

Þjóðhagur

Þjóðhags- og verðbólguþá Hagfræðideildar Landsbankans
Október 2018



Úr hröðum vexti í hægari takt

Eftir langt tímabil með kröftugan hagvöxt samfara lágrí og stöðugri verðbólgu er útlit fyrir að hægja muni verulega á hagvexti á komandi árum á sama tíma og verðbólga eykst. Efnahagshorfunar eru engu að síður jákvæðar því gert er ráð fyrir hóflegum en viðvarandi hagvexti á spátímanum. Verðbólguhorfur hafa hins vegar versnað allnokkuð þar sem gengi krónunnar hefur gefið töluvert eftir á sama tíma og viðsnúningur hefur orðið í þróun innflutningsverðs og kostnaðarþrýstingur virðist almennt fara vaxandi innanlands.

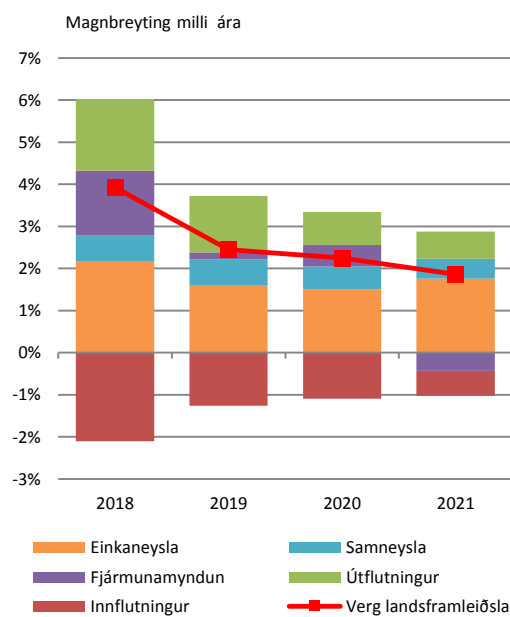
Núverandi hagvaxtarskeið er á sínu áttunda ári og útlit er fyrir áframhaldandi jákvæðan hagvöxt allt spátímabilið, sem nær út árið 2021. Við gerum ráð fyrir að hagvöxtur verði 3,9% á þessu ári, studdur vexti einkaneyslu, fjárfestinga og útflutnings. Við spáum hóflegum vexti einkaneyslu samfellt allt tímabilið. Á hinn bóginn verði framlag atvinnuvegafjárfestingar hlutlaust á þessu ári en neikvætt næstu þrjú árin. Við reiknum með nokkuð kröftugum vexti í íbúðafjárfestingu og opinberri fjárfestingu allt spátímabilið. Þá gerum við ráð fyrir u.þ.b. 3% árlegum vexti samneyslu á spátímanum og verður framlag hennar til hagvaxtar því jákvætt allt spátímabilið. Samantekið verður árlegur hagvöxtur frá og með næsta ári rétt um 2% á ári út spátímabilið. Það er svipaður vöxtur og reiknað er með að meðaltali í þróuðum ríkjum á komandi árum.

Verðbólguhorfur versna allnokkuð

Verðbólguhorfur hafa versnað nokkuð síðan við birtum uppfærða þjóðhags- og verðbólguþá til 2020 í maí sl. Við spáum nú meiri verðbólgu og gerum ráð fyrir að hún verði yfir verðbólguþá Seðlabankans allt spátímabilið.

Megindrífkraftarnir á bak við lakari verðbólguhorfur eru skörp veiking krónunnar og hækkandi

Framlag til hagvaxtar



innflutningsverð. Eldsneytisverð skiptir þar verulegu máli. Óvissan varðandi verðbólguþáttanna er töluvert meiri að þessu sinni en oft áður. Þar vegur þungt að nánast ómögulegt er að spá réttilega fyrir um þróun gengis krónunnar og olíuverðs. Aukið flökt á bæði krónunni og olíuverði gerir það verkefni ekki viðráðanlegra. Eins er mikil óvissa um niðurstöður komandi kjaraviðræðna aðila vinnumarkaðarins. Verði almennt samið um hækkun launa langt umfram framleiðnivöxt í þjóðarþúinu mun það, að öðru óbreyttu, leiða til töluvert verri verðbólguhorfa en hér er gert ráð fyrir.

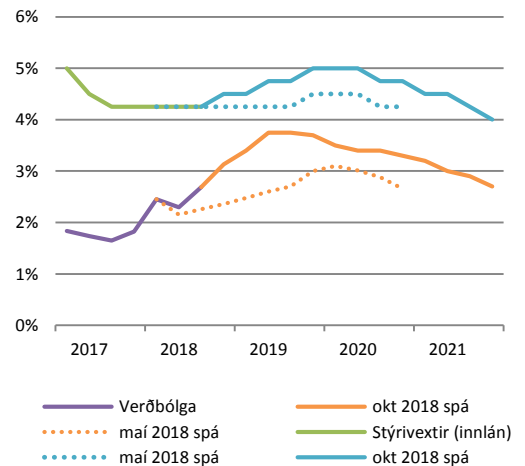
Samantekið gerum við ráð fyrir að verðbólga eigi eftir að aukast nokkuð á næsta ári og verði mest 3,75% um mitt næsta ár.

Erfiðar ákvarðanir bíða peningastefnunefndar

Eftir tiltölulega rólegt og átakalítið tímabil við stjórn peningamála síðustu ár, lengst af í skjóli fjármagnshafta, er peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands nú ákveðinn vandi á höndum. Verðbólgan er komin upp fyrir verðbólguþátt Seðlabankans, eftir næstum fjögurra ára tímabil stöðugrar verðbólgu sem hefur haldist við eða rétt undir verðbólguþáttinu. Hækkun verðbólgunnar síðustu mánuði má fyrst og fremst rekja til verðhækkana á innfluttum vörum, bæði vegna veikingar krónunnar og mikillar hækkunar á olíuverði. Ef trúverðugleiki Seðlabankans væri mikill myndi það endurspeglast í stöðugum verðbólguvæntingum til næstu fimm og tíu ára sem væru nálægt markmiðinu þrátt fyrir tímabundna hækkun verðbólgunnar vegna þátta utan áhrifasviðs Seðlabankans. Við þannig aðstæður gæti Seðlabankinn horft framhjá tímabundinni aukningu verðbólgunnar og haldið stýrivöxtum óbreyttum. Ef verðbólguvæntingarnar haldast hins vegar háar, eða hækka jafnvel enn frekar, mun peningastefnunefndin þurfa að bregðast við með hækkun stýrivaxta til að vinna á svokölluðum annarrar umferðar áhrifum vegna veikingar krónunnar og hækkunar eldsneytisverðs.

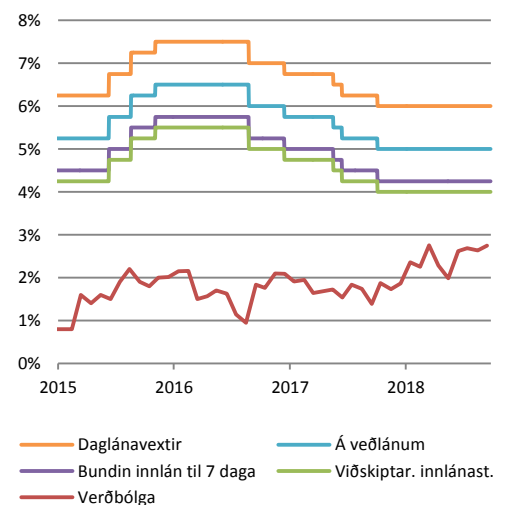
Sú þróun sem er lýst hér að ofan kemur á fremur óheppilegum tíma fyrir vaxtahækkanir. Hagkerfið er að koma út úr tímabili mikils hagvaxtar og framleiðsluspennu inn í nýtt tímabil hóflegs hagvaxtar og framleiðsluslaka. Undir venjulegum

Verðbólgu og stýrivaxtaspa



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild

Vextir Seðlabanka Íslands



Heimild: Seðlabanki Íslands

kringumstæðum, þ.e.a.s. með verðbólguvæntingum kirfilega kjölfestum við verðból gumarkmiðið í 2,5%, þá væri peningastefnunefndin líklega að setja sig í vaxtalækkunarstellingar til að mæta minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum.

Tvær reglulegar vaxtaákvarðanir eru eftir á þessu ári, í nóvember og desember. Við teljum líklegt að peningastefnunefndin ákveði að hækka vexti Seðlabankans um 0,25 prósentustig á öðrum hvorum fundinum og að meginvextir bankans, þ.e. innlánsvextir á 7 daga bundnum innlánnum, verði 4,5%. Við teljum ólíklegt að 0,25 prósentustiga vaxtahækkun verði nóg til að þrýsta verðbólguvæntingum niður í átt að markmiði og því megi búast við áframhaldandi vaxtahækkunum á næsta ári. Því teljum við að vænta megi frekari hækkunar stýrivaxta um 0,5 prósentustig á næsta ári.

Þessar vaxtahækkanir samfara auknum slaka í þjóðarbúinu ættu að bíta að fullum krafti á síðari hluta spátímabilsins. Við gerum því ráð fyrir að það hægi á verðbólgunni eftir því sem líður á spátímabilið og að hún stefni á ný í átt að verðból gumarkmiðinu í lok spátímans.

Framtíðin ætíð óviss

Efnahagsspár eru ávallt háðar mikilli óvissu sem snýr að þróun fjölda innlendra og erlendra þátta. Óvissan í spánni nú er mikil, ekki síst hvað varðar verðbólguhorfurnar. Það snýr m.a. að óvissu um gengi krónunnar, kjölfestu verðbólguvæntinga og niðurstöður komandi kjaraviðræðna aðila vinnumarkaðarins. Hvað hagvaxtarhorfurnar varðar er óvissan m.a. bundin við þróunina í ferðaðþjónustunni á næstu árum. Það er einnig óvíst að hve miklu leyti hið opinbera mun nýta sér það svigrúm sem nú er að skapast til að ráðast í opinberar framkvæmdir sem setið hafa á hakanum undanfarin ár vegna mikillar spennu í þjóðarbúskapnum.

Að lokum er fjöldi erlendra óvissuþátta fyrir utan áhrifasvið íslenska hagkerfisins, svo sem efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum okkar, 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	ma. kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári			
	2017	2018	2019	2020	2021
Verg landsframleiðsla	2.615	3,9 (4,1)	2,4 (2,4)	2,2 (2,4)	1,9
Einkaneysla	1.316	4,3 (5,5)	3,2 (3,5)	3,0 (3,5)	3,5
Samneysla	610	2,7 (2,5)	2,6 (2,0)	2,3 (2,0)	2,0
Fjármunamyndun	582	6,9 (7,4)	0,8 (5,1)	2,3 (2,3)	-1,9
Atvinnuvegafjárfesting	401	0,1 (1,8)	-2,8 (0,9)	-2,4 (-2,5)	-6,7
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	98	25,0 (20,0)	5,0 (15,0)	10,0 (10,0)	5,0
Fjárfesting hins opinbera	83	18,0 (19,0)	10,0 (10,0)	10,0 (10,0)	5,0
Þjóðarútgjöld alls	2.508	4,5 (5,2)	2,5 (3,5)	2,7 (2,9)	1,9
Útflutningur vöru og þjónustu	1.206	3,7 (4,9)	2,9 (2,6)	1,7 (2,9)	1,4
Innflutningur vöru og þjónustu	1.099	5,0 (7,4)	3,0 (5,0)	2,6 (4,0)	1,4

Stýrivextir og verðbólga	2018	2019	2020	2021
Stýrivextir (lok árs, %) - útlánaveitir	5,25 (5,00)	5,75 (5,25)	5,50 (5,00)	4,75
-innlánavextir	4,50 (4,25)	5,00 (4,50)	4,75 (4,25)	4,00
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	2,6 (2,3)	3,7 (2,7)	3,4 (2,9)	2,9
Gengi evru (ársmeðaltal)	127 (122)	137 (120)	139 (121)	139
Fasteignaverð (breyting milli árameðaltala,%)	4,3 (5,2)	4,0 (6,0)	6,0 (6,0)	8,0

Vinnuþættir	Ársmeðaltal			
	2018	2019	2020	2021
Kaupmáttur launa (breyting frá fyrra ári, %)	3,6 (4,9)	1,1 (3,1)	0,9 (1,9)	1,3
Atvinnuleysi (hlutfall af vinnuafli, %)	2,2 (2,1)	2,7 (2,1)	3,0 (2,2)	3,0

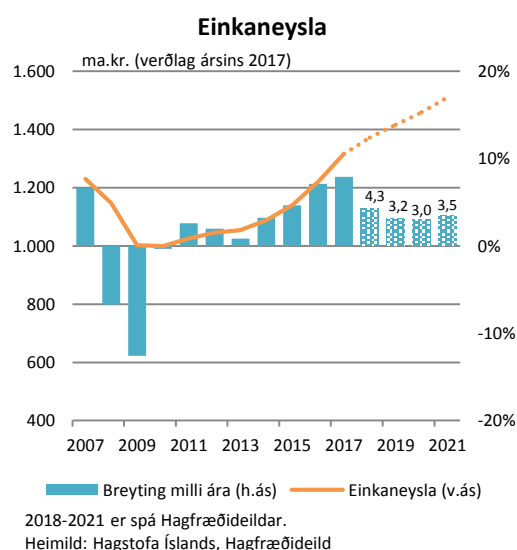
Viðskiptajöfnuður	Hlutfall af landsframleiðslu			
	2018	2019	2020	2020
Vöru- og þjónustujöfnuður	1,7 (3,1)	1,2 (2,8)	0,8 (2,3)	0,8
Viðskiptajöfnuður	1,2 (2,7)	0,7 (2,4)	0,3 (2,0)	0,3

Tölur innan sviga eru spá Hagfræðideildar frá maí 2018

Einkaneyslan hægir á sér

Einkaneysla jókst af miklum krafti í fyrra, eða um 7,9%. Á fyrri hluta þessa árs hefur heldur hægt á vextinum sem mældist þó 5,3% samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Útlit er fyrir að enn frekar hægist um á seinni helmingi ársins og við gerum ráð fyrir að vöxtur einkaneyslu á árinu 2018 í heild verði um 4,3%.

Allt bendir til þess að vaxtarhraði einkaneyslunnar hafi náð hámarki. Hann verður þó væntanlega áfram kröftugur á yfirstandandi ári en svo hægir verulega á aukningunni á næstu árum. Það skýrist fyrst og fremst af því að það dregur úr þenslu í hagkerfinu og atvinnuleysi eykst lítillega. Í kjölfarið mun hægja á fjölgun erlendra ríkisborgara, auk þess sem kaupmáttaraukning launa mun líklega verða talsvert



minni næstu þrjú ár en undanfarin þrjú ár, þegar hún var nánast fordæmalaus. Góð eignastaða heimila og lág skuldastaða mun á móti styðja við áframhaldandi vöxt.

Spá okkar gerir ráð fyrir að einkaneysla aukist um 3,2% á næsta ári, 3,0% 2020 og 3,5% 2021.

Merki um meira jafnvægi á vinnumarkaði

Síðustu ár hefur atvinnuleysi minnkað jafnt og þétt, en verulega hefur hægt á þeirri þróun, enda er atvinnuleysi orðið afar lítið. Meðalatvinnuleysi síðustu 12 mánaða samkvæmt skráningu Vinnuálastofnunar var 2,2% nú í ágúst, sama hlutfall og í ágúst í fyrra. Atvinnuleysi virðist því hafa náð lágmarki og er ólíklegt að það dragi frekar úr því.

Vinnutími var ívið lengri í ágúst en á sama tíma í fyrra. Sé miðað við 12 mánaða meðaltal hefur vinnutíminn verið mjög stöðugur síðustu mánuði, rúmar 39 stundir.

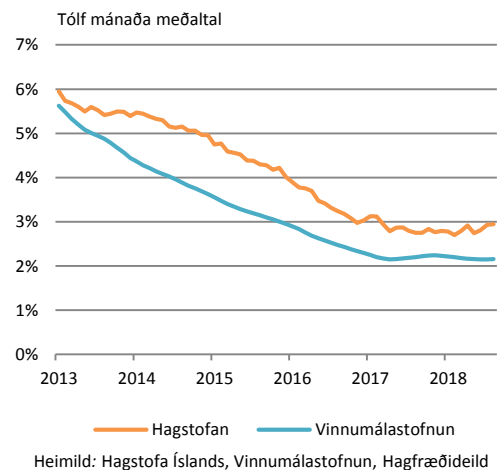
Sé litið á breytinguna milli 2. ársfjórðungs 2017 og 2018 hefur vinnutími stytst um 0,7% á meðan fjöldi starfandi jókst um 1,3%. Það þýðir að heildarvinnustundum fjölgaði um 0,6% á þessu tímabili. Á 1. ársfjórðungi fjölgaði heildarvinnustundum um 2,3%. Töluverður kraftur virðist því enn fyrir hendi á vinnumarkaðnum, þótt hann sé ekki eins mikill og á síðustu árum.

Laun hækka áfram – en í lækkandi takti

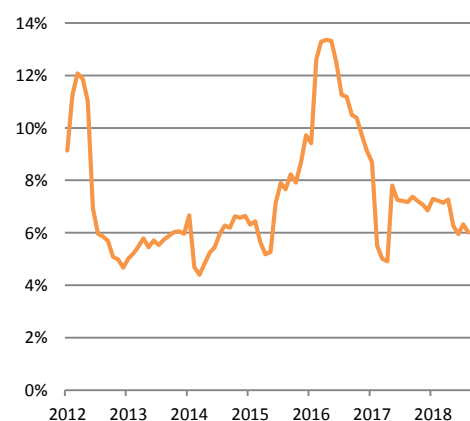
Launavísitalan hækkaði um 0,6% milli ágúst og september. Í september hafði vísitalan hækkað samtals um 5,9% á síðustu 12 mánuðum. Hækkunartaktur launa á ársgrundvelli hafði verið nokkuð stöðugur í rúmlega 7% í u.þ.b. eitt ár en hefur nú verið í kringum 6% frá því í maí. Meginskýring lækkunar á ársbreytingu vísitölunnar eru minni launabreytingar í maí í ár en í fyrra, en áfangahækkanir í almennum kjarasamningum voru í maí bæði í ár og í fyrra.

Verulega hefur hægt á aukningu kaupmáttar launa frá því sem mest var og hefur kaupmáttur verið nokkuð stöðugur frá því um mitt ár 2017. Þar sem verðlag hækkaði einungis um hálft prósent samtals í maí og júní tók kaupmáttur stökk upp á við og jókst um 2,4% milli apríl og júní. Kaupmáttur launa var

Atvinnuleysi skv. mælingum Hagstofu og Vinnuálastofnunar



12 mánaða hækkunartaktur launa



3,3% meiri nú í ágúst en hann var fyrir ári. Frá upphafi árs 2015 hefur kaupmáttur launavísitölu aukist um rúm 25%, eða u.þ.b. 7% á ári. Það er mikil aukning, bæði sögulega séð og í samanburði við önnur lönd.

Flestir kjarasamningar í landinu renna út á tímabilinu frá áramótum til loka mars. Heildarkjarasamningur Alþýðusambands Íslands og Samtaka atvinnulífsins rennur út um áramót. Síðasta samningstímabil hefur verið sérstakt að því leyti að öll markmið kjarasamninga um kaupmáttaraukningu og stöðugleika í kaupmætti hafa náðst og hefur aukning kaupmáttar á tímabilinu verið nær einstök.

Ætla mætti að ánægja ætti að ríkja með stöðu kjaramála við lok samningstímans, en svo er alls ekki. Þær kröfur sem hafa komið fram við upphaf samningaviðræðna eru meiri en sést hafa í áratugi og beinast jafnt að samtökum atvinnurekenda og ríkissjóði. Sérstaklega hefur verið horft til nýlegra úrskurða kjararáðs í þessu sambandi sem valdið hafa mikilli ólgu.

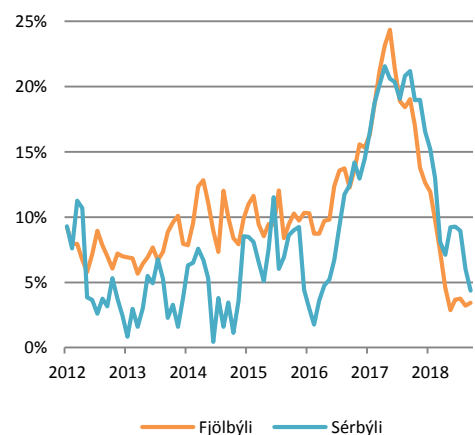
Umræður og yfirlýsingar um stöðu kjaramála hafa verið með harðara móti að undanförunu og ljóst er að mikið starf er framundan við að ná niðurstöðu. Ekki er útilokað að við eigum eftir að sjá vinnudeilur í tengslum við kjarasamningsgerðina að þessu sinni.

Rólegra á fasteignamarkaði

Verulega hefur hægt á hækkun fasteignaverðs á síðustu mánuðum. Heildarhækkun húsnæðisverðs á höfuðborgarsvæðinu var 3,9% á einu ári fram til september 2018 og hefur hækkunartakturinn ekki verið lægri síðan vorið 2011. Verð á fjölbýli hafði í september hækkað um 3,4% á síðustu tólf mánuðum og verð á sérbýli um 4,4%. Mikil ró hefur því færst yfir þennan markað eftir mikinn hamagang fram á mitt ár 2017.

