

Hagvöxtur mikill og framleiðsluspenna eykst þrátt fyrir hraðan vöxt framleiðslugetu

Alþjóðlegur hagvöxtur sótti nokkuð í sig veðrið í lok síðasta árs og horfur fyrir þetta ár hafa batnað. Aukinnar bjartsýni gæti þótt til langs tíma lítið sé enn talið líklegra að horfur um hagvöxt í heiminum séu ofmetnar en að þær séu vanmetnar. Mikill vöxtur innlendra efnahagssumsvifa byggist á afar hagstæðum ytri skilyrðum. Viðskiptakjör hafa batnað mikið og útflutningur aukist hröðum skrefum. Hann var meiri í fyrra en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarhefti *Peningamála* og horfur eru á að svo verði einnig í ár. Þessir stóru utanaðkomandi búhnykkir hafa þrýst upp gengi krónunnar. Í þeirri spá sem hér er birt er gert ráð fyrir að það haldi áfram að hækka út næsta ár en í hægari takti en verið hefur síðasta ár. Búhnykkirnir hafa einnig leitt til hækkunar innlendra tekna og auðs sem hefur, ásamt fjölgun starfa, haft í för með sér hraða aukningu innlendra eftirspurnar. Þrátt fyrir það hefur sparnaður heimila aukist og þjóðhagslegur sparnaður sjaldan mælst jafn mikill. Það endurspeglast í verulegum afgangi á viðskiptum við útlönd þrátt fyrir að fjárfesting hafi aukist hröðum skrefum undanfarin ár.

Hagvöxtur var líðlega 4% árið 2015 og jókst enn frekar í fyrra er hann mældist 7,2%. Horfur eru einnig á örum hagvexti í ár eða 6,3% og er áætlaður hagvöxtur í fyrra og í ár um 1 prósentu meiri en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Skýrist fráviknið af meiri vexti útflutnings en þá var búist við en einnig bætist við að slökun í aðhaldi opinberra fjármála er meiri í ár en áður var spáð. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur leiti smám saman í langtíma leitnivöxt er líður á spátímam. Talið er að hann verði 3½% á næsta ári en verði kominn í 2½% árið 2019.

Mikill innflutningur á vinnuafli, aukin fjárfesting og kröftugur framleiðnivöxtur í fyrra hafa gert það að verkum að framleiðslugeta þjóðarbúsins hefur vaxið langt umfram langtíma leitnivöxt. Þrátt fyrir það hefur framleiðsluspenna vaxið hratt og er hún talin aukast í ríflega 3% af framleiðslugetu í lok þessa árs sem er nokkru meiri spenna en spáð var í febrúar. Á móti þessu vegur hækkun gengis krónunnar en hún hefur gegnt lykilhlotverki í aðlögun þjóðarbúsins að fyrrgreindum búhnykkjum.

Verðbólga hefur verið við eða undir verðbólguþolmiðinu Seðlabankans í ríflega þrjú ár. Verðbólguvæntingar eru á flesta mælikvarða við verðbólguþolmiðnið og eru vísbendingar um að aðhaldssöm peningastefna hafi styrkt kjölfestu þeirra. Horfur eru á að verðbólga verði undir markmiði fram á næsta ár. Hún eykst tímabundið í u.þ.b. 3% þegar líður að lokum spátímans en þokast síðan niður í átt að markmiðinu á ný. Meiri hækkun á gengi krónunnar en spáð var í febrúar leiðir til þess að verðbólguhorfur fyrir fyrir þetta og næsta ár hafa heldur batnað en meiri spenna í þjóðarbúinu veldur því að horfur lengra fram á veginn hafa versnað.

I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnsþá Seðlabankans¹

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa batnað fyrir árið í ár

Alþjóðlegur hagvöxtur reyndist heldur meiri á síðasta fjórðungi í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúarhefti *Peningamála* og horfur fyrir þetta ár hafa glæðst. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir ráð fyrir að heimsframleiðslan muni vaxa um 3,5% í ár sem er lítillega meira en sjóðurinn hafði áður spáð. Í spá sjóðsins gættir einnig aukinnar bjartsýni um skammtímahorfur í heimsbúskapnum þótt áfram séu horfur lengra fram á veginn taldar fremur slakar.

Horfur eru á að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum aukist í 1,9% í ár úr 1,6% í fyrra (mynd I-1). Er það 0,2 prósentum meiri vöxtur en spáð var í febrúar og vegur þar þyngst endurmat á hagvaxtarhorfum fyrir Bretland og evrusvæðið en þar er nú spáð 1,7% hagvexti í stað 1,3-1,4% í febrúar. Talið er að hagvöxtur í Bandaríkjunum verði 2,2% í ár sem er svipaður vöxtur og spáð var í febrúar. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði um 1,9% á ári út spátímann. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

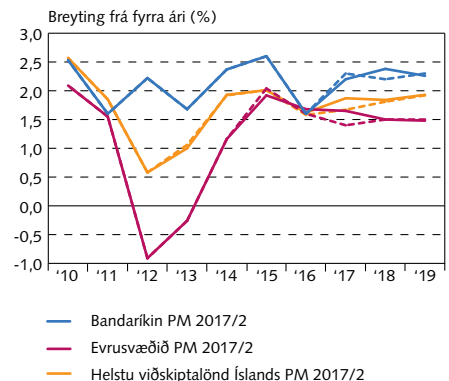
Líkur á einhverri frekari hækkun á gengi krónunnar út næsta ár

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands hækkaði hlutfall verðlags útflutningsafurða Íslands og útflutningsverðlags helstu viðskiptalanda á fjórða ársfjórðungi í fyrra um 1 prósentu meira milli fjórðunga en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Horfur um þróun verðlags sjávar- og álafurða hafa einnig batnað í ár og er nú talið að hlutfallslegt útflutningsverð hækki um 4½% í ár sem er tæplega 2 prósentum meiri hækkun en spáð var í febrúar (mynd I-2). Eigi að síður gerir hraðari hækkun innflutningsverðs það að verkum að viðskiptakjör batna heldur minna í ár en áður var talið eða um 1% í stað 1,9% í febrúarspánni. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst.

Nokkrar hræringar hafa verið á gjaldeyrismarkaði undanfarið, m.a. í tengslum við sjómannaverkfallið í kringum áramótin og tilkynningu stjórnvalda um losun fjármagnshafta í mars. Viðskiptavegið gengi krónunnar var 3½% hærra á fyrsta fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í febrúarspánni og um 18% hærra en á sama fjórðungi í fyrra. Eins og rakið er í kafla III má að mestu leyti rekja hækkun gengisins undanfarið ár til vaxtar ferðapjónustu, mikils viðskiptakjarabata og stórbættar ytri stöðu þjóðarbúsins. Hækkunin endurspeglar því aðlögun krónunnar að hærra jafnvægisraungengi fremur en innflæði í tengslum við vaxtamunarviðskipti. Talið er að jafnvægisraungengið hafi hækkað nokkuð og að gengi krónunnar sé nálægt jafnvægisgildinu. Slíkt mat er þó háð mikilli óvissu.

