

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 lykilforsendum spárinnar. Tveir veigamiklir óvissuþættir í núverandi grunnspá lúta að komandi kjarasamningum og alþjóðlegum efnahagshorfum.

Í ljósi þeirrar spennu sem er á vinnumarkaði er ekki útilokað að samið verði um meiri launahækkanir en núverandi grunnspá gerir ráð fyrir. Mögulegum áhrifum þess á þjóðarþúið er lýst með sérstöku frávíksdæmi.

Ítrekað hefur þurft að færa alþjóðlegar hagvaxtarspár niður í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu í febrúar sl. Horfur hafa versnað enn frekar en grunnspá bankans gæti samt sem áður reynst of bjartsýn ef grípa þarf til víðtækrar orkuskömmtnar í Evrópu. Mögulegum áhrifum þess á innlendan þjóðarbúskap er lýst í sérstöku frávíksdæmi.

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

Frávíksdæmi: Kjarasamningar fela í sér meiri launahækkanir en nú er gert ráð fyrir

Laun og tekjur hafa hækkað mikið undanfarin ár

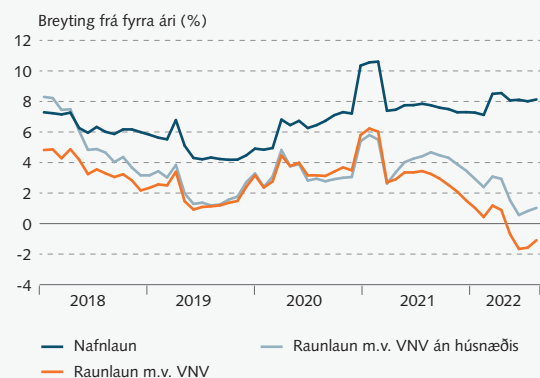
Undanfarna tólf mánuði hafa nafnlaun hækkað um 8,1% miðað við launavísitölu Hagstofu Íslands og hefur árshækkunin verið á bilinu 7-8½% frá því snemma á síðasta ári (mynd 1). Raunlaun hafa einnig hækkað mikið á þessu tímabili en þó hefur hægt töluvert á hækkingun þeirra undanfarna mánuði í takt við hraða aukningu verðbólgu. Frá því í sumar hafa raunlaun lækkað milli ára sé miðað við verðbólgu samkvæmt vísitölu neysluverðs. Þau hafa þó haldið áfram að hækka milli ára sé húsnæðisliður vísitölnnar undanskilinn.

Eins og sést á mynd 2 hafa raunlaun hækkað mikið undanfarin ár: meðalhækkun þeirra á ári er tæplega 6% á tímabilinu 2015-2018 en síðustu fjögur ár hafa þau hækkað um ríflega 2% á ári að meðaltali. Eins og sést á myndinni hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna (sem tekur tillit til vinnuframlags og allra tekna eftir skatt) einnig hækkað mikið þótt kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann hafi tekið að dragast saman milli ára á öðrum ársfjórðungi í ár (nýjasta mæling Hagstofunnar). Þann samdrátt þarf þó að skoða í samhengi við mikla hækkingu kaupmáttar undanfarin ár: að meðaltali hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann hækkað um

Mynd 1

Nafn- og raunlaun¹

Janúar 2018 - september 2022



1. Árshækkun launavísitölu Hagstofunnar og raunlaun m.v. við vísitölu neysluverðs með og án húsnæðis.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

4,2% á ári á tímabilinu 2015-2022 (samsvarandi hækkun raunlauna er 4,4%).

Þessi mikla hækkun launa er langt umfram vöxt framleiðni vinnuafslisins og það sem þekkist meðal annarra OECD-ríkja (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum 2022/2*). Að hluta til skýrist það af hinum mikla krafti sem hefur verið í innlendum efnahagssumsvifum á meginhluta þessa tímabils. Það endurspeglast í viðvarandi framleiðsluspennu og atvinnuleysi undir jafnvægi alveg þar til að efnahagssamdrátturinn í kjölfar farsóttarinnar skall á.

Þá getur viðskiptakjarabati tímabundið leitt til hækkunar innlendra launa umfram það sem rekja má til innlendar framleiðniaukningar. Viðskiptakjör bötnuðu um 17% frá því snemma árs 2014 og fram á mitt ár 2017 og svo aftur um 10% frá miðju ári 2020 fram á mitt þetta ár. Hluti launahækkana undanfarnin ár endurspeglar þennan bata.

