

# Vaxandi hættu á ofhitnun þjóðarbúskaparins

Alþjóðlegar efnahagshorfur hafa versnað á ný og óvissa aukist frá ágústspá Peningamála. Útflutningshorfur eru þó lítið breyttar en þar vegast á horfur á áframhaldandi miklum vexti í þjónustuútflutningi og útlit fyrir minnkandi vöxt annars útflutnings. Endurskoðaðar tölur Hagstofu Íslands benda til mikils hagvaxtar á fyrri hluta ársins og að hann hafi verið 5,6% á öðrum ársfjórðungi. Er það mesti vöxtur á einum fjórðungi frá ársbyrjun 2008. Gert er ráð fyrir 4,6% hagvexti á árinu í heild sem er tæplega ½ prósentu meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur minnki á næsta ári en fyrir allt spátímabilið hafa hagvaxtarhorfur batnað. Hagvöxtur í ár og frá því að efnahagsbatinn hófst um mitt ár 2010 hefur að verulegu leyti endurspeglast í mikilli fjölgun starfa og hefur atvinnuleysi minnkað verulega þrátt fyrir mikla aukningu atvinnuþátttöku. Framleiðni hefur því nánast staðið í stað undanfarin fimm ár og samkvæmt spánni verður framleiðnivöxtur áfram undir sögulegu meðaltali og meðaltali fyrri bataskeiða. Verðbólga reyndist nokkru minni á þriðja fjórðungi en spáð hafði verið í ágúst og betri upphafsstaða, hærra gengi krónunnar og lægra hrávöru- og olíuverð gera það að verkum að verðbólguhorfur til skemmri tíma batna frá fyrri spá. Á hinn bóginn eru horfur á meiri innlendum verðbólguþrýstingi sakir aukinnar framleiðsluspennu og meiri hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu. Verðbólguhorfur á seinni hluta spátímabilsins eru því taldar svipaðar og í ágúst en óvissa hefur aukist.

## I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

### Grunnspá Seðlabankans<sup>1</sup>

#### Alþjóðlegar efnahagshorfur versna á ný ...

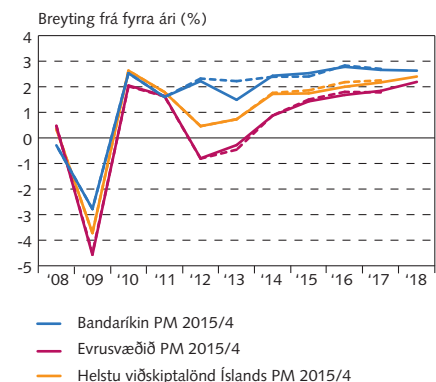
Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er gert ráð fyrir 3,1% heimshagvexti í ár sem er 0,3 prósentum minni vöxtur en í fyrra og 0,2 prósentum minni vöxtur en í spá sjóðsins frá því í sumar. Horfur versna í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum, sérstaklega í þeim síðarnefndu, og gangi spáin eftir yrði árið í ár það fimmta í röð þar sem hagvöxtur hjá þeim minnkar milli ára. Einkum hafa horfur versnað í hrávöru- og olíuútflutningslöndum sem hafa orðið fyrir tekjumissi vegna lækkunar hrávöru- og olíuverðs og í ríkjum sem hafa orðið illa úti vegna hækkunar Bandaríkjadal sökum mikilla skulda í þeim gjaldmiðli.

Í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist hagvöxtur 1,9% á fyrri hluta ársins sem er lítill meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá Peningamála. Horfur fyrir árið í heild eru hins vegar heldur lakari en þá var áætlað (mynd I-1). Talið er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði hinn sami í ár og í fyrra eða 1,7% en aukist í 2% á næsta ári. Spáð er 2¼% hagvexti að meðaltali á árunum 2017-2018. Hagvaxtarhorfur fyrir allt spátímabilið hafa því versnað frá því í ágúst og óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum aukist á ný. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

#### ... og horfur á að það hægi á útflutningsvexti á næstu árum

Frá útgáfu Peningamála í ágúst hefur gengi krónunnar hækkað um tæplega 4½% miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu, þrátt fyrir töluverð kaup Seðlabankans á erlendum gjaldeyri. Eins og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að gengisvísitalan haldist á svipuðu stigi út

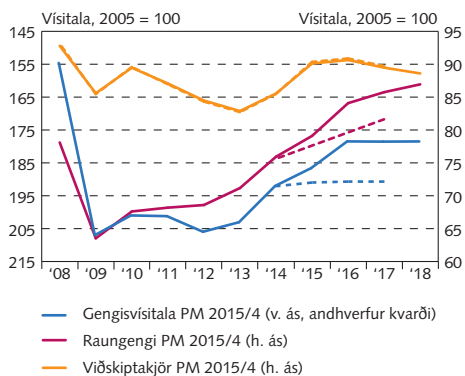
Mynd I-1  
Alþjóðlegur hagvöxtur 2008-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

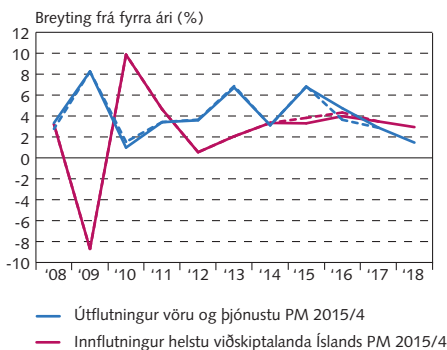
1. Greiningin í þessum Peningámálum byggist á gögnum sem lágu fyrir í byrjun nóvember.

