

Peningamál 2018/2¹

Enn bætir í hagvöxt í heiminum. Hann var 3,8% í fyrra og í helstu viðskiptalöndum mældist 2,4% vöxtur sem er sá mesti sem mælt hefur síðan árið 2010. Íslenskur þjóðarbúskapur hefur notið þessa bata og jókst útflutningur töluvert í fyrra og viðskiptakjör héldu áfram að batna. Bati ytri skilyrða hefur þó verið hægari en á árunum 2015-2016. Einkum hefur hægt á vexti útflutnings sem hefur verið mun hraðari en hagvöxtur í viðskiptalöndunum undanfarin ár.

Hægari bati ytri skilyrða hefur dregið úr hagvexti frá því að hann náði hámarki í 7,5% árið 2016. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var 3,6% hagvöxtur í fyrra eða áþekkur því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Hagvaxtarhorfur fyrir þetta og næstu tvö ár breytast einnig lítið. Talið er að hagvöxtur verði svipaður í ár og hann var í fyrra eða 3,3% en að hann minnki enn frekar á næstu tveimur árum og nálgist tæplega 3% langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins. Þar leggjast á sömu sveif hægari vöxtur útflutnings og neyslu- og fjárfestingarútgjalda einkaaðila en á móti vega aukin umsvif hins opinbera. Þrátt fyrir að einnig dragi úr vexti þjóðarútgjalda eru horfur á að þau muni áfram vaxa hraðar en hagvöxtur og því muni afgangurinn á viðskiptum við útlönd minnka áfram.

Kröftugur vöxtur vinnuafseftirspurnar mældist á fyrsta fjórðungi þessa árs og atvinnuleysi hélt áfram að minnka. Líkt og í febrúarspá bankans er talið að hægja muni á fjölgun starfa er líður á spátímann í takt við minnkandi hagvöxt. Spennu gætir þó enn á vinnumarkaði þótt á móti vegi mikill innflutningur vinnuafis. Framleiðsluspenna er enn talin vera nokkur og heldur meiri en gert var ráð fyrir í febrúar. Líkt og þá er áætlað að spennan hafi þegar náð hámarki og verði nánast horfin í árslok 2020.

Verðbólga mældist 2,5% á fyrsta fjórðungi þessa árs og hafði aukist um 0,6 prósentur frá fjórða ársfjórðungi í fyrra. Undirliggjandi verðbólga hefur aukist að sama skapi og er, eins og mæld verðbólga, nálægt markmiði bankans. Verðbólguhorfur breytast lítið frá febrúarspánni. Talið er að verðbólga aukist er líður á árið og verði 2,9% á fjórða ársfjórðungi en að hún hjaðni á ný í markmið á næsta ári og verði í námunda við það út spátímann.

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

I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans

Alþjóðleg hagvaxtarhorfur halda áfram að batna

Alþjóðleg efnahagssumsvif sóttu nokkuð í sig veðrið á seinni hluta síðasta árs, studd af hagstæðum fjármálagum skilyrðum og aukinni bjartsýni heimila og fyrirtækja. Heimshagvöxtur mældist 4% á seinni hluta ársins en 3,8% á árinu öllu. Er það mesti hagvöxtur sem hefur mælst í heiminum frá árinu 2011 og 0,6 prósentum meiri vöxtur en var árið 2016. Efnahagshorfur fyrir næstu ár halda áfram að batna og gerir Alþjóðdagjaldeyrissjóðurinn ráð fyrir að heimshagvöxtur verði 3,9% í ár og á næsta ári og að hinn þráláti slaki sem hefur einkennt þjóðarbúskap helstu iðnríkja muni hverfa þegar líður á þetta ár.

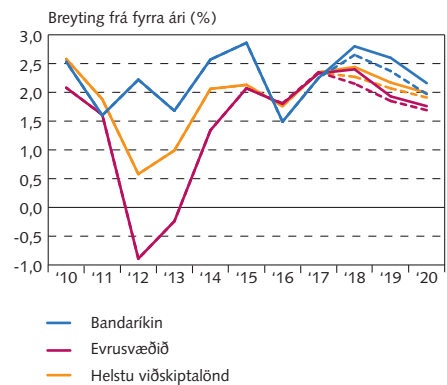
Hagvöxtur var 2,4% að meðaltali í helstu viðskiptalöndum í fyrra og jókst um 0,6 prósentur frá fyrra ári. Samkvæmt grunnspánni er gert ráð fyrir að hann verði einnig 2,4% í ár sem er lítillega meiri vöxtur en spáð var í febrúarhefti *Peningamála* (mynd I-1). Munar þar mest um betri hagvaxtarhorfur fyrir evrusvæðið og Bandaríkin. Líkt og í fyrri spám Seðlabankans er gert ráð fyrir að heldur hægi á hagvexti í helstu viðskiptalöndum á næstu tveimur árum en bæði árin er þó spáð meiri vexti en í febrúar. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

Grunnspá gerir ráð fyrir að gengi krónunnar hækki lítillega til viðbótar fram á næsta ár

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötnuðu um 1,7% í fyrra og hafa batnað um tæplega 15% frá árinu 2013. Viðskiptakjör í vöruviðskiptum versnuðu hins vegar lítillega þrátt fyrir liðlega 20% hækkun álverðs enda hækkaði innflutningsverð vöru í erlendum gjaldmiðlum um tæplega 9%. Þá lækkaði verð sjávarafurða um 1% í erlendum gjaldmiðlum. Minni kvóti í Barentshafi og aukin bjartsýni um markaðshorfur gera það hins vegar að verkum að nú er spáð nokkru meiri hækkun verðs sjávarafurða í ár en gert var ráð fyrir í febrúar. Þrátt fyrir þetta og mikla hækkun álverðs að undanförunu er útlit fyrir að viðskiptakjör vöru og þjónustu versni um 0,4% í ár eftir fjögurra ára samfelldan bata. Skýrist það fyrst og fremst af meiri verðbólgu í viðskiptalöndunum. Mestu munar um 20% hækkun olíuverðs í ár og tæplega 6% hækkun verðs annarrar hrávöru. Þetta eru lakari viðskiptakjör en gert var ráð fyrir í febrúar en á næstu tveimur árum er hins vegar talið að þau batni samtals um 2½% sem er 1½ prósentu meiri bati en spáð var í febrúar (mynd I-2). Munar þar mestu um að nú er útlit fyrir að heimsmarkaðsverð olíu verði lægra á næstu tveimur árum en framvirkt verð benti til í febrúar.