Miklar breytingar eru ekki fyrir sjáanlegar í þessum efnum. Aukið framboð og sala nýrra íbúða mun væntanlega halda íbúðaverði uppi og reikna má með að óvissa í tengslum við kjarasamninga á næstu mánuðum muni halda markaðnum á rólegri endanum. Eftir að þeirri óvissu lýkur má ætla að fasteignamarkaðurinn leiti smám saman í svipað horf og verið hefur til lengri tíma.

12 mánaða hækkun húsnæðisverðs



Heimild: Þjóðskrá Íslands, Hagfræðideild

Hagfræðideild spáir því að fasteignaverð hækki um 4,3% á árinu 2018, 4% á árinu 2019, 6% árið 2020 og 8% 2021.

Hægur vöxtur fjármunamyndunar á næstu árum

Fjárfesting hefur aukist töluvert á síðustu árum samfara uppgangi í efnahagslífinu. Fjárfesting er sveiflukenndasti liðurinn í þjóðhagsreikningum og vex jafnan hlutfallslega hratt í uppsveiflu og dregst að sama skapi skarplega saman í niðursveiflum.

Á síðasta ári jókst heildarfjármunamyndun í hagkerfinu um 9,5% og er það nokkuð minni vöxtur en síðustu þrjú ár þar á undan, þegar hann lá á bilinu 16-22%. Skýrist minni aukning fjármunamyndunar að mestu leyti af hægari vexti atvinnuvegafjárfestingar. Hann nam rúmlega 4,8% borið saman við á bilinu 17-31% síðustu þrjú ár þar á undan. Á fyrri hluta þessa árs nam vöxtur atvinnuvegafjárfestingar 5,6% sem er í ágætu samræmi við síðasta ár. Þetta gefur vísbendingu um að mesti krafturinn í aukningu fjárfestingar í núverandi uppsveiflu sé að baki.

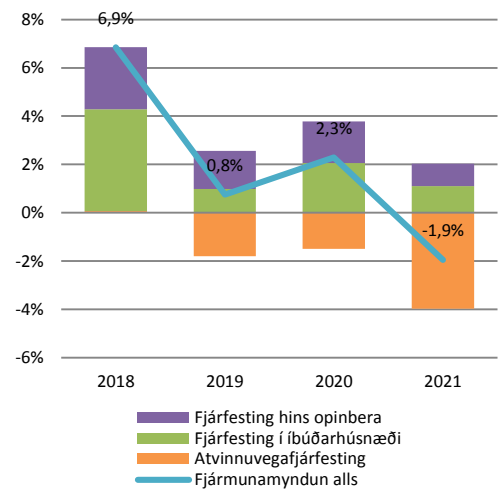
Drifkraftar fjármunamyndunar í hagkerfinu á næstu árum verður íbúðafjárfesting og fjárfesting hins opinbera en framlag atvinnuvegafjárfestingar verður að okkar mati neikvætt næstu þrjú ár. Við gerum ráð fyrir að heildarfjármunamyndun í hagkerfinu verði 6,9% á þessu ári og nær einungis borin uppi af vexti opinberrar fjárfestingar og íbúðafjárfestingar. Næstu tvö árin verður fjármunamyndun á bilinu 0,8-2,3% en vöxturinn mun markast af neikvæðu framlagi atvinnuvegafjárfestingar. Á lokaári spáinnar gerum við ráð fyrir að fjármunamyndun dragist saman um 1,9% en þá mun neikvætt framlag atvinnuvegafjárfestingar vega þyngra en jákvætt framlag bæði íbúðafjárfestingar og fjárfestingar hins opinbera.

Minni vöxtur útflutnings

Á síðasta ári jókst heildarútflutningur um 5,5%. Það er nokkuð minni vöxtur en síðustu tvö ár þar á undan þegar hann var á bilinu 9,1-10,9%.

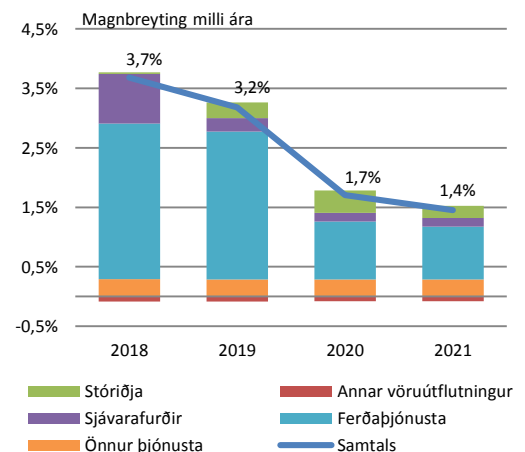
Við gerum ráð fyrir að útflutningur aukist um 3,7% á þessu ári og að hann verði borinn uppi af vexti í farþegaflutningum í ferðaþjónustu.

Fjármunamyndun og framlag undirliða



Heimild: Hagfræðideild Landsbankans

Vöxtur útflutnings



Heimild: Hagfræðideild Landsbankans

Verulega hægir á fjölgun ferðamanna

Við gerum ráð fyrir að ferðamönnum fjölgi um 6% á þessu ári en að fjölgunin verði 2% á árunum 2019-2021. Þetta er talsvert minni fjölgun en sem nemur sögulegum meðalvexti á fjölda ferðamanna hingað til lands en hann er tæplega 10%.

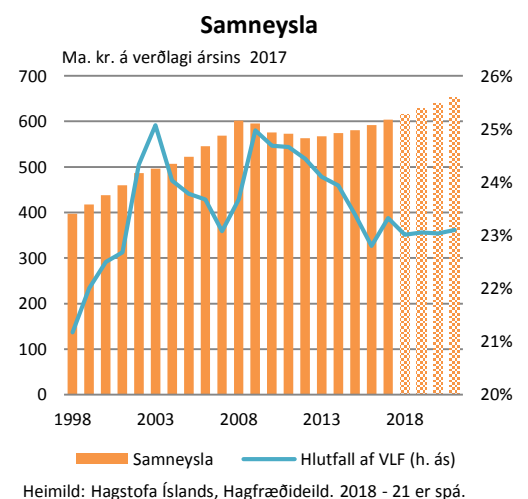
Framlag ferðalaga verður væntanlega mun minna á þessu og næstu árum en verið hefur síðustu ár. Áfram mun hægja á vexti útflutnings á árinu 2019 en þá verða farþegaflutningar einnig meginþrátturinn. Áhrif ferðalaga verða töluvert minni. Árin 2020 og 2021 mun áfram draga úr vexti útflutnings. Þannig er gert ráð fyrir 1,7% vexti árið 2020 og 1,4% árið 2021. Þessi tvö ár er gert ráð fyrir að vöxtur ferðaþjónustu verði fremur lítill, hvort sem horft er til ferðalaga eða farþegaflutninga.

Langmesta óvissan í spánni um vöxt útflutnings á næstu árum snýr að vexti í ferðaþjónustu. Jafnvel þó að ákveðnir vaxtarbroddar séu til staðar í öðrum greinum, líkt og t.d. í fiskeldi, eru þeir hlutfallslega það litlir að þeir hafa ekki teljandi áhrif á vöxt heildarútflutnings á tímabilinu. Það eina sem hefur bolmagn til þess að hreyfa eitthvað verulega við spánni eru hinar útflutningsstöðirnar tvær, stóriðja og sjávarútvegur. Vaxtarmöguleikar þeirra eru þó takmarkaðir. Ráðast þyrfti í mikla fjárfestingu í stóriðju til að auka verulega framlag hennar til útflutningsvaxtar. Við gerum þó ráð fyrir að framlag stóriðju til vaxtar útflutnings á spátímabilinu verði jákvætt öll árin. Það helgast af þeirri uppbyggingu sem hefur átt sér og útlit er fyrir að muni eiga sér stað á næstu árum.

Framlag sjávarútvegs verður töluvert á þessu ári sökum umtalsvert betri þorskeiða en í fyrra. Einnig er gert ráð fyrir hóflegri aukningu í útflutningi sjávarafurða á árunum 2019-2021.

Stígandi samneysla á næstu árum

Samkvæmt fjárlagafrumvarpi 2019 aukast heildarútgjöld ríkissjóðs um 6,9% frá fjárlögum síðasta árs og heildartekjur ríkissjóðs aukast um 6,1%. Þetta veldur því að heildarjöfnuður verður einungis um 1% af vergri landsframleiðslu (VLF) sem er lægra en þau 1,2% sem stefnt hefur verið að til þessa. Útgjaldavöxturinn er því við efri mörk hins mögulega eins og fjármálaráð hefur ítrekað bent á.



Áætlað er að rekstrarafkoma A-hluta sveitarfélaga hafi verið jákvæð um 1,2 ma.kr. á árinu 2017. Samkvæmt fjármálaáætlun verður rekstrarafkoman á yfirstandandi ári jákvæð um 0,1% af VLF og um 0,2% af VLF árið 2019. Næstu ár þar á eftir er gert ráð fyrir að afgangurinn verði nokkuð stöðugur um 0,2% af VLF.

Samneysla jókst um 3,1% árið 2017 og hlutur hennar af VLF hækkaði þá í fyrsta skipti frá 2009. Á undanförunum ársfjórðungum hefur samneysla aukist stöðugt hjá ríki, sveitarfélögum og almannatryggingum og hefur aukningin verið nokkuð stöðug hjá sveitarfélögunum.

Hagfræðideild telur ólíklegt að takast muni að hemja samneysluútgjöld eins mikið og stefnt er að. Eins og áður segir er áætlað að samneyslan hafi aukist um 3,1% á síðasta ári, þrátt fyrir markmið um minni aukningu. Við teljum líklegt að samneyslan muni áfram aukast í svipuðum takti, sem verði aðeins minni en aukning landsframleiðslunnar. Við reiknum því með að samneysla aukist um 2,7% á yfirstandandi ári og vegi aukin útgjöld til heilbrigðismála og félags-, trygginga- og húsnæðismála þar þungt. Samneyslan muni svo aukast um 2,6% á árinu 2019, m.a. vegna árfraðhaldandi útgjaldaukningar til áðurnefnda málaflokka og aðkomu ríkissjóðs að kjarasamningum. Við reiknum með að þrýstingur á ríkisútgjöld verði orðinn minni á árunum 2020 og 2021 og þá muni samneyslan aukast um 2,3% og 2,0%.

Efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndunum svipaðar og í maí

Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) sem birt var í október gerir ráð fyrir heldur minni hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands á þessu ári en reiknað var með í apríl síðastliðnum. AGS gerir nú ráð fyrir að meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum okkar verði 2,3% í stað 2,6%. Spáin fyrir árið 2019 hefur einnig verið færð niður, úr 2,3% í 2,2%.

Helsti áhrifavaldurinn til lækkunar á spánni miðað við apríl er þróunin á evrusvæðinu, en það vegur um helming af heildarviðskiptum Íslands við önnur lönd. Þannig er gert ráð fyrir að hagvöxtur á evrusvæðinu verði 2% á þessu ári í stað 2,4%, eins og spáð var í apríl. Hagvaxtarspá fyrir evrusvæðið á

næsta ári hefur einnig verið færð niður, úr 2% í 1,9%.

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands tók við sér á síðasta ári eftir að hafa verið mjög lítil á árunum 2014-2016. Þannig nam verðbólga 1,7% á síðasta ári eftir að hafa legið á bilinu 0,5-1% á árunum 2014-2016.

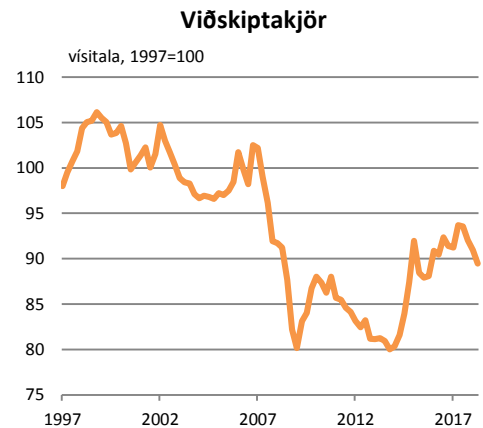
Mjög lítil breyting hefur orðið á verðbólguþá AGS fyrir viðskiptalönd Íslands, en gert er ráð fyrir u.þ.b. 1,9% verðbólgu í viðskiptalöndunum á þessu og næsta ári.

Viðskiptakjörin halda áfram að gefa eftir

Eftir að hafa batnað gríðarlega mikið árin 2014 og 2015 hafa viðskiptakjör þjóðarinnar gefið eftir á allra síðustu árum. Á fyrri hluta þessa árs héldu þau áfram að versna borið saman við meðaltal ársins 2017. Það sem helst hefur grafið undan viðskiptakjörunum á þessu og síðasta ári er mikil hækkun á heimsmarkaðsverði olíu en það var einmitt mikil lækkun á olíu sem átti hvað stærstan þátt í mikilli bót viðskiptakjara árið 2015. Það sem hefur þó dregið úr áhrifum olíuverðshækkunar á viðskiptakjörin er að álverð hefur hækkað töluvert á síðustu misserum. Á síðasta ári hækkaði álverð um 23% borið saman við fyrra ár og það sem af er þessu ári hefur álverð verið að meðaltali 9,3% herra en það var allt árið í fyrra.

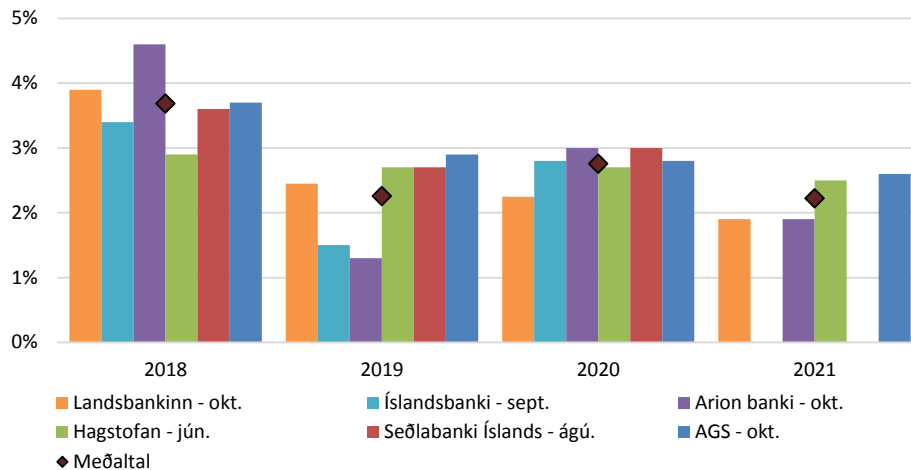
Samhljómur í spám um áframhaldandi hagvöxt og vaxandi verðbólgu

Spá Hagfræðideildar fyrir næstu þrjú ár gerir ráð fyrir 2,2% meðalhagvexti á spátímabilinu, sem er töluvert minni vöxtur en Seðlabankinn sér í kortunum fyrir næstu tvö árin. Ágústspá Seðlabankans gerir ráð fyrir 2,9% meðalhagvexti árin 2019 og 2020. Nýjasta spá Hagstofunnar er til þriggja ára og gerir ráð fyrir 2,6% meðalhagvexti til ársins 2021. Nýleg spá Arion banka gerir ráð fyrir 4,6% hagvexti á yfirstandandi ári og 2,1% meðalhagvexti næstu þrjú ár. Í september spáði Íslandsbanki 3,4% hagvexti á þessu ári en 2,2% meðalhagvexti á næstu tveimur árum.



Viðskiptakjör í þjóðhagsreikningum. Ársjórðungslegar tölur
Heimild: Hagstofa Íslands, útreikningar Hagfræðideildar

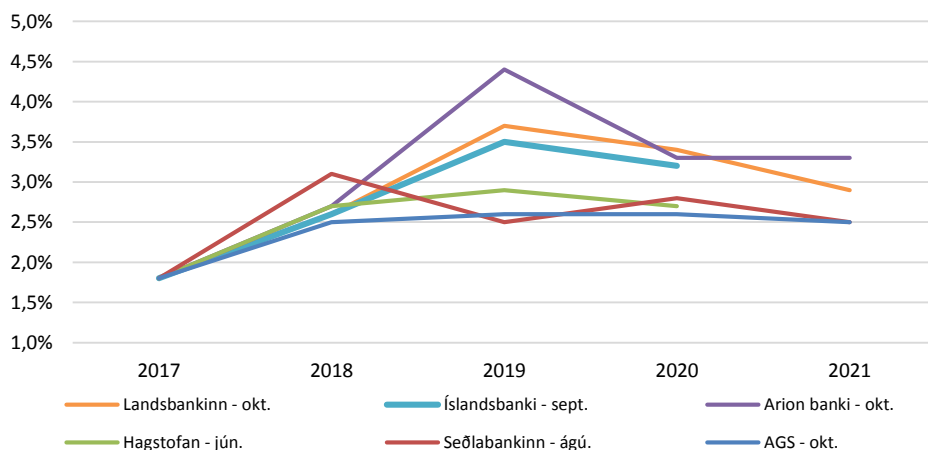
Hagvaxtarspár - samanburður



Heimild: Landsbankinn, Íslandsbanki, Arion banki, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn

Nokkur samhljómur er einnig í verðbólguþáttum helstu spáaðila. Allar spárnar, nema ágústspá Seðlabankans og spá AGS, gera ráð fyrir að verðbólga verði yfir verðbólguþáttmiði Seðlabankans allt spátímabilið. Allar spárnar, nema spá Arion banka, eiga það sammerkt ekki er gert ráð fyrir að verðbólgan fari upp fyrir 4,0% að meðaltali yfir árið. Spá Arion gerir ráð fyrir að verðbólgan verði að meðaltali 4,4% árið 2019. Fari verðbólga yfir 4,0% innan árs ber Seðlabankanum lagaleg skylda til að gera ríkisstjórninni opinberlega grein fyrir ástæðum þess og leiðum til úrbóta.

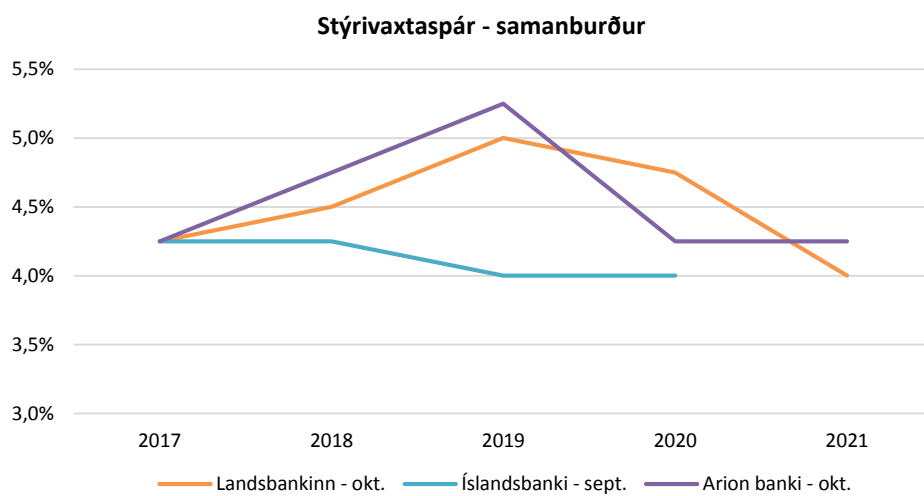
Verðbólguþáttur - samanburður



Heimild: Landsbankinn, Íslandsbankinn, Arion banki, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn

Hvorki Seðlabankinn né Hagstofa Íslands birta stýrivaxtaspár sýnar opinberlega. Það gera hins

vegar viðskiptabankarnir. Spá Arion banka gerir ráð fyrir að vextir hækki um 0,5 prósentustig fyrir lok árs, hækki frekar um 0,5 prósentustig á næsta ári en lækki á ný í 4,25% árið 2020 og verði óbreyttir árið 2021. Íslandsbanki spáði í september að vextir yrðu óbreyttir út þetta ár en myndu svo lækka um 0,25 prósentustig á næsta ári og haldast síðan óbreyttir út spátímabilið. Hagfræðideild Landsbankans gerir hins vegar ráð fyrir að vextir muni hækka um 0,25 prósentustig fyrir árslok og 0,5 prósentustig til viðbótar á næsta ári. Við spáum því að vextir lækki á ný á seinni hluta spátímans og verði 4,0% í lok tímabilsins.



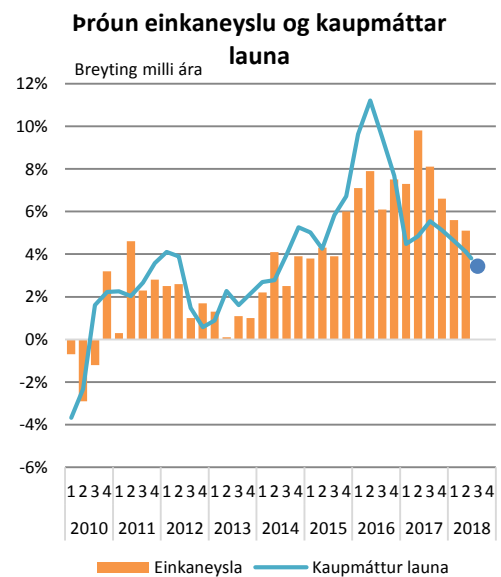
Heimild: Landsbankinn, Íslandsbankinn, Arion banki.