Mynd I-2

Gengi krónunnar og viðskiptakjör 2008-2018<sup>1</sup>

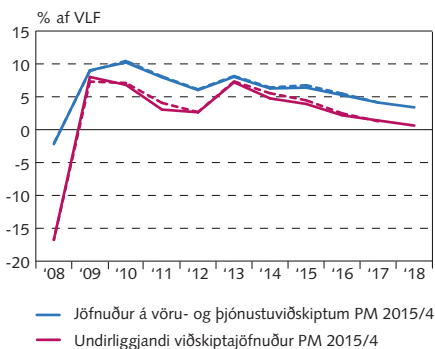
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3

Útflutningur vöru og þjónustu 2008-2018<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4

Viðskiptajöfnuður 2008-2018<sup>1</sup>

1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

spátímam. Því er gert ráð fyrir hærra gengi en í ágústspánni (mynd I-2). Raungengið hefur einnig hækkað með hærra nafngengi og hækkun innlends kostnaðar umfram meðalhækkun í helstu viðskiptalöndum. Samkvæmt spánni mun raungengið halda áfram að hækka út spátímam og verður það orðið um 3% yfir meðaltali sl. þrjátíu ára árið 2018. Það verður þó enn næstum 18% lægra en það fór hæst í aðdraganda fjármálakreppunnar.

Viðskiptakjör bötnuðu um 10½% á fyrri hluta ársins frá sama tíma í fyrra og kemur það til viðbótar ríflega 3% bata í fyrra. Skýrist batinn fyrst og fremst af lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun á verði sjávarafurða. Gert er ráð fyrir að það hægi á batanum á seinni hluta ársins og að viðskiptakjör batni um liðlega 5% í ár. Er það ½ prósentu minni bati en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næstu ár eru hins vegar óbreyttar frá ágúst en óvissa hefur aukist í takt við aukna óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum.

Þjónustuútflytningur jókst töluvert meira á fyrri hluta ársins en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Skýrist frávikid annars vegar af miklum krafti í ferðaðþjónustu og hins vegar af miklum og ófyrirséðum einskriptistekjum af einkaleyfum vegna hugverka. Þótt þessar einskriptistekjur séu ekki líklegar til að endurspeglar þróunina fyrir árið í heild eru horfur á miklum vexti þjónustuútflytningis í ár. Á móti vegur hins vegar veikari útflytningur sjávarafurða, sem rekja má til minni makrílveiða, innflytningssbanns Rússa og tregðu í sölu til Nígeríu. Vöxtur útflytningis vöru og þjónustu er því áætlaður 6,8% í ár eins og í ágústspánni (mynd I-3). Samkvæmt spánni hægir nokkuð á útflytningisvexti á næstu þremur árum í takt við hækkandi raungengi (sjá umfjöllun í rammagrein 2 um áhrif gengisbreytinga á utanríkisviðskipti). Horfur eru á minni vöruútflytningi á næsta ári en spáð var í ágúst enda hækkun raungengis meiri og eftirspurn viðskiptalanda minni en þá var gert ráð fyrir. Á móti vega betri horfur í ferðamannaíðnaði.

Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að afgangur á viðskiptum við útlönd minnki nokkuð á næstu árum. Það endurspeglar fyrst og fremst kröftugan innflytning, en á móti vegur nokkur viðskiptakjarabati frá því í fyrra og fram á næsta ár. Talið er að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum minnki úr 6½% af landsframleiðslu í ár í um 3½% árið 2018 (mynd I-4). Undirliggjandi viðskiptajöfnuður minnkar með áþekkingu hætti úr um 4% af landsframleiðslu í ár í ½% árið 2018. Nánar er fjallað um þróun raungengis og viðskiptakjara í kafla II og útflytning og ytri jöfnuð í kafla IV.

### Mikill vöxtur innlestrar eftirspurnar í fyrra og horfur á enn meiri vexti í ár

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands jókst einkaneysla á fyrri hluta ársins um 4,4% frá sama tíma í fyrra. Leggst þar á eitt aukinn kaupmáttur ráðstöfunartekna vegna hækkunar launa, aukinnar atvinnu, tiltölulega lítillar verðbólgu og batnandi eiginfjárstöðu heimila sakir hækkunar eignaverðs og lækkunar skulda. Horfur eru á að svo verði áfram og við bætast fyrirhugaðar lækkanir skatta sem auka munu eftirspurn heimila enn frekar. Áætlað er að einkaneysla aukist um 4,6% í ár sem er heldur meira en spáð var í ágúst og að hún

vaxi um u.þ.b. 4% á ári næstu þrjú ár. Þótt það sé töluverður vöxtur er það nokkuð undir vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna og því eykst sparnaður heimila á spátímanum samkvæmt spánni.

Fjárfesting jókst einnig töluvert á fyrri hluta ársins. Fjárfesting alls jókst um liðlega 21% frá sama tíma í fyrra og þar af jókst atvinnuvega-fjárfesting um 38%. Þessar tölur litast nokkuð af mikilli fjárfestingu í skipum og flugvélum en jafnvel þótt lítið sé fram hjá þeirri fjárfestingu mælist töluverður þróttur í fjárfestingarumsvifum og samkvæmt nýrri fjárfestingarkönnun Seðlabankans eru horfur á að svo verði áfram. Gert er ráð fyrir að heildarfjárfesting aukist um tæp 21% í ár og um 11½% á næsta ári og að hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu fari úr 16,7% í fyrra í næstum 20% árið 2018.

