

Hraðari aðlögun hagvaxtar að langtímaleitnivexti

Alþjóðlegur efnahagsbati hefur sótt enn frekar í sig veðrið og nær nú til fleiri landa en áður. Aukinnar bjartsýni gætir um heimsbúskapinn þótt áhrif pólitískrar óvissu séu enn til staðar. Þrátt fyrir að alþjóðlegum efnahagsbata hafi vaxið ásmegin hefur hægt nokkuð á vexti útflutnings Íslands eftir hraðan vöxt á seinni hluta síðasta árs. Svo virðist sem lengri tíma hafi tekið að vinna upp framleiðslutap fyrir-tækja í sjávarútvegi eftir verkfall sjómanna í byrjun árs og að hraðar hafi hægt á vexti þjónustuútflutnings en gert var ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála*. Þá eru vísbendingar um að verðlag sjávarafurða, sem hefur verið helsta uppspretta viðskiptakjarabatans undanfarin ár, hafi gefið eftir á þriðja fjórðungi ársins og að viðskiptakjarabati verði því nokkru minni á árinu en áður var spáð. Því eru horfur á að hraðar muni draga úr viðskiptaafgangi en áður var talið.

Hægari vöxtur útflutnings gerir það að verkum að hagvaxtarhorfur fyrir árið í ár breytast frá fyrri spá bankans. Hagvöxtur var 4,3% á fyrri hluta ársins og hafði minnkað úr ríflega 10% á seinni hluta síðasta árs. Þetta var minni hagvöxtur en áður var gert ráð fyrir og nú er talið að hann verði 3,7% á árinu í heild í stað 5,2% í ágústspánni. Horfur um vöxt innlendrar eftirspurnar breytast hins vegar lítið og er því spáð að hún muni aukast um 6,3% frá fyrra ári, studd af miklum hækkunum ráðstöfunartekna og slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu ár breytast hins vegar lítið frá fyrri spá bankans. Talið er að á næsta ári verði hagvöxtur svipaður og í ár en að á honum hægi enn frekar í átt að langtímaleitnivexti þegar líður á spátímann. Hagvöxtur verður þó mikill á meginhluta spátímans og vel yfir sögulegu meðaltali og meðalhagvexti í helstu viðskiptalöndum.

Vísbendingar eru um að framleiðsluspenna sem tók að myndast snemma árs 2015 hafi náð hámarki. Sakir mikils hagvaxtar undanfarin ár og á meginhluta spátímans mun spennan þó ekki hverfa að fullu úr þjóðarbúskapnum fyrr en undir lok spátímabilsins. Verðbólga var 1,9% í október og hefur verið við eða undir markmiði í hátt á fjórða ár. Vísbendingar eru um að kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga í markmiðinu sé traustari en áður. Horfur eru á að verðbólga verði áfram undir markmiði fram á mitt næsta ár en að hún verði að meðaltali við markmið á spátímanum. Spáð er að verðbólga verði heldur minni en í ágústspánni meginhluta spátímans, fyrst og fremst vegna minni spennu í þjóðarbúinu og minni hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu en þá var gert ráð fyrir.

I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans¹

Alþjóðlegur hagvöxtur sækir í sig veðrið og nær til æ fleiri landa

Heimshagvöxtur mældist 3,2% í fyrra sem er sá minnsti frá alþjóðlegu fjármálakreppunni og hátt í ½ prósentu undir sögulegu meðaltali. Vísbendingar um bata hafa hins vegar orðið skýrari eftir því sem liðið hefur á þetta ár. Einnig virðist sem hagvöxtur sækir í sig veðrið og nái til æ fleiri landa. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir ráð fyrir að heimshagvöxtur muni ná langtímameðaltali sínu í ár og að heimsframleiðslan vaxi um 3,6% frá fyrra ári. Samkvæmt spá sjóðsins eykst heimshagvöxtur enn frekar á næstu árum og verður að meðaltali 3,7% á ári. Þetta eru betri horfur en sjóðurinn hafði áður gert ráð fyrir og er það í annað skiptið í röð sem hann endurskoðar spár sínar upp á við en á undangengnum árum hefur sjóðurinn kerfisbundið ofmetið alþjóðlegar hagvaxtarhorfur.

Samkvæmt grunnspánni er gert ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði 2,2% í ár og hafa horfur lítilla batnað frá ágústspá *Peningamála* (mynd I-1). Vegur þar þyngst kraftmeiri efnahagsbati á evrusvæðinu en hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum eru einnig taldar lítilla betri. Á móti vega vísbendingar um lakari hagvöxt í Bretlandi en áður var spáð. Líkt og í ágúst er talið að heldur hægi á hagvexti í helstu viðskiptalöndum á næsta ári og að hann verði um 2% á ári á næstu þremur árum. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

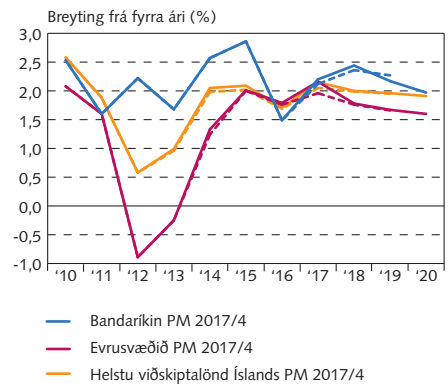
Óhagstæðari þróun viðskiptakjara í ár en áður var spáð en mat á gengishorfum lítið breytt

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötnuðu verulega árin 2014-2015 sem má fyrst og fremst rekja til lækkunar á alþjóðlegu olíu- og hrávöruverði og hagstæðrar þróunar verðs sjávarafurða (sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/2). Í fyrra stóð verðlag sjávarafurða hins vegar í stað í erlendum gjaldmiðlum og viðskiptakjör vöruviðskipta rýrnuðu um liðlega 2% þótt viðskiptakjör í heild hafi áfram batnað (mynd I-2). Horfur eru á að framhald verði á þessari þróun í ár: viðskiptakjör vöru rýrna um liðlega 2% til viðbótar en í heild batna þau um tæplega 1%. Þetta er óhagstæðari þróun en spáð var í ágúst og skýrist það fyrst og fremst af mun lakara verði sjávarafurða á þriðja fjórðungi ársins. Við bætist hraðari hækkun olíu- og hrávöruverðs en á móti vegur hagstæðari þróun álverðs. Samkvæmt spánni halda viðskiptakjör vöru áfram að rýrna á næstu árum en fyrir vörur og þjónustu standa þau nokkurn veginn í stað.

