

Peningamál 2019/2¹

Undanfarin ár hafa verið einstaklega hagfelld fyrir íslenskan þjóðarbúskap. Viðskiptakjör hafa batnað mikið og útflutningur aukist verulega, einkum tengt ferðaþjónustu. Þessir búhnykkir hafa aukið tekjur þjóðarbúsins sem heimili og fyrirtæki hafa að hluta nýtt til að greiða niður skuldir og bæta eiginfjárstöðu sína. Innlend efnahagsumsvif hafa á sama tíma vaxið hratt.

Nú eru hins vegar blikur á lofti. Viðskiptakjör hafa rýrnað og hratt dró úr fjölgun ferðamanna til landsins í fyrra, ekki síst þegar draga tók úr umsvifum flugfélagsins WOW Air undir lok síðasta árs. Snemma á þessu ári var ljóst að ferðamenn yrðu færri í ár en í fyrra og endanlegt fall WOW Air veldur því að þeim fækkar enn frekar. Við þetta bætist loðnubrestur og almennt verri horfur um útflutning sjávarafurða. Útlit er því fyrir tæplega 4% samdrátt útflutnings vöru og þjónustu í ár sem er veruleg breyting frá því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans.

Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa því breyst verulega. Talið er að hægt hafi enn frekar á hagvexti á fyrsta fjórðungi ársins og að landsframleiðslan dragist saman á öðrum ársfjórðungi. Spáð er 0,4% samdrætti á árinu öllu og yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem landsframleiðslan dregst saman milli ára. Grunnspá bankans gerir þó ráð fyrir að efnahagsamdrátturinn verði tiltölulega skammvinnur og að á næsta ári verði hagvöxtur kominn í 2½%.

Störfum hefur fjölgað mikið undanfarin misseri en horfur eru á að þeim fækki fram eftir ári. Atvinnuleysi eykst því nokkuð og er talið að það verði 3,9% að meðaltali á árinu öllu sem er tæplega 1 prósentu meira en spáð var í febrúar. Það dregur því hraðar úr þeirri spennu sem hafði byggst upp í þjóðarbúinu með miklum hagvexti undanfarinna ára og horfur eru á að slaki myndist síðar á árinu.

Verðbólga jókst nokkuð í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar sl. haust og náði hámarki í 3,7% í desember. Hún minnkaði í 3,1% á fyrsta fjórðungi þessa árs en jókst á ný í 3,3% í apríl. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað eftir að hafa hækkað í fyrra. Talið er að verðbólga eigi eftir að aukast lítillega fram á mitt ár en þó minna en gert var ráð fyrir í febrúar. Horfur eru jafnframt á minni verðbólgu á öllum spátímanum en þá var spáð. Talið er að hún verði komin í verðbólgu markmiðið um mitt næsta ár og fari tímabundið undir það seint á næsta ári. Breyttar verðbólguhorfur má fyrst og fremst rekja til hins mikla viðsnúnings í þjóðarbúinu en á móti vegur meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og innflutningsverðs. Óvissa um verðbólguhorfur hefur minnkað í kjölfar þess að kjarasamningar tókust á almennum vinnumarkaði. Samningarnir fela í sér áþekkar launahækkunir í ár og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans en hækkunir næstu tveggja ára eru hins vegar meiri. Það ásamt horfum um hægari framleiðnivöxt veldur því að spáð er meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu en áður.

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

I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur halda áfram að versna

Heimshagvöxtur minnkaði er leið á síðasta ár og mældist 3,6% á árinu öllu sem er 0,2 prósentum minni vöxtur en árið 2017. Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa einnig versnað. Þannig gerir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði 3,3% í ár sem er 0,4 prósentum minni hagvöxtur en hann spáði í október í fyrra. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað þótt sjóðurinn geri ráð fyrir að heimshagvöxtur aukist lítillega milli ára.

