fjóra mánuði ársins voru að jafnaði um 5% fleiri en á sama tíma fyrir ári en ívið færri en meðalfjöldi viðskipta á öllu árinu 2018. Það má því segja að fasteignamarkaðurinn sé tiltölulega stöðugur hvað fjölda viðskipta varðar.

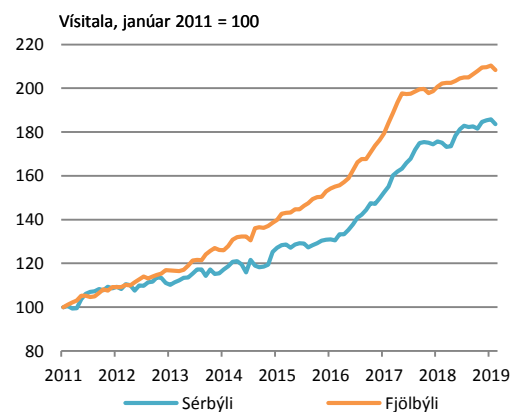
### Mun ójafnvægi skapast?

Áætlað er að samtals um 7.700 nýjar íbúðir verði fullkláraðar á höfuðborgarsvæðinu í ár og á næstu tveimur árum. Á sama tíma er talað um mikla umframeftirspurn eftir litlum og ódýrum íbúðum. Það er nokkuð víst að stærstur hluti þessara íbúða sem eru á leiðinni á markað séu of stórar og of dýrar til þess að leysa þann vanda sem fyrir er. Flestar af þeim tillögum sem hafa komið fram til þess að leysa meintan vanda snúa að því að stórauka byggingu á litlu og hentugu húsnæði. Það er því ákveðin hætta á því að framboð veigamikils hluta íbúða sem nú eru á teikniborðinu og í byggingu geti orðið mun meira en eftirspurn á næstu árum.

12 mánaða hækkun fasteignaverðs

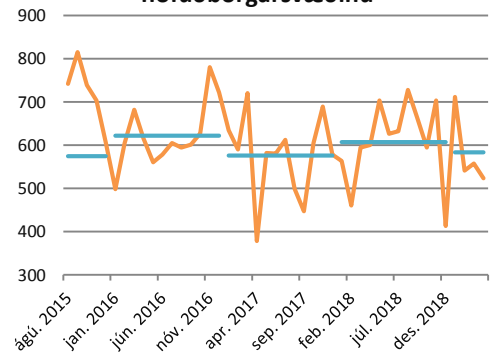


Þróun nafnverðs á höfuðb.svæðinu



Heimild: Þjóðskrá Íslands, Hagfræðideild

Viðskipti með íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæðinu



Lárétta línurnar sýna meðaltöl viðkomand ára  
Heimild: Þjóðskrá Íslands, Hagfræðideild.

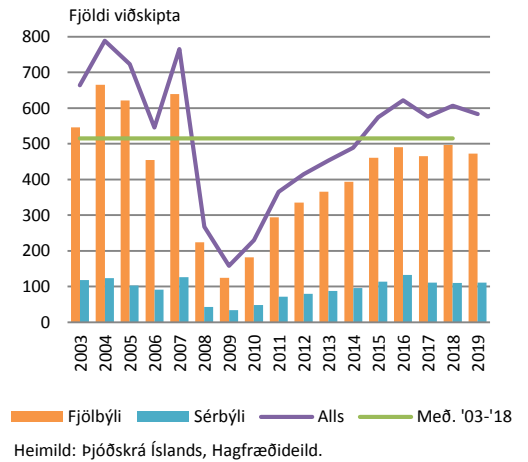
## Töluverð óvissa framundan

Nákvæm útfærsla yfirlýsinga ríkisstjórnarinnar í sambandi við húsnæðismál hefur ekki enn litið dagsins ljós, en þar voru gefin stór fyrirheit um bætta aðstæður á markaði.

Eins og áður segir er nú þegar mikið framboð af nýjum íbúðum sem ekki passa vel við ætlaðar þarfir. Komi í ljós að stjórnvöld stefni að stórfelldum byggingum á smærri og ódýrari íbúðum kann það að valda biðstöðu á markaði sem nú þegar er orðinn nokkuð þungur. Kaupmáttur ráðstöfunartekna mun ekki hækka með sama hætti á næstu árum og verið hefur, en mun þó hækka meira í neðri tekjubilum. Kaupgeta kann því að aukast þar, en í þeim tilfellum verður væntanlega um að ræða bið eftir ódýrari kostum.

Hagfræðideild reiknar með að raunverð íbúða hækki um u.þ.b. 1% árlega á næstu árum. Við gerum þannig ráð fyrir u.þ.b. 4% árlegri hækkun íbúðaverðs að jafnaði næstu þrjú ár.

Meðalfjöldi fasteignaviðskipta á höfuðborgarsvæðinu á mánuði



## Fjármunamyndun dregst saman á árinu

Rétt eins og jafnan gerist í uppsveiflum hefur fjárfesting í hagkerfinu aukist verulega síðustu ár. Fjárfesting er sveiflukennndasti liðurinn í þjóðhagsreikningum og vex jafnan hlutfallslega hratt í uppsveiflu og dregst að sama skapi hlutfallslega skarpt saman í niðursveiflum. Á síðasta ári jókst heildarfjármunamyndun í hagkerfinu um 2% og er það töluvert minni vöxtur en síðustu fjögur ár á undan, þegar vöxturinn lá á bilinu 12-21%.

Skýrist lítill vöxtur fjármunamyndunar í fyrra af samdrætti í atvinnuvegafjárfestingu en aukning varð bæði í opinberri fjárfestingu og íbúðafjárfestingu. Atvinnuvegafjárfesting dróst saman um 5,4% og er það í fyrsta sinn síðan árið 2013 sem samdráttur mælist í atvinnuvegafjárfestingu, en þá nam samdrátturinn 2%. Samdrátturinn í atvinnuvegafjárfestingu er sá mesti síðan árið 2009 þegar hann nam 52%.

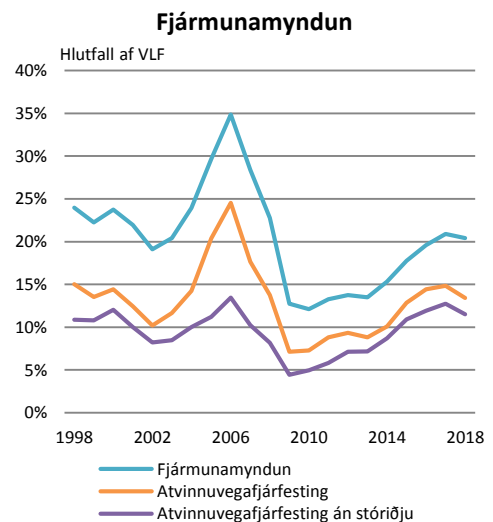
### Fjárfestingarstigið lækkaði á síðasta ári

Á síðustu árum hefur atvinnuvegafjárfesting aukist mun hraðar en hagvöxtur og því hefur hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu farið vaxandi. Árið 2017 var atvinnuvegafjárfesting (án stóriðju) um 12,2% af landsframleiðslu og hefur hlutfallið ekki verið hærra á þessari öld, ef frá er talið árið 2006, þegar það nam 13,1%. Til samanburðar var þetta hlutfall 4,3% árið 2009 en hefur aukist á hverju ári síðan þá. Vegna samdráttar í atvinnuvegafjárfestingu í fyrra lækkaði þetta hlutfall niður í 11,5% það árið og fer niður í 10,9% á þessu ári, ef spá okkar gengur eftir.

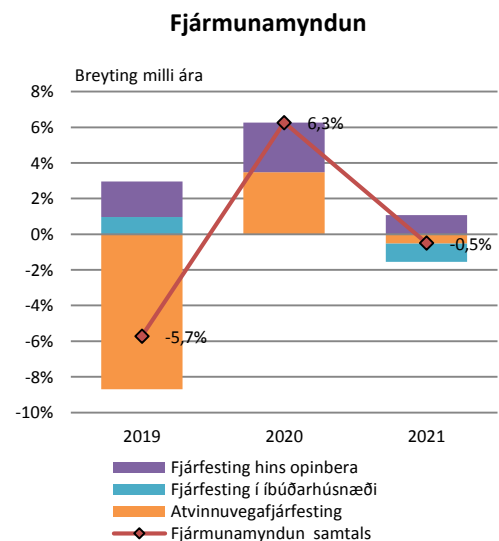
### Töluvert mikill samdráttur atvinnuvegafjárfestingar

Við gerum ráð fyrir samdrætti heildarfjármunamyndunar í hagkerfinu á þessu ári en gangi það eftir verður það í fyrsta sinn frá árinu 2010 sem það gerist. Í októberspá okkar gerðum við einnig ráð fyrir samdrætti. Spá um aukinn samdrátt nú helgast bæði af meiri samdrætti í almennri atvinnuvegafjárfestingu en einnig samdrætti í fjárfestingu í skipum og flugvélum.

Samdráttur fjármunamyndunar á yfirstandandi ári skýrist einungis af samdrætti í atvinnuvegafjárfestingu en við spáum umtalsverðum vexti í bæði fjárfestingu hins opinbera og íbúðafjárfestingu. Við spáum því að



Heimild: Hagstofa Íslands.



Heimild: Hagfræðideild Landsbankans.

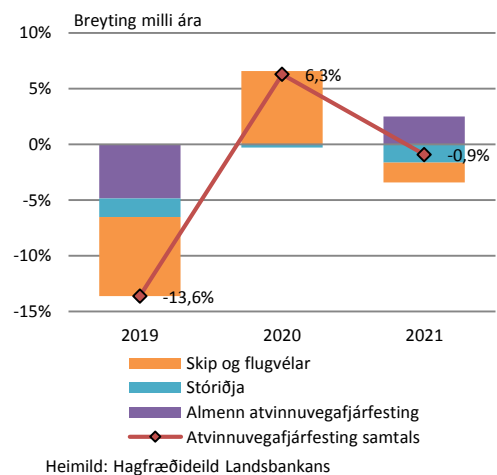
atvinnuvegafjárfesting dragist saman um 13,6% á árinu og skýrist sá samdráttur bæði af samdrætti í almennri atvinnuvegafjárfestingu en þó meira af samdrætti í fjárfestingu í skipum og flugvélum. Þann samdrátt má að mestu leyti rekja til sölu WOW air á fjórum farþegaþotum til Air Canada en salan kemur til frádráttar í fjárfestingu á skipum og flugvélum. Á næsta ári sjáum við fyrir okkur að fjármunamyndun vaxi um 6,3% og verður sá vöxtur borinn af vexti atvinnuvegafjárfestingar og fjárfestingu hins opinbera. Í fyrirnefnda tilfellinu verður vöxturinn fyrst og fremst borinn af fjárfestingu í fiskiskipum. Síðasta ár spátímabilsins sjáum við fyrir okkur lítils háttar samdrátt í fjármunamyndun, eða 0,5%. Það ár teljum við að verði samdráttur í íbúðafjárfestingu og lítils háttar samdráttur í atvinnuvegafjárfestingu, en aukning í fjárfestingu hins opinbera.