Sveiflur í gengi krónunnar jukust í sumar en þær hafa minnkað á ný eftir því sem gjaldeyrismarkaðurinn hefur náð að fóta sig betur í nýju umhverfi frjálsra fjármagnshreyfinga.² Viðskiptavegið meðal-

Mynd I-1

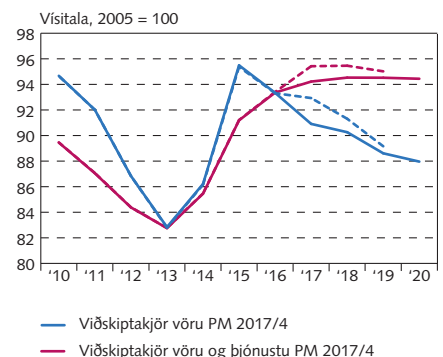
Alþjóðlegur hagvöxtur 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Heimildir: OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2

Viðskiptakjör 2010-2020¹

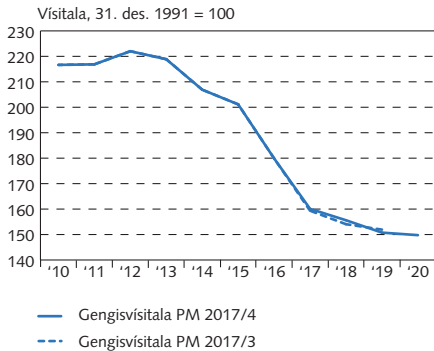


1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

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

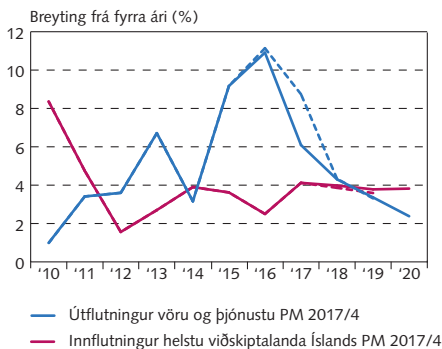
2. Í rammagrein 1 er fjallað um gengissveiflur í sögulegu og alþjóðlegu samhengi. Rammagrein 2 fjallar um hina sérstöku bindiskyldu sem Seðlabankinn notar til að tempra fjármagnsinnflæði.

Mynd I-3
Gengi krónunnar 2010-2020¹



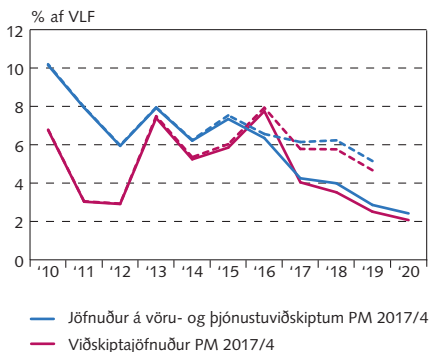
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Þróng viðskiptavog.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

gengi krónunnar lækkaði um liðlega 5% milli ársfjórðunga á þriðja fjórðungi ársins sem er mjög svipað því sem gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans. Eftir sem áður var gengi krónunnar ríflega 8% hærra gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla en á sama ársfjórðungi í fyrra. Líkt og í ágúst er talið að gengið hækki framan af spátímanum en að hækkinin verði töluvert minni en undanfarið ár (mynd I-3). Sem fyrr er hækkinin drifin áfram af hækkanði jafnvægisraungengi. Jafnvægisgengið er þó talið hækka heldur minna en áður var gert ráð fyrir í takt við lakari horfur um viðskiptakjör og spá um minni afgang á viðskiptum við útlönd eins og rakið er hér á eftir. Um þessar horfur og mat á jafnvægisraungengi er ávallt nokkur óvissa. Nánar er fjallað um þessa óvissu síðar í þessum kafla og um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

Hægari vöxtur útflutnings í ár og horfur á að viðskiptaafgangurinn minnki hraðar

Einn meginríkraftur efnahagsbata undanfarinna ára hefur verið gríðarlegur uppgangur íslenskrar ferðaþjónustu sem hefur staðið undir 10% meðalvexti útflutnings undanfarinna tveggja ára. Eftir því sem liðið hefur á árið hafa sést merki um að tekið sé að hægja á vextinum. Á fyrri hluta þessa árs jókst útflutningur vöru og þjónustu um ríflega 6% frá fyrra ári og horfur eru á að vöxturinn á árinu öllu verði svipaður. Það er þó eftir sem áður ágætur vöxtur, sérstaklega þegar haft er í huga að eftirspurn helstu viðskiptalanda hefur að meðaltali aukist um u.þ.b. 3% á ári undanfarin ár (mynd I-4). Vöxturinn er hins vegar nokkru minni en spáð var í ágúst og skýrist það annars vegar af því að þjónustuútflutningur jókst minna á fyrri hluta ársins en áður hafði verið talið og horfur eru á hægari vexti það sem eftir lifir árs. Hin skýringin á lakari horfum fyrir útflutning í ár er að svo virðist sem vöxtur útflutningsframleiðslu sjávarafurða á þriðja ársfjórðungi hafi verið mun minni en áður var talið og benda samtöl við aðila í sjávarútvegi til þess að hægari gengið að vinna upp framleiðslutap sem varð í kjölfar verkfalls sjómanna í ársbyrjun. Þá bætist við að kísilútflutningur verður minni í ár en áður hafði verið áætlað. Líkt og í fyrri spá bankans er talið að áfram muni hægja á vexti útflutnings á næstu árum.

Samspil hægari útflutningsvaxtar og minni viðskiptakjarabata gerir það að verkum að spáð er minni afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum í ár en áður hafði verið gert ráð fyrir. Í ágústspá bankans var talið að hann yrði um 6% af landsframleiðslu en nú er spáð 4,2% afgangi og skýrir hægari vöxtur útflutnings um þrjá fjórðu munarins (mynd I-5). Afgangurinn minnkar einnig hraðar á næsta ári vegna þess að hraðari vöxtur þjónustuinflutnings leggst þá á sömu sveif. Talið er að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum verði 4% á næsta ári og að hann verði kominn í 2½% árið 2020. Viðskiptajöfnuður þróast með áþekkingu hætti. Afgangur nam tæplega 8% af landsframleiðslu í fyrra en verður 4% í ár og 2% árið 2020. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Mikill vöxtur innlestrar eftirspurnar og horfur á hraðari vexti einkaneyslu en spáð var í ágúst

Kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur aukist um ríflega 9% á ári undan-

farin tvö ár og horfur eru á að hann aukist um tæp 8% í ár. Hefur hann þá aukist um ríflega þriðjung á fjórum árum og er orðinn meiri en hann var mestur fyrir fjármálakreppuna. Á sama tíma hefur hreinn auður heimila aukist um hátt í fjórðung á ári á föstu verði. Fjárhagsleg skilyrði heimila hafa því batnað verulega og endurspeglast það í kröftugum vexti einkaneyslu. Hún jókst um liðlega 7% í fyrra og 8,3% á fyrri hluta yfirstandandi árs samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Spá bankans um vöxt einkaneyslu í ár hefur því verið endurskoðuð upp á við og er nú gert ráð fyrir 7,9% vexti í stað 7,1% í ágústspá bankans (mynd I-6). Gert er ráð fyrir að heldur hægi á vexti einkaneyslu er líður á spátímann. Þrátt fyrir mikinn vöxt neysluútgjalda hafa heimilin náð að byggja upp töluverðan eigin sparnað enda hafa ráðstöfunartekjur vaxið enn hraðar. Áætlað er að heimilin hafi sparað um 10½% af ráðstöfunartekjum sínum í fyrra og að hlutfallið haldist svipað út spátímann.

