

Horfur á að verðbólga verði við markmið út spátímann

Horfur eru á að vöxtur heimsframleiðslunnar minnki í ár frá fyrra ári og verði hinn minnsti síðan árið 2009. Talið er að tímabili minnkandi hagvaxtar sé lokið í nýmarkaðsríkjum en hagvöxtur í þróuðum ríkjum virðist ekki vera að ná sér á strik. Hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa heldur versnað og munar þar mest um lakari horfur í Bretlandi í kjölfar þjóðaratkvæðagreiðslu um úrsögn úr Evrópusambandinu. Líkt og áður er talin meiri hættu á að mat á alþjóðahorfum reynist of bjartsýnt.

Á sama tíma er krafturinn í innlendum efnahagsbúskap mikill og hefur sótt í sig veðrið. Þjóðarútgjöld jukust um tæplega 10% milli ára á fyrri hluta ársins og þar af jókst einkaneysla um hátt í 8% og fjárfesting um tæplega þriðjung. Hagvöxtur var því 4,1% sem er áþekkur vöxtur og í fyrra. Talið er að þjóðarútgjöld muni vaxa um tæplega 9% á árinu í heild sem yrði mesti vöxtur þeirra á einu ári síðan árið 2006. Líkt og í ágústspá bankans yrði hagvöxtur þá um 5% sem er mesti hagvöxtur hér á landi frá árinu 2007. Spáin fyrir næstu ár litast mjög af því að núverandi grunnspá er gert ráð fyrir að gengi krónunnar hækki á spátímanum en sé ekki óbreytt frá spádegi. Eðlilegt er að horfið sé frá þessari tæknilegu forsendu um óbreytt gengi í ljósi þess að almenn losun fjármagnshafta er hafin. Samkvæmt spánni mun gengið halda áfram að hækka um tæplega 5% út spátímann og verður því við lok hans hátt í 14% hærra en miðað var við í ágústspá *Peningamála*. Hækkandi gengi krónunnar hægir að öðru óbreyttu á hagvexti og breytir samsetningu hans. Hagvöxtur verður í ríkari mæli borinn upp af innlendra eftirspurn en á móti verður útflutningsvöxtur hægari og eftirspurnin beinist frekar að innflutningi. Viðskiptaafgangurinn verður því minni en ella. Þrátt fyrir neikvæð áhrif gengishækkunar á hagvöxt og ytri áföll eins og lakari horfur um loðnuveiði er gert ráð fyrir kröftugum hagvexti á næsta ári eða 4,5%. Vegur þar þungt ör vöxtur ferðaþjónustu, áhrif launahækkana undanfarinna missera og vaxandi eigið fé heimila og fyrirtækja. Þá fjölgar störfum ört og atvinnuleysi er lítið. Við bætast örvandi áhrif slökunar í ríkisfjármálum en á móti vegur aðhaldssöm peningastefna. Talið er að smám saman hægi á hagvexti er líður á spátímann og hann leiti í langtíma leitnivöxt sem er talinn vera um 2¾%.

Svo mikill vöxtur eftirspurnar er farinn að reyna á þanþol þjóðarbúsins. Atvinnuþátttaka vex hratt og er orðin jafn mikil og þegar hún var mest fyrir fjármálakreppuna. Farið er að bera á skorti á vinnuafli og nú er gert ráð fyrir meiri innflutningi þess en í ágústspánni. Þrátt fyrir meiri hagvöxt er framleiðsluspennan því talin verða heldur minni á spátímanum en áður var gert ráð fyrir.

Verðbólga mældist 1,8% í október og verðbólguvæntingar virðast á flesta mælikvarða í ágætu samræmi við verðbólgu markmið bankans. Samkvæmt spánni eykst verðbólga í 2,1% á síðasta fjórðungi þessa árs. Horfur eru á að hún verði komin í markmið á fyrri hluta næsta árs og haldist á bilinu 2½-3% það sem eftir lifir spátímans. Þetta er mikil breyting frá fyrri spá og skýrist að verulegu leyti af því að nú er gert ráð fyrir áframhaldandi hækkun á gengi krónunnar á meginhluta spátímabilsins. Gengishækkunin nær þannig að vega upp áhrif innlends verðbólguþrýstings, bæði með því að lækka verð innfluttrar vöru og þjónustu en einnig með því að beina innlendra eftirspurn að nokkru leyti út úr þjóðarbúskapnum.

I Efnahagshorfur og helstu óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans¹

Áfram spáð hægum hagvexti meðal helstu viðskiptalanda

Samkvæmt nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins eru horfur á að vöxtur heimsframleiðslunnar verði 3,1% í ár og minnki milli ára annað árið í röð. Gangi spáin eftir yrði það minnsti hagvöxtur í heiminum síðan árið 2009 og fimmta árið í röð þar sem hann er undir langtíma-meðaltali sínu. Spá sjóðsins gerir ráð fyrir að hagvöxtur aukist lítillega á næsta ári og verði um 3½% að meðaltali á næstu þremur árum. Þar munar fyrst og fremst um aukinn hagvöxt í nýmarkaðsríkjum en hagvöxtur í þróuðum ríkjum helst lífill.

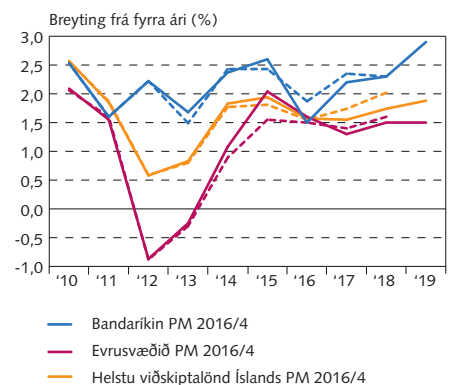
Hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda hefur verið hægur um nokkurt skeið. Hann var að meðaltali um 1,6% á fyrri hluta þessa árs og samkvæmt grunnspánni verður vöxturinn svipaður á árinu í heild (mynd I-1). Hagvaxtarhorfurnar hafa lítið breyst frá ágústspá *Peningamála*, því að horfur á lakari hagvexti í Bandaríkjunum vega á móti heldur meiri vexti í nokkrum öðrum iðnríkjum. Horfur eru á svipuðum hagvexti á næstu tveimur árum en spáð er að hann verði kominn í 1,9% árið 2019. Þetta er minni hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda en spáð var í ágúst og er spáð minni hagvexti í nær öllum þróuðum ríkjum. Mestu munar um að gert er ráð fyrir að hagvöxtur í Bretlandi árið 2018 verði 0,8 prósentum minni en áður var talið og bætist það við fyrri endurskoðun á hagvexti næsta árs í kjölfar þjóðaratkvæðagreiðslu í Bretlandi um úrsögn úr Evrópusambandinu (ESB). Nú er talið að hagvöxtur þar verði einungis 0,9% á næsta ári sem er 1,3 prósentum minni vöxtur en spáð var í vor. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

