

## Peningamál 2018/4<sup>1</sup>

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa versnað lítillega frá ágústspá Seðlabankans og mögulegt að hagvöxtur hafi víða náð hámarki. Þrengt hefur að fjármálalegum skilyrðum í ýmsum nýmarkaðsríkjum og hættan á að alþjóðlegar hagvaxtarhorfur séu ofmetnar hefur aukist. Mikil hækkun olíuverðs undanfarið og verðhækkun súrals rýra viðskiptakjör þjóðarbúsins eftir samfelldan bata fjögur ár þar á undan. Gengi krónunnar hefur lækkað nokkuð undanfarið sem líklega má rekja til lakari viðskiptakjara, hægari vaxtar útflutnings og aukinna áhyggna af afkomu fyrirtækja í ferðaþjónustu og af efnahagshorfum almennt.

Hagvöxtur var 6,4% á fyrri hluta ársins og jókst verulega frá seinni hluta síðasta árs. Þetta er meiri hagvöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála* og skýrist frávikíð fyrst og fremst af kröftugri birgðaaukningu og óvæntum samdrætti vöruinnflutnings. Vísbendingar eru um að vöruinnflutningur hafi dregist enn frekar saman á þriðja ársfjórðungi og svo virðist sem eftirspurn hafi í vaxandi mæli beinst að innlendri framleiðslu. Horfur eru á að nokkuð hægi á hagvexti á seinni hluta ársins en að hann verði 4,4% á árinu öllu sem er tæplega 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Meiri kraftur í þjóðarþúskapnum á fyrri hluta ársins og hagstæðara framlag utanríkisviðskipta skýra frávikíð. Talið er að hægja muni á hagvexti á næsta ári og að hann verði við 2,7% langtímaleitnivöxt á næstu árum.

Töluverð fjölgun varð á heildarvinnustundum á þriðja fjórðungi ársins og atvinnuleysi minnkaði milli fjórðunga. Spáð er að hægja muni á fjölgun starfa er líður á spátímann í takt við minnkandi hagvöxt. Meiri hagvöxtur í fyrra og á fyrri hluta þessa árs gera það hins vegar að verkum að framleiðsluspennan er talin vera meiri nú en gert var ráð fyrir í ágúst. Þegar frá líður minnkar spennan hins vegar hraðar en þá var spáð.

Verðbólga hefur verið við verðbólgu markmiðið á meginhluta þessa árs. Hún var 2,7% á þriðja ársfjórðungi en mældist 2,8% í október. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist og langtíma-verðbólguvæntingar mælast nú um eða yfir 3% á alla mælikvarða. Lækkun á gengi krónunnar undanfarið og meiri framleiðsluspenna framan af spátímanum gera það að verkum að verðbólguhorfur hafa versnað nokkuð frá ágústspá bankans á fyrri hluta spátímans. Talið er að verðbólga verði yfir 3% út næsta ár og yfir verðbólgu markmiðinu fram á seinni hluta árs 2020.

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

# I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

## Grunnspá Seðlabankans

### Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa heldur versnað

Heimsframleiðslan jókst um 3,7% í fyrra sem er mesti vöxtur sem mælst hefur frá árinu 2011. Hagvöxtur í heiminum hefur hins vegar aðeins gefið eftir það sem af er þessu ári og horfur hafa versnað lítillega. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir nú ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum haldist í 3,7% í ár og á næsta ári en í fyrri spá sjóðsins hafði verið gert ráð fyrir 3,9% vexti hvort ár. Eftir sem áður eru horfur á að hinn þráláti slaki sem einkennt hefur þjóðarbúskap helstu iðnríkja hverfi í lok þessa árs.

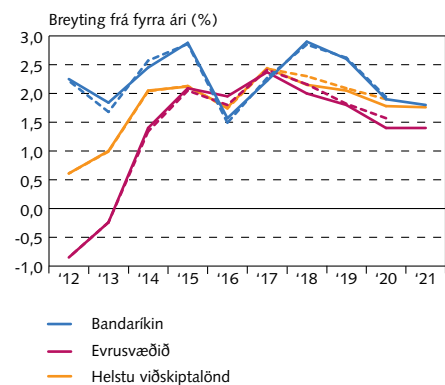
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum var 2,4% að meðaltali í fyrra og hafði ekki verið meiri frá árinu 2010. Horfur eru á að hann minnki lítillega í ár og verði 2,2% að meðaltali og að hann minnki enn frekar í 1,8% árið 2020 (mynd I-1). Þetta eru lakari horfur en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Munar þar mestu um hægari hagvöxt á evrusvæðinu en horfur fyrir Bandaríkin hafa lítið breyst. Þar er áfram gert ráð fyrir að hagvöxtur aukist nokkuð milli ára og verði 2,9% í ár en minnki síðan smám saman eftir því sem áhrif mikillar slökunar í ríkisfjármálum fjara út og neikvæð áhrif stigmagnandi viðskiptadeilu Bandaríkjanna og Kína koma fram. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

### Gengi krónunnar lægra en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans

Viðskiptakjör vöru og þjónustu hafa batnað um samtals tæplega 15% á undanförunum fjórum árum. Nú eru hins vegar blikur á lofti eftir 4,5% rýrnun milli ára á öðrum fjórðungi þessa árs. Rýrnunin skýrist að töluverðu leyti af mikilli hækkun olíuverðs og verðhækkun súrals vegna tímabundinnar framleiðsluminnkunar í Brasilíu. Einnig hefur innflutningsverð almennt hækkað. Horfur eru á að viðskiptakjör rýrni um tæplega 2% á árinu öllu sem er svipað því sem spáð var í ágúst en þar veða betri horfur um verð sjávarafurða og áls nokkurn veginn upp horfur á herra olíuverði (mynd I-2). Á næsta ári er hins vegar talið að viðskiptakjör standi í stað en í ágúst var spáð 2% bata. Vegur herra olíuverð þar þyngst en einnig eru horfur á lægra álverði og minni lækkun á verði súrals. Gangi spáin eftir verða viðskiptakjör hátt í 2% lakari í lok spátímans en gert var ráð fyrir í ágúst.

