

Frávíksdæmi og óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans endurspeglar það sem talin er vera líklegasta framvinda efnahagsmála á spátímanum. Efnahagshorfur eru hins vegar háðar óvissu og geta breyst verði breytingar á lykilorðum spárinnar.

Ein mikilvæg forsenda grunnspárinnar lýtur t.d. að þróun opinberra fjármála á spátímanum en spáin gerir ráð fyrir að aðhaldsstig opinberra fjármála verði í meginatriðum í takt við nýlega fjármálaáætlun stjórnvalda. Mögulegum áhrifum aðhaldsmeiri opinberra fjármála á þjóðarbúið er lýst í sérstöku frávíksdæmi.

Önnur mikilvæg forsenda grunnspárinnar lýtur að þróun fjölda ferðamanna sem munu koma til landsins á spátímanum. Spá bankans um fjöldann hefur verið færð upp í takt við nýjustu vísbendingar en spáin gæti samt sem áður verið of varkár. Mögulegum áhrifum meiri fjölgunar ferðamanna á þjóðarbúið er lýst í sérstöku frávíksdæmi.

Í lokin er fjallað um ýmsa aðra óvissuþætti sem geta haft áhrif á hagvaxtar- og verðbólguhorfur hér á landi á spátímanum.

Frávíksdæmi: Meira aðhald ríkisfjármála

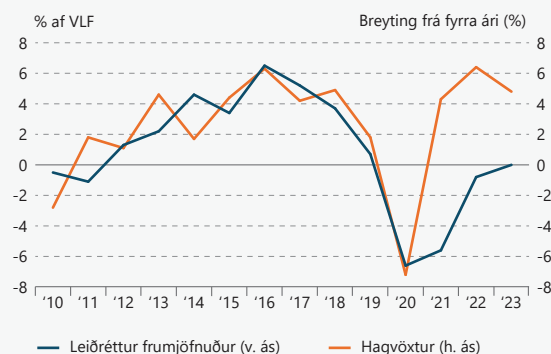
Afkoma ríkissjóðs hefur batnað hægar en ætla má út frá krafti efnahagssumsvifa

COVID-19-farsóttin hafði mikil áhrif á stöðu ríkisfjármála hér á landi sem og erlendis. Frumjöfnuður (heildarjöfnuður án fjármagnsjafnaðar) leiðréttur fyrir óreglulegum liðum fór úr afgangi sem nam að meðaltali tæplega 4% af landsframleiðslu síðustu fimm árin fyrir farsóttina í 6,6% halla árið 2020. Frá þeim tíma hefur hallinn minnkað eins og rakið er í kafla III. Afkomubattinn er hins vegar nokkru minni en búast hefði mátt við út frá sögulegu sambandi afkomu og efnahagssumsvifa (mynd 1).

Þessi hallarekstur samsvarar því að sparnaðarstig hins opinbera sé neikvætt og því nokkuð undir því að standa undir fjármögnun á fjárfestingarútgjöldum þess. Framlag hallarekstrarins til viðskiptajafnaðar þjóðarbúsins hefur verið neikvætt allt frá árinu 2019 (mynd 2). Þetta neikvæða framlag hefur vegið á móti jákvæðu framlagi hásparnaðarstigs heimila og fyrirtækja en eins og mynd 2 sýnir hefur sparnaðarhlutfall einkageirans lækkað undanfarin tvö ár og því hefur viðskiptahallinn lítið minnkað þrátt fyrir að dregið hafi úr hallarekstri hins opinbera.