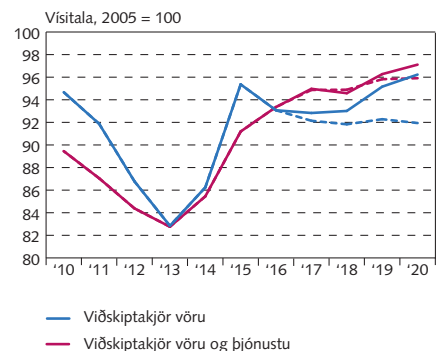
Gengi krónunnar hefur hækkað um 1½% gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla frá útgáfu *Peningamála* í febrúar og það sem af er öðrum ársfjórðungi er það liðlega 1% hærra en þá var gert ráð fyrir. Samkvæmt grunnspánni er talið að gengi krónunnar hækki lítillega til viðbótar í ár og verði 1½% hærra á árinu en að meðaltali í fyrra (mynd I-3). Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir áframhaldandi hækkun á næsta ári og er gengisferillinn lítið breyttur frá febrúarspánni. Eins og rakið

Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2010-2020¹



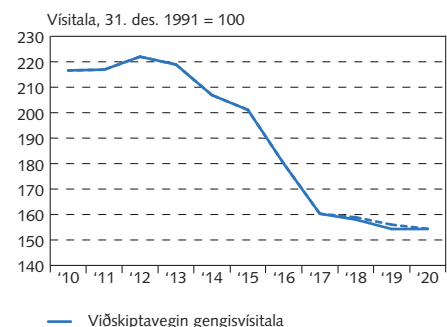
1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2
Viðskiptakjör 2010-2020¹



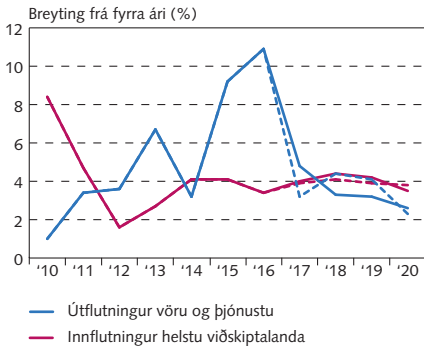
1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3
Gengi krónunnar 2010-2020¹



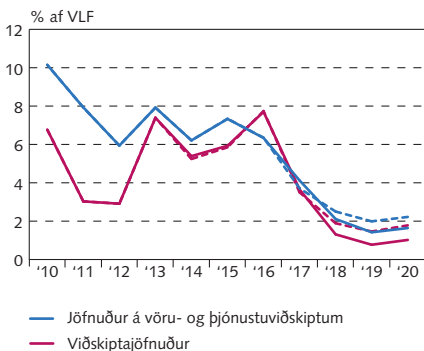
1. Þróng viðskiptavog. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/1. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2010-2020¹



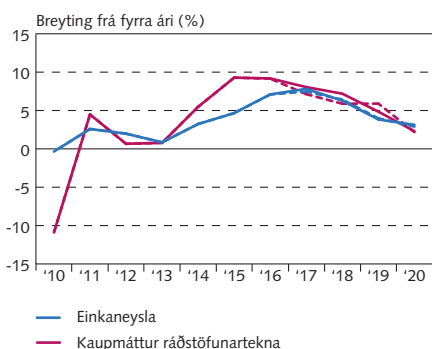
1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalinur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2010-2020¹



1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalinur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6
Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalinur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* er talið að hækkingun jafnvægisraungengis hafi átt ríkan þátt í gengishækkun undanfarinna missera en núverandi raungengi er talið nálægt jafnvægi sínu. Það mat er hins vegar ávallt háð óvissu líkt og fjallað er um síðar í þessum kafla. Um þróun viðskiptakjara og gengis er fjallað í köflum II og III.

Vöxtur útflutnings tekinn að hægja á sér og horfur á að viðskiptaafgangurinn haldi áfram að minnka

Töluvert hægði á vexti útflutnings þjónustu í fyrra eftir hraðan vöxt árin á undan. Hann jókst um liðlega 8% árið 2017 en á árunum 2015-2016 var vöxturinn að meðaltali rúmlega 17% á ári. Þróunin í ferðaþjónustu vegur þar þýngst en hægt hefur á vexti hennar eftir gríðarlegan vöxt undanfarin ár. Útflutt þjónusta jókst þó töluvert hraðar í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúar sem skýrist af óvæntum vexti útflutnings hugverka fyrirtækja í lyfjaiðnaði á fjórða ársfjórðungi. Þessi liður hafði dregist verulega saman á þriðja ársfjórðungi og bentu upplýsingar sem þá lágu fyrir til þess að hér væri um varanlegan samdrátt að ræða. Svo reyndist hins vegar ekki vera og er það helsta ástæða þess að heildarútflutningur jókst um 4,8% í fyrra en ekki 3,2% eins og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans (mynd I-4). Eins og áður er talið að hægja muni á vexti útflutnings á spátímanum í takt við hækkandi raungengi. Gert er ráð fyrir að áfram dragi úr vexti ferðaþjónustu en á móti vegur aukinn útflutningur sjávarafurða en talið er að hann muni aukast um 4% í ár eftir áþekkan samdrátt í fyrra og samtals ríflega 16% samdrátt undanfarin fjögur ár.

Afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði nam 4,1% af landsframleiðslu í fyrra og hafði hann minnkað um liðlega 2 prósentur frá fyrra ári (mynd I-5). Líkt og í fyrri spám bankans er talið að áfram gangi á afganginn og að hann verði um 2,1% af landsframleiðslu í ár og 1½% af landsframleiðslu á næstu tveimur árum. Þetta er minni afgangur en spáð var í febrúar og vegast þar á áhrif óhagstæðari utanríkisviðskipta á móti áhrifum hagstæðari viðskiptakjara. Afgangurinn á viðskiptajöfnuði minnkar með áþekkingu hætti úr 3,7% af landsframleiðslu í fyrra í 1,3% í ár og um 1% af landsframleiðslu á næsta ári. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Áfram horfur á hröðum vexti þjóðarútgjalda þótt hægi á vexti einkaneyslu og fjármunamyndunar

Einkaneysla hefur aukist hratt undanfarin ár. Mikil hækkingun raunlauna, aukin atvinna, bætt eignastaða heimila og lækkun skulda hafa ýtt undir vöxtinn. Þá hafa viðhorf heimilanna einkennst af bjartsýni um ástand og horfur í efnahagsmálum. Útlit er fyrir að vöxtur einkaneyslu hafi náð hámarki í fyrra er hún jókst um 7,8% frá fyrra ári en það er mesti vöxtur hennar á einu ári frá árinu 2005. Þótt horfur séu á hægari vexti einkaneyslu í ár verður hann áfram kröftugur eða 6,3% (mynd I-6). Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að einkaneyslan vaxi að meðaltali um 3½% á ári á næstu tveimur árum. Á heildina litið er þetta heldur meiri vöxtur einkaneyslu en spáð var í febrúar enda útlit fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna vaxi hraðar en þá var talið. Hlutfall sparnaðar heimila helst tiltölulega stöðugt í rúmlega 11% af ráðstöfunartekjum út spátímann.