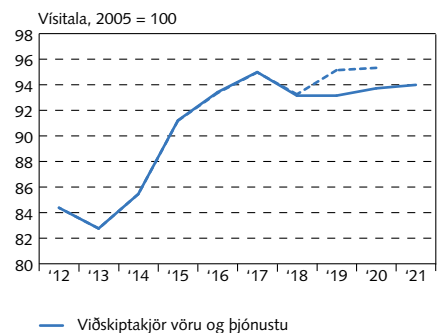
Gengi krónunnar hefur lækkað nokkuð undanfarnar vikur og er krónan nú um 10% lægri gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla en hún var við útgáfu *Peningamála* í ágúst. Hún er jafnframt tæplega 8% lægri það sem af er fjórða ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Hefur gengi krónunnar ekki verið lægra í ríflega tvö ár. Nokkrir samverkandi þættir skýra þessa snörpu gengislækkun en upphaf hennar má líklega að einhverju leyti rekja til tímabundinnar óvissu um fjármögnun flugfélagsins WOW Air í fyrstu viku septembermánaðar. Þessu til viðbótar virðast þeir þjóðhagslegu þættir sem hafa verið megindrifkraftar gengishækkunar undanfarnna missera

Mynd I-1  
Alþjóðlegur hagvöxtur 2012-2021<sup>1</sup>



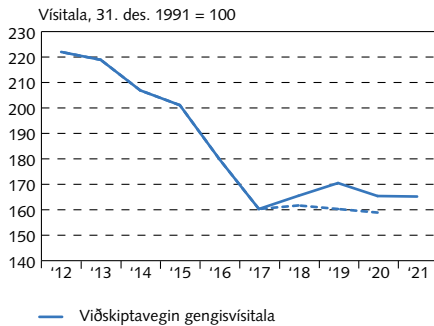
1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2  
Viðskiptakjör 2012-2021<sup>1</sup>



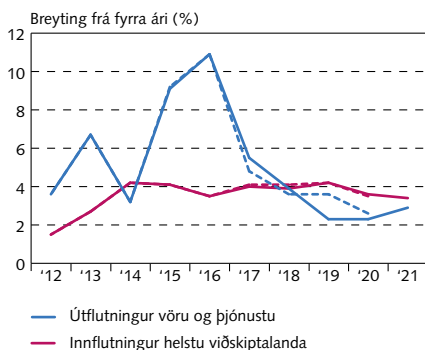
1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3  
Gengi krónunnar 2012-2021<sup>1</sup>



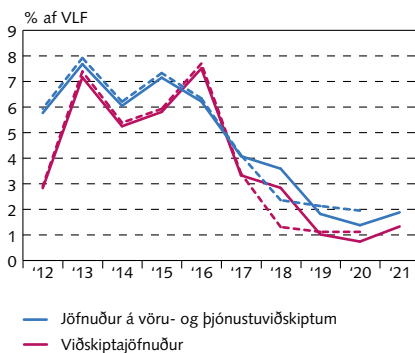
1. Þróng viðskiptavog. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/3.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4  
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn  
2012-2021<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5  
Viðskiptajöfnuður 2012-2021<sup>1</sup>



1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

vera að gefa eftir. Viðskiptakjör hafa rýrnað og hægt hefur á útflutningsvexti. Þá er rekstrarumhverfi í ferðaþjónustu orðið erfiðara og útlit er fyrir að hægt hafi á hagvexti á seinni hluta ársins. Allir þessir þættir, til viðbótar við vaxandi áhyggjur af komandi kjaraviðræðum, virðast hafa aukið svartsýni fjárfesta sem leitt hefur til lækkunar á gengi krónunnar. Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann og það hefur verið að meðaltali það sem af er þessu ári. Það felur í sér að gengisvísitalan er að meðaltali um 3% lægri í ár en í fyrra og lækkar um 3% til viðbótar á næsta ári (mynd I-3). Á árunum 2020-2021 er vísitalan hins vegar líðlega 165 stig sem er svipað og hún verður í ár og um 4% lægra gengi en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Nánar er fjallað um óvissu í tengslum við gengishorfur síðar í þessum kafla og um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

### Útlit fyrir hægari vöxt útflutnings en spáð var í ágúst

Útflutningur vöru og þjónustu á fyrri hluta ársins var í meginatriðum í takt við mat bankans frá því í ágúst. Endurskoðun Hagstofu Íslands á útflutningstölum fyrir síðasta ár gerir það hins vegar að verkum að útflutningsvöxtur mælist lítillga minni en gert hafði verið ráð fyrir í ágúst. Horfur fyrir árið í heild hafa hins vegar lítið breyst. Gert er ráð fyrir að útflutningur aukist um 3,9% frá fyrra ári sem er nokkuð undir meðalvexti síðustu þriggja ára en áþekkur vöxtur og var að meðaltali árin 2011-2014 (mynd I-4). Ágætan vöxt í ár má að mestu þakka líðlega 10% vexti í útflutningi sjávarafurða sem er nokkru meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst og má rekja til meiri veiði það sem af er ári. Óvæntur samdráttur í samgöngu- og flutningalið útfluttrar þjónustu á fyrri hluta ársins gerir það síðan að verkum að nú er talið að útflutt þjónusta vaxi heldur hægar en spáð var í ágúst. Þrátt fyrir að vöxtur þjónustuútflutnings verði svipaður á næsta ári og í ár eru horfur á að hægja muni enn frekar á vexti útflutnings. Skýrist það fyrst og fremst af 3,5% samdrætti í útflutningi sjávarafurða vegna mikils samdráttar aflaheimilda í uppsjávarfiski þótt á móti komi auknar aflaheimildir í botnfisktegundum. Þetta er nokkur breyting frá ágústspá bankans og er megin skýring þess að nú er spáð líðlega 2% vexti útflutnings á næsta ári í stað 3½% í ágúst. Gert er ráð fyrir áþekktum útflutningsvexti árið 2020 en að hann aukist í tæplega 3% árið 2021 í takt við aukinn vöxt vöruútflutnings.

Óvæntur samdráttur vöruinnflutnings á fyrri hluta ársins er megin skýring þess að nú er talið að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum verði 3,6% af landsframleiðslu í ár eða líðlega 1 prósentu meiri en spáð var í ágúst (mynd I-5). Horfur um hægari vöxt útflutnings og lakari viðskiptakjör gera það hins vegar að verkum að afgangurinn minnkar nokkuð á næsta ári og mælist lítillga minni en spáð var í ágúst eða 1,8% af landsframleiðslu. Talið er að afgangurinn minnki enn frekar árið 2020 en að hann verði aftur kominn í tæplega 2% af landsframleiðslu árið 2021. Afgangur á viðskiptajöfnuði er talinn þróast með áþekktum hætti: hann verður 2,8% af landsframleiðslu í ár en rétt um 1% af landsframleiðslu að meðaltali á næstu þremur árum. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

## Hægt hefur á vexti þjóðarútgjalda og horfur á að hægja muni enn frekar á vextinum á spátímanum

Vísbendingar eru um að nokkuð hafi hægt á vexti einkaneyslu eftir því sem liðið hefur á árið eftir mikinn vöxt undanfarin misseri. Vöxturinn er þó enn mikill í sögulegu samhengi, studdur af hækkun raunlauna, aukinni atvinnu og bættri eigna- og skuldastöðu heimila. Einkaneysla jókst um 5,3% á fyrri hluta ársins sem er lítillega minni vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans. Væntingavísitala Gallup bendir hins vegar til þess að heimilin séu orðin svartsýnni en áður í takt við fréttir af mögulegum umskiptum í þjóðarþúinu og leiðandi vísbendingar benda til að draga muni enn frekar úr vexti neysluútgjalda á seinni hluta ársins. Því er áætlað að vöxtur einkaneyslu verði 4,6% á árinu öllu sem er 1 prósentu minni vöxtur en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næstu ár breytast hins vegar lítið: gert er ráð fyrir tæplega 4% vexti einkaneyslu á næsta ári og að hún vaxi um tæplega 3% á ári á seinni hluta spátímans (mynd I-6).