Mynd 1

Afkoma ríkissjóðs og hagvöxtur 2010-2023¹

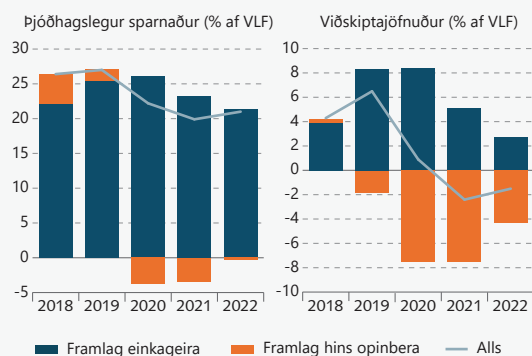


1. Afkoma ríkissjóðs leiðrétt fyrir óreglulegum og einkisþilíðum. Grunnspá Seðlabankans 2023.

Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Þjóðhagslegur sparnaður og viðskiptajöfnuður 2018-2022¹



1. Geirskipting þjóðhagslegs sparnaðar er fengin úr tekjuskiptingarruppgjöri Hagstofunnar. Framlag einkageirans til viðskiptajafnaðar er mismunur sparnaðar og fjármunamyndunar einkageirans (fjárfesting atvinnuvega, íbúðafjárfesting og birgðabreytingar). Framlag hins opinbera til viðskiptajafnaðar er mismunur sparnaðar hins opinbera og opinberra fjárfestingar. Áætlun Seðlabankans fyrir árið 2022.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hraðari aukning aðhalds myndi styðja við peninga- stefnuna

Halli á heildarjöfnuði ríkissjóðs var 3,5% af landsframleiðslu í fyrra og nýlega samþykkt fjármálaáætlun gerir ráð fyrir að hallinn minnki í 1,3% í ár og haldist svipaður á næsta ári en snúist í lítillagan afgang árið 2025. Grunnspá Seðlabankans er heldur svartsýnni en samkvæmt henni verður hallinn í ár meiri um sem nemur 1 prósentu af landsframleiðslu (sjá kafla III).

Við núverandi aðstæður þar sem nokkur spenna er í þjóðarbúskapnum og verðbólga töluvert yfir markmiði væri æskilegt að aðhald ríkisfjármála væri meira. Það myndi draga úr spennunni í þjóðarbúskapnum og bæta ytri stöðu þjóðarbúsins en einnig léttu á álaginu sem er á peninga-
stefnunni.

Til að sýna þetta betur sýnir mynd 3 möguleg áhrif hraðari aukningar á aðhaldi ríkisfjármála á þjóðarbúskapinn út frá QMM-líkani Seðlabankans. Gert er ráð fyrir að aðhald ríkissjóðs skili um 60 ma.kr. meiri bata á frumjöfnuði í ár en í grunnspánni og um 45 ma.kr. meiri bata á næsta ári. Það samsvarar afkomubata sem nemur um 2½% af landsframleiðslu yfir þetta tveggja ára tímabil. Gert er ráð fyrir að aðhaldsaðgerðirnar séu til jafns á tekju- og gjaldahlið ríkissjóðs.

Eins og sést á mynd 3a hefði aukið aðhald í för með sér að einkaneysla vex hægar en í grunnspánni. Endurspeglar það minni ráðstöfunartekjur heimila þar sem tilfærslur til þeirra yrðu minni og skattar hærri, þótt á móti vegi áhrif lægri vaxta (sjá hér á eftir). Einkaneysla myndi vaxa um ½ prósentu hægar í ár en í grunnspánni og um 1 prósentu hægar á næsta ári. Í lok spátímans væri einkaneysla orðin 2¼% minni en í grunnspánni. Hægari efnahagsumsvíf gera það einnig að verkum að fjárfesting vex hægar en á móti vega lægri vextir. Áhrifin á fjármunamyndun í ár yrðu lítil en á næstu tveimur árum myndi hún vaxa hraðar en í grunnspánni (mynd 3b). Aðhaldsaðgerðirnar hefðu einnig jákvæð áhrif á ytri jöfnuð þjóðarbúsins: viðskiptahallinn yrði um ¼% af landsframleiðslu minni í ár og um 1% minni árið 2025 (mynd 3c).