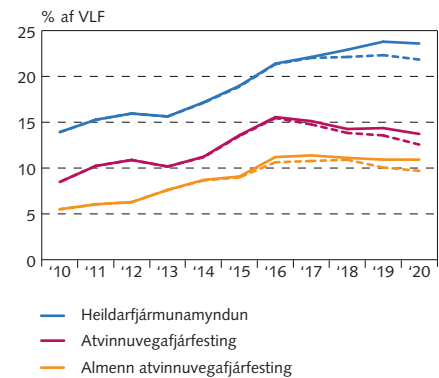
Dregið hefur úr vexti fjárfestingar eftir mikinn vöxt frá árinu 2014. Töluvert munar um minni fjárfestingu atvinnuveganna en hún jókst um 4,3% í fyrra en tæplega fjórðung á ári árin þrjú þar á undan. Heildarfjármunamyndun jókst því um 9,3% í fyrra og hefur hlutfall hennar af landsframleiðslu hækkað úr 15,6% árið 2013 í 22,1% í fyrra sem er 1 prósentu yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að áfram hægi á vexti fjárfestingar í ár. Atvinnuvegafjárfesting er talin dragast saman um 2,5% frá fyrra ári en almenn atvinnuvegafjárfesting, þ.e. atvinnuvegafjárfesting utan fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og skipum og flugvélum, eykst um 3,6%. Alls er fjármunamyndun talin aukast um 6,5% í ár sem er nokkru meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans og vegur þar þungst töluverð endurskoðun á fjárfestingarumsvifum hins opinbera. Horfur á hraðari vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar á næstu tveimur árum gerir það einnig að verkum að heildarfjármunamyndun er talin vaxa hraðar á næstu tveimur árum en spáð var í febrúar. Gangi spáin eftir mun hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu hækka enn frekar og nema 23½% af landsframleiðslu frá næsta ári. Hlutfall almennrar atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu helst einnig vel yfir sögulegu meðaltali en hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu lækkar í sögulegt meðaltal (mynd I-7).

Þjóðarútgjöld endurspeglar öll neyslu- og fjárfestingarútgjöld einkaaðila og hins opinbera hér á landi. Þau jukust um 6,8% í fyrra og 9% árið 2016. Með hægari vexti einkaneyslu og fjárfestingarútgjalda atvinnuveganna eru horfur á að áfram hægi á vexti þjóðarútgjalda í ár. Gert er ráð fyrir að þau vaxi um 5,2% en að vöxturinn minnki í 4,6% á næsta ári og í tæplega 3% árið 2020 (mynd I-8). Þetta er nokkru meiri ársvöxtur en spáð var í febrúar og skýrist fyrst og fremst af horfum um hraðari vöxt fjárfestingar en þá var gert ráð fyrir. Nánari umfjöllun um þróun einkaneyslu, fjárfestingar og þjóðarútgjalda er að finna í kafla IV.

Hægir á hagvexti í takt við síðustu spá og hagvaxtarhorfur breytast lítið

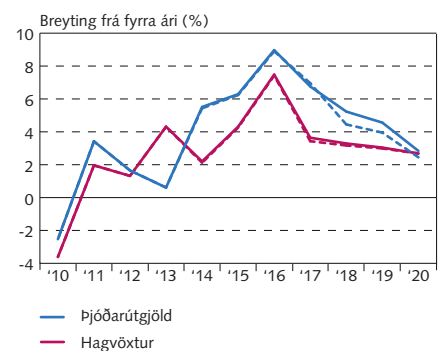
Hratt dró úr hagvexti er leið á síðasta ár og mældist hann einungis 1,5% á síðasta fjórðungi ársins. Á árinu öllu mældist 3,6% hagvöxtur en árið áður var hann 7,5% (mynd I-8). Þessi hjöðnun hagvaxtar var að töluverðu leyti fyrirsjáanleg enda viðbúið að hægja myndi á vexti þjónustuútflutnings auk þess sem verulega dró úr útflutningi og birgðum í sjávarútvegi sakir sjómannaverkfalls í byrjun síðasta árs. Hjöðnun hagvaxtar var því í ágætu samræmi við febrúarspá bankans þótt hagvöxtur ársins hafi endað 0,2 prósentum meiri en gert var ráð fyrir. Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa að sama skapi lítið breyst frá því í febrúar. Talið er að hagvöxtur hafi aukist nokkuð á fyrsta ársfjórðungi, sem m.a. endurspeglar áhrif birgðaaukningar í sjávarútvegi eftir birgðalækkun í kjölfar sjómannaverkfalls, en að hann verði 3,3% á árinu í heild í stað 3,2% í febrúarspánni. Eins og í febrúar er talið að áfram hægi á hagvexti á næstu tveimur árum og að hann verði 3% á næsta ári og 2¾% árið 2020 sem er nálægt langtímaleitnivexti. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Mynd I-7
Fjármunamyndun 2010-2020¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

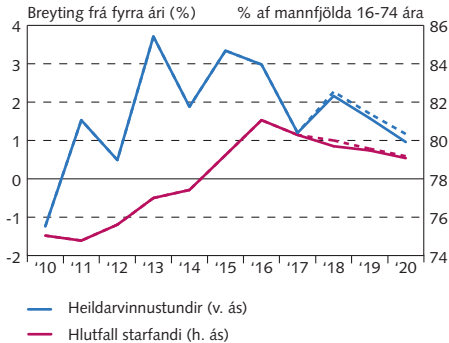
Mynd I-8
Þjóðarútgjöld og hagvöxtur 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