Einnig hefur hægt á vexti fjárfestingarútgjalda, þótt vöxturinn hafi verið heldur meiri á fyrri hluta þessa árs en gert var ráð fyrir í ágúst. Alls jókst fjármunamyndun um 7,6% á fyrri hluta ársins en í fyrri var vöxturinn 9,5% og að meðaltali liðlega 19% á ári tímabilið 2014-2016. Grunnspáin gerir ráð fyrir að það hægi enn frekar á vexti fjárfestingarútgjalda á seinni hluta ársins og að fjármunamyndun alls aukist um 5% á árinu öllu. Byggist það á nýrri könnun á fjárfestingaráformum og öðrum vísbendingum um fjárfestingu. Spáin felur í sér að samdráttur verði í fjárfestingu í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum og að hægja muni töluvert á vexti annarrar atvinnuvegafjárfestingar. Atvinnuvegafjárfesting dregst því saman í heild en á móti vegur kröftugur vöxtur fjárfestingar hins opinbera og í íbúðarhúsnæði. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu verður því um 23% í ár sem er svipað og spáð var í ágúst (mynd I-7). Horfur eru á að hlutfallið hækki enn frekar á næsta ári og verði um eða yfir 24% af landsframleiðslu á spátímanum sem er bæði hærra hlutfall en gert var ráð fyrir í ágúst og nokkru yfir sögulegu meðaltali. Hlutfall atvinnuvegafjárfestingar af landsframleiðslu lækkar hins vegar áfram og verður komið í sögulegt meðaltal í lok spátímans.

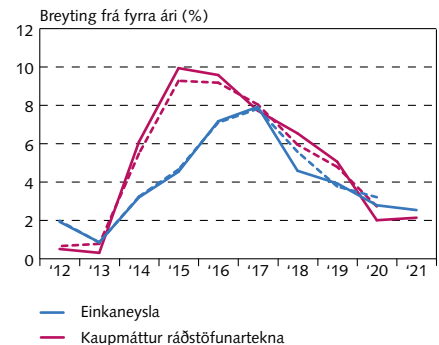
Þjóðarútgjöld endurspeglar öll neyslu- og fjárfestingarútgjöld einkaaðila og hins opinbera. Þau jukust um 7,9% í fyrri og um 6,2% á fyrri hluta þessa árs. Að hluta endurspeglar þróunin á fyrri hluta ársins mikla aukningu birgða en sé horft fram hjá þeim jukust neyslu- og fjárfestingarútgjöld um 5,3% frá fyrri ári sem er mjög áþekkt þeirri 5,1% aukningu sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Gert er ráð fyrir að enn frekar hægi á vexti þjóðarútgjalda á seinni hluta ársins og að þau aukist um 4,2% á árinu öllu sem er 0,5 prósentum hægari vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst (mynd I-8). Fjárfestingarútgjöld vaxa heldur meira á næsta ári en í ár og það veldur því að aftur bætir í vöxt þjóðarútgjalda á næsta ári en aftur hægir á vextinum frá árinu 2020. Nánari umfjöllun um þróun einkaneyslu, fjárfestingar og þjóðarútgjalda er að finna í kafla IV.

## Meiri hagvöxtur í fyrri og í ár en áður hafði verið gert ráð fyrir

Hagvöxtur reyndist 4% í fyrri sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en fyrri tölur Hagstofunnar höfðu gefið til kynna. Hagvöxtur á fyrri hluta

Mynd I-6

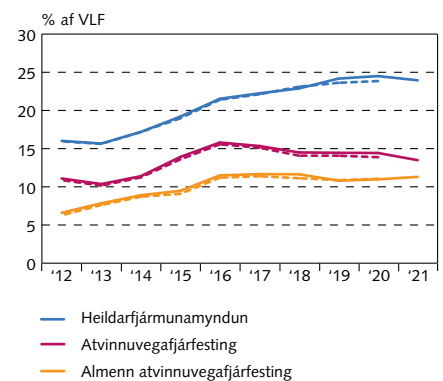
Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2012-2021<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

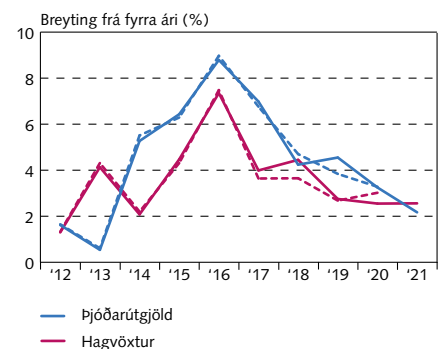
Fjármunamyndun 2012-2021<sup>1</sup>



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

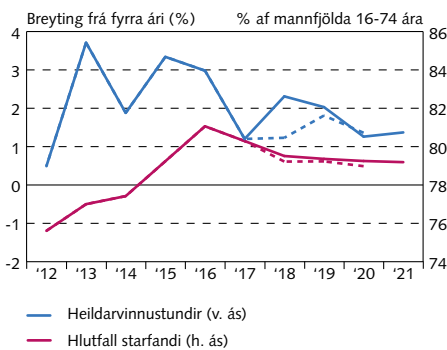
Mynd I-8

Þjóðarútgjöld og hagvöxtur 2012-2021<sup>1</sup>



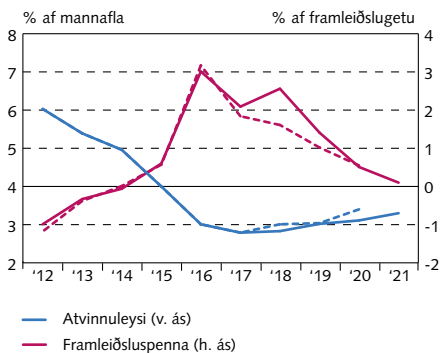
1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9  
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi  
2012-2021<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10  
Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2012-2021<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þessa árs reyndist einnig meiri en áður var áætlað. Í ágústspá bankans hafði verið gert ráð fyrir 5,6% vexti en hann reyndist vera 6,4%. Þetta er töluverð aukning hagvaxtar frá 2,7% meðalvexti á seinni hluta síðasta árs þótt nokkuð hafi dregið úr vexti innlendrar eftirspurnar frá því í fyrra. Frávík hagvaxtar frá fyrri spá skýrist fyrst og fremst af mikilli birgðaaukningu á fyrri hluta ársins og óvæntum samdrætti vöruinnflutnings. Því virðist sem eftirspurn hafi í vaxandi mæli beinst að innlendri framleiðslu.