Hægari vöxtur einkaneyslu framundan

Einkaneyslan hefur náð sér á strik eftir mikinn samdrátt í kjölfar hrunsins. Einkaneysla í heild mældist í fyrra u.þ.b. 7% meiri en á toppi síðasta góðæris árið 2007, en mælt á hvern íbúa er útlit fyrir að hún nái fyrri toppi á þessu ári. Vöxturinn hefur verið einkar mikill allra síðustu ár, í takt við spár Hagfræðideildar; 7,9% í fyrra og 7,2% árið 2016. Á fyrri hluta þessa árs hefur heldur hægt á vextinum sem mældist þó 5,3% samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Útlit er fyrir að enn frekar hægist um á seinni helmingi ársins og við gerum ráð fyrir að vöxtur einkaneyslu á árinu 2018 í heild verði um 4,3%.

Þróun einkaneyslunnar færast á ný í átt að þróun kaupmáttar launa

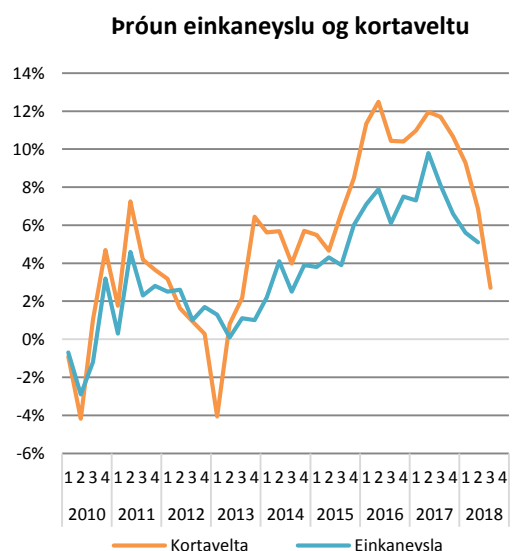
Aukin einkaneysla síðustu ár skýrist m.a. af vaxandi kaupmætti og fólksfjölgun. Allt þar til á síðasta ári var vöxtur einkaneyslu þó hægari en sem nam aukningu kaupmáttar launa. Er það til marks um að heimilin hafa sýnt meiri ráðdeild nú en á fyrri hagvaxtarskeiðum og ráðstafað hluta aukinna ráðstöfunartekna í sparnað. Í fyrra jókst einkaneysla hins vegar talsvert meira en kaupmáttur, eða um 7,8%, á meðan kaupmáttur launa jókst að jafnaði um 5% yfir árið. Á fyrri helmingi ársins 2018 hækkaði vísitala kaupmáttar launa um 4,4% á meðan einkaneyslan jókst heldur meira, eða um ríflega 5%. Það er því útlit fyrir að góðærismerkin í einkaneyslunni í fyrra hafi verið tímabundin og þróun einkaneyslunnar sé smám saman að færast í átt að þróun kaupmáttar.



Lítill vöxtur kortaveltu innanlands á seinni helmingi ársins

Framan af árinu jókst greiðslukortavelta kröftuglega. Á haustmánuðum hægði hins vegar verulega á vextinum og útlit er fyrir að kortavelta Íslendinga í verslun innanlands dragist lítillega saman miðað við fyrra ár. Greiðslukortavelta Íslendinga erlendis vex hins vegar enn af töluverðum krafti. Erlend kortavelta er nú orðin u.þ.b. fjórðungur kortaveltunnar og hefur hlutfallið aldrei verið herra.

Tölur um greiðslukortanotkun benda til þess að töluvert hafi hægt á vexti kortaveltu innlendra aðila í verslun innanlands. Fyrstu sex mánuði ársins jókst veltan um 4% samanborið við 6,7% á sama tíma í fyrra. Samanlögð velta á þriðja ársfjórðungi dróst hins vegar saman um 2,3% miðað við fyrra ár. Þetta



Greiðslukortavelta í verslun innanlands raunvirt með VNV án húsnæðis. Velta erlendis raunvirt með vísitölu meðalgengis.

er verulegur viðsnúningur á þróuninni miðað við síðustu ár en leita þarf aftur til fyrsta ársfjórðungs árið 2013 til að finna samdrátt í kortaveltunni hér innanlands yfir heilan ársfjórðung. Reyndar hefur kortaveltan innanlands dregist saman samfleytt frá því í maí en tæplega 14% vöxtur í apríl gerði það að verkum að um 3,2% aukning mældist á fjórðungnum. Það vekur athygli að samdráttur kortaveltu síðustu mánuði hefur aukist en alls dróst kortaveltan saman um 6% í september miðað við fyrra ár.

Horft yfir fyrstu þrjá ársfjórðunga ársins var kortaveltan hér innanlands þó um 1,9% meiri en á sama tíma í fyrra.

Veruleg aukning er hins vegar enn í kortaveltu Íslendinga erlendis og í erlendra netverslun, u.þ.b. 22% aukning á þriðja ársfjórðungi. Þessi aukning nægði til að vega upp samdráttinn hér innanlands á fjórðungnum og jókst heildarkortavelta Íslendinga um 2,7%. Horft einungis til septembermánaðar dugði 19% aukning í kortaveltu erlendis ekki til og dróst heildarkortaveltan saman um 0,8%.

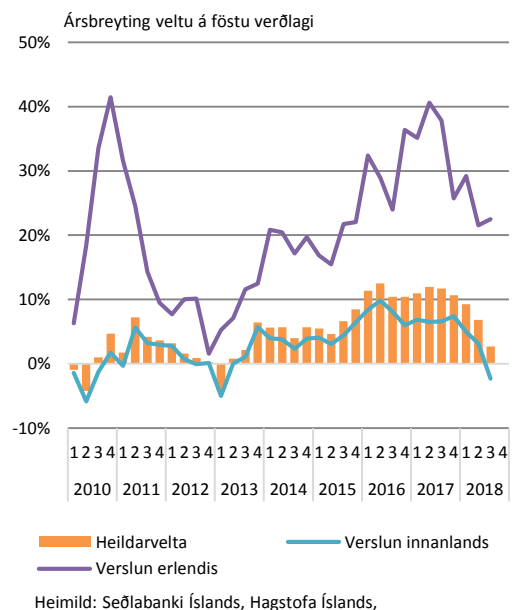
Væntingar almennings á hraðri niðurleið

Væntingavísitala Gallup hefur nánast verið á stöðugri niðurleið allt frá upphafi ársins. Síðustu mánuði hefur vísitalan fallið hratt og í september voru aðeins tæplega 43% svarenda jákvæð gagnvart núverandi efnahagsaðstæðum og væntingum til næstu sex mánaða. Í desember í fyrra var samsvarandi hlutfall tæplega 69%.

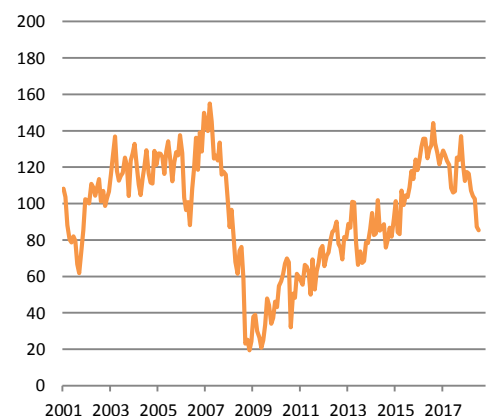
Skuldir heimila vaxa hraðar það sem af er ári og eiginfjárstaðan lækkar

Heildarskuldir heimilanna jukust um 2,2% að raunvirði á síðasta ári. Það sem af er þessu ári, fram í júlí, jukust skuldir heimila töluvert meira, eða að jafnaði um 3,3% að raunvirði miðað við fyrra ár. Aukningin er þó enn innan tiltölulega hóflegra marka og skýrist eingöngu af vexti fasteignalána því önnur neytendalán hafa lítið aukist. Á sama tíma hefur hins vegar hægt á hækkun fasteignaverðs en í september hafði raunverð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu aðeins hækkað um 2,1% frá fyrra ári. Hækkun skulda umfram hækkun eignaverðs er vísbending um að eiginfjárstaða heimila sé tekin að lækka á ný eftir umtalsverða

Þróun kortaveltu Íslendinga



Væntingavísitala Gallup



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

hækkun síðustu ár, sem einkum má rekja til hækkunar fasteignaverðs. Við gerum ráð fyrir að hækkun fasteignaverðs verði hófleg á spátímanum og því ólíklegt að eigið fé heimila aukist í sama mæli á spátímanum og undanfarin þrjú ár.

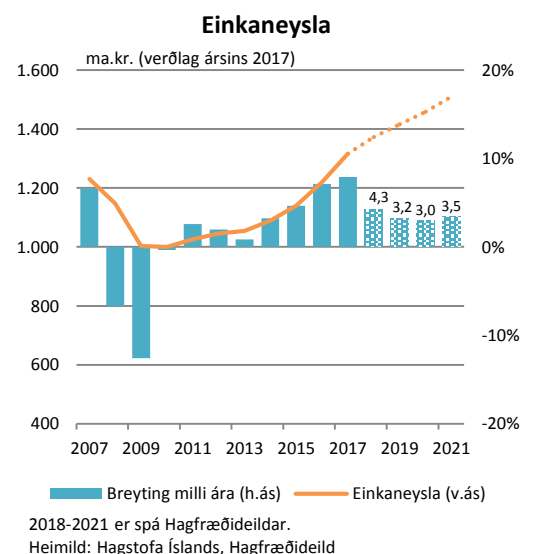
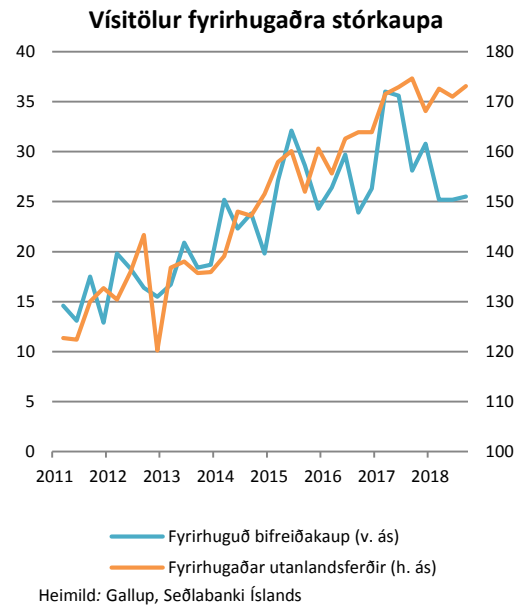
Hægari hækkun eignaverðs hægir á einkaneyslu

Samspil þróunar skulda og eignaverðs hefur óbeint áhrif á einkaneyslu í gegnum svokölluð auðsáhrif. Síðustu ár hefur fasteignaverð að jafnaði hækkað langt umfram skuldir heimila og hafa fasteignaeigendur því að jafnaði upplifað sig efnaðri fyrir vikið. Það hefur almennt hvetjandi áhrif á neyslu, sérstaklega stærri neysluútgjöld svo sem ökutæki og utanlandsferðir. Skuldastaða heimila er þó enn lág í sögulegu samhengi og svigrúm fasteignaeigenda til aukinnar skuldsetningar því að jafnaði enn töluvert.

Við gerum þó ráð fyrir að uppgangurinn í bifreiðakaupum hafi náð hámarki og að hlutfall útgjalda heimila til bifreiðakaupa muni dragast saman á næstu árum. Kannanir á fyrirhuguðum stórkaupum heimila renna stoðum undir þessa kenningu. Hlutfall svarenda sem hyggst ráðast í bifreiðakaup næstu mánuði hefur lækkað lítillega frá sama tímabili fyrir ári síðan. Hlutfall einstaklinga sem áformar utanlandsferðir á komandi misseri er hins vegar svipað og fyrir ári síðan. Veiking krónunnar kann þó að setja strik í reikninginn, einkum ef flugfargjöld taka að hækka í takt við hækkun eldsneytisverðs.

Hóflegur vöxtur einkaneyslu framundan

Allt bendir til þess að vaxtarhraði einkaneyslunnar hafi náð hámarki. Hann verður þó væntanlega áfram kröftugur á yfirstandandi ári en svo hægir verulega á aukningunni á næstu árum. Það skýrist fyrst og fremst af því að það dregur úr þenslu í hagkerfinu og atvinnuleysi eykst lítillega. Í kjölfarið mun hægja á fjölgun erlendra ríkisborgara, auk þess sem kaupmáttaraukning launa mun líklega verða talsvert minni næstu þrjú ár en undanfarin þrjú ár, þegar hún var nánast fordæmalaus. Góð eignastaða heimila og lág skuldastaða mun á móti styðja við áframhaldandi vöxt.



Spá okkar gerir ráð fyrir að einkaneysla aukist um 4,3% á þessu ári, 3,2% á næsta ári, 3,0% 2020 og 3,5% 2021.

Rólegra á fasteignamarkaði

Verulega hefur hægt á hækkun fasteignaverðs á síðustu mánuðum. Heildarhækkun húsnæðisverðs á höfuðborgarsvæðinu var 3,9% á einu ári fram til september 2018 og hefur hækkunartakturinn ekki verið lægri síðan vorið 2011. Verð á fjölbýli hafði í september hækkað um 3,4% á síðustu tólf mánuðum og verð á sérbýli um 4,4%. Mikil ró hefur því færst yfir þennan markað eftir hamanganginn sem ríkti fram á mitt ár 2017.

Þess er að vænta að framboð á nýjum íbúðum aukist næstu mánuði og líklegt að verð nýrra seldra íbúða haldi verðinu uppi. Það sem af er árinu hefur fermetraverð á nýjum íbúðum á höfuðborgarsvæðinu verið um 16% hærra en á eldri íbúðum þannig að aukinn hluti nýrra íbúða af viðskiptum ætti að öllu jöfnu að draga verð upp á við.

Raunverð fasteigna stöðugt

Veruleg hækkun fasteignaverðs á síðustu misserum hefur orðið samhliða mjög lítilli verðbólgu og reyndar var verðbólga án húsnæðis neikvæð í langan tíma. Hækkun húsnæðisverðs mæld á föstu verðlagi án húsnæðis hefur því verið veruleg, en þó hefur hægt á árshækkuninni hægt og bítandi. Raunverð fasteigna nú í september var reyndar rúmlega 2% hærra en það var í september 2017. Hækkun raunverðs síðustu 12 mánuði er mun minni en árin þar á undan. Samsvarandi tölur voru 23,5% fyrir 2017 og 12,6% fyrir 2016.

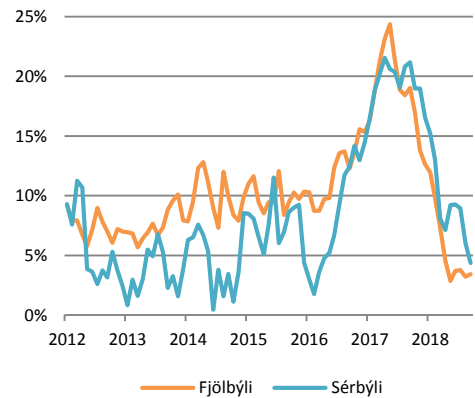
Höfuðborgarsvæðið dregst aftur úr

Verðhækkanir hafa haldið áfram í stærri bæjum á landsbyggðinni samtímis því að dregið hefur verulega úr þeim á höfuðborgarsvæðinu. Þannig hafa hækkanir verið sérstaklega miklar í Reykjanesbæ og á Akureyri á síðustu ársfjórðungum.

Viðskipti fleiri en á sama tíma í fyrra

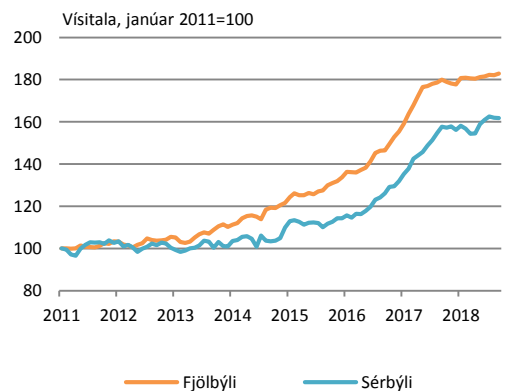
Fjöldi viðskipta með húsnæði á höfuðborgarsvæðinu hefur verið nokkuð stöðugur í sumar og mun meiri en á síðasta ári. Meðalfjöldi viðskipta síðustu fjóra mánuði fram til september var um 660 viðskipti til samanburðar við u.þ.b. 530 viðskipti á sama tíma á síðasta ári og um 590 á árinu 2016. Sumarið hefur því verið vel nýtt til fasteignaviðskipta.

12 mánaða hækkun húsnæðisverðs



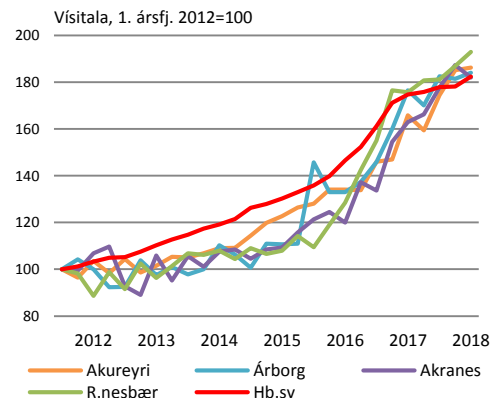
Heimild: Þjóðskrá Íslands, Hagfræðideild

Þróun raunverðs fasteigna á höfuðborgarsvæðinu



Heimild: Þjóðskrá Íslands, Hagstofa Íslands, Hagfræðideild

Þróun fasteignaverðs



Heimild: Þjóðskrá Íslands, Hagfræðideild

Svipaður fjöldi viðskipta og var 2015

Sé litið á fjölda viðskipta yfir lengra tímabil má sjá að þeim fækkaði á milli ára í fyrri í fyrsta skipti í langan tíma. Viðskiptin á árinu 2017 voru álíka mikil og á árinu 2015. Fækkunin hefur haldið áfram á fyrstu mánuðum ársins 2018 og er meðalfjöldi viðskipta fyrstu fjóra mánuðina orðinn álíka mikill og var að meðaltali á árunum 2003-2017.

Viðskipti álíka mikil og var 2016

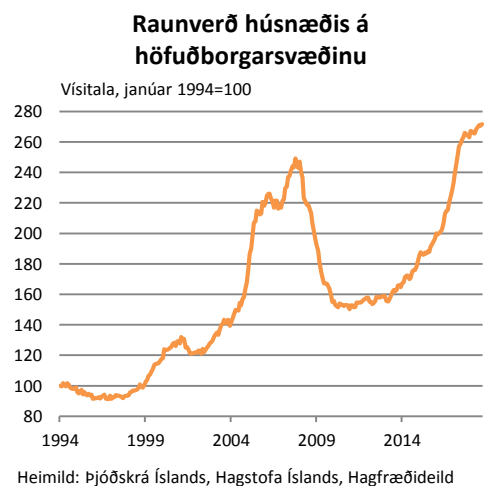
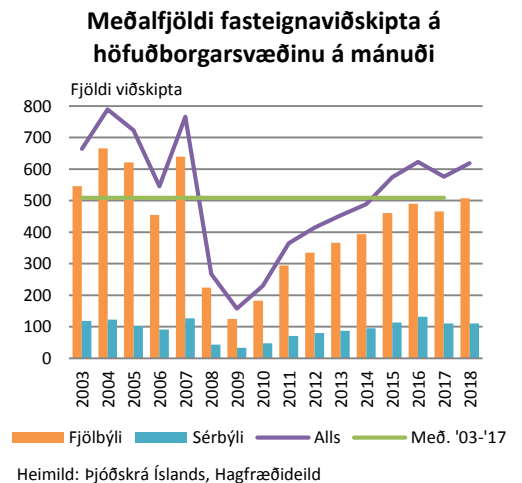
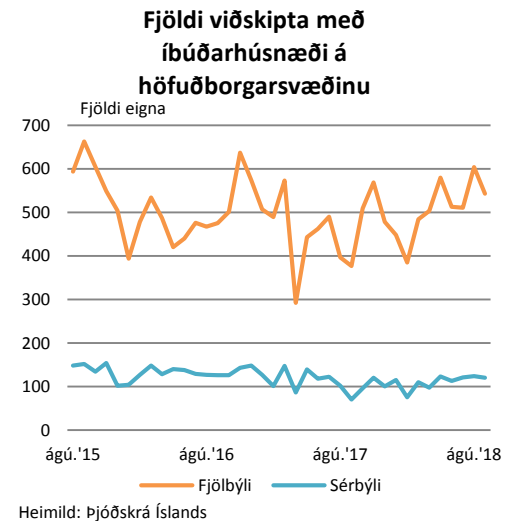
Viðskiptum með fasteignir fækkaði á milli árunna 2016 og 2017. Eftir fyrstu níu mánuðina í ár eru meðalviðskipti á mánuði orðin álíka mikil og á árinu 2016. Munurinn felst fyrst og fremst í meiri viðskiptum með íbúðir í fjölbýli og þar á aukið framboð nýrra íbúða stóran þátt.