Gert ráð fyrir áframhaldandi hækkun á gengi krónunnar

Verð á útflutningsafurðum Íslendinga hefur hækkað töluvert undanfarin tvö ár í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (mynd I-2). Viðskiptakjör hafa því batnað um tæplega 10% og horfur eru á að þau batni um tæplega 3% til viðbótar í ár. Þrátt fyrir meiri hækkun alþjóðlegs olíuverðs og óhagstæðari verðþróun sjávar- og álafurða en vænst var í ágúst er þetta meiri bati viðskiptakjara en þá var spáð, sem má að mestu leyti rekja til hagstæðari þróunar verðlags annars inn- og útflutnings. Talið er að viðskiptakjör batni áfram á næsta ári en líkt og í ágúst er því spáð að þau rýrni lítillega á seinni hluta spátímans. Eins og rakið er síðar í þessum kafla gæti spáin um þróun viðskiptakjara reynst of bjartsýn í ljósi horfa um alþjóðlegt útflutningsverð og lakan hagvöxt meðal helstu viðskiptalanda.

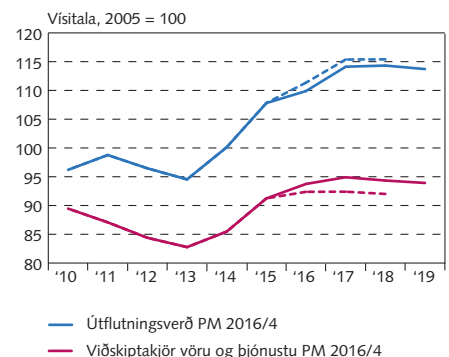
Gengi krónunnar hefur hækkað töluvert undanfarið. Miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu var það um 13% hærra á þriðja fjórðungi þessa árs en það var á sama tíma í fyrra. Eins og rakið er í kafla III hefur innstreymi skammtímafjármagns inn á innlandan skuldabréfa-

Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

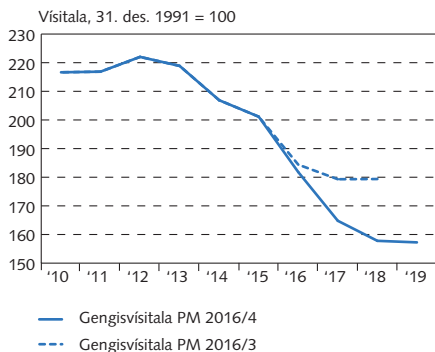
Mynd I-2
Útflutningsverð og viðskiptakjör 2010-2019¹



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

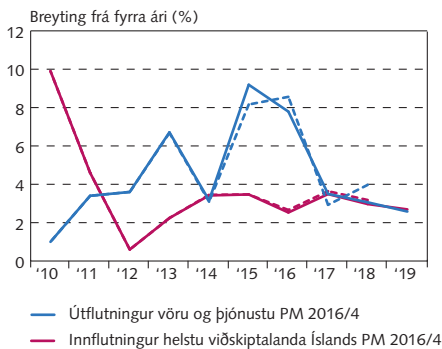
1. Greiningin í þessum *Peningámálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan nóvember.

Mynd I-3
Gengi krónunnar 2010-2019¹



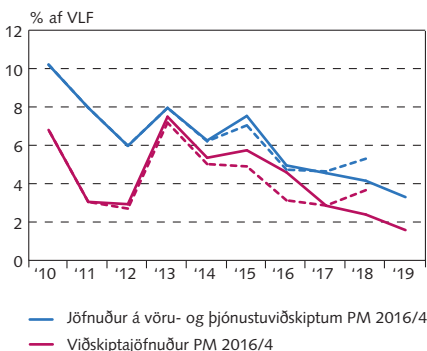
1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Þróng viðskiptavog.
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2016/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2016/3. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

markað í meginatriðum stöðvast eftir að Seðlabankinn hóf að beita nýju fjárstreymistæki til að vinna á móti óhóflegu fjármagnsinnstreymi í leit að hærri ávöxtun (sjá einnig rammagrein 1). Gengishækkunina undanfarið má einkum rekja til myndarlegs afgangar á viðskiptum við útlönd vegna bættra viðskiptakjara og mikillar aukningar í umsvifum í ferðþjónustu en einnig til aukinnar ásóknar erlendra aðila í innlendar eignir. Eins og rakið er í rammagrein 3 í *Peningamálum 2016/2* er því líklegt að gengishækkunin endurspegli að nokkru leyti aðlögun að herra jafnvægisgengi.

Þótt ekki sé útilokað að gengi krónunnar lækki tímabundið þegar losað er um fjármagnshöftin er talið að það haldi áfram að hækka yfir spátímann (mynd I-3).² Gert er ráð fyrir að viðskiptavegin gengisvísitala verði tæplega 165 stig á næsta ári. Samkvæmt spánni hækkar gengi krónunnar um 4½% til viðbótar það sem eftir lifir spátímans og er í lok hans tæplega 14% herra en gert var ráð fyrir í ágúst. Raungengið heldur því áfram að hækka. Miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði það um 4% í fyrra og horfur eru á að það hækki um 11½% til viðbótar í ár og álíka mikið á næsta ári. Hækkunin miðað við hlutfallslegan launakostnað er enn meiri. Nánar er fjallað um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

Horfur á hægari útflutningsvexti er liður á spátímann

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um liðlega 9% í fyrra sem er 1 prósentu meiri vöxtur en fyrri tölur Hagstofu Íslands fyrir árið sýndu. Hraðari vöxt má rekja til þess að útflutt þjónusta jókst ríflega 2 prósentum meira en áður var áætlað, sem skýrist fyrst og fremst af fyllri upplýsingum um útflutta ferðþjónustu. Horfur um útflutningsmagn í ár hafa lítið breyst frá ágústspá bankans og grunnáhrif frá fyrra ári valda því að útflutningur eykst tæplega 1 prósentu hægar en þá var spáð (mynd I-4). Minni aflaheimildir í loðnu gera það að verkum að útflutningur sjávarafurða er talinn dragast saman um 2% á næsta ári í stað þess að aukast um 3½%. Á móti vegur hins vegar að horfur eru á meiri vexti útfluttrar þjónustu og ýmissar iðnaðarvöru. Talið er að nokkuð dragi úr vexti útflutnings árin 2018-2019 í takt við hækkandi raungengi og hægán vöxt alþjóðlegra efnahagssumsvifa.

Afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum mældist 7,5% af landsframleiðslu í fyrra en líkt og í ágústspánni er talið að hann minnki í 5% í ár (mynd I-5). Samkvæmt spánni minnkar afgangurinn áfram á næstu árum og verður minni en spáð var í ágúst. Það endurspeglar fyrst og fremst breytt mat á aðlögun þjóðarbúsins að langtíma hagvaxtargetu, sem nú gerist að nokkru leyti með hækkun á gengi krónunnar. Eins og áður hefur verið rakið gerðu fyrri grunnspar ráð fyrir óbreyttu gengi á spátímanum en nú er gert ráð fyrir hækkun þess. Hækkunin beinir vexti innlendar eftirspurnar út úr þjóðarbúskapnum sem kemur fram í meiri vexti innflutnings um leið og hún dregur úr erlendra eftirspurn

2. Ólíkt spám bankans undanfarið er nú birt grunnspar þar sem gengi krónunnar breytist á spátímanum í takt við ákvörðun gengisins samkvæmt þjóðhagslíkani bankans. Sjá 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. Síðar í þessum kafla er sýndur samanburður á grunnspar og fráviksdæmi sem gerir ráð fyrir óbreyttu gengi á spátímanum.

eftir útfluttri vöru og þjónustu. Afgangur á viðskiptajöfnuði er einnig talinn minnka: hann fer úr 4½% af landsframleiðslu í ár í 1½% árið 2019. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Mikill vöxtur innlestrar eftirspurnar drifinn áfram af örum vexti neyslu- og fjárfestingarútgjalda

Einkaneysla jókst um hátt í 8% á fyrri hluta ársins frá sama tíma í fyrra og horfur eru á að vöxturinn á árinu í heild verði 7½% sem er um 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í ágúst (mynd I-6). Hefur einkaneysla ekki vaxið svo hratt frá árinu 2005 en ólíkt því sem þá var hafa útgjöld heimila ekki aukist umfram það sem tekjur og efnahagur þeirra getur staðið undir. Þvert á móti hefur sparnaður heimila aukist undanfarið misseri. Kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur vaxið verulega og hraðar undanfarið tvö ár en áður var talið. Hreinn auður heimila hefur að sama skapi aukist mikið. Þá hefur störfum fjölgað hratt og bjartsýni heimila aukist. Áfram er gert ráð fyrir kröftugum vexti einkaneyslu á næsta ári eða 6½% en spáð er að heldur hægi á vextinum er líður á spátímam þótt hann sé nokkru meiri en í ágústspánni. Samkvæmt spánni draga heimilin lítilla úr sparnaði sínum í ár og á næsta ári en hlutfall einkaneyslu af landsframleiðslu verður áfram undir sögulegu meðaltali.

Fjárfesting hefur aukist verulega í ár og nær aukningin til nánast allra tegunda fjárfestingar. Fjárfesting atvinnuveganna jókst um liðlega 37% á fyrri hluta ársins og fjárfesting í íbúðarhúsnæði um liðlega fjórðung. Aukningin er sérstaklega mikil í atvinnugreinum tengdum flutningum og ferðapjónustu. Fjárfesting í heild jókst því um tæplega þriðjung á fyrri helmingi ársins sem er nokkru meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans. Horfur eru á að fjárfesting á árinu í heild aukist um ríflega 22% í stað liðlega 18% vaxtar í ágústspánni. Frá næsta ári hægir á vexti fjárfestingar líkt og í fyrri spám bankans en hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu er nálægt langtímameðaltali út spátímam (mynd I-7).

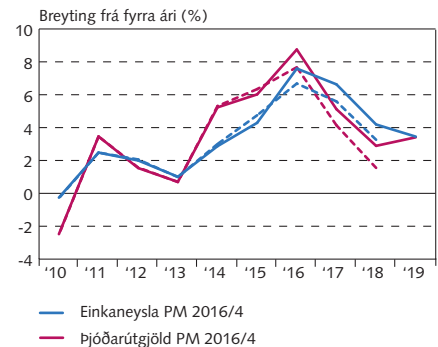
Á fyrri hluta ársins jukust þjóðarútgjöld um 9,4% frá sama tíma í fyrra og talið er að vöxturinn á árinu í heild verði 8,7% sem er 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í ágúst og sá mesti sem hefur mælst á einu ári síðan árið 2006 (mynd I-6). Horfur eru einnig á miklum vexti á næsta ári en frá árinu 2018 verður hann áþekkur langtímaleitni-vexti innlestrar eftirspurnar. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

Spáð er um 5% hagvexti í ár og horfur á meiri vexti á næsta ári en spáð var í ágúst þrátt fyrir horfur um hækkandi gengi krónu

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var hagvöxtur 4,1% á fyrri hluta þessa árs. Er það svipaður vöxtur og á öllu árinu í fyrra og meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans, en þá var spáð 3,6% hagvexti á fyrri hluta ársins. Skýrist fráviknið af meiri innlendra eftirspurn en á móti vegur neikvæðara framlag utanríkisviðskipta. Efnahagssumsvif hafa því verið þröttmikil undanfarið ár. Um mitt ár hafði landsframleiðslan vaxið um 22% frá því að hún varð minnst snemma árs 2010 samkvæmt árstíðarleiðréttum tölum Seðlabankans og var tæplega 6% meiri en hún varð mest í aðdraganda fjármála-kreppunnar.

Mynd I-6

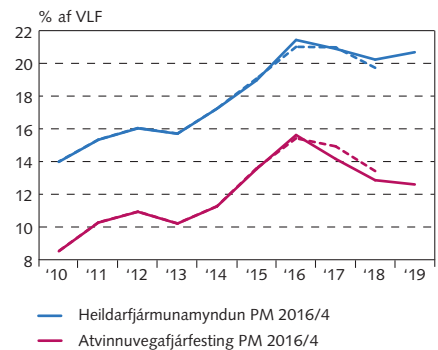
Einkaneysla og þjóðarútgjöld 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotallinur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

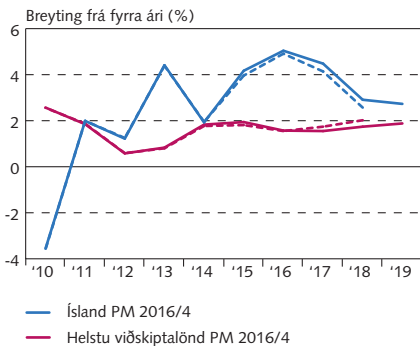
Mynd I-7

Fjármunamyndun 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotallinur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8

Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum 2010-2019¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Talið er að hagvöxtur hafi sótt enn frekar í sig veðrið á þriðja ársfjórðungi og verið um 6¾%. Samkvæmt spánni verður hann 5% á árinu í heild sem er áþekkur vöxtur og spáð var í ágúst (mynd I-8). Sem fyrr leggst á eitt mikill vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar en á móti vegur neikvætt framlag utanríkisviðskipta þrátt fyrir tæplega 8% vöxt útflutnings.