Horfur eru á að nokkuð hægi á hagvexti á seinni hluta ársins en að hann verði 4,4% á árinu öllu sem er 0,8 prósentum meiri vöxtur en spáð var í ágúst (mynd I-8). Skýrist það af meiri krafti í þjóðar- búskapnum á fyrri hluta ársins og hagstæðara framlagi utanríkisviðskipta en þá var búist við en tölur Hagstofunnar um utanríkisviðskipti benda til þess að vöruinnflutningur hafi dregist enn frekar saman á þriðja ársfjórðungi. Líkt og í ágústspá bankans er talið að hagvöxtur verði við 2,7% langtímaleitnivöxt á næstu árum. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

### Meiri spenna er í þjóðarbúskapnum en horfur á að hún minnki hraðar en áður var spáð

Starfandi fólki fjölgaði um 4,1% milli ára á þriðja fjórðungi ársins sem er meiri fjölgun en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Heildarvinnustundum fjölgaði um 4,3% frá fyrra ári sem er töluvert umfram ársvöxt undanfarinna fimm fjórðunga. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi mældist 2,6% á þriðja fjórðungi og minnkaði um 0,3 prósentur frá fyrri fjórðungi en er svipað og það var á sama tíma í fyrra. Hlutfall vinnulítilla (þeirra sem eru í hlutastörfum en vilja vinna meira) var 3,5% á þriðja fjórðungi og hafði lækkað um 0,5 prósentur frá fyrra ári. Atvinnuleysi er nú 0,2 prósentum undir því sem það var að meðaltali árin 2003-2007 en hlutfall vinnulítilla er orðið 0,5 prósentum lægra.

Talið er að heildarvinnustundum fjölgi um 2,3% í ár sem er um 1 prósentu meiri fjölgun en gert var ráð fyrir í ágúst (mynd I-9). Þrátt fyrir ríflega 2% fjölgun starfa í ár er útlit fyrir að hlutfall starfandi lækki um tæplega 1 prósentu frá fyrra ári þar sem horfur eru á ríflega 3% fjölgun fólks á vinnualdri. Atvinnuþátttaka minnkar með svipuðum hætti og hlutfall starfandi og því helst atvinnuleysi í 2,8% að meðaltali í ár eins og í fyrra (mynd I-10). Kannanir benda til áframhaldandi fjölgunar starfa næsta misserið en þó hægari en verið hefur. Grunnspáin gerir því ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi um 2% á næsta ári en um tæplega 1½% á ári á næstu tveimur árum. Hlutfall starfandi helst hins vegar í liðlega 79% af fólki á vinnualdri eins og í ágústspánni. Atvinnuleysi eykst í 3% á næsta ári og er komið í 3,3% árið 2021, sem er nálægt því atvinnuleysi sem talið er samræmast verðstöðugleika.

Eins og áður hefur verið rakið var hagvöxtur í fyrra og á fyrri hluta þessa árs meiri en áður var talið. Framleiðsluspennan var því lítillega meiri í lok síðasta árs en gert var ráð fyrir í ágúst og er útlit fyrir að hún verði um 1 prósentu meiri í lok þessa árs. Þegar frá líður minnkar spennan hins vegar hraðar en spáð var í ágúst og verður nánast horfin undir lok spátímans (mynd I-10). Rétt er að hafa í huga að mat á



framleiðsluspennu er ávallt háð nokkurri óvissu. Nánar er fjallað um vinnumarkaðinn og nýtingu framleiðslupáttta þjóðarþúsins í kafla V.

### Verðbólguhorfur versna á fyrri hluta spátímans vegna meiri framleiðsluspennu og lækkunar á gengi krónunnar

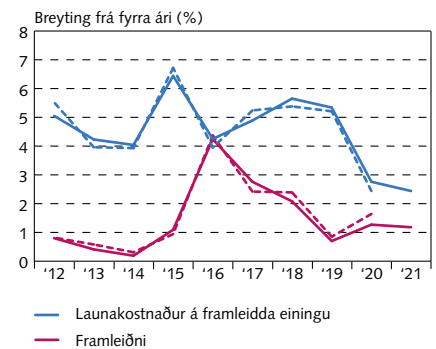
Verðbólga hefur verið við verðbólgu markmiðið á meginhluta þessa árs. Hún hefur hins vegar heldur aukist eftir því sem liðið hefur á árið og mældist 2,7% á þriðja ársfjórðungi og 2,8% í október. Verðbólga er því orðin um 1 prósentu meiri en hún var á sama tíma fyrir ári. Innflutningsverðlag í krónum hefur hækkað nokkuð undanfarið með hækkandi olíuverði og lækkun á gengi krónunnar en á móti vegur að hægt hefur á hækkuð húsnæðisverðs. Verulega hefur því dregið saman með verðbólgu með og án húsnæðisliðar. Undirliggjandi verðbólga var 3% í október miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða og hefur aukist um 1,8 prósentur frá sama tíma í fyrra. Hefur undirliggjandi verðbólga ekki mælst meiri á þennan mælikvarða síðan í janúar 2014.

Óróleiki á vinnumarkaði og gengislækkun krónunnar hafa leitt til þess að verðbólguvæntingar hafa hækkað á ný. Skammtíma-verðbólguvæntingar úr könnunum hafa hækkað um allt að 1 prósentu frá sama tíma í fyrra og langtíma-verðbólguvæntingar hafa einnig þökast upp á við og eru nú um eða yfir 3% á alla mælikvarða. Þær hafa ekki mælst hærri síðan um mitt ár 2016 sé miðað við könnun meðal markaðsaðila en síðan um mitt ár 2015 sé miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði.

Launaþróun hefur í meginatriðum verið í takt við ágústspá bankans. Hægt hefur á árhækkun launa það sem af er þessu ári þótt hún sé enn töluverð. Gert er ráð fyrir að nafnlaun hækki að meðaltali um 7% í ár frá fyrra ári en undanfarin þrjú ár er áætlað að nafnlaun hafi hækkað að meðaltali um 8% á ári. Gert er ráð fyrir að áfram hægi á árhækkunum launa á spátímanum í takt við hægari vöxt framleiðni vinnuafsls, vaxandi atvinnuleysi og lítinn bata viðskiptakjara. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu fer því úr 5½% í ár og á næsta ári í 2½% árið 2021 (mynd I-11).

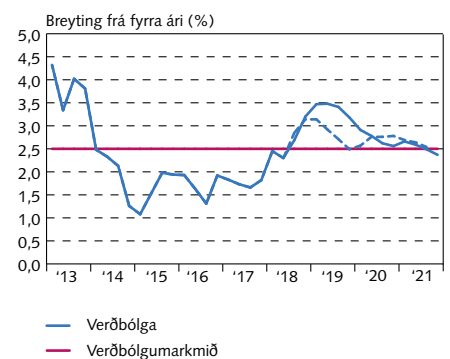
Verðbólguþróunin það sem af er ári hefur í meginatriðum verið í samræmi við spár bankans og gerir núverandi spá ráð fyrir að verðbólga verði 3,2% að meðaltali á fjórða ársfjórðungi en í ágústspá bankans var áætlað að hún yrði 3,1%. Ólíkt því sem talið var í ágúst eru nú horfur á að verðbólga aukist enn frekar og verði um 3,5% að meðaltali fram eftir næsta ári og að hún verði enn yfir 3% í lok ársins í stað þess að vera við markmiðið eins og spáð var í ágúst (mynd I-12). Verrri verðbólguhorfur fram á fyrri hluta árs 2020 litast fyrst og fremst af lækkun á gengi krónunnar undanfarið en einnig vegur þungt að endurskoðun hagvaxtar í fyrra og á fyrri hluta þessa árs gerir það að verkum að meiri framleiðsluspenna mælist fram á mitt ár 2020. Frá þeim tíma er matið á framleiðsluspennu áþekkt því sem gert var ráð fyrir í ágúst og áhrif gengislækkunarinnar undanfarið eru talin hafa fjarað út. Verðbólga minnkar því í markmið með svipuðum hætti og í ágústspánni frá seinni hluta ársins 2020. Nánar er fjallað um óvissuþætti verðbólguþróunarinnar hér á eftir, um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Mynd I-11  
Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2012-2021<sup>1</sup>



1. Framleiðni mæld sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Grunnspá Seðlabankans 2018-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12  
Verðbólga<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2021



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2018/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Lykilforsendur og helstu óvissubættir

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

### Stefnan í opinberum fjármálum og peningastefnan

Eftir töluverða slökun á aðhaldi ríkisfjármála árin 2015-2017 eru horfur á að aðhaldsstigið aukist lítillega í ár en að það slakni lítillega á ný á næstu tveimur árum (sjá kafla IV). Yfir tímabilið 2018-2021 er aðhaldsstigið þó í meginatriðum hlutlaust sem er áþekkt því sem áður var gert ráð fyrir.

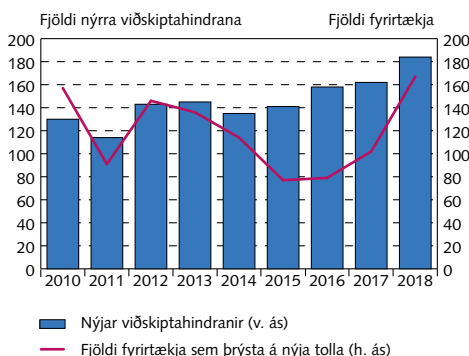
Meginvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í 4,25% frá því í október í fyrra en þá höfðu þeir lækkað um 1,5 prósentur frá ágúst 2016 (sjá kafla III). Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir bankans þróist á spátímanum í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að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

### Alþjóðleg viðskiptadeila gæti grafið undan innlendum efnahagssumsvifum

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa versnað lítillega frá ágústspá Seðlabankans og mögulegt er að hagvöxtur hafi víða náð hámarki. Þrengt hefur að fjármálegum skilyrðum í ýmsum nýmarkaðsríkjum og hættan á að alþjóðlegar hagvaxtarhorfur séu ofmetnar hefur aukist. Þá hafa áhyggjur af aukinni hörku í viðskiptadeilu Bandaríkjanna við ýmis önnur ríki farið vaxandi og svo virðist sem stuðningur við frjáls alþjóðaviðskipti fari dvinandi. Þannig hafa ríki t.d. í vaxandi mæli gripið til tæknilegra viðskiptahindrana á síðustu árum og á sama tíma gætir vaxandi þrýstings hagsmunaaflla á aukna verndartolla (mynd I-13). Bandarísk stjórnvöld hafa þegar lagt tolla á ýmsan innflutning og íhuga enn frekari tollahækkunar. Önnur ríki hafa brugðist við og líklegt er að viðbrögðin verði kröftugri hækki Bandaríkin tolla enn frekar.<sup>2</sup> Verði þetta að veruleika mun það hafa alvarlegar afleiðingar fyrir heimsbúskapinn þar sem hægja mun á alþjóðaviðskiptum og hagvexti. Stigmögnun deilunnar gæti einnig haft neikvæð áhrif á fjárfestingaráform fyrirtækja ef viðskiptadeilan eykur á óvissu í efnahagsmálum. Þá er líklegt að aukin óvissa leiði til hækkandi vaxtaálags sem þrengir enn frekar að almennum fjármögnunarskilyrðum fyrirtækja víða um heim. Í nýlegri greiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er reynt að leggja mat á áhrif alls þessa á heimsbúskapinn.<sup>3</sup> Samkvæmt niðurstöðum sjóðsins

Mynd I-13

Nýjar tæknilegar viðskiptahindranir og þrýstingur á nýja verndartolla<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir fjölda nýrra tæknilegra viðskiptahindrana sem eru innleiddar að meðaltali í hverjum mánuði og fjölda fyrirtækja sem þrýsta á Bandaríkjaþing um nýja verndartolla. Tölur fyrir 2018 eru fyrir fyrstu níu mánuði ársins.

Heimildir: Alþjóðaviðskiptastofnunin, Center for Responsive Politics.