### Óvissa um þróun atvinnuvegafjárfestingar

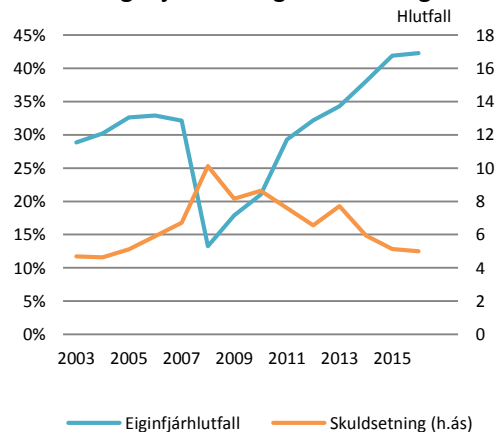
Töluverð óvissa ríkir um þróun almennrar atvinnuvegafjárfestingar á næstu misserum, sem helgast m.a. af misvísandi vísbendingum. Væntingar stjórnenda til næstu sex mánaða eru með neikvæðasta móti. Mat þeirra á núverandi stöðu hefur fallið hratt að undanfögnu og mælist nú undir 100. Á móti kemur að jarðvegur til aukinnar fjárfestingar hefur sjaldan verið jafn frjósamur. Eiginfjárstaða fyrirtækja hér á landi er með besta móti í sögulegu ljósi og skuldsetning undirliggjandi rekstrar er lág.

Við teljum hins vegar að væntingar stjórnenda muni vega mun þyngra en svigrúm þeirra til fjárfestinga, auk þess sem veiking krónunnar milli ára mun hafa nokkur áhrif til samdráttar í atvinnuvegafjárfestingu. Við spáum því að almenn atvinnuvegafjárfesting muni dragast saman um 6% á þessu ári. Það yrði líklega í fyrsta skiptið frá árinu 2010 að almenn atvinnuvegafjárfesting dregst saman milli ára. Á síðasta ári drógu fleiri geirar atvinnulífsins úr fjárfestingu sinni miðað við árið áður en þeir geirar sem juku hana. Það að hlutfall geira sem eykur fjárfestingu sína fari niður fyrir 50% hefur ekki gerst síðan árið 2010. Dæmi um stóra geira atvinnulífsins sem drógu úr fjárfestingu sinni á síðasta ári eru sala og rekstur fasteigna, byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð, matvæla- og drykkjarvöruíðnaður og fiskveiðar og -vinnsla, og að

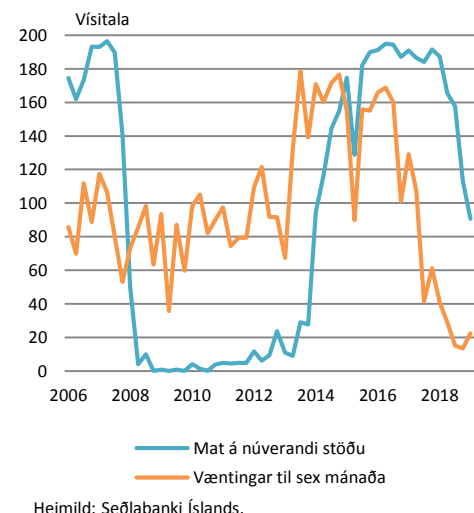
### Atvinnuvegafjárfesting



### Eiginfjárstaða og skuldsetning



### Væntingar stjórnenda





síðustu flutningaþjónusta, starfsemi ferðaskrifstofa og flutningamiðlun.

### Hvaða áhrif hefur gengisstyrkingin á fjárfestingu í hagkerfinu?

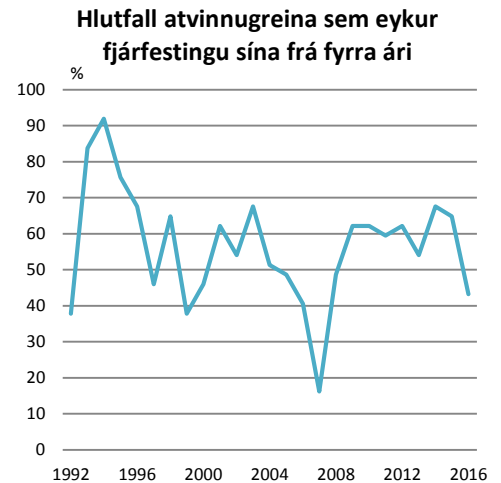
Gengi krónunnar og framtíðarþróun hennar er lykilþáttur í ákvörðun fjárfestingar hjá mörgum fyrirtækjum. Sögulega séð hefur almenn atvinnuvegafjárfesting fylgt gengisþróun krónunnar nokkuð vel. Þannig hafa jafnan farið saman aukin fjárfesting og styrking krónunnar. Þetta skýrist af því að mjög stór hluti atvinnuvegafjárfestingar felur í sér innflutning. Gengisstyrking krónu lækkar fjárfestingarkostnað í krónum talið og því hafa margir nýtt sér þau tækifæri sem falist hafa í sterkari krónu til að auka fjárfestingu. Krónan gaf talsvert eftir á síðasta ári miðað við árið áður og á það líklega sinn þátt í samdrætti atvinnuvegafjárfestingar milli ára. Meðalgengi krónunnar það sem af er ári er umtalsvert veikara en meðalgengi síðasta árs og mun það þrýsta á að almenn atvinnuvegafjárfesting dragist saman á þessu ári.

### Pungvæg sala WOW air á fjórum farþegaþotum

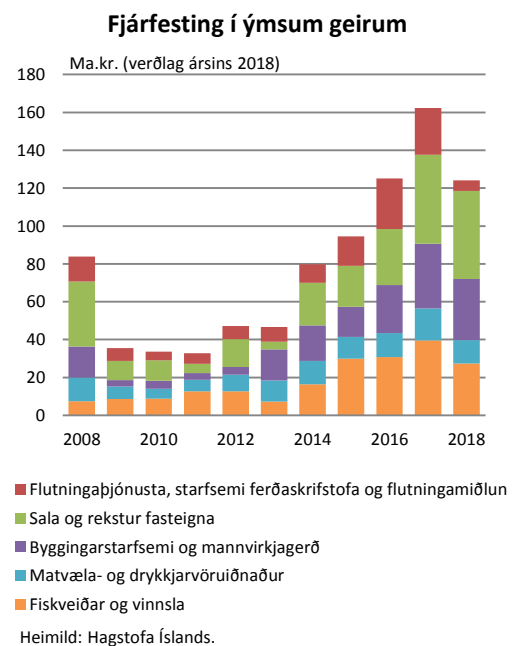
Landslagið í flugrekstri hér á landi hefur breyst mjög mikið með brotthvarfi WOW air sem hætti rekstri í lok mars. Í þeim mikla vexti sem félagið gekk í gegnum á síðustu árum var það ansi stórtækt í flugvéla fjárfestingum.

Fjárfesting í flugvélum kemur í formi innflutnings og hefur því engin áhrif á hagvöxt. Að sama skapi hefur sala flugvéla úr landi þau áhrif að draga úr fjárfestingu án þess að hreyfa við hagvexti. Nú á fyrsta ársfjórðungi mældist 17,3 ma.kr. útflutningur á flugvélum en gera má ráð fyrir að um sé að ræða þær fjórar þotur sem WOW air seldi Air Canada. Þessi sala mun hafa mikil áhrif á skipa- og flugvéla fjárfestingu fyrir þetta ár en leita þarf ansi mörg ár aftur í tímann til að finna viðlíka sölu á flugvélum úr landi.

Icelandair fékk á síðasta ári þrjár Boeing 767 Max þotur og þrjár núna í vor. Þessar vélar hafa allar verið kyrrsettar vegna vandræða með stýribúnað þeirra. Upphaflega stóð til að Icelandair myndi kaupa hluta af þessum þotum og hefðu þær þá komið sem fjárfesting inn í þjóðhagsreikninga. Þær



Heimild: Hagstofa Íslands.



Heimild: Hagstofa Íslands.

voru hins vegar keyptar og seldar jafnharðan til áframleigu og færast því ekki sem fjárfesting í þjóðhagsreikningum. Við gerum ráð fyrir að þær þrjár 767 Max þotur sem ráðgert er að félagið fái nú í sumar verði einnig teknar á kaupleigu, sem og þær vélar sem ráðgert er að félagið fái á næsta og þarnaesta ári.

### Miklu fjárfestingartímabili í fiskiskipum ekki lokið

Miklum fjárfestingakúf í íslenskum fiskiskipum á síðustu árum er ekki lokið og er gert ráð fyrir að nokkur ný skip bætist við flotann á þessu og næstu árum. Þessi fjárfesting ásamt fjárfestingu síðustu ára mun hafa haft töluvert mikil áhrif til endurnýjunar fiskiskipaflotans og lækka meðalaldur hans mikið.

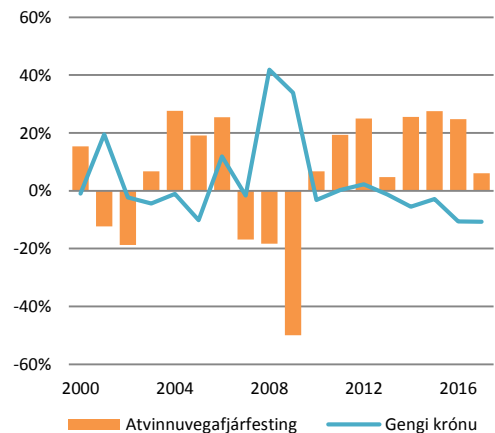
### Óvissa um stóriðjufjárfestingu

Töluverð óvissa er enn um uppbyggingu kísilverksmiðju Thorsil í Helguvík. Áætluð fjárfesting Thorsil er um 275 milljónir Bandaríkjadala, eða um 33,6 ma.kr., en ekki hefur tekist að fjármagna alla fjárfestinguna. Einhverjir lífeyrissjóðir hafa dregið sig úr fjárfestahópnum og því vantar meira fjármagn svo hægt sé að ganga í verkið.

Í spánni er gert ráð fyrir að uppbygging Thorsil verði að veruleika á næsta ári. Við teljum þó töluverða óvissu ríkja um hvort af verkefninu verði. Vænt arðsemi af verkefninu frá því að það kom fyrst fram er væntanlega nokkuð lægri í dag sökum styrkingar á gengi krónunnar sem hefur dregið úr samkeppnishæfni útflutnings. Þessu til viðbótar ættu fordæmin að hræða mögulega fjárfesta en báðar þær verksmiðjur sem reistar hafa verið, PCC á Bakka og United Silicon, hafa gengið í gegnum mikla erfiðleika í starfseminni og endaði hið síðarnefnda á því að fara í þrot. Hvort sem verður af smíði verksmiðjunnar eða ekki er ljóst að áhrifin á landsframleiðslu og hagvöxt eru fremur lítil til bæði skemmri og lengri tíma.

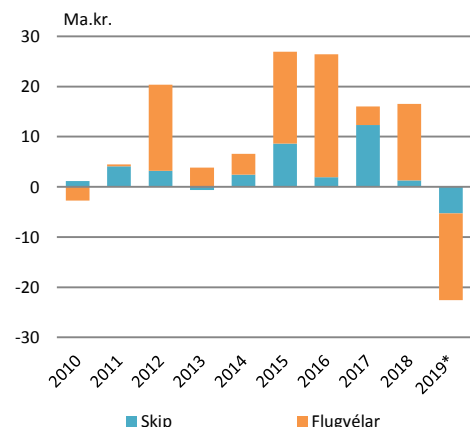
Ekki er loku fyrir það skotið að fjárfesting í United Silicon verði færð að einhverju leyti niður í þjóðhagsreikningum Hagstofunnar, enda liggur starfsemi fyrirtækisins niðri og óvíst hvort og þá hvenær starfsemi hefst að nýju. Um það hefur hins

### Gengisbreyting og vöxtur atvinnuvegafjárfestingar



Atvinnuvegafjárfesting án stóriðju  
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Nettó innflutningur á skipum og flugvélum



\*Fyrsti fjórðungur ársins. Á föstu gengi krónunnar.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

vegar ekki verið tekin nein ákvörðun og munum við ekki færa niður fjárfestingu í United Silicon að þessu sinni.