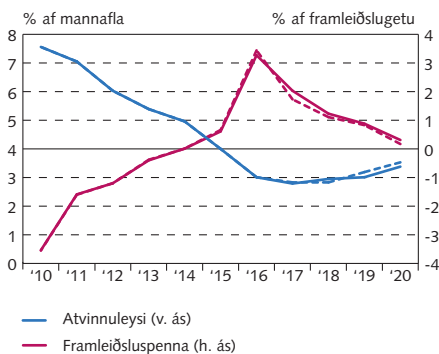
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalinur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10

Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2020. Brotalinur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vöxtur vinnuafleifisþeirspurnar áfram hraður en líklegt að spennan í þjóðarþúinu sé að minnka

Heildarvinnustundum fjölgaði um 2,3% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins sem er svipuð fjölgun og verið hefur að meðaltali frá því að bati á vinnumarkaði hófst. Störfum fjölgaði um 1,6% frá fyrra ári og árstíðarleidd rétt atvinnuleysi hélt áfram að minnka og mældist 2,6% sem er svipað og það var að meðaltali á árunum 2003-2007.² Að auki fækkaði fólki sem er í hlutastörfum og vill vinna meira og er hlutfall þess af mannafla einnig orðið áþekkt því sem það var að meðaltali árin 2003-2007.

Talið er að heildarvinnustundum fjölgi um 2,2% í ár og að hlutfall starfandi lækki lítillega frá því í fyrra (mynd I-9). Líkt og í febrúarspá bankans er gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi hægar á næstu tveimur árum í takt við hægari hagvöxt og að hlutfall starfandi lækki áfram í líðlega 79% af mannfjölda á vinnualdri. Spáð er að atvinnuleysi verði að meðaltali svipað í ár og í fyrra eða 2,9% en að það þokist smám saman upp í 3½% sem er talið vera það atvinnuleysi sem samræmist verðstöðugleika (mynd I-10).

Líkt og í febrúarspá bankans er talið að framleiðsluspennan hafi náð hámarki í árslok 2016 (mynd I-10). Endurskoðun á hagvaxtar-tölum síðustu ára leiðir þó til þess að framleiðsluspenna mældist 1/3 úr prósentu meiri í lok síðasta árs en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar.³ Horfur eru einnig á lítillega meiri spennu í ár og á næsta ári en árið 2020 er talið að spennan verði nánast horfin líkt og gert var ráð fyrir í febrúar. Rétt er að hafa í huga að mat á framleiðsluspennu er ávallt háð nokkurri óvissu. Nánar er fjallað um vinnumarkaðinn og nýtingu framleiðsluþátta þjóðarþúsins í kafla V.

Verðbólga í verðbólguþáttum á fyrsta ársfjórðungi og helst nálægt því út spátímam

Verðbólga mældist 2,5% á fyrsta fjórðungi ársins og jókst um 0,6 prósentur frá fjórða ársfjórðungi í fyrra. Aukningin var í takt við febrúarspá bankans en þar hafði verið gert ráð fyrir að hún yrði 2,4% að meðaltali á fjórðungnum. Verðbólga jókst er leið á fjórðunginn og mældist 2,8% í mars og var það í fyrsta skipti í fjögur ár sem verðbólga mældist yfir verðbólguþáttum bankans. Hún hefur hins vegar hjaðnað á ný og mældist 2,3% í apríl. Farið er að draga saman á milli verðbólgu með og án húsnæðis í takt við hjaðnandi húsnæðis-verðbólgu og mælast vísitala neysluverðs án húsnæðis og samræmda neysluverðsvísitalan nánast óbreyttar milli ára. Áhrif gengishækkunar krónunnar undanfarin ár hafa minnkað og verð á innfluttri vöru og þjónustu er tekið að hækka eftir nánast samfellda lækkun í krónum talið frá árinu 2013. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist og er nú einnig rétt undir verðbólguþáttum (sjá umfjöllun í ramma-grein 4).

Verðbólguvæntingar voru lengi vel nokkuð fyrir ofan verðbólguþáttum en tóku að lækka árið 2012 og fóru í markmiðið

2. Í rammagrein 2 er fjallað um gögn um vinnuáhrif sem Hagstofan hefur nýlega hafið birtingu á og byggjast á fleiri og itarlegri gögnum en einungis vinnumarkaðskönnuninni og standa vonir til þess að þau muni bæta matið á fjölda heildarvinnustunda.
3. Í rammagrein 3 er fjallað um nýjan mælikvarða á nýtingu framleiðsluþátta sem vænta má að bæti enn frekar mat bankans á þróun framleiðsluspennu.

árið 2016. Verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði hefur þó hækkað á ný en það virðist fremur endurspegla hækkanði áhættuálag á óverðtryggð langtímaskuldabréf en hækkan langtmaverðbólguvæntinga. Kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði virðist því enn halda.

Svo virðist sem launakostnaður hafi hækkað meira í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Þessi endurskoðun á árhækkun launa í fyrra hefur einnig áhrif á mælda árhækkun í ár. Við bætist að launaskrið hefur verið heldur meira það sem af er ári en gert var ráð fyrir í febrúar. Litlar breytingar eru hins vegar á mati á framleiðnivexti og því hækkar launakostnaður á framleidda einingu nokkru meira í fyrra og í ár en áætlað var í febrúar (mynd I-11). Talið er að hann hafi hækkað um 5,2% í fyrra og hækki um 6,7% í ár. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að nokkuð dragi úr hækkan launakostnaðar á framleidda einingu á næstu tveimur árum og að hækkanin verði í samræmi við verðbólguálagið í lok spátímans.

Í síðustu spá bankans var gert ráð fyrir að efra þrep virðisaukaskatts lækki á næsta ári í samræmi við fyrirtælanir stjórnvalda á þeim tíma. Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* myndi það valda nokkurri hjöðnun mældrar verðbólgu uns áhrifa skattalækkunarinnar gætir ekki lengur í ársbreytingu verðbólgunnar ári síðar. Nú hefur verið horfið frá þessum áætlunum sem veldur því að mæld verðbólga mælist nokkru meiri á næsta ári en spáð var í febrúar (mynd I-12). Eins og sést á mynd I-13 hafa verðbólguhorfur hins vegar lítið breyst frá febrúarmánuði sé tekið tillit til þessarar breyttu skattforsendu. Samkvæmt núverandi grunnsþá er talið að mæld verðbólga verði 2,4% á öðrum fjórðungi ársins en að hún aukist í 2,9% á síðasta fjórðungi ársins. Hins vegar er því spáð að hún hjaðni á ný í markmið á næsta ári og verði í námunda við það út spátímamann. Sem fyrr segir er þetta áþekkt því sem gert var ráð fyrir í febrúar og vegast á áhrif þess að nú er gert ráð fyrir herra gengi krónunnar fram eftir næsta ári á móti meiri hækkan launakostnaðar og lítilla meiri framleiðsluspennu framan af spátímanum. Nánar er fjallað um óvissupætti verðbólguþárárinnar hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Lykilforsendur og helstu óvissupættir

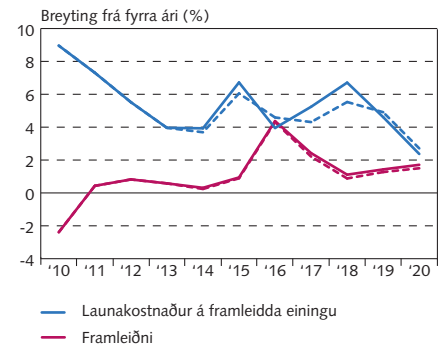
Grunnsþáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um innlenda hagstjórn og ytra umhverfi íslensks þjóðarbúskapar. Hún byggist einnig á mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir er forsendum um innlenda hagstjórn lýst. Einnig eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissupættir og rakið hvernig breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem vikur frá grunnsþánni.

Stefnan í opinberum fjármálum og peningastefnan

Líkt og í fyrri spám Seðlabankans er gert ráð fyrir að aðhald ríkisfjármála aukist í ár. Aukningin er hins vegar nokkru minni en spáð var í febrúar eða 0,3% af landsframleiðslu í stað 0,8% (sjá kafla IV). Samkvæmt fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar verður hins vegar svipuð slökun á aðhaldsstigi ríkisfjármála á næstu tveimur árum og gert var

Mynd I-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2010-2020¹

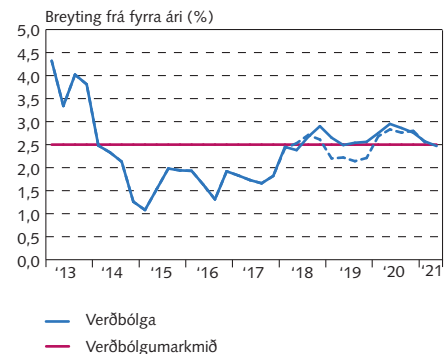


1. Framleiðni mæld sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Grunnsþá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga¹

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2021

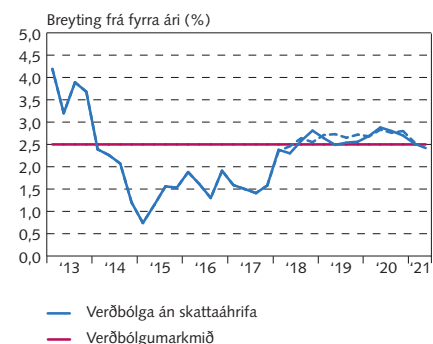


1. Grunnsþá Seðlabankans 2. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Verðbólga án áhrifa óþeirra skatta¹

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2021



1. Grunnsþá Seðlabankans 2. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14

Leiðandi vísending um heimshagvöxt¹

Janúar 2016 - apríl 2018



— Framleiðsluvísitala vöru og þjónustu

1. Vísitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 tákna það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 tákna það samdrátt.

Heimild: Thomson Reuters.

ráð fyrir í febrúarspá bankans eða 0,9% af landsframleiðslu í stað 0,8%. Samtals nemur því slökun á aðhaldi 0,7% af landsframleiðslu árin 2018-2020 í stað þess að ríkisfjármálastefnan sé hlutlaus eins og gert var ráð fyrir í febrúarspánni.

Meginvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í 4,25% frá því í október í fyrra en þá höfðu þeir lækkað um 1,5 prósentur frá því þeir náðu hámarki í ágúst 2016 (sjá kafla III). Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir bankans þróist á spátímanum í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sé í samræmi við verðbólgaumarkmiðið til meðallangs tíma.

Aukinnar bjartsýni gætir en alþjóðlegar efnahagshorfur verði ofmetnar

Aukinnar bjartsýni virðist almennt gæta um alþjóðlegar efnahagshorfur og fjármálaleg skilyrði eru víða mjög hagstæð þrátt fyrir umrót á mörkuðum snemma í febrúar. Sem fyrr eru alþjóðlegar efnahagshorfur þó óvissu háðar. Hagvöxtur í ár gæti verið vanmetinn ef undirliggjandi kraftur efnahagsbatans reynist meiri en gert er ráð fyrir. Nýlegar smásölutölur hafa hins vegar valdið vonbrigðum og snörp lækkun varð á framleiðsluvísitölum í mars (mynd I-14). Lækkunin var almenn og náði bæði til iðnaðarframleiðslu og þjónustu. Þótt lækkunin tengist að einhverju leyti tímabundnum þáttum, eins og óvenju slæmu veðurfari í Evrópu, er ekki útilokað að skammtímahagvaxtarhorfur séu ofmetnar. Þá gæti batinn reynst brothættur hækki vextir í helstu iðnríkjum hraðar en markaðir gera ráð fyrir.

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur gætu einnig verið ofmetnar litið lengra fram á veginn. Stuðningur við opin og frjáls alþjóðaviðskipti hefur veikt og hætta á tollastríði milli Bandaríkjanna og Kína hefur aukist. Það gæti haft neikvæð áhrif á alþjóðaviðskipti og alþjóðlegan hagvöxt. Fjármálaleg skilyrði gætu einnig breyst hraðar en markaðir búast við, t.d. ef verðbólga eykst hraðar í Bandaríkjunum en spáð er. Það gæti reynt sérstaklega á þjóðarbúskap nýmarkaðsríkja ef hraðari hækkun vaxta í Bandaríkjunum leiðir til hækkunar Bandaríkjadals sem eykur vaxtabyrði og hækkar erlendar skuldir margra þessara ríkja. Jafnframt gæti það aukið hættu á fjármagnsútlæði frá þeim. Við þetta bætist aukin óvissa í alþjóðlegum stjórnmálum. Allir þessir þættir fela í sér hættu á að alþjóðlegur hagvöxtur sé ofmetinn og að alþjóðleg eftirspurn eftir innlendum afurðum verði því veikari en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Gengishorfur óvissar

Samkvæmt grunnspá heldur gengi krónunnar áfram að hækka út næsta ár. Þessi tæknilega forsenda litast annars vegar af horfum um hagvöxt og vaxtamun gagnvart útlöndum og hins vegar af mati á jafnvægisraungengi. Talið er að jafnvægisraungengið hafi hækkað undanfarin misseri í takt við viðskiptakjarabatann og hraðan vöxt útflutnings sem stuðlaði að viðskiptaafgangi og bætti ytri stöðu þjóðarbúsins (sjá t.d. rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2). Raungengið er nú talið vera nálægt jafnvægi en matið er háð mikilli óvissu. Þróun jafnvægisraungengis, eins og raungengisins sjálfs, mun ráðast af þróun ytri skilyrða þjóðarbúsins.