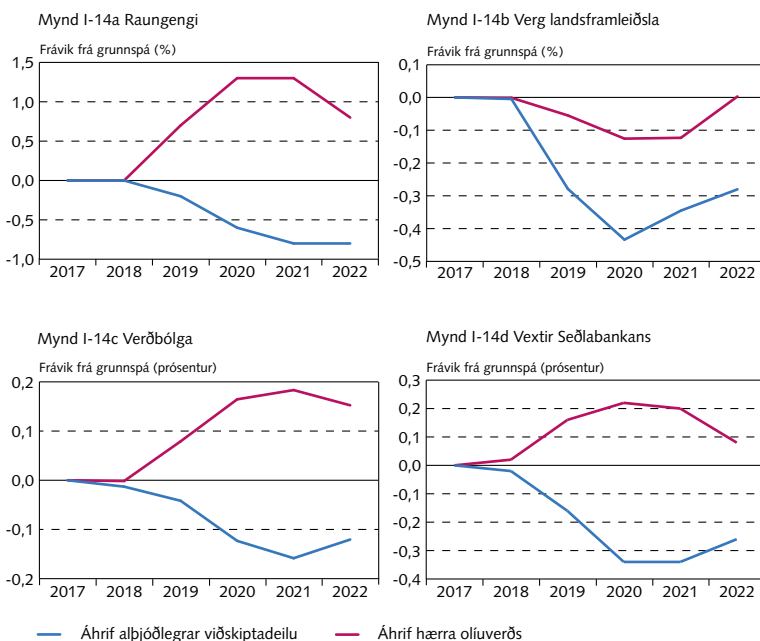
- Bandarísk stjórnvöld hafa þegar lagt 10% toll á allan innflutning áls og 25% toll á innflutning stáls. Þá hafa þau lagt 25% toll á innflutning frá Kína að verðmæti 50 ma. Bandaríkjadala og 10% toll til viðbótar á innflutning frá Kína að verðmæti 200 ma. dala sem ætlunin er að hækki í 25%. Aðrar þjóðir hafa í meginatriðum svarað í sömu mynt með tollum á bandarískan útlutning. Bandaríkin hafa einnig til skoðunar að leggja 25% toll á viðbótarinnflutning frá Kína að verðmæti 267 ma. dala og á innflutning bifreiða og bifreiðahluta að verðmæti u.þ.b. 350 ma. dala.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2018), *World Economic Outlook*, kafla 1, október 2018.

gæti heimshagvöxtur orðið 0,3 prósentum minni í ár en ella og um 0,5 prósentum minni á næsta ári. Hagvaxtaráhrifin myndu smám saman fjara út en heimsframleiðslan yrði varanlega um ½% minni en ella. Meðal þróaðra ríkja eru áhrifin mismikil en þau eru sýnu mest á Bandaríkin þar sem landsframleiðslan minnkar varanlega um tæplega 1%. Samkvæmt mati sjóðsins má ætla að landsframleiðsla í helstu viðskiptalöndum Íslands muni að meðaltali lækka varanlega um 0,5%.

Erfitt er að meta hver áhrifin yrðu hér á landi en líklegt er að minni alþjóðleg efnahagssumsvif dragi úr útflutningi héðan og þar með úr hagvexti. Möguleg viðbótaráhrif gætu komið í gegnum rýrnun viðskiptakjara, sérstaklega með lækkandi álverði en tollahækkunar á álafurðir hafa þegar leitt til lækkunar álverðs og aukinnar óvissu á álmargaði. Til að leggja mat á áhrif viðskiptadeilunnar á innlenda þjórðarbúskap er byggt á mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á áhrifum deilunnar á alþjóðlegan hagvöxt og eftirspurn helstu viðskiptalanda. Einnig er gert ráð fyrir samsvarandi hækkun áhættuálags á fjármagns-kostnað innlendra fyrirtækja og í mati sjóðsins. Að lokum er gert ráð fyrir að alþjóðlegt álverð lækki í takt við sögulegt samband álverðs við alþjóðlegan hagvöxt og innflutning meðal helstu viðskiptalanda. Það felur í sér að á næsta ári verði álverð um 6% lægra en í grunnspánni.

Hægari alþjóðleg efnahagssumsvif gera það að verkum að útflutningur Íslands vex um ½-¾ prósentu hægar á ári á næstu tveimur árum. Viðskiptakjör rýrna einnig og verða um 1% lakari en í grunnspánni árið 2020. Hægari vöxtur útflutnings og rýrnun viðskiptakjara gera það að verkum að hagvöxtur verður 0,3 prósentum minni en í grunnspá á næsta ári og 0,2 prósentum minni árið 2020 en síðan taka hagvaxtaráhrifin að fjara út. Eins og sést á mynd I-14 er landsframleiðslan orðin um ½% minni en í grunnspá árið 2020 þegar áhrifin ná hámarki. Þetta eru heldur minni áhrif en að meðaltali meðal helstu viðskiptalanda en mjög áþekkt mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins

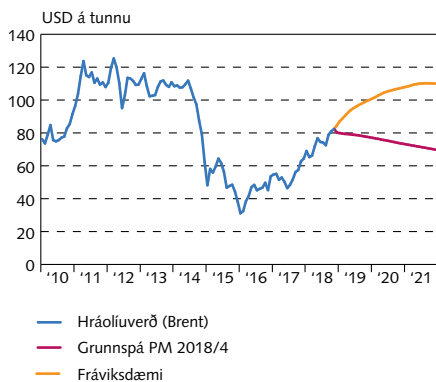
Mynd I-14  
Frávíkisdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.



Mynd I-15  
Alþjóðlegt hráolíuverð<sup>1</sup>  
Janúar 2010 - desember 2021



1. Grunnspáin byggist á framvirku verði hráolíu.  
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

á áhrifum á evrusvæðið. Á móti samdráttaráhrifum vegna hægari umsvifa í heimsbúskapnum vegur lækkun raungengis og meginvaxta Seðlabankans en þeir eru orðnir tæplega ½ prósentu lægri en í grunnspá árið 2020. Verðbólga er um 0,1-0,2 prósentum minni en í grunnspánni en þar vegast á áhrif lægra gengis krónunnar og minni spennu í þjóðarbúskapnum.

### Mikil óvissa um þróun olíuverðs eftir mikla hækkun undanfarið

Hratt hefur gengið á alþjóðlegar olíubirgðir undanfarið og olíuverð því hækkað mikið. Verðið fór upp fyrir 80 Bandaríkjadali á tunnu seint í september og var þá orðið þrefalt hærra en það var í janúar 2016 þegar það var lægst. Áhrifa þessarar hækkunar er þegar farið að gæta hér á landi. Þau koma fram í gegnum bein áhrif hækkunar bensínverðs á vísitölu neysluverðs en einnig í gegnum margvísleg óbein áhrif á efnahagssumsvif, þjóðartekjur og almenna verðbólgu. Þar má t.d. nefna verðhækkun annarra innfluttra vara sem verða fyrir áhrifum herra olíuverðs og aukinn kostnað við framleiðslu innlendra vara þar sem innflutt eldsneyti er notað til framleiðslunnar. Þá hefur hækkunin leitt til rýrnunar viðskiptakjara og þrengt að stöðu flugfélaga og annarra samgöngufyrirtækja.