Þessu til viðbótar getur sterk samningsstaða innlendar verkalýðshreyfingar gert henni auðveldara fyrir að knýja fram launahækkanir óháð stöðu hagsveiflunnar. Það er t.d. áhuga-vert hve viðtæk aðild að verkalýðsfélögum er hér á landi og að hún hafi ekki minnkað undanfarna áratugi líkt og gerst hefur á hinum Norðurlöndunum og öðrum OECD-ríkjum (mynd 3). Í þessum löndum hefur miðstýring kjarasamninga einnig minnkað mikið og dregið hefur verulega úr aðkomu hins opinbera að samningagerðinni. Allir þessir þættir valda því að samningsstaða launafólks er líklega sterkari hér á landi en í flestum öðrum OECD-ríkjum.¹

Verðbólga gæti orðið þrálátari og efnahagsbatinn hægarí hækki laun meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni

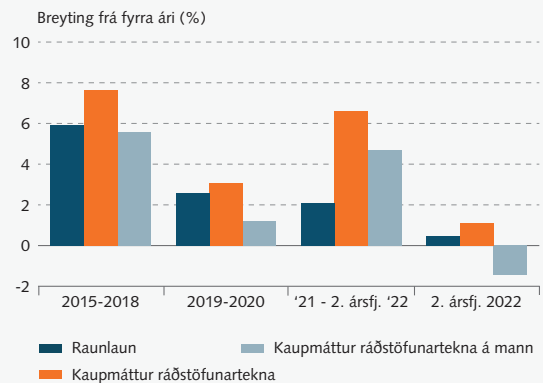
Núgildandi kjarasamningar hafa skilað launafólki töluverðum ávinningi. Raunlaun hafa hækkað um 7,2% frá því að skrifað var undir samningana vorið 2019 (þ.e. frá mars 2019 til september 2022) og kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann um ríflega 13% (frá fyrsta ársfjórðungi 2019 til annars ársfjórðungs 2022).

Eins og áður var rakið hafa raunlaun hins vegar gefið eftir undanfarið og ætla má að þau hafi hækkað minna en lagt var upp með við undirritun samninganna þar sem verðbólga hefur verið langt umfram spár. Ummæli forystumanna verkalýðsfélaga undanfarið virðast m.a. snúa að því að vinna upp þá hækkun raunlauna sem á vantar. Í ljósi þess að spenna er á vinnumarkaði og kjölfesta verðbólguvæntinga hefur veikst (sjá nánar í rammagrein 2) gætu laun því hækkað nokkru meira á spátímanum en núverandi grunnspá gerir ráð fyrir.

1. Sjá t.d. umfjöllun Alþjóðagreiðslubankans (2022), „Inflation: A look under the hood“, Bank of International Settlements, *BIS Annual Economic Report*, júní 2022.

Mynd 2

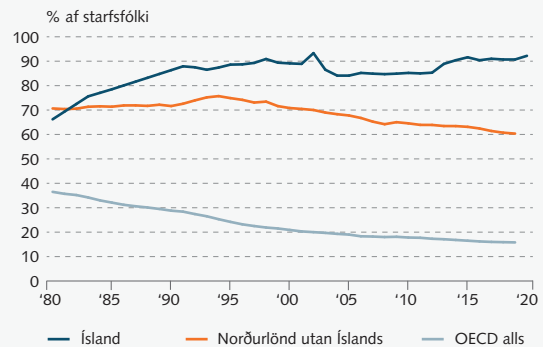
Raunlaun og kaupmáttur ráðstöfunartekna¹



1. Myndin sýnir meðaltal ársbreytingar raunlauna og kaupmáttar ráðstöfunartekna samkvæmt tekjuskiptingaruppgjöri Hagstofunnar (miðað við vísitölu neysluverðs) yfir ólík tímabil. Nýjasta mæling Hagstofunnar á ráðstöfunartekjum er fyrir 2. ársfj. 2022. Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 3

Aðild að verkalýðsfélagi 1980-2020¹



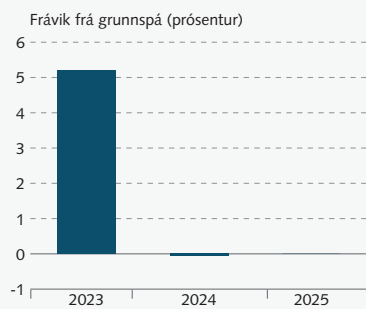
1. Línuleg brúun er notuð fyrir nokkur ár á Íslandi á niunda áratug síðustu aldar þar sem gögn lágu ekki fyrir. Norðurlönd utan Íslands eru einfalt meðaltal Danmerkur, Finnlands, Noregs og Svíþjóðar. Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Til að kanna möguleg áhrif þessa er notast við DYNIMO-líkan Seðlabankans. Gert er ráð fyrir að nafnlaun hækki liðlega 5 prósentum meira á næsta ári í þeirri viðleitni að endurheimta sambærilegt raunlaunastig og var í upphafi ársins, áður en verðbólgan tók að grafa undan kaupmætti (mynd 4a). Það felur í sér að laun hækka um 11% milli ársmeðaltala á næsta ári í stað um 6% í grunnspánni og samtals um tæplega 24% á næstu þremur árum í stað 18% samkvæmt grunnspánni. Jaðarkostnaður fyrirtækja hækkar því töluvert meira en í grunnspánni og þau bregðast bæði við með því að ganga á hagnaðarhlutdeild sína og hagræða í rekstri, m.a. með því að stytta vinnutíma starfsfólks eða með uppsögnum. Það dugar þó ekki til samkvæmt líkaninu og því bregðast þau einnig við með því að hækka afurðaverð sitt.