Slökun á aðhaldi ríkisfjármála gæti verið vanmetin

Eins og rakið er hér að framan og nánar í kafla IV felur ný fjármálaáætlun í sér minna aðhald í ríkisfjármálum í ár en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Jafnframt eru horfur á meiri slökun á aðhaldi á spátímanum en áður hafði verið spáð. Þetta er í takt við fyrri reynslu en eins og sést á mynd I-15 hefur aðhald ríkisfjármála undanfarin ár ítrekað reynst minna en spáð hafði verið. Þannig var t.d. gert ráð fyrir auknu aðhaldi árin 2015-2017 í spá *Peningamála* 2015/2 sem nam 1% af landsframleiðslu en þegar nýtt fjárlagafrumvarp lá fyrir við gerð nóvemberspárinnar það ár hafði matið snúist í slökun sem nam tæplega 2% af landsframleiðslu. Matið á slökuninni jókst enn frekar í vorhefti *Peningamála* 2016 þegar ný fjármálaáætlun lá fyrir og enn frekar um haustið en þá lá ekki fyrir nýtt fjárlagafrumvarp. Ný samgönguáætlun var hins vegar lögð fram sem gerði ráð fyrir miklum ófjármögnuðum viðbótarútgjöldum til samgangna. Frá þessu var síðan að töluverðu leyti horfið í nýrri fjármálaáætlun vorið 2017 og því var slökun á aðhaldi metin minni í *Peningamálum* 2017/2. Frá þeim tíma hefur matið á slökuninni aukist lítillega til viðbótar og er hún nú talin nema samtals 3% af landsframleiðslu. Frá vörspá *Peningamála* 2015 hefur aðhaldsstig ríkisfjármála árin 2015-2017, tímabilið þar sem spennan í þjóðarþúinu var í hámarki, því minnkað um 4% af landsframleiðslu eða sem samsvarar 102 ma.kr. miðað við landsframleiðslu ársins 2017. Í ljósi þessarar reynslu og umræðu um enn frekari eftirgjöf í aðhaldi opinberra fjármála kann núverandi mat á aðhaldi ríkisfjármála að vera of hátt.

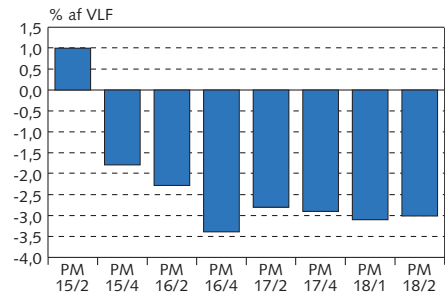
Óvissa um fjárfestingarumsvif atvinnuvega

Eftir mikinn samdrátt í kjölfar fjármálakreppunnar hafa fjárfestingarútgjöld atvinnuveganna aukist töluvert frá árinu 2013 og hefur hlutfall þeirra af landsframleiðslu verið yfir sögulegu meðaltali allt frá árinu 2015. Í fyrra voru þau þó enn um fjórðungi undir því sem þau voru mest að raunvirði árið 2006 (mynd I-16). Að hluta til endurspeglar það óvenju mikil fjárfestingarútgjöld árin fyrir fjármálakreppuna í tengslum við byggingu álversins í Reyðarfirði. Sé hins vegar litið til almennrar atvinnuvegafjárfestingar, þ.e. atvinnuvegafjárfestingar utan fjárfestingar í orkufrækum iðnaði og skipum og flugvélum, var fjárfestingarstigið orðið 12% hærra í fyrra en það var hæst fyrir fjármálakreppuna.

Á sama tíma og fjárfesting fyrirtækja hefur aukist mikið hefur fjárhagsstaða þeirra batnað verulega. Skuldir fyrirtækja hafa lækkað töluvert og eiginfjárlutfall þeirra er orðið hærra en það hefur áður mælst (sjá kafla III). Fjárhagsleg geta fyrirtækja til að fjárfesta hefur því aukist töluvert og útlit er fyrir að svo verði áfram. Þetta sést ágætlega á mynd I-17 sem sýnir að eiginfjárlutfall fyrirtækja er komið nokkru meira yfir sögulegt meðaltal en hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu, þótt munurinn hafi minnkað árið 2016 þegar almenn atvinnuvegafjárfesting jókst um 35% frá fyrra ári. Ekki er því útilokað að fjárfestingarumsvif séu vanmetin í grunnspánni. Vöxtur fjármunamyndunar gæti að sama skapi verið ofmetinn í spánni. Ný fjárfestingarkönnun Seðlabankans bendir t.d. til nokkurs viðsnúnings í fjárfestingaráformum stærstu fyrirtækja landsins (sjá kafla IV) og mikil hækkun raungengis undanfarin misseri gæti t.d. bent til þess að fjár-

Mynd I-15

Uppsöfnuð breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2015-2017¹

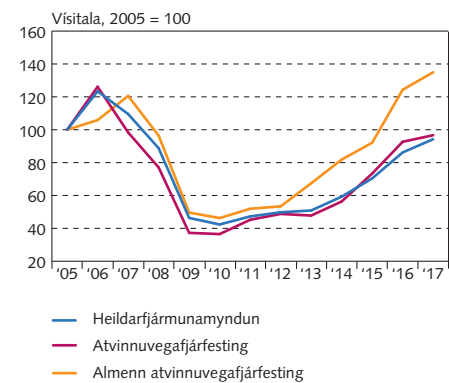


1. Áætluð breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði (leiðréttum fyrir einkisþekkingu og -gjöldum) árin 2015-2017 í mismunandi útgáfum *Peningamála* frá árinu 2015.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16

Fjárfesting 2005-2017¹

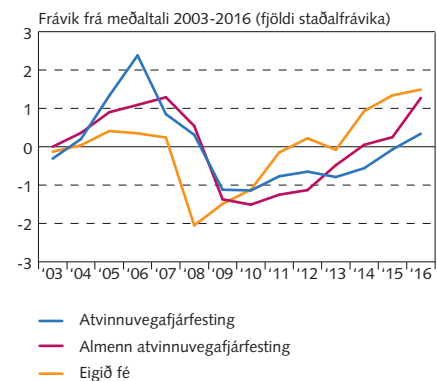


1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting utan fjárfestingar í orkufrækum iðnaði og í skipum og flugvélum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17

Eigið fé og fjárfesting fyrirtækja 2003-2016¹



1. Hlutfall fjárfestingar af VLF og eigin fjár af heildareignum. Atvinnufyrirtæki utan lyfjaframleiðslu, fjármála- og vtryggingarstarfsemi. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting utan fjárfestingar í orkufrækum iðnaði og í skipum og flugvélum.

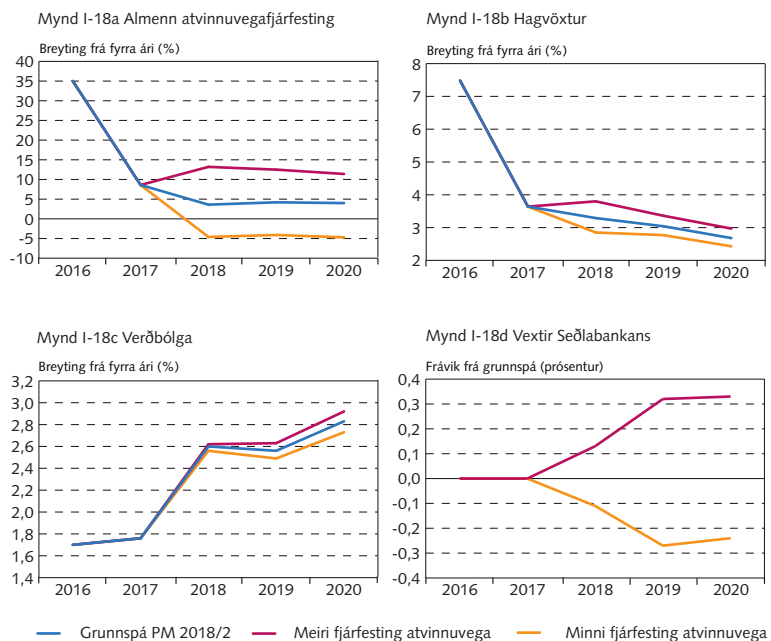
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

festingargeta fyrirtækja í útflutnings- og samkeppnisiðnaði sé minni en felst í grunnspánni.

Horfur um fjárfestingu fyrirtækja í ár og á næstu tveimur árum eru því óvissar. Mynd I-18 sýnir því tvær mögulegar sviðsmyndir þar sem atvinnuvegafjárfesting þróast með öðrum hætti en í grunnspánni. Í fyrra fráviksdæminu er gert ráð fyrir að almenn atvinnuvegafjárfesting aukist að meðaltali um liðlega 12% á ári í ár og á næstu tveimur árum í stað um 4% í grunnspánni, sem samsvarar því að hlutfall hennar af landsframleiðslu sé álika mikið yfir sögulegu meðaltali og eiginfjárlutfall fyrirtækja á mynd I-17. Það er einnig í ágætu samræmi við sögulegt samband fjárfestingarútgjalda fyrirtækja og eiginfjárstöðu þeirra. Gangi þetta eftir aukast þjóðarútgjöld um 1 prósentu meira á ári í ár og á næstu tveimur árum en í grunnspánni en að hluta endurspeglar það aukinn innflutning fjárfestingarvara og því verða hagvaxtaráhrifin minni. Hagvöxtur yrði 3,8% í ár eða 0,5 prósentum meiri en í grunnspánni og 0,3 prósentum meiri á næstu tveimur árum. Kröftugri efnahagsumsvif endurspeglast í meiri innlendum verðbólguþrýstingi en á móti vegur að vextir Seðlabankans yrðu um 1/3 úr prósentu hærri en ella frá næsta ári sem dregur úr innlendri eftirspurn og gerir það að verkum að verðbólguþróunin verður mjög svipuð og er í grunnspánni.

Í síðara fráviksdæminu er hins vegar gert ráð fyrir að almenn atvinnuvegafjárfesting dragist saman um tæplega 5% á ári í ár og á næstu tveimur árum sem samsvarar því að hlutfall hennar af landsframleiðslu leiti í sögulegt meðaltal strax á næsta ári og fari lítillega undir það árið 2020. Hagvöxtur verður um 0,4 prósentum minni í ár en um 1/4 prósentu minni á næstu tveimur árum. Líkt og í fyrra fráviksdæminu breytast verðbólguhorfur lítið frá grunnspá en vextir Seðlabankans eru um 1/4 prósentu lægri en í grunnspánni frá og með næsta ári.

Mynd I-18
Fráviksdæmi¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting utan fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Áhrif hækkandi innflutningsverðlags á innlenda verðbólgu munu ráðast af því hversu traust nýfengin kjölfesta verðbólguvæntinga reynist

Langtímaverðbólguvæntingar hafa lækkað mikið undanfarin misseri og vísbendingar eru um að kjölfesta þeirra í verðbólgu markmiði Seðlabankans hafi styrkst.⁴ Væntingar markaðs- og greiningaraðila um meðalverðbólgu næstu tíu ára hafa t.d. lækkað úr um 4% að meðaltali á árunum 2012-2015 í u.þ.b. 2,5% frá því snemma árs í fyrra. Þessi lækkun verðbólguvæntinga hefur leikið lykilhlutverk í þeirri hjöðnun verðbólgu sem orðið hefur hér á landi undanfarin ár og traustari kjölfesta væntinga er til þess fallin að draga úr sveiflum í raunvöxtum og þar með hagvexti, atvinnu og gengi krónunnar. Traustari kjölfesta skiptir einnig sköpum um hver áhrif hækkunar innflutningsverðs verða á innlenda verðbólgu nú þegar verðlag útflutningsafurða helstu viðskiptalanda er tekið að hækka á ný eftir nokkurra ára hjöðnun. Haldi kjölfestan munu innfluttar verðhækkunar hafa bæði minni og skammvinnari áhrif á verðbólgu og kalla síður á viðbrögð peningastefnunnar. Gefi kjölfestan hins vegar eftir eykst hættan á því að innflutt verðhækkun leiði til keðjuverkandi áhrifa á annað verðlag sem mun valda því að áhrifin á verðbólgu verða meiri og þrálátari.