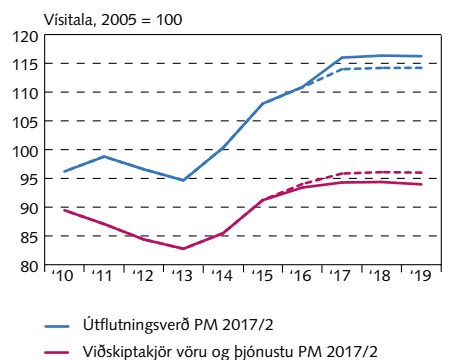
Samkvæmt grunnsþánni hækkar gengi krónunnar áfram til loka næsta árs (mynd I-3). Gert er ráð fyrir að viðskiptavegin gengisvísitala verði að meðaltali um 157 stig í ár og um 148 stig á næsta ári. Gangi forsendur spárinnar eftir verður gengi krónunnar í ár að meðaltali ríf-

Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2010-2019¹



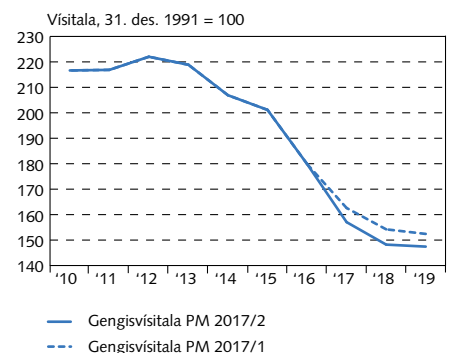
1. Grunnsþá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Macrobond, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2
Útflutningsverð og viðskiptakjör 2010-2019¹



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Grunnsþá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

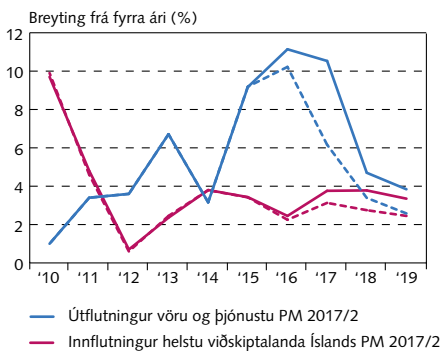
Mynd I-3
Gengi krónunnar 2010-2019¹



1. Grunnsþá Seðlabankans 2017-2019. Þróng viðskiptavog. Heimild: Seðlabanki Íslands.

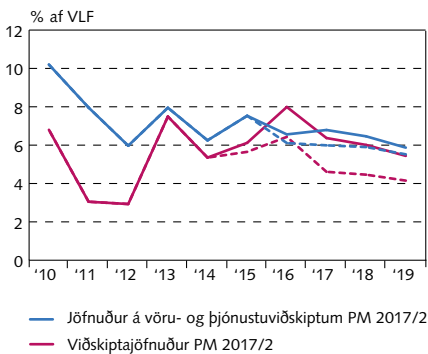
1. Greiningin í þessum *Peningamálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan maí.

Mynd I-4
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

lega 14½% hærra en í fyrra og hækkar um ríflega 6% til viðbótar á næstu tveimur árum. Árið 2019 yrði gengi krónunnar 3½% hærra en gert var ráð fyrir í febrúar, en rétt er að undirstrika óvissuna í þessum spám. Raungengið mun samkvæmt spánni hækka meira en áður hefur verið spáð. Gangi það eftir verður það orðið 11% hærra í lok spátímans en á fyrsta fjórðungi þessa árs, sé miðað við hlutfallslegt verðlag. Hækkunin miðað við hlutfallslegan launakostnað er heldur meiri. Nánar er fjallað um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

Mikill vöxtur útflutnings skilar sér í metviðskiptaafgangi ...

Útflutningur hefur vaxið hratt undanfarin ár. Útflutningur vöru og þjónustu jókst um liðlega 11% í fyrra og undanfarin fimm ár hefur vöxturinn verið tæplega 7% að meðaltali sem nemur næstum þreföldum vexti innflutnings helstu viðskiptalanda á sama tíma. Megindrífkraftur vaxtarins er vöxtur í ferðaþjónustu sem að mestu leyti stendur á bak við 19% vöxt þjónustuútflutnings í fyrra og tæplega 11% meðalvöxt hans undanfarin fimm ár. Mikill vöxtur í þjónustuútflutningi er einnig meginskýring þess að spáð er 10½% aukningu útflutnings í ár. Er það töluvert meiri vöxtur en spáð var í febrúar en þá var gert ráð fyrir ríflega 6% vexti (mynd I-4). Munurinn skýrist einkum af því að horfur eru á enn fleiri ferðamönnum til landsins en áður var spáð. Þrátt fyrir samdrátt í útflutningi sjávarafurða á fyrsta fjórðungi ársins sakir áhrifa sjómannaferðanna er einnig spáð nokkru meiri útflutningi sjávarafurða í ár en í febrúar sem skýrist af því að loðnuveiði á síðustu vetrarvertíð var töluvert meiri en áður hafði verið reiknað með. Þá bætist við að spáð er meiri álútflutningi en áður. Líkt og í fyrri spám bankans er talið að hægja muni á vexti útflutnings á næstu tveimur árum í takt við hækkanði raungengi og tiltölulega hægjan hagvöxt í heiminum. Horfur á hraðari vexti þjónustuútflutnings gera það þó að verkum að spáð er meiri vexti útflutnings á næstu tveimur árum en í febrúar.

Afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum mældist 6,6% af landsframleiðslu í fyrra sem er lítilla meiri afgangur en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar. Horfur eru einnig á meiri afgangi í ár en áður var spáð eða 6,8% í stað 6% í febrúar (mynd I-5). Skýrist frávikkið fyrst og fremst af horfum um meiri vöxt útflutnings sem helst út spátímans. Spáð er að afgangurinn nemi um 6% af landsframleiðslu árið 2019.

Afgangur á viðskiptajöfnuði nam 8% af landsframleiðslu í fyrra og hefur ekki verið eins mikill áður, að undanskildu árinu 2009 þegar hann var einnig 8%. Afgangurinn í fyrra skýrist einkum af sögulega háum þjóðhagslegum sparnaði sem nam ríflega 29% af landsframleiðslu (sjá rammagein 1). Í ár er talið að minni afgangur á jöfnuði frumþáttatekna vegi á móti vaxandi afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum og að viðskiptaafgangurinn minnki því í 6½% af landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir að afgangurinn minnki um 1 prósentu til viðbótar það sem eftir lifir spátímans. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

... þrátt fyrir hraðan vöxt þjóðarútgjalda

Ráðstöfunartekjur heimila hafa vaxið mjög hratt undanfarin misseri og hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna vaxið að meðaltali um 7½% á ári

frá árinu 2014. Á sama tíma hefur auður heimilanna aukist mikið með hækkandi eignaverði og lækkun skulda. Heimilin hafa notað auknar ráðstöfunartekjur til að auka neysluútgjöld en einnig nýtt hluta þeirra til að styrkja efnahag sinn og auka sparnað. Einkaneysla jókst um tæplega 7% í fyrra en á sama tíma jókst sparnaður heimilanna í næstum 11% af ráðstöfunartekjum. Vöxtur einkaneyslu í fyrra reyndist heldur meiri en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar og skýrist fráviknið að hluta til af endurskoðun Hagstofunnar á fyrri tölum auk þess sem einkaneysla á síðasta fjórðungi ársins var meiri en gert var ráð fyrir (mynd I-6). Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna hafi aukist aðeins meira í fyrra en áður var gert ráð fyrir. Í ár er spáð að heldur bæti í kaupmáttaraukninguna og að sparnaður heimila aukist meira en í síðustu spá bankans. Það skýrir að nokkru leyti hvers vegna einkaneysla er talin vaxa hraðar á næstu árum en samkvæmt febrúarspánni. Þrátt fyrir það eykst sparnaður heimila áfram lungann af spátímanum. Aðeins í blálokin þegar hægja tekur á vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna taka heimilin að ganga á sparnað á ný.