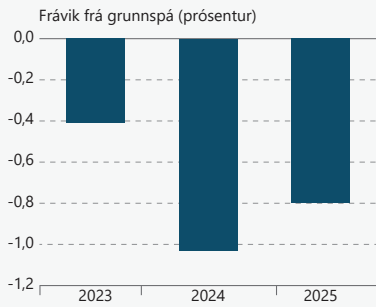
Áhrif aðhaldsaðgerðanna á hagvöxt yrðu ekki eins mikil og á innlenda eftirspurn þar sem hluti minni eftirspurnar beinist að innfluttri vöru og þjónustu og því „lekur“ hluti aðhaldsaðgerðanna út úr þjóðarbúskapnum. Hagvöxtur yrði um ¾ prósentu minni í ár og um ½ prósentu minni á næsta ári en árið 2025 snýst það við og þá er hann orðinn lítillaga meiri en í grunnspánni (mynd 3d). Landsframleiðslan væri því um 1% minni en í grunnspánni í lok spátímans.

Hægari vöxtur efnahagsumsvífa myndi léttu á innlendum verðbólguþrýstingi og yrði verðbólga orðin um

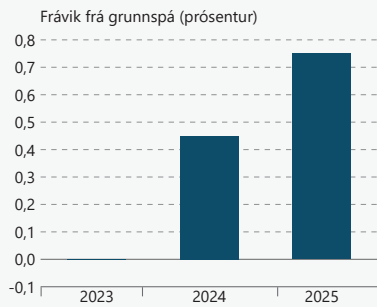
Mynd 3

Frávíkisdæmi: Aðhaldssamari ríkisfjármál en í grunnsþá

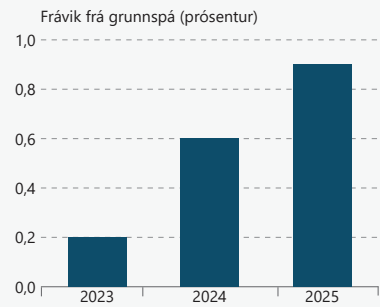
Mynd 3a Einkaneysla



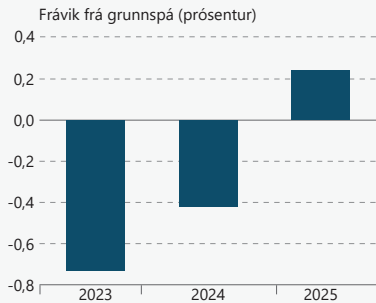
Mynd 3b Fjármunamyndun



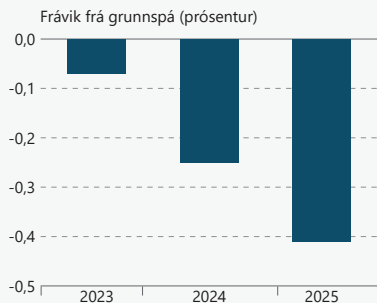
Mynd 3c Viðskiptajöfnuður



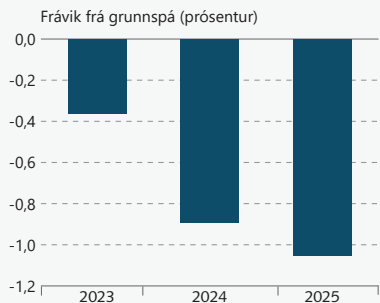
Mynd 3d Hagvöxtur



Mynd 3e Verðbólga



Mynd 3f Meginvextir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1/2 prósentu minni en í grunnsþánni árið 2025 (mynd 3e). Samkvæmt peningastefnureglu líkansins væru meginvextir Seðlabankans því orðnir um 1 prósentu lægri í lok spátímans (mynd 3f).