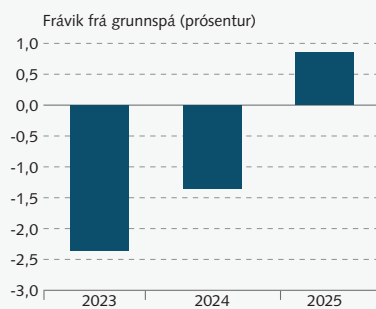
Mynd 4

Frávíkisdæmi: Kjarasamningar fela í sér meiri launahækkanir en í grunnspá

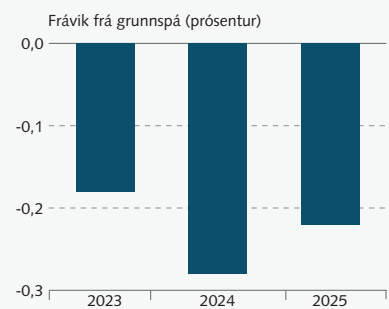
Mynd 4a Nafnlaun



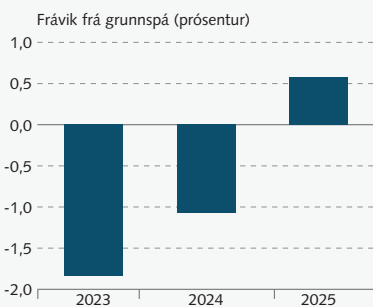
Mynd 4b Heildarvinnustundir



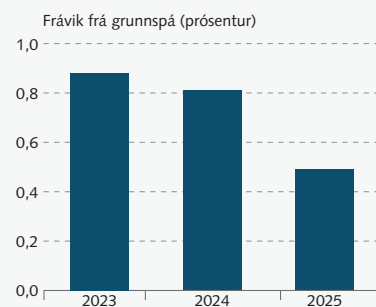
Mynd 4c Einkaneysla



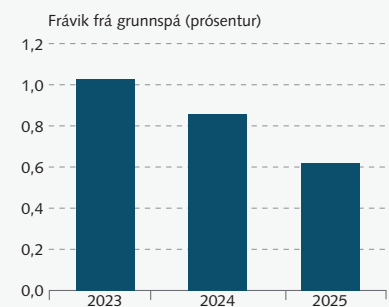
Mynd 4d Hagvöxtur



Mynd 4e Verðbólga



Mynd 4f Meginvextir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eins og sést á mynd 4b fjölgar heildarvinnustundum um 2½ prósentu minna á næsta ári en samkvæmt grunnspánni og samtals eru þær 3% færri í lok spátímans. Lakari atvinnuhorfur vega á móti meiri hækkun nafnlauna og við bætast neikvæð áhrif hærri vaxta og aukinnar verðbólgu (sjá hér á eftir). Einkaneysla vex því hægar á öllum spátímanum og er ¾% minni en í grunnspánni í lok hans (mynd 4c). Hærri vextir hægja einnig á fjármunamyndun og þrýsta upp gengi

krónunnar sem hægir á útflutningsvexti og beinir hluta innlendrar eftirspurnar að innflutningi. Hagvaxtarhorfur versna því samanborið við grunnspána: hagvöxtur er 1¼ prósentum minni á næsta ári en í grunnspánni sem myndi fela í sér að stór hluti þess hagvaxtar sem spáð er á árinu hyrfi (mynd 4d). Hagvöxtur yrði þá sá minnsti hér á landi síðan árið 2002 ef frá eru talin samdráttarárin í kjölfar fjármálakreppunnar og heimsfaraldursins. Hagvaxtarhorfur fyrir árið 2024 myndu einnig versna og landsframleiðslan yrði 2⅓% minni í lok spátímans en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

Þrátt fyrir lakari hagvaxtarhorfur verður verðbólga meiri á spátímanum en samkvæmt grunnspánni. Verðbólga er næstum 1 prósentu meiri á næsta ári og ¾ úr prósentu meiri árin 2024-2025 (mynd 4e). Vextir Seðlabankans eru jafnframt hærrí til að tryggja að verðbólga sé í samræmi við verðbólgu markmið bankans er frá líður. Miðað við peningastefnureglu líkansins eru meginvextir bankans 1 prósentu hærrí á næstu tveimur árum og ½ prósentu hærrí árið 2025 (mynd 4f).