Markaðurinn tiltölulega rólegur

Í sögulegu samhengi hefur fasteignamarkaðurinn verið mjög rólegur allt síðasta ár. Sé litið til tímabilsins frá aldamótum hefur meðalhækkun fasteignaverðs á ári verið í kringum 9% og meðalhækkun raunverðs um 5%. Hækkun nafnverðs um 3,4% á einu ári og hækkun raunverðs um 2,1% er langt fyrir neðan áður nefnt langtímameðaltal.

Miklar breytingar eru ekki fyrir sjáanlegar í þessum efnum. Aukið framboð og sala nýrra íbúða mun væntanlega halda íbúðaverði uppi og reikna má með að óvissa í tengslum við kjarasamninga á næstu mánuðum muni halda markaðnum á rólegri endanum. Eftir að þeirri óvissu lýkur má ætla að fasteignamarkaðurinn leiti smám saman í svipað horf og verið hefur til lengri tíma.

Hagfræðideild spáir því að fasteignaverð hækki um 4,3% á árinu 2018, 4% á árinu 2019, 6% árið 2020 og 8% 2021.



Enn spenna á vinnumarkaði - þó merki um meira jafnvægi

Í júlí voru um 204.000 launþegar á íslenskum vinnumarkaði og hafði þeim fjölgað um 4.900 frá júní 2017, eða um 2,4%. Launþegum í fræðslustarfsemi og opinberri stjórnsýslu fjölgaði mest, eða um 2.200 (5%) og næst mest í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð, um u.þ.b. 1.000 (8%). Á sama tímabili fækkaði launþegum um 400 í rekstri gististaða og veitingarekstri (-2%), um 300 í veitingasölu og þjónustu (-3%) og um 300 (-4%) í sjávarútvegi.

Sé litið á 12 mánaða hlaupandi meðaltal, frá júlí 2017 til júlí 2018, fengu að meðaltali um 192.000 einstaklingar greidd laun sem var aukning um 7.500 (4,1%) samanborið við 12 mánaða tímabil ári fyrr. Launþegum er enn að fjölga en í mun minni mæli en verið hefur á síðustu árum, eins og munurinn á milli breytinga ársmeðaltala og breytinga milli ára sýnir glögglega.

Spenna áfram á vinnumarkaði

Sé litið á meðaltal síðustu 12 mánaða hafa rúmlega 197.000 verið starfandi á íslenskum vinnumarkaði. Starfandi fólk var um 11.800 fleira nú í september en í september í fyrra. Fjölgun starfandi fólks á vinnumarkaði var mikil og stöðug fram á mitt síðasta ár sé miðað við 12 mánaða meðaltal.

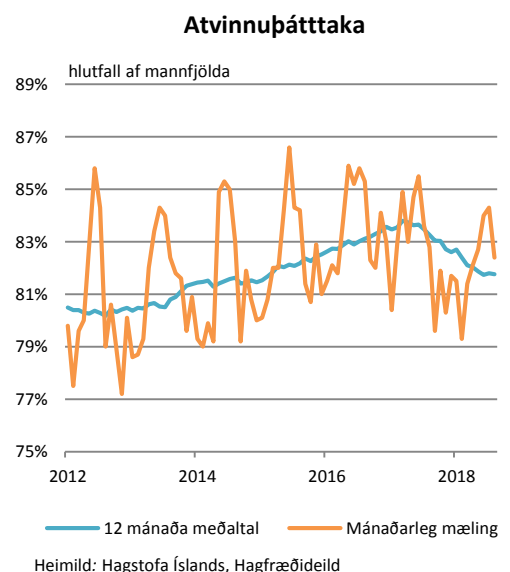
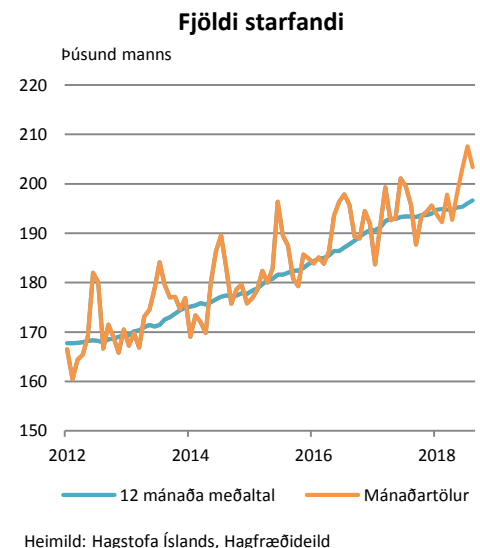
Atvinnuþátttaka hefur minnkað

Í ágúst var áætlað að tæplega 203.000 manns á aldrinum 16–74 ára hafi að jafnaði verið á vinnumarkaði. Það jafngildir 80,8% atvinnuþátttöku og af þeim voru um 200.000 starfandi og rúmlega 3.000 án vinnu og í atvinnuleit. Atvinnuþátttaka í september í fyrra var 79,6%, þannig að atvinnuþátttaka hefur aukist á þennan mælikvarða.

Sé litið á 12 mánaða meðaltal jókst atvinnuþátttaka stöðugt frá upphafi ársins 2015 fram til vorsins 2017. Frá maí í fyrra hefur dregið úr atvinnuþátttöku um 1,8 prósentustig, sé miðað við 12 mánaða hlaupandi meðaltal. Á þann mælikvarða er atvinnuþátttaka nú svipuð og var í upphafi ársins 2015.

Vinnutími lengist

Vinnutími var ívið styttri í september en á sama tíma í fyrra. Sé miðað við 12 mánaða meðaltal hefur vinnutíminn verið mjög stöðugur síðustu mánuði, rúmar 39 stundir.



Vinnuafslnotkun eykst

Eins og áður segir hefur fjöldi starfandi aukist töluvert á síðustu mánuðum á meðan vinnutími hefur verið nokkuð stöðugur. Vinnuafslnotkun hefur því aukist nokkuð. Þar sem sveiflur í tölum eru töluverðar milli mánaða er erfitt að meta breytingar á vinnuafslnotkun eftir mánuðum.

Sé litið á breytinguna milli 2. ársfjórðungs 2017 og 2018 er staðan sú að vinnutími stýttist um 0,7% á meðan fjöldi starfandi jókst um 1,3%. Það þýðir að vinnuafslnotkun eða heildarvinnustundum fjölgaði um 0,6% á þessu tímabili. Á 1. ársfjórðungi jókst vinnuafslnotkun um 2,3%. Töluverður kraftur virðist því enn fyrir hendi á vinnumarkaðnum, þótt hann sé ekki eins mikill og á síðustu árum.

Atvinnuleysi í lágmarki

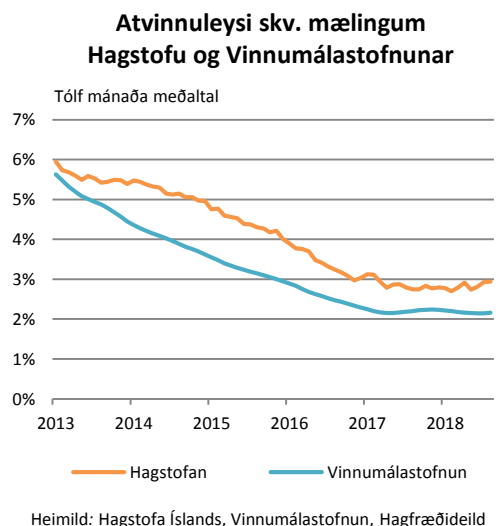
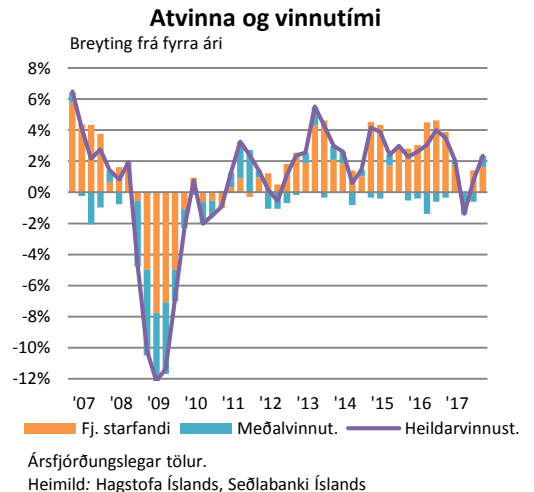
Sé litið á 12 mánaða hlaupandi meðaltal hefur atvinnuleysi verið nær óbreytt eftir samfellda lækkun fram á mitt síðasta ár. Meðalatvinnuleysi síðustu 12 mánaða miðað við mælingar Hagstofunnar var 2,8% í september. Atvinnuleysi hefur haldist óbreytt í eitt ár en það var einnig 2,8% í ágúst í fyrra. Meðalatvinnuleysi síðustu 12 mánaða samkvæmt skráningu Vinnumálastofnunar var 2,3% nú í september, en var 2,2% í september í fyrra. Atvinnuleysi virðist því hafa náð lágmarki og er ólíklegt að það dragi meira úr því.

Enn verulegur innflutningur á vinnuafli

Á 2. ársfjórðungi 2018 voru erlendir ríkisborgarar búsettir hér á landi rúmlega 41.000, eða um 12% þjóðarinnar, og er þetta hlutfall mun hærra á meðal fólks á vinnualdri. Á þessu ári hefur erlendum ríkisborgurum fjölgað um 4,3% miðað við sama tíma á síðasta ári. Á sama tíma hefur Íslendingum fjölgað um 0,8%.

Á fyrri hluta þessa árs voru aðfluttir útlendingar umfram brottflutta á aldrinum 20-59 ára rúmlega 3.200, um 11% fleiri en var á sama tíma síðasta árs. Það er því ljóst að ekkert lát er á tilflutningi vinnuafsls, enda virðist ekki veita af.

Þótt innflutningur á erlendu vinnuafli sé enn mikill virðist hann hafa náð hámarki. Erlendu starfsfólki á vegum starfsmannaleiga og erlendra þjónustufyrirtækja hefur fækkað nokkuð og var það



um 20% færri á öðrum ársfjórðungi en þegar mest var.

Enn vilja fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki en fækka

Sumarkönnun Gallup var gerð í maí og júní sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Samkvæmt niðurstöðum hennar vildu rúmlega 5,5% fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki en fækka á næstu sex mánuðum. Þetta hlutfall hefur ekki verið jafn lágt frá því sumarið 2015.

Samkvæmt sömu könnun taldi fjórðungur fyrirtækja sig búa við skort á starfsfólki og hefur það hlutfall ekki verið lægra síðan haustið 2015. Fyrirtækjum sem telja sig búa við skort á starfsfólki fækkar mest í iðnaði, sjávarútvegi og samgöngum en fjölga í byggingariðnaði og verslun. Fyrirtækjum sem telja sig eiga í erfiðleikum með að mæta óvæntri eftirspurn hefur einnig fækkað.

Gerum ráð fyrir auknu atvinnuleysi

Atvinnuleysi virðist hafa náð lágmarki og í ljósi minnkandi hagvaxtar og spennu á vinnumarkaði reiknum við með að atvinnuleysi miðað við tölur Vinnuálastofnunar verði 2,2% í ár, 2,7% á næsta ári og 3% bæði árin 2020 og 2021.

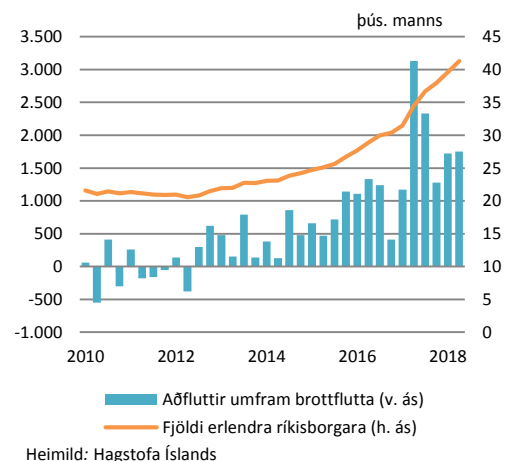
Laun hækka áfram – en í lækkandi takti

Launavísitalan hækkaði um 0,6% milli ágúst og september. Í september hafði vísitalan hækkað samtals um 5,9% á síðustu 12 mánuðum. Hækkunartaktur launa á ársgrundvelli hafði verið nokkuð stöðugur í rúmlega 7% í u.þ.b. ár en hefur nú verið í kringum 6% frá því í maí. Meginskýring lækkunar á ársbreytingu vísitölnunnar eru minni launabreytingar í maí í ár en í fyrra, en áfangahækkanir í almennum kjarasamningum voru í maí bæði í ár og í fyrra.

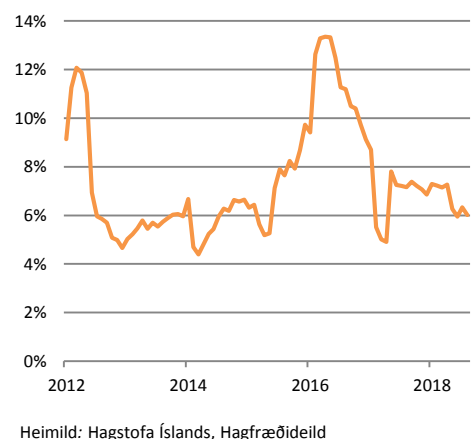
Kaupmáttur tekur stökk upp á við

Verulega hefur hægt á aukningu kaupmáttar launa frá því sem mest var og hafði kaupmáttur verið nokkuð stöðugur frá því um mitt ár 2017. Þar sem verðlag hækkaði einungis um hálft prósent samtals í maí og júní tók kaupmáttur stökk upp á við og jókst um 2,4% milli apríl og júní. Kaupmáttur launa var 3,1% meiri nú í september en hann var fyrir ári. Frá

Flutningar og erlendir ríkisborgarar



12 mánaða hækkunartaktur launa



upphafi árs 2015 hefur kaupmáttur launavísitölu aukist um rúm 25%, eða u.þ.b. 7% á ári. Það er mikil aukning, bæði sögulega séð og í samanburði við önnur lönd.

Laun stóru hópanna

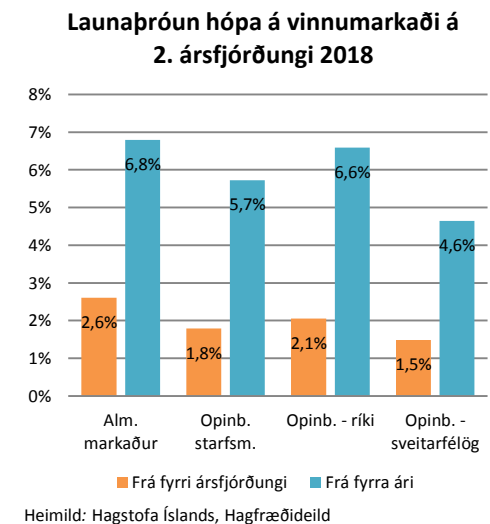
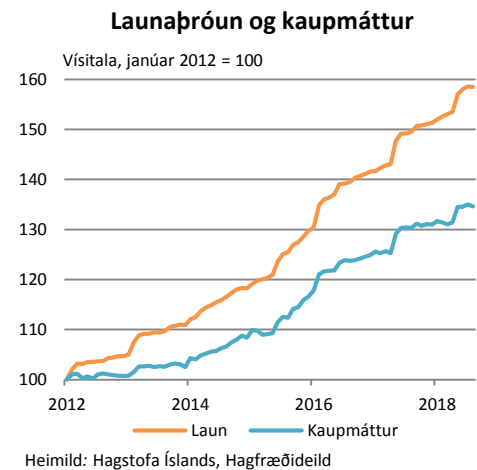
Sagan sýnir að launaþróun á opinbera og almenna markaðnum er yfirleitt mjög svipuð til lengri tíma. Yfir styttri tímabil er alltaf um einhverjar sveiflur að ræða en þær jafnast alla jafna út á lengra tímabili.

Sé litið á launabreytingar stóru hópanna á einu ári, milli 2. ársfjórðungs 2017 og 2018, má sjá að launahækkunar á almenna markaðnum hafa verið ívið meiri en á opinbera markaðnum, eða tæp 7% á móti tæpum 6% hjá hinu opinbera. Launahækkunar ríkisstarfsmanna hafa verið álíka og á almenna markaðnum en launahækkunar hjá sveitarfélögum hafa verið minnstar. Staða kjarasamninga einstakra hópa sem gerðir eru á mismunandi tímum skýrir yfirleitt þessa stöðu.

Sömu sögu má segja um launabreytingar milli fyrsta og annars ársfjórðungs 2018 en þá hækkuðu laun á almennum markaði mest.

Töluvert launaskrið í gangi

Sé litið á tímabilið frá janúar 2015 til maí 2018 má sjá að launavísitalan hefur hækkað töluvert umfram samningsbundnar hækkunar. Ef litið er á tímabilið frá janúar 2015 til ágúst 2018 má áætla gróflega að samningsbundnar hækkunar hafi verið tæp 20%, en launavísitalan hefur hækkað um 33% á sama tíma. Það þýðir að launavísitalan hefur hækkað um 11,5% umfram samningsbundnar hækkunar, eða að jafnaði um 0,35% umfram samningsbundnar hækkunar í hverjum mánuði. Mögulegar skýringar gætu í fyrsta lagi verið að opinberir starfsmenn hafi fengið meira en almenni markaðurinn þar sem launavísitalan mælir líka laun þeirra, en það stenst ekki yfir lengra tímabil. Önnur skýring er að launakostnaður fyrirtækjanna hafi einfaldlega hækkað meira en samið var um í heildarkjarasamningi. Sú skýring passar vel við hagsveifluna á þessum tíma og þýðir að staðbundnir samningar og hreint launaskrið hafa hækkað launin um 11,5% umfram samningsbundnar hækkunar.



Mjög hægur vöxtur fjármunamyndunar á næstu árum

Fjárfesting hefur aukist töluvert á síðustu árum samfara uppgangi í efnahagslífinu. Fjárfesting er sveiflukenndasti liðurinn í þjóðhagsreikningum og vex jafnan hlutfallslega hratt í uppsveiflu og dregst að sama skapi hlutfallslega mikið saman í niðursveiflum.

Á síðasta ári jókst heildarfjármunamyndun í hagkerfinu um 9,5% og er það nokkuð minni vöxtur en síðustu þrjú ár þar á undan, þegar vöxturinn lá á bilinu 16-22%. Skýrist minni vöxtur fjármunamyndunar að mestu leyti af hægari vexti atvinnuvegafjárfestingar. Hann nam rúmlega 4,8% borið saman við á bilinu 17-31% vöxt síðustu þrjú ár þar á undan. Á fyrri hluta þessa árs nam vöxtur atvinnuvegafjárfestingar 5,6% sem er í ágætu samræmi við vöxt síðasta árs. Þetta gefur vísbendingu um að mesti krafturinn í aukningu fjárfestingar í núverandi uppsveiflu sé að baki.

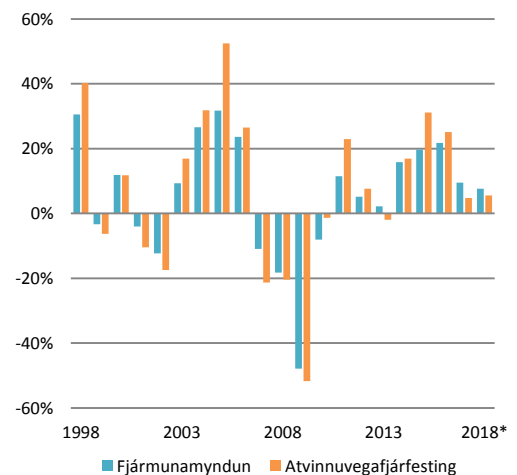
Fjármunamyndun borin af íbúðafjárfestingu og fjárfestingu hins opinbera

Drifkraftar fjármunamyndunar í hagkerfinu á næstu árum verður íbúðafjárfesting og fjárfesting hins opinbera en framlag atvinnuvegafjárfestingar verður að okkar mati neikvætt næstu þrjú ár. Við gerum ráð fyrir að heildarfjármunamyndun í hagkerfinu verði 6,9% á þessu ári og nær einungis borin af vexti opinberrar fjárfestingar og íbúðafjárfestingar. Næstu tvö árin verður fjármunamyndun á bilinu 0,8-2,3% en vöxturinn mun markast af neikvæðu framlagi atvinnuvegafjárfestingar. Á lokaári spárinnar gerum við ráð fyrir að fjármunamyndun dragist saman um 1,9% en þá mun neikvætt framlag atvinnuvegafjárfestingar vega þyngra en jákvætt framlag bæði íbúðafjárfestingar og fjárfestingar hins opinbera.