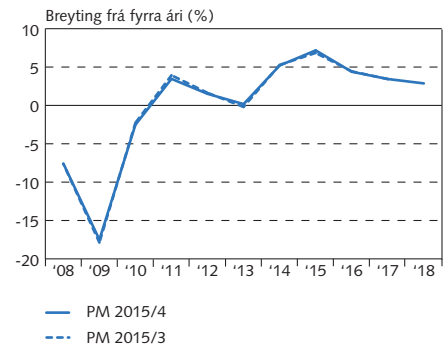
Á heildina lítið er talið að þjóðarútgjöld muni aukast um 7,2% í ár og kemur þessi mikli vöxtur í kjölfar ríflega 5% vaxtar í fyrra (mynd I-5). Líkt og spáð var í ágúst hægir heldur á vextinum á næstu árum en hann verður samt sem áður töluverður. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

### Mikill hagvöxtur í ár en horfur á að hann fari smám saman minnkandi

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 5,6% hagvöxtur á öðrum ársfjórðungi. Er það mesti hagvöxtur sem mælst hefur á einum fjórðungi frá ársbyrjun 2008. Hagstofan endurskoðaði einnig áður birtar tölur og telur nú að hagvöxtur hafi verið 4,8% á fyrsta fjórðungi en hafði áður metið hann 2,9%. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins er nú talinn hafa verið 5,2% sem er nokkru meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Þar hafði verið spáð rúmlega 3% vexti. Núverandi mat Hagstofunnar er hins vegar mun nær maíspá bankans um 4,8% hagvöxt en hún var gerð áður en fyrstu bráðabirgðatölur fyrir fyrsta fjórðung lágu fyrir. Þótt mikill hagvöxtur á fyrri hluta ársins endurspeglar að nokkru leyti fyrrnefnd einskaptisáhrif kröftugs þjónustuútlutnings hafa hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild verið endurskoðaðar upp á við frá ágústspánni og er nú gert ráð fyrir 4,6% hagvexti í ár. Það er 0,4 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í ágúst en sami hagvöxtur og spáð var í maí. Betri horfur endurspeglar bæði kröftugri vöxt innlendrar eftirspurnar og lítilla jákvæðara framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar.

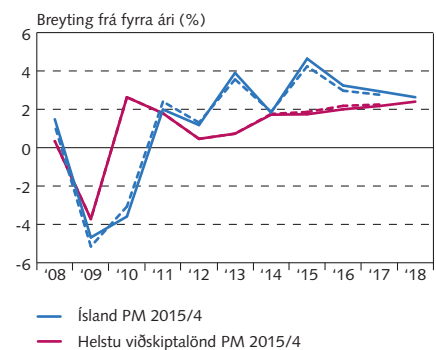
Líkt og í ágústspánni er gert ráð fyrir að heldur hægi á hagvexti á næstu árum, þótt áfram sé spáð hagvexti umfram langtímameðaltal á meginhluta spátímans. Gert er ráð fyrir 3,2% hagvexti á næsta ári en um 3% árið 2017 og um 2½% árið 2018. Mikill hagvöxtur í ár endurspeglar að nokkru leyti óvenju mikinn vöxt í ferðaþjónustu en ekki síður tímabundin áhrif mikilla launahækkana og eftirspurnarhvetjandi aðgerða stjórnvalda, eins og tilfærslu til lækunar skulda heimila, sem auka við einkaneyslu. Þegar líður á spátímann taka áhrif þessara þátta að fjara út og minnkandi vöxtur útflutnings og hægur framleiðnivöxtur vega þyngra. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Mynd I-5  
Þjóðarútgjöld 2008-2018<sup>1</sup>



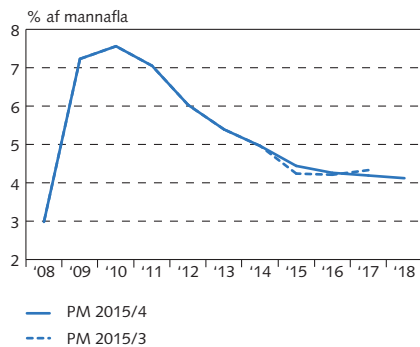
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6  
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum 2008-2018<sup>1</sup>



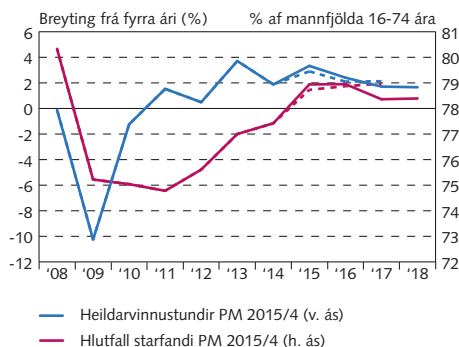
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7  
Atvinnuleysi 2008-2018<sup>1</sup>



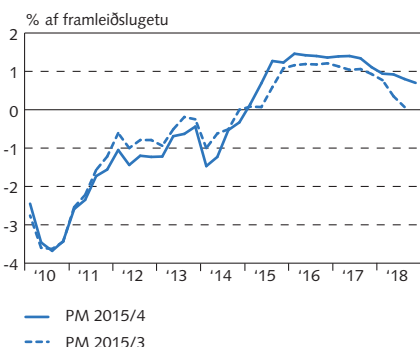
1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8  
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi  
2008-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotlinur sýna spá frá PM 2015/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9  
Framleiðsluspenna<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2018



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2015 - 4. ársfj. 2018.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Áframhaldandi fjölgun starfa en lítill framleiðnivöxtur er áhyggjuefni

Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi mældist 4% á þriðja fjórðungi ársins og hafði minnkað um ½ prósentu frá sama tíma í fyrra og liðlega 4 prósentur frá því að það var hæst í kjölfar fjármálakreppunnar. Mikil fjölgun starfa skýrir minnkandi atvinnuleysi en á móti vegur að atvinnuþátttaka hefur einnig aukist talsvert og er árstíðarleiddrétt atvinnuþátttaka nú 3 prósentum meiri en hún var á síðasta fjórðungi 2011 þegar hún var minnst í kjölfar fjármálakreppunnar og nálgast nú það sem hún varð mest í byrjun árs 2007. Hlutfall starfandi hefur að sama skapi hækkað töluvert og var á þriðja fjórðungi 1½ prósentu hærra en á sama tíma í fyrra. Aðrar vísbendingar af vinnumarkaði hníga í sömu átt.

Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir áframhaldandi bata á vinnumarkaði með minnkandi atvinnuleysi og fjölgun starfa og heildarvinnustunda. Batinn er þó talinn verða heldur hægari en í ágúst enda gert ráð fyrir meiri hækkunum launakostnaðar. Atvinnuleysi fer úr 4,4% í ár í 4% árið 2018 (mynd I-7) og heildarvinnustundum fjölgar um ríflega 2% að meðaltali á ári (mynd I-8). Hlutfall starfandi lækkar því lítillega frá núverandi hágildi.

Framleiðni hefur nánast staðið í stað í fimm ár samfelld en í ár er talið að framleiðnivöxtur taki aðeins við sér og verði um 1¼% eins og spáð var í ágúst (sjá mynd I-10 hér á eftir). Gert er ráð fyrir að framleiðni vaxi um u.þ.b. 1% á ári á spátímanum sem er áþekkur vöxtur og að meðaltali sl. tíu ára en nokkuð undir meðalvexti framleiðni til lengri tíma litið og reynslu af fyrri bataskeiðum. Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla IV.

## Horfur á meiri framleiðsluspenna en áður var gert ráð fyrir

Í takt við endurskoðun Hagstofunnar á sögulegum hagvaxtartölum er nú talið að slakinn í þjóðarþúinu á árunum 2011-2014 hafi verið tæplega ½ prósentu meiri á ári en fyrri tölur gáfu til kynna. Líkt og í ágúst er hins vegar talið að slakinn hafi horfið í byrjun þessa árs og meiri hagvöxtur í ár og á spátímabilinu í heild leiða til þess að heldur meiri framleiðsluspenna myndast á spátímanum en áður var spáð. Hún er talin ná hámarki í 1½% af framleiðslugetu í byrjun næsta árs og verður á svipuðu stigi fram á mitt ár 2017 en tekur þá að minnka á ný (mynd I-9). Samkvæmt spánni verður þó enn nokkur spenna til staðar í lok spátímans enda efnahagsumsvif mikil á tímabilinu. Eins og ævinlega er mikil óvissa um hver framleiðsluspennan er á hverjum tíma og er fjallað um nokkra óvissuþætti sem tengjast matinu hér á eftir en nánar er fjallað um nýtingu framleiðsluþátta þjóðarþúsins í kafla IV.

## Verðbólguhorfur batna til skemmri tíma en eru óbreyttar til lengri tíma litið

Verðbólga mældist 1,8% í október. Hún var enn minni eða 0,3% ef húsnæðisliður vísitölu neysluverðs er undanskilinn. Á þessa mælikvarða, sem og samkvæmt mismunandi mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu, hefur verðbólga þó þokast nokkuð upp frá því í byrjun árs. Hið sama á við um flesta mælikvarða á verðbólguvæntingar, þótt óvenju erfitt sé að túlka þróun mælikvarða á verðbólguvæntingar

á skuldabréfamarkaði vegna innflæðis erlends fjármagns sem hefur þrýst niður lengri enda vaxtaferilsins (sjá kafla III og rammagrein 1).

Verðbólga var að meðaltali 2% á þriðja ársfjórðungi sem er 0,4 prósentum minni verðbólga en spáð var í ágúst. Skýrist fráviknið fyrst og fremst af hærra gengi krónunnar og meiri lækkun hrávöru- og olíuverðs á heimsmarkaði en þar var spáð. Einnig virðast verðlagsáhrif af nýlegum kjarasamningum vera minni en þar var gert ráð fyrir, líklega að hluta til vegna gengishækkunar krónunnar og batnandi viðskiptakjara undanfarna mánuði. Enn er þó of snemmt að kveða upp úr um áhrif mikilla launahækkana sem fólust í kjarasamningum og líklegt er að úrskurður gerðardóms í ágúst hafi í för með sér meiri launahækkunir á spátímanum en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Þótt á móti vegi heldur hraðari framleiðnivöxtur á seinni hluta spátímans er eftir sem áður gert ráð fyrir mjög mikilli hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á spátímanum eða 9% í ár og 8% á næsta ári. Gangi spáin eftir verður meðalhækkun í ár og á næstu þremur árum því 6,7% á ári sem er langt umfram það sem getur samrýmst verðstöðugleika til lengri tíma litið (mynd I-10).

Verðbólguhorfur til skemmri tíma hafa batnað nokkuð frá ágústspá bankans, þótt enn sé töluverður og vaxandi innlendur verðbólguþrýstingur til staðar sem gæti brotist hratt út þegar áhrif hærra gengis og lægra innflutningsverðs taka að fjara út. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði 2,3% á síðasta fjórðungi ársins sem er 1½ prósentu minni verðbólga en spáð var í ágúst (sjá mynd I-11). Samkvæmt spánni heldur verðbólga áfram að þokast upp en þó nokkru hægar en spáð var í ágúst. Líkt og þá var spáð er talið að hún verði um og yfir 4% í lok næsta árs og fram á seinni hluta árs 2017 en taki síðan að þokast niður á ný. Í samanburði við ágústspána er verðbólga því um 1-1½ prósentu minni fram á seinni hluta næsta árs og skýrast hagstæðari horfur fyrst og fremst af betri upphafsstöðu, hærra gengi krónunnar og lægra hrávöru- og olíuverði. Á móti vega hins vegar horfur á meiri innlendum verðbólguþrýstingi eins og hann birtist í meiri framleiðsluspennu og meiri hækkunum launakostnaðar á framleidda einingu. Verðbólguhorfur eru hins vegar mjög óvissar um þessar mundir og er nánar fjallað um óvissupætti verðbólguþrýstingar hér á eftir og um alþjóðlega verðlagsþróun og þróun innlendar verðbólgu og verðbólguvæntinga í köflum II og V.

## Helstu óvissupættir

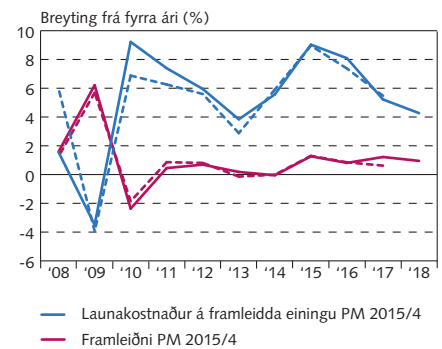
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissupættir.

### Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum eykst á ný

Svo virðist sem óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum hafi aukist á ný, einkum efnahagshorfur í nýmarkaðsríkjum, þ.m.t. Kína og ríkjum í hópi olíu- og hrávöruútflytjenda (mynd I-12). Gengishækkun

Mynd I-10

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2008-2018<sup>1</sup>



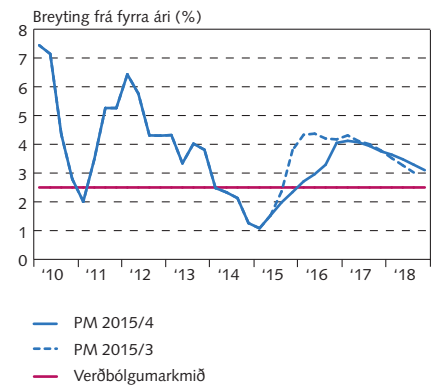
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2015/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-11

Verðbólga<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2018



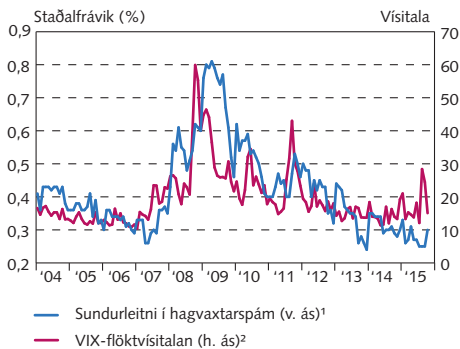
1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2015 - 4. ársfj. 2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Óvissa í hagvaxtarspám og flökt í hlutabréfaverði

Janúar 2004 - október 2015



1. Vegið meðaltal staðalfráviks í hagvaxtarspám þeirra spáaðila sem Consensus Forecasts tekur saman fyrir G7-rikin (vegið með kaupmáttarleiðréttri landsframleiðslu). 2. Afleitt flökt S&P500-hlutabréfavisitölunnar (Chicago Board Options Exchange).

Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond.

Bandaríkjadals hefur reynt á þórlif efnahagsreikninga í mörgum þessara ríkja, einkum þar sem fjármálalegt ójafnvægi hefur byggst upp undanfarin ár, og bæst ofan á lækkun hrávöru- og olíuverðs. Væntingar um hækkun vaxta í Bandaríkjunum hafa að sama skapi dregið verulega úr fjármagnsflæði til þeirra og aukið hættuna á bakslagi í brothættum efnahagsbata, sérstaklega ef vaxtahækkunir færu saman við enn frekari hækkun Bandaríkjadals. Óvissa í alþjóðastjórn-málum er enn nokkur og þótt hún hafi líklega minnkað á heildina litið frá því sem hún var fyrir ári, hefur mikill flóttamannastraumur frá botni Miðjarðarhafs skapað nýja núningfleti. Litið lengra fram á veginn gætu erfiðleikar við að þoka verðbólgu upp í markmið og óhagstæð þróun í aldurssamsetningu í mörgum iðnríkjum einnig bent til þess að alþjóðlegar hagvaxtarhorfur séu of bjartsýnar. Alþjóðlegur hagvöxtur gæti þó orðið meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir ef t.d. áhrif lækkunar hrávöru- og olíuverðs á eftirspurn í helstu iðnríkjum verða meiri en gert er ráð fyrir eða ef nýlegar eftirspurnarörvandi aðgerðir Seðlabanka Evrópu reynast árangursríkari en talið hefur verið. Eftir sem áður er talin meiri hættu á að alþjóðlegar efnahagshorfur séu of bjartsýnar í grunnspánni en að þær séu of svartsýnar.

### Óvissa um gengisþróun

Í grunnspánni er sem fyrr gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist stöðugt út spátímann. Um þessa forsendu ríkir óvissa. Gengið gæti orðið lægra en hér er gert ráð fyrir ef t.d. viðskiptakjör verða óhagstæðari. Mikil hækkun innlands launakostnaðar í kjölfar kjarasamninga nýverið mun einnig leiða til hækkunar raungengis sem skapa mun vaxandi þrýsting til nafngengislækkunar, sérstaklega til lengri tíma litið.

Gengi krónunnar gæti hins vegar einnig orðið hærra en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Nýlega gengishækkun má að nokkru leyti rekja til þess að efnahagsþróun hér á landi hefur verið hagfeldari en í nágrannaríkjum og ekki er útilokað að svo verði áfram. Gengið gæti einnig hækkað ef fjármagnsinnflæði í leit að betri ávöxtun eykst enn frekar eða ef viðskiptakjör þjóðarbúsins batna meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

### Óvissa gæti aukist tímabundið við uppgjör slitabúa

Framundan er uppgjör slitabúa fallinna fjármálafrýrtækja í tengslum við losun fjármagnshafta. Í spánni er áætlað að uppgjórið eigi sér m.a. stað með greiðslu svokallaðs stöðugleikaframlags sem getur valdið verulegum breytingum á innlendum efnahagsreikningum meðan á uppgjörinu stendur.<sup>2</sup> Markmiðið er að beita markaðsaðgerðum Seðlabankans þannig að uppgjórið muni ekki hafa áhrif á lausafé í umferð eða peningamagn og þannig á aðhaldsstig peningastefnunnar miðað við það sem peningastefnunefnd bankans stefnir að. Umbreytingarnar gætu hins vegar orðið það miklar að ekki takist fyllilega að vinna á móti þeim. Uppgjórið gæti því valdið tímabundnum breytingum á lausafé og aðhaldsstigi sem gæti aukið óvissu tíma-

2. Sjá t.d. umfjöllun í Þorvarður Tjörvi Ólafsson (2015), „Economic analysis of capital account liberalisation in Iceland“. Seðlabanki Íslands *Sérrit* (væntanlegt).

bundið, þótt hættan á því sé minni en ef uppgjörið færi fram í gegnum hinn valkostinn og búin myndu greiða stöðugleikaskatt.

### Hnökrar í miðlunarferli peningastefnunnar

Þar til nýlega hafa vaxtabreytingar Seðlabankans í meginatriðum miðlast með eðlilegum hætti út vaxtarófið og í vaxtakjör heimila og fyrirtækja. Nú virðist hins vegar sem hnökrar séu að myndast í eðlilegri miðlun peningastefnunnar út í aðra vexti. Innlendir langtímaskulda-bréfavextir hafa lækkað töluvert undanfarið (mynd I-13) og þótt áhrif þessa sjáist ekki nema að takmörkuðu leyti í almennum vaxtakjörum heimila og fyrirtækja er ekki ólíklegt að þessi lækkun langtímavaxta muni smám saman smitast út í kjör þeirra. Eins og rakið er í kafla III og rammagrein 1 tengist þessi lækkun langtímavaxta auknu innflæði fjármagns sem hefur lækkað líftímaálag (e. term premia) á skulda-bréfamarkaði. Þessi þróun er ekki einungis bundin við Ísland og eru fjölmörg dæmi um svipaða þróun, jafnvel í stórum efnahagskerfum eins og Bandaríkjunum. Það breytir því ekki að þetta torveldar peningastefnunefndinni að ná fram því aðhaldsstigi í innlendum vöxtum sem að er stefnt. Því gæti það gerst að almennir vextir á markaði og til lántakenda lækki á sama tíma og reynt er að herða taumhald peningastefnunnar. Miðlun peningastefnunnar færir þá með vaxandi mæli frá innlendum vöxtum yfir í gengi krónunnar sem er óheppilegt þar sem erfiðara er að reiða sig á þann farveg peningastefnunnar. Í þessu ljósi hefur peningastefnunefnd m.a. haft til skoðunar hvernig nýta megi önnur stjórntæki til viðbótar við vaxtataekið.

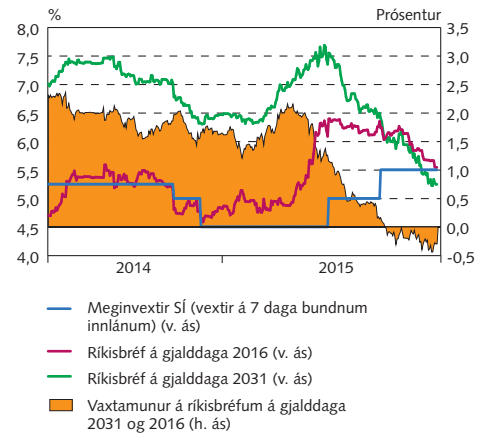
### Aukin óvissa um samspil stefnunnar í peninga- og ríkisfjármálum

Miðað við grunnspána felur nýtt fjárlagafrumvarp í sér slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum á þessu og næsta ári sem nemur u.þ.b. 1½% af landsframleiðslu (sjá kafla IV og rammagrein 3). Þessi slökun á aðhaldi kallar ekki einungis á harðara taumhald peningastefnunnar heldur eykur einnig hættu á neikvæðum hliðaráhrifum óheppilegrar hagstjórnarblöndu peninga- og ríkisfjármála. Fjárlagafrumvarpið og áætlanir í ríkisfjármálum til næstu ára byggjast á forsendum um útgjöld sem sumar hverjar virðast brothættar, t.d. varðandi launa-hækkanir opinberra starfsmanna og áætlanir um útgjöld til rekstrar og fjárfestingar í innviðum. Því er hætt við að afgangur á rekstri verði minni en gert er ráð fyrir nema til komi frekari aðhaldsaðgerðir á öðrum rekstrarþáttum. Á móti gætu tekjuforsendur áætlana stjórnvalda falið í sér vanmat á hagsveiflutengdum tekjum í ljósi aukins krafts í þjóðarbúskapnum. Gangi það eftir verður að forðast að gefa þær tekjur eftir með enn frekari lækkun skatta nema aðgerðir á útgjaldahlið komi á móti. Þetta á ekki síst við um mögulegar tekjur sem gætu fallið stjórnvöldum í skaut við uppgjör búa fallinna fjármálafyrirtækja. Afar mikilvægt er að þeim tekjum verði ekki ráðstafað þannig að þær auki á þensluna í þjóðarbúskapnum, hvort sem það yrði með auknum útgjöldum eða lækkun skatta. Slíkt myndi kalla á enn harðara taumhald peningastefnunnar og gera hagstjórnarblöndu peninga- og ríkisfjármála enn óheppilegri.

Mynd I-13

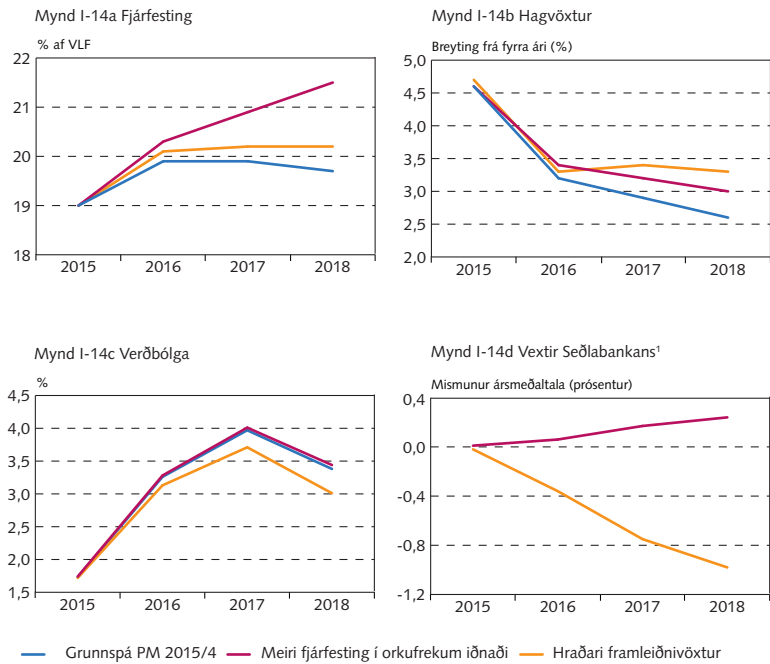
Meginvextir Seðlabankans og ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa

Daglegar tölur 21. maí 2014 - 30. október 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Mynd I-14 Frávíkisdæmi



1. Frávik frá grunnspá.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Fjárfesting í orkufrekum iðnaði gæti reynst meiri en í grunnspánni

Samkvæmt grunnspánni mun fjárfesting í orkufrekum iðnaði aukast töluvert á næstu árum, m.a. vegna uppbyggingar á þremur kísilverum. Áætlanir hafa einnig verið um byggingu fjórða kísilverisins sem er svipað að stærð og hin þrjú til samans. Gangi það eftir gæti fjárfesting í orkufrekum iðnaði orðið enn meiri á spátímanum en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Mynd I-14 sýnir möguleg áhrif þess að ráðist verði í byggingu fjórða kísilverisins og framkvæmdir hefjist um mitt næsta ár en að framleiðsla hefjist árið 2019. Eins og sést á myndinni vex fjárfesting nokkru hraðar en í grunnspánni og verður hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu orðið tæplega 2 prósentum hærra árið 2018 en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hagvöxtur gæti orðið um ¼ prósentu meiri á næstu tveimur árum og hátt í ½ prósentu meiri árið 2018. Aukin efnahagssumsvif bæta við innlendan verðbólguþrýsting en á móti vegur að gengi krónunnar hækkar, m.a. vegna meira innflæðis erlends fjármagns í tengslum við framkvæmdina en einnig vegna þess að innlent vaxtastig verður hærra en ella. Vextir Seðlabankans árið 2018 yrðu þá orðnir um ¼ prósentu hærri en ella.

### Hraðari framleiðnivöxtur gæti vegið á móti miklum launahækkunum

Samkvæmt tölum Hagstofunnar hefur framleiðni vinnuafis nánast staðið í stað síðustu fimm ár og einungis vaxið um tæplega 1% á ári að meðaltali frá því að fjármálakreppan skall á haustið 2008. Þetta er talsvert undir framleiðnivexti á fyrri bataskeiðum og meðalframleiðnivexti undanfarinna þrjátíu ára. Samkvæmt grunnspánni verður framleiðnivöxtur áfram um 1% á ári út spátímann. Svo hægur fram-



leiðnivöxtur um þetta langt skeið er áhyggjuefni, þótt svipaða þróun megi finna meðal flestra annarra þróaðra ríkja (um mögulegar ástæður þessa er fjallað í kafla IV í *Peningamálum 2015/2*), en framleiðnivöxtur er einn þeirra grundvallarþátta sem ráða hagvaxtargetu þjóðarbúsins til langs tíma og sá þáttur sem einna mest ræður því hversu hratt efnahagsbúskapurinn getur vaxið án þess að af hljótist aukinn verðbólguþrýstingur. Fari framleiðnivöxtur í sögulegt meðaltal frá og með næsta ári eykst hagvaxtargeta þjóðarbúsins sem því nemur og verðbólguþrýstingur verður minni. Vextir geta því verið lægri en ella sem styður enn frekar við innlenda eftirspurn og hagvöxt. Eins og sjá má á mynd I-14 verður fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu hátt í 1 prósentu meiri árið 2018 en í grunnspánni og hagvöxtur verður ríflega ½ prósentu meiri á ári frá árinu 2017. Verðbólga verður einnig um ½ prósentu minni en í grunnspánni og yrðu því vextir Seðlabankans um 1 prósentu lægri árið 2018.

### Áhrif kjarasamninga á eftirspurn og verðbólgu mögulega vanmetin

Nýgerðir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði hafa aukið innlenda verðbólguþrýsting verulega. Í kjölfar úrskurðar gerðardóms um launahækkanir háskólamenntaðra opinberra starfsmanna hefur ólga á vinnumarkaði aukist enn á ný og líkur eru á að niðurstaða dómsins muni leiða til enn frekari launahækkana í byrjun næsta árs vegna endurskoðunarákvæða kjarasamninga á almennum markaði. Í grunnspánni er tekið tillit til þessara þátta en mikil óvissa er um hver endanleg áhrif upphaflegra samninga verða og þess uppnáms sem úrskurður gerðardóms hefur síðan valdið (sjá einnig rammagrein 4). Verðbólga hefur vissulega aukist heldur hægar en mat Seðlabankans í vor á áhrifum kjarasamninganna gerði ráð fyrir (sjá kafla I í *Peningamálum 2015/2*) og bankinn spáði í ágúst. Skammur tími er hins vegar liðinn og ekki hafa sést skýr merki um að fyrirtækjum hafi tekist að mæta kostnaðarhækkuninni með innri hagræðingu, a.m.k. ekki ef marka má nýlega atvinnuþróun og ráðningaáform þeirra. Í öllu falli bendir hröð hækkun launahlutfalls til þess að hætta sé á að grunnspáin vanmeti það efnahagslega ójafnvægi sem af þessum kjarasamningum geti hlotist og að vöxtur eftirspurnar verði enn kröftugri og efnahagslegt ójafnvægi byggist upp hraðar en í henni felst (mynd I-15).

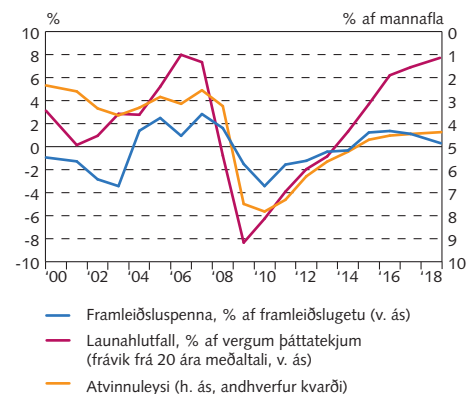
Þeir óvissuþættir sem raktir eru í kafla I í *Peningamálum 2015/2* eiga því enn við. Markmið í opinberum fjármálum gætu t.d. verið í uppnámi sem hækkað gæti áhættuþóknun innlendra fjáreigna sem auka myndi fjármögnunarkostnað innlendra aðila og gæti grafið undan áætlun um losun fjármagnshafta. Þessi óvissa og lakari samkeppnisstaða sem fylgir mikilli hækkun innlands kostnaðarstigs (sjá rammagrein 2) gæti til viðbótar skapað aukinn þrýsting á gengi krónunnar sem eykur hættu á að áhrif launahækkana á verðbólgu séu vanmetin í grunnspánni.

### Aukin óvissa um verðbólguhorfur og meiri hætta á vanmati en ofmati

Óvissuþættirnir sem lýst er hér að ofan undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólguþrýstingur gæti verið vanmetinn sem að

Mynd I-15

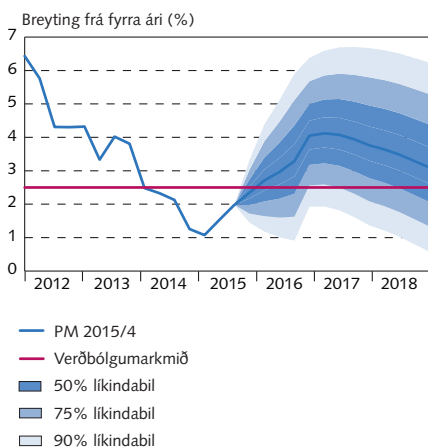
Framleiðsluspenna, atvinnuleysi og launahlutfall 2000-2018<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16  
Verðbólguþá og óvissumat  
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2018



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Öðru óbreyttu myndi kalla á hærra vaxtastig en felst í grunnspánni til að halda verðbólgu í markmiði, ef t.d. fyrirtæki velta kostnaðarauka nýgerðra kjarasamninga í meira mæli út í verðlag en hér er gert ráð fyrir eða ef áhrif mikillar tímabundinnar hækkunar kaupmáttar ráðstöfunartekna á einkaneyslu og húsnæðisverð eru vanmetin.<sup>3</sup> Verðbólga gæti einnig orðið þrálátari en spáð er ef þessar miklu launahækkningar ná að grafa enn frekar undan kjölfestu verðbólguvæntinga. Svipaða sögu má segja ef gengi krónunnar reynist lægra á spátímanum en gert er ráð fyrir í grunnspánni eða ef spennan í þjófþáskapnum verður meiri, t.d. ef umsvif í orkufrekum iðnaði reynast meiri en spáð er eða ef slakinn í ríkisfjármálum reynist meiri. Nýlegir brestir í miðlunarferli peningastefnunnar gætu einnig gert henni erfiðara fyrir að halda aftur af innlendri eftirspurn sem að öðru óbreyttu gæti leitt til meiri verðbólgu en spáð er. Verðbólga gæti hins vegar reynst minni en spáð er ef alþjóðlegar efnahagshorfur reynast lakari eða ef alþjóðlegt hrávöru- og olíuverð gefur enn frekar eftir. Gengi krónunnar gæti einnig reynst hærra en grunnspáin gerir ráð fyrir og fyrirtæki gætu brugðist við mikilli hækkun launakostnaðar í meira mæli í gegnum lækkan eigin hagnaðarhlutdeildar eða með aukinni hagræðingu. Framleiðnivóxtur gæti einnig orðið meiri en í grunnspánni sem vega myndi í meira mæli gegn verðbólguþrýstingi af vinnumarkaði.

Mynd I-16 endurspeglar ofangreinda óvissuþætti verðbólguþárárinnar með því að sýna verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá ásamt mati á óvissubili spárinnar, þ.e. mati á bili verðbólgu sem taldar eru 50-90% líkur á að verðbólga verði innan næstu þrjú ár (sjá viðauka 3 í *Penningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Óvissa um verðbólguhorfur er talin hafa aukist frá því í ágúst, m.a. vegna meiri ólgu á vinnumarkaði og aukinnar óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum. Líkt og í ágúst er talin meiri hætta á að verðbólgu sé vanspáð á öllum spátímanum. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 3¼-5% að ári liðnu og á bilinu 2-4½% í lok spátímans.

3. Grunnspáin byggist á því að peningastefnunni sé beitt þannig að tryggt sé að verðbólga sé við markmið yfir hagsveifluna.