## Verður byggt allt of mikið af íbúðum á höfuðborgarsvæðinu?

Samkvæmt tölum Hagstofunnar var lokið við að byggja um 2.300 íbúðir á landinu öllu á árinu 2018, sem var rúmlega 500 íbúðum meira en árið áður. Í fyrra var hins vegar byrjað að byggja um 2.500 íbúðir sem var um 300 íbúðum minna en árið áður.

Upplýsingastreymi um byggingarstarfsemi hefur ekki batnað mikið í núverandi uppsveiflu og enn renna menn jafnt blint í sjóinn með byggingarmagn, staðsetningu og tegundir húsnæðis í byggingu og áður.

### Talningar Samtaka iðnaðarins besta heimildin

Samtök iðnaðarins (SI) hafa um árabil talið íbúðir í byggingu á höfuðborgarsvæðinu og í helstu byggðakjörnum landsins tvisvar á ári. Niðurstöður SI hafa á síðustu árum verið einu áreiðanlegu heimildirnar um byggingu íbúðarhúsnæðis.

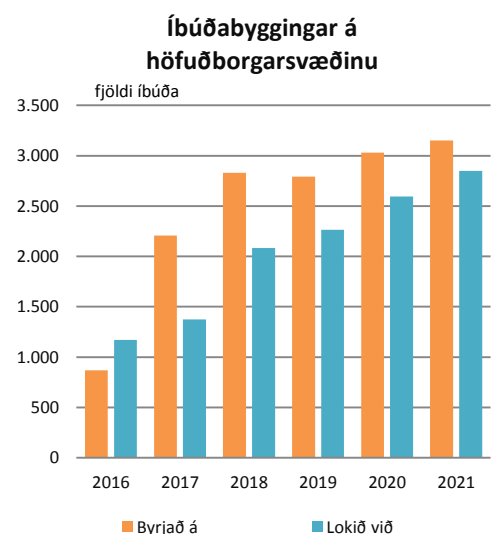
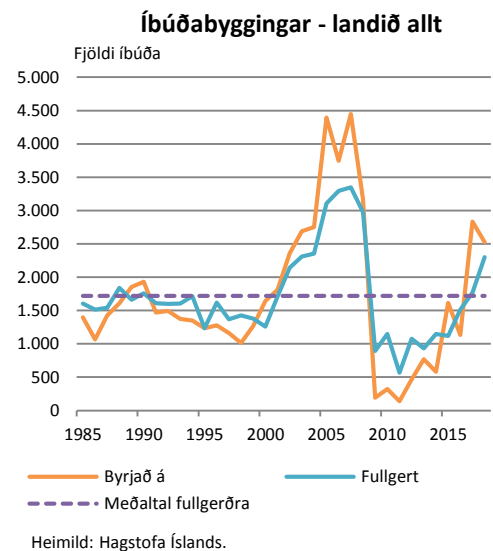
Nýjustu upplýsingar SI um byggingarmagn eru frá því í mars 2019. Samkvæmt þeim er bygging íbúðarhúsnæðis enn að aukast, en heldur hægir þó á vextinum. Þannig jókst fjöldi íbúða í byggingu sem eru fokheldar og lengra komnar um 12% frá síðustu mælingu í október 2018, en íbúðum sem ekki voru orðnar fokheldar fækkaði um 4%. Þetta bendir sterklega til þess að frekar sé verið að draga úr starfsemi en hitt. Þessi þróun sést enn betur ef einungis er litið til byggingar á fjölbýli, en þar fjölgaði íbúðum sem voru fokheldar og lengra komnar um 24%, en íbúðum að fokheldu fækkaði um 12%. Það lítur því út fyrir að verkefni í fjölbýli fari síður af stað en áður.

### Hvað er framundan?

SI hafa jafnan birt spá um byggingarstarfsemi á næstu árum í tengslum við talningar sínar.

Samkvæmt spá SI verður byrjað á örlítið færri íbúðum í ár en 2018 en þeim fjölgar svo aftur 2020 og 2021. Fullbúnum íbúðum heldur hins vegar áfram að fjölga ár frá ári.

Á þessum sex árum (2016-2021) verður lokið við að byggja um 12.300 íbúðir, eða rúmlega 2.000 á ári að jafnaði. Í vetur kom fram mat frá áttakshópi ríkis, sveitarfélaga og aðila vinnumarkaðar um að óuppfyllt íbúðarþörf væri á bilinu 5-8 þúsund íbúðir. Á árunum 2019-2021 mun verða lokið við um 7.700



2018-'20 er spá SI  
Heimild: Hagstofa Íslands, Samtök iðnaðarins.

íbúðir samkvæmt spá SI og mun það að einhverju leyti slá á þessa þörf.

### Misræmi milli eftirspurnar og framboðs

Sá vandi er augljóslega fyrir hendi að eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði er fyrst og fremst eftir litlum, ódýrum og einföldum íbúðum á meðan íbúðir sem eru í byggingu eru mun stærri og dýrari. Þó eru ekki til neinar nákvæmar opinberar upplýsingar um það.

Á árinu 2018 voru nýjar seldar íbúðir að jafnaði um 103 m<sup>2</sup> og sama staða var uppi varðandi nýjar seldar íbúðir fyrstu þrjá mánuði ársins 2019. Þetta bendir til þess að ekki sé verið að selja mikið af litlum nýjum íbúðum.

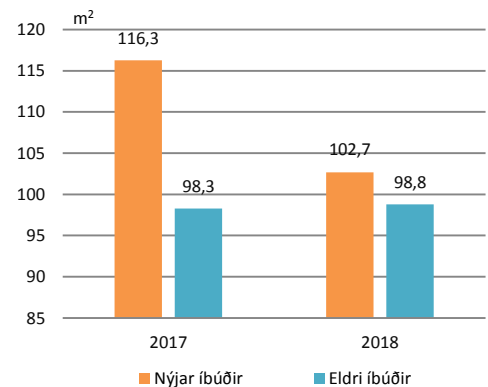
### Verð of há fyrir stóran hóp kaupenda

Samkvæmt nýlegri skýrslu starfshóps um lækkun þröskuldar ungs fólks og tekjulágra inn á húsnæðismarkað kom fram að algengt verð við kaup fyrstu íbúðar sé um 40 m.kr. Samkvæmt algengustu útlánareglum í dag kalla slík kaup á að kaupandi geti lagt fram 6 m.kr. sem eigið fé.

### Mun skapast mikið ójafnvægi?

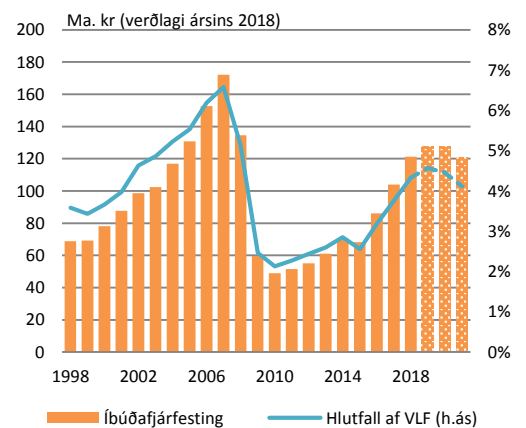
Mikil byggingarstarfsemi er nú gangi, en víða er tekið að hægja á. Hagfræðideild reiknar með 5% aukningu íbúðafjárfestingar í ár, óbreyttri stöðu á næsta ári og 5% minnkun 2020. Mikil ný byggingaráform í tengslum við yfirlýsingu vegna kjarasamninga munu hins vegar hafa mikil áhrif á framvinduna ef þau raungerast.

### Meðalstærð seldra íbúða



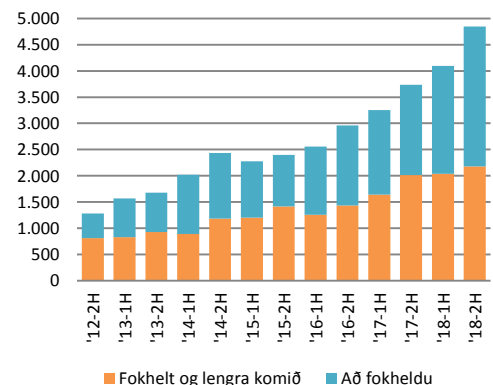
Heimild: Þjóðskrá Íslands, Hagfræðideild

### Íbúðafjárfesting



Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild. 2019-'21 er spá.

### Talningar SI á húsnæði í byggingu á höfuðborgarsvæðinu



Heimild: Samtök iðnaðarinnar

## Mikil aukning í fjárfestingu hins opinbera

Heildarfjárfestingar ríkis og sveitarfélaga jukust um 21,2% að raungildi í fyrra og 23,3% árið 2017. Aukningin á síðustu tveimur árum hefur því verið veruleg. Þetta eru þó ekki allt verklegar framkvæmdir. Afhending Hvalfjarðarganga til ríkisins á 4. ársfjórðungi taldist t.d. opinber fjárfesting, hafði mikil áhrif á tölurnar og mun einnig hafa áhrif á samanburð milli 2018 og 2019. Svipað var uppi á teningnum varðandi breytingu á lánaheimildum vegna Vaðlaheiðarganga í opinbera fjárfestingu á árunum 2016 og 2017.

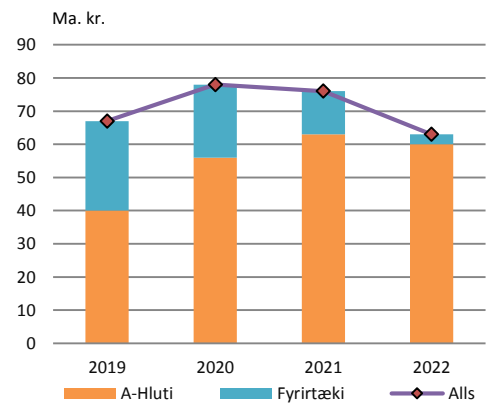
Samkvæmt fjármálaáætlun mun opinber fjárfesting verða mikil og jöfn á næstu árum. Helstu verkefni sem eru í gangi og stefnt er að eru bygging nýs Landspítala, átak í samgöngumálum, þylur fyrir Landhelgisgæsluna, Vestmannaeyjaferja og uppbygging hjúkrunarheimila, auk þess sem fjárhagsáætlanir sveitarfélaga benda almennt til aukinna fjárfestinga þeirra. Tafir og hliðrun verkefna eru þegar farin að hafa áhrif á skiptingu milli ára, t.d. töf á afhendingu Vestmannaeyjaferju.

Þörf fyrir aukna fjárfestingu í innviðum er augljós. Samkvæmt áætlunum verður lögð áhersla á aukningu opinberrar innviðafjárfestingar samhliða því sem spenna minnkar í hagkerfinu og almenn atvinnuvegafjárfesting fer minnkandi. Framlög til fjárfestinga í samgönguinnviðum hefur t.d. ekki verið meiri að raunvirði frá 1998 að undanskildum árunum 2008 og 2009. Gert hefur verið ráð fyrir að hluti arðgreiðslna frá fjármálafyrirtækjum, að hluta eða að fullu í eigu ríkisins, renni til samgönguframkvæmda.

Samkvæmt fjármálaáætlun er gert ráð fyrir að opinber fjárfesting verði 3,3% af vergri landsframleiðslu (VLF) í ár og fari svo hækkandi og verði 3,6-3,7% á árunum 2020-2021. Hagfræðideild telur líklegt að þróunin verði eitthvað hraðari, bæði vegna mikils pólitísku þrýstings á viðhald og endurnýjun innviða, en einnig vegna þess að atvinnuvegafjárfesting dregst töluvert saman og því myndast svigrúm fyrir hið opinbera.