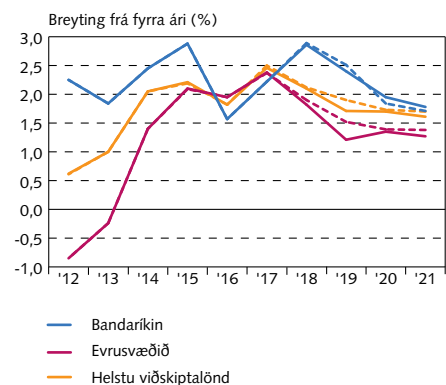
Meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var 2,1% í fyrra. Nokkuð dró hins vegar úr honum er leið á árið samfara því að slakinn í þjóðarþúskap þeirra minnkaði. Horfur fyrir þetta ár hafa einnig versnað frá febrúarspá *Peningamála* (mynd I-1). Nú er talið að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði að meðaltali 1,7% í ár en í febrúar var gert ráð fyrir að hann yrði 1,9% og í nóvemberspá bankans var spáð 2,2% vexti. Horfur um hagvöxt á evrusvæðinu hafa verið færðar niður um 0,3 prósentur frá því í febrúar en einnig er spáð minni hagvexti í Bandaríkjunum, Bretlandi og Japan. Spáð er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði áfram um 1,7% á næstu tveimur árum. Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt það sem af er ári og gert er ráð fyrir að það breytist lítið á spátímanum

Eftir nánast samfelldan bata viðskiptakjara frá miðju ári 2014 tóku þau að rýrna um mitt ár 2017. Til ársloka 2018 nam rýrnun þeirra samtals 7,5% og átti stærstur hluti hennar sér stað á seinni hluta síðasta árs. Rýrnun viðskiptakjara í fyrra nam 3,9% og má að töluverðu leyti rekja hana til um 30% verðhækkunar á olíu og súráli þótt á móti vegi ágæt hækkun á verði helstu útflutningsafurða. Þetta er 1,3 prósentum meiri viðskiptakjararýrnun en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans (mynd I-2). Eins og í febrúar er gert ráð fyrir um ½% bata viðskiptakjara að meðaltali í ár og á næstu tveimur árum. Fer þar saman áframhaldandi verðhækkun helstu útflutningsafurða og verðlækkun á olíu og súráli. Gangi spáin eftir verða viðskiptakjör um 1½% lakari í lok spátímans en búist var við í febrúar.

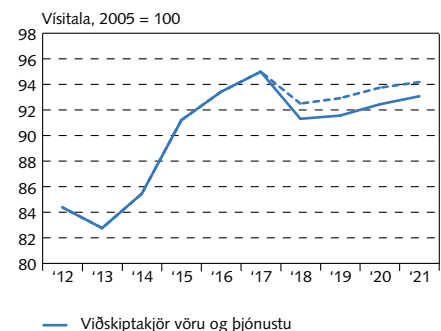
Gengi krónunnar lækkaði um 13% frá lokum ágúst mánaðar í fyrra og fram undir lok nóvember þegar viðskiptavegið meðalgengi náði lágmarki. Upphaf lækunarferilsins má rekja til fréttu um vaxandi rekstrarvanda flugfélagsins WOW Air. Við bættist aukin svartsýni um hagvaxtarhorfur, rýrnun viðskiptakjara og vaxandi áhyggjur af niðurstöðu kjarasamninga. Endanlegt fall WOW Air undir lok marsmánaðar virtist hafa haft tiltölulega takmörkuð áhrif á gengi krónunnar en gengið hækkaði um tæplega 3% í kjölfar undirritunar kjarasamninga á almennum vinnumarkaði í byrjun apríl sl. Á heildina lítið hefur gengi krónunnar þó verið tiltölulega stöðugt það sem af er ári. Það er svipað nú og það var rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í febrúar en það var þó líðlega 1% lægra á fyrsta ársfjórðungi en þá var spáð. Gert er ráð fyrir