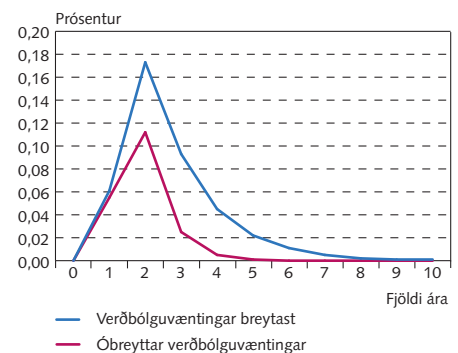
Til að sýna þetta eru á mynd I-19 borin saman áhrif hækkunar alþjóðlegs olíuverðs á innlenda verðbólgu eftir því hve mikil áhrif hækkunin hefur á verðbólguvæntingar. Myndin sýnir áhrif 15% hækkunar olíuverðs sem er áþekkt árlegri meðalhækkun undanfarinna fjögurra ársfjórðunga. Hækkun olíuverðs er einnig talin hækka annað útflutningsverð helstu viðskiptalanda og neysluverðlag í þessum löndum. Samtals hækkar innflutningsverðlag hér á landi því varanlega um 1%. Notast er við verðbólgujöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans en samkvæmt henni ákvarðast frávik verðbólgu á hverjum tíma af liðnu og væntu frávikum verðbólgu frá markmiði, auk framleiðsluspennu, innflutningsraungengis og launakostnaðar. Sínd eru tvö dæmi. Hið fyrra gerir ráð fyrir að kjölfesta verðbólguvæntinga gefi eftir og að væntingar hækki í takt við nýliðna verðbólgu en seinna dæmið gerir ráð fyrir því að kjölfesta væntinga í verðbólgu markmiði bankans haldi. Eins og sjá má eru áhrifin töluvert minni haldi kjölfesta væntinga: verðbólga eykst minna og áhrifin fjara hraðar út. Heildaráhrifin á verðlag yfir allt tímabilið eru jafnframt töluvert minni. Hækki verðbólguvæntingar í takt við nýliðna verðbólgu leiðir þessi 1% hækkun innflutningsverðlags að lokum til varanlegrar 0,4% hækkunar vísitölu neysluverðs en ef kjölfesta væntinga heldur er hækkunin einungis 0,2%.

Verðbólga gæti aukist hraðar á næstunni en grunnspá gerir ráð fyrir

Álitamálin sem rakin eru hér að framan undirstrika þá óvissu sem jafnan er um efnahagshorfur. Sumir þessara þátta gætu bent til þess að verðbólguhorfur séu vanmetnar í grunnspánni. Þyngst vegur óvissa um launaþróun næstu missera. Þótt ekki hafi komið til uppsagnar kjarasamninga í febrúar sl. er undirliggjandi óánægja með launakjör og

Mynd I-19

Áhrif 1% hækkunar innflutningsverðlags á verðbólgu¹

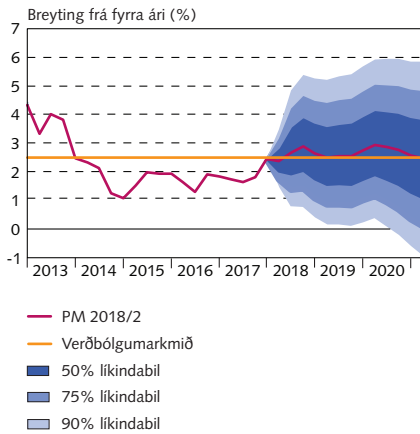


1. Myndin sýnir stílfærð áhrif 1% varanlegrar hækkunar innflutningsverðlags á innlenda verðbólgu. Sínd eru tvö dæmi. Í því fyrra hefur hækkunin áhrif á langtímaverðbólguvæntingar en í því síðara haldast þær óbreyttar í verðbólgu markmiði Seðlabankans.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

4. Sjá Þórarinn G. Pétursson (2018), „Disinflation and improved anchoring of long-term inflation expectations: The Icelandic experience“, Seðlabanki Íslands Working Papers nr. 77.

Mynd I-20
Verðbólguþá og óvissumat
1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2021



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

tekjuskiptingu enn til staðar sem gæti leitt til enn meiri launahækkana en grunnspáin gerir ráð fyrir, sérstaklega í ljósi þess að atvinnuleysi er lítið og spenna á vinnumarkaði nokkur. Launaskrið gæti einnig verið vanmetið. Ýmsar aðrar ástæður gætu valdið því að verðbólga verði meiri á spátímanum en grunnspá gerir ráð fyrir. T.d. gæti alþjóðleg verðbólga aukist hraðar og gengi krónunnar orðið lægra en gert er ráð fyrir, hækkun húsnæðisverðs reynst þrálátari og spenna í þjóðarbúinu verið vanmetin, sérstaklega ef slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála reynist meiri en spáð er. Hversu traust nýfengin kjölfesta verðbólguvæntinga er mun ráða miklu um hver áhrif þessara þátta verða á verðbólgu eins og rakið er hér að framan.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en búist er við í grunnspánni. Gengi krónunnar gæti hækkað meira en spáin gerir ráð fyrir, t.d. ef ytri skilyrði reynast hagfelldari. Hægari alþjóðlegur hagvöxtur og lægra heimsmarkaðsverð hrávöru og olíu gæti hægt enn frekar á innlendum efnahagsumsvifum og lækkað innflutningsverð. Hækkun húsnæðisverðs gæti einnig hjáðnað hraðar en spáð er. Grunnspáin gæti einnig vanmetið framleiðnivöxt og vöxt framleiðslugetu þjóðarbúsins og þar með vanmetið hversu hratt dregur úr spennu í þjóðarbúinu.

Til að endurspegla þessa óvissupætti sýnir mynd I-20 óvissubíl spárinnar, þ.e. það bil sem taldar eru allt að 90% líkur á að verðbólga verði innan á næstu þremur árum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Óvissa um verðbólguhorfur er talin svipuð og í fyrri spá en þó eru taldar meiri líkur á að verðbólga sé vanmetin en ofmetin til skemmri tíma. Til lengri tíma er líkindadreifing verðbólguþáinnar hins vegar talin u.þ.b. samhverf. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1½-3½% að ári liðnu og á bilinu 1-3¾% í lok spátímans.