Gengishækkun krónunnar veldur því að hagvaxtarhorfur versna að öðru óbreyttu (sjá samanburð á grunnspá við fráviksdæmi með lægra gengi síðar í þessum kafla). Samsetning hagvaxtarins breytist einnig þar sem herra gengi og minni verðbólga sem af því leiðir gera það að verkum að kaupmáttur ráðstöfunartekna eykst hraðar sem styður við meiri vöxt einkaneyslu. Að auki beinir herra gengi útgjalda- vextinum að innfluttri vöru og þjónustu og hægir á vexti útflutnings. Hagvöxtur verður því í meira mæli drifinn áfram af innlendri eftirspurn og framlag utanríkisviðskipta til vaxtarins verður neikvæðara.

Þrátt fyrir herra gengi og ytri áföll, eins og neikvæð áhrif þjóð- aratkvæðagreiðslu um útgöngu Bretlands úr ESB og loðnubrest (sem samtals eru talin draga úr hagvexti næsta árs um sem nemur ¾ prósentum), valda mikill kraftur innlestrar eftirspurnar og horfur á áframhaldandi miklum vexti í ferðamannaiðnaði því að hagvöxtur á næsta ári er talinn verða um ½ prósentu meiri en spáð var í ágúst eða 4½%. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur leiti smám saman að langtímaleitni og verði um 3% árið 2018 og 2¾% árið 2019. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Störfum fjölgar hratt og atvinnuþátttaka er orðin álíka mikil og hún var mest fyrir fjármálakreppuna

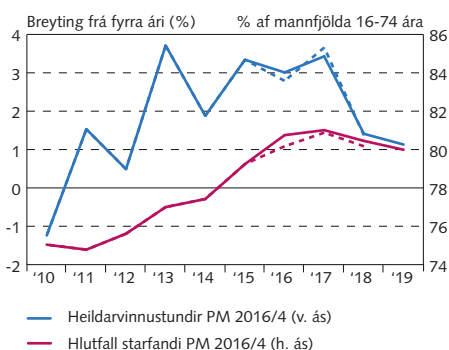
Á þriðja ársfjórðungi hafði starfandi fólki á vinnumarkaði fjölgað um 4,5% frá fyrra ári. Á sama tíma fækkaði meðalvinnustundum þeirra sem eru við störf um 1,2%, sem endurspeglar líklega hagræðingar- aðgerðir fyrirtækja í kjölfar kostnaðarsamra kjarasamninga í fyrra. Heildarvinnustundum fjölgaði því um 3,2% milli ára, sem er í samræmi við ágústspá bankans. Fólki á vinnualdri hefur einnig fjölgað mikið, m.a. vegna innflutnings á erlendu vinnuafli. Atvinnuþátttaka er nú orðin áþekkt því sem hún var mest í ársbyrjun 2007 sem vegur á móti áhrifum fjölgunar starfa á atvinnuleysi. Þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu mældist atvinnuleysi 3,1% á þriðja ársfjórðungi og hafði minnkað um 1 prósentu frá sama tíma í fyrra. Langtímaatvinnuleysi hefur einnig minnkað mikið og er nánast horfið.

Það sem af er ári hefur heildarvinnustundum fjölgað um 2,7% frá sama tíma í fyrra og gert er ráð fyrir að fjölgunin á árinu í heild verði 3% sem er lítill meira en spáð var í ágúst (mynd I-9). Gert er ráð fyrir 3½% fjölgun á næsta ári en að nokkuð hægi á henni frá árinu 2018 þegar hagvöxtur leitar í langtíma leitnivöxt. Í ár er því útlit fyrir að hlutfall starfandi hækki verulega milli ára annað árið í röð. Gangi þetta eftir verður hlutfallið um 81% af mannfjölda á vinnualdri í ár og á næsta ári en lækkar síðan smám saman í 80% er líður á spátímann. Nánari umfjöllun um vinnumarkaðinn er að finna í kafla IV.

Atvinnuleysi minnkar og framleiðsluspenna eykst en innflutningur á vinnuafli léttir á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti

Samkvæmt spánni verður atvinnuleysi að meðaltali 3,1% í ár sem er

Mynd I-9

Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi 2010-2019¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

lítillega minna en spáð var í ágúst. Horfur eru á svipuðu atvinnuleysi á næsta ári en að það þökist síðan upp í það stig sem talið er samræmast lítilli og stöðugri verðbólgu (mynd I-10).

Eftir því sem atvinnuleysi hefur minnkað hefur orðið erfiðara fyrir fyrirtæki að ráða starfsfólk og gætir vaxandi skorts á vinnuafli í nánast öllum atvinnugeirum. Vísbindingar eru því um vaxandi spennu í þjóðarbúinu og líkt og í fyrri spám bankans er talið að framleiðslu-slaki hafi horfið í fyrra og að framleiðsluspenna verði líðlega 2% af framleiðslugetu í ár (mynd I-10). Skorti á vinnuafli hefur hins vegar að nokkru leyti verið mætt með innflutningi á vinnuafli sem eykur framleiðslugetu þjóðarþúsins og léttir á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti. Gert er ráð fyrir meiri innflutningi vinnuafli á spátímanum en í ágústspánni. Framleiðsluspennan verður því minni frá næsta ári en þá var spáð. Eins og ævinlega er mikil óvissa um hver framleiðsluspennan er á hverjum tíma og er fjallað um nokkra óvissuþætti sem tengjast matinu hér á eftir en nánar er fjallað um nýtingu framleiðsluþátta þjóðarþúsins í kafla IV.

Áframhaldandi hækkun gengis krónunnar lækkar verðbólguþá bankans frá því sem var í ágúst

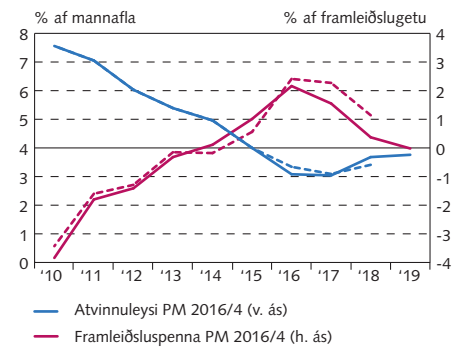
Verðbólga mældist 1,8% í október og stóð því í stað frá september. Hún hafði hins vegar tvöfaldast á milli ágúst og september en í raun var aukningin ekki svo mikil því að í ljós hefur komið að Hagstofan gerði mistök við mælingu verðbólgu frá því í mars og að í raun var ársverðbólga 0,1-0,3 prósentum meiri í hverjum mánuði þar til í september þegar mistökin uppgötvuðust. Mæld verðbólga hefði því átt að vera 1,2% í ágúst og aukast um 0,6 prósentur í september (mynd I-11).³ Ofspá Seðlabankans á verðbólgu á fyrri hluta ársins var því nokkru minni en áður hafði verið talið.