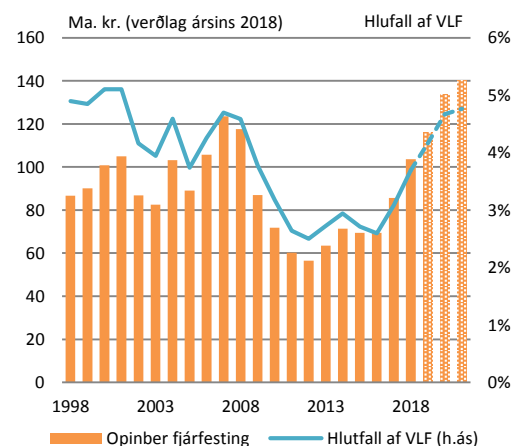
Hagfræðideild gerir því ráð fyrir að opinber fjárfesting aukist um 12% í ár, um 15% 2020 og 5% 2021.

Áætluð opinber fjárfesting skv. fjármálaáætlun



Heimild: Fjármálaáætlun 2020-2024

Opinber fjárfesting



2019-2021 er spá Hagfræðideildar  
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild.

## Starfsemi hins opinbera

*Í fjármálastefnu nýrrar ríkisstjórnar sem samþykkt var í fyrra var greinilega reynt að sigla einhvers konar meðalveg á milli annars vegar kröfu um aukin útgjöld og hins vegar afkomu opinberra fjármála sem svarar kalli laganna um opinber fjármál og kröfu styrkrar hagstjórnar í landinu.*

Útgjöld ríkissjóðs voru aukin um 7% að nafnvirði frá fyrra ári í fjárlögum ársins 2019 sem er vel umfram verðlagsþróun og aukningu landsframleiðslu. Strangur rammi fjármálastefnu og fjármálaáætlunar sem lög um ríkisfjármál kveða á um virðast þó hafa skapað meiri festu í opinberum fjármálum en hefur ríkt hér á undanförunum árum.

### Afkoma ríkissjóðs

Ríkissjóður fer með stærsta hlutverkið meðal opinberra aðila. Hvað afkomu varðar gerir fjármálastefnan ráð fyrir 1% afgangi af VLF af ríkissjóði í ár. Á árunum 2020–2022 er gert ráð fyrir að heildarafkoman fari smám saman lækkandi og verði 0,9% árin 2020 og 2021. Þessi markmið hafa lækkað eilítið á síðustu árum og nú er verið að ræða hvort þau verði endurskoðuð í ljósi þess að staðan í efnagsmálum hefur versnað. Nefnt hefur verið að samþykkja þurfi nýja fjármálastefnu í ljósi stöðunnar.

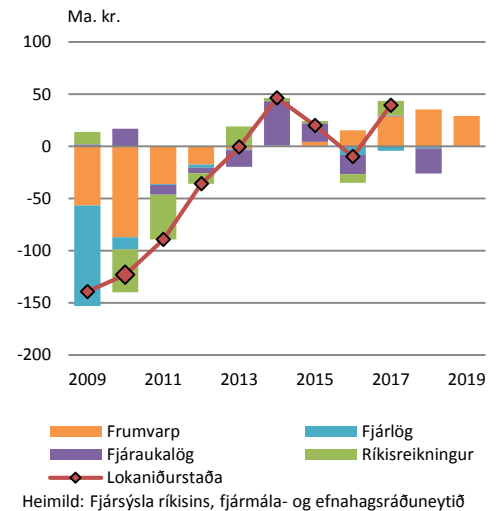
### Sveitarfélögin

Áætlað er að rekstrarafkoma A-hluta sveitarfélaga hafi verið neikvæð um 3,7 ma.kr. á árinu 2018. Samkvæmt fjármálaáætlun verður rekstrarafkoman jákvæð um rúma 5 ma.kr. í ár, eða 0,2% af VLF og um 0,2% af VLF árið 2020. Næstu ár þar á eftir er gert ráð fyrir að afgangurinn verði nokkuð stöðugur í um 0,2% af VLF.

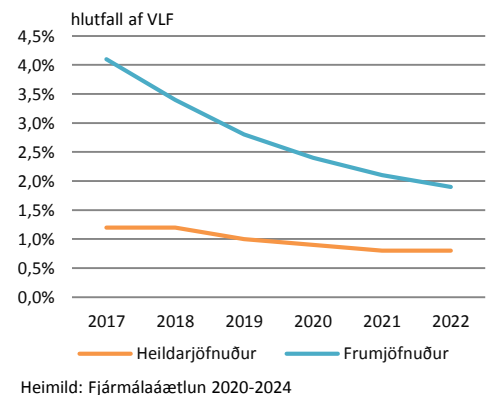
### Opinberar skuldir dragast saman

Hvað opinberar skuldir varðar er notaður annar mælikvarði í heimi fjármálastefnunnar þar sem lífeyrisskuldbindingar og viðskiptaskuldir eru undanskildar skuldum en sjóðir og bankainnstæður koma til frádráttar. Opinberar skuldir hafa minnkað mikið á síðustu árum og stefnan gerir ráð fyrir að heildarskuldir hins opinbera verði komnar undir 30% af VLF í lok árs 2020. Til þess að ná þessum markmiðum þurfa að koma til óreglulegar tekjur á næstu árum, t.d. af eignasölu og óreglulegum arðgreiðslum.

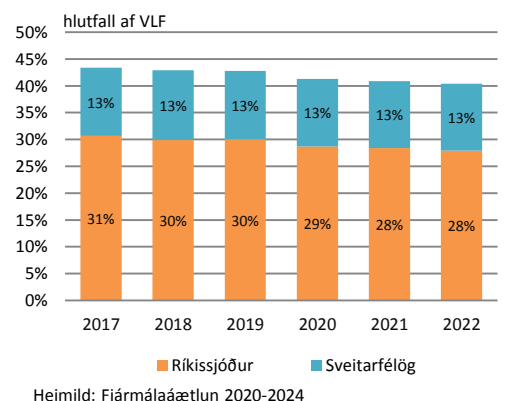
Ferill tekjujafnaðar ríkissjóðs



Afkoma ríkissjóðs



Heildargjöld ríkis og sveitarfélaga



Skuldir ríkissjóðs skipta mestu fyrir heildarmyndina. Samkvæmt áðurnefndri skuldareglu er reiknað með að heildarskuldir ríkissjóðs verði komnar undir 25% af VLF í árslok 2019 og verði að hámarki 20% af VLF í árslok 2022. Reiknað er með að á árunum 2019–2021 verði hægt að nýta tæplega 120 ma.kr. tekjur frá fyrirtækjum í ríkiseigu til að greiða niður skuldir.

Samkvæmt fjármálaáætlun er gert ráð fyrir að árlega verði greiddir aukalega 7 ma.kr. til B-deildar Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins til að mæta ófjármögnuðum skuldbindingum sjóðsins sem voru tæplega 620 ma.kr. í árslok 2017.

Vaxtagjöld ríkissjóðs hafa einnig lækkað. Skv. fjárlögum 2019 verða þau 60,4 ma.kr., sem er lækkun úr 71,2 mö.kr. 2018, eða sem nemur 15,2%.

### Vaxandi samneysla á næstu árum

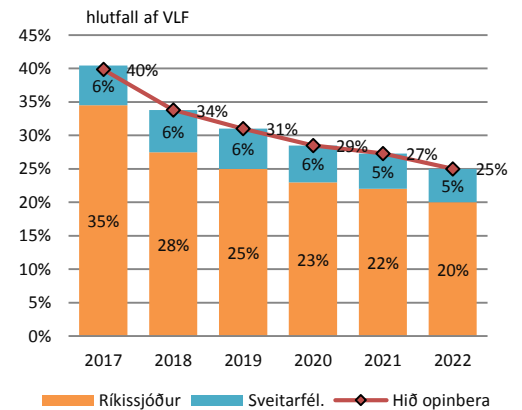
Samneysla hefur aukist verulega á síðustu árum. Þannig var raunvöxtur samneyslu 3,3% í fyrra og 3,6% 2017. Launakostnaður er stór hluti samneyslunnar og var hann rúmlega 60% í fyrra og hafði aukist úr 53% árið 2011. Aukin útgjöld til samneyslu þurfa þannig ekki endilega að fela í sér bætta þjónustu. Að þessu leyti munu komandi kjarasamningar opinberra starfsmanna skipta máli fyrir þróun samneyslu.

Fjármálaáætlun gerir ráð fyrir því að hlutfall samneyslu af VLF muni lækka nokkuð á næstu árum. Samneyslan er um 60% af útgjöldum hins opinbera og það hefur verið erfitt að halda aftur af samneyslunni á síðustu árum. Fjármálaráð hefur t.d. ítrekað bent á að ríkisstjórnin hafi ekki staðið nægilega gegn útgjaldahækkunum miðað við stöðu hagsveiflunnar.

Það vekur óneitanlega athygli hversu lítið áherslur í fjármálum hins opinbera hafa breyst á síðustu árum, þrátt fyrir mikið breytta samsetningu ríkisstjórna. Það gæti bent til þess að stjórnámálamenn séu almennt sammála um stóru myndina í fjármálum ríkisins, og við það bætist að erfitt er að sveigja mikið frá fjármálaáætlun.

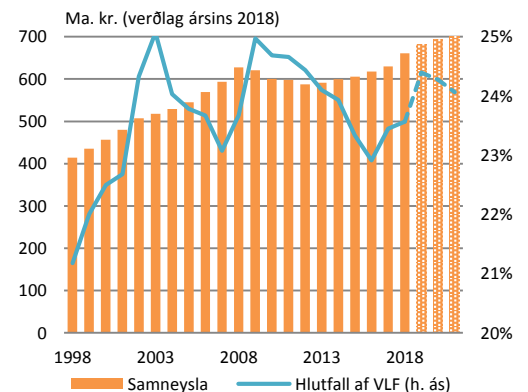
Ríkisstjórnin lofaði miklum aðgerðum í tengslum við gerð kjarasamninga í byrjun apríl. Enn sem komið er hefur ekki sést mikið um útfærslur þeirra tillagna, hvorki upphæðir né tímasetningar. Það er

### Skuldir hins opinbera



Heimild: Fjármálaáætlun 2020-2024

### Samneysla



2019 - 2021 er spá Hagfræðideildar  
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild.



hins vegar líklegt að útgjöld vegna margra komandi aðgerða verði veruleg og að ekki verði auðvelt að koma þeim fyrir innan ramma gildandi fjármálastefnu.

Hagfræðideild telur ekki líklegt að takast muni að hemja samneysluútgjöld eins mikið og stefnt er að. Samneyslan jókst að raungildi um 3,3% á síðasta ári, þrátt fyrir markmið um minni aukningu. Við teljum líklegt að samneyslan muni áfram aukast í svipuðum takti í ár og að hún aukist um 3% í ár, og 2% á árunum 2020 og 2021. Hlutfall samneyslu af landsframleiðslu mun hækka töluvert í ár en haldast nokkuð stöðugt árin 2020 og 2021.