Fjárfesting hefur vaxið hratt undanfarin ár. Í fyrra jókst hún um tæplega 23% frá fyrra ári, í kjölfar tæplega 17% árlegs vaxtar árin tvö á undan. Þyngst vegur fjárfesting atvinnuveganna sem hefur aukist um tæplega fjórðung á ári að meðaltali undanfarin þrjú ár. Er aukningin sérstaklega áberandi í atvinnugreinum tengdum flutningum og ferðaþjónustu. Þá hefur fjárfesting í íbúðarhúsnæði tekið kröftuglega við sér og jókst hún um ríflega þriðjung í fyrra. Horfur eru á að töluvert hægi á vexti fjárfestingar í ár en áfram er spáð ríflegum vexti eða 8½%. Þótt þetta sé meiri vöxtur en spáð var í febrúar eru horfurnar fyrir þetta og næstu tvö ár í heild áþekkar því sem þá var gert ráð fyrir. Þrátt fyrir það verður hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu heldur lægra en spáð var í febrúar út spátímann (mynd I-7).

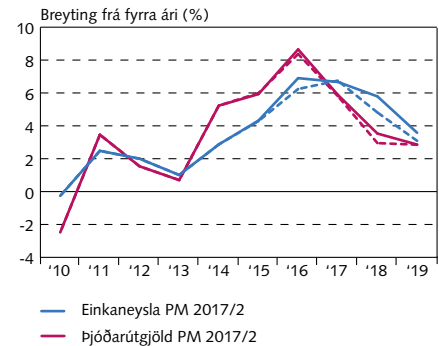
Þjóðarútgjöld jukust um 8,7% í fyrra sem er svipað og gert hafði verið ráð fyrir í febrúar (mynd I-6). Það er mesti vöxtur þjóðarútgjalda á einu ári síðan árið 2006. Horfur eru einnig á örum vexti í ár eða tæplega 6% en að hann minnki í ríflega 3% á næsta ári. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

Hagvöxtur í fyrra töluvert umfram það sem spáð var í febrúar og horfur á áframhaldandi miklum hagvexti í ár og á næsta ári

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar sótti hagvöxtur verulega í sig veðrið er leið á síðasta ár. Var vöxturinn 10,4% á seinni hluta ársins en 7,2% á árinu öllu (mynd I-8). Þetta er ríflega 1 prósentu meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans og skýrist fyrst og fremst af meiri útflutningi en gert hafði verið ráð fyrir en vöxtur þjóðarútgjalda var áþekkur því sem spáð hafði verið. Sem fyrr leggst á eitt mikill vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar en á móti vegur neikvætt framlag utanríkisviðskipta þótt útflutningur hafi vaxið um liðlega 11% frá fyrra ári.

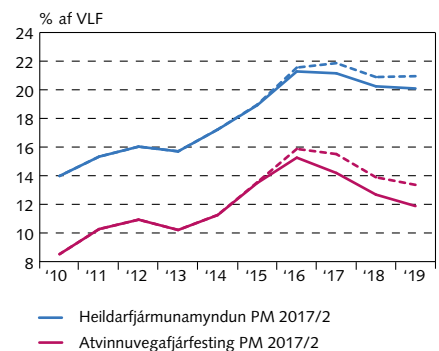
Vísendingar eru um að heldur hafi dregið úr hagvexti á fyrsta fjórðungi þessa árs. Ljóst er að verkfall sjómanna í byrjun ársins dró töluvert úr útflutningi sjávarafurða og leiddi til þess að gengið var á

Mynd I-6
Einkaneysla og þjóðarútgjöld 2010-2019¹



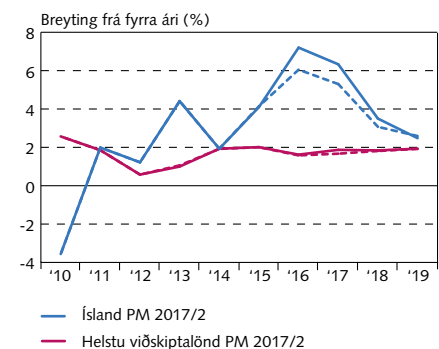
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7
Fjármunamyndun 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

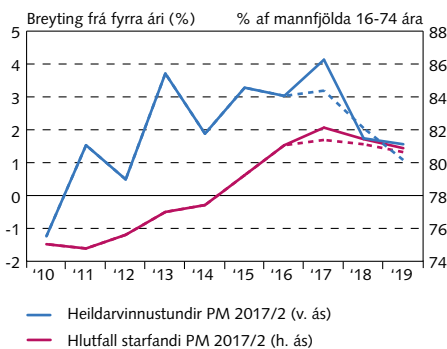
Mynd I-8
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalinur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

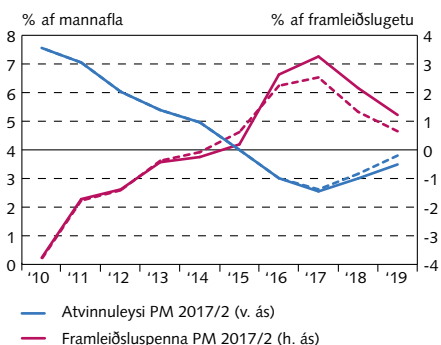
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10

Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2010-2019¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

útflutningsbirgðir. Þar sem um tímabundin áhrif er að ræða er gert ráð fyrir að hagvöxtur taki kröftuglega við sér strax á öðrum ársfjórðungi og að hann verði 6,3% á árinu í heild sem er 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Skýrist meiri hagvöxtur af því að talið er að undirliggjandi kraftur í þjóðarþúinu sé meiri, fyrst og fremst vegna þess að horfur eru á að útflutningur aukist meira en áður var gert ráð fyrir en einnig fela ný fjárlög í sér meiri slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála en áður hafði verið spáð. Kröftugur útflutningsvöxtur litar einnig hagvaxtarhorfur næsta árs en nú er spáð 3,5% hagvexti í stað 3,1% í febrúarspánni. Líkt og í febrúar er talið að hagvöxtur haldi áfram að hjaðna er líður á spátímam og verði 2,5% árið 2019 og verði þá í ágætu samræmi við það sem talin hefur verið langtíma hagvaxtargeta þjóðarþúsins sem er um 2¾% árlegur hagvöxtur. Gangi spáin eftir verður meðalhagvöxtur á tímabilinu 2015-2019 4,7% sem er hátt í tvöfalt meiri vöxtur en talið er samsvara langtímaleitni. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Framleiðsluspenna eykst hratt þrátt fyrir hraðan vöxt framleiðslugetu

Heildarvinnustundum fjölgaði um 3% í fyrra og um 3,5% á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er lítillaga meiri fjölgun en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Sem fyrr var meginástæða fjölgunar heildarvinnustunda að starfandi fólki fjölgaði verulega og gerir grunnspáin ráð fyrir að svo verði áfram. Talið er að heildarvinnustundum fjölgi áfram það sem eftir lifir ársins og að þær verði 4,1% fleiri í ár en í fyrra (mynd I-9). Fólki á vinnualdri fjölgar um 2% milli ára sem skýrist m.a. af miklum innflutningi erlends vinnuafis. Þá heldur atvinnuþátttaka áfram að aukast og verður ¾ prósentum meiri í ár en í fyrra. Hefur hún þá aukist um tæplega 3 prósentur frá árinu 2014. Þrátt fyrir fjölgun fólks á vinnufærum aldri er gert ráð fyrir að hlutfall starfandi hækki enn frekar og verði að meðaltali um 82% í ár. Gangi það eftir yrði hlutfallið herra en mælst hefur í árgögnum frá því að vinnumarkaðskannanir Hagstofunnar hófust.