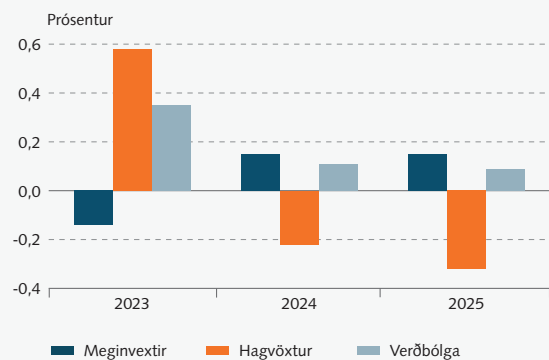
Hægt væri að hugsa sér að peningastefnan brygðist hæggar við auknum verðbólguþrýstingi en peningastefnuregla líkansins gerir ráð fyrir. Eins og mynd 5 sýnir gæti það haft í för með sér að neikvæð hagvaxtaráhrif launahækkunarinnar yrðu heldur minni framan af. Á móti kæmi hins vegar að verðbólga yrði meiri og þrálátari sem myndi að öðru óbreyttu kalla á hærrí vexti yfir lengri tíma sem hefði í för með sér að hagvöxtur yrði minni á seinni hluta spátímans.

Frávíksdæmi: Orkukreppan í Evrópu dýpkar enn frekar

Alþjóðlegar efnahagshorfur hafa versnað verulega í kjölfar stríðsátakanna í Úkraínu ...

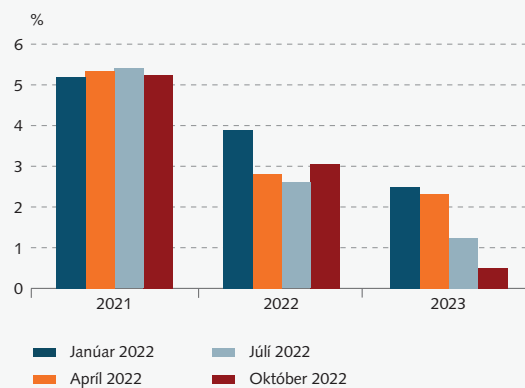
Eftir snarpan samdrátt í kjölfar heimsfaraldursins jókst heimsframleiðsla um 6% milli ára í fyrri og í byrjun þessa árs voru horfur á ágætum hagvexti í ár og á næstu árum. Það breyttist hins vegar til hins verra í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu seint í febrúar sl. Nú gerir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn t.d. ráð fyrir því að heimsframleiðsla aukist um 3,2% í ár en í janúar spáði hann 4,5% vexti. Á næsta ári hefur sjóðurinn fært hagvaxtarspá sína úr 3,8% í einungis 2,7% (sjá kafla I). Horfurnar hafa sérstaklega versnað í Evrópu þar sem áhrifa orkukreppunnar gæti hvað mest. Í janúar taldi sjóðurinn t.d. að hagvöxtur á evrusvæðinu færi úr um 4% í ár í 2,5% á næsta ári en nú telur hann að hagvöxtur verði um 3% í ár og einungis 0,5% á næsta ári (mynd 6).

Mynd 5
Áhrif hægari peningastefnuviðbragða við aukinni verðbólgu¹



1. Myndin sýnir áhrif þess að peningastefnan bregst hæggar við viðbótarlaunahækkunum í frávíksdæminu á mynd 4.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um hagvöxt á evrusvæðinu



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, World Economic Outlook, mismunandi útgáfur.

... og gætu versnað enn frekar ef grípa þarf til viðtækrar orkuskömmunar í Evrópu ...

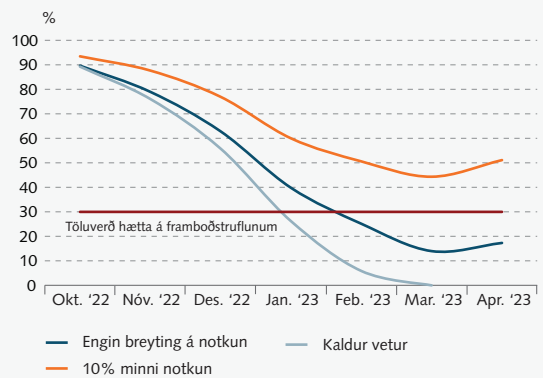
Innflutningur á jarðgasi frá Rússlandi til Evrópu er nú einungis um fimmtungur af því sem hann var fyrir innrásina og áætlað er að hann haldi áfram að minnka er líður á spátímenn. Þrátt fyrir það er ekki gert ráð fyrir að grípa þurfi til viðtækrar skömmunar á orku í Evrópu í vetur þar sem innflutningur á jarðgasi frá öðrum löndum hefur aukist og birgðastaða er hagstæð. Einnig hefur notkun á öðrum orkugjöfum aukist og búist er við að íbúar Evrópu leiti leiða til að draga úr notkun.

Áhyggjur af komandi mánuðum og mögulegum orkuskortri hafa þó aukist. Ekki er útilokað að innflutningur á jarðgasi frá Rússlandi stöðvist algerlega fyrir lok þessa árs og að erfiðara reynist að mæta því með öðrum orkuuppsprettum. Þá gæti kaldur vetur valdið því að orkunotkun verði meiri en í venjulegu árferði. Samkvæmt sviðsmyndagreiningu frá Efnahags- og framfarastofnuninni (OECD) gæti gengið mjög hratt á núverandi birgðastöðu gangi það eftir og hún farið niður fyrir þau mörk sem gætu kallað á viðtæka skömmun jarðgass strax í byrjun næsta árs (mynd 7). Slíkt gæti leitt til alvarlegra framboðshnökra, sérstaklega í löndum sem hafa fáar aðrar orkuaútlindir eins og í Þýskalandi og ýmsum mið-Evrópuríkjum. Mögulega þyrfti að stöðva framleiðslu tímabundið í orkufrekum framleiðslugreinum eins og t.d. þunga- og lyfjaiðnaði. Verð á jarðgasi og rafmagni myndi einnig hækka meira og orkukreppan dýpka enn frekar. Efnahagshorfur yrðu óvissari og þrýstingur á framleiðsluþætti og verðlag meiri en ella. Meiri verðbólga myndi að sama skapi kalla á frekari hækkun vaxta sem myndi dýpka efnahagskreppuna enn meira.

Til að leggja mat á efnahagsleg áhrif slíkrar sviðsmyndar gerir OECD ráð fyrir því að verð á jarðgasi hækki um 50% til viðbótar frá byrjun næsta árs sem leiði til 25% viðbótarhækkunar á áburðarverði. Þá smitist áhrifin yfir á alþjóðlega olíumarkaði og hráolíuverð hækkar því um 10% til viðbótar. Gert er ráð fyrir að áhrifin taki að fjara út er líður á árið. Áætlað er að orkuskömmun í lykiltatvinnugreinum valdi því að framleiðslugeta í Evrópuríkjum dragist saman um 3% á næsta ári. Þá veldur aukin óvissa um efnahagshorfur því að evrópsk heimili auka sparnað sinn og áhættuálag á fjáreignir hækkar. Að lokum er gert ráð fyrir því að vextir hækki til að bregðast við auknum verðbólguþrýstingi.

Mynd 8 sýnir mat OECD á áhrifum þessara áfalla á alþjóðlegar hagvaxtar- og verðbólguhorfur. Dýpkun orkukreppunnar gæti valdið því að hagvöxtur í heiminum verði ½ prósentu minni á næsta ári og verðbólga ¾ úr prósentu meiri. Áhrifin yrðu sýnu meiri í Evrópu. Hagvöxtur gæti orðið 1/3 prósentu minni á næsta ári og ½ prósentu minni árið 2024. Lakari hagvaxtarhorfur myndu þá versna enn frekar og líklegt

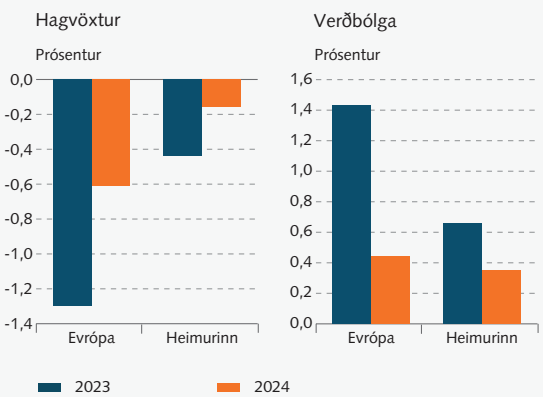
Mynd 7
Birgðir af jarðgasi í ESB og Bretlandi¹



1. Sviðsmyndir gera ráð fyrir að birgðastaðan sé 90% af geymslurými í lok september. Ekki er gert ráð fyrir frekari innflutningi á jarðgasi frá Rússlandi, að innflutningur frá öðrum löndum sé 30 ma. cm³ á mánuði og að innlend framleiðsla samsvari meðalframleiðslu árunna 2019-2021. "Engin breyting" vísar í sviðsmynd þar sem jarðgasnotkun helst sú sama og hún var að meðaltali árin 2017-2021. "10% minni" vísar í sviðsmynd þar sem notkunin er 10% minni. "Kaldur vetur" vísar í sviðsmynd þar sem meðalnnotkun á jarðgasi samsvari því sem hún var mest árin 2017-2021.

Heimild: OECD, *Economic Outlook*, september 2022.

Mynd 8
Áhrif framboðsskorts á jarðgasi í Evrópu á alþjóðlegan hagvöxt og verðbólgu¹



1. Frávíksdæmi þar sem gert er ráð fyrir enn frekari hækkun alþjóðlegs hrávörverðs og minnkandi framleiðslugetu vegna orkuskömmunar í Evrópu. Til viðbótar er gert ráð fyrir að orkukreppan valdi enn frekari aukningu í óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum og hraðari hækkun vaxta vegna versnandi verðbólguhorfa. Myndin sýnir áhrif á OECD-riki í Evrópu og heimsbúskapinn í heild.

Heimild: OECD, *Economic Outlook*, september 2022.

að samdráttur yrði í fjölda Evrópuríkja. Á sama tíma myndu verðbólguhorfur í Evrópu versna enn frekar: verðbólga gæti orðið 1½ prósentu meiri á næsta ári og ½ prósentu meiri árið 2024.

... sem hefði óhjákvæmilega neikvæð áhrif á innlenda efnahagsþróun

Notast er við QMM-líkan Seðlabankans til að leggja mat á möguleg áhrif ofangreindrar sviðsmyndar á innlendar efnahagshorfur. Áætlað er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands verði að meðaltali um 1 prósentu minni en í grunnspánni á næsta ári og ½ prósentu minni árið 2024. Talið er að innflutningur frá þessum löndum minnki með svipuðum hætti. Að sama skapi er gert ráð fyrir að verðbólga í helstu viðskiptalöndum verði 1¼ prósentu meiri á næsta ári og ½ prósentu meiri árið 2024. Þá er gert ráð fyrir auknum truflunum á alþjóðlegum framleiðslukeðjum og að hrávöruverð í heild verði 11½% hærra á næsta ári en í grunnspánni. Áhrifin fjara síðan smám saman út og hrávöruverð verður orðið það sama og í grunnspánni í lok spátímans. Útflutningsverð helstu viðskiptalanda hækkar því 1½ prósentu meira en í grunnspánni á næsta ári og tæplega 1 prósentu meira árið 2024.