## Gjaldþrot WOW air hefur mikil áhrif á vöxt útflutnings og þar með hagvöxt

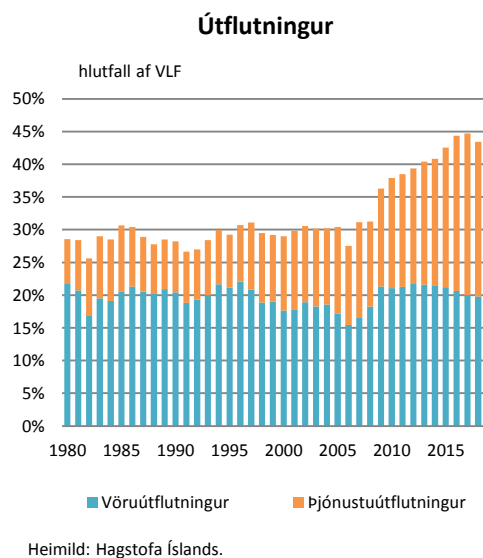
Megineinkenni núverandi efnahagsuppsveiflu hefur verið mikil aukning útflutnings en hana má að langmestu leyti rekja til þess ævintýrlega vaxtar sem verið hefur í íslenskri ferðaþjónustu á síðustu árum. Frá 1980 til og með árinu 2008 lá hlutfall útflutnings af landsframleiðslu á tiltölulega þröngu bili, 26-32%. Með gengisfallinu hækkaði þetta hlutfall strax upp í 37% árið 2009. Vöxturinn í ferðaþjónustu hefur haldið áfram að ýta undir hækkun hlutfallsins og fór það upp í 45% árið 2017. Það er rúmlega helmingi hærra hlutfall en var að meðaltali á árunum 1980 til 2008. Hlutfallið dróst örlítið saman í fyrra en var samt sem áður mjög hátt í sögulegu ljósi, eða tæp 44%. Hagvaxtarþróun hér á landi er því orðin umtalsvert næmari fyrir þróun í útflutningi landsins og þá sérstaklega gagnvart breytingum í ferðaþjónustu.

### Mikill samdráttur í ferðaþjónustu

Útflutningur jókst að raunvirði um 1,6% á síðasta ári og þarf að fara aftur til ársins 2010 til að finna minni aukningu. Vexti síðasta árs var, öfugt við fyrri ár, haldið uppi af vöruútflutningi sem jókst um 3,5%. Þjónustuútflutningur jókst einungis um 0,1% sem er minnsti vöxtur síðan árið 2008 þegar hann dróst saman um 8,3%. Skýringa á litlum vexti þjónustu má finna í því að vöxtur ferðaþjónustu reyndist töluvert minni á síðasta ári en við höfum átt að venjast á síðustu árum. Þannig nam fjölgun erlendra ferðamanna einungis 5,5%, sem er minnsta fjölgun frá árinu 2010, þegar ferðamönnum fækkaði um 1,1%. Mikinn vöxt í vöruútflutningi síðasta árs má helst rekja til mikillar aukningar í útflutningi sjávarafurða og þá helst þorski. Þá aukningu má aftur að mestu leyti rekja til minni veiða árið 2017 vegna sjómannaverkfallsins sem stóð yfir fyrstu tvo mánuði ársins.

### Mikil breyting frá októberspá

Útflutningsspáin okkar fyrir þetta ár hefur tekið miklum breytingum frá því í október og helgast það fyrst og fremst af gjaldþroti WOW air. Við spáum því nú að útflutningur dragist saman um 5,5% borið saman við 2,9% vöxt í síðustu spá. Það sem mildar áhrif brottfalls WOW air á útflutningstölurnar er að útflutningur skipa og flugvéla verður töluvert mikill. Þann útflutning má einnig rekja að mestu leyti til WOW air sem seldi Air Canada fjórar þotur fyrir um 17,3 ma.kr. í janúar. Sala á þotum kemur hins vegar til frádráttar í atvinnuvegafjárfestingu og hefur þess vegna engin áhrif á hagvöxt. Á næsta ári sjáum við



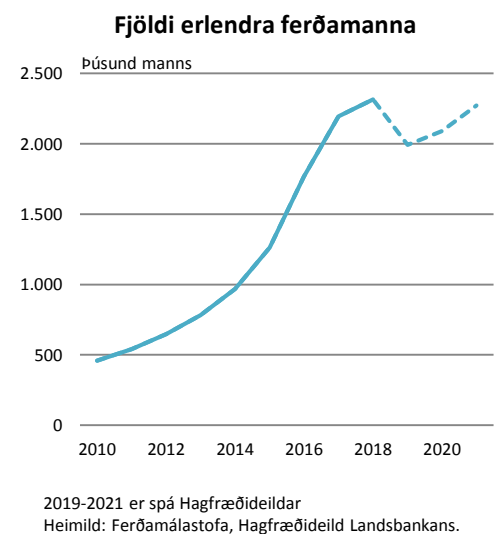
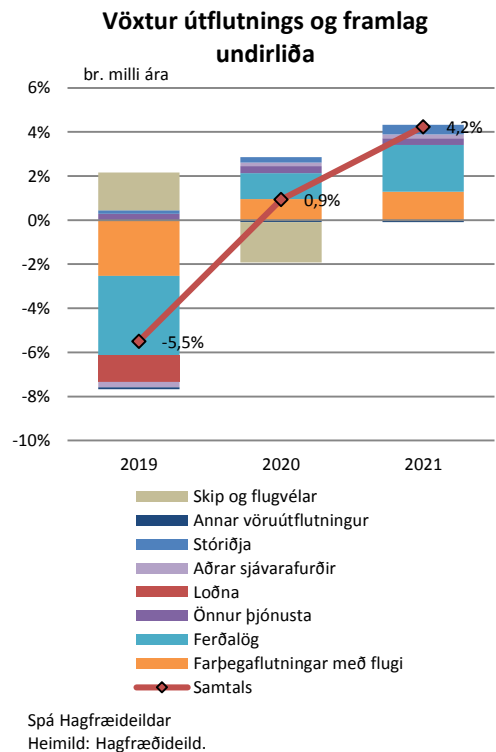
fyrir okkur jákvæðan vöxt í útflutningi upp á 0,9% og 4,2% árið 2021. Við gerum ráð fyrir vexti í ferðaþjónustu bæði árin 2020 og 2021 og hefur sú forsenda mikil áhrif á vöxt í heildarútflutningi sömu ár.

### Mikil óvissa í íslenskri ferðaþjónustu

Mikil óvissa ríkir um vöxt íslenskrar ferðaþjónustu á næstu árum. Sú óvissa snýr einna helst að flugframboði til landsins sem er mjög ráðandi þáttur í fjölda erlendra ferðamanna hingað til lands. Óvissan í sætaframboði til landsins nú í ár er fremur lítil, enda hafa bæði Ícelandair og erlend flugfélög skilað inn áætluðu sætaframboði til landsins til og með október næstkomandi. Upphaflega gerði Ícelandair ráð fyrir 13,9% aukningu sætaframboðs milli ára en þær áætlanir voru gerðar fyrir fall WOW air. Við teljum að Ícelandair muni auka framboðið meira en sem því nemur yfir árið í heild. Aukningin verður þó ekki nægileg til að vega upp þann slaka, sem gjaldþrot WOW air og minna flugframboð erlendra flugfélaga skapar. Óvissan um sætaframboðið á næsta og þar næsta ári er töluvert mikil. Hún snýr bæði að sætaframboði Ícelandair en einnig framboði erlendra flugfélaga. Ljóst er að gengi krónunnar, olíuverð og þróun farmiðaverðs, svo eitthvað sé nefnt, mun hafa áhrif þar á. Við teljum líklegt að Ícelandair sem og erlend flugfélög muni auka sætaframboð sitt á næsta ári. Aukningin verður þó hlutfallslega meiri hjá Ícelandair.

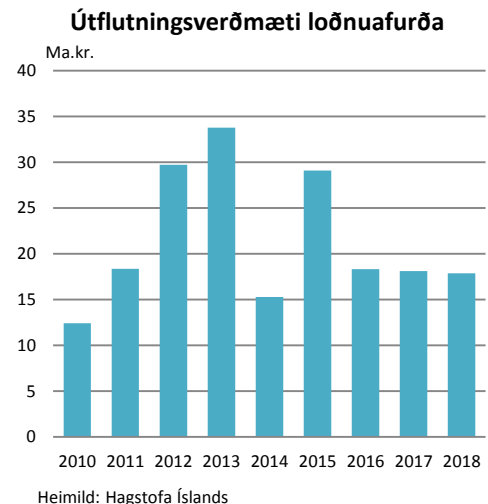
### Spáum 14% fækkun erlendra ferðamanna

Við spáum því að erlendum ferðamönnum muni fækka um 14% á þessu ári en síðan komi til 5% fjölgun á næsta ári og 8,7% fjölgun árið þar á eftir. Í hvoru tilfelli fyrir sig verður framlag Ícelandair til heildarvaxtar í fjölda erlendra ferðamanna margfalt meira en framlag erlendra flugfélaga. Við spáum 15% aukningu í sætaframboði Ícelandair á næsta ári en 10% aukningu árið eftir. Við spáum því að sætaframboð erlendra félaga vaxi um 5% hvort ár 2020 og 2021. Ef spáin gengur eftir fer fjöldi erlendra ferðamanna í tæplega 2 milljónir á þessu ári og verður þá um 14% minni en árið 2018. Á næsta ári fer fjöldinn upp í tæplega 2,1 milljón og tæplega 2,3 milljónir árið 2021 og verður þá ívið minni en þegar fjöldinn var mestur árið 2018.



Hver fjöldi ferðamanna verður ræðst þó ekki einungis af sætaframboði heldur hafa nokkrir aðrir þættir einnig áhrif:

- Flugfargjöld hafa hækkað með brotthvarfi WOW air en flugfargjöld Icelandair hafa verið umtalsvert hærri en flugfargjöld WOW air síðustu ár. Með brotthvarfi WOW air má gera ráð fyrir hærri flugfargjöldum sem mun að einhverju leyti draga úr fjölda ferðamanna hingað til lands.
- Ekki er óvarlegt að áætla að sætanýting batni a.m.k. til skemmri tíma litið með brotthvarfi WOW air. Margir eru eflaust búnir að ákveða ferðalag til Íslands og láta ekki herra flugmiðaverð stöðva sig. Til lengri tíma litið gæti herra flugmiðaverð vegna brotthvarfs WOW air dregið úr sætanýtingu þeirra flugvéla sem fljúga til landsins.
- Gengi krónunnar er töluvert veikara það sem af er ári en allt árið í fyrra. Það eykur kaupmátt erlendra ferðamanna og ýtir þannig að öðru óbreyttu undir ferðalög til Íslands.
- Um helmingur farþega Icelandair og WOW air á síðasta ári voru skiptifarþegar. Breyting í hlutfalli skiptifarþega hefur mikil áhrif á hvernig breyting á sætaframboði hefur áhrif á breytingu á fjölda erlendra ferðamanna. Hlutfall skiptifarþega Icelandair var lægra á fyrsta ársfjórðungi en á sama tímabili í fyrra og teljum við að hlutfallið hjá Icelandair yfir árið í heild verði lægra en í fyrra. Hlutfall skiptifarþega hjá erlendum flugfélögum er hverfandi.



## Loðnuveiði brást og útlitið fyrir næsta ár dökkt

Vöxtur útflutnings á þessu ári markast einnig að nokkru leyti af loðnubresti. Enginn loðnukvóti var gefinn út fyrir þessa vertíð og eru horfurnar fyrir næsta ár fremur dökkar, enda hefur nýliðun verið slök í stofninum. Þetta eru slæmar fréttir enda hefur loðnan verið einn mikilvægasti fiskistofninn þegar kemur að útflutningsverðmæti sjávarafurða á síðustu áratugum.