Atvinnuleysi hélt einnig áfram að minnka og var 2,7% á fyrsta fjórðungi þegar tekið er tillit til árstíðar. Gert er ráð fyrir að það verði 2,6% á árinu í heild eins og spáð var í febrúar (mynd I-10). Líkt og í fyrri spám er atvinnuleysið talið þökast smám saman upp í það stig sem talið er samræmast litilli og stöðugri verðbólgu. Spáð er að það verði að meðaltali 3% á næsta ári og 3½% árið 2019. Þetta er heldur minna atvinnuleysi en spáð var í febrúar og endurspeglar horfur á þróttmeiri hagvexti og að jafnvægisatvinnuleysið er talið vera heldur lægra. Að sama skapi fjölgar heildarvinnustundum hraðar í ár en í febrúarspánni og hlutfall starfandi er herra allt tímabilið.

Hinn mikli vöxtur eftirspurnar og hröð fjölgun starfa hefur leitt til viðvarandi skorts á starfsfólki þrátt fyrir aukinn innflutning erlends vinnuafis. Þá segjast talsmenn æ fleiri fyrirtækja starfa við eða umfram full afköst. Vísendingar eru því um vaxandi framleiðsluspennu. Áætlað er að hún nemi 3½% af framleiðslugetu í lok þessa árs (mynd I-10). Spennan eykst því hraðar en spáð var í febrúar og verður hátt í 1 prósentu meiri út spátímam og enn tæplega 1% af framleiðslugetu í lok spátímans um mitt ár 2020.

Í grunnspánni eykst framleiðslugeta þjóðarbúsins töluvert umfram langtímaleitni allt frá árinu 2015. Spennan í þjóðarbúinu væri enn meiri ef framboðshliðin væri ekki eins sveigjanleg og raun ber vitni. Þessi mikli vöxtur framleiðslugetu endurspeglar vaxandi atvinnuþátttöku og fjölgun fólks á vinnualdri með innflutningi vinnuafis. Þá hefur jafnvægisatvinnuleysi minnkað eins og áður segir og fjárfesting vaxið hratt. Fjármagnsstofninn er því tekinn að vaxa eftir að hafa minnkað um tæplega 5% í kjölfar fjármálakreppunnar. Því til viðbótar jókst framleiðni óvenju mikið í fyrra og horfur eru á að svo verði einnig í ár, eins og fjallað er um hér á eftir. Eins og ævinlega er mikil óvissa um framleiðsluspennuna á hverjum tíma og er fjallað um nokkra óvissuþætti sem tengjast matinu hér á eftir en nánar er fjallað um vinnu- markaðinn og nýtingu framleiðslupáttá þjóðarbúsins í kafla V.

Verðbólguhorfur versna þegar liður á spátímann

Verðbólga mældist 1,8% á fyrsta fjórðungi ársins en í febrúar var spáð að hún yrði 1,9%. Verðbólga minnkaði lítillega framan af ári en jókst á ný í apríl þegar hún mældist 1,9%. Verðbólga hefur því verið við eða undir verðbólgu markmiði Seðlabankans í ríflega þrjú ár en það má að miklu leyti rekja til innfluttrar verðhjöðnunar og hækkunar á gengi krónunnar. Eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2016/4 hefur lækkun innflutningsverðs í krónum sem af þessu hefur leitt mun meiri áhrif á mælikvarða á verðbólgu sem undanskilja húsnæðiskostnað. Verulegur munur er því á verðbólgu miðað við heildarvísitölu neysliverðs annars vegar og vísitölu neysliverðs án húsnæðis og samræmda vísitölu neysliverðs hins vegar. Þannig lækkaði verðlag miðað við vísitölu neysliverðs án húsnæðis um 1,8% frá apríl í fyrra en samræmda vísitalan var 1,4% lægri í mars en á sama tíma í fyrra.² Verðbólguvæntingar eru á flesta mælikvarða í ágætu samræmi við verðbólgu markmiðið og virðast þær hafa traustari kjölfestu í markmiðinu en þær hafa haft um langa hríð (sjá rammagrein 3).

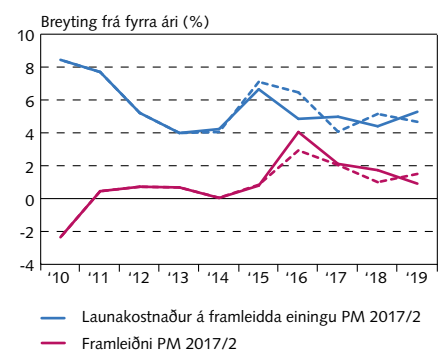
Laun hafa hækkað mikið undanfarin misseri og hafa vegið á móti innfluttri verðhjöðnunar og hækkun krónunnar. Laun og launatengd gjöld hækkuðu um 9½% í fyrra og hafa hækkað um 17½% undanfarin tvö ár. Hækkunin verður einnig mikil í ár eða því sem næst 7% en heldur hægari á næstu tveimur árum. Á móti þessum miklu launahækkunum kemur óvenju mikill framleiðnivöxtur í fyrra og horfur á áframhaldandi kröftugum vexti í ár. Eins og rakið er í köflum V og VI er hugsanlegt að framleiðni aukningin í fyrra sé ofmetin, m.a. sakir vanmats á aukningu erlends vinnuafis í landinu. Miðað við þessar tölur var framleiðnivöxturinn líðlega 1 prósentu meiri í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúar. Launakostnaður á framleidda einingu hækkaði því um 4,9% en ekki 6,5% (mynd I-11). Spáð er svipaðri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu í ár og á næstu tveimur árum. Gangi spáin eftir verður áfram töluverður verðbólguþrýstingur frá vinnu- markaði á spátímanum.

Samkvæmt grunnspá verður verðbólga um 2% fram á næsta ár en fer um tíma í u.þ.b. 3% um mitt ár 2019 áður en hún tekur að þokast niður í markmið á ný (mynd I-12). Eins og rakið var í

2. Eins og fjallað er um í rammagrein 2 var munurinn milli þessara tveggja mælikvarða sem undanskilja húsnæðiskostnað óvenju mikill stóran hluta síðasta árs sem rekja má til mikils vægis útgjaldapáttá sem vega þungt í útgjöldum ferðamanna hér á landi.