Fjárfestingarumsvif hafa að sama skapi aukist hratt undanfarin ár. Í fyrra jókst atvinnuvegafjárfesting um ríflega 26% og kemur það í kjölfar tæplega 30% vaxtar árið 2015. Íbúðafjárfesting jókst einnig um hátt í þriðjung í fyrra og því jókst fjárfesting alls um tæplega 23% og nam hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu liðlega 21% sem er hið hæsta síðan árið 2008 og hátt í 1 prósentu yfir meðaltali undanfarins aldarfjórðungs. Fyrirséð var að hægja myndi á þessum mikla vexti í ár en áfram er samt gert ráð fyrir töluverðum vexti eða tæplega 9%. Eins og í ágústspá bankans er talið að heildarfjármunamyndun muni dragast lítillega saman á næsta ári vegna samdráttar í atvinnuvegafjárfestingu. Þetta endurspeglar hins vegar nokkurn samdrátt í fjárfestingu í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Í öðrum atvinnurekstri heldur fjárfesting hins vegar áfram að aukast um tæplega 10%. Gangi spáin eftir mun hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu haldast í liðlega 21% út spátímann (mynd I-7).

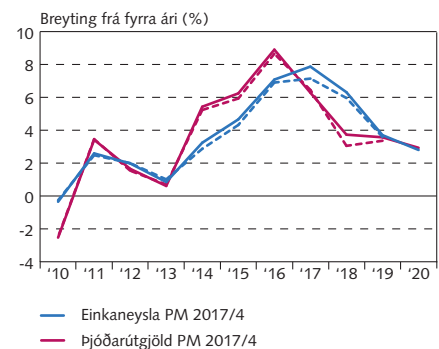
Neyslu- og fjárfestingarútgjöld jukust um 6,1% á fyrri hluta þessa árs. Á móti vó nokkur samdráttur birgða, sérstaklega í sjávarútvegi, og jukust því þjóðarútgjöld minna eða um 5,4%. Gert er ráð fyrir að vöxtur þjóðarútgjalda á árinu í heild verði 6,3% og kemur það í kjölfar 8,9% vaxtar í fyrra og hátt í 7% meðalvaxtar undanfarin þrjú ár (mynd I-6). Talið er að þjóðarútgjöld muni aukast um 3½% á ári næstu tvö ár en að vöxturinn minnki í um 3% árið 2020. Nánari umfjöllun um innlenda eftirspurn einkageirans og hins opinbera er að finna í kafla IV.

Dregur hraðar úr hagvexti en áður var spáð

Hagvöxtur mældist 10,4% á seinni hluta árs 2016 en samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar hægði töluvert á vextinum á fyrri hluta þessa árs. Hann mældist 5,2% á fyrsta ársfjórðungi og minnkaði enn frekar í 3,4% á öðrum ársfjórðungi. Hjöðnun hagvaxtar var að nokkru leyti fyrirsjáanleg enda viðbúið að hægja myndi á hinum hraða vexti þjónustuútflutnings á seinni hluta síðasta árs, auk þess sem vitað var að áhrifa sjómannaferkfalls á útflutning og birgðastöðu sjávarafurða myndi gæta á fyrri helmingi ársins. Hjöðnunin var hins vegar nokkru meiri en gert hafði verið ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála* en þar var spáð 5,6% hagvexti á fyrri hluta þessa árs en samkvæmt

Mynd I-6

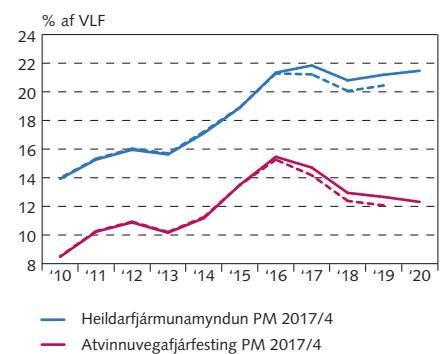
Einkaneysla og þjóðarútgjöld 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

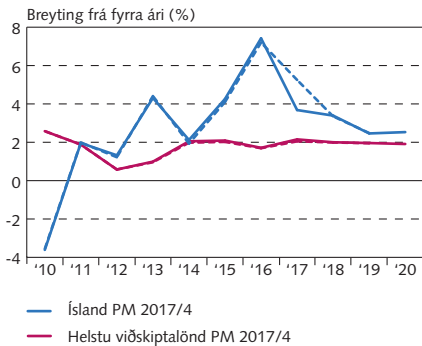
Mynd I-7

Fjármunamyndun 2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Hagvöxtur á Íslandi og í viðskiptalöndum
2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst landsframleiðslan um 4,3%. Horfur fyrir þriðja ársfjórðung eru einnig lakari í ljósi vísbendinga um að vöxtur útflutnings hafi hjaðnað hraðar en þá var spáð. Nú er talið að hagvöxtur á þriðja fjórðungi verði liðlega 1% og rétt yfir 3% á seinni hluta ársins í stað tæplega 5% í ágústspá bankans. Hagvöxtur á árinu í heild verður því töluvert minni en þá var spáð eða 3,7% í stað 5,2% (mynd I-8). Horfur fyrir næstu ár hafa hins vegar lítið breyst. Á næsta ári er spáð 3,4% hagvexti, sem er áþekkur vöxtur og í ár, en að hann hjaðni síðan í átt að langtímahagvaxtargetu og verði u.þ.b. 2,5% á árunum 2019-2020.³

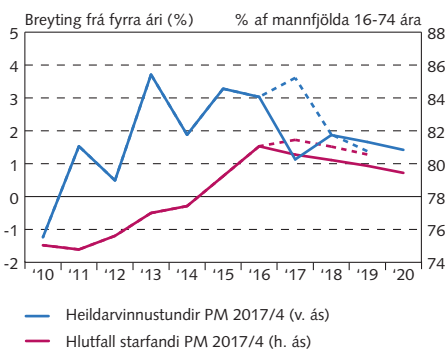
Eins og í fyrri spám bankans er hagvöxtur á öllu tímabilinu yfir meðalhagvexti í helstu viðskiptalöndum og gangi spáin eftir mun núverandi hagvaxtarskeið spanna áratug sem er lengsta hagvaxtarskeið frá upphafi mælinga sé miðað við hagvöxt á mann. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Vísbendingar um að tekið sé að hægja á vexti vinnuafleiftirspurnar og að framleiðsluspennan hafi náð hámarki

Frekari vísbendingu um að tekið sé að hægja á vexti efnahagssumsvifa má finna á vinnumarkaði en þar hefur hægt töluvert á fjölgun starfa samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Störfum fjölgaði um 1,8% á öðrum fjórðungi en á hinum þriðja stóð fjöldinn í stað. Fækkun meðalvinnustunda olli því að heildarvinnustundir drógust saman á þriðja ársfjórðungi í fyrsta sinn síðan árið 2012. Þetta er athyglisvert í ljósi þess að erlendum ríkisborgurum sem flytjast til landsins fjölga enn og að fólki á vinnualdri fjölga hratt. Líklegt er að þróunin endurspegli að einhverju leyti mælivanda í vinnumarkaðskönnuninni sem virðist ná seint eða illa til fjölda erlendra ríkisborgara sem hér starfar (sjá kafla V). Þótt túlka þurfi niðurstöður vinnumarkaðskönnunarinnar með nokkrum fyrirvara virðist þó ljóst að tekið sé að hægja á vexti vinnuafleiftirspurnar. Samkvæmt nýrri Gallup-könnun hefur hlutfall fyrirtækja sem vill fjölga starfsfólki umfram þau sem vilja fækka þeim heldur lækkað og hið sama má segja um hlutfall fyrirtækja sem búa við skort á vinnuafli eða segjast starfa við eða umfram full afköst. Áfram eru þessi hlutföll þó há í alþjóðlegum og sögulegum samanburði og enn eru töluvert fleiri fyrirtæki sem vilja fremur fjölga starfsfólki en fækka. Þá minnkar atvinnuleysi enn og mældist 2,3% á þriðja ársfjórðungi að teknu tilliti til árstíðar.