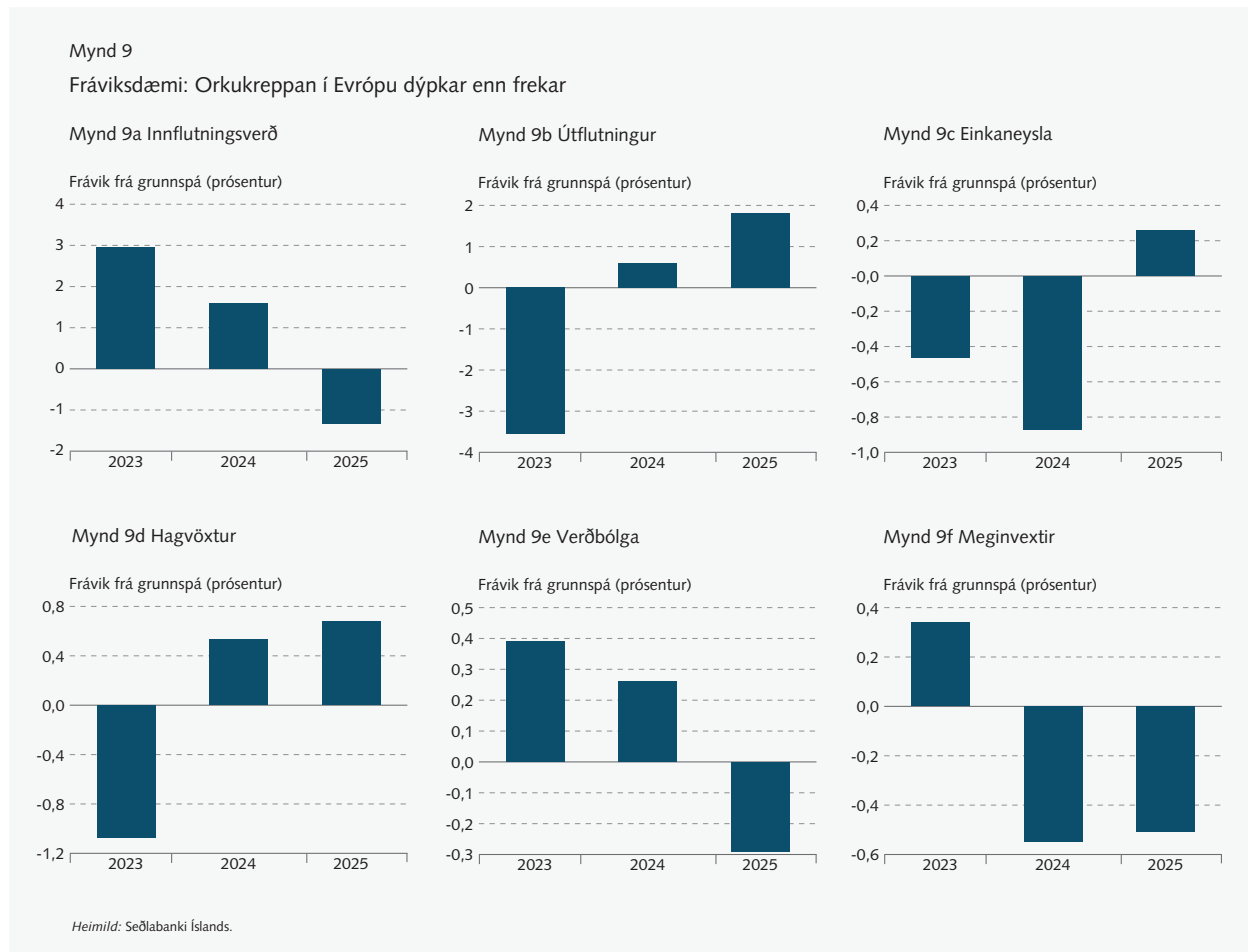
Þessu til viðbótar er talið að álverð hækki svipað og annað hrávöruverð en að verð á sjávarafurðum lækki í samræmi við lakari efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum. Meiri samdráttur á kaupmætti evrópskra heimila og aukinn varúðarsparnaður þeirra gerir það auk þess að verkum að færri ferðamenn koma hingað til lands og eftirspurn eftir ál- og sjávarafurðum gefur eftir. Þá hækkar áhættuálag á innlendar fjáreignir eins og erlendis.

Eins og sést á mynd 9a hefði þetta í för með sér að innflutningsverð myndi hækka um 3 prósentum meira í ár en samkvæmt grunnspánni og 1½ prósentu meira árið 2024. Þar fer saman meiri hækkun útflutningsverðs helstu viðskiptalanda og lægra gengi krónunnar sem er orðið ríflega 3% lægra en í grunnspá í lok spátímans.

Hægari efnahagssumsvif í helstu viðskiptalöndum og efnahagssamdráttur í Evrópu gera það að verkum að útflutningur frá Íslandi vex um 3½ prósentu minna á næsta ári en í grunnspánni en árin tvö á eftir snýst það að hluta við (mynd 9b).

Aukin óvissa um efnahagshorfur og kaupmáttarrýrnun vegna hækkunar á verði innfluttrar vöru og þjónustu gera það að verkum að innlend heimili hægja á einkaneysluútgjöldum. Við bætast áhrif hærra vaxtastigs innanlands (sjá hér á eftir). Einkaneysla vex því um ½ prósentu minna á ári á næsta ári og er hún orðin um 1% minni en í grunnspá í lok spátímans (mynd 9c). Við bætast áhrif hægari vaxtar fjármunamyndunar

og hagvöxtur verður því um 1 prósentu minni á næsta ári (mynd 9d). Það snýst að hluta við árið 2024 þar sem lægra gengi krónunnar gerir það að verkum að útflutningur nær sér á strik og hluti innlendrar eftirspurnar leitar aftur inn í þjóðarbúið. Í lok spátímans er landsframleiðslan því komin á svipað stig og í grunnspánni þótt innlend eftirspurn sé áfram veikari.



Þrátt fyrir hægari efnahagssumsvif versna innlendar verðbólguhorfur í samanburði við grunnspána. Verðbólga á næsta ári yrði ½ prósentu meiri en í grunnspánni og um 1/3 úr prósentu meiri árið 2024 (mynd 9e). Samkvæmt peningastefnureglu líkansins þyrftu meginvextir Seðlabankans því að vera lítilllega hærrí á næsta ári en þegar líður á spátímann gerir meiri slaki í þjóðarbúinu það að verkum að verðbólga er orðin minni og vextir lægri en í grunnspánni (mynd 9f).