Mynd I-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2010-2019¹



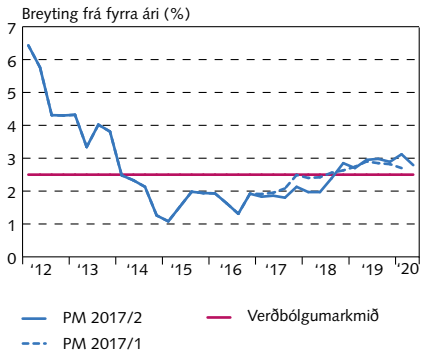
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2015-2019. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga¹

1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2020

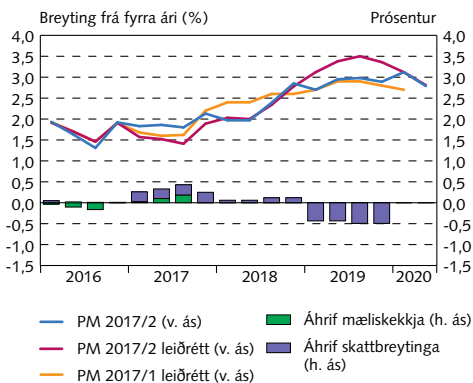


1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2017 - 2. ársfj. 2020.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Verðbólguhorfur leiðréttar fyrir áhrifum
mæliskekkja og skattbreytinga¹

1. ársfj. 2016 - 2. ársfj. 2020

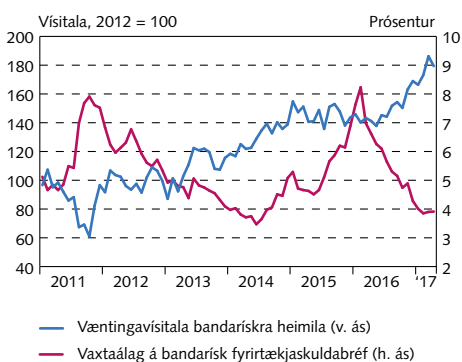


1. Verðbólguþáttur PM 2017/2 og PM 2017/1 leiðréttað fyrir áhrifum mæliskekkju í VNV mars-ágúst 2016 og breytinga á vörugjöldum í byrjun árs 2017. Verðbólguþáttur PM 2017/2 einnig leiðréttað fyrir áhrifum fyrirhugaðra breytinga á virðisaukaskatti samkvæmt ríkisfjármálaáætlun.
Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-14

Væntingar heimila og vaxtaálag á skuldabréfi¹

Janúar 2011 - apríl 2017



1. Væntingavísitala heimila í Bandaríkjunum og vaxtaálag á skuldabréfi bandarískra fyrirtækja með lánsþæfiseinkunn í spákaupmennskuflokki.
Heimildir: FRED-gagnagrunnur Seðlabanka Bandaríkjanna í St. Louis, Macrobond.

Peningamálum 2016/4 urðu Hagstofunni á mistök við mælingu á vísitölu neysluverðs í fyrra sem leiddi til vanmats á verðbólgu á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Af því leiðir einnig að ársverðbólga verður lítillega ofmetin yfir sama tímabil í ár. Um áramótin hækkuðu vörugjöld á fjölda vara, m.a. á eldsneyti, áfengi og tóbaki. Áhrif þess á vísitölu neysluverðs eru svipuð og áhrifin af fyrrnefndri mæliskekkju. Þá áforma stjórnvöld breytingar á óbeinum sköttum á næstu misserum (sjá kafla IV). Sé leiðréttað fyrir þessum áhrifum hafa verðbólguhorfur batnað fyrir þetta og næsta ár (mynd I-13). Það snýst hins vegar við frá ársbyrjun 2019 þegar verðbólga er orðin um ½ prósentu meiri en spáð var í febrúar enda horfur á meiri framleiðsluspennu en áður var spáð. Nánar er fjallað um óvissuþætti verðbólguþáttarinnar hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Lykilforsendur og 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 og rakið hvernig breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem er frábrugðin því sem grunnspáin gerir ráð fyrir.

Peningastefnan

Meginvextir Seðlabankans voru 5% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* og höfðu lækkað um 0,75 prósentur frá sama tíma í fyrra. Eins og fyrri grunnspár bankans byggist núverandi spá á þeirri forsendu að meginvextir þróist á spátímanum í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sé í samræmi við verðbólgu markmiðið til meðallangs tíma.

Aukin bjartsýni í alþjóðlegum efnahagsmálum en áfram meiri hætta á ofmati þegar horft er lengra fram á veginn

Eins og rakið er fyrr í þessum kafla virðist sem heimsbúskapurinn hafi tekið nokkuð við sér í lok síðasta árs og gæti aukinnar bjartsýni á alþjóðamörkuðum, eins og sjá má í hækkingu hlutabréfaverði og langtímavöxtum, aukinni bjartsýni heimila og fyrirtækja og lækkun áhættuálags á alþjóðlegum fjármálamörkuðum (mynd I-14). Þá virðast markaðir hafa tekið vel í áform nýs forseta Bandaríkjanna um innviðafjárfestingu, skattalækanir og fækkun reglugerða um fjármálamarkaði þó að óvissa ríki enn um umfang og tímasetningu slíkra aðgerða. Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár og mögulega fram á það næsta gætu því verið vanmetnar í grunnspá bankans.

Litið lengra fram á veginn eru hins vegar taldar meiri líkur á að alþjóðlegur hagvöxtur sé ofmetinn en að hann sé vanmetinn. Í meginatriðum liggja þar sömu ástæður að baki og í fyrri spám bankans. Hætta er á að útganga Breta úr Evrópusambandinu valdi truflunum í hinu samþætta neti alþjóðaviðskipta. Ásamt vaxandi tilhneigingu til verndarstefnu gæti það sett af stað atburðarás sem dregið gæti úr við-

skiptum milli landa og þannig hægt á efnahagssumsvifum í heiminum. Þá eru hagvaxtarhorfur í Kína óvissar, en landið er ein mikilvægasta aflvél heimshagvaxtar. Eignaverð hefur hækkað mikið þar í landi og svo virðist sem hagvöxturinn sé útlánadrifinn í ríkari mæli en áður. Hagvaxtarhorfur þar virðast því brothættar og snörp leiðrétting eignaverðs gæti reynt mjög á viðnámsþrótt fjármálakerfisins. Fjármálaleg skilyrði í nýmarkaðsríkjum gætu einnig versnað hratt með hækkandi vöxtum í Bandaríkjunum og hækkun á gengi Bandaríkjadals. Sem fyrr standa mörg þróuð ríki frammi fyrir ýmsum áskorunum tengdum hægum framleiðnivexti og öldrun.

Af ofangreindu má ráða að vöxtur eftirspurnar helstu viðskiptalanda í grunnspánni sé mögulega vanmetinn til skemmri tíma litið en ofmetinn þegar litið er lengra fram á veginn. Þá gæti aukin pólitísk óvissa í heiminum eða snörp hækkun olíuverðs leitt til viðsnúnings í þróun útflutnings og viðskiptakjara hér á landi. Áhrif hækkunar raungengis undanfarin misseri á samkeppnistöðu útflutnings- og samkeppnisgreina gætu einnig verið vanmetin. Ekki er því útilokað að forsendur grunnspárinnar um vöxt útflutnings, sérstaklega til lengri tíma, séu of bjartsýnar.

Án herra gengis væri framleiðsluspenna og verðbólga meiri og vextir hærri

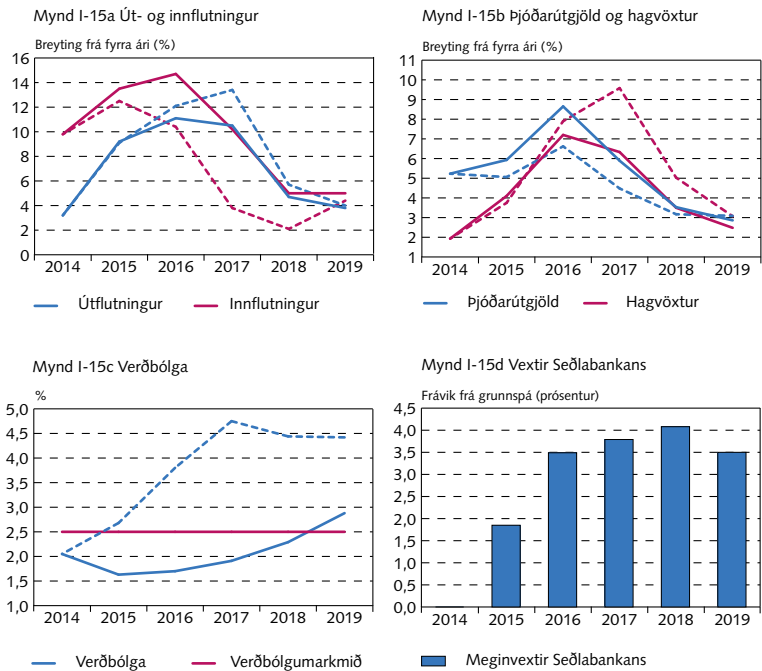
Hækkun á gengi krónunnar hefur leikið lykilhlutverk í aðlögun þjóðarbúsins að þeim búhnykkjum sem hafa fallið því í skaut undanfarin misseri og líklegt að svo verði áfram. Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengið haldi áfram að hækka út næsta ár og að það muni hægja á efnahagssumsvifum og beina eftirspurn að nokkru leyti út úr þjóðarbúinu. Með því að draga úr hagvexti og lækka verð á innfluttri vöru og þjónustu vegur gengishækkunin á móti innlendum verðbólguþrýstingi. Það gerir Seðlabankanum kleift að halda verðbólgu við verðbólguþrýstinginn með lægri vöxtum en ella.

Mynd I-15 sýnir mögulega efnahagsþróun hefði gengi krónunnar ekki hækkað eins og raun ber vitni. Frávíksdæmið gerir ráð fyrir að gengisvísitalan hafi haldist óbreytt í 207 stigum frá árinu 2014 og út spátímann. Það felur í sér að gengi krónunnar hafi verið um fimmtungi lægra í lok árs 2016 en það var í raun og ríflega fjórðungi lægra árið 2019 en gert er ráð fyrir í núverandi grunnspá. Eins og mynd I-15a sýnir hefði lægra gengi krónunnar að öðru óbreyttu leitt til töluvert annarrar framvindu utanríkisviðskipta en raun varð á. Samkvæmt frávíksdæminu hefði útflutningsvöxtur verið um 1 prósentu meiri í fyrra en hann var í raun. Vöxturinn hefði að öðru óbreyttu verið enn meiri í ár eða ríflega 13% í stað 10½% sem nú er spáð. Vöxturinn hefði líklega einnig verið meiri á næsta ári en frá árinu 2019 væri hann orðinn áþekkur því sem hann er í grunnspánni. Munurinn á vexti innflutnings er enn meiri. Án gengishækkunarinnar hefði vöxtur innflutnings þegar verið um 1 prósentu minni árið 2015 og ríflega 4 prósentum minni í fyrra. Munurinn hefði að öðru óbreyttu náð hámarki í ár, en þá eykst innflutningur um tæp 4% í frávíksdæminu í stað ríflega 10% samkvæmt grunnspánni. Vöxturinn er einnig minni á næstu tveimur árum.

Ein af ástæðum hægari innflutningsvaxtar í frávíksdæminu er að lægra gengi krónunnar dregur einnig úr vexti þjóðarútgjalda: lægra

Mynd I-15

Frávíksdæmi með lægra gengi krónunnar¹



1. Frávíksdæmi þar sem gengisvísitala helst óbreytt í 207 stigum frá árinu 2014. Grunnspá PM 2017/2 er sýnd með heilum línum en frávíksdæmið með lægra gengi krónunnar með brotalínunum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

gengi leiðir til minni kaupmáttar en ella og það, ásamt hærri vöxtum (sjá hér á eftir), hægir á neyslu- og fjárfestingarútgjöldum. Eins og mynd I-15b sýnir hefði vöxtur þjóðarútgjalda líklega verið um 1-2 prósentum hægari undanfarin tvö ár hefði gengi krónunnar haldist óbreytt frá árinu 2014. Munurinn er því nokkru minni en í innflutningi sem sýnir hvernig lægra gengi krónunnar stuðlar að því að beina hlutfallslega stærra hluta útgjalda heimila og fyrirtækja að innlendi vöru og þjónustu. Það, ásamt kröftugri útflutningsvexti, gerir það að verkum að hagvöxtur er töluvert meiri í frávíksdæminu en í grunnspánni þrátt fyrir hægari vöxt þjóðarútgjalda. Með lægra gengi hefði hagvöxtur að öðru óbreyttu verið 7,9% í fyrra eða 0,7 prósentum meiri en hann varð í raun og samkvæmt frávíksdæminu yrði hann 9½% í ár eða ríflega 3 prósentum meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir. Horfur væru einnig á meiri hagvexti á næstu tveimur árum hefði gengi krónunnar þróast eins og í frávíksdæminu.

Án gengishækkunarinnar væri spennan í þjóðarbúskapnum því enn meiri en hún er í raun. Innflutningsverð í krónum hefði einnig lækkað minna undanfarin tvö ár og hækkunin á spátímanum orðið meiri sem því nemur. Eins og mynd I-15c sýnir hefði verðbólga því þróast með talsvert öðrum hætti en hún hefur gert. Hún hefði líklega þegar verið komin í markmið árið 2015 og verið komin í tæplega 4% í fyrra. Samkvæmt frávíksdæminu hefði verðbólgan haldið áfram að aukast í ár og verið um 4½% út spátímann. Mun meiri verðbólga hefði að öðru óbreyttu kallað á töluvert harðara taumhald peningastefnunnar til þess að stuðla að því að verðbólga leiti í markmið til meðallangs tíma. Samkvæmt peningastefnureglu þjóðhagslíkans Seðlabankans hefðu meginvextir bankans þurft að vera ríflega 9% í

fyrri eða um 3½ prósentu hærrí en þeir voru í raun og hefði sá munur haldist út spátímann (mynd I-15d).

Það er rétt að taka reikningsæfingum eins og þessum með vissum fyrirvara. Þannig er í dæminu t.d. horft fram hjá því hvernig óbreytt gengi hefði komið til við þessar aðstæður. Væntanlega hefði þurft aðgerðir af hálfu Seðlabankans eins og enn meiri gjaldeyriskaup en raunin varð. Slíkar aðgerðir hefðu ekki verið án hliðarverkana sem ekki er tekið tillit til í dæminu. Eigi að síður sýnir frávíkisdæmið glögglega hve mikilvæg gengishækkunin hefur verið í aðlögun þjóðarbúsins að auknum vexti útflutnings og viðskiptakjarabatanum. Gengishækkunin hefur bæði hægt á efnahagssumsvifum og beint hluta tekjuaukans sem rekja má til búhnykkjanna út úr þjóðarbúinu. Hefði gengi krónunnar ekki hækkað eins og það hefur gert hefði áraunin á innlenda framleiðsluþætti því verið enn meiri. Þá hefur gengishækkunin létt á spennunni í þjóðarbúskapnum með því að auðvelda innflutning á nýjum framleiðsluauðföngum, bæði vinnuafli og fjármagni, til að mæta vexti efnahagssumsvifa. Frávíkisdæmið sýnir einnig hversu mikilvægu hlutverki gengi krónunnar leikur í miðlun taumhalds peningastefnunnar út í þjóðarbúskapinn. Án gengishækkunarinnar hefði þurft hærrí vexti Seðlabankans til að sporna gegn því að vaxandi spenna og miklar launahækkningar leiddu til þess að verðbólga og verðbólguvæntingar misstu kjölfestu við markmið bankans.

Hægir á hækkun húsnæðisverðs frá næsta ári

Raunverð húsnæðis hækkaði um 11,4% í fyrri og hefur hækkað um tæplega 50% frá því að það var lægst í ársbyrjun 2010. Hækkunin er svipuð og á tímabilinu frá ársbyrjun 2004 til ársloka 2007 og er raunverðið nú orðið lítillega hærrí en það var hæst í lok árs 2007. Eins og fjallað er um í kafla III er hækkunin svipuð þegar horft er til hlutfalls húsnæðisverðs og byggingarkostnaðar en minni sé húsnæðisverð sett í hlutfall við laun eða ráðstöfunartekjur á mann.

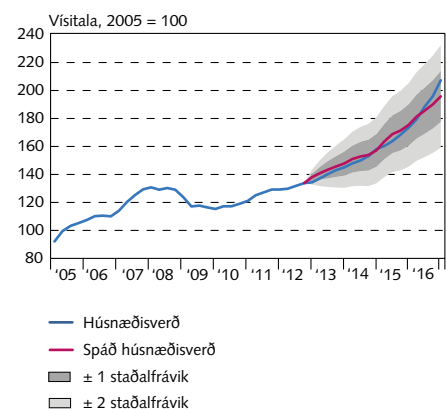
Húsnæðisverð hefur lengst af hækkað álíka mikið og þættir sem taldir eru ráða húsnæðisverði samkvæmt þjóðhagslíkani Seðlabankans. Mynd I-16 sýnir samanburð á þróun húsnæðisverðs við kvika (e. dynamic) spá með húsnæðisverðsjöfnu þjóðhagslíkansins frá fyrsta ársfjórðungi 2013 til fyrsta ársfjórðungs þessa árs. Eins og myndin sýnir hefur hækkun húsnæðisverðs undanfarin fjögur ár verið svipuð og búast mætti við miðað við sögulegt samband húsnæðisverðs, ráðstöfunartekna og raunvaxta. Þótt spáfrávik séu vel innan skekkjumarka er húsnæðisverð hins vegar farið að hækka hraðar en spájafnan gefur til kynna í blálok spátímans. Það er einnig í takt við niðurstöður sérstakra tölfræðiprófa sem benda til vaxandi misvægis milli húsnæðisverðs og þeirra þátta sem alla jafnan ráða þróun þess frá seinni hluta síðasta árs eða byrjun þessa árs.³

Samkvæmt grunnspánni nær árshækkun húsnæðisverðs hámarki í ár en síðan hægir á henni frá og með næsta ári í takt við aukið fram-

Mynd I-16

Raunverulegt og spáð húsnæðisverð¹

1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2017



1. Húsnæðisverðspáin er fengin með kvikri spá frá 1. ársfj. 2013 - 1. ársfj. 2017 með húsnæðisverðsjöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Notast er við GSADF-prófið sem er einhliða einingarrótarpróf sem leitar að óstöðugri rót (e. explosive root) í eignaverði [P. C. B. Phillips, Y. Wu og J. Yu (2011), „Explosive behavior in the 1990s NASDAQ: When did exuberance escalate asset values?“, *International Economic Review*, 52, 201-226]. Þetta tölfræðipróf bendir ótvírætt til bólu myndunar í húsnæðisverði í aðdraganda fjármálakreppunnar árið 2008. Á sama tíma hækkaði húsnæðisverð einnig langt umfram það sem húsnæðisverðsjafna þjóðhagslíkans bankans spáði fyrir um.

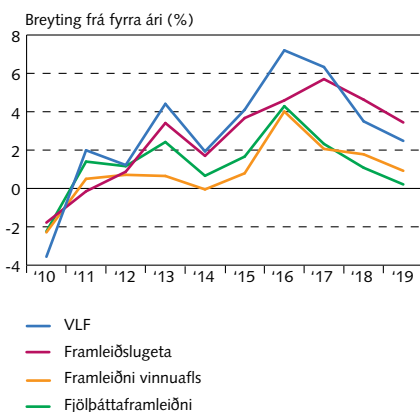
boð íbúðarhúsnæðis og aðlögun tekna og eftirspurnar að langtíma leitnivexti. Ekki er hins vegar útilokað að þróun húsnæðisverðs víki enn frekar frá þróun launa og tekna, ekki síst ef hækkunin yrði drifin áfram af lántöku sem byggðist á því að húsnæðisverð héldist áfram hátt. Við slíkar aðstæður gæti ójafnvægið byggst enn hraðar upp í þjóðarþúinu og hætta aukist á hraðri og harkalegri leiðréttingu síðar meir. Ekki er heldur útilokað að húsnæðisverð hækki hægar en spáð er, t.d. ef mikill tekjuvöxtur undanfarinna missera snýst við vegna utanaðkomandi áfalls eins og rýrnunar viðskiptakjara eða samdráttar í útflutningi. Í kjölfarið gætu tekjur og auður heimila minnkað og eftirspurn þeirra, þ.á m. eftir húsnæði, dregist saman. Að öðru óbreyttu myndi þá draga hraðar úr vexti efnahagsumsvifa en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Vexti eftirspurnar hefur verið mætt með innflutningi framleiðsluþátta og bættri nýtingu þeirra

Eins og rakið hefur verið fyrir í þessum kafla hefur hagvöxtur hér á landi verið mikill undanfarin ár og horfur eru á að svo verði einnig í ár. Vöxturinn hefur verið langt umfram langtíma hagvaxtargetu þjóðarþúsins og verður enn um sinn. Spenna í þjóðarþúskapnum hefur því aukist og er talið að framleiðsluspennan hafi numið 2½% af framleiðslugetu í fyrra og aukist í 3½% í ár. Hún væri hins vegar mun meiri ef framleiðslugeta þjóðarþúsins væri ekki einnig talin hafa vaxið hraðar en sem nemur langtímaleitni vexti hennar. Áætlað er að framleiðslugetan hafi vaxið um 3¾% árið 2015 og um 4½% í fyrra. Hefði framleiðslugetan vaxið í takt við langtímaleitni hefði framleiðsluspennan í fyrra því verið að öðru óbreyttu liðlega tvöfalt meiri en nú er áætlað. Samkvæmt grunnspánni heldur framleiðslugetan áfram að aukast hratt í ár og á næsta ári en þegar líða tekur á spátímam hnígur vöxturinn smám saman að leitni.