Verðbólga hefur verið undir verðbólguþámiðinu í hátt á þriðja ár. Eins og rakið er í rammagrein 5 í *Peningamállum* 2016/2 má að miklu leyti rekja það til verðhjöðunar innfluttrar vöru og þjónustu og hækkandi gengis krónunnar. Verðbólga mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðis hefur verið töluvert minni enda hefur verðhjöðnun innfluttrar vöru og þjónustu og hækkun á gengi krónunnar meiri áhrif á þann mælikvarða á verðbólgu en á verðvísitölur sem innihalda húsnæðiskostnað (sjá rammagrein 2). Án húsnæðis lækkaði vísitala neysluverðs um 0,5% frá fyrra ári og hefur verðbólga á þennan mælikvarða því verið samfelld undir 1% í líðlega tvö ár.

Verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja til eins og tveggja ára hafa haldið áfram að lækka og virðast, líkt og væntingar markaðsaðila, í ágætu samræmi við verðbólguþámið. Kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga í markmiði virðist einnig hafa styrkst enn frekar.

Sem fyrr er meginuppsprettu innlands verðbólguþrýstings að finna á vinnumarkaði en miklar launahækkanir í síðustu kjarasamningum geta knúið fyrirtæki til að velta hluta kostnaðaraukans út í verð-

Mynd I-10

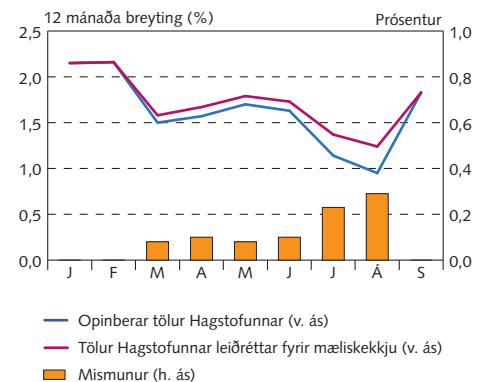
Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2010-2019¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2016-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-11

Verðbólga - opinber og leiðrétt

Janúar 2016 - september 2016

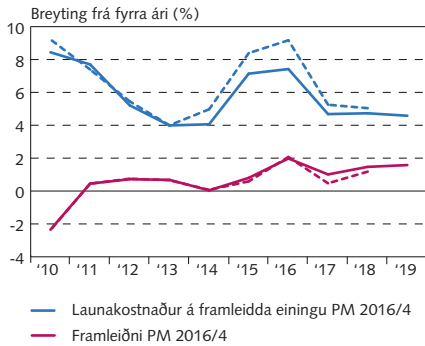


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Í samræmi við sameiginlega yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 sendi Seðlabankinn ríkisstjórninni sérstaka greinargerð hinn 9. september sl. í tilefni af því að verðbólga fór niður fyrir 1% neðri fráviksmörk verðbólguþámiðsins (greinargerðin er endurbirt sem rammagrein 4). Hefði verðbólga verið rétt mæld í ágúst hefði hins vegar ekki þurft að senda slíka greinargerð og áreitaði Seðlabankinn það í bréfi til ríkisstjórnarinnar hinn 14. október sl.

Mynd I-12

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2010-2019¹



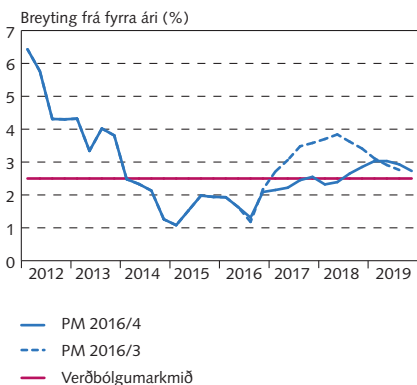
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnu-stundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2016/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Verðbólga¹

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2019



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2016 - 4. ársfj. 2019.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

lag og auka einnig tekjur heimila og eftirspurn þeirra. Launavísitala Hagstofunnar hækkaði um 11% frá fyrra ári á þriðja ársfjórðungi og talið er að launakostnaður fyrirtækja hækki um 9½% á árinu í heild sem er nokkru minni hækkun en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Líkt og í ágúst er búist við að heldur dragi úr launahækkunum á næstu árum. Þótt spá um hraðari framleiðnivöxt valdi því að launakostnaður á framleidda einingu aukist hægar en spáð var í ágúst, eru áfram horfur á að hann aukist töluvert umfram það sem getur samrýmst verðstöðugleika til lengri tíma litið (mynd I-12).

Verðbólga var 1,3% að meðaltali á þriðja fjórðungi ársins sem var í takt við það sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að hún aukist á fjórða ársfjórðungi og verði 2,1% og má að nokkru leyti rekja aukninguna til óhagstæðra grunnáhrifa frá fyrra ári. Þegar kemur fram á næsta ár vikur núverandi grunnspá hins vegar í veigamiklum atriðum frá fyrri spá bankans. Í stað þess að halda áfram að aukast og ná hámarki í 3¾% á fyrri hluta árs 2018 eins og spáð var í ágúst helst verðbólga á bilinu 2½-3% út spátímann (mynd I-13). Meginástæða þessarar breytingar liggur í því að núverandi spá byggist ekki á þeirri tæknilegu forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt á spátímanum heldur er gert ráð fyrir að það haldi áfram að hækka á meginhluta spátímans (sjá samanburð á verðbólguþáttum með mismunandi gengisferlum hér á eftir). Fyrir vikið verður miðlun aðhaldsstigs peningastefnunnar í gegnum gengisfarveg hennar virkari sem nær að halda innlendum verðbólguþrýstingi lengur í skefjum en fyrri spár bankans hafa gefið kost á. Þessu til viðbótar er talið að framleiðsluspennan verði minni en spáð var í ágúst og hækkun launakostnaðar á framleidda einingu minni. Sem fyrr eru verðbólguhorfur háðar fjölda óvissuþátta. Nánar er fjallað um þá hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla V.

Helstu óvissuþættir

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

Eru alþjóðahorfur enn á ný of bjartsýnar?

Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að hagvöxtur í heiminum sæki lítilla sig veðrið er líður á spátímann og að heldur dragi úr vægi ýmissa þeirra þátta sem hafa haldið aftur af bata heimsbúskaparins og aukið á óvissu um efnahagshorfur víða um heim. Þetta er í takt við fyrri spár og mat helstu alþjóðastofnana. Þær spár hafa hins vegar ítreakað reynst of bjartsýnar og ýmiss konar óvissuþættir og hættur eru enn fyrir hendi. Nokkurs titrings gætti á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í kjölfar ákvörðunar Breta í júní og á ný eftir óvænta niðurstöðu í bandarísku forsetakosningunum. Óróinn var þó minni en í upphafi árs (mynd I-14). Þjóðhagsleg áhrif ákvörðunar Breta eiga líklega enn eftir að koma fram og verði niðurstaðan sú að aðgengi Bretlands