Fjárfestingarstigið í atvinnulífinu líklegast náð hámarki

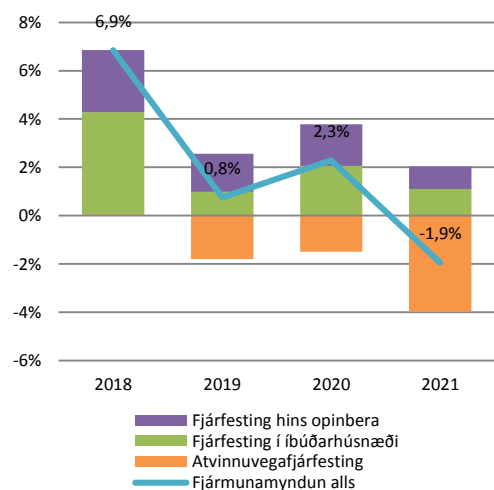
Vöxtur fjárfestingar á síðustu árum hefur verið langt umfram hagvöxt og því hefur hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu farið vaxandi. Á síðasta ári var hlutfall atvinnuvegafjárfestingar án stóriðju um 12,2% af landsframleiðslu og hefur hlutfallið ekki verið hærra á þessari öld ef frá 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.

Vöxtur fjármunamyndunar



*Vöxtur milli fyrri ársheftings 2017 og 2018
Heimild: Hagstofa Íslands

Fjármunamyndun og framlag undirliða



Heimild: Hagfræðideild Landsbankans

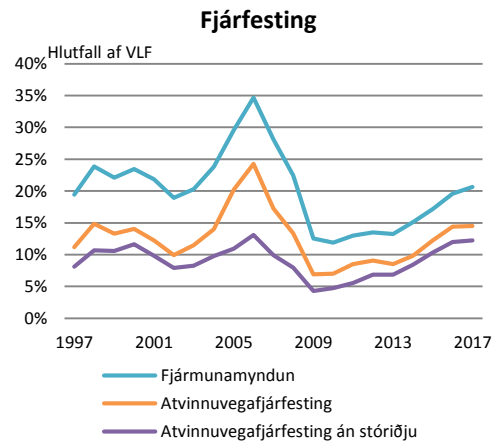
Draga mun úr almennri atvinnuvegafjárfestingu

Við teljum að atvinnuvegafjárfesting muni ná tímabundnum toppi á þessu ári en að á næstu árum taki við lítils háttar samdráttur fjárfestingar. Fjárfesting verður þó áfram tiltölulega há í hlutfalli við landsframleiðslu. Við spáum 0,1% aukningu atvinnuvegafjárfestingar á þessu ári. Á næstu árum fer síðan að draga lítils háttar út fjárfestingu samkvæmt spánni. Samdrátturinn verður 2,8% á næsta ári og 2,4% árið 2020 og skýrist bæði árin af samdrætti í almennri atvinnuvegafjárfestingu, þ.e. fjárfestingu án skipa, flugvéla og stóriðju. Á síðasta ári spátímabilsins gerum við ráð fyrir 6,7% samdrætti. Til viðbótar við neikvæð áhrif af minni almennri atvinnuvegafjárfestingu munu einnig koma til áhrif bæði af minni stóriðjufjárfestingu og minni fjárfestingu í skipum og flugvélum. Þá verður mesti kúfurinn af fjárfestingu í skipum og flugvélum að baki. Árið 2021 gerum við ráð fyrir að almenn atvinnuvegafjárfesting verði 8,7% af landsframleiðslu en sögulegt meðalhlutfall frá árinu 1970 er 8,3%.

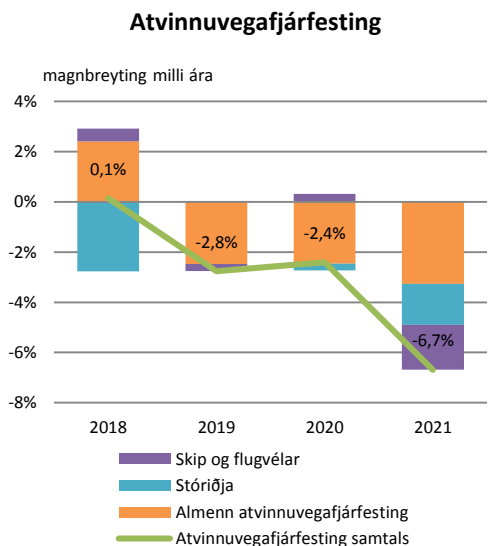
Töluverð óvissa um þróun atvinnuvegafjárfestingar

Fjárfesting atvinnuveganna helst jafnan ágætlega í hendur við væntingar stjórnenda um framtíðina. Þeim mun bjartsýnni sem þeir eru á framtíðina þeim mun meiri er fjárfestingin að öðru jöfnu. Töluverð óvissa ríkir um þróun almennrar atvinnuvegafjárfestingar á næstu misserum og helgast það m.a. af verulega misvísandi vísbendingum. Þannig er mjög mikill munur á annars vegar mati stjórnenda á núverandi ástandi í efnahagslífinu og hins vegar væntingum þeirra.

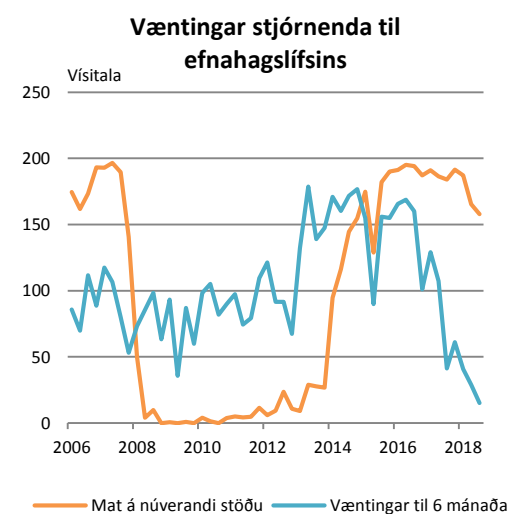
Væntingar stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins til næstu 6 mánaða hafa hríðfallið á síðustu misserum. Frá því að Gallup hóf mælingar á þessari vísitölu árið 2002 hafa þær aldrei verið jafn lágar. Gildið á vísitölunni nú í september var 15,2 og 28,9 stig í júní. Til samanburðar var fyrra lágmark 35,7 stig í maí 2009. Þá ríkti mjög djúp kreppa í hagkerfinu og gríðarleg óvissa á flestum sviðum atvinnulífsins. Ástæður þessarar miklu svartsýni liggja ekki í augum uppi en líklegast er þetta sambland ýmissa þátta, þ.m.t. áhyggjur af næstu kjarasamningnum. Viðhorf stjórnenda til núverandi



Heimild: Hagstofa Íslands



Heimild: Hagfræðideild Landsbankans



Heimild: Seðlabanki Íslands

efnahagsástands hefur einnig dalað og mældist 157,8 stig í september en fara þarf aftur til júní 2015 til að finna lægra gildi. Mjög líklegt er að þessar slöku væntingar muni hafa neikvæð áhrif á fjárfestingarákvarðanir í atvinnulífinu á næstu misserum.

Svigrúm til aukinna fjárfestinga áfram gott

Þrátt fyrir að þróun væntinga og mat á núverandi stöðu bendi til þess að draga muni úr fjárfestingu hefur svigrúm og geta atvinnulífsins til aukinnar fjárfestinga sjaldan verið jafn góð og nú. Þannig hefur eiginfjárstaða fyrirtækja aldrei verið hagstæðari og skuldsetning í hlutfalli við undirliggjandi rekstur er með allra lægsta mótí.

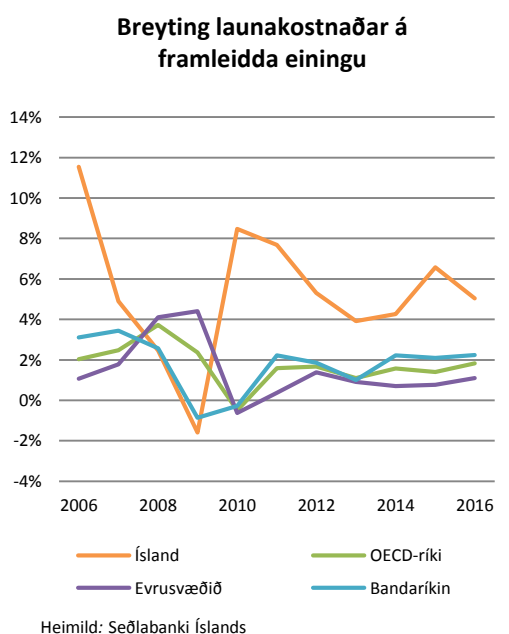
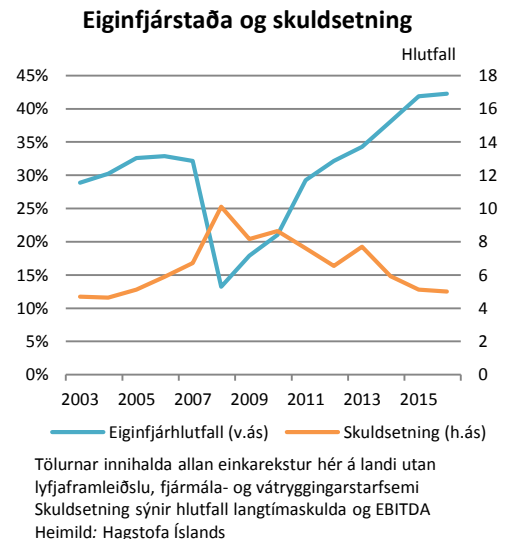
Hvaða áhrif hafa gengisbreytingar á fjárfestingu í hagkerfinu?

Styrkur krónunnar og framtíðarþróun hennar eru lykilþættir þegar kemur að ákvörðun um fjárfestingar hjá mörgum fyrirtækjum. Sögulega séð hefur almenn atvinnuvegafjárfesting fylgt gengisþróun krónunnar nokkuð vel. Þannig hafa jafnan farið saman aukin fjárfesting og styrking krónunnar. Bæði með þeim hætti að aukin fjárfesting komi á sama tíma og styrking krónunnar en einnig að aukin fjárfesting fylgi styrkingu krónunnar eftir með u.þ.b. eins árs töf. Ástæðuna fyrir þessu sambandi má meðal annars rekja til þess að mjög stór hluti atvinnuvegafjárfestingar er keyptur erlendis frá. Gengisstyrking krónu lækkar því fjárfestingarkostnað í krónum talið og því hafa margir nýtt sér þau tækifæri sem falist hafa í sterkari krónu til að auka fjárfestingu.

Allt bendir til þess að krónan verði veikari á þessu ári en í fyrra og mun það hafa sín áhrif til samdráttar atvinnuvegafjárfestingar á næsta ári. Á þessu og næstu árum gerum við ráð fyrir lítills háttar veikingu krónunnar og mun það hafa sín áhrif til minnkandi atvinnuvegafjárfestingar.

Flugvélarfjárfestingar verða minni en áður spáð

Bæði Icelandair og WOW air hafa fjárfest umtalsvert í flugvélum á síðustu árum en í þessum efnum hefur þó borið meira á WOW air. Samkvæmt samningum Icelandair við Boeing stóð til að Icelandair myndi fjárfesta fyrir nokkra tugi milljarða króna í nýjum



þotum á næstu árum. Töluverð óvissa ríkir nú um að hve miklu leyti þessar vélar verða keyptar eða leigðar. Einungis vélar sem keyptar eru eða teknar á kaupleigu færast sem fjárfesting í þjóðhagsreikninga. Fjárfestingaráform Icelandair hafa tekið breytingum á síðustu misserum þannig að svo virðist sem áform um að kaupa vélar hafi sveigt meira í áttina að því að leigja þær. Þannig ákvað Icelandair árið 2016 að fjórar Boeing vélar sem félagið hafði áður ráðgert að kaupa á árunum 2018 og 2019 yrðu þess í stað leigðar. Í samræmi við þá ákvörðun höfum við fært fjárfestingu Icelandair í þessum vélum niður á næstu árum.

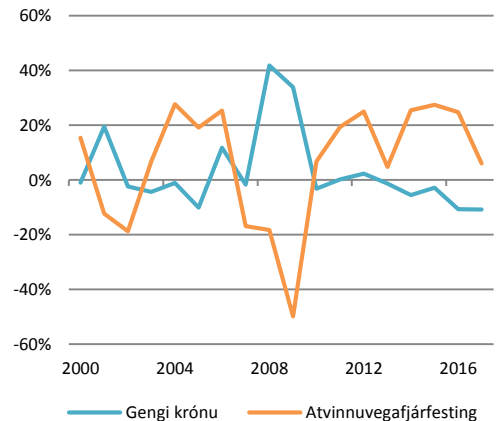
Miklu fjárfestingartímabili í fiskiskipum ekki lokið

Á síðasta ári kom til einhver mesta fiskiskipafjárfesting hér á landi í sögunni en alls voru keypt skip fyrir um 22,3 milljarða króna. Upphaflega var gert ráð fyrir að hluti þeirra skipa myndi koma til landsins árið 2016 en vegna tafa við smíðarnar færðist fjárfesting að hluta til yfir á árið 2017. Þeirri fjárfestingarhrinu sem staðið hefur yfir í fiskiskipum á síðustu árum er þó ekki lokið. Í desember síðastliðnum var samið um smíði á sjö nýjum togurum sem verða smíðaðir í Noregi og afhentir á næstu árum. Samherji og Síldarvinnslan hafa þessu til viðbótar samið við danska skipasmíðastöð um smíði á tveimur uppsjávarskipum og ráðgert er að þau verði afhent árið 2020. Þessar fjárfestingar, ásamt fjárfestingum síðustu ára, munu hafa töluverð áhrif til endurnýjunar fiskiskipaflotans og lækka meðalaldur hans verulega.

Tafir á stóriðju fjárfestingu

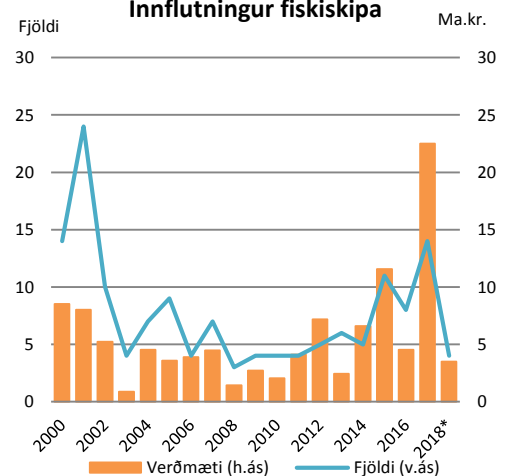
Spá okkar um stóriðju fjárfestingu hefur tekið litlum breytingum á undanförunum misserum. PCC á Bakka við Húsavík hefur tekið til starfa og er langstærstum hluti fjármunamyndunar vegna þeirrar verksmíðu lokið. Spá okkar um uppbyggingu Thorsil hefur færst yfir á næsta ár. Við teljum að töluverð óvissa ríki um þá framkvæmd. Ekki er loku fyrir það skotið að fjárfesting í United Silicon verði færð niður að einhverju leyti í þjóðhagsreikningum Hagstofunnar, enda liggur starfsemi fyrirtækisins niðri og óvíst hvort og þá hvenær starfsemi hefst að nýju. Um það hefur hins vegar ekki verið tekin nein ákvörðun og

Gengisbreyting og vöxtur atvinnuvegafjárfestingar



Atvinnuvegafjárfesting án stóriðju
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands,
Hagfræðideild Landsbankans

Innflutningur fiskiskipa



Verðmæti á föstu gengi krónunnar 2018.*Fyrstu níu mánuði ársins.
Heimild: Hagstofa Íslands

munum við því ekki færa fjárfestingu í United Silicon niður að svo stöddu.

Íbúðafjárfesting á fleygiferð

Eftir tiltölulega litla aukningu allt frá fjármálakreppunni 2008 hefur vöxtur íbúðafjárfestingar verið mikill síðustu tvö ár, um 26% árið 2016 og um 18 % árið 2017. Í fyrra nam íbúðafjárfesting 3,8% af vergri landsframleiðslu (VLF). Breytingin á milli annars ársfjórðungs 2017 og 2018 var 19% og var 30% milli ársfjórðunganna þar á undan. Íbúðafjárfesting fór hæst í 6,6% á árinu 2007 og var að meðaltali 3,9% frá aldamótum fram til 2007.

Samkvæmt tölum Hagstofunnar var lokið við að byggja um 1.770 íbúðir á landinu öllu á árinu 2017 og bygging hafin á um 2.800 íbúðum á því ári. Þetta er mikil fjölgun frá árinu 2016, sérstaklega hvað varðar byggingar sem byrjað var að reisa.

Auknar íbúðabyggingar einskorðast ekki við höfuðborgarsvæðið heldur hefur byggingarstarfsemi aukist um allt land, ekki síst í nágrennasveitarfélögum höfuðborgarsvæðisins.

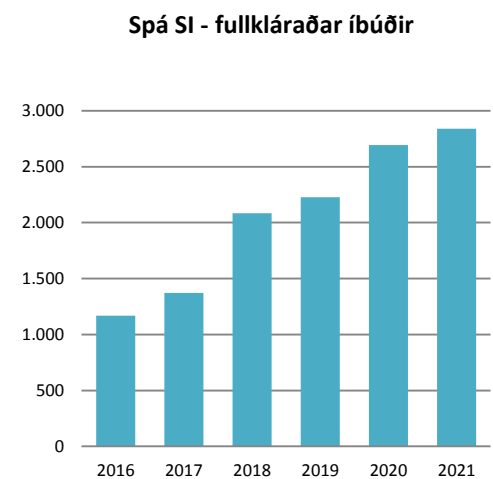
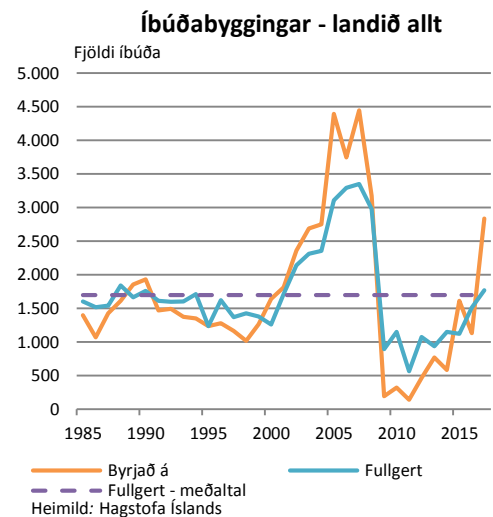
Viðvarandi upplýsingaskortur

Lítið miðar í þá átt að gefa út áreiðanlegar, opinberar upplýsingar um byggingarstarfsemi hér á landi og væntanlegt framboð húsnæðis og virðist sem sveitarfélögin kjósi að gera slík gögn ekki opinber. Bestu heildarmyndina af ástandi byggingarmarkaðarins má sjá í talningum Samtaka iðnaðarins (SI) á húsnæði í byggingu sem framkvæmd er tvisvar á ári.

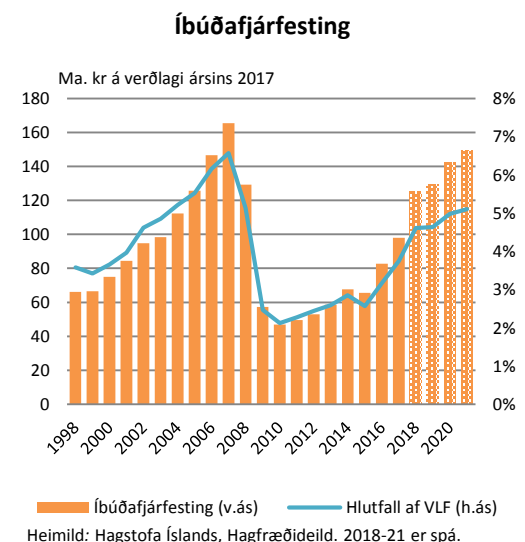
Samkvæmt tölum SI má vænta þess að framundan sé aukið framboð á fullbúnum íbúðum. Talningar og greiningar SI benda til einhverrar aukningar næstu tvö árin en að síðan muni hægja á. Íbúðir í byggingu voru 5,6% af heildarfjölda íbúða á höfuðborgarsvæðinu í ársbyrjun þessa árs en hlutfallið var 4,7% í mars.

SI áætlað að í ár verði 2.084 íbúðir fullbyggðar sem fæli í sér 2,4% fjölgun íbúða á höfuðborgarsvæðinu í ár, en aukningin var 1,5% í fyrra.

Mikil umræða hefur verið um skort á minni og ódýrari íbúðum. Svo virðist sem hægt hafi gengið að fjölga hlutfallslega minni íbúðum í byggingu. Þannig



Heimild: Samtök iðnaðarins.



sýna gögn um seldar íbúðir að nýjar íbúðir sem seljast eru mun stærri en eldri íbúðir sem hafa verið seldar. Þó virðist sem munurinn hafi minnkað nokkuð á þessu ári og ætti það að einhverjum hluta að svara þörfum markaðarins. Að mati Hagfræðideildar er þó ákveðin hætt á því að stór hluti fullbyggðra íbúða sé of stór og dýr fyrir þarfir markaðarins í dag. Framboð íbúða er að aukast mikið og því er ákveðin hætt á að illa muni ganga að selja mikið magn af íbúðum sem eru að jafnaði stærri en þær íbúðir sem mest þörf er fyrir.