Samkvæmt grunnspá bankans mun olíuverð smám saman lækka aftur í um 70 Bandaríkjadali á tunnu í lok árs 2021 en spáin byggist á framvirku verði á alþjóðamarkaði (mynd I-15). Um þetta mat er hins vegar töluverð óvissa og ekki útilokað að verðið haldi áfram að hækka ef t.d. frekari truflanir verða á olíuframleiðslu í Venesúela eða ef viðskiptabann Bandaríkjanna grefur enn meira undan olíuútflutningi Írana án þess að aukin framleiðsla frá öðrum olíuframleiðendum komi á móti. Til að leggja mat á áhrif þess á þjóðarþúið að olíuverð hækki enn frekar er gert ráð fyrir að olíuverð verði komið í 95 dali um mitt næsta ár og í ríflega 100 dali í lok ársins. Gert er ráð fyrir að verðið haldi áfram að hækka og verði komið í 110 dali í lok árs 2021 sem er það verð sem var að meðaltali frá ársbyrjun 2011 og fram í september 2014 áður en hin mikla lækkunarhrina olíuverðs hófst. Gangi þetta eftir verður meðalverð næsta árs um fimmtungi hærra en í grunnspánni og í lok spátímans yrði það orðið um 50% hærra. Þessu til viðbótar er gert ráð fyrir að hækkun olíuverðs hafi áhrif á alþjóðlegt hrávöruverð, almennt útflutningsverð helstu viðskiptalanda og neysluverðlag í þeim löndum í takt við sögulegt samband þessara stærða. Það felur í sér að í lok spátímans er hrávöruverð um 9% hærra en í grunnspánni, útflutningsverð 2% hærra og neysluverðlag viðskiptalanda tæplega 1% hærra. Samanlagt hækkar innflutningsverðlag í erlendum gjaldmiðlum á næstu þremur árum því um 1-1½ prósentu meira á ári en í grunnspánni og er orðið liðlega 3% hærra en í grunnspánni í lok spátímans.

Mynd I-14 sýnir áhrifin á innlendan þjóðarbúskap. Hækkun olíuverðs og annars hrávöruverðs rýrir viðskiptakjör þjóðarbúsins og dregur úr kaupmætti heimila. Þjóðartekjur lækka því í samanburði við grunnspána og eftirspurn vex hægar. Landsframleiðslan yrði því um 0,1% lægri en í grunnspánni frá næsta ári. Innflutningsverð í krónum hækkar hraðar en í grunnspánni og er orðið liðlega 2% hærra í lok tímabilsins. Verðbólga eykst því í samanburði við grunnspá og

er orðin tæplega 0,2 prósentum meiri árið 2021 þegar ársáhrifin ná hámarki. Til að bregðast við almennri hækkun verðlags sem orsakast af olíuverðshækkuninni og tryggja að verðbólga leiti aftur í verðbólguþröngun til meðallangs tíma eru vextir Seðlabankans orðnir um 0,2 prósentum hærrí en í grunnspánni frá næsta ári. Hærrí vextir þrýsta upp gengi krónunnar og er raungengið orðið liðlega 1% hærra en í grunnspá frá árinu 2020. Hærrí vextir og gengi draga einnig úr verðbólguáhrifum hækkunar olíuverðs með því að hægja enn frekar á innlendum efnahagssumsvifum.<sup>4</sup>

### Gengishorfor óvissar

Samkvæmt grunnspá verður viðskiptavegið gengi krónunnar svipað á meginhluta spátímans og það hefur verið að meðaltali það sem af er þessu ári. Þessi tæknilega forsenda litast annars vegar af horfum um hagvöxt og vaxtamun gagnvart útlöndum og hins vegar af mati á jafnvægisraungengi. Talið er að jafnvægisraungengið hafi lækkað frá fyrra mati í ljósi lakari viðskiptakjara og óhagstæðari útflutningshorfa. Þá hefur vaxtamunur gagnvart útlöndum minnkað eftir því sem slakinn hefur horfið í helstu viðskiptalöndum og spennan hér á landi dvínað. Um alla þessa þætti ríkir óvissa og gengisþróunin gæti því auðveldlega orðið með öðrum hætti en grunnspáin gerir ráð fyrir. Þótt horfur séu á að hagvöxtur verði áfram við leitnivöxt á meginhluta spátímans gæti gengi krónunnar t.d. haldið áfram að lækka ef óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum eykst enn frekar eða ef alþjóðlegir vextir hækka hraðar en markaðir gera ráð fyrir. Gengisferill grunnspárinnar er þó mjög svipaður þeim sem fæst út frá heildarjafnvægislíkani bankans, DYNIMO (mynd I-16). Markaðsaðilar eru hins vegar svartsýnni á gengisþróunina ef marka má nýja könnun bankans á mati þeirra á efnahagshorfum. Líkt og í grunnspánni gera þeir ráð fyrir að gengi krónunnar verði lægra á næsta ári en í ár en ólíkt grunnspánni telja þeir að lækkunin gangi ekki til baka árið 2020.

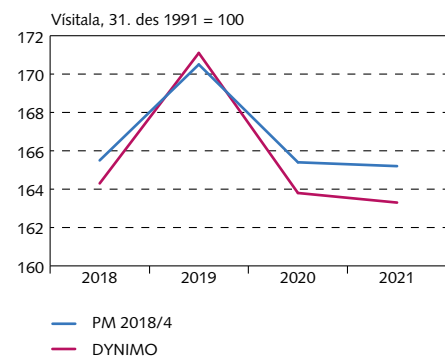
### Hægt gæti hraðar á vexti ferðþjónustu en gert er ráð fyrir í grunnspánni

Útflutt ferðþjónusta jókst um 11% í fyrra en á árunum 2015-2016 nam vöxturinn ríflega 25% á ári að meðaltali. Hægt hefur enn frekar á vextinum það sem af er þessu ári og samkvæmt grunnspá bankans er talið að hann verði tæplega 4% á árinu öllu og undir 3% á næstu tveimur árum. Framlag útfluttrar ferðþjónustu til útflutningsvaxtar hefur því farið minnkandi: í fyrra skilaði ferðþjónustan liðlega 4 prósentum til 5,5% vaxtar útflutnings vöru og þjónustu en á árunum 2015-2016 var framlag hennar tæplega 8 prósentur á ári að meðaltali. Horfur eru á að framlag hennar til útflutningsvaxtar verði töluvert minna í ár eða um 1½ prósentu og um 1 prósentu á ári á næstu tveimur árum.