Áhrif aðhaldsaðgerða á útgjaldahlið eru jafnan meiri en áhrif aðgerða á tekjuhlið ríkisfjármála

Frávíkisdæmið gerir ráð fyrir að aðhaldsaðgerðirnar beri jafnt niður á tekju- og gjaldahlið ríkissjóðs en efnahagsleg áhrif aðhaldsaðgerða geta verið ólík eftir því hvort aðhaldið beinist að tekjum eða útgjöldum ríkissjóðs.¹ Aukið aðhald á útgjaldahlið hefur jafnan meiri og hraðari áhrif á efnahagssumsvif þar sem eftirspurn hins opinbera eftir vörum og þjónustu hefur bein áhrif á hagvöxt. Aðhaldsaðgerðir á tekjuhlið, hvort sem er í formi hækkunar skatta eða lækkunar tilfærslutekna, hafa hins vegar einungis óbein áhrif í gegnum áhrif aðgerðanna á ráðstöfunartekjur heimila og útgjaldaákvæðanir þeirra. Hið sama á við um aðgerðir sem beinast að fyrirtækjum.

1. Eins og fjallað er um í kafla I í *Peningamálum 2019/4* yrðu áhrif aðhaldsaðgerðanna einnig meiri ef ekki kæmi á móti minna aðhald peningastefnunnar.

Mynd 4 ber saman áhrif mismunandi útfærslu ofangreindra aðhaldsaðgerða. Eins og sést á myndinni hefur aukid aðhald á gjaldahlið ríkissjóðs meiri og hraðari áhrif á hagvöxt en samsvarandi aðhaldsaðgerð á tekjuhlið. Áhrif aukins aðhalds á tekjuhlið á einkaneyslu eru hins vegar töluvert meiri enda virka þau fyrst og fremst með því að draga úr eftirspurn heimila. Frávíksdæmið sem sýnt er á mynd 3 er hins vegar blanda af þessu tvennu eins og áður hefur verið rakið.

Frávíksdæmi: Hraðari fjölgun ferðamanna

Forsenda grunnspár um fjölda ferðamanna gæti verið of varkár ...

Kröftugur vöxtur hefur verið í ferðaþjónustu um allan heim í kjölfar þess að ferðahömlum vegna heimsfaraldursins var aflétt. Óttast var að bakslag yrði í batanum vegna mikillar hækkunar á framfærslukostnaði í kjölfar hækkunar á orku- og hrávöruverði eftir að stríðsátök brutust út í Úkraínu en áhrifin á ferðavilja almennings hafa verið minni en gert var ráð fyrir.

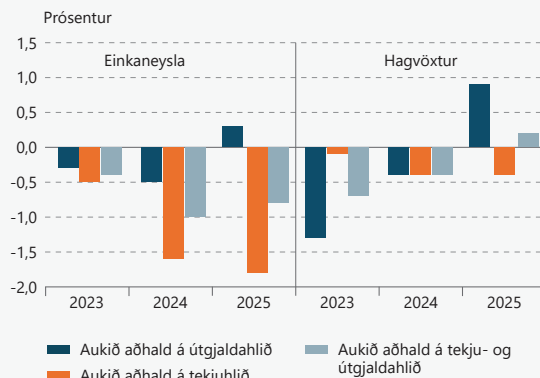
Um 1,7 milljónir ferðamanna komu til landsins í fyrra sem er meira en tvöfalt fleiri en heimsóttu landið árið áður. Vöxturinn í ferðaþjónustu hefur einnig verið kröftugur það sem af er þessu ári eins og rakið er í kafla III og gerir grunnspá bankans ráð fyrir að þeir verði tæplega 2,2 milljónir á árinu öllu sem er tæplega 4% fleiri en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Hlutdeild Íslands í evrópskri ferðaþjónustu hefur því aukist á ný eftir að hafa minnkað mikið í heimsfaraldrinum (mynd 5).