Hagfræðideild spáir áframhaldandi mikilli íbúðafjárfestingu og að hún aukist um 25% í ár, um 5% á árinu 2019, 10% á árinu 2020 og 5% á árinu 2021. Íbúðafjárfesting var um 3,7% af VLF í fyrra og reiknað er með að hlutfallið hækki og verði komið um og yfir 5% á árunum 2020 og 2021.

Mikil aukning í fjárfestingu hins opinbera

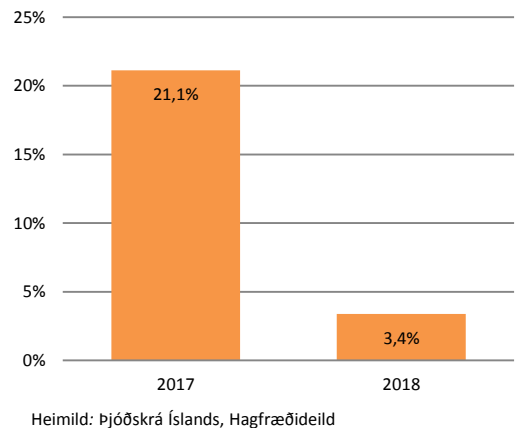
Heildarfjárfestingar ríkis og sveitarfélaga jukust um 23,4% árið 2017 eftir að hafa nánast staðið í stað næstu tvö ár þar á undan. Hluttur opinberra fjárfestinga af vergri landsframleiðslu (VLF) hækkaði í tæplega 3,2% á síðasta ári, úr 2,6% árið 2016. Hlutfallið hefur ekki verið hærra frá árinu 2010 þegar það var um 3,3%.

Aukin fjárfesting í innviðum samfélagsins er eitt þeirra mála sem eru efst á dagskrá sitjandi ríkisstjórnar. Samkvæmt nýrri fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar munu opinberar fjárfestingar aukast mikið á næstu árum og ná hámarki á árinu 2019. Helstu verkefni sem eru í gangi og stefnt er að eru bygging nýs Landspítala, átak í samgöngumálum, kaup á þyrlum fyrir Landhelgisgæsluna, ný Vestmannaeyjaferja og uppbygging hjúkrunarheimila. Að auki benda fjárhagsáætlanir sveitarfélaga almennt til aukinna fjárfestinga þeirra. Í fjármálaáætlun er gert ráð fyrir að hluti arðgreiðslna frá fjármálafyrirtækjum, sem eru að hluta eða að fullu í eigu ríkisins, renni til samgönguframkvæmda.

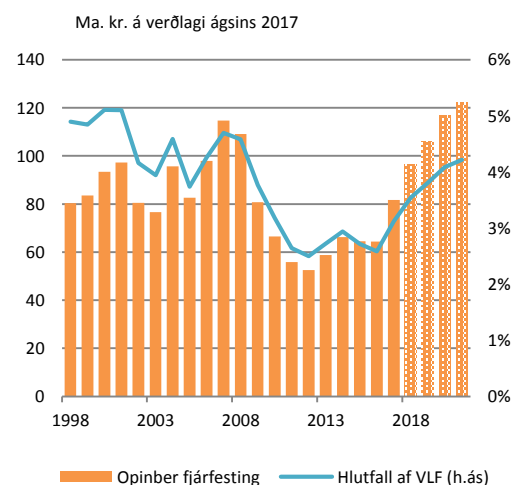
Sveitarfélög koma sterk inn

Sé litið til þróunar fjárfestingar á fyrri hluta ársins má sjá að fjárfestingar ríkissjóðs hafa dregist saman á síðustu tveimur ársfjórðungum, en það er að hluta til vegna þess að fjárfestingar ríkissjóðs voru óvenju

Nýjar íbúðir stærri en eldri



Opinber fjárfesting

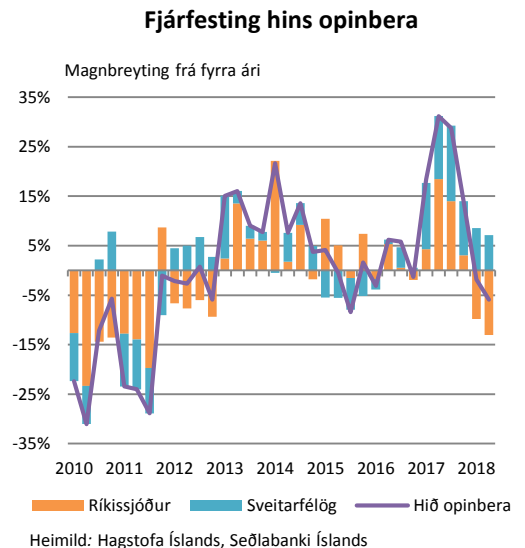


2018 - '21 er spá Hagfræðideildar
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild..

miklar á fyrstu tveimur ársfjórðungum ársins 2017. Góður vöxtur hefur hins vegar verið í fjárfestingum sveitarfélaganna á síðustu misserum.

Samkvæmt fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar er gert ráð fyrir að opinber fjárfesting verði 3,3% af VLF í ár og fari svo hækkandi og verði 3,6-3,8% á árunum 2020-2021. Hagfræðideild telur líklegt að þróunin verði eitthvað hraðari, bæði vegna mikils pólitísku þrýstings á viðhald og endurnýjun innviða og þess að aukið svigrúm er að myndast til opinberra framkvæmda eftir því sem atvinnuvegafjárfesting dregst saman.

Hagfræðideild gerir því ráð fyrir að opinber fjárfesting aukist um 18% í ár, um 10% bæði árin 2019 og 2020 og 5% 2021.. Það þýðir að opinber fjárfesting verður komin yfir 4% af VLF á árinu 2020, en hún var að meðaltali 4,6% á árunum 1998-2008 og 3,1% af VLF á árunum 2008-2017.



Innlend hagvaxtarþróun orðin verulega háð útflutningsvexti

Eitt af einkennum efnahagsuppsveiflu síðustu ára hefur verið mikil aukning í útflutningi. Aukninguna má að langmestu leyti rekja til þess ævintýrlega vaxtar sem verið hefur í íslenskri ferðaþjónustu á síðustu árum.

Frá 1980 til og með ársins 2008 lá hlutfall útflutnings af landsframleiðslu á tiltölulega þröngu bili, 26-32%. Með gengisfallinu hækkaði þetta hlutfall upp í 37% árið 2009. Vöxturinn í ferðaþjónustu hefur haldið áfram að yta undir hækkun hlutfallsins og árið 2017 var það komið upp í 45%. Það er rúmlega helmingi herra hlutfall en var að meðaltali á árunum 1980 til 2008.

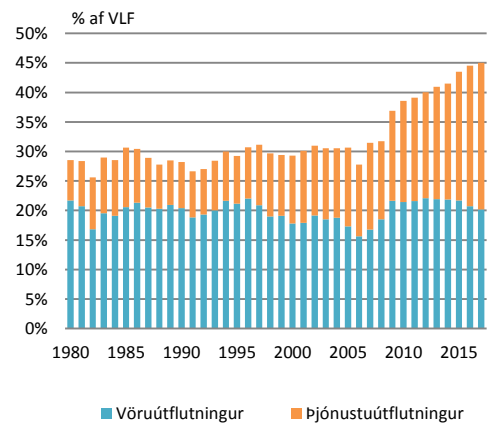
Hagvaxtarþróun hér á landi er því orðin umtalsvert næmari fyrir þróun í útflutningi landsins og þá sérstaklega gagnvart breytingum í þróun og umfangi ferðaþjónustu.

Vöxtur ferðalaga verður lítill á árinu

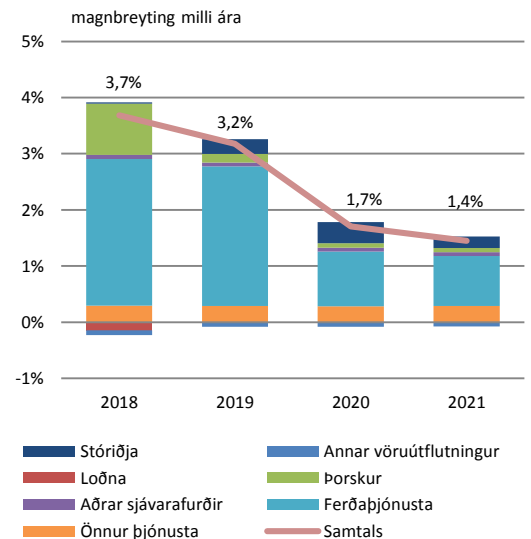
Á síðasta ári jókst heildarútflutningur vöru og þjónustu um 5,5%. Það er nokkuð minni vöxtur en síðustu tvö ár þar á undan þegar hann var á bilinu 9,1-10,9%. Vöxtur bæði vöru- og þjónustuútflutnings reyndist nokkuð minni en árin 2015 og 2016. Vöxtur vöruútflutnings nam 1,4% borið saman við 3,3-3,7% síðustu tvö ár þar á undan. Lítill vöxtur á síðasta ári helgast m.a. af minni þorskveiðum sem rekja má að töluverðu leyti til sjómannaverkfallsins í byrjun þess árs. Vöxtur þjónustuútflutnings nam 8,8% á síðasta ári en hann lá á bilinu 15,7-18,7% á árunum 2015 og 2016. Minni vöxtur má að mestu leyti rekja til mun minni neysluaukningar ferðamanna á milli ára sem skýrist að stórum hluta af verðhækkunum hér á landi í erlendra mynt, bæði vegna gengisstyrkingar og verðhækkana í krónum.

Við gerum ráð fyrir að útflutningur aukist um 3,7% á þessu ári og að hann verði borinn af vexti farþegaflutninga. Framlag ferðalaga verður væntanlega mun minna á þessu og næstu árum en verið hefur síðustu ár.¹ Áfram mun hægja á vextinum á árinu 2019 en þá verða farþegaflutningar einnig megin drifkrafturinn. Áhrif

Útflutningur



Vöxtur útflutnings



¹ Skipta má tekjum íslenskrar ferðaþjónustu í tvennt. Annars vegar er um að ræða þjónustuliðinn ferðalög sem mælir alla neyslu erlendra ferðamanna sem dvelja hér á landi fyrir utan kaup þeirra á flugmiðum íslenskra flugfélaga. Hins vegar er um að ræða þjónustuliðinn farþegaflutninga sem mælir allar tekjur íslenskra flugfélaga af erlendum ferðamönnum hvort sem þeir teljast ferðamenn hér á landi eða ekki. Dæmi um erlenda ferðamenn sem skilgreinast ekki sem erlendir ferðamenn hér á landi eru skiptifarþegar sem leið eiga um Leifsstöð.

ferðalaga verða töluvert minni. Árin 2020 og 2021 mun áfram draga úr vexti útflutnings. Þannig er gert ráð fyrir 1,7% vexti árið 2020 og 1,4% árið 2021. Þessi tvö ár er gert ráð fyrir að vöxtur ferðaþjónustu verði fremur lítill, hvort sem horft er til ferðalaga eða farþegaflutninga.

Tímabili kröftugs vaxtar í ferðaþjónustu lokið

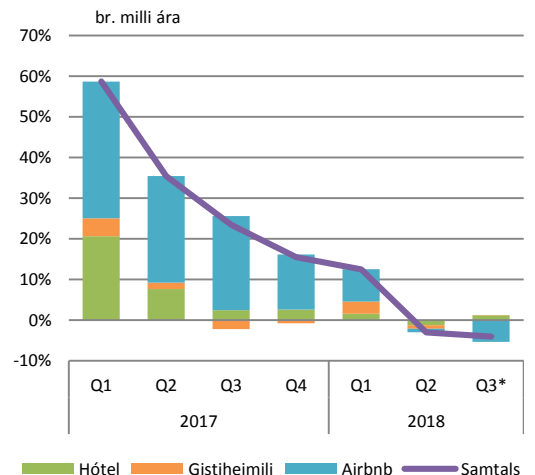
Af þróun síðustu fjórðunga má draga þá ályktun að sjö ára löngu sprengjuvaxtartímabili í íslenskri ferðaþjónustu sé lokið og við taki mun hægari en jafnframt sjálfbærari vöxtur. Þetta má sjá greinilega þegar litið er til þróunar á fjölda ferðamanna og fjölda gistinguátta ferðamanna.

Fjölgun gistinguátta erlendra ferðamanna á hótélum, gistiheimilum og Airbnb-íbúðum hefur á síðustu misserum verið ögn meiri en sem nemur fjölgun ferðamanna.² Þetta endurspeglar lengri dvalartíma ferðamanna hér á landi. Það sem hefur haldið uppi fjölguninni í heildarfjölda gistinguátta hefur verið mikil fjölgun gistinguátta í gegnum Airbnb. Á síðasta ári fjölgaði gistinguóttum á hótélum, gistiheimilum og í gegnum Airbnb um rúma 1,8 milljón, eða um 30%. Airbnb skýrir um 78% af fjölguninni og af því má ráða að ef Airbnb hefði ekki notið við hefði fjölgun gistinguátta einungis verið 6,6% að öðru óbreyttu. Á síðasta ári fjölgaði erlendum ferðamönnum um 24,2% og því er ljóst að lengri dvalartíma ferðamanna á síðasta ári má fyrst og fremst rekja til aukningar í Airbnb.

Dvalartími ferðamanna að styttest á öðrum fjórðungi

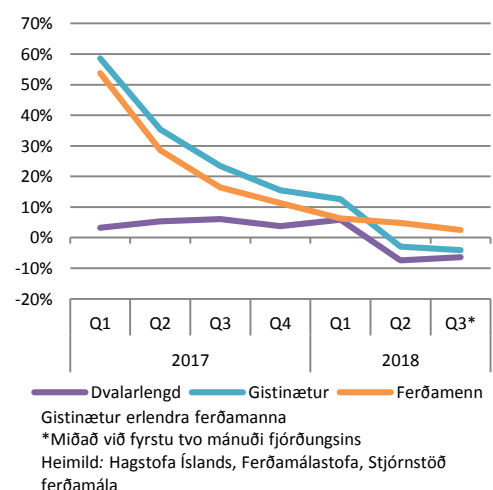
Nú á öðrum fjórðungi ársins styttest dvalartími ferðamanna miðað við sama tímabil í fyrra í fyrsta sinn eftir að tölur frá Airbnb komu inn í heildarfjölda gistinguátta. Á fyrstu tveimur mánuðum þriðja fjórðungs þessa árs hélt sú þróun áfram. Hluta af þessari þróun má án efa skýra með því að erlendir ferðamenn eru að mæta sterkri krönu með því að dvelja skemur hér á landi. Þetta þýðir einnig að jafnvel þó að ferðamönnum kunni að halda áfram að fjölga á næstu misserum er það ekki endilega ávísun á vöxt í ferðaþjónustu hér á landi.

Fjölgun gistinguátta



Gistinguætur erlendra ferðamanna
 *Miðað við fyrstu tvo mánuði fjórðungsins
 Heimild: Hagstofa Íslands, Airdna

Fjölgun gistinguátta og ferðamanna



Gistinguætur erlendra ferðamanna
 *Miðað við fyrstu tvo mánuði fjórðungsins
 Heimild: Hagstofa Íslands, Ferðamálastofa, Stjórnstöð ferðamála

² Ekki er til niðurbrot á gistinguóttum í Airbnb fyrir annars vegar Íslendinga og hins vegar erlenda ferðamanna. Í allri umfjölluninni er farin sú leið að ætla að hlutfall erlendra ferðamanna af heildarfjölda gistinguátta sé það sama í Airbnb eins og það er hjá hótélum og gistiheimilum.

Lítil fjölgun ferðamanna á spátímabilinu

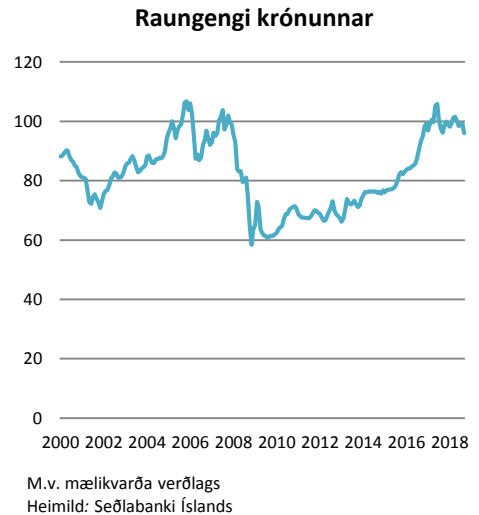
Við gerum ráð fyrir að fjölgun ferðamanna verði 6% á þessu ári en að fjölgunin verði 2% á hverju ári á tímabilinu 2019-2021. Þetta er talsvert minni fjölgun en sem nemur sögulegum meðalvexti í komum ferðamanna hingað til lands en hann er tæplega 10%. Það er ljóst að styrkur krónunnar er nú loks farinn að bíta á fjölgun ferðamanna enda verð á íslenskri ferðaþjónustu orðið mjög hátt í samanburði við flest lönd. Þrátt fyrir að krónan hafi gefið aðeins eftir á síðustu vikum er raungengi krónunnar á mælikvarða verðlags nálægt sterkustu gildum sem mælt hafa síðustu 40 ár.

Við gerum ráð fyrir að krónan veikist á þessu ári og að hún muni veikjast lítillega áfram út spátímabilið. Gangi það eftir mun sú þróun vissulega hafa jákvæð áhrif á vöxt ferðaþjónustu og fjölgunina til lengri tíma lítið. Gengisbreytingin er hins vegar það lítil að ætla má að áhrifin verði fremur léttvæg á vöxt ferðaþjónustu og að verð á íslenskri ferðaþjónustu muni því áfram haldast hátt í samanburði við flest önnur lönd.

Mikil óvissa um formerkið á fjöldaþróuninni

Óvissan um fjölgunina á þessu ári er augljóslega fremur lítil í ljósi þess hve langt er liðið á árið en óvissan um fjölgun næstu ára er töluvert mikil. Óvissan um þróunina markast m.a. af þáttum eins og gengisþróun krónunnar og flugframboði til landsins. Þannig verða að teljast umtalsverðar líkur á því að ferðamönnum kunni að fækka á einhverjum af næstu árum ef krónan helst áfram tiltölulega sterk. Gefi krónan verulega eftir á næstu misserum mun það styðja við áframhaldandi fjölgun ferðamanna og gistinátta hér á landi. Gengisveiking myndi líklegast einnig ýta undir aukið flugframboð til landsins. Hin hliðin á peningnum er að ef veiking krónunnar fer saman við aukna verðbólgu er ekki sjálfsgefið að raungengið lækki. Hækkun innlends verðlags í krónum talið gæti því dregið verulega úr þeirri kaupmáttaraukningu erlendra ferðamanna í heimagjaldmiðli sem fylgir veikara nafngengi krónunnar.

Hin hliðin á útflutningi ferðaþjónustunnar er farþegaflutningar og þar vegur starfsemi Icelandair og WOW air langþýngst. Við gerum ráð fyrir að félögin muni auka flugframboð sitt nokkuð á næstu



mánuðum en að það hægist á aukningunni næsta vor. Það verða því farþegaflutningar sem munu drífa vöxtinn í útflutningi ferðaþjónustu á næsta ári. Litið lengra fram í tímann gerum við ráð fyrir mjög hóflegum vexti, eða undir 5%, bæði árin 2020 og 2021.

Óvissa um kísilútflutning á næstu árum

Nokkur óvissa hefur ríkt um stóriðjuframkvæmdir tengdar kísilmálmverksmiðjum hér á landi og áhrif þeirra á útflutning. Starfsemi United Silicon liggur niðri og á þessari stundu er óvíst hvenær og yfirhöfuð hvort starfsemi hefjist þar á nýjan leik. Upphaflega átti að gangsetja PCC á Bakka við Húsavík í desember 2017 en formleg gangsetning var hins vegar í byrjun maí 2018. Töluverð óvissa ríkir um uppbyggingu kísilvers Thorsil og þá einnig hvenær framleiðsla hefjist. Framleiðsla Thorsil mun þó hafa lítil áhrif á vöxt heildarútflutnings.

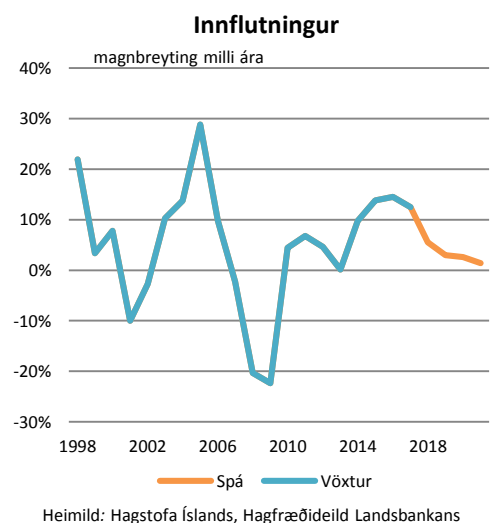
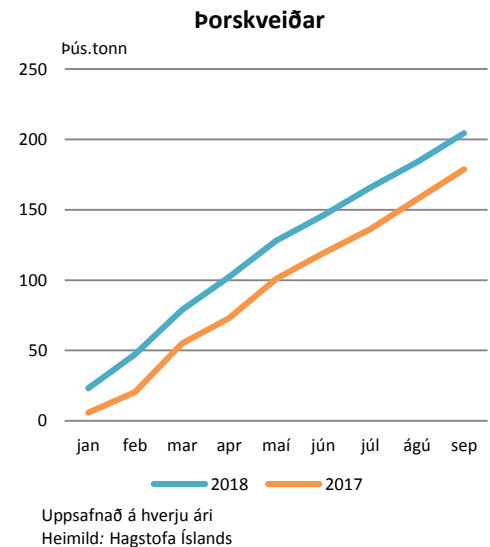
Þorskveiðar ná sér á strik

Við gerum ráð fyrir töluverðri aukningu í þorskútflutningi á þessu ári og helgast það að mestu leyti af sjómannaverkfallinu á fyrstu tveimur mánuðum síðasta árs. Það setti stórt strik í reikninginn í þorskveiðum á síðasta ári og því útlit fyrir að þær muni aukast nokkuð verulega á þessu ári. Á fyrstu níu mánuðum ársins höfðu þorskveiðar aukist um 14%, eða um tæplega 26.000 tonn, frá því á sama tíma í fyrra. Sú aukning og gott betur kom reyndar öll til á fyrstu tveimur mánuðum ársins.