Eins og rakið er fyrir í þessum kafla skýrist hinn óvenju mikli vöxtur framleiðslugetu af nokkrum þáttum. Framleiðsluþættirnir vinnuafli og fjármagn hafa vaxið mikið en nýting þeirra hefur einnig batnað. Framleiðnivöxtur mældist óvenju mikill í fyrra og horfur eru á að hann verði einnig mikill í ár.⁴ Eins og sést á mynd I-17 virðist vöxtur fjölþáttaframleiðni (e. total factor productivity) skýra lungann úr framleiðnivextinum í fyrra og í ár en framlag vaxtar fjármagnsstofnsins er tiltölulega lítið, þótt það aukist er líður á spátímam.⁵ Þróunin sýnir hversu sveigjanleg framboðshlið þjóðarþúsins er: þegar efnahagsáfall ríður yfir dregst framboðshliðin saman en undanfarið hefur hún vaxið hratt með miklum innflutningi framleiðsluáðfanga og betri nýtingu þeirra. Eins og rakið er hér að framan gegnir hækkun á gengi krónunnar hér mikilvægu hlutverki: hún lækkar hlutfallslegt verð innfluttra framleiðsluáðfanga og auðveldar þannig aðlögun þjóðarþúsins að búhnykkjum sem hafa dunið á þjóðarþúinu undanfarin ár.

Mynd I-17
Framleiðni vinnuafis og undirliggjandi þættir 2010-2019¹



1. Framleiðni vinnuafis er metin sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Fjölþáttaframleiðni er metin sem frávik VLF frá því framleiðslustigi sem fæst með fullri nýtingu framleiðsluþátta út frá framleiðslufalli þjóðhagslíkans bankans. Grunnspá Seðlabankans 2017-2019.

Heimildir: Hagstofa Íslands Seðlabanki Íslands.

4. Eins og fjallað er um í kafla V er líklegt að framleiðnivöxturinn í fyrra endurspegli að einhverju leyti mæliskekkju vegna vanmats á umfangi erlends vinnuafis. Það þarf þó ekki að breyta matinu á vexti framleiðslugetu þjóðarþúsins: framleiðnivöxtur væri þá minni en á móti væri vöxtur fólks á vinnuálfri meiri. Eins og rakið er í köflum V og VI kann ofmat framleiðnivaxtar einnig að tengjast ofmati á hagvexti ársins þar sem verðþáttur landsframleiðslunnar sé vanmetinn. Sé það rétt er einnig líklegt að vöxtur framleiðslugetu í fyrra hafi verið ofmetinn.
5. Vöxtur fjölþáttaframleiðni er sá hluti framleiðsluaukningar sem er umfram það sem skýra má með vexti framleiðsluþátta fjármagns og vinnuafis. Sjá nánar í kafla V.

Hversu sveigjanleg framboðshlið þjóðarbúsins getur orðið er hins vegar takmörkum háð, eins sjá má t.d. á vaxandi erfiðleikum fyrirtækja við að ráða starfsfólk og viðvarandi launaþrýstingi. Einnig er óvissa um hversu lengi jafn hraður vöxtur framleiðslugetu og undanfarin ár getur varað. Matið er háð mikilli óvissu enda byggist það að nokkru leyti á túlkun hagstærða sem ekki eru mælanlegar. Sé vöxtur framleiðslugetu ofmetinn felur það í sér að framleiðsluspennan í grunnspánni er vanmetin og þar með undirliggjandi verðbólguþrýstingur og hið gagnstæða sé um vanmat að ræða.

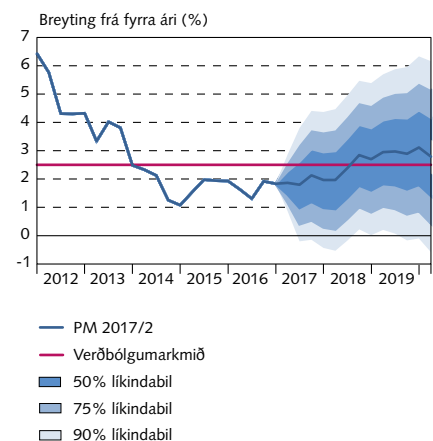
Verðbólguhorfur sem fyrr óvissar

Þau álitamál sem rakin eru hér að framan undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólguhorfur gætu t.d. verið lakari en samkvæmt spánni ef krafturinn í innlendri eftirspurn er vanmetinn eða sveigjanleiki framboðshliðar þjóðarbúsins ofmetinn. Framundan er einnig fjöldi kjarasamninga sem gætu leitt til meiri launahækka-ana en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Mikil spenna á vinnumarkaði gæti einnig leitt til meira launaskriðs en spáin gerir ráð fyrir. Þá gæti geta innlendra fyrirtækja til að taka á sig frekari kostnaðarhækkunarir verið komin að endamörkum, sérstaklega fyrirtækja í útflutnings- og samkeppnisgreinum sem hafa þurft að þola töluverða skerðingu á samkeppnisstöðu með hækkandi raungengi. Ójafnvægið á húsnæðis- markaði gæti einnig verið vanmetið sem gæti kynt enn frekar undir spennunni í þjóðarbúinu og aukið hættu á snarpri leiðréttingu síðar meir. Slakni meira á aðhaldi opinberra fjármála en nú er gert ráð fyrir væri eftirspurnarþrýstingur einnig vanmetinn. Allt þetta gæti reynt á nýfengna kjölfestu verðbólguvæntinga.

Verðbólguhorfur samkvæmt grunnspánni gætu einnig reynst of dökkar. Útlit er fyrir að afgangur á viðskiptum við útlönd verði áfram töluverður og erlend staða haldi því áfram að batna. Jafnvægisgengi krónunnar gæti því átt eftir að hækka meira en gert er ráð fyrir í spánni og toga gengi krónunnar enn meira upp. Hægari hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum og veikari bati alþjóðlegs hrá- og olíuverðs gæti einnig leitt til minni efnahagsumsvifa innanlands og dregið á langinn áhrif innfluttrar verðhjöðnunar sem hefur hjálpað til við að halda aftur af verðbólgu hér á landi. Áhrif aukinnar alþjóðlegrar samkeppni á verð-ákvarðanir fyrirtækja í innlendri smásölu gætu einnig verið vanmetin. Að lokum gæti vöxtur framleiðslugetu enn verið vanmetinn.

Mynd I-18 sýnir 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 *Peningamálu* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Óvissa um verðbólguhorfur er talin svipuð og hún var metin í febrúar. Líkt og þá er líkindadreifing verðbólguþrýstingurinnar talin samhverf. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1-3% að ári liðnu og á bilinu 1½-4¼% í lok spátímans.

Mynd I-18
Verðbólguþrýstingur og óvissumat
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2020



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.