Mynd I-1
Alþjóðlegur hagvöxtur 2012-2021¹



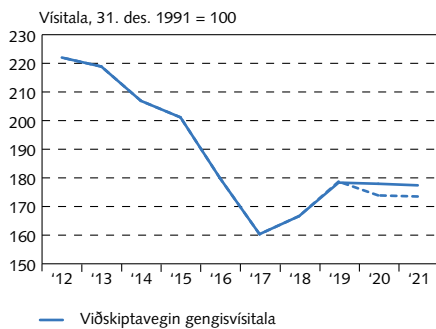
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1. Heimildir: OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2
Viðskiptakjör 2012-2021¹



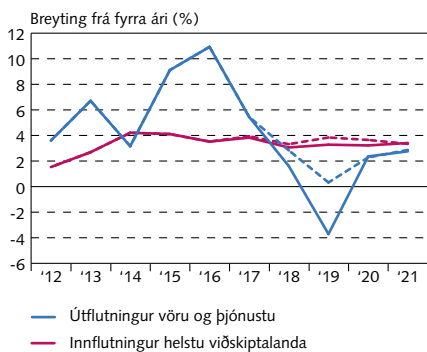
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3
Gengi krónunnar 2012-2021¹



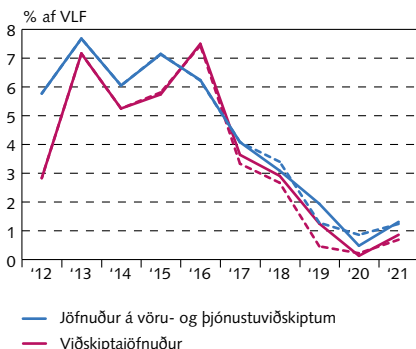
1. Þróng viðskiptavog. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/1.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn
2012-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5
Viðskiptajöfnuður 2012-2021¹



1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

að gengið haldist svipað og það er nú út spátímann og gangi það eftir verður viðskiptavegið meðalgengi krónunnar liðlega 2% lægra á næstu tveimur árum en spáð var í febrúar (mynd I-3). Horfur um lægra gengi krónunnar endurspeglar m.a. að hagvaxtarhorfur hafa versnað frá fyrri spá og því er vænst lægri innlendra vaxta en áður eins og sjá má í könnun meðal markaðsaðila og út frá framvirkum vöxtum. Þá er jafnvægisraungengið (þ.e. það raungengi sem samræmist ytra og innra jafnvægi þjóðarbúsins) talið hafa lækkað nokkuð samfara gjaldþroti WOW Air, rýrnun viðskiptakjara, loðnubresti og almennt lakari horfum í útflutningi sjávarafurða. Á móti veiga horfur um hægari hækkun alþjóðlegra vaxta og lækkun hinnar sérstöku bindiskyldu á innflæði fjármagns frá útlöndum en báðir þessir þættir styðja að öðru óbreyttu við gengi krónunnar. Nánar er fjallað um óvissu í tengslum við gengishorfur síðar í þessum kafla og um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

Horfur á töluverðum samdrætti útflutnings í ár

Útflutningur vöru jókst um 3,5% í fyrra sem er í samræmi við það sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Þjónustuútflutningur stóð hins vegar í stað milli ára en í febrúar hafði verið gert ráð fyrir 2,5% vexti. Vegur þar þyngst að farþegaflutningar með flugi drógust saman á síðasta fjórðungi ársins þrátt fyrir áframhaldandi fjölgun farþega með innlendum flugfélögum. Horfur hafa jafnframt versnað verulega fyrir þetta ár. Viðsnúningurinn er sérstaklega mikill í ferðaþjónustu og munar þar mest um áhrif gjaldþrots WOW Air. Nú er gert ráð fyrir að um 10½% færri ferðamenn komi til landsins í ár en í fyrra og að þjónustuútflutningur dragist því saman um tæplega 9%. Það er veruleg breyting frá febrúarspá bankans en þá var spáