

Skýrari teikn um vaxandi spennu í þjóðarbúinu en verðbólga enn undir markmiði

Heimshagvöxtur mældist 3,1% í fyrra og hefur ekki verið svo lítill frá árinu 2009 í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar. Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa einnig haldið áfram að versna og fjármálamarkaðir verið róstugir. Á sama tíma hafa viðskiptakjör Íslands batnað verulega og meira en í öðrum þróuðum ríkjum, sérstaklega í samanburði við aðra hrávöruútflytjendur. Útflutningur hefur einnig vaxið töluvert umfram vöxt eftirspurnar helstu viðskiptalanda sem þakka má örum vexti útfluttrar þjónustu.

Innlend eftirspurn jókst um ríflega 6% í fyrra og eru horfur á svipuðum vexti í ár. Vöxturinn er knúinn áfram af viðskiptakjarabátunum, miklum launahækkunum í nýgerðum kjarasamningum, tilslökun í ríkisfjármálum og áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Á móti vegur að aðhaldssamari peningastefna hefur náð að hægja á vexti eftirspurnar með hærri raunvöxtum. Einnig er hugsanlegt að árangur peningastefnunnar undanfarin ár hafi skapað verðbólguvæntingum traustari kjölfestu en áður og stuðlað þannig að því að verðbólga hefur aukist minna en vænta mátti í kjölfar mikilla launahækkana í nýlegum kjarasamningum.

Hagvöxtur er talinn hafa verið 4% í fyrra, sem er í takt við áætlun *Peningamála* frá því í febrúar. Talið er að hagvöxtur sæki enn frekar í sig veðrið í ár og verði 4,5% sem er lítillega meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig verið endurskoðaðar upp á við og er nú spáð 4% hagvexti í stað 3,4% í febrúar. Gangi spáin eftir yrði þetta þriðja árið í röð þar sem hagvöxtur væri um og yfir 4%. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að nokkuð hægi á hagvexti árið 2018 en þá er spáð 3% hagvexti. Hagvöxtur verður því yfir langtímameðaltali allan spátímamann.

Mikill kraftur er einnig í innlendum vinnumarkaði. Birtist það m.a. í fjölgun starfa og ört vaxandi atvinnuþátttöku sem er nú orðin áþekkt og hún varð mest fyrir fjármálakreppuna. Atvinnuleysi hefur einnig minnkað mikið og sífellt verður erfiðara fyrir fyrirtæki að ráða í laus störf.

Þrátt fyrir æ skýrari merki um aukna spennu í þjóðarbúskapnum hefur verðbólga haldist undir markmiði um ríflega tveggja ára skeið. Skýrist það fyrst og fremst af verðhjöðnun innfluttrar vöru og þjónustu sem hefur vegið á móti innlendum verðbólguþrýstingi. Verðbólga mun að líkindum aukast þegar áhrif innfluttra þátta taka að fjara út. Hversu hratt það verður ræðst af tímasetningu og umfangi viðsnúnings í innfluttri verðbólgu. Samkvæmt spánni er gert ráð fyrir að verðbólga verði um 3% í lok þessa árs, verði orðin u.þ.b. 4½% á seinni hluta næsta árs en taki síðan að þokast að markmiði á ný fyrir tilstilli aðhaldssamrar peningastefnu. Þetta er heldur meiri verðbólga en spáð var í febrúar og skýrist munurinn af því að nú eru horfur á meiri vexti efnahagssumsvifa en þá var gert ráð fyrir.

I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

Grunnsþá Seðlabankans¹

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur halda áfram að versna

Nokkuð tók að draga úr þrótti alþjóðlegs efnahagsbata á seinni árs-
helmingi í fyrra og enn á ný hafa alþjóðlegar hagvaxtarhorfur verið
endurskoðaðar niður á við. Í nýrri spá Alþjóðgjaldeyrissjóðsins er talið
að heimshagvöxtur verði 3,2% í ár sem er svipaður vöxtur og var í
fyrra, en það var minnsti vöxtur frá árinu 2009. Horfur fyrir þetta ár
og það næsta hafa versnað frá fyrri spá, bæði í þróuðum ríkjum og
nýmarkaðsríkjum. Gangi þetta eftir eru horfur á að heimshagvöxtur
taki lítillega við sér á næstu árum en verði áfram nokkuð undir lang-
tímameðaltali sínu.

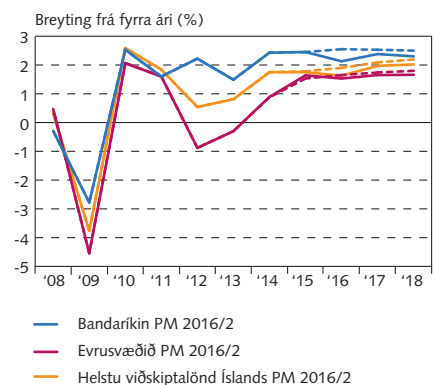
Í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist 1,8% hagvöxtur í fyrra,
sem er sami hagvöxtur og árið 2014. Talið er að heldur hægi á hag-
vexti í ár og að hann verði 1,6% í stað 1,9% í febrúarspá bankans
(mynd I-1). Vegur þar þungt að horfur fyrir Bandaríkin og evrusvæðið
eru nú taldar lakari en áður. Spáð er að hagvöxtur í helstu viðskipta-
löndum sækji aðeins í sig veðrið og verði um 2% á næstu tveimur
árum. Hagvaxtarhorfur fyrir allt spátímabilið hafa því versnað frá því
í febrúar og óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum aukist á ný. Arfleifð
fjármálakreppunnar virðist því ætla að verða meiri dragbitur á alþjóð-
legan efnahagsbata en áður var talið og mikil lækkun olíu- og hrá-
vöruverðs ætlað að reynast mörgum nýmarkaðsríkjum erfið. Nánar er
fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóð-
legar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

Viðskiptakjör hafa batnað mikið og raungengið hækkað

Viðskiptakjör bötnuðu um tæplega 7% í fyrra og hafa batnað um ríf-
lega 10% á undanförunum tveimur árum, sem er meiri viðskiptakjara-
bati en orðið hefur meðal annarra þróaðra ríkja (sjá rammagrein 1).
Þar fer saman mikil lækkun innflutningsverðs á sama tíma og útflut-
ningsverð hefur hækkað töluvert í hlutfalli við útflutningsverð helstu
viðskiptalanda (mynd I-2). Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að við-
skiptakjör batni enn frekar í ár en rýrni lítillega á næstu tveimur árum
þegar alþjóðlegt olíuverð tekur að hækka á ný og sjávarafurðaverð að
lækka lítillega eftir verulega hækkun undanfarin ár.

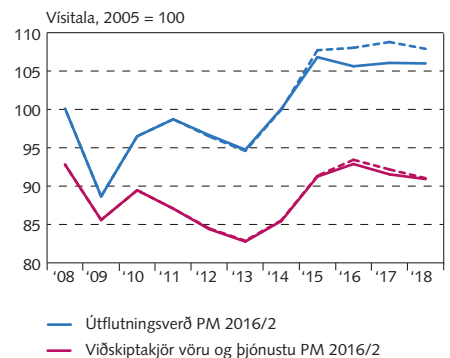
Raungengið hefur hækkað töluvert í takt við batnandi viðskipta-
kjör (mynd I-3). Miðað við hlutfallslegt verðlag hefur það hækkað
um ríflega 10% undanfarin tvö ár en hækkunin er næstum því tvö-
falt meiri þegar miðað er við hlutfallslegan launakostnað, þótt hún
sé ekki eins mikil og gert var ráð fyrir í febrúar þar sem hækkun inn-
lends launakostnaðar í fyrra hefur verið endurskoðuð niður á við (sjá
rammagrein 2). Nafngengi krónunnar er lítillega hærra en gert var ráð
fyrir í febrúarspánni og eins og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að
gengisvísitalan haldist svipuð út spátímánn. Raungengið heldur hins
vegar áfram að hækka þar sem innlendir kostnaður hækkar meira
en erlendir. Gangi spáin eftir verður raungengið orðið um 6% yfir

Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2008-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1.
Heimildir: Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

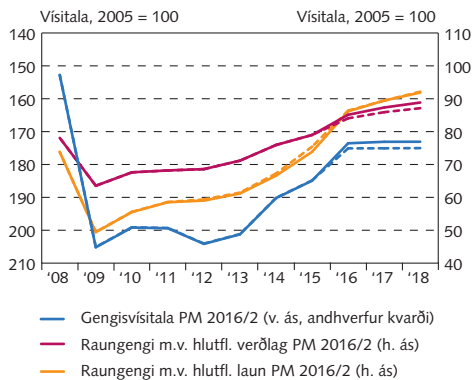
Mynd I-2
Útflutningsverð og viðskiptakjör 2008-2018¹



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskipta-
landa (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Grunnspá Seðla-
bankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

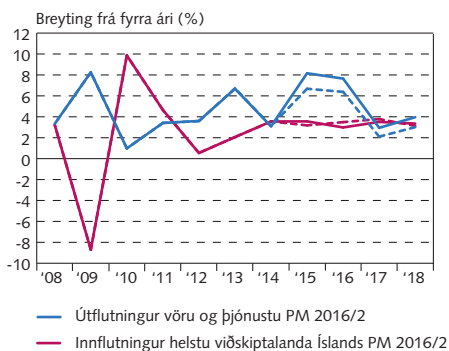
1. Greiningin í þessum Peningamálum byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan maí.

Mynd I-3
Gengi krónunnar 2008-2018¹



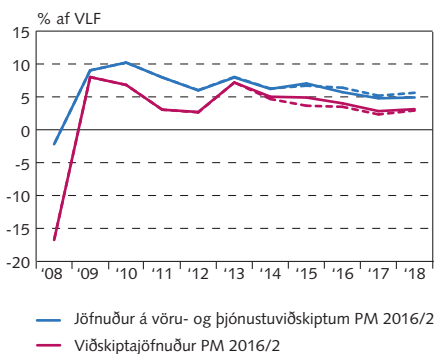
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2008-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2008-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

meðaltali sl. þrjátíu ára árið 2018 sé miðað við hlutfallslegt verðlag en um 7% miðað við hlutfallslegan launakostnað. Eins og fjallað er um í rammagrein 3 er líklegt að hækkun raungengis undanfarið endurspegli að nokkru leyti aðlögun þess að hærra jafnvægisraungengi. Nánar er fjallað um þróun raungengis og viðskiptakjara í kafla II.

Mikill vöxtur í ferðamannaíðnaði megin skýring útflutningsvaxtar

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um meira en 8% í fyrra sem er nokkru meira en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Skýrist frávíkið fyrst og fremst af meiri ál- og þjónustuútflutningi (mynd I-4). Þrátt fyrir hækkun raungengis og spár um hægari alþjóðlegan hagvöxt eru einnig horfur á meiri útflutningsvexti í ár eða 7½% í stað 6½% í febrúarspánni. Skýrast betri horfur helst af enn kröftugri vexti þjónustuútflutnings en einnig benda upplýsingar frá útflytjendum til þess að útflutningur ýmissar iðnaðarvöru muni vaxa meira í ár en horfur voru á í febrúar. Gangi spáin eftir verður árið 2016 annað árið í röð þar sem þjónustuútflutningur eykst um meira en 12% milli ára en undanfarin fjögur ár hefur hann vaxið um meira en 10% að meðaltali á ári. Líkt og í febrúar er talið að heldur hægi á útflutningsvextinum á næstu tveimur árum, m.a. vegna fyrrnefndrar raungengishækkunar.

Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd haldi áfram að minnka frá því sem hann var mestur árið 2010. Í fyrra mældist afgangurinn 7% af landsframleiðslu sem er svipað og gert var ráð fyrir í febrúar en árið 2018 er áætlað að hann verði kominn niður í 5% (mynd I-5). Með uppgjöri slitabúa fallinna fjármálaafyrirtækja er ekki lengur þörf á að gera greinarmun á mældum og undirliggjandi viðskiptajöfnuði. Áætlað er að viðskiptaafgangurinn minnki í takt við minnkandi afgang á vöru- og þjónustujöfnuði og fari úr u.þ.b. 5% af landsframleiðslu í ár í 3% af landsframleiðslu árið 2018. Uppgjör slitabúa hefur einnig haft í för með sér að hrein erlend staða þjóðarþúsins, eins og hún er mæld samkvæmt alþjóðlegum stöðlum, hefur stórbatnað og var hún talin neikvæð um 14½% af landsframleiðslu í lok síðasta árs sem er hagstæðasta skuldastaða sem mælst hefur í u.þ.b. hálfra öld (sjá rammagrein 4). Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Yfir 6% vöxtur þjóðarútgjalda í fyrra og horfur á svipuðum vexti í ár

Einkaneysla jókst um hátt í 5% í fyrra og vísbendingar eru um að hún hafi aukist um ríflega 7% á fyrsta fjórðungi þessa árs. Vöxturinn þarf ekki að koma á óvart í ljósi þess hve kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur hækkað mikið með verulegum launahækkunum og örrí fjölgun starfa á sama tíma og verðbólga hefur haldist hófleg. Þá hefur hreinn auður heimila hækkað verulega með hækkun eignaverðs og lækkun skulda. Horfur eru á að einkaneyslan muni aukast um 6% í ár sem er nokkru meira en spáð var í febrúar enda jókst kaupmáttur ráðstöfunartekna meira í fyrra en áður hafði verið talið (mynd I-6). Áhrifa bættra efnahagsaðstæðna gætir einnig á næsta ári en þá er gert ráð fyrir 5% vexti einkaneyslu í stað 4,2% í febrúarspánni. Þrátt fyrir mikinn vöxt einkaneyslu í ár er vöxturinn undir vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna

og því eykst sparnaður heimila þriðja árið í röð. Samkvæmt spánni ganga heimilin síðan lítillega á sparnað sinn á næstu tveimur árum.

Fjárfesting jókst einnig verulega í fyrra. Fjárfesting atvinnuveganna jókst um tæplega 30% frá fyrra ári og fjármunamyndun í heild um tæplega 19%. Samkvæmt spánni eru áfram horfur á töluverðri aukningu fjárfestingar í ár. Vísbendingar úr nýrri könnun Seðlabankans benda til þess að fjárfesting í flestum atvinnugeirum verði áfram mikil og að fjárfesting í hótélbyggingum, skipum og flugvélum aukist. Talið er að fjárfesting atvinnuveganna aukist um tæplega fimmtung í ár frá fyrra ári en að fjárfesting í heild aukist um 14%. Því eru horfur á nokkru meiri fjárfestingu atvinnuveganna í ár en spáð var í febrúar en þegar litið er til fjárfestingar í heild eru horfurnar áþekkar. Gangi spáin eftir mun fjárfesting því aukast mjög ört í ár, þriðja árið í röð. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu hækkar því úr ríflega 19% af landsframleiðslu í fyrra í 20% í ár. Samkvæmt spánni lækkar það síðan lítillega í lok spátímabilsins en er þó hærra en áður var spáð (mynd I-7).

Þjóðarútgjöld jukust um 6,3% í fyrra og gert er ráð fyrir svipuðum vexti í ár (mynd I-6). Líkt og í fyrri spám bankans hægir heldur á vextinum á næstu tveimur árum en hann verður áfram töluverður. Gangi spáin eftir verður vöxtur innlendrar eftirspurnar að meðaltali 4,4% á spátímanum í samanburði við 2,7% vöxt að meðaltali síðustu þrjátíu ár. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

Horfur á um og yfir 4% hagvexti í ár og á næsta ári

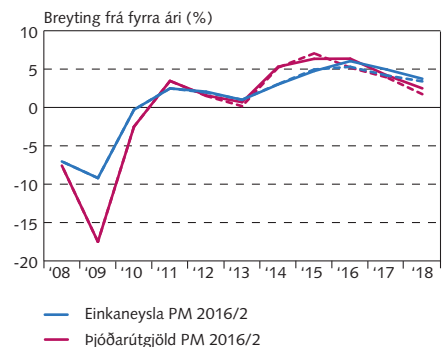
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var hagvöxtur 4% í fyrra sem er í takt við þann 4,1% hagvöxt sem gert var ráð fyrir í febrúarhefti *Peningamála*. Hagvaxtartölur fyrri ára voru einnig endurskoðaðar upp á við og nú telur Hagstofan að hagvöxtur árið 2013 hafi verið 4,4% í stað 3,9% og 2% árið 2014 í stað 1,8%. Samkvæmt þessum tölum var árstíðarleiðrétt landsframleiðsla á síðasta fjórðungi ársins 2015 líðlega 16% meiri en þegar hún var í lágmarki snemma árs 2010 og var orðin ríflega 3% yfir því sem hún var mest í aðdraganda fjármálakreppunnar.

Horfur eru á að hagvöxtur sæki enn frekar í sig veðrið og verði 4,5% í ár. Leggst þar á eitt mikill vöxtur innlendrar eftirspurnar og kröftugur útflutningsvöxtur þótt framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar sé neikvætt þriðja árið í röð enda vísbendingar um mjög mikinn vöxt innflutnings, m.a. vegna töluverðs innflutnings skipa og flugvéla. Þetta er 0,3 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar og endurspeglar horfur á meiri vexti innlendrar eftirspurnar en þá var gert ráð fyrir.

Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hafa einnig breyst nokkuð. Nú er talið að hagvöxtur verði 4% og verði líkt og áður drifinn áfram af miklum vexti innlendrar eftirspurnar, sérstaklega einkaneyslu. Þetta er 0,6 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar og leggjast þar á eitt horfur á meiri vexti innlendrar eftirspurnar og jákvæðara framlag utanríkisviðskipta. Gangi þetta eftir yrði næsta ár þriðja árið í röð þar sem hagvöxtur mælist 4% eða meiri. Svo mikill hagvöxtur er langt umfram langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins og óhjákvæmilegt að

Mynd I-6

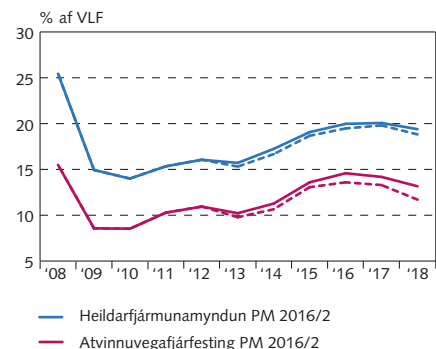
Einkaneysla og þjóðarútgjöld 2008-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

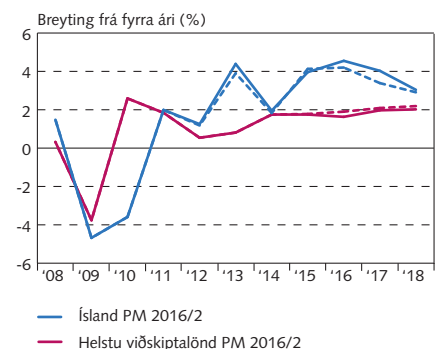
Fjármunamyndun 2008-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8

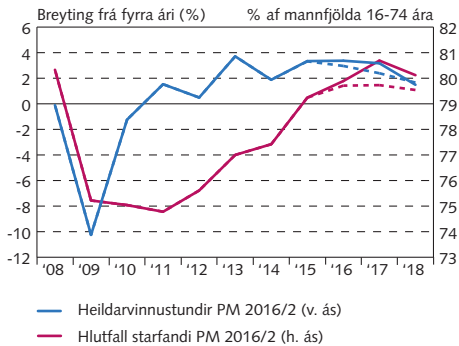
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum 2008-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2008-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

nokkuð hægi á hagvexti á næstu árum að öðru óbreyttu. Samkvæmt spánni hægir því á hagvexti árið 2018 en áfram er hann þó lítillega yfir langtímaleitnivexti, sem talinn er vera um 2,7%. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Mikil fjölgun starfa og atvinnuþátttaka eykst hratt

Heildarvinnustundum fjölgaði um 2,3% milli ára á fyrsta fjórðungi þessa árs en í *Peningamállum* í febrúar hafði verið gert ráð fyrir 2,1% fjölgun. Hlutfall starfandi jókst um rúmlega 1½ prósentu og atvinnuþátttaka um tæplega 1 prósentu. Atvinnuþátttaka mælist nú næstum 83% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og er orðin svipuð og hún var mest í byrjun árs 2007. Vegna aukinnar atvinnuþátttöku minnkaði atvinnuleysi minna milli ára en sem nemur fjölgun starfa. Eins og spáð var í febrúar minnkaði það um 1 prósentu frá fyrra ári og mældist 3,1% á fjórðungnum þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en var 3,5% á síðasta fjórðungi ársins 2015. Atvinnuleysi er því orðið minna en ætla má að samræmist verðstöðugleika. Aðrar vísbendingar af vinnumarkaði hníga í sömu átt.

Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi um 3% í ár. Horfur eru á meiri fjölgun á næsta ári í takt við bætta hagvaxtarhorfur (mynd I-9). Hlutfall starfandi heldur áfram að hækka og nær hámarki í tæplega 81% á næsta ári en það fór hæst í 81,5% árið 2007. Endurskoðun á fjölgun heildarvinnustunda frá febrúarspánni er í takt við breyttar hagvaxtarhorfur og því breytast horfur um framleiðnivöxt lítið. Áfram er gert ráð fyrir að hann verði um 1% á ári að meðaltali á spátímanum. Er það nokkuð undir sögulegu meðaltali en í takt við meðalframleiðnivöxt sl. tíu ára (sjá mynd I-11 hér á eftir). Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla IV.

Horfur á minna atvinnuleysi og meiri framleiðsluspennu en spáð var í febrúar

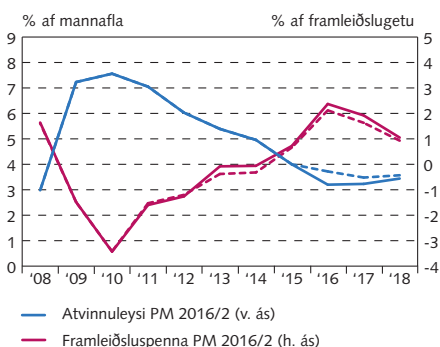
Samkvæmt spánni heldur atvinnuleysi áfram að minnka og verður 3,3% að meðaltali í ár. Það er um ½ prósentu minna atvinnuleysi en spáð var í febrúar og endurspeglar horfur á þróttmeiri efnahagssumsvifum en þá var gert ráð fyrir. Af sömu ástæðum er talið að framleiðsluspennan verði heldur meiri í ár en þá var spáð. Búist er við að hún nái hámarki í ár í 2½% af framleiðslugetu sem er um ½ prósentu meiri spenna en gert var ráð fyrir í febrúar. Samkvæmt spánni tekur hún að minnka á ný á næsta ári og á sama tíma fer atvinnuleysi að þökast á ný upp að marki sem talið er samræmast lítilli og stöðugri verðbólgu (mynd I-10). Eins og ævinlega er mat á framleiðsluspennu háð mikilli óvissu. Fjallað er um nokkra óvissuþætti hér á eftir en nánar er fjallað um nýtingu framleiðsluþátta þjóðarbúsins í kafla IV.

Verðbólguhorfur fyrir seinni hluta næsta árs hafa versnað í takt við kröftugri efnahagssumsvif

Verðbólga mældist 1,6% í apríl og hafði hjaðnað úr 2,1% í byrjun árs en aukist lítillega frá apríl í fyrra. Hún hefur því verið undir markmiði í meira en tvö ár sem má fyrst og fremst rekja til mikillar innfluttrar verðhjöðunar og hærra gengis krónunnar (sjá rammagrein 5). Mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðisliðar var verðbólga einungis 0,2% í apríl sem er 0,3 prósentna aukning frá sama tíma

Mynd I-10

Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2008-2018¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í fyrra. Langtímaverðbólguvæntingar hafa lítið breyst undanfarið ár. Svo virðist sem þær hafi traustari kjölfestu í verðbólguþróuninni en áður sem gæti að einhverju leyti skýrt af hverju verðbólga hefur ekki aukist jafn mikið og búist var við með vaxandi framleiðsluspennu og miklum launahækkunum.

Verðbólga var 1,9% að meðaltali á fyrsta fjórðungi ársins sem var í takt við það sem spáð var í febrúarhefti *Peningamála*. Eins og rakið er í rammagrein 5 hefur verðhjöðnun innfluttrar vöru og þjónustu vegið á móti innlendum verðbólguþrýstingi, sem birtist m.a. í aukinni framleiðsluspennu og miklum launahækkunum. Því er hætt við að verðbólga aukist þegar þessi áhrif fjara út. Líkt og í febrúarspá bankans er verðbólga talin aukast er líða tekur á árið og verði komin í 3% á síðasta fjórðungi ársins. Hins vegar eru horfur á meiri verðbólgu á seinni hluta næsta árs og framan af árinu 2018 en spáð var í febrúar sem skýrist fyrst og fremst af því að efnahagssumsvif eru nú talin vaxa hraðar og að framleiðsluspenna verði því meiri eins og áður hefur verið rakið. Á móti vegur að verulegur viðskiptakjarabati undanfarið ár er talinn auka svigrúm fyrirtækja til að mæta kostnaðarhækkunum vegna launahækkana (sjá rammagrein 1). Launahækkarnir eru eftir sem áður helsta ástæða vaxandi verðbólguþrýstings, bæði beint í gegnum kostnaðarhækkarnir fyrirtækja og óbeint í gegnum aukna eftirspurn og vaxandi framleiðsluspennu. Talið er að launakostnaður á framleidda einingu hafi hækkað heldur minna í fyrra en áður var talið en að hækkunin í ár verði tæplega 10% og að meðaltali um 6½% á spátímanum sem er langt umfram það sem getur samrýmst verðstöðugleika til lengri tíma lítið (mynd I-11).

Samkvæmt spánni er talið að verðbólga nái hámarki í um 4½% á seinni hluta næsta árs (mynd I-12). Gert er ráð fyrir að aukið taumhald peningastefnunnar tryggji að hún taki smám saman að hjaðna á ný er líður á spátímann og verði komin niður fyrir 3% um mitt ár 2019. Sem fyrr eru þessar horfur háðar fjölda óvissupáttu. Nánar er fjallað um þá hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendra verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla V.

Helstu óvissupættir

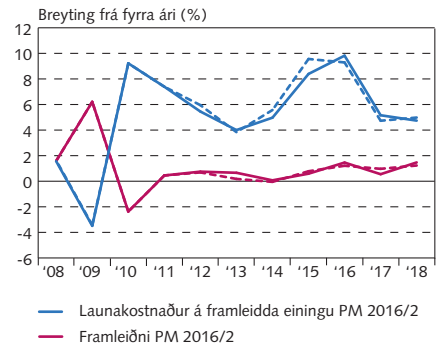
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjórðarbúskapar og mati á virkni markaða og því hvornig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir eru taldir upp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

Alþjóðahorfur gætu reynst of bjartsýnar

Sveiflur á alþjóðlegum fjármálamörkuðum jukust nokkuð í byrjun árs og áhættuálag hækkaði almennt. Aukin óvissa virtist einkum tengjast áhyggjum af efnahagshorfum í nýmarkaðsríkjum, sérstaklega þeim sem reiða sig á útflutning hrávöru og olíu, og mögulegum smitáhrifum á hagvöxt í þróuðum ríkjum. Þessi þróun virðist að einhverju leyti hafa gengið til baka, a.m.k. ef horft er til mælikvarða á óvissu á fjármálamörkuðum (mynd I-13) en enn ríkir nokkur svartsýni um

Mynd I-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2008-2018¹



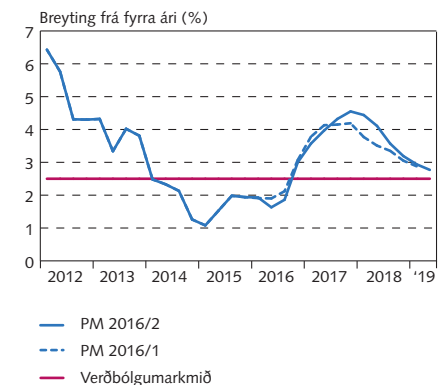
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2018. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga¹

1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2019



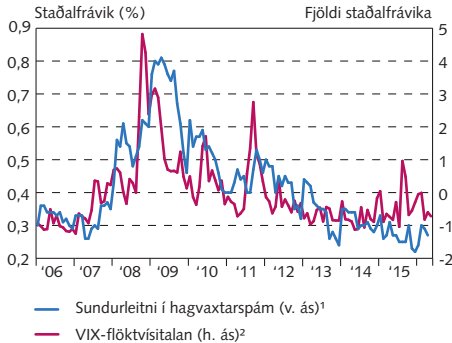
1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2016 - 2. ársfj. 2019.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Óvissa í hagvaxtarspám og flókt í hlutabréfaverði

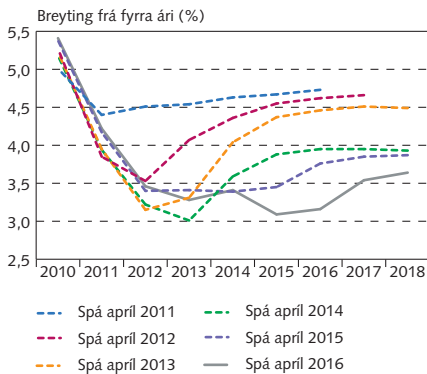
Janúar 2006 - maí 2016



1. Vegið meðaltal staðalfrávika í hagvaxtarspám þeirra spáaðila sem Consensus Forecasts tekur saman fyrir G7-rikin (vegið með kaupmáttarleiðrétttri landsframleiðslu). 2. Afleitt flókt S&P500-hlutabréfavisitölunnar (Chicago Board Option Exchange). Frávik frá meðaltali janúar 2000 til apríl 2016 mælt með fjölda staðalfrávika.

Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond.

Mynd I-14

Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um heimshagvöxt¹

1. Aprílspár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, apríl 2011-2016).

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

alþjóðlegar hagvaxtarhorfur, sem hafa ítrekað verið endurskoðaðar niður á við (mynd I-14). Langvarandi lágt hrávöru- og olíuverð er talið geta haft neikvæð áhrif á efnahag fjölda nýmarkaðsríkja. Þá er horft til þrengri fjármálalegra skilyrða í þessum löndum og að helstu iðnríki skorti hagstjórnartæki til að renna styrkari stoðum undir efnahagsbatann og milda möguleg áföll í náninni framtíð. Aðlögun kínversks þjóðarbúskapar að sjálfbærum hagvaxtarferli er jafnframt enn nokkur áraun á heimsbúskapinn. Þá gætir enn töluverðrar pólitískrar óvissa og hafa bæst við áhyggjur af áhrifum mögulegra hryðjuverka-árása á Vesturlöndum, minnkandi stuðningi við frjáls alþjóðaviðskipti víða um heim og neikvæðum áhrifum af útgöngu Bretlands úr Evrópusambandinu.