... og vöxtur efnahagssumsvifa á spátíma því mögulega vanmetinn

Þrátt fyrir að spáð sé að töluverður fjöldi ferðamanna komi til landsins í ár er ekki gert ráð fyrir að hámarki ársins 2018, þegar 2,3 milljónir ferðamanna komu til landsins, verði náð fyrr en árið 2025. Sumir greiningaraðilar eru þó bjartsýnni og telja að metfjöldi ársins 2018 náist þegar í ár. Ekki er því útilokað að grunnspá bankans sé of varkár og að batinn verði enn kröftugri en nú er gert ráð fyrir. Til að sýna möguleg áhrif þess á þjóðarbúið er notast við QMM-líkan Seðlabankans. Gert er ráð fyrir að um 2,3 milljónir ferðamanna komi til landsins í ár og að þeim fjölgi einnig heldur hraðar á næstu tveimur árum þannig að hlutdeild Íslands í evrópskri ferðaþjónustu nái því sem hún var mest árið 2017 í lok spátímans. Jafnframt er gert ráð fyrir hærri útgjöldum á hvern ferðamann en í grunnspánni en hún gerir ráð fyrir að þau lækki milli ára eftir að hafa mælst óvenju há í kjölfar faraldursins. Frávíksdæmið gerir auk þess ráð fyrir því að

Mynd 4

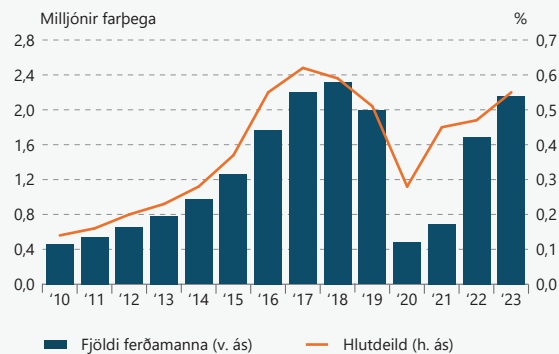
Ólík áhrif mismunandi útfærslna aðhaldsaðgerða¹



1. Samanburður á áhrifum aðhaldsmeiri ríkissjómála eftir því hvort aðhaldið er á gjalda- eða tekjuhlið.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Umsvif í ferðaþjónustu 2010-2023¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2023. Hlutdeild Íslands í úttluttum ferðalögum (mælt í Bandaríkjadala) meðal Evrópuríkja.
Heimildir: Ferðamálastofa, Isavia, Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD), Seðlabanki Íslands.

aukin umsvif í ferðapjónustu kalli á enn frekari innflutning á vinnuafli sem vegur á móti áhrifum aukinna efnahags-umsvifa á innlenda framleiðsluþætti. Mynd 6 sýnir möguleg áhrif á þjóðarþúið.

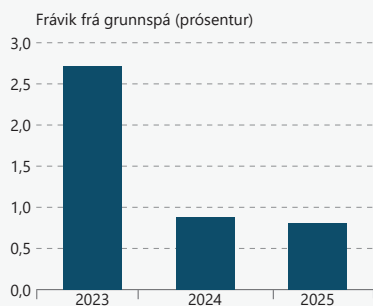
Fjölgi ferðamönnum í ár eins og gert er ráð fyrir í fráviksdæminu gæti vöxtur þjónustuútflutnings í ár orðið 6½ prósentu meiri en í grunnspánni. Heildarútflutningur myndi aukast um 2¾ prósentum meira í ár og um tæplega 1 prósentu meira á ári næstu tvö ár (mynd 6a). Útflutningur væri þá orðinn 4½ prósentu meiri en í grunnspánni að magni til árið 2025. Kröftugri útflutningur, aukin efnahagsumsvif og hærri vextir (sjá síðar) hækka gengi krónunnar og er raungengi orðið 2½% hærra en í grunnspánni í lok spátímans (mynd 6b). Ytri jöfnuður þjóðarþúsins myndi einnig batna og væri viðskiptajöfnuður orðinn 2 prósentum hagstæðari í lok spátímans (mynd 6c).