Hægari vöxtur í ferðþjónustu var að nokkru leyti fyrirsjáanlegur en þó hefur hægt hraðar á vextinum en gert hefur verið ráð fyrir í

4. Verðbólguáhrif hærra olíuverðs gætu verið ofmetin að því leyti að hér er horft fram hjá neikvæðum áhrifum hækkunar olíuverðs á alþjóðleg efnahagssumsvif. Þau gætu hins vegar einnig verið vanmetin ef kjölfesta verðbólguvæntinga veikist þannig að langtímaverðbólguvæntingar taka einnig að hækka sem kalla myndi á kröftugri viðbrögð peningastefnunnar en hér eru sýnd (sjá t.d. umfjöllun í kafla I í *Peningamálum* 2018/2).

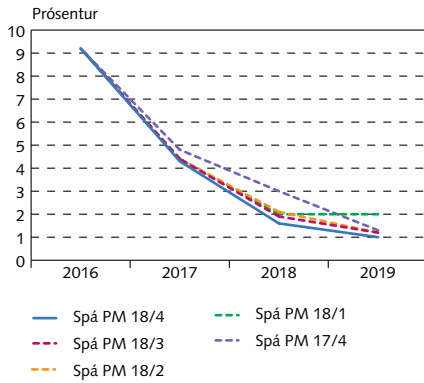
Mynd I-16  
Gengisspár<sup>1</sup>



1. Ársmeðaltöl gengisvísitalu samkvæmt grunnspá PM 2018/4 og heildarjafnvægislíkani bankans, DYNIMO.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-17

Spár um framlag ferðabjónustu til vaxtar  
útflyttrar vöru og þjónustu<sup>1</sup>



1. Framlag ferðabjónustu (ferðalaga og farþegaflutninga með flugi) til vaxtar útflyttnings vöru og þjónustu í spám PM.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fyrri spám bankans. Nú eru t.d. horfur á að framlag ferðabjónustu til útflyttningsvaxtar verði um helmingi minna í ár en gert var ráð fyrir í spá bankans í nóvember í fyrra og horfur fyrir næsta ár hafa verið færðar niður með áþekkingum hætti (mynd I-17). Líklegt er að breyttar horfur endurspegli áhrif hás raungengis og mikillar hækkunar olíuverðs undanfarið. Farið er að bera á vaxandi þrengingum í ferðabjónustu og flugrekstri eftir því sem samkeppnisstaða atvinnugreinarinnar hefur versnað og ekki er því útilokað að vöxturinn í ár og á næsta ári verði minni en grunnspáin gerir ráð fyrir.

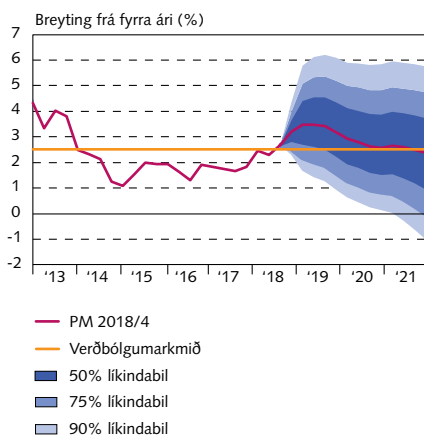
### Verðbólga gæti aukist hraðar á næstunni en grunnspá gerir ráð fyrir

Álitamálin sem rakin eru hér að framan undirstrika þá óvissu sem jafnan er um efnahagshorfur. Sumir þessara áhættuþátta gætu bent til þess að verðbólguhorfur séu vanmetnar í grunnspánni. Þyngst vegur óvissa um niðurstöður komandi kjarasamninga. Þótt grunnspáin geri þegar ráð fyrir nokkuð riflegum launahækkunum þrátt fyrir að hlutfall launa í þáttatekjum sé komið yfir sögulegt meðaltal er ekki útilokað að samið verði um enn meiri hækkunir eða að launaskrið verði meira en gert er ráð fyrir, ekki síst í ljósi þess að atvinnuleysi er enn lítið og spennan á vinnumarkaði nokkur. Ýmsir aðrir þættir gætu lagst á sömu sveif og gert það að verkum að verðbólga verði meiri en í grunnspánni. Alþjóðlegt olíuverð hefur t.d. hækkað mikið undanfarið og ekki er útilokað að það hækki enn frekar, þvert á það sem grunnspáin gerir ráð fyrir. Þótt hætta á lækkun á gengi krónunnar vegna viðsnúnings ytri skilyrða sem fjallað var um í fyrra áhættumati bankans hafi að hluta raungerst gæti gengið haldið áfram að lækka í stað þess að haldast svipað og það er núna út spátímann eins og grunnspáin gerir ráð fyrir. Að sama skapi gæti hækkun húsnæðisverðs sótt aftur í sig veðrið ef vöxtur útlána til húsnæðiskaupa heldur áfram að aukast. Þá gæti mikill kraftur í þjóðarbúinu á fyrri hluta ársins bent til þess að spennan í þjóðarbúinu verði þrálátari en gert er ráð fyrir, sérstaklega ef meira slaknar á aðhaldi opinberra fjármála en spáð er. Verðbólga gæti einnig aukist meira og orðið þrálátari ef langtímaverðbólguvæntingar leita ekki í markmið á ný.

Mynd I-18

Verðbólguþspá og óvissumat

1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2021



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en búist er við í grunnspánni. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað á ný ef ytri skilyrði batna aftur. Viðskiptadeila Bandaríkjanna og Kína gæti einnig grafið undan alþjóðlegum efnahagssumsvifum sem gæti hægt á útflytningi frá Íslandi og þannig hægt enn frekar á hagvexti í samburði við grunnspána. Framleiðnivöxtur gæti þar að auki verið vanmetinn og það gæti dregið hraðar úr spennu í þjóðarbúinu en gert er ráð fyrir í grunnspá.

Til að endurspeglja þessa óvissuþætti sýnir mynd I-18 óvissubíl spárinnar, þ.e. það bil sem taldar eru allt að 90% líkur á að verðbólga verði innan á næstu þremur árum (sjá viðauka 3 í *Peningamálum* 2005/1 þar sem aðferðafræðinni í þessum útreikningum er lýst). Taldar eru meiri líkur á að verðbólga sé vanmetin en ofmetin til skemmri tíma. Til langs tíma er líkjadreifing verðbólguþspárinnar hins vegar talin u.þ.b. samhverf sem er svipað og í fyrri spá bankans. Taldar eru um helminglíkur á að verðbólga verði á bilinu 2¼-4½% að ári liðnu og á bilinu 1-3¾% í lok spátímans.