Áfram mun draga úr vexti innflutnings

Mikil aukning hefur verið í vexti innflutnings á síðustu árum samfara efnahagsuppganginum. Innflutningurinn jókst um 12,5% á síðasta ári, sem er ívið minni vöxtur en árin 2015 og 2016, en töluvert meira en meðalvöxtur innflutnings frá árinu 1997.

Innflutningsspáin markast að mestu leyti af spá um þróun einkaneyslu annars vegar og atvinnuvegafjárfestingar hins vegar, enda skýra breytingar í þeim liðum nær allan sögulegan breytileika í vexti innflutnings hér á landi. Þróunin síðustu ár hefur verið sú að vöxtur innflutnings hefur reynst meiri en má skýra með aukningu einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar út frá þessu



sögulega sambandi. Hvað einkaneysluna varðar má gera ráð fyrir að meiri innflutningur skýrist hreinlega af því að mikil fjölgun utanlandsferða Íslendinga hefur aukið vægi einkaneyslu Íslendinga erlendis. Þessu til viðbótar má gera ráð fyrir að aukin ferðalög erlendra ferðamanna hingað til lands hafi aukið innflutning á hvers kyns varningi.

Við gerum ráð fyrir að innflutningur muni vaxa nokkuð hægar á þessu ári en síðustu ár og að vöxturinn verði 5% í ár, en muni síðan halda áfram að dragast saman. Við spáum 3% vexti árið 2019, 2,6% vexti árið 2020 og 1,4% á lokaári spárinnar.

Spáð er ögn minni hagvexti en meiri verðbólgu í viðskiptalöndunum

Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS), sem birt var í október, gerir ráð fyrir heldur minni hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands á þessu ári en reiknað var með í apríl síðastliðnum. AGS gerir nú ráð fyrir að meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum okkar verði 2,3% í stað 2,6%. Spáin fyrir árið 2019 hefur einnig verið færð niður, úr 2,3% í 2,2%.

Helsti áhrifavaldurinn til lækkunar spárinnar miðað við apríl er þróunin á evrusvæðinu, en það vegur um helming af heildarviðskiptum Íslands við önnur lönd. Þannig er gert ráð fyrir að hagvöxtur á evrusvæðinu verði 2% á þessu ári í stað 2,4%, eins og spáð var í apríl. Spá fyrir evrusvæðið á næsta ári hefur einnig verið færð niður, úr 2% í 1,9%.

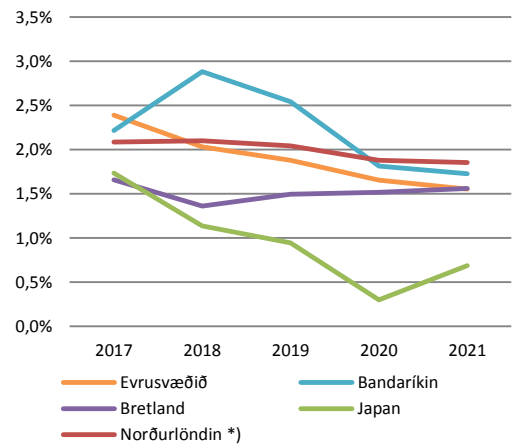
Spá um hagvöxt í öðrum helstu viðskiptalöndum okkar eins og Bandaríkjunum, Bretlandi, Danmörku, Noregi, Svíþjóð og Japan hefur einnig verið færð niður en breytingin er í öllum tilfellum fremur lítil. Spáin fyrir Bretland hefur verið færð mest niður, eða úr 1,6% hagvexti í 1,3%.

Af viðskiptalöndum Íslands verður mesti vöxturinn á þessu ári í Kína, eða 6,6%. Ef marka má spá sjóðsins verður lítið lát á miklum hagvexti í Kína en þó er gert ráð fyrir að smátt og smátt dragi úr honum og að hann verði 5,5% árið 2023.

Ögn hærri verðbólga skýrist af meiri verðbólgu á evrusvæðinu

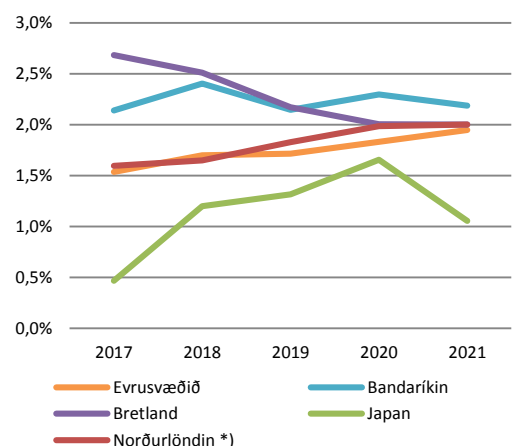
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands tók við sér á síðasta ári eftir að hafa verið mjög lítil á

Hagvöxtur á helstu viðskiptasvæðum



*) þ.e. Danmörk, Noregur og Svíþjóð
Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn

Verðbólga á helstu viðskiptasvæðum



*) þ.e. Danmörk, Noregur og Svíþjóð
Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn

árabilinu 2014-2016. Þannig nam verðbólga 1,7% á síðasta ári eftir að hafa legið á bilinu 0,5-1% á árunum 2014-2016.

Mjög lítil breyting hefur orðið á verðbólguþá AGS fyrir viðskiptalönd Íslands. Hún hefur þó verið hækkuð örlítið. Gert er ráð fyrir 1,9% verðbólgu í viðskiptalöndunum á þessu ári borið saman við spá upp á 1,85% frá því í apríl. Spáin fyrir næsta ár hefur farið úr 1,88% og í 1,91%. Hækkun á verðbólguþá viðskiptalandanna fyrir þetta og næsta ár má eingöngu rekja til væntinga um hærri verðbólgu á evrusvæðinu en spáð var í apríl. Gert er ráð fyrir 1,7% verðbólgu á þessu ári í stað 1,53% í apríl. Spáin fyrir næsta ár hefur verið færð úr 1,63% og upp í 1,7%.

Viðskiptakjörin halda áfram að gefa eftir

Eftir að hafa batnað gríðarlega mikið árin 2014 og 2015 hafa viðskiptakjör þjóðarinnar gefið eftir á allra síðustu árum. Á fyrri hluta þessa árs héldu þau áfram að versna borið saman við meðaltal ársins í fyrra. Það sem helst hefur grafið undan viðskiptakjörunum á þessu og síðasta ári er mikil hækkun á heimsmarkaðsverði olíu en það var einmitt mikil lækkun á olíu sem átti hvað stærstan þátt í mikilli bót viðskiptakjara árið 2015. Það sem hefur þó dregið úr áhrifum olíuverðshækkunar á viðskiptakjörin er að álverð hefur hækkað töluvert á síðustu misserum. Á síðasta ári hækkaði álverð um 23% borið saman við fyrra ár og það sem af er þessu ári hefur álverð verið að meðaltali 9,3% herra en það var allt árið í fyrra.

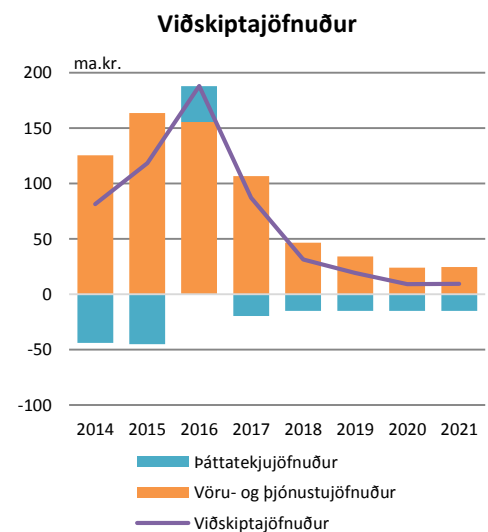
Áframhaldandi afgangur af viðskiptajöfnuði

Samanlagður afgangur af viðskiptum við útlönd milli áranna 2014-2017 var rúmlega 550 ma.kr., eða um 140 ma.kr. á ári að meðaltali. Þessar fjárhæðir eru háar og eru 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.

Mun hægari vöxtur útflutnings á komandi árum gerir það að verkum að afgangur af viðskiptum við útlönd verður minni á næstu árum en síðustu ár. Samkvæmt spá okkar verður viðskiptajöfnuður



Viðskiptakjör út í þjóðhagsreikingur. Ársjórðungslegar tölur
Heimild: Hagstofa Íslands, útreikningar Hagfræðideildar



2018-2021 er spá Hagfræðideildar
Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild

jákvæður um 50 ma.kr. á yfirstandandi ári og um 30 ma.kr. að meðaltali næstu þrjú ár. Þetta er heldur minni afgangur en við gerðum ráð fyrir í spá okkar frá því í maí 2018 og skýrist breytingin að mestu leyti af því að viðskiptakjör hafa versnað meira en við bjuggumst við í maí.

Starfsemi hins opinbera

Með nýrri fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar og fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2019 er greinilegt að reyna á að feta einhvers konar meðalveg. Kúrsinn virðist annars vegar liggja á milli þungrar kröfu um aukin útgjöld m.a. vegna kosningalofofða og hins vegar kröfu um styrka hagstjórn og jákvæða afkomu hins opinbera í samræmi við lög um opinber fjármál.

Útgjöld aukast meira en tekjur

Samkvæmt fjárlagafrumvarpi 2019 aukast heildarútgjöld ríkissjóðs um 6,9% frá fjárlögum síðasta árs og heildartekjur ríkissjóðs aukast um 6,1%. Þetta veldur því að heildarjöfnuður verður einungis um 1% af vergri landsframleiðslu (VLF) sem er lægra en þau 1,2% sem stefnt hefur verið að til þessa. Útgjaldavöxturinn er því við efri mörk hins mögulega eins og fjármálaráð hefur ítrekað bent á.

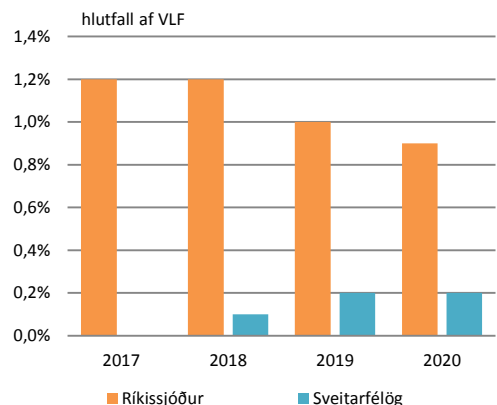
Tillögur um lækkun skatta

Þá er gert ráð fyrir minni skatttekjum á nokkrum sviðum, t.d. er lagt til að persónuafsláttur hækki meira en áður var gert ráð fyrir og að hækkun þrepamarka efra skattþreps verði miðuð við vísitölu neysluverðs í stað launavísitölu til þess að skapa meira jafnræði gagnvart skattkerfinu milli ólíkra tekjuhópa. Þá er einnig lagt til að tryggingagjald lækki tvisvar sinnum um 0,25 prósentustig, í ársbyrjun 2019 og 2020. Greinilegt er að þarna er verið að taka fyrstu skrefin að aðkomu ríkissjóðs að komandi kjarasamningum, en kröfur á hendur ríkisstjórninni eru greinilega miklar um þessar mundir.

Fjármálaráð hefur bent á að ríkisstjórnin standi fyrir útgjaldaaukningu sem eigi sér ekki hliðstæðu á síðustu áratugum. Jafnvel þótt stjórnvöld viðhaldi aðhaldsstigi við þensluaðstæður kalla aukin útgjöld jafnan á frekari tekjuöflun eða niðurskurð á öðrum útgjöldum, eða blöndu af hvoru tveggja. Sé ekkert af þessu gert af hálfu stjórnvalda eru þau, að öðru óbreyttu, í rauninni að velta ábyrgðinni á hagstjórninni að auknu leyti yfir á Seðlabankann.

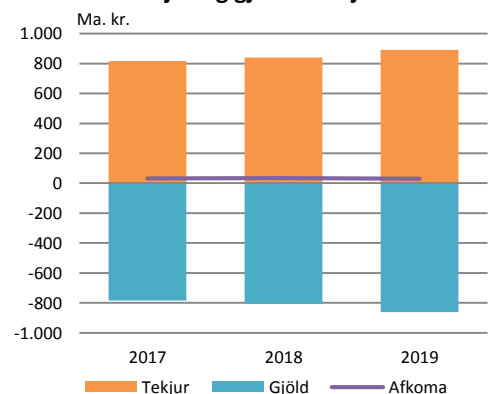
Engu að síður virðist ljóst að eftir að byrjað var að vinna eftir nýjum ramma fjármálastefnu og fjármálaáætlunar hefur orðið meiri festa í opinberum fjármálum en hér hefur jafnan verið.

Áætlaður heildarjöfnuður ríkis og sveitarfélaga



Heimild: Fjármálaáætlun 2019-2023

Tekjur og gjöld ríkissjóðs



Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið

Sveitarfélögin

Samkvæmt lögum um opinber fjármál á fjármálaáætlun að taka jafnt til fjármála ríkis og sveitarfélaga, eins og nafn laganna ber með sér. Sveitarfélög eru þannig bundin af lögum um opinber fjármál. Einnig er þeim ætlað starfa eftir sérstökum sveitarstjórnarlögum þar sem m.a. er að finna fjármálareglur sveitarfélaga, en þær eru ekki þær sömu og í fjármálaáætlun og eru fyrst og fremst varúðarreglur.

Sveitarfélögin eru auðvitað umfangsmikil í rekstri hins opinbera. Útgjöld þeirra hafa verið um 31% af heildarútgjöldum hins opinbera og skuldir þeirra hafa numið um 14% af heildinni.

Áætlað er að rekstrarafkoma A-hluta sveitarfélaga hafi verið jákvæð um 1,2 milljarða króna á árinu 2017. Samkvæmt fjármálaáætlun verður rekstrarafkoman á yfirstandandi ári jákvæð um 0,1% af VLF og um 0,2% af VLF árið 2019. Næstu ár þar á eftir er gert ráð fyrir að afgangurinn verði nokkuð stöðugur um 0,2% af VLF.

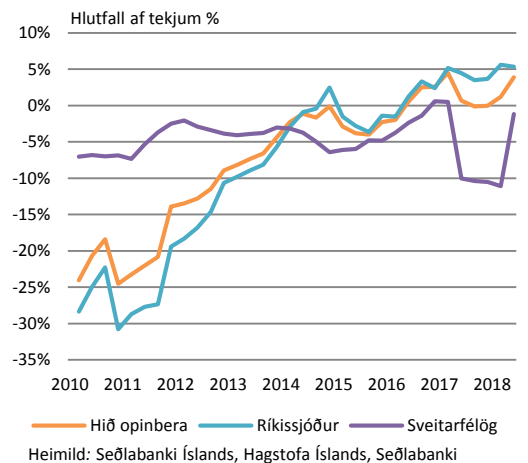
Opinberar skuldir dragast saman

Hvað opinberar skuldir varðar er í fjármálastefnunni notaður annar mælikvarði. Í fjármálastefnunni eru lífeyrisskuldbindingar og viðskiptaskuldir undanskildar skuldum og sjóðir og bankainnstæður koma til frádráttar. Stefnan gerir ráð fyrir að heildarskuldir hins opinbera verði komnar undir 30% af VLF í lok árs 2020. Til að ná þessum markmiðum þurfa að koma til óreglulegar tekjur, t.d. af eignasölu og óreglulegum arðgreiðslum á næstu árum.

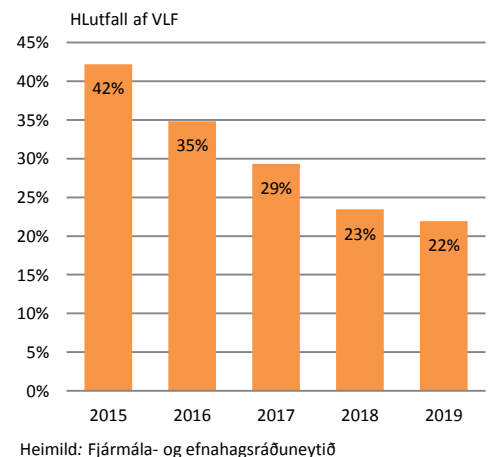
Skuldir ríkissjóðs skipta mestu fyrir heildarmyndina en þær hafa lækkað hratt síðustu ár. Heildarskuldir hafa lækkað um 658 milljarða króna á sex árum og hlutfall þeirra af landsframleiðslu lækkað úr 86%, þegar það var hæst árið 2011, í 23% í lok þessa árs. Samkvæmt fjárlagafrumvarpi er reiknað með að heildarskuldir ríkissjóðs verði komnar í 22% af VLF í árslok 2019 og þar með undir viðmið fjármálareglna í fyrsta sinn. Þessari lækkun fylgir að útlit er fyrir að hrein vaxtagjöld verði um 26 milljörðum króna lægri árið 2019 en árið 2011.

Reiknað hefur verið með að á árunum 2018–2021 verði hægt að nýta tæplega 120 milljarða króna

Tekjujöfnuður hins opinbera



Skuldir ríkissjóðs m.v. skuldareglu



tekjur frá fyrirtækjum í ríkiseigu til að greiða niður skuldir ríkissjóðs.

Vaxandi samneysla á næstu árum

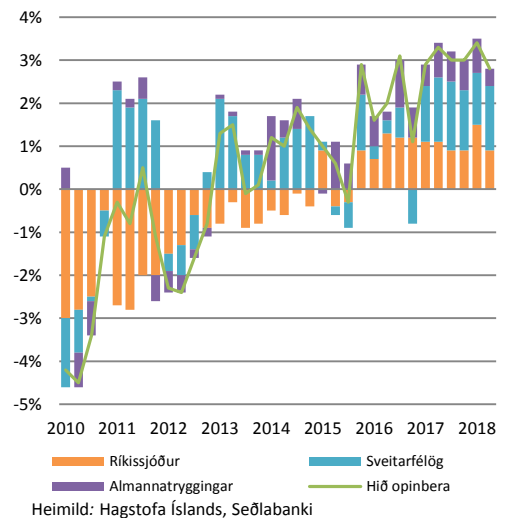
Samneysla jókst um 3,1% 2017 og hlutur hennar af VLF hækkaði þá í fyrsta skipti frá 2009. Á undanförunum ársfjórðungum hefur samneysla aukist stöðugt hjá ríki, sveitarfélögum og almannatryggingum og hefur aukningin t.d. verið nokkuð stöðug hjá sveitarfélögum.

Hagfræðideild telur ólíklegt að takast muni að hemja samneysluútgjöld eins mikið og stefnt er að. Eins og áður segir er áætlað að samneyslan hafi aukist um 3,1% á síðasta ári, þrátt fyrir markmið um minni aukningu. Við teljum líklegt að samneyslan muni áfram aukast í svipuðum takti, sem verði aðeins minni en aukning landsframleiðslunnar. Við reiknum því með að samneysla aukist um 2,7% á yfirstandandi ári og að aukin útgjöld til heilbrigðismála og félags-, trygginga- og húsnæðismála vegi þar þungt. Samneyslan muni svo aukast um 2,6% á árinu 2019 m.a. vegna árframhaldandi útgjaldaaukningar í áðurnefnda málaflokka og aðkomu ríkissjóðs að kjarasamningum. Við reiknum með að þrýstingur á ríkisútgjöld verði orðinn minni á árunum 2020 og 2021 og þá muni samneyslan aukast um 2,3 og 2,0%.

Framlög til samneyslu verða því aukin töluvert samkvæmt áætlunum stjórnvalda, og þróast í svipuðum takti og landsframleiðslan. Hlutfall samneyslu af VLF verður því nokkuð stöðugt í kringum 23% á næstu árum.