Talið er að heildarvinnustundum muni fjölga svipað það sem eftir lifir árs og raunin hefur verið það sem af er ári. Fjölgunin frá fyrra ári verður því liðlega 1% sem er töluvert minni fjölgun en spáð var í ágúst (mynd I-9). Hlutfall starfandi verður því tæplega 1 prósentu lægra í ár en áður var talið og helst munurinn út spátímann. Spáð er að atvinnuleysi verði um 2,6% að meðaltali í ár og hefur það þá lækkað um 0,4 prósentur frá fyrra ári og tæplega 6 prósentur frá því að það var hæst árið 2010. Talið er að mikill innflutningur vinnuafis haldi aftur

Mynd I-9
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2010-2020¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Líkt og fjallað er um í rammagrein 3 eru spár með svo kölluðu heildarjafnvægislíkani notaðar til samanburðar við grunnspá bankans. Heildarjafnvægislíkanið spáir meiri hagvexti á næsta ári en minni hagvexti árið 2019. Fyrir spátímabilið í heild eru horfur hins vegar nánast eins. Verðbólguhorfur eru einnig mjög svipaðar en þar vegast á áhrif lægra gengis og minni launahækkana samkvæmt jafnvægislíkaninu en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

af launahækkunum og því sé jafnvægisatvinnuleysið heldur lægra en áður var talið. Mælt atvinnuleysi eykst því hægar á næstu árum en áður var spáð og verður rétt yfir 3% í lok spátímans (mynd I-10).

Endurskoðun Hagstofunnar á hagvexti undanfarinna ára gerir það að verkum að framleiðsluspenna er metin meiri í árslok 2016 en hún var metin í ágústspá bankans.⁴ Horfur á hægari hagvexti í ár valda því hins vegar að gert er ráð fyrir minni spennu í ár. Talið er að hún verði tæplega 2% af framleiðslugetu í lok árs sem er 1 prósentu minni spennu en spáð var í ágúst (mynd I-10). Líkt og þá er talið að spennan haldi áfram að minnka og verði nánast horfin í árslok 2020.

Eins og fjallað var um í *Peningamálum* 2017/2 byggist mat á framleiðsluspennu í þjóðarþáttinum um þessar mundir á því að framleiðslugeta þess hafi vaxið hratt undanfarin ár og langt umfram langtímaleitni. Skýrist það af miklum innflutningi vinnuafis og framleiðslutækja. Talið er að vöxtur framleiðslugetu leiti líkt og hagvöxtur smám saman í langtímaleitni er líður á spátímann. Rétt er að hafa í huga að matið á framleiðslugetu og vexti hennar, og þar með á framleiðsluspennunni sjálfri, er ávallt háð nokkurri óvissu. Nánar er fjallað um vinnuþáttinn og nýtingu framleiðsluþátta þjóðarþáttins í kafla V.

Verðbólga eykst er líður á næsta ár en helst nálægt verðbólguþáttinum á spátímanum

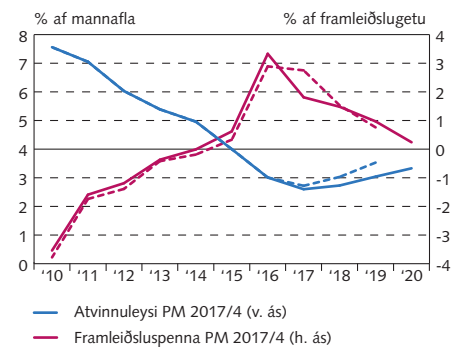
Verðbólga mældist 1,7% á þriðja ársfjórðungi og var óbreytt frá fyrri fjórðungi. Hún hefur verið á bilinu 1½-2% frá öðrum ársfjórðungi 2015 og við eða undir markmiði í tæp fjögur ár. Verðbólga jókst í október og mældist 1,9% en í mánuðinum á undan hafði hún hjaðnað og mælt 1,4%. Sem fyrr mælist verðbólga án áhrifa húsnæðiskostnaðar töluvert minni. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði lækkað um 2,3% í október frá sama tíma í fyrra en samræmda vísitalan var 2,7% lægri í september en í sama mánuði í fyrra.

Verðbólguvæntingar virðast í ágætu samræmi við verðbólguþáttinum. Svo virðist sem kjölfesta þeirra í markmiðinu hafi styrkst eins og merkja má af tiltölulega takmörkuðum áhrifum gengislækkunar krónunnar sl. sumar á langtímaþæntingar. Eins og fjallað er um í nýbirtu riti bankans er það breyting frá fyrri árum þegar langtímaverðbólguvæntingar virtust næmari fyrir óvæntum efnahagsatburðum.⁵

Launavísitala Hagstofunnar hækkaði um 7,4% á þriðja ársfjórðungi frá sama fjórðungi í fyrra og talið er að launakostnaður muni hækka um riflega 6% að meðaltali í ár sem kemur í kjölfar riflega 9% hækkunar í fyrra og um 17% hækkunar undanfarin tvö ár. Þessar miklu launahækkunir hafa vegið á móti áhrifum innfluttrar verðhjöðunar og hækkunar á gengi krónunnar á verðbólgu. Aukin framleiðni vinnuafis vegur einnig á móti áhrifum launahækkana á verðbólgu

Mynd I-10

Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2010-2020¹



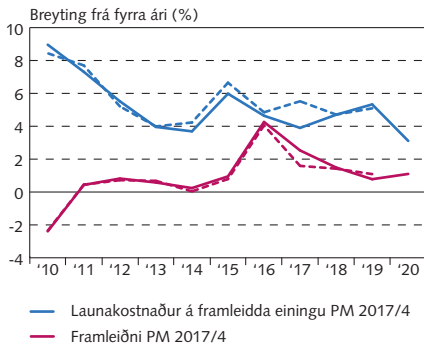
1. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

4. Hagstofan hefur endurskoðað hagvaxtartölur allt frá árinu 1997. Hagvöxtur undanfarinna þriggja ára er talinn vera 0,2 prósentum meiri en samkvæmt fyrri tölum og landsframleiðslan árið 2016 um 1½% hærra en í fyrri tölum (sjá rammagrein 4).

5. Í ritinu kemur einnig fram að frávik verðbólgu frá markmiði hafa minnkað verulega á undanföllum árum og eru stór frávik frá markmiði mun fátíðari en áður. Þá hafa sveiflur í verðbólgu og verðbólguvæntingum minnkað. Hefur það leitt til þess að sveiflur í langtímarauðvöxtum hafa einnig minnkað en það hefur stuðlað að því að draga úr sveiflum í efnahagsumsvifum og gengi krónunnar. Sjá Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólguþáttinum: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, *Sérítt* nr. 11.

Mynd I-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2010-2020¹



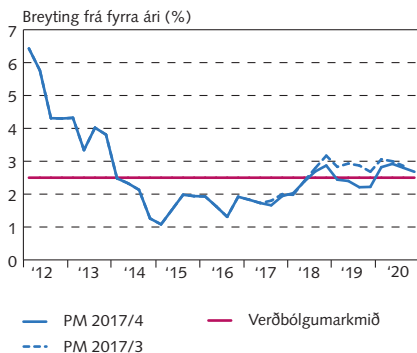
1. Framleiðni mæld sem landsframleiðsla í hlutfalli af heildarvinnustundum. Grunnspá Seðlabankans 2017-2020. Brotalínur sýna spá frá PM 2017/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga¹

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2020



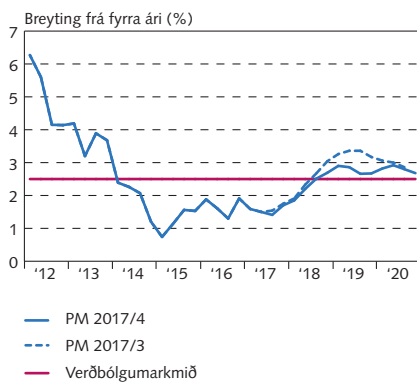
1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2017 - 4. ársfj. 2020.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Verðbólga án áhrifa óbeinna skatta¹

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2020



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2017 - 4. ársfj. 2020.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

en samkvæmt opinberum tölum Hagstofunnar mældist óvenju mikill framleiðnivöxtur í fyrra eða yfir 4%. Líklegt er að um ofmat sé að ræða sem rekja má til vanmats á fjölgun erlendra starfsmanna á vinnu- markaði. Líklegt er að það hafi einnig áhrif á mat á framleiðnivexti á líðandi ári. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu upp á 4½% í fyrra og tæplega 4% í ár er því líklega vanmetin. Spáð er að framleiðni vinnuafns muni aukast um 1-1½% á ári á næstu tveimur árum og að launakostnaður á framleidda einingu hækki um u.þ.b. 5% á ári. Það er töluvert meiri hækkun en samrýmist markmiði um 2,5% verðbólgu til lengdar en þegar kemur fram á árið 2020 er gert ráð fyrir að hækkun launakostnaðar verði í betra samræmi við markmiðið. Horfur eru því á að launakostnaður á framleidda einingu hækki minna í ár en gert var ráð fyrir í ágúst og bætist það við endurskoðun á sögulegum tölum sem benda til að hækkunin hafi einnig verið heldur minni undanfarin þrjú ár (mynd I-11). Horfur fyrir næstu ár eru hins vegar áþekkar því sem gert var ráð fyrir í ágúst.

Samkvæmt grunnspánni eykst verðbólga í 1,9% á lokafjórðungi ársins. Gangi það eftir verður verðbólga á árinu öllu að meðaltali 1,8% og yrði það fjórða árið í röð sem meðalverðbólga er við eða undir 2%. Er það lengsta skeið svo lítillar og stöðugrar verðbólgu frá því í efnahagskreppunni á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar. Grunnspáin gerir ráð fyrir að verðbólga þökist upp í markmið er líða tekur á næsta ár og að hún verði nálægt markmiðinu á meginhluta spátímans. Eins og rakið er í rammagrein 5 gerir fyrirbyggjandi fjárlagafrumvarp ráð fyrir nokkrum breytingum á óbeinum sköttum sem hafa munu áhrif á melda verðbólgu á næstu árum. Þar vegur þyngst lækkun á efra þrepi virðisaukaskatts í ársbyrjun 2019 sem skýrir lækkun mældrar verðbólgu frá fyrsta fjórðungi þess árs og þangað til að áhrif skattalækkunarinnar hverfa út úr árstakti verðbólgunnar ári síðar (mynd I-12). Án áhrifa skattalækkunarinnar helst verðbólga tiltölulega stöðug rétt fyrir ofan markmið frá lokaársfjórðungi næsta árs en þökast í átt að því þegar líður að lokum spátímabilsins (mynd I-13). Horfur eru því á að verðbólga verði minni en spáð var í ágúst á meginhluta spátímans og skýrist það fyrst og fremst af því að talið er að framleiðsluspenna verði minni og að launakostnaður á framleidda einingu hækki minna en áður var talið. Nánar er fjallað um óvissupætti verðbólguþáttarinnar hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Lykilforsendur og helstu óvissupættir

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

Stefnan í opinberum fjármálum og peningastefnan

Samkvæmt grunnspánni slaknar nokkuð á aðhaldi í opinberum fjármálum í ár. Hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður minnkar um 1,5% af landsframleiðslu og bætist það við svipaða slökun árin 2015-2016 (sjá kafla IV og rammagrein 5). Miðað við fyrirbyggjandi fjárlagafrumvarp eru hins vegar horfur á auknu aðhaldi á næsta ári. Þetta eru svipaðar horfur og gert var ráð fyrir í máhefti *Peningamála*.

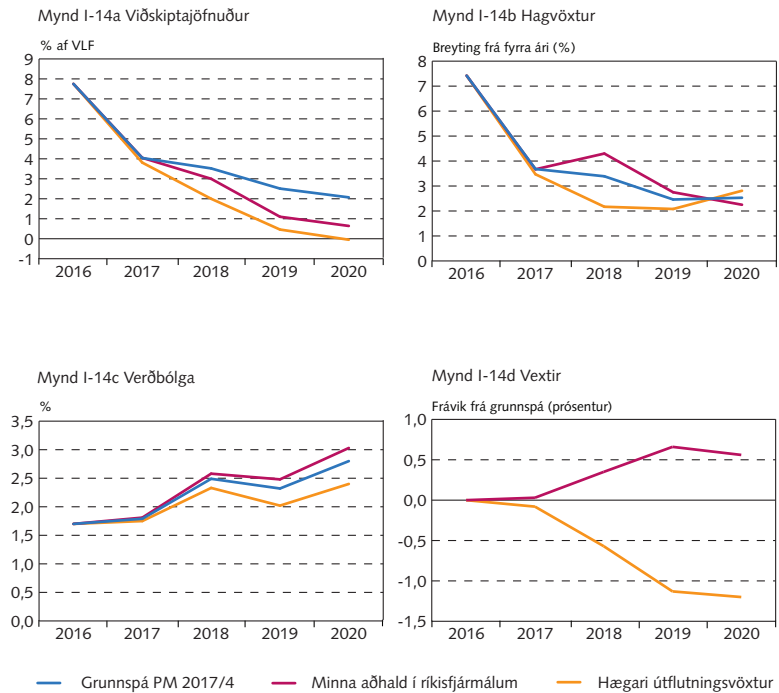
Nafnvextir Seðlabankans hafa lækkað undanfarið ár í takt við vísbendingar um traustari kjölfestu verðbólguvæntinga í markmiði bankans. Meginvextir Seðlabankans voru 4,25% fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* og höfðu lækkað um 1 prósentu frá sama tíma í fyrra og 1,5 prósentur frá ágúst í fyrra (sjá kafla III). Grunnspáin byggist 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.

Ríkisútgjöld gætu orðið nokkru meiri en gert er ráð fyrir í grunnspá

Nokkur óvissa er um afdrif fyrirbyggjandi fjárlagafrumvarps og stöðu ríkisfjármála í kjölfar stjórnarslita og yfirlýsinga frambjóðenda í aðdraganda nýafstaðinna kosninga. Frumvarpið felur í sér að aðhaldsstig ríkisfjármála eykst á næsta ári þar sem hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður batnar. Í kosningabaráttunni voru hins vegar settar fram margvíslegar hugmyndir um aukin útgjöld eða lækkun skatta, í mörgum tilfellum án þess að ljóst væri í hvaða mæli slíkar breytingar eru fjármagnaðar og í hvaða mæli þeim er ætlað að koma fram á næsta ári eða síðar á kjörtímabilinu. Í þessu samhengi er mikilvægt að hafa í huga að þótt hagvöxtur sé hægari en hann var í fyrra er hann enn mikill. Framleiðsluþættir eru fullnýttir og spenna því enn nokkur í þjóðarþúinu og horfur á að svo verði áfram bróðurpart spátímans. Minna aðhald í ríkisfjármálum mun því óhjákvæmilega hafa í för með sér að vextir og gengi krónunnar verða hærra en ella hefði verið.

Til að sýna möguleg áhrif aukins slaka í ríkisfjármálum á þjóðarþúinu er hér sýnt fráviksdæmi þar sem útgjöld ríkissjóðs aukast miðað við það sem virðast vera neðri mörk þeirra kosningaloforða sem kynnt voru í aðdraganda kosninga. Miðað er við að samneysluútgjöld aukist um u.þ.b. 16 ma.kr. árlega, tekjutilfærslur til heimila um 6 ma.kr. og fjárfestingarútgjöld ríkisins um 20 ma.kr. en þessi viðbótarútgjöld samsvara því að færa hlutfall þessara útgjalda af landsframleiðslu nokkurn veginn upp í meðaltal áranna fyrir fjármálakreppuna. Samtals nemur útgjaldaaukinn u.þ.b. 42 ma.kr. á ári eða sem svarar 1,7% af landsframleiðslu síðasta árs. Gert er ráð fyrir að þessi áform komi til framkvæmda frá og með næsta ári. Þessu til viðbótar er gert ráð fyrir að hætt verði við að færa ferðaþjónustutengda starfsemi í efra þrep virðisaukaskattkerfisins árið 2019 sem samsvarar um 18 ma.kr. viðbótarslökun í ríkisfjármálum eða sem nemur 0,7% af landsframleiðslu síðasta árs. Samtals fela þessar aðgerðir í sér að sá afgangur á hinu opinbera sem grunnspáin gerir ráð fyrir hverfi á næsta ári og snúist í halla frá árinu 2019.

Mynd I-14
Frávíksdæmi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Eins og sjá má á mynd I-14 hefur þessi viðbótarslökun á aðhaldi ríkisfjármála í för með sér að heildareftirspurn í þjóðarbúinu eykst þótt hagvaxtaráhrifin séu minni en sem nemur umfangi útgjaldaaukans þar sem hluti aukinnar eftirspurnar beinist að innfluttri vöru og þjónustu.⁶ Á móti vegur einnig að auknum slaka í ríkisfjármálum er mætt með aðhaldssamari peningastefnu sem dregur úr eftirspurn einkaaðila til að skapa rými fyrir aukna eftirspurn hins opinbera og hækkar gengi krónunnar sem beinir enn meiri hluta eftirspurnarinnar út úr þjóðarbúinu. Viðskiptaafgangurinn hverfur því hraðar og er nánast horfinn árið 2020. Hagvöxtur verður um 1 prósentu meiri á næsta ári og um 0,3 prósentum meiri árið 2019 en þegar frá líður deyrja áhrif örvunar- aðgerðanna út. Meiri hagvöxtur en í grunnspá hefur í för með sér að meiri framleiðsluspenna byggist upp og verðbólga verður því heldur meiri. Á móti vegur hins vegar að vextir Seðlabankans verða um ½ prósentu hærrí frá og með næsta ári.

Aukin bjartsýni í alþjóðlegum efnahagsmálum en óvissa enn nokkur

Þótt alþjóðlegar efnahagshorfur batni enn og aukinnar bjartsýni gæti um efnahagshorfur til skemmri tíma eru þeir óvissupættir sem litað hafa alþjóðleg efnahagsmál undanfarin misseri enn til staðar. Nokkuð dró úr óvissu á evrusvæðinu í kjölfar forsetakosninga í Frakklandi sl.

6. Rétt er að hafa í huga að þótt aukin fjárfesting í innviðum geti aukið langtímahagvaxtar- getu þjóðarbúsins eru skammtímaáhrif þeirra á heildareftirspurn í meginatriðum þau sömu og annarra slökunaraðgerða þegar spenna er enn í þjóðarbúinu. Því er mikilvægt að vandað sé til tímasetningar slíkra framkvæmda svo að ábati þeirra sé sem mestur og óæskileg þensluáhrif sem minnst.

vor en sem fyrr er erfitt að ráða í stefnu bandarískra stjórnvalda í fjölda mála og viðræður breskra stjórnvalda og Evrópusambandsins um útgöngu Breta úr sambandinu og framtíðarfyrirkomulag sambands þeirra virðast lítið þokast áfram. Þrátt fyrir þessa óvissupætti hefur nokkurrar bjartsýni gætt á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og undirliggjandi sveiflur í hlutabréfaverði eru sögulega litlar. Hins vegar hefur kostnaður við að tryggja sig fyrir stórum áföllum með valréttarsamningum farið stigvaxandi í takt við aukna óvissu í alþjóðamálum (mynd I-15).⁷

Mat á útflutningshorfum gæti reynst of bjartsýnt

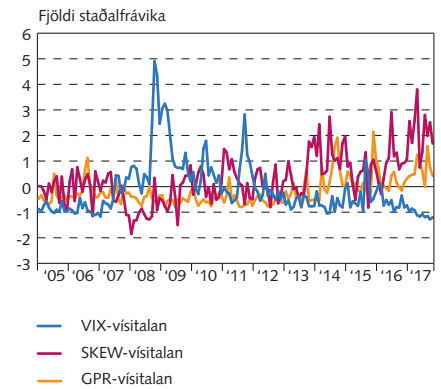
Útflutt þjónusta hefur vaxið hröðum skrefum undanfarin ár sem fyrst og fremst má rekja til hins hraða vaxtar ferðaþjónustu. Að meðaltali hefur útflutt þjónusta vaxið um tæplega 11% á ári undanfarin fimm ár á meðan vöruútflutningur hefur einungis vaxið um liðlega 3% á ári. Mikill vöxtur þjónustuútflutnings hefur gert það að verkum að hlutdeild Íslands í heimsviðskiptum með þjónustu hefur vaxið hratt undanfarin ár á sama tíma og hlutdeild annarra þróaðra ríkja hefur almennt farið minnkandi (mynd I-16). Vísbendingar eru hins vegar um að tekið sé að hægja á vextinum og að hann verði hægari á næstunni en áður var spáð þrátt fyrir hagstæðari horfur um heimsviðskipti og eftirspurn helstu viðskiptalanda. Eftir sem áður byggist grunnspáin á því að þjónustuútflutningur vaxi hraðar en í öðrum þróuðum ríkjum meginhluta spátímans og að hlutdeild Íslands í heimsviðskiptum með þjónustu aukist því áfram.⁸

Áætlanir um vöxt útflutnings gætu hins vegar reynst of bjartsýnar. Mynd I-14 sýnir fráviksdæmi þar sem hlutdeild Íslands í heimsviðskiptum með þjónustu helst u.þ.b. óbreytt út spátímans frá því sem hún var í fyrra. Þessi forsenda hefur áhrif strax á fjórða ársfjórðungi í ár sem leiðir til þess að útflutningur vex heldur hægari í ár en í grunnspánni. Útflutningsvöxtur er tæplega 3 prósentum minni á næsta ári og tæplega 1½ prósentu minni árið 2019. Afgangur á viðskiptajöfnuði minnkar því enn hraðar en í grunnspánni og er horfinn árið 2020. Hagvöxtur er jafnframt töluvert minni á næstu tveimur árum eða um 1¼ prósentu minni á næsta ári og um ½ prósentu minni árið 2019, þótt á móti vegi minni innflutningur en í grunnspánni sem skýrist af minni innlendum tekjum og innflutningi aðfanga fyrir útflutningsstarfseminna. Á móti neikvæðum hagvaxtaráhrifum vegur einnig lægra gengi krónunnar og það vegur einnig á móti áhrifum minni framleiðsluspennu á verðbólgu. Þar leggjast lægri vextir Seðlabankans á sömu sveif en þeir eru orðnir 1¼ prósentu lægri en í grunnspánni árið 2020. Fráviksdæmið sýnir því hvernig sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi draga úr samdráttaráhrifum ytra áfalls.

Mynd I-15

Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum¹

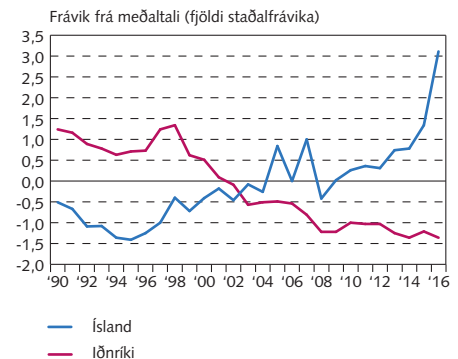
Janúar 2005 - október 2017



1. VIX-vísitalan mælir undirliggjandi sveiflur í hlutabréfaverði en SKEW-vísitalan kostnað við að verjast miklum lækunum hlutabréfaverðs. VIX og SKEW eru reiknaðar út frá valréttarsamningum á S&P500-hlutabréfa-vísitölum. GPR-vísitalan mælir óvissu í alþjóðlegum stjórns- og efnahagsmálum. Myndin sýnir frávik frá meðaltali janúar 2000 til október 2017 mælt með fjölda staðalfrávika.
Heimildir: D. Caldara og M. Iacoviello (2017), Thomson Reuters.

Mynd I-16

Hlutdeild í þjónustuviðskiptum 1990-2016¹



1. Vægi í heimsviðskiptum með þjónustu. Frávik frá 30 ára meðaltali (1987-2016) mælt með fjölda staðalfrávika.
Heimild: Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD).

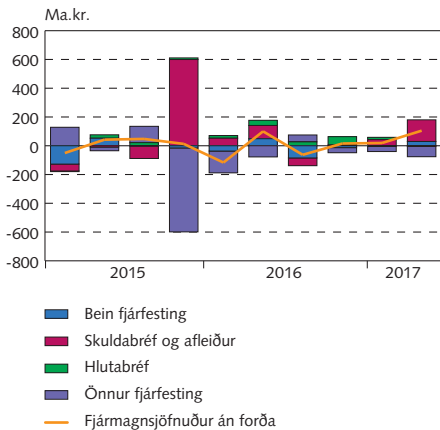
7. GPR-vísitalan er mælikvarði á óvissu í alþjóðlegum stjórns- og efnahagsmálum fengin með rafrænni leit í alþjóðlegum fjölmiðlum. Sjá D. Caldara og M. Iacoviello, (2017), "Measuring geopolitical risk", Board of Governors of the Federal Reserve System, *Working Paper*, ágúst 2017.

8. Samkvæmt tölum World Tourism Organization er gert ráð fyrir að ferðalög og samgöngur muni vaxa um liðlega 2% á ári á næstu árum í þróuðum ríkjum (UNWTO *Tourism Highlights*, 2017). Áætla má að það samsvari u.þ.b. 2% árlegum vexti þjónustuútflutnings þar sem ferðalög og samgöngur vega þungt í heildarútflutningi þjónustu.

Mynd I-17

Fjármagnsflæði utan gjaldeyrisforða¹

1. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2017

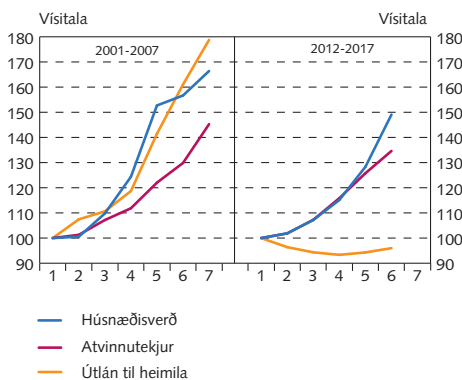


1. Fjármagnsjöfnuður án breytinga á gjaldeyrisforða Seðlabankans og heint fjármagnsflæði til beinnar fjárfestingar, verðbréfafjárfestingar (skuldabréfa, afleiða og hlutabréfa) og annarrar fjárfestingar. Stórar hreyfingar á fjórða ársfjórðungi 2015 endurspeglja uppgjör slitabúa föllnu fjármálaflýrtaekjanna.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-18

Húsnæðisverð, tekjur og útlán í tveimur húsnæðisverðsuppsveiflum¹



1. Myndin sýnir húsnæðisverð í hlutfalli við almennt verðlag, kaupmátt atvinnutekna (ráðstöfunartekna utan fjármagnstekna) eftir skatt og útlán til heimila á föstu verði (leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda frá árinu 2009). Sýnd eru tvö hækkunarskeið húsnæðisverðs þar sem fyrsta ár tímabilsins (ár 1) er sett jafnt 100. Tölur fyrir 2017 byggjast á fyrstu þremur fjórðungum ársins.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Gengishorfur óvissar

Samkvæmt grunnspá heldur gengi krónunnar áfram að hækka framan af spátímanum. Þessi tæknilega forsenda um þróun gengis krónunnar á spátímanum litast annars vegar af horfum um hagvöxt og vaxtamun gagnvart útlöndum og hins vegar af mati á jafnvægisraungengi krónunnar. Allir þessir þættir eru háðir mikilli óvissu.

Líklegt er að jafnvægisraungengið hafi hækkað undanfarin misseri. Skýrist það einkum af batnandi viðskiptakjörum og hröðum vexti útflutnings sem ýtti undir viðskiptaafgang og bætti ytri stöðu þjóðarbúsins (sjá t.d. rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2). Endurskoðað mat á jafnvægisraungengi bendir til þess að raungengið sé nálægt jafnvægisgildi sínu eða jafnvel eitthvað undir því. Þetta mat er hins vegar háð töluverðri óvissu eins og áður segir. Þá gæti jafnvægisraungengið lækkað á ný verði þjóðarþúið fyrir ytri áföllum, eins og t.d. því sem lýst er hér að framan í frávíkisdæmi með lakari útflutningshorfum.

Til viðbótar við framangreinda óvissuþætti er einnig óvissa um fjármagnsstrauma til og frá landinu sem gæti haft áhrif á gengisþróunina til skemmri tíma. Frá því að fjármagnshöft voru losuð fyrr á þessu ári hafa ekki sést merki um stórfellt fjármagnsútfærslu en þó má e.t.v. sjá einhverjar vísbendingar um aukið útfærslu á öðrum ársfjórðungi þessa árs (mynd I-17). Ekki er óeðlilegt að fjárfestar, hvort sem það eru heimili, fyrirtæki eða lífeyrissjóðir, vilji auka vægi erlendra eigna í eignasöfnum sínum og því muni aukið fjármagn streyma úr landi sem myndi að öðru óbreyttu lækka gengi krónunnar, a.m.k. til skemmri tíma.

Snörp leiðrétting húsnæðisverðs ólíkleg nema í samhengi við utanaðkomandi efnahagsáfall

Húsnæðisverð hefur hækkað mikið undanfarin misseri en tekið er að hægja á hækkun þess. Frá því að hækkunarferlið hófst árið 2012 hefur raunverð húsnæðis hækkað um hátt í 50%, sem er svipuð hækkun og varð á tímabilinu 2003-2007 en heldur minni sé horft til alls hækkunarskeiðsins 2001-2007. Eins og mynd I-18 sýnir er grundvöllur hækkunarinnar nú allt annar en þá. Nú hækkar húsnæðisverð samfara mikilli hækkun ráðstöfunartekna og án þess að á bak við hana sé hröð aukning skulda sem einkenndi fyrra skeiðið þegar húsnæðisverð hækkaði töluvert umfram tekjur. Það sem skilur einnig á milli þessara tveggja hækkunarskeiða er að hinn mikli tekjuauki undanfarinna ára hefur að miklu leyti verið knúinn áfram af utanaðkomandi búhnykkjum, m.a. viðskiptakjarabatanum (mynd I-19). Orsakir hækkunar ráðstöfunartekna á fyrra skeiðinu var hins vegar ekki að finna í utanaðkomandi búhnykkjum heldur í ósjálfbærri hækkun innlendra tekna fjármagnaðri með erlendu lánsfé.

Hið ólíka samspil húsnæðisverðs, ráðstöfunartekna og lántöku til húsnæðisverka er líklegt til að leika lykilhutverk í þróun húsnæðisverðs á næstu misserum. Erfitt er að sjá húsnæðisverð hækka áfram með áþekkingu hraða og framan af þessu ári án þess að lánveitingar til húsnæðisverka taki verulega við sér, sérstaklega í ljósi þess að horfur eru á að framboð af nýju húsnæði aukist töluvert og að hægja muni á vexti ráðstöfunartekna. Að sama skapi er snörp leiðrétting húsnæðisverðs, eins og varð í lok fyrra hækkunarskeiðsins, ólíkleg. Án

frekari búhnykkja er því líklegast að áfram muni hægja á hækkun húsnæðisverðs og húsnæðismarkaðurinn leita jafnvægis. Hraðari hjöðnun útflutningsvaxtar, eins og lýst er í frávíkisdæmi hér að framan, eða rýrnun viðskiptakjarabata (sjá frávíkisdæmi með lakari viðskiptakjörum í *Peningamálum* 2016/4) gætu hraðað þessari aðlögun.

Helstu óvissupættir verðbólguhorfa þeir sömu og áður

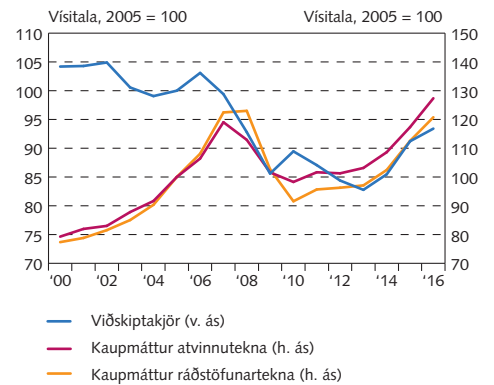
Álitamálin sem rakin eru hér að framan undirstrika að verbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem lýst er í grunnspá bankans. Færa má rök fyrir því að verðbólga geti orðið meiri en í grunnspá bankans. Þannig er atvinnuleysi t.d. mjög lítið og margir kjarasamningar verða fljótlega lausir. Samningsbundnar launahækkunarir gætu því orðið meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir og launaskrið gæti verið vanmetið. Þar sem svigrúm innlendra fyrirtækja, sérstaklega fyrirtækja í útflutnings- og samkeppnisgreinum, er líklega takmarkað eða uppuríð er hætta á að miklar launahækkunarir fari hraðar og í ríkari mæli út í verðlag en í kjölfar síðustu kjarasamninga þegar viðskiptakjarabati jók svigrúm fyrirtækja við að taka á sig kostnaðarhækkunarir. Forsenda grunnspár um áframhaldandi hækkun á gengi krónunnar út næsta ár og hægari hækkunarir húsnæðisverðs gæti einnig reynst röng. Þá gæti spennan í þjóðarþúinu verið vanmetin, m.a. vegna þess að vöxtur framleiðslugetu þess sé ofmetinn, en talið hefur verið að hann hafi verið töluvert yfir sögulegu meðaltali undanfarið vegna mikils innflutnings framleiðsluþátta. Spennan í þjóðarþúinu gæti einnig reynst vanmetin slakni meira á aðhaldi í opinberum fjármálum en grunnspáin gerir ráð fyrir. Allt þetta gæti reynt á nýfengna kjölfestu verðbólguvæntinga.

Verðbólga gæti einnig orðið minni en búist er við í grunnspánni. Gengi krónunnar gæti hækkað meira en spáin gerir ráð fyrir, t.d. ef ytri skilyrði reynast hagfeldari. Hægari alþjóðlegur hagvöxtur og veikari bati heimsmarkaðsverðs hrávöru og olíu gæti hægt enn frekar á innlendum efnahagssumsvifum og dregið á langinn áhrif innfluttrar verðhjöðnunar á verðbólgu hér á landi. Hjöðnun hækkana húsnæðisverðs gæti einnig orðið hraðari en gert er ráð fyrir. Þá gætu áhrif aukinnar alþjóðlegrar samkeppni á svigrúm innlendra smásölufyrirtækja til verðhækkana verið vanmetin. Þótt í grunnspánni sé leitast við að taka tillit til áhrifa mikils innflutnings framleiðsluþátta á framleiðslugetu þjóðarþúsins, gæti framleiðslugetan samt sem áður verið vanmetin og verðbólguþrýstingur sem rekja má til stöðu hagsveiflunnar því ofmetinn.

Til að endurspeglar þessa óvissupætti sýnir mynd I-20 óvissubíl spárinnar, þ.e. það bil sem taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan á næstu þremur árum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Óvissa um verðbólguhorfur er talin svipuð og hún var metin í ágúst. Líkt og þá er líkindadreifing verðbólguþrýstingurinnar talin u.þ.b. samhverf. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1¼-4% að ári liðnu og á bilinu 1½-4% í lok spátímans.

Mynd I-19

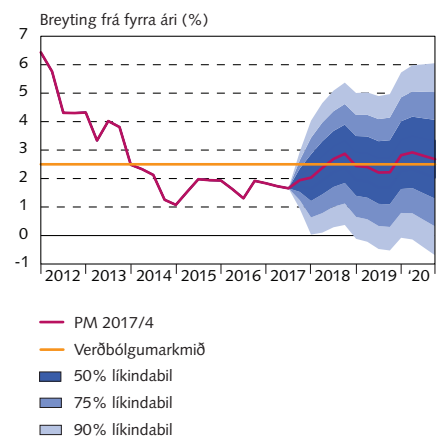
Viðskiptakjör og ráðstöfunartekjur heimila 2000-2016¹



1. Atvinnutekjur eru ráðstöfunartekjur utan fjármagnstekna. Atvinnutekjur og ráðstöfunartekjur eru eftir skatt.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-20

Verðbólguþrýstingur og óvissumat
1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2020



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