Aðrir óvissuþættir

Mikil óvissa í heimsbúskapnum og alþjóðlegar hagvaxtarhorfur gætu reynst of bjartsýnar

Til viðbótar við óvissu tengda orkukreppunni munu efnahagshorfur í heimsbúskapnum ráðast af því hve lengi átökin í Úkraínu vara og hvort þau breiðist mögulega út til annarra

landa með ófyrirsjáanlegum afleiðingum. Átökin hafa einnig haft viðtæk áhrif á alþjóðlegar virðisreitur og framleiðslu-
hnökrar gætu magnast upp á ný. Þá gætu átökin haft langvinn áhrif á alþjóðaviðskipti og skipulag þeirra, þ.m.t. þá alþjóðlegu verkaskiptingu sem hefur verið grundvöllur mikils lífskjarabata um allan heim. Á móti gæti þó vegið ef heimili í helstu iðnríkjum draga hraðar úr sparnaði sínum og ganga í meira mæli á uppsafnaðan sparnað frá tímum farsóttarinnar. Það myndi draga úr neikvæðum áhrifum annarra áhættu-
þátta á eftirspurn og hagvöxt.

Það eru þó fleiri þættir sem gera alþjóðlegar efnahags-
horfur óvenju brothættar. Verðbólga er t.d. mikil um allan heim og hröð hækkun vaxta og hækkandi gengi Bandaríkja-
dals hefur aukið áraun á alþjóðlega fjármálakerfið, ekki síst þar sem skuldsetning í Bandaríkjadal er mikil. Hagvöxtur í Kína hefur einnig gefið mikið eftir og gætu veikleikar á kínverskum fasteignamarkaði magnast upp sem hefði við-
tækar afleiðingar fyrir heimsbúskapinn. Þá gæti enn áhrifa COVID-19-faraldursins þar í landi og hafa stjórnvöld áfram beitt íþyngjandi sóttvarnatakmeðrunum til að draga úr fjölda nýsmita.

Mikil óvissa um verðbólguhorfur og meiri hættu á vanspá verðbólgu en ofspá

Innlendar verðbólguhorfur munu að hluta ráðast af fram-
vindu stríðsátakanna í Úkraínu og þróun alþjóðlegs olíu-
og hrávöruverðs. Þær munu ekki síður ráðast af útkomu yfirstandandi kjaraviðræðna eins og rakið er fyrir í þessari rammagrein. Verði samið um meiri hækkunir launa en grunn-
spá gerir ráð fyrir gæti það einnig smitast yfir á húsnæðis-
markaðinn og hægt á hjöðnun verðhækkana. Hins vegar gæti aðlögun húsnæðismarkaðar að herra vaxtastigi og harðari lánþegaskilyrðum reynst hraðari en nú er gert ráð fyrir og húsnæðisverð gefið hraðar og meira eftir.

Sem fyrir er óvissa um hvernig gengi krónunnar þróast á spátímanum. Verði viðskiptakjör lakari og halli á viðskipta-
jöfnuði meiri gæti forsenda grunnspárinnar um þróun gengis krónunnar reynst of bjartsýn. Áhrif óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum á gengi krónunnar gætu einnig verið vanmetin. Hraðari vöxtur efnahagssumsvifa og aukinn vaxtamunur gagn-
vart útlöndum gætu hins vegar leitt til herra gengis en grunn-
spáin gerir ráð fyrir.

Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* hefur verið óvenju erfitt að leggja mat á framleiðslugetu þjóðarþúsins í kjölfar farsóttarinnar og þeirra framleiðslu-
truflana og sveiflna í hlutfallslegu verði sem henni hafa fylgt. Við bætast enn frekari framboðsáfall í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu. Framleiðslugetan gæti því hafa veikst enn meira en grunnspáin gerir ráð fyrir og framleiðsluspennan sem hefur

myndast í þjóðarbúinu því verið vanmetin. Þá getur spennan aukist hraðar en grunnspáin gerir ráð fyrir ef sparnaðarhlutfall heimila lækkar hraðar en nú er spáð (sjá frávíkisdæmi í rammagrein 1 í *Peningamálum 2021/4*). Það sama á við ef slakað er hraðar á opinberum fjármálum en áætlað er í grunnspánni.

Eins og rakið er í rammagrein 2 hefur kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólguþéttum bankans veikst undanfarið ár. Það skapar aukna hættu á að erfiðara verði að ná verðbólgu niður á ný, t.d. vegna aukinnar hættu á vixlverkun verðlags- og launahækkana. Verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá bankans gætu þá reynst of bjartsýnar.

Þótt sumir þessara áhættuþátta gætu þróast með haggfelldari hætti en samkvæmt grunnspá virðist meiri hættu á því að verðbólga verði meiri og þrálátari en grunnspáin gerir ráð fyrir heldur en að hún hjaðni hraðar og meira.