Í öllu þessu alþjóðlega umróti hefur útflutningur frá Íslandi verið mjög kröftugur og útflutningshorfur ítrekað verið endurskoðaðar upp á við – sem er ekki síst að þakka miklum vexti þjónustuútflutnings. Eins og rakið er í rammagrein 1 hafa viðskiptakjör hér batnað meira en í öðrum OECD-ríkjum og er þróunin á skjön við reynslu annarra hrávöruútflytjenda. Ekki er því útilokað að slakar alþjóðahorfur og veik eftirspurn í helstu viðskiptalöndum fari á endanum að draga niður útflutningsvöxt eða að grafa undan útflutningsverði. Horfur um útflutning og viðskiptakjör gætu því verið of bjartsýnar í grunnspánni og innlendar hagvaxtarhorfur því ofmetnar.

Óvissa um gengisþróunina

Í grunnspánni er gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist stöðugt út spátímann en sem fyrr gæti þróunin auðveldlega orðið með öðrum hætti. Ætla má að nokkuð hafi dregið úr hættu á snarpri gengislækkun tengdri losun fjármagnshafta þótt ekki sé útilokað að gengi krónunnar gefi eitthvað eftir ef innlendir aðilar sækja í að breyta samsetningu fjáreigna sinna milli innlendra og erlendra eigna. Gengið gæti einnig gefið eftir versni viðskiptakjör á ný eða ef óvissa á alþjóðamörkuðum eykst enn frekar.

Að því leyti sem hækkun raungengis undanfarið er umfram það sem hægt er að skýra með þróun grunnefnahagsþátta gæti gengið lækkað á spátímanum. Hins vegar virðist gengishækkunin að töluverðu leyti endurspegla kröftugan efnahagsbata innanlands og hækkun jafnvægisgengis krónunnar (sjá rammagrein 3). Það gæti bent til þess að gengi krónunnar haldist áfram á svipuðu stigi eða hækki jafnvel enn frekar haldi efnahagsþróunin áfram að vera hagfelldari hér á landi en í helstu viðskiptalöndum. Þá gæti fjármagnsinnstreymi í framhaldi af losun fjármagnshafta og bætt lánshæfismat ríkissjóðs Íslands einnig stuðlað að frekari hækkun krónunnar.

Miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn hefur verið misvirk

Síðastliðið haust virtist sem hnökrar hefðu myndast í miðlun peningastefnunnar út í þjóðarbúskapinn í gegnum vaxtafarveginn þegar langtímavextir lækkuðu verulega á sama tíma og Seðlabankinn hækkaði skammtímavexti og hallinn á vaxtaferli skammtíma- og langtímavaxta snerist við og varð um tíma neikvæður. Eins og rakið er í rammagrein 1 í *Peningamálum 2015/4* má rekja þetta til aukins innflæðis fjármagns inn á skuldabréfamarkaðinn. Þessi þróun hefur að einhverju

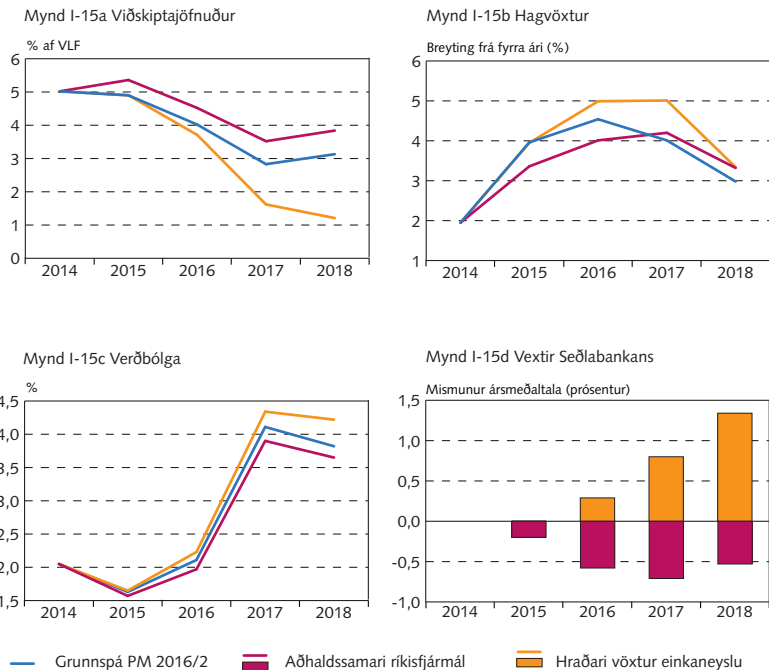
leyti gengið til baka þótt vaxtaferillinn sé enn nánast flatur og enn sem komið er hefur það ekki smitast út í vaxtakjör heimila og fyrirtækja svo að neinu nemi (sjá kafla III). Hins vegar er ekki útilokað að erfiðara verði fyrir peningastefnuna að ná fram því peningalega aðhaldi í innlendum vöxtum sem að er stefnt, sérstaklega ef áfram verður þörf á að auka taumhald peningastefnunnar eins og boðað hefur verið. Miðlun peningastefnunnar færir þá í vaxandi mæli frá innlendum vöxtum yfir í gengi krónunnar sem er að vissu leyti óheppilegt þar sem sá farvegur getur verið sveiflukenndur með tilheyrandi neikvæðum áhrifum á útflutnings- og samkeppnisgreinar og jafnvel á fjármála-stöðugleika sé fjármálakerfið ekki því betur varið.

Álag á peningastefnuna gæti orðið óheppilega mikið

Eins og rakið er í kafla IV slaknaði nokkuð á aðhaldsstigi ríkisfjármála í fyrra og eru horfur á að svo verði áfram í ár og benda núverandi áætlanir til þess að slökunin nemi samtals tæplega 2½% af landsframleiðslu sem samsvarar ríflega 50 ma.kr. sé miðað við hagsveifluleiðrétta breytingu á frumjöfnuði. Eins og rakið hefur verið í fyrri útgáfum *Peningamála* er óheppilegt að slakað sé á aðhaldsstigi ríkisfjármála þegar spenna hefur myndast í þjóðarbúskapnum. Það mun að öðru óbreyttu leiða til þess að meiri áraun verður á peningastefnuna sem eykur hættu á neikvæðum hliðaráhrifum óheppilegrar hagstjórnarblöndu peninga- og ríkisfjármála sem m.a. endurspeglar þörf á hærri vöxtum innanlands og aukinni hættu á óstöðugu innflæði skammtímafjármagns.