## Óvissa um kísilútflutning á næstu árum

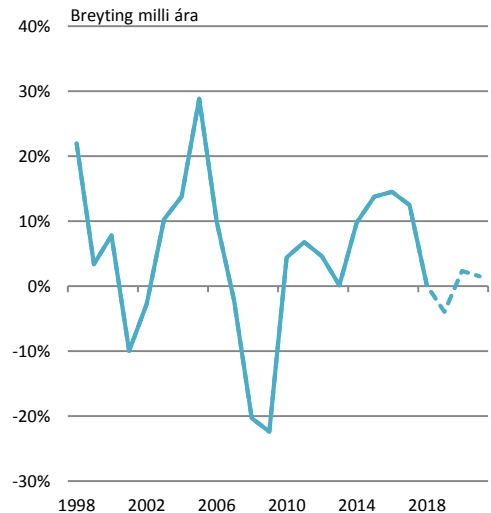
Brösuglega hefur gengið í starfsemi þeirra tveggja kísilvera sem reist hafa verið hér á landi á síðustu árum. United Silicon fór í þrot og framleiðsla PCC á Bakka hefur ekki verið án vandkvæða.

Forsvarsmenn Thorsil hafa í nokkur ár stefnt að því að reisa kísilver í Helguvík. Við gerum ráð fyrir að framkvæmdir við kísilver Thorsil hefjist á þessu ári og ef svo verður gerum við ráð fyrir að framleiðsla hefjist árið 2021. Áhrif af framleiðslu kísilvers Thorsil, þegar og ef sú verksmiðja kemst í gagnið, eru fremur lítil á heildarútflutning frá landinu.

## Innflutningur mun dragast saman á þessu ári

Innflutningur hefur aukist á síðustu árum samfara efnahagsuppganginum. Sögulega séð hefur vöxtur innflutnings hér á landi markast af vexti einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingu. Lítill vöxtur innflutnings á síðasta ári skýrist af 5,4% samdrætti í atvinnuvegafjárfestingu en vöxtur einkaneyslu reyndist nokkuð kröftugur eða 4,8%. Á þessu ári gerum við ráð fyrir 4% samdrætti í innflutningi og yrði það því í fyrsta sinn síðan árið 2009 að innflutningur drægist saman milli ára. Samdráttur innflutnings skýrist helst af því að við gerum ráð fyrir 13,6% samdrætti í atvinnuvegafjárfestingu. Einnig hefur veiking krónunnar á þessu ári þau áhrif að auka hlutfall innlendar einkaneyslu á kostnað erlendar sem dregur úr innflutningi. Á næsta ári gerum við ráð fyrir 2,3% vexti innflutnings og 1,5% árið 2021.

### Vöxtur innflutnings



2019-2021 er spá Hagfræðideildar  
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild.

## Minni hagvexti og verðbólgu spáð í viðskiptalöndum Íslands

Í spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) frá því í apríl er gert ráð fyrir nokkuð minni hagvexti og verðbólgu í helstu viðskiptalöndum Íslands en sjóðurinn spáði í október síðastliðnum. Sjóðurinn segir að eftir myndarlegan hagvöxt árið 2017 og á fyrri hluta ársins 2018 hafi alþjóðahagkerfið róast verulega á seinni hluta síðasta árs vegna ýmissa þátta sem höfðu áhrif á stærstu hagkerfi heimsins. Áhrifaþættirnir voru m.a. tollastríð milli Bandaríkjanna og Kína, minnkandi væntingar, þrengri fjármálaleg skilyrði og aukin pólitísk og fjármálaleg óvissa í mörgum löndum.

### Minni hagvöxtur á evrusvæðinu skýrir að miklu leyti minni hagvöxt viðskiptalanda

AGS gerir nú ráð fyrir að hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands verði 1,8%, sé vöxturinn veginn með hlutdeild 14 stærstu viðskiptalanda Íslands í utanríkisviðskiptum. Áður hafði sjóðurinn spáð 2,2% vexti. Verri horfur á evrusvæðinu hafa langmest áhrif til minni vaxtar en gert er ráð fyrir að hagvöxtur þar verði 1,3% á árinu. Af þessum 14 viðskiptalöndum spáir sjóðurinn nú minni hagvexti í 11 löndum en meiri hagvexti í 3 löndum borið saman við októberspána.

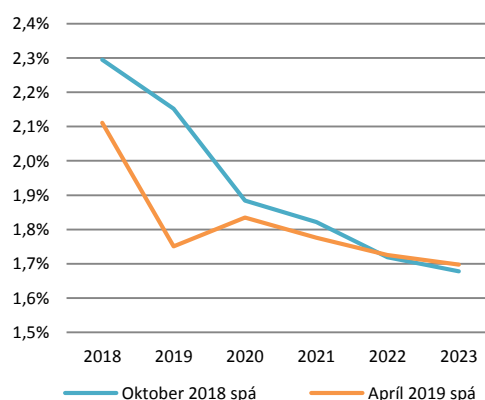
### Minni verðbólga allt spátímabilið

AGS hefur lækkað verðbólguþátt sína fyrir helstu viðskiptalönd Íslands yfir allt spátímabilið. Að meðaltali gerir sjóðurinn ráð fyrir að verðbólga verði 1,9% á tímabilinu 2019-2023 en til samanburðar spáði sjóðurinn 2,1% meðalverðbólgu á þessu tímabili í október síðastliðnum. Verðbólga verður lægri öll næstu árin sé miðað við fyrri spá frá því í október. Lægri verðbólga mun styðja við lægri verðbólgu hér á landi en umtalsverður hluti neyslukörfu íslenskra heimila er innfluttur.

### Umtalsverð lækkun á verðbólguþáttinum fyrir þetta ár

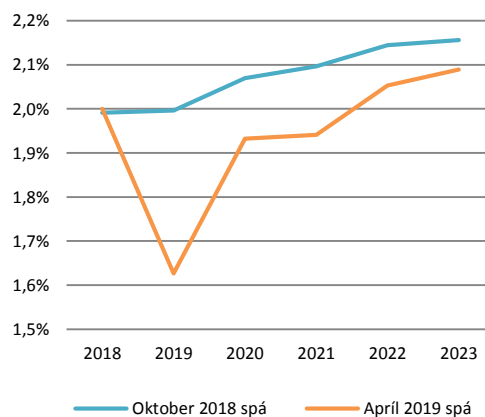
AGS spáir að á þessu ári verði verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands 1,6% en spáin frá því í október hljóðaði upp á 2%. Lægri verðbólguþáttur skýrist að mestu leyti af lægri verðbólguþátt fyrir evrusvæðið. Nú er spáð 1,3% verðbólgu á evrusvæðinu í stað 1,7% áður.

Spá um hagvöxt í viðskiptalöndunum



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Spá um verðbólgu í viðskiptalöndunum



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

## Olíuverð hefur hækkað á ný en álverð heldur áfram að gefa eftir

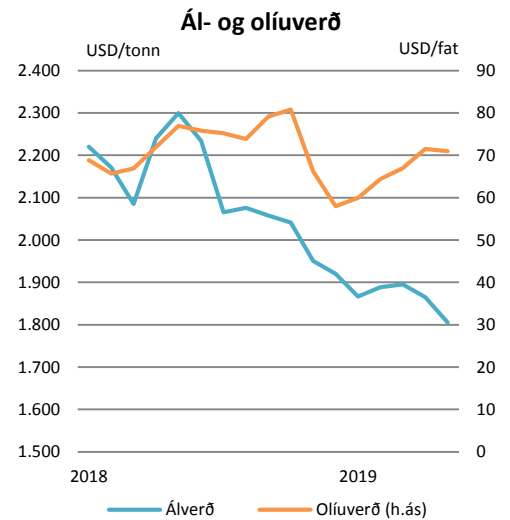
Undanfarna mánuði hefur olíuverð hækkað á ný eftir að hafa náð tímabundnu lágmarki undir 60 Bandaríkjadöllum á fatið í desember og janúar síðastliðnum.

Álverð hefur mjög merkjanlega leitað niður á við eftir að hafa náð tímabundnu hámarki í um 2.300 Bandaríkjadöllum á tonnið fyrir ári síðan.

Meðalverðið í fyrri hluta maí mældist rétt rúmlega 1.800 Bandaríkjadalir, sem er lægsta verðið frá janúar árið 2017, þegar það var 1.783

Bandaríkjadalir. Verðþróunin upp á síðkastið virðist tengd þróun á heimsmarkaðsverðum annarra málma sem hafa verið á leiðinni niður á við.

Meirihluti markaðsaðila er sammála um að eftirspurn eftir áli sé ívið meiri en framboð og þess vegna sé líklegt að verðið leiti aftur upp á við.



Brent-Norðursjávarolía  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Búumst við afgangi af viðskiptajöfnuði þrátt fyrir fall WOW og loðnubrest

*Samanlagður afgangur af viðskiptum við útlönd áráanna 2013-2017 var rúmlega 670 ma.kr., eða um 110 ma.kr. á ári að meðaltali. Þessar fjárhæðir eru háar og einsdæmi í hagsögu landsins. Viðvarandi afgangur af viðskiptum við útlönd hefur m.a. gert það að verkum að erlend staða þjóðarbúsins hefur batnað verulega á þessum árum auk þess sem Seðlabankinn hefur byggt upp veglegan gjaldeyrisforða.*

### Gerum ráð fyrir aðeins verri viðskiptakjörum í ár

Á fyrstu fimm mánuðum ársins 2019 var verð á áli í Bandaríkjadal 11,5% lægra en 2018 og verð á olíu 7,8% lægra. Olíuverð hefur hækkað nokkuð innan árs og er núna svipað og að meðaltali árið 2018.

Fyrir árið í heild gerum við ráð fyrir að verð sjávarafurða verði um 5% hærra en í fyrra, verð á áli um 10% lægra og verð á olíu um 4% lægra. Samantekið hefur þetta í för með sér nokkra viðskiptakjararýrnun og er spá okkar um viðskiptajöfnuð í ár um 10 mö.kr. lægri en ella.

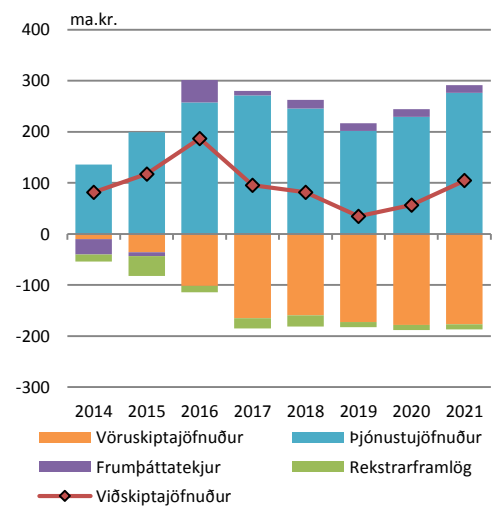
### Gjaldprot WOW air og loðnubrestur hafa áhrif

Við gerum ráð fyrir að vöru- og þjónustujöfnuður dragist saman um rúmlega 57 ma.kr. og verði 29 ma.kr. í ár í samanburði við 86 ma.kr. afgang í fyrra. Inn í þessu er útflutningur á skipum og flugvélum, m.a. sala WOW air á 4 flugvélum til Air Canada í janúar. Sé horft fram hjá þessari sölu dregst undirliggjandi vöru- og þjónustujöfnuður saman um 78 ma.kr. milli ára

### Afgangur af þáttatekjuföfnuði

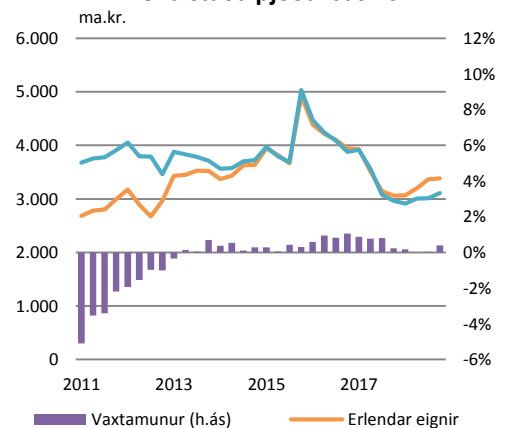
Veruleg breyting hefur orðið á hreinni erlendri stöðu þjóðarbúsins samhliða þessum mikla afgangi af viðskiptum við útlönd seinustu ár. Í lok seinasta árs var hrein staða þjóðarbúsins jákvæð um 280 ma.kr. sem er um tæplega 10% af VLF þess árs. Þar að auki hefur „vaxtamunurinn“ á erlendum eignum og erlendum skuldum dregist nokkuð saman seinustu ár. Samantekið gerum við því ráð fyrir um 15 ma.kr. afgangi af frumþáttatekjum á spátímabilinu. Við gerum hins vegar ráð fyrir um 10 ma.kr. halla af rekstrarframlögum.