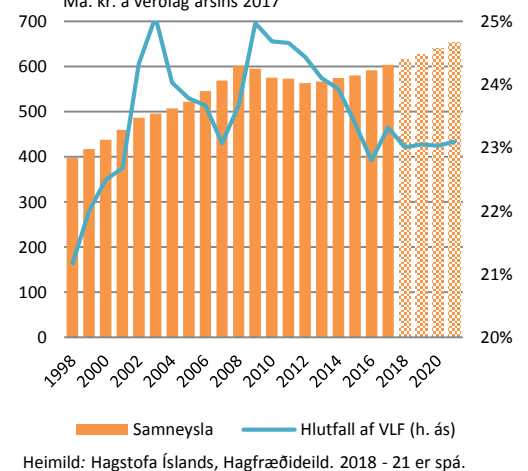
Samneysla

Breyting frá sama ársfjórðungi síðasta árs



Samneysla

Ma. kr. á verðlag ársins 2017



Verðbólguhorfur versna allnokkuð

Verðbólguhorfur hafa versnað nokkuð síðan við birtum uppfærða þjóðhags- og verðbólguþáttum í maí. Við spáum nú meiri verðbólgu og gerum ráð fyrir að hún verði yfir verðbólguþáttum Seðlabankans allt spátímabilið.

Verðbólgan á 2. og 3. ársfjórðungi ársins 2018 var nokkuð meiri en við spáðum í maí sl. Á 2. ársfjórðungi mældist 2,3% verðbólga, sem er 0,1 prósentustigi hærra en við bjuggumst við, og á 3. ársfjórðungi mældist 2,7% verðbólga, sem er 0,4 prósentustigum yfir væntingum okkar.

Einstaklega hagfelld verðlagsþróun síðustu á r

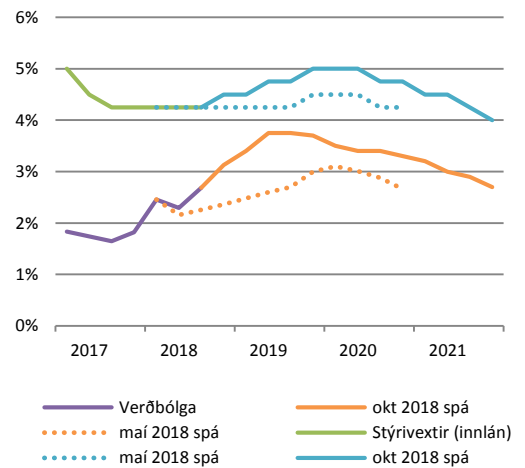
Verðlagsþróunin síðustu fimm ár hefur verið einstaklega hagfelld en allt frá því í febrúar 2014 hefur ársverðbólguþátturinn haldist undir 3%.

Þegar grafið er aðeins dýpra í vísitölu neysluverðs sést að þróun undirliða hennar var æði misjöfn. Húsnæðisliðurinn, það er kostnaður við að búa í eigin húsnæði og greidd húsaleiga, hefur hækkað um næstum 50% á þessu tímabili, samhliða mikilli hækkun fasteignaverðs. Þegar húsnæðisliðurinn er undanskilinn frá vísitölu neysluverðs, hefur vísitalan haldist nánast óbreytt frá byrjun árs 2014.

Á þessu tímabili hafa tveir gagnstæðir kraftar tekist á í verðbólguþróuninni; gengi krónu og húsnæðisverð. Styrking krónunnar og lítil verðbólga í viðskiptalöndunum hafa unnið á móti miklum verðhækkunum á húsnæði. Þegar mest lét, sumarið 2017, mældist 7% verðhjöðnun á innfluttum vörum og tæp 20% hækkun á húsnæði. Framlag innfluttra vara til breytingar á vísitölu neysluverðs var neikvætt um 2,5 prósentustig og framlag húsnæðis jákvætt um tæp 4 prósentustig.

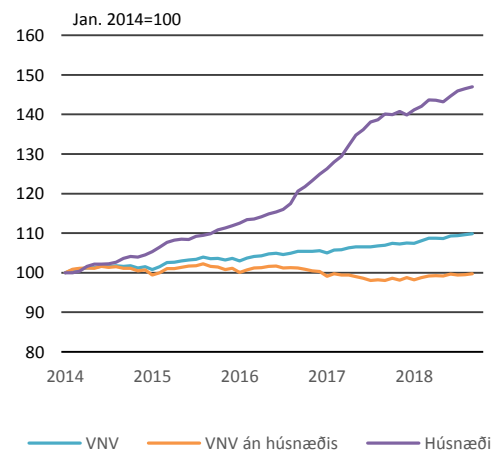
Í maí sl. bentum við á þá frekar augljósu staðreynd að það væri útilokað að svo miklar verðhækkanir á húsnæði og svona mikil verðhjöðnun á innfluttum vörum myndi haldist í hendur til lengri tíma. Það hefur nú komið á daginn. Hvort tveggja hefur gefið eftir í nokkuð jöfnum hlutföllum. Framlag húsnæðis til tólf mánaða verðbólgu er komið niður í 1,5 prósentustig og framlag innfluttra vara í um það bil núll. Þrátt fyrir að verðbólgan sé nokkuð hærri nú en fyrir ári síðan hefur þessi aðlögun verið tiltölulega sársaukalaus. Hröð veiking gengis krónunnar síðustu mánuði getur þó sett strik í reikninginn þar

Verðbólgu og stýrivaxtaspa



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands,

Verðþróun



Heimild: Hagstofa Íslands

sem búast má við að verð innfluttra vara hækki talsvert í kjölfarið.

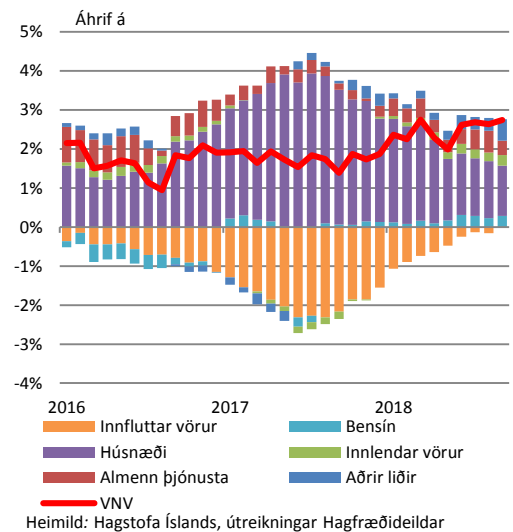
Verðbólguvæntingar yfir markmiði

Verðbólguvæntingar mælast nú yfir 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabankans á alla mælikvarða.³ Verðbólguvæntingar almennings til bæði eins og fimm ára eru 3,5% samkvæmt haustkönnun Gallup. Verðbólguvæntingar fyrirtækja eru aðeins lægri, eða 3%, bæði til eins árs og næstu fimm ára, samkvæmt haustkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja. Verðbólguvæntingar markaðsaðila á fjármálamarkaði eru nánast samhljóða verðbólguvæntingum fyrirtækja, samkvæmt könnun Seðlabanka Íslands frá því í haust.

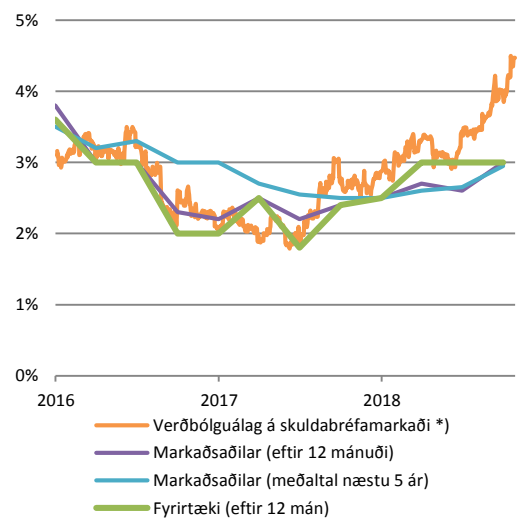
Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði er einn besti mælikvarðinn á verðbólguvæntingar.⁴ Álagið er mælt með því að bera saman ávöxtunarkröfu á verðtryggðum og óverðtryggðum ríkisskuldabréfum til álíka langs tíma. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hækkað nokkuð jafnt og þétt síðan um mitt ár 2017. Þá var munurinn á óverðtryggðu ríkisbréfi á gjalddaga 2022 og verðtryggðu ríkisbréfi á gjalddaga 2021 einungis 2 prósentustig. Munurinn er nú kominn upp í 4,5 prósentustig.

Nokkur óvissa er um hvernig eigi að túlka verðbólguálag á skuldabréfamarkaði. Óvíst er að hve miklu leyti álagið endurspeglar annars vegar verðbólguvæntingar og hins vegar verðbólguáhættuálag. Þá er ekki ólíklegt að lítið framboð af verðtryggðum ríkisbréfum geti ýkt verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði, en ríkið hefur nær eingöngu gefið út óverðtryggð ríkisbréf síðustu ár. Hækkun álagsins frá miðju ári úr rétt tæplega 3 prósentustigum í 4,5 prósentustig er engu að síður sláandi.

Framlag undirliða



Verðbólguvæntingar



³ Verðbólguvæntingar eru mikilvægur áhrifapáttur í framtíðarpróun verðbólgunnar. Þær hafa t.a.m. áhrif á verðákvarðanir fyrirtækja og mótun launakrafna launþega. Það er líklegra að launafólk krefjist hærri nafnlaunahækkana en ella þegar þeir búast við mikilli verðbólgu. Að sama skapi er líklegra að fyrirtæki samþykki slíkar kröfur ef þau gera ráð fyrir miklum almennum verðhækkunum.

⁴ Verðbólguvæntingar metnar af skuldabréfamarkaði byggjast á raunverulegum viðskiptum á skuldabréfamarkaði og fást auk þess nánast í rauntíma meðan spurningakannanir eru venjulega framkvæmdar með nokkurra mánaða millibili.

Aukið flökt á krónunni

Frá miðju ári 2017 allt fram til september 2018 var gengi íslensku krónunnar mjög stöðugt. Síðustu vikur hafa hins vegar einkennst af mun meiri sviptingum á gjaldeyrismarkaði og gengi krónunnar hefur gefið talsvert eftir. Þessar sviptingar virðast hafa byrjað á svipuðum tíma og fjármögnunarvandráði WOW air komust í hámaeli. Þann 11. september, þegar krónan var búin að veikjast töluvert mikið innan dags, greip Seðlabankinn inn í og seldi evrur. Þetta var í fyrsta skipti frá því í nóvember 2017 sem Seðlabankinn sá ástæðu til inngrípa á gjaldeyrismarkaðnum.

Gengi gjaldmiðla til skemmri tíma ákvarðast ekki eingöngu af undirliggjandi hagstærðum, heldur geta væntingar haft veruleg áhrif. Til dæmis geta væntingar um að krónan eigi eftir að gefa eftir haft þau áhrif að útflytjendur reyni að bíða með að selja gjaldeyri til að mæta innlendum kostnaði og innlendir aðilar flytja sparnað yfir í erlenda gjaldmiðla. Það er e.t.v. til marks um hið síðarnefnda að staðan á innlendum gjaldeyrisreikningum hefur hækkað umtalsvert, eða um 70 milljarða króna frá áramótum. Í septemberlok nam inneign á innlendum gjaldeyrisreikningum um 235 milljörðum króna. Þess má geta að þessir reikningar bera litla sem enga vexti.

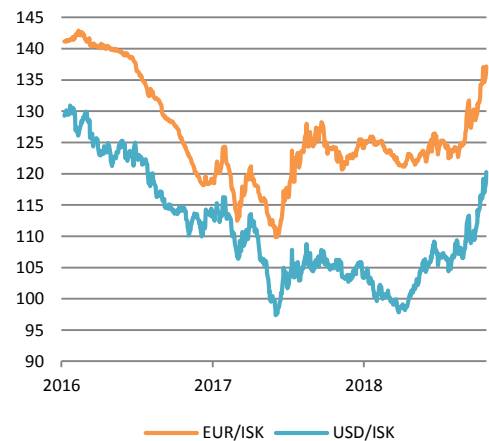
Mikil óvissa um þróun krónunnar næstu misseri

Segja má að ómögulegt sé að spá réttilega fyrir um þróun gjaldmiðla, a.m.k. til skemmri tíma. Þetta á ekki síst við um íslensku krónuna sem er minnsti fljótandi gjaldmiðill í heimi.

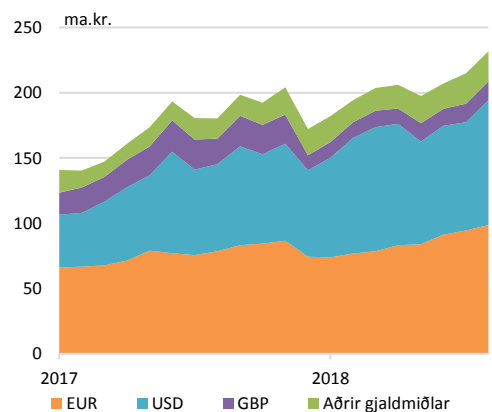
Horft til lengri tíma eru væntingar um þróun hagvaxtar, skuldastöðu þjóðarbúsins og þróun utanríkisviðskipta meðal helstu vísbendinga um þróun gengisins. Hvað fyrstu tvo þættina varðar er staðan jákvæð. Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir hægari hagvexti næstu ár en síðustu ár eru horfurnar engu að síður góðar og standast vel samanburð þegar horft er til hagvaxtarvæntinga í helstu viðskiptalöndum okkar.

Hvað utanríkisviðskiptin varðar þá er útlit fyrir að það hægi talsvert á vexti útflutnings á næstu árum. Skýrist það fyrst og fremst af mun hægari vexti ferðaþjónustunnar en síðustu ár. Að sama skapi er

Gengi krónu gagnvart evru og Bandaríkjadal



Inlán innlendra aðila á gjaldeyrisreikningum



Staða í lok mánaðar, allar tölur á föstu gengi (30.9.2018).
Heimild: Seðlabanki Íslands

útlit fyrir að hægja muni á vexti innflutnings í kjölfar þess að atvinnuvegafjárfesting dregst saman og það hægir á vexti einkaneyslu.

Íslenska hagkerfið hefur notið verulegs viðskiptakjarabata síðustu ár. Á mannamáli þýðir það að verð á útflutningsvörum og þjónustu sem veitt er hér á landi hefur almennt hækkað meira en verð á þeim vörum og þjónustu sem við flytjum inn. Það hefur haft jákvæð áhrif á viðskiptaafganginn við útlönd og aukið kaupmátt og hagsæld hérlandis. Þessi þróun hefur hins vegar snúist við á síðustu mánuðum og misserum, einkum vegna mikillar hækkunar olíuverðs. Við eigum ekki von á að veruleg breyting verði þar á næstu ár og gerum ráð fyrir að viðskiptakjaraáhrif verði að mestu hlutlaus á seinni hluta spátímans.⁵

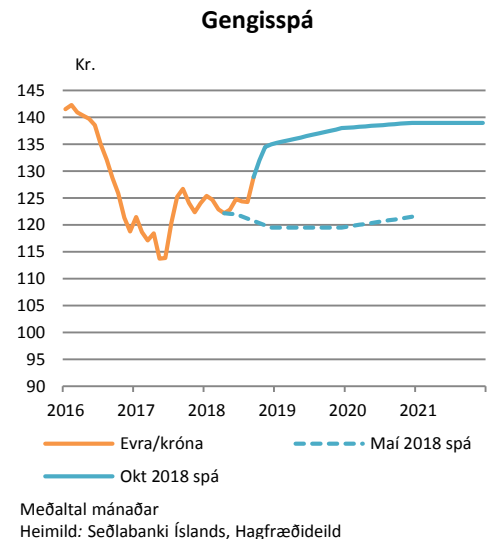
Heilt á litið eigum við von á að undirstöður krónunnar verði sterkar á spátímanum. Á móti vegur að við gerum ráð fyrir að innlendir fjárfestar, einkum lífeyrissjóðir, haldi áfram að auka hlutfall erlendra eigna í eignasöfnum sínum til að auka áhættudreifingu. Á sama tíma og engin höft eða takmarkanir eru á útflæði fjármagns eru enn innflæðishöft erlends fjármagns inn í landið í formi sérstakrar bindiskyldu. Þetta misræmi í reglum skekkir eðlilega verðmyndun krónunnar og setur aukna ábyrgð á hendur Seðlabankanum að grípa inn í gjaldeyrismarkaðinn þegar verðmyndun þar verður óeðlileg.

Þegar á allt er litið eigum við heldur von á því að gengi krónunnar veikist á spátímanum en að það styrkist. Við höfum hins vegar engar forsendur til að álykta að sú breyting verði veruleg miðað við núverandi gildi krónunnar. Í spánni er gert ráð fyrir að gengi krónu gagnvart evru verði nálægt 140 í lok spátímans. Meðalgengi krónu gagnvart evru það sem af er árinu er nú um 125.

Útlit fyrir aukna verðbólgu

Gengi krónunnar hefur, sögulega séð, verið einn af mikilvægustu áhrifaþáttunum varðandi verðþróun hér á landi. Við höfum notið góðs af því síðustu ár að krónan var stöðug eða í styrkingarfasa.

Veiking á gengi krónunnar síðustu vikur mun því að öllum líkindum koma fram í aukinni verðbólgu á



⁵ Sjá nánar í kaflanum um utanríkisverslun.

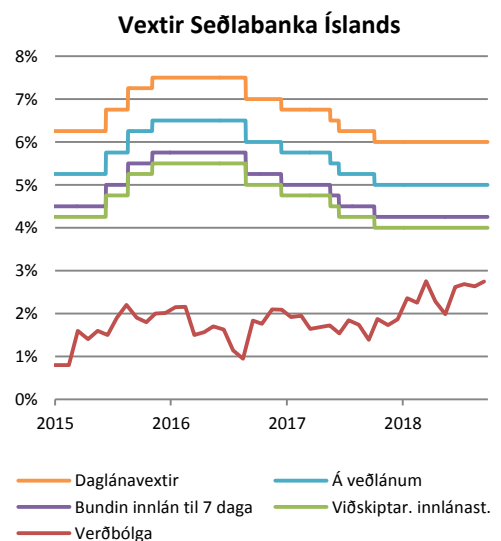
næstu mánuðum. Ef spá okkar um lítils háttar gengisveikingu næstu ár gengur eftir mun það einnig vega þungt í verðbólguþróuninni á spátímabilinu.

Samantekið gerum við ráð fyrir að verðbólga eigi eftir að aukast nokkuð á næsta ári og verði mest 3,75% um mitt næsta ár.

Erfiðar ákvarðanir bíða peningastefnunefndar

Eftir tiltölulega rólegt og átakalítið tímabil í stjórn peningamála síðustu ár, lengst af í skjóli fjármagnshafta, er peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands nú ákveðinn vandi á höndum. Verðbólgan er komin upp fyrir verðbólguþrögn Seðlabankans eftir næstum fjögurra ára tímabil stöðugrar verðbólgu sem hefur haldist við eða rétt undir verðbólguþrögninu. Hækkun verðbólgunnar síðustu mánuði má fyrst og fremst rekja til verðhækkana á innfluttum vörum, bæði vegna veikingar krónunnar og mikillar hækkunar á olíuverði. Ef trúverðugleiki Seðlabankans væri mikill myndi það endurspeglast í stöðugum verðbólguvæntingum til næstu fimm og tíu ára nálægt þrögninu þrátt fyrir tímabundna hækkun verðbólgunnar vegna þátta utan áhrifasviðs Seðlabankans. Við þannig aðstæður gæti Seðlabankinn horft framhjá tímabundinni aukningu verðbólgunnar og haldið stýrivöxtum óbreyttum. Ef verðbólguvæntingarnar hins vegar haldast háar, eða jafnvel hækka enn frekar, mun peningastefnunefndin þurfa að bregðast við með hækkun stýrivaxta til að vinna á svokölluðum annarrar umferðar áhrifum vegna veikingar krónunnar og hækkunar eldsneytisverðs.

Sú þróun sem er lýst hér að ofan kemur á fremur óheppilegum tíma fyrir vaxtahækkanir. Hagkerfið er að koma út úr tímabili mikils hagvaxtar og framleiðsluspennu inn í nýtt tímabil hóflegs hagvaxtar og framleiðslulaka. Undir venjulegum kringumstæðum, þ.e.a.s. með verðbólguvæntingum kirfilega kjölfestum við verðbólguþrögnina í 2,5%, þá væri peningastefnunefndin líklega að setja sig í vaxtalækkunarstillingar til að mæta minnkandi spennu í þjóðarþúskapnum.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Tvær reglulegar vaxtaákvæðanir eru eftir á þessu ári, í nóvember og desember. Við teljum líklegt að peningastefnunefndin ákveði að hækka vexti Seðlabankans um 0,25 prósentustig á öðrum hvorum fundinum og að meginvextir bankans, þ.e. innlánsvextir á 7 daga bundnum innlánnum, verði 4,5%. Við teljum ólíklegt að 0,25 prósentustiga vaxtahækkun verði nóg til að þrýsta verðbólguvæntingum niður í átt að markmiði og því megi búast við áframhaldandi vaxtahækkunum á næsta ári. Því teljum við að vænta megi frekari hækkunar stýrivaxta um 0,5 prósentustig á næsta ári.

Þessar vaxtahækkanir samfara auknum slaka í þjóðarþúinu ættu að bíta að fullum krafti á síðari hluta spátímabilsins. Við gerum því ráð fyrir að það hægi á verðbólgunni eftir því sem líður á spátímabilið og að hún stefni á ný í átt að verðbólgu markmiðinu í lok spátímans.

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