Hraðari vöxtur útflutnings myndi jafnframt leiða til aukins hagvaxtar sem yrði um 1 prósentu meiri en í grunnspá í ár og um ½ prósentu meiri á næsta ári (mynd 6d). Landsframleiðslan væri því orðin 1½% meiri í lok spátímans. Aukin efnahagsumsvif valda því að verðbólga yrði heldur meiri á spátímanum en samkvæmt grunnspánni þótt á móti vegi hærra gengi krónunnar (mynd 6e). Hærri vexti

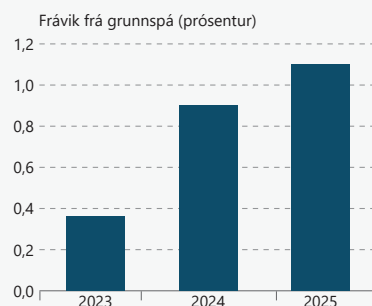
Mynd 6

Fráviksdæmi: Ferðamönnum fjölgar hraðar en í grunnspá

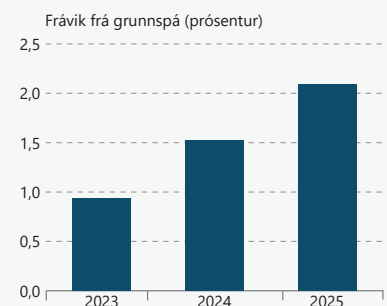
Mynd 6a Útflutningur



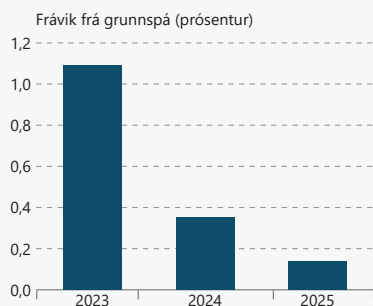
Mynd 6b Raungengi



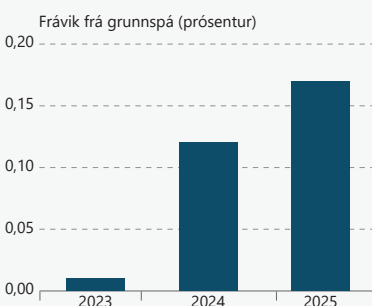
Mynd 6c Viðskiptajöfnuður



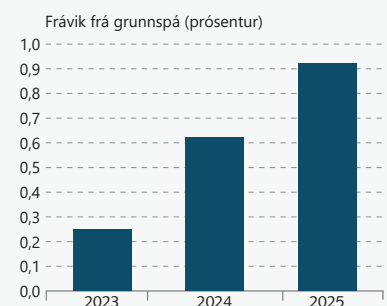
Mynd 6d Hagvöxtur



Mynd 6e Verðbólga



Mynd 6f Meginvextir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

þyrfti því til að veða á móti auknum verðbólguþrýstingi og væru vextir Seðlabankans orðnir 1 prósentu hærri en í grunnspánni í lok spátímans (mynd 6f).

Aðrir óvissuþættir

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur gætu reynst of bjartsýnar

Óvenju mikil óvissa hefur verið í alþjóðlegum efnahagsmálum um nokkurt skeið. Áföll undanfarinna ára hafa verið mörg og án fordæma: heimsfaraldur og styrjöld í Evrópu leiddu til alvarlegra framboðshnökra og verulegrar hækkunar orku- og hrávöruverðs sem heimsbúskapurinn er enn að bíta úr nálinni með. Stríðsátökin hafa aukið svartsýni um alþjóðlegar efnahagshorfur og aukið spennu í samskiptum þjóða. Þá hafa nýleg vandamál í bankakerfum Bandaríkjanna og Sviss aukið áhyggjur af stöðugleika banka víða um heim og hættunni á að vandamál í bankakerfinu gætu smitast út í raunhagkerfið (sjá umfjöllun í kafla I).