að innri markaði ESB skerðist verulega gætu áhrifin á heimsbúskapinn verið vanmetin. Hið sama gildir um áhrif óvæntrar niðurstöðu í bandarísku forsetakosningunum. Vaxandi efasemda virðist einnig gæta meðal almennings í mörgum þróuðum ríkjum um kosti opinna hagkerfa og frjálsra alþjóðaviðskipta og vaxi verndarstefnu fiskur um hrygg gæti það hægt enn frekar á alþjóðlegum efnahagsbata (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*, kafli 2, október 2016). Aðlögun kínverska hagkerfisins að sjálfbærum hagvaxtarferli hefur þar að auki reynt á bæði heima fyrir og á heimsbúskapinn og þótt bjartsýni um skammtímahorfur í Kína hafi heldur aukist gæti snörp lækkun eignaverðs í Kína reynt mjög á viðnámsþrótt fjármálakerfisins þar í landi. Þótt olíuverð hafi hækkað undanfarið er það enn lágt í sögulegu samhengi og hefur það, ásamt lágu verði annarrar hrávöru, reynt mjög á efnahag fjölda nýmarkaðsríkja. Þá gætu fjármálaleg skilyrði sem þau standa frammi fyrir þrengst á ný. Sem fyrr gætir einnig nokkurs vonleysis víða um að þróuðum ríkjum takist að koma efnahag sínum af stað með hefðbundnum hagstjórnartækjum.

Eins og í fyrri spám bankans gætu alþjóðahorfur samkvæmt grunnspánni því reynt of bjartsýnar. Eftirspurn eftir helstu útflutningsafurðum gæti því orðið minni en spáð er. Aukin pólitísk óvissa í heiminum eða snörp hækkun olíuverðs gæti einnig leitt til viðsnúnings í ferðamannaíðnaði og áhrif nýlegrar hækkunar gengis á hann gætu verið vanmetin.⁴ Þá gætu horfur um þróun útflutningsverðs verið ofmetnar og viðskiptakjör því orðið lakari en gert er ráð fyrir í grunnspánni (sjá umfjöllun hér á eftir).

Gengisspár ávallt háðar óvissu

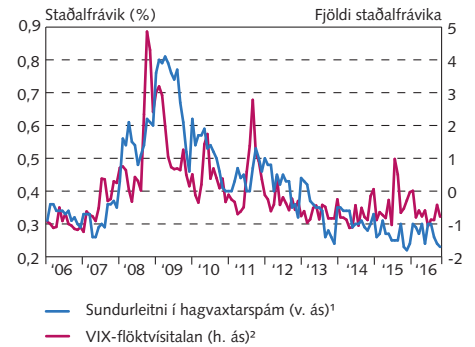
Í grunnspánni er gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldi áfram að hækka á spátímanum. Það er breyting frá gengisforsendu grunnspáa undanfarinna ára en þær hafa byggst á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt frá þeim tíma sem spáin er gerð. Hefur það endurspeglad að fjármagnshöft hafa verið við lýði en þau hafa að hluta aftengt þá efnahagslegu krafta sem venjulega ákvarða gengi gjaldmiðla. Nú þegar hillir undir endanlega losun haftanna er eðlilegt að taka þessa tæknilegu forsendu grunnspárinna til endurskoðunar og byggja grunnspána á gengisferli sem getur tekið breytingum yfir spátímann.

Eftir sem áður er ákaflega erfitt að spá fyrir um þróun gengis gjaldmiðla. Stutt er síðan lögfest voru veigamikil skref til losunar hafta á heimili og fyrirtæki og sækist þau eftir að byggja hratt upp erlendar eignir er snörp aukning í útflæði ekki útilokuð.⁵ Eins og rakið er hér á eftir gæti viðskiptakjarabati undanfarinna ára einnig snúist við, ef t.d. verð helstu útflutningsafurða gefur eftir. Þá gæti óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum grafið undan gengi krónunnar en mikilli alþjóðlegri óvissu fylgir jafnan flótti í öruggar fjáreignir sem oft veldur því að litlir gjaldmiðlar eiga undir högg að sækja. Gengishækkunin undanfarin

Mynd 1-14

Óvissa í hagvaxtarspám og flókt í hlutabréfaverði

Janúar 2006 - nóvember 2016



1. Vegið meðaltal staðalfráviks í hagvaxtarspám þeirra spáaðila sem Consensus Forecasts tekur saman fyrir G7-ríkin (vegið með kaupmáttarleiðréttri landsframleiðslu). 2. Afleitt flókt S&P 500-hlutabréfavisitölnunnar (Chicago Board Option Exchange). Frávik frá meðaltali janúar 2000 til október 2016 mælt með fjölda staðalfrávika.

Heimildir: Consensus Forecasts, Macrobond.

4. Í *Fjármálastöðugleika 2016/2* er lýst mögulegum áhrifum alvarlegrar alþjóðlegrar efnahagskreppu sem kæmi fram í miklum samdrætti í ferðamannaíðnaði á þjóðarþvíð og fjármálakerfið.

5. Eins og kemur fram í greiningu bankans er það hins vegar ekki endilega líklegasta þróunin. Sjá „Greining á mögulegu útflæði við losun fjármagnshafta“, Seðlabanki Íslands, 19. ágúst 2016.

misseri hefur í meginatriðum endurspeglad mikinn þrótt í innlendum þjóðarbúskap og hærra vaxtastig en í nágrannalöndum sem hann hefur kallað fram. Að því leyti sem krafturinn verður meiri, t.d. vegna þess að útflutningsvöxtur verður meiri en grunnspáin felur í sér, gæti gengi krónunnar hækkað enn meira en grunnspáin gerir ráð fyrir. Þá er rétt að hafa í huga að gengisspáin litast einnig af mati á þróun jafnvægisraungengis á spátímanum. Það er talið hafa hækkað nokkuð undanfarið (sjá t.d. rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2) en um það mat og sumar forsendur þess ríkir óvissa.