Viðskiptajöfnuður



2019-2021 er spá Hagfræðideildar  
Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild.

Erlend staða þjóðarbúsins



Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild.

<sup>1</sup> Einföld nálgun þar sem við tókum mun á þáttatekjum deilt með erlendum eignum og þáttatekju gjöldum á móti erlendum skuldum.



## Spáum áframhaldandi afgangi af viðskiptajöfnuði

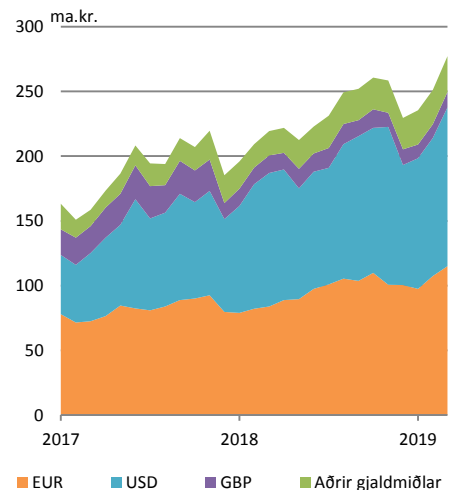
Alls gerum við því ráð fyrir 35 ma.kr. afgangi af viðskiptajöfnuði í ár, 55 ma.kr. á næsta ári og 105 ma.kr. árið 2021.

## Undirliggjandi greiðsluflæði

Helstu straumar á gjaldeyrismarkaði á spátímabilinu eru:

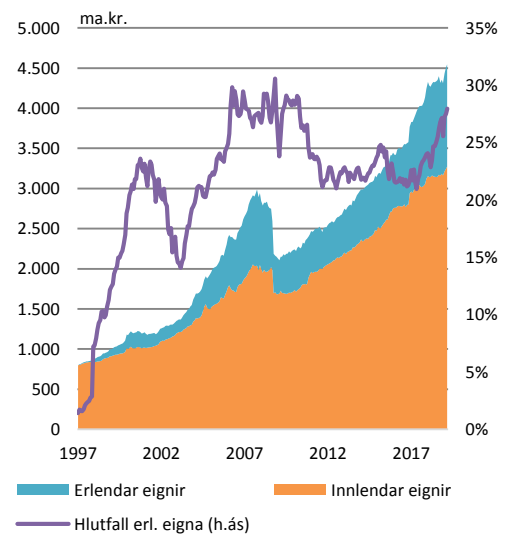
- Við búumst við að gjaldeyrisinnstreymi vegna utanríkisverslunar í ár verði nokkuð minna en afgangurinn af viðskiptajöfnuði. Skýrist það aðallega af því að ekkert gjaldeyrisinnstreymi fylgir útflutningi á skipum og flugvélum. Við búumst við að greiðsluflæði vegna utanríkisviðskipta dragist saman um kringum 80 ma.kr. milli ára og verði rétt undir 10 mö.kr. í ár.
- Hreint gjaldeyrisflæði vegna nýfjárfestinga á fyrstu 3 mánuðum ársins var 12,5 ma.kr. Í byrjun mars voru fjármagnshöft á eftirstæðum aflandskrónum losuð. Alls er um að ræða um 84 ma.kr., en útflæði vegna þessara króna hefur verið mjög lítið enn sem komið er. Við búumst við að áfram verði nettó gjaldeyrisinnflæði vegna nýfjárfestinga á spátímabilinu.
- Lífeyrissjóðir hafa verið mjög virkir á kauphliðinni á gjaldeyrismarkaði seinustu ár og í fyrra keyptu þeir gjaldeyri fyrir rúmlega 100 ma.kr.. Á fyrstu þremur mánuðum ársins hafa erlendar eignir hækkað minna en gengis- og verðbreytingar á erlendum mörkuðum. Í lok mars var hlutfall erlendra eigna í eignasafni lífeyrissjóðanna 28% en þetta hlutfall fór hæst í 30% undir lok árs 2008. Við búumst við að heldur dragi úr þessum kaupum, en þau verði áfram veruleg.
- Seinustu tvö ár hafa innlán innlendra aðila á innlendum gjaldeyrisreikningum hækkað verulega. Áframhald hefur verið á þessari þróun það sem af er ári, en við reiknum við viðsnúningi á næsta ári.
- Seinustu tvö ár hafa ný útlán viðskiptabanka í erlendum gjaldmiðlum til innlendra aðila dregist saman milli ára. Miðað við almennan samdrátt í

## Innlán innlendra aðila



Staða í lok mánaðar, allar tölur á föstu gengi (31.3.2019).  
Heimild: Seðlabanki Íslands

## Eignir lífeyrissjóðanna



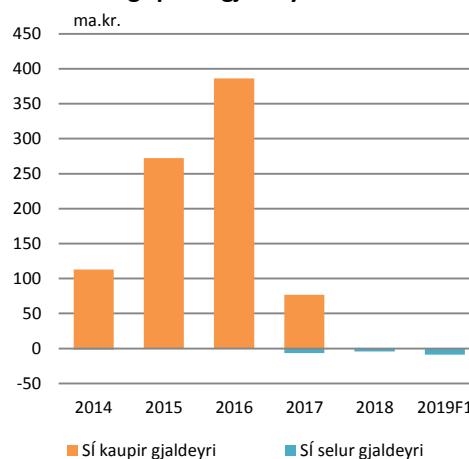
Erlendar eignir á föstu gengi (mars 2019), innlendar eignir á vöstu verðlagi (mars 2019)  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

útlutningi í ár er ólíklegt að viðsnúningur verði á þessari þróun á yfirstandandi ári.

- Eftir að hafa verið mjög virkur á kauphliðinni á evrum á gjaldeyrismarkaði hefur Seðlabankinn að mestu haldið sig til hlés það sem af er ári. Í kjölfar losunar fjármagnshafta á eftirstæðum aflandskrónum í lok mars lýsti seðlabankastjóri því yfir að bankinn myndi ekki leyfa útflæði þessara króna að hafa áhrif á gengi krónunnar og því verður þessu útflæði mætt með kaupum Seðlabankans á krónum. Gjalddeyrisforði Seðlabankans er rúmur og getur margfaldlega mætt fjármagnsútflæði vegna aflandskróna. Það er ekki alveg ljóst í okkar huga hvernig eða hvort Seðlabankinn getur greint á milli fjármagnsútflæðis vegna aflandskróna og annars útflæðis.

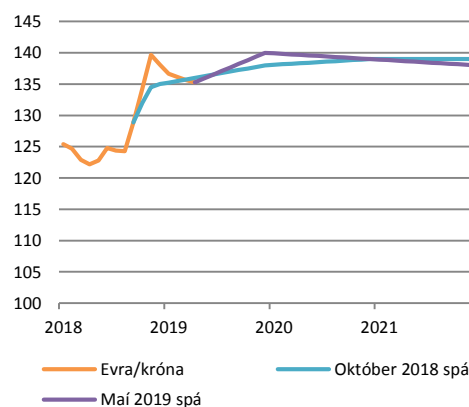
Út frá væntingum okkar á flæði á gjaldeyrismarkaði eigum við frekar von á að krónan veikist í ár, en styrkist lítillega aftur 2020 og 2021. Spá okkar gerir ráð fyrir að evran muni kosta um 140 krónur í lok árs, en lækki í 139 lok árs 2020 og 138 í lok árs 2021

Inngrip Sí á gjaldeyrismarkað



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gengi evru



Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild.

Áætlað greiðsluflæði inn á gjaldeyrismarkað

	2016	2017	2018
<b>Greiðsluflæði vegna viðskiptajafnaðar</b>	<b>195</b>	<b>102</b>	<b>88</b>
<b>Hreint fjármagnsflæði</b>	<b>20</b>	<b>-62</b>	<b>-113</b>
Hreint gjalddeyrisinnstreymi vegna nýfjárfestingar	64	103	21
Erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða	-68	-119	-109
Annað fjármagnsflæði	24	-46	-25
<b>Breyting á gjalddeyrisstöðu innlendra aðila</b>	<b>181</b>	<b>-8</b>	<b>-51</b>
Breyting á innlánum innlendra aðila í IG reikningum	29	-37	-31
Ný útlán viðskiptabanka í erlendum gjaldmiðlum til innlendra aðila	71	38	15
Breyting á gjalddeyrisstöðu - annað	81	-9	-3
<b>Gjalddeyrisviðskipti Seðlabanka Íslands</b>	<b>-386</b>	<b>-99</b>	<b>3</b>
Gengi evru í lok árs:	118,8	124,0	138,1
Breytin á gengi evru des-des	-16,0%	4,4%	11,4%

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Viðráðanleg verðbólga og lægri vextir

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,37% milli mánaða í apríl og mældist 3,3% verðbólga samanborið við 2,9% í mars. Munaði þar mest um að flugfargjöld til útlanda hækkuðu um 20,6% milli mánaða. Þessi hækkun flugfargjalda var fyrst og fremst vegna þess að páskarnir voru í apríl en flugfargjöld hækka jafnan töluvert í páskamánuði.

Verðbólgan á 4. ársfjórðungi 2018 reyndist 3,3% sem er um 0,2 prósentustig yfir því sem við spáðum í október. Verðbólgan lækkaði á 1. ársfjórðungi þessa árs þegar hún mældist 3,1% sem er 0,3 prósentustigum minna en við gerðum ráð fyrir í októberspá okkar.

### Óvíst með áhrif kjarasamninga

Þegar við unnum októberspá okkar var einn aðalóvissuþátturinn kjarasamningar sem voru þá lausir. Nýlega var skrifað undir kjarasamninga fyrir stærstu samtökin á almennum vinnumarkaði. Samið var um krónutöluhækkun. Það á eftir að koma í ljós hvort tekjuhærri hópar sætti sig við sömu krónutöluhækkun og samsvarandi lægri prósentuhækkun. Það er hins vegar ljóst að þessir samningar verða talsvert hagfelldari fyrir verðbólguþróun á spátímabilinu en áhyggjur voru um.