Ekki er því útilokað að forsendur grunnspár um alþjóðleg efnahagssumsvif séu of bjartsýnar. Þannig gætu átökin í Úkraínu magnast enn frekar og orku- og hrávöruverð tekið að hækka á ný. Þá gæti undirliggjandi alþjóðleg verðbólga reynst þrálátari en gert er ráð fyrir og krafist harðari peningastefnuviðbragða og jafnvel almenns samdráttar í helstu viðskiptalöndum til að ná tökum á henni. Veikleikar í alþjóðlega fjármálakerfinu gætu einnig reynst alvarlegri og grafið undan raunhagkerfinu. Þá hefur hröð vaxtahækkun í Bandaríkjunum og hækkun á gengi Bandaríkjadals valdið áraun á fjármálakerfi ýmissa nýmarkaðsríkja sem eru skuldsett í Bandaríkjadal. Á móti vegur þó að heimili í helstu iðnríkjum virðast enn eiga nokkurt borð fyrir báru í uppsöfnuðum sparnaði frá tímum farsóttarinnar sem þau gætu gengið á til að mæta neikvæðum áhrifum hægari efnahagssumsvifa og þrálátari verðbólgu á fjárhag þeirra.

Innlend verðbólga gæti reynst þrálátari en gert er ráð fyrir

Ofangreind óvissa um alþjóðlegar hagvaxtar- og verðbólguhorfur mun augljóslega lita innlendar verðbólguhorfur. Það á ekki síst við um þróun alþjóðlegs orku- og hrávöruverðs en einnig um hversu þrálát undirliggjandi verðbólga verður í helstu viðskiptalöndum Íslands.

Við bætist óvissa um innlendar verðbólguhorfur. Þar vegur óvissa um þróun launa á spátímanum þungt, ekki síst í ljósi þess að kjarasamningar renna sitt skeið á fyrri hluta næsta árs. Verði samið um meiri launahækkanir en nú er gert ráð fyrir í grunnspá er hætt við að verðbólga verði enn þrálátari en nú er spáð. Hættan á viðvarandi víxlverkun

launa og verðlags eykst þá verulega – ekki síst í ljósi þess að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólgu markmiði bankans hefur veikst (sjá rammagrein 2 í *Peningamálum* 2022/4). Meiri launahækkanir myndu einnig þrýsta upp húsnæðisverði og hægja á hjöðnun verðbólgu í gegnum húsnæðislið vísitölu neysluverðs.

Undirliggjandi verðbólguþrýstingur gæti einnig verið vanmetinn ef innlend efnahagssumsvíf reynast þróttmeiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni, t.d. ef vöxtur í ferðaþjónustu reynist enn meiri en gert er ráð fyrir eða ef sparnaðarhlutfall heimila lækkar hraðar en spáð er (sjá fráviksdæmi í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2021/4). Þá gæti framleiðsluspennan sem myndast hefur í þjóðarbúinu verið vanmetin en afar erfitt hefur verið að leggja mat á framleiðslugetu þjóðarþúsins eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála*. Forsenda grunnspár um gengi krónunnar á spátímanum gæti einnig reynst of bjartsýn í ljósi mikillar óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum, óhagstæðrar þróunar viðskiptakjara og þess viðskiptahalla sem myndast hefur frá því að farsóttin skall á hér á landi snemma árs 2020.

Verðbólga gæti aftur á móti hjaðnað hraðar en grunnspáin gerir ráð fyrir ef alþjóðleg efnahagssumsvíf gefa frekar eftir eða ef hagvöxtur hér á landi verður minni en spáð er, t.d. ef hraðar dregur úr umsvifum á húsnæðismarkaði eða vegna þess að aðhald ríkisfjármála verður meira en grunnspáin gerir ráð fyrir. Gengi krónunnar gæti einnig orðið hærra en í grunnspá í ljósi vaxandi vaxtamunar við útlönd.

Eins og í spám bankans undanfarið er á heildina litið talin meiri hættu á að verðbólga verði meiri og þrálátari en grunnspáin gerir ráð fyrir en að hún hjaðni hraðar og meira, ekki síst í ljósi þess að kjölfesta verðbólguvæntinga hefur veikst. Verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá gætu því reynst of bjartsýnar.