Mynd I-15 sýnir þetta betur. Hún sýnir fráviksdæmi þar sem hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður ríkissjóðs helst óbreyttur út allt tímabilið 2015-2018. Þótt fyrri greiningar bendi til þess að slökunin eigi sér fyrst og fremst stað á tekjuhlið ríkisfjármála (sjá umfjöllun í kafla IV og rammagrein 3 í *Peningamálum* 2015/4) er hér gert ráð fyrir að auknu aðhaldi sé til jafns beitt á tekju- og gjaldahlið. Fráviksdæmið felur því í sér að samneysluútgjöld hafi verið um 11 ma.kr. minni í fyrra en þau voru í raun og um 26 ma.kr. minni í ár en það samsvarar samtals um 1,2% af landsframleiðslu síðasta árs. Munurinn helst síðan út spátímamann. Tekjuskattar einstaklinga hækka síðan um sömu fjárhæð. Umfang aðhaldsaðgerðanna samsvarar því u.þ.b. 1% af landsframleiðslu í fyrra, sem eykst í 2½% af landsframleiðslu í ár og helst síðan nálægt því stigi út spátímamann. Það tryggir að aðhaldsstig ríkisfjármála helst hlutlaust allt tímabilið.

Aðhaldsaðgerðirnar leiða til þess að innlend eftirspurn vex u.þ.b. 1 prósentu minna á ári í fyrra og í ár og eru áhrifin bæði bein í gegnum minni útgjöld hins opinbera og óbein í gegnum hægari vöxt einkaneyslu. Hagvaxtaráhrifin eru hins vegar minni þar sem hluti minni eftirspurnar beinist að innfluttri vöru og þjónustu. Á móti vegur einnig að aðhaldssamari ríkisfjármálastefna dregur úr verðbólguþrýstingi sem gerir Seðlabankanum kleift að halda vöxtum lægri en ella sem örvar fjárfestingu. Hagvöxtur er því um ½ prósentu minni hvort árið en frá næsta ári er hann orðin lítillega meiri enda vextir Seðlabankans orðnir um 0,5 prósentum lægri í ár og um 0,75 prósentum lægri á næsta ári. Meira aðhald í ríkisfjármálum þýðir einnig að vergur þjóðhagslegur

Mynd I-15
Frávíkisdæmi

Heimild: Seðlabanki Íslands.

sparnaður er meiri en í grunnspánni og viðskiptaafgangurinn verður ríflega ½% af landsframleiðslu meiri á ári.²

Einkaneysla gæti aukist hraðar en gert er ráð fyrir í grunnspánni

Einkaneysla hefur aukist um tæplega 3% að meðaltali á ári sl. fimm ár og hefur vöxturinn sótt í sig veðrið eftir því sem lengra hefur liðið frá fjármálakreppunni. Þannig nam vöxturinn 3% árið 2014 og tæplega 5% í fyrra. Horfur fyrir þetta ár benda síðan til enn meiri vaxtar eða um 6% eins og áður hefur verið rakið. Þótt vöxtur einkaneyslu hafi verið töluverður undanfarið er hann minni en vöxtur ráðstöfunartekna en að raunvirði eru þær taldar hafa aukist um tæplega 9% í fyrra og um tæplega 4% á ári að meðaltali sl. fimm ár. Hreinn auður heimila hefur aukist enn meira með hækkandi eignaverði og lækkandi skuldum. Nemur vöxturinn að raunvirði meira en 10% á ári undanfarin tvö ár og að meðaltali tæplega 8% á ári sl. fimm ár. Tekjur og auður heimila hafa því vaxið töluvert meira en sem nemur vexti einkaneyslu og sparnaður heimila hefur því aukist. Kemur það í kjölfar þess að tekjur og auður drögust mun meira saman en einkaneysla í kjölfar fjármálakreppunnar sem sýnir glögglega hvernig heimilin nota tekjur og eigið fé til að jafna sveiflur í einkaneyslu yfir tíma (mynd I-16).

Mynd I-16 sýnir einnig að vöxtur einkaneyslu að undanförunu hefur verið svipaður hagvexti. Hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu hefur því haldist tiltölulega stöðugt og verið nokkuð undir sögulegu

2. Nánari lýsingu á efnahagslegum áhrifum breytinga á fjármálum hins opinbera í þjóðhagslíkani bankans er að finna í handbók líkansins, Ásgeir Danielsson, Bjarni G. Einarsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þórarinn G. Pétursson, Signý Sigmundardóttir, Jósef Sigurðsson og Rósa Sveinsdóttir (2015). „QMM: A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy. Version 3.0. Seðlabanki Íslands“, *Working Paper*, nr. 71, bls. 110-113.

meðaltali (mynd I-17). Að meðaltali hefur einkaneysla á verðlagi hvers árs verið liðlega 56% af nafnvirði vergrar landsframleiðslu undanfarin þrjátíu ár en sl. fimm ár hefur hlutfallið verið tæplega 52% eða ríflega 4 prósentum undir langtímameðaltali (frávik hlutfalls einkaneyslu af ráðstöfunartekjum frá sögulegu meðaltali er mjög svipað).³ Samkvæmt grunnsþá bankans er gert ráð fyrir að hlutfallið hækki á næstu árum en verði nokkuð undir sögulegu meðaltali út spátímann.

Ekki er útilokað að heimilin kjósi að nota stærra hluta hærri tekna og aukins auðs í einkaneyslu en grunnsþáin gerir ráð fyrir og að einkaneysla muni því vaxa hraðar en þar er áætlað. Þótt búast megi við að nokkur hluti þeirrar viðbótar neysluútgjalda muni beinast að innfluttum vörum og þjónustu er ljóst að örari vöxtur einkaneyslu mun einnig beinast að innlendri framleiðslu og auka álag á innlenda framleiðsluþætti umfram það sem nú er spáð. Eftirspurn verður því kröftugri og framleiðsluspennan meiri sem leiða mun til aukins verðbólguþrýstings og kalla á hærri vexti til að tryggja að verðbólga verði samt sem áður í samræmi við verðbólguþrýsting til millilangs tíma.