### Innfluttar vörur ekki lengur til lækkunar

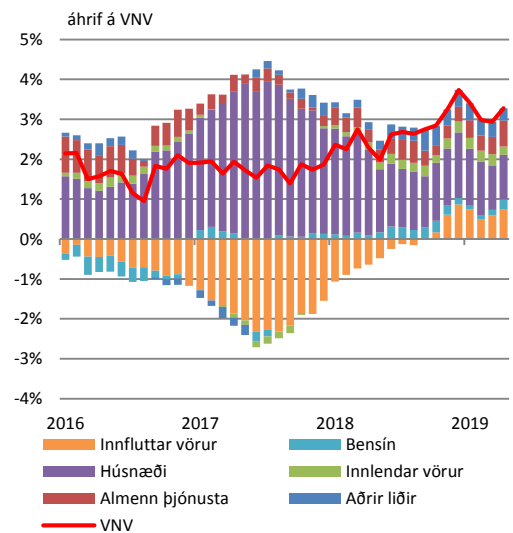
Eftir að hafa verið neikvætt samfellt síðan 2014 var framlag innfluttra vara (án áfengis, tóbaks og bensíns) til tólf mánaða verðbólgu í fyrsta sinn jákvætt í október á seinasta ári. Síðan þá hefur framlag innfluttra vara hækkað og var í apríl 0,7% til hækkunar. Horfur um þróun viðskiptakjara og gengis krónunnar næstu misseri bendir til þess að framlag innfluttra vara til verðbólgu næstu árin verði til hækkunar en þó innan hóflegra marka.

### Reiknuð húsaleiga

Seinustu ár hefur fasteignaverð verið aðaldrifkraftur verðbólgu hér á landi. Þegar mest var, sumarið 2017, var árshækkun reiknaðrar húsaleigu 24% og framlag húsnæðiskostnaðar til verðbólgu 4,1 prósentustig.

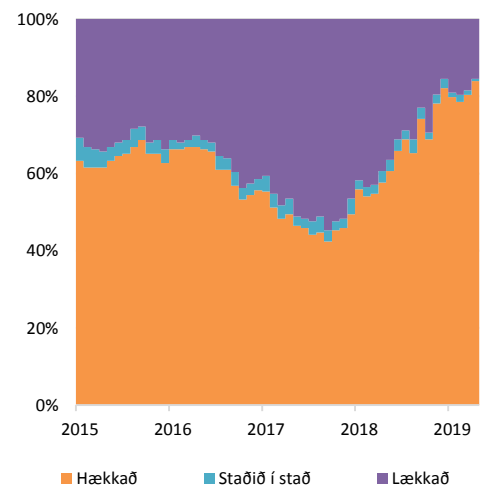
Við gerum ráð fyrir að fasteignaverð hækki að jafnaði um 4% á ári á spátímanum. Gangi það eftir

Framlag undirliða



Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild.

Breyting undirliða



Breyting á tólf mánaða tímabili  
Heimild: Hagstofa Íslands.

verður framlag hækkunar íbúðaverðs á vísitöluna á bilinu 0,6 og 0,7 prósentustig<sup>2</sup>.

### Aðeins um flugfargjöld til útlanda

Flugfargjöld til útlanda vega 1,4% í neyslukörfu Íslendinga samkvæmt nýjasta grunni Hagstofunnar frá því í mars. Þrátt fyrir vega tiltölulega lítið eiga flugfargjöld til útlanda það til að hafa mikil áhrif á verðbólguna til skamms tíma, enda á þessi liður það til að sveiflast um tugi prósent milli mánaða.

Flugfargjöld til útlanda hafa lækkað mikið síðan 2014. Framan af lækkaði þotueldsneyti samhliða lækkun flugfargjalda. Frá árinu 2016 hefur verð á þotueldsneyti á hinn bóginn hækkað verulega á sama tíma og verð á flugmiðum hélt áfram að lækka. Við gerum ráð fyrir viðsnúningi á þessari þróun og að flugfargjöld eigi eftir að hækka aftur á spátímabilinu, bæði vegna hækkunar eldsneytisverðs en einnig vegna minni samkeppni í kjölfar gjaldþrots WOW air.

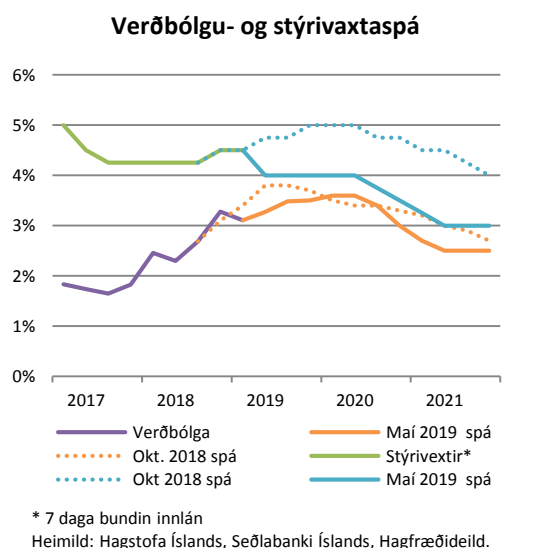
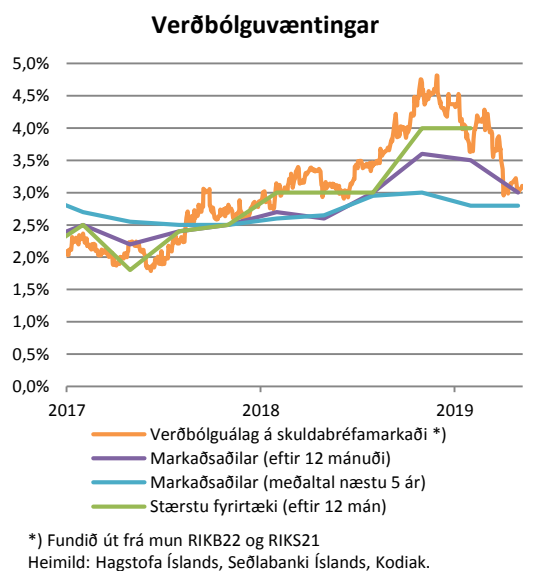
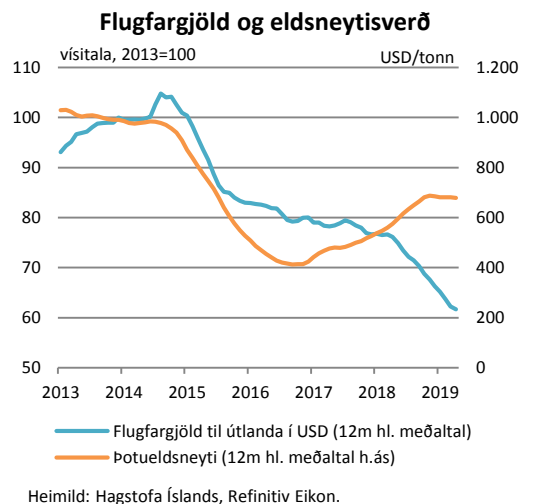
### Verðbólguvæntingar

Á síðari helmingi 2018 hækkuðu verðbólguvæntingar verulega og upp fyrir verðbólgu markmiðið, jafnt út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði, væntingakönnun markaðsaðila og skoðanakönnun Gallup meðal stærstu fyrirtækja. Væntingar virðast hafa náð hámarki á 4. ársfjórðungi, en hafa almennt lækkað nokkuð síðan þá. Verðbólguvæntingar eru þó enn yfir verðbólgu markmiði Seðlabankans.

### Spáum að verðbólgan verði talsvert yfir markmiði fram á mitt næsta ár en hjaðni svo í átt að markmiði

Við höfum fært niður langtíma verðbólgu spá okkar frá því í október. Í grófum dráttum eru þrjár líðir sem skýra breytinguna. Í fyrsta lagi lækkaði verðbólgan milli fjórðunga á 1. ársfjórðungi þvert á væntingar okkar. Í öðru lagi þá hefur krónan verið mjög stöðug þrátt fyrir gjaldþrot WOW air. Í þriðja lagi voru kjarasamningar hóflegri en við gerðum ráð fyrir í spánni í október. Við búumst nú við að verðbólgan fari hæst í 3,6% á fyrri helmingi næsta árs, en leiti síðan aftur í átt að verðbólgu markmiði.

<sup>2</sup> Í apríl breytti Hagstofan grunni vísitölnnar. Við það breyttist vægi reiknaðrar húsaleigu úr 21,3% í 16,3%. Miðað við eldri grunn hafði framlag hækkunar fasteignaverðs á vísitölnnar verið milli 0,8 og 0,9 prósentustig.

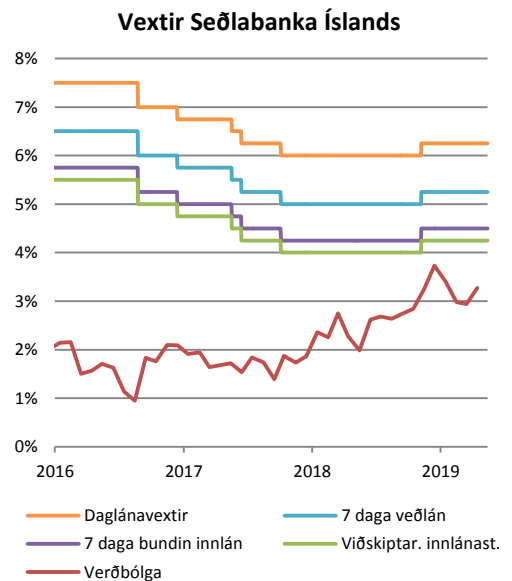


## Slaki í þjóðarbúinu kallar á lækkun vaxta

Í nóvember hækkaði peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands vexti bankans um 0,25 prósentustig. Voru meginvextir bankans eftir hækkunina, þ.e. bundin innlán til 7 daga, 4,5%. Röksemdir nefndarinnar þá voru að aukin verðbólga og hærri verðbólguvæntingar hefðu lækkað raunvexti Seðlabankans umfram það sem æskilegt væri miðað við þáverandi efnahagsástand.

Verðbólga mælist nú svipuð og í nóvember. Á hinn bóginn hafa verðbólguvæntingar markaðsaðila og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði lækkað og horfur eru á samdrætti í landsframleiðslu í ár. Við teljum því að aðstæður séu til lækkunar á stýrivöxtum. Við búumst við að fyrsta lækkunin komi strax nú í maí og að nefndin lækki vexti um 0,25 prósentustig og aftur um sömu prósentutölu í júní.

Gangi verðbólguþá okkar eftir mun verðbólgan hjaðna hratt í átt að markmiði seinni hluta næsta árs. Við það munu skapast aðstæður fyrir frekari lækkun stýrivaxta um allt að 0,75 prósentustig. Að öðru óbreyttu gerum við því ráð fyrir að meginvextir Seðlabanka Íslands verði komnir niður í 3,0% á seinni helmingi ársins 2021, einu og hálfu prósentustigi lægri en núverandi vaxtastig.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Innihald og form skjals þessa er unnið af starfsmönnum Hagfræðideildar Landsbankans hf. (hagfraedideild@landsbankinn.is) og byggist á aðgengilegum opinberum upplýsingum á þeim tíma sem greiningin var unnin. Mat á þeim upplýsingum endurspeglar skoðanir starfsmanna Hagfræðideildar Landsbankans á þeim degi þegar greiningin er dagsett, en þær geta breyst án fyrirvara.

Landsbankinn hf. og starfsfólk hans taka ekki ábyrgð á viðskiptum sem byggð eru á þeim upplýsingum og skoðunum sem hér eru settar fram, enda eru þær ekki veittar sem persónuleg ráðgjöf fyrir einstök viðskipti.

Bent skal á að Landsbankinn hf. getur á hverjum tíma haft beinna eða óbeinna hagsmuna að gæta, ýmist sjálfur, dótturfélög hans eða fyrir hönd viðskiptamanna, s.s. sem fjárfestir, lánardrottinn eða þjónustuaðili. Greiningar eru engu að síður unnar sjálfstætt af Hagfræðideild Landsbankans og innan Landsbankans eru í gildi reglur um aðskilnað starfssviða sem eru aðgengilegar á vef bankans.