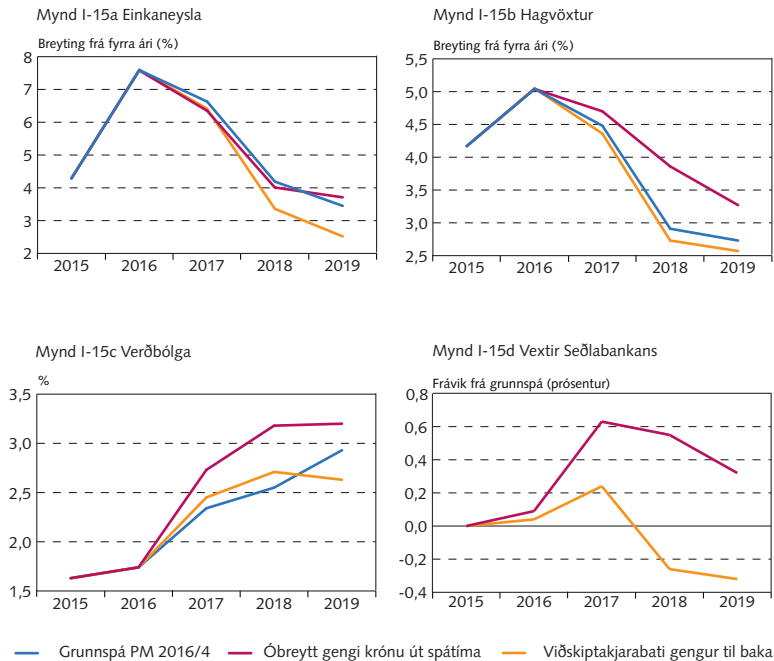
Einn megingalli spágerðar sem byggist á óbreyttu gengi er að með því er horft framhjá mikilvægum þætti aðlögunar þjóðarbúskaparins að langtíma hagvaxtargetu og farvegi miðlunar peningastefnunnar út í raunhagkerfið. Við núverandi aðstæður, þegar hagvöxtur er umfram langtíma hagvaxtargetu og þrýstingur er til aukinnar verðbólgu á spátímanum ættu vextir Seðlabankans að hamla með beinum hætti gegn verðbólgu með því að hækka gengi krónunnar sem lækkar verð innflutnings og óbeint með því að hægja á innlendri eftirspurn og beina hluta hennar út úr þjóðarbúskapnum. Spá með óbreyttu gengi lokar fyrir hluta þessarar aðlögunar sem endurspeglast í því að verðbólguþáttur verði hærri en ella og að hærri vaxtaferil virðist þurfa á spátímanum til að halda verðbólgu í markmiði.

Nýr gengisferill hefur töluverð áhrif á grunnspána, ekki bara á verðbólguhorfur heldur einnig mat á hagvexti og samsetningu hans. Mynd I-15 sýnir samanburð á núverandi grunnspá og fráviksdæmi sem gerir ráð fyrir óbreyttu gengi út spátímann. Eins og sjá má leiðir lægri gengisferill til þess að einkaneysla vex heldur hægar en í grunnspánni yfir meginhluta spátímans. Endurspeglar það bæði minni kaupmátt heimila en líka áhrif þess að lægra gengi kallar á hærri vexti Seðlabankans. Þrátt fyrir lítilla hægari vöxt innlendar eftirspurnar er hagvöxtur hins vegar nokkru meiri í fráviksdæminu: hann er um ¼ prósentu meiri á næsta ári og hátt í 1 prósentu meiri árið 2018. Skýrist það af því að lægra gengi bæði eykur útflutning og dregur úr innflutningi. Framleiðsluspenna er því meiri og ýtir undir innlandan verðbólguþrýsting til viðbótar við áhrif lægra gengis á verðbólgu. Á móti þessu vegur aðhaldssamari peningastefna og eru vextir Seðlabankans orðnir um ½ prósentu hærri en í grunnspá frá og með næsta ári.

Gæti viðskiptakjarabati undanfarinna ára gengið til baka?

Viðskiptakjör bötnuðu um tæplega 10% á árunum 2014-2015 og horfur eru á að þau batni um tæplega 3% til viðbótar í ár. Eins og rakið er í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/2 er þetta mesti bati sem orðið hefur í viðskiptakjörum meðal OECD-ríkja og er munurinn sérstaklega sláandi þegar þróunin hér á landi er borin saman við þróunina hjá öðrum þróuðum hrávöruútflytjendum. Öll þessi ríki, utan þeirra sem eru olíuframleiðendur, hafa notið töluverðs búhnykks vegna lækkunar á heimsmarkaðsverði á olíu undanfarin ár. Ísland sker sig úr í þessum hópi vegna þess að sjávarafurðaverð hefur hækkað mikið í hlutfalli við alþjóðlegt matvælaverð og hrávöruverð almennt (sjá kafla II í *Peningamálum* 2016/2). Þetta sést einnig á mynd I-16 sem sýnir hlutfallslega þróun verðlags útflutnings Íslands miðað við verðlag útflutnings helstu viðskiptalanda. Þar sést glögglega hve

Mynd I-15 Frávíkisdæmi



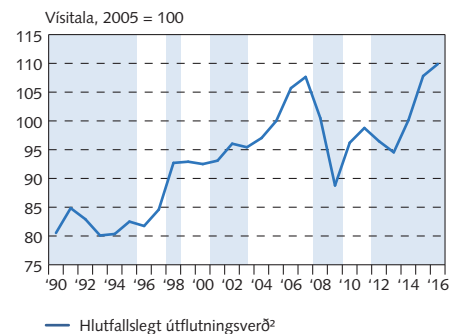
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útflutningsverð Íslands hefur hækkað hlutfallslega undanfarið og hve óvenjulegt það er: á tímabilum hægra alþjóðlegra efnahagssumsvifa stendur hlutfallslegt útflutningsverð venjulega í stað eða lækkar en í þeim litla hagvexti sem hefur verið í heimsbúskapnum frá árinu 2012 hefur útflutningsverðið hækkað um ríflega 11% og er áætlað að það hækki um ríflega 16% á árunum 2014-2016.

Eftir svo miklar hækkanir er nærtækt að spyrja hversu varanleg hin hagstæða þróun sé og hvort hætta sé á að viðskiptakjarabatinn gangi að einhverju leyti til baka á spátímanum, sérstaklega í ljósi þess að áfram er gert ráð fyrir tiltölulega hægum umsvifum í heimsbúskapnum. Yrði sú raunin er ljóst að efnahagssumsvif yrðu lakari en felst í grunnspánni þar sem verðmæti innlendrar framleiðslu lækkar í hlutfalli við erlenda framleiðslu. Hækkun innlendrar tekna og auðs undanfarið gæti því að einhverju leyti gengið til baka sem drægi úr eftirspurn og hagvexti. Þetta sést betur á mynd I-15 sem sýnir möguleg áhrif þess að viðskiptakjör versni um samtals 9% á næstu þremur árum í stað þess að batna um ½% eins og í grunnspánni.⁶

Viðskiptakjararýrnunin leiðir til þess að innlend eftirspurn vex hægar á spátímanum en í grunnspánni: einkaneysla vex lítilega hægar á næsta ári en í grunnspánni en frá árinu 2018 er vöxtur hennar orðinn hátt í 1 prósentu minni. Að nokkru leyti beinast minni neysluútgjöld að innfluttri vöru og þjónustu og því eru áhrifin á hagvöxt

Mynd I-16 Útflutningsverð og alþjóðlega hagsveiflan 1990-2016¹



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Skyggða svæðið sýnir ár þar sem heimshagvöxtur er undir 25 ára meðaltali (1992-2016). Spáin fyrir heimshagvöxt 2016 er spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, október 2016). 2. Grunnspá Seðlabankans 2016. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

6. Eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2015/4 leiðir hækkan á gengi krónunnar að óbreyttu til bættra viðskiptakjara. Samkvæmt grunnspánni hækkar gengi krónunnar um 17% á tímabilinu 2014-2016 sem ætti að leiða til 4% viðskiptakjarabata samkvæmt tölfræðimatínu sem birt er í rammagreininni. Frávíkisdæmið sem hér er birt gerir því ráð fyrir að sá hluti 13% viðskiptakjarabatans sem er umfram það sem rekja má til gengis-hækkunarinnar gangi til baka á næstu þremur árum.

vægari. Hann er þó hátt í 0,2 prósentum minni á ári frá árinu 2018. Viðskiptakjararýrnunin gerir það einnig að verkum að afgangurinn á viðskiptum við útlönd minnkar mikið en áhrifin á verðbólgu eru tiltölulega lítil enda vegast þar á áhrif lægra gengis krónunnar og minni innlendar eftirspurnar. Þegar líður á tímabilið tekur peningastefnan einnig að vega á móti samdráttaráhrifum framboðsskellsins og eru vextir Seðlabankans orðnir um ¼ prósentu lægri en í grunnspá árið 2018.

Aðhald í ríkisfjármálum gæti minnkað meira en grunnspá gerir ráð fyrir

Halli á ríkissjóði nam tæpum 6 ma.kr. í fyrra eða sem nemur 0,3% af landsframleiðslu og samkvæmt grunnspá eru horfur á að hann verði heldur meiri í ár þegar horft er framhjá áhrifum uppgjörs slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja á afkomu ríkissjóðs. Afgangur á frumjöfnuði, þ.e. heildarjöfnuði að frátöldum fjármagnsjöfnuði, var töluvert meiri í fyrra eða 3,2% af landsframleiðslu. Hann minnkaði hins vegar um 1 prósentu frá fyrra ári og áætlað er að hann minnki enn frekar í ár þegar horft er framhjá einskisáhrifum. Þegar tekið er tillit til stöðu hagsveiflunnar felur þetta í sér nokkra slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum eins og rakið er í kafla IV. Ekki liggur fyrir frumvarp til fjárlaga fyrir næsta ár og því erfitt að meta hverjar horfurnar eru. Grunnspáin byggist því á fyrri áætlunum stjórnvalda og þeim samþykktum sem lágu fyrir í lok síðasta þings. Óvissa er því mikil um stöðu ríkisfjármála og hvernig þeim verður beitt í hagstjórnarlegu tilliti. Það er ekki síst vegna fjölmargra loforða um aukin fjárútgjöld og lækkun skatta sem gefin voru í aðdraganda nýafstaðinna kosninga. Hætta er því á að aðhald í opinberum fjármálum minnki enn frekar á næstunni. Líkt og reynslan kennir og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* væri það afar óheppilegt á sama tíma og nauðsynlegt er að opinber fjármál leggjast á sömu sveif og peningastefnan til að hægja á vexti innlendar eftirspurnar við þær aðstæður sem nú eru uppi í þjóðarbúskapnum. Þannig yrði áraunin á peningastefnuna meiri en það eykur hættuna á neikvæðum hliðaráhrifum óheppilegrar hagstjórnarblöndu peninga- og ríkisfjármála. Eins og sjá má í frávíkisdæmi í *Peningámálum 2016/2* leiðir minna aðhald í ríkisfjármálum til þess að innlend eftirspurn vex hraðar sem kallar á hærri vexti Seðlabankans til að vega á móti auknum verðbólguþrýstingi. Þá verður viðskiptaafgangurinn minni og gengi krónunnar herra sem veikir samkeppnisstöðu útflutningsgreinanna enn frekar.

Verðbólguhorfur gætu breyst ef efnahagsþróunin bregður frá því sem grunnspáin gerir ráð fyrir

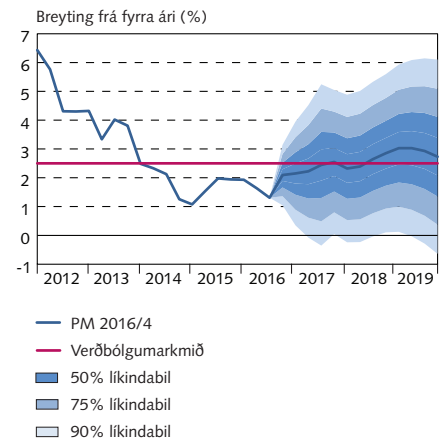
Óvissuþættirnir sem lýst er hér að ofan undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólga gæti t.d. reynst meiri ef heimilin auka einkaneyslu meira en grunnspáin gerir ráð fyrir. Þá gæti endurskoðun kjarasamninga í byrjun næsta árs haft í för með sér meiri launahækkunarir en gert er ráð fyrir í grunnspánni og mikil spennan á vinnumarkaði leitt til meira launaskriðs en spáð er. Svigrúm og vilji fyrirtækja til að taka á sig kostnaðarhækkunarir í kjölfar kjarasamninga gætu einnig verið ofmetin. Lítið framboð húsnæðis, vaxandi útleiga íbúða til ferðamanna og mikill innflutningur vinnuafis gætu einnig leitt til

hraðari hækkunar húsnæðisverðs en gert er ráð fyrir en það myndi auka melda verðbólgu beint í gegnum húsnæðislið vísitölu neysluverðs og óbeint í gegnum kröftugri eftirspurn vegna aukins auðs húsnæðiseigenda. Eftirspurnarþrýstingur gæti einnig reynst vanmetinn ef það slaknar enn meira á aðhaldi ríkisfjármála í kjölfar nýafstaðinna kosninga. Nýfengin kjölfesta verðbólguvæntinga gæti að sama skapi reynst skammvinn og flosnað upp á ný ef t.d. gengi krónunnar lækkaði snögglega.

Verðbólga gæti einnig verið ofmetin í spánni. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu t.d. reynst of bjartsýnar og því gætu efnahagsumsvif hér á landi verið ofmetin og innflutt verðhjöðnun reynst þrálátari en gert er ráð fyrir, a.m.k. á meðan gengi krónunnar gefur ekki verulega eftir. Þá gæti gengið hækkað enn meira og framleiðnivöxtur gæti leitað hraðar upp í leitnivöxt en grunnspáin felur í sér. Grunnspáin gæti einnig vanmetið að hve miklu leyti fyrirtæki muni taka á sig kostnaðarhækkanir vegna kjarasamninga með enn frekari hagræðingu ef t.d. samkeppnisþrýstingur er meiri en áætlað er.

Mynd I-17 endurspeglar ofangreinda óvissuþætti verðbólgu-spárinnar 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 hún verði innan næstu þrjú ár (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 ágúst. Líkt og þá er líkindadreifing verðbólgu-spárinnar í meginatriðum talin samhverf. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1½-3½% að ári liðnu og á bilinu 1⅓-4% í lok spátímans.

Mynd I-17
Verðbólgu-spá og óvissumat
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2019



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