Þetta má sjá betur á mynd I-15 sem sýnir fráviksdæmi þar sem hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu hækkar hraðar en í grunnsþánni og er komið í sögulegt meðaltal í lok spátímans. Einkaneysla vex því nokkru meira en á móti vegur hækkan vaxta sem dregur úr fjárfestingu. Hærri vextir leiða einnig til þess að gengi krónunnar hækkar sem dregur úr útlutningi. Á heildina litið eykst þó hagvöxtur töluvert og er hann um ½ prósentu meiri í ár en 1 prósentu meiri á næsta ári. Nokkur hluti aukinnar eftirspurnar beinist að innflutningi og því er afgangurinn á viðskiptum við útlönd orðinn um 2 prósentum af landsframleiðslu minni en í grunnsþánni árið 2018. Meiri framleiðsluspenna gerir það að verkum að verðbólga verður heldur meiri en áhrifin koma ekki síður fram í hærri vöxtum og eru vextir Seðlabankans orðnir tæplega 1½ prósentu hærri en í grunnsþánni árið 2018.

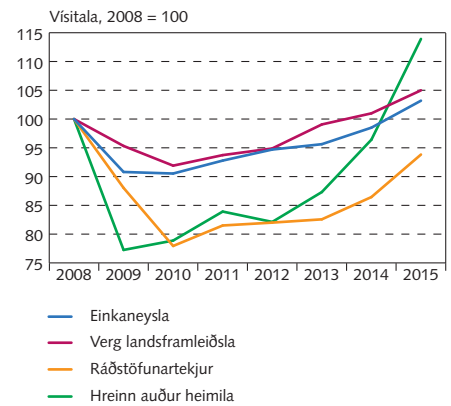
Áfram talin meiri hættu á að verðbólga sé vanspáð en að henni sé ofspáð

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 grunnsþánni. Verðbólguþrýstingur gæti verið vanmetinn sem að öðru óbreyttu myndi kalla á hærra vaxtastig en felst í grunnsþánni til að halda verðbólgu í markmiði.⁴ Meðal orsakapátta slíks fráviks gæti t.d. verið að eftirspurnarhrif nýgerðra kjarasamninga og örvunaraðgerða stjórnvalda séu vanmetin eða ef fyrirtæki eiga erfiðara með að taka á sig miklar kostnaðarhækkningar í kjölfar kjarasamninganna en grunnsþáin felur í sér. Þá gæti verðbólga verið vanmetin ef húsnæðisverð hækkar enn meira en gert er ráð fyrir eða ef gengi krónunnar lækkar. Verðbólga gæti einnig reynst þrálátari en spáð er ef kjölfesta verðbólguvæntinga reynist veikari en gert er ráð fyrir. Þá gæti slaknað enn meira á taumhaldi ríkisfjármála sérstaklega í ljósi þess að alþingis-

3. Svipuð niðurstaða fæst einnig í samanburði við metið jafnvægisglutfall einkaneyslu af landsframleiðslu, sjá Ásgeir Danielsson (2009), „QMM: A steady state version“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 44. Samkvæmt uppfærðu mati á jafnvægisgildum líkansins er jafnvægisglutfall einkaneyslu af landsframleiðslu um 56% (sjá rammagrein 3).

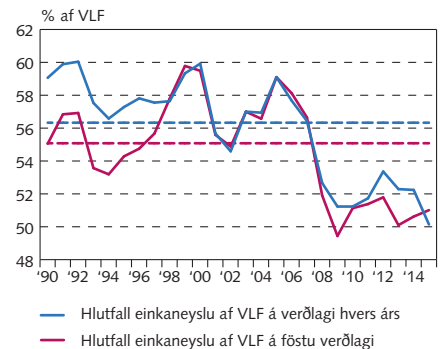
4. Grunnsþáin byggist á því að peningastefnunni sé beitt þannig að tryggt sé að verðbólga sé við markmið yfir hagsveifluna.

Mynd I-16
Einkaneysla, tekjur og auður 2008-2015¹



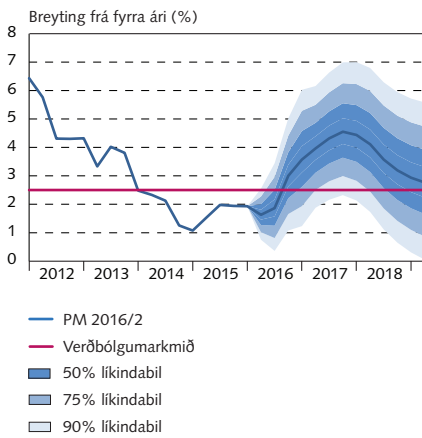
1. Hreinn auður er samtala húsnæðis- og fjárhagslegs auðs heimila (utan lífeyrissjóðsréttinda) að frádrögnum skuldum heimila (árslokatalur). Allar stærðir eru á föstu verðlagi.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17
Hlutfall einkaneyslu af VLF 1990-2015¹



1. Brotalínur sýna meðaltal sl. 30 ára (1986-2015).
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd I-18
Verðbólguþá og óvissumat
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2019



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

kosningar eru framundan. Þótt miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn hafi heldur lagast undanfarið er þessi farvegur stefnunnar enn ekki að fullu virkur og því gæti orðið erfiðara fyrir peningastefnuna að halda aftur af innlendri eftirspurn en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólga gæti einnig verið ofmetin í spánni. Verðbólga gæti t.d. orðið minni en spáð er ef alþjóðlegar efnahagshorfur versna enn frekar eða ef alþjóðlegt hrá- og olíuverð verður lægra en spáin gerir ráð fyrir. Gengi krónunnar gæti einnig hækkað enn frekar og svigrúm fyrirtækja til að taka á sig aukinn kostnað gæti verið vanmetið. Þá gæti framleiðnivöxtur, sem er lítil í sögulegu samhengi, einnig verið vanmetinn sem myndi draga úr verðbólguáhrifum nýlegra launahækkana (sjá t.d. frávíksdæmi í kafla I í *Peningamálum 2015/4*).

Mynd I-18 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 á spátímanum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum 2005/1* þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Óvissa um verðbólguhorfur er talin svipuð og hún var metin í febrúar. Líkt og þá er talin meiri hætta á að verðbólgu sé vanspáð þótt líkindadreifing spárinnar sé talin heldur minna skekkst en áður. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 3-5% að ári liðnu og á bilinu 1¼-4% í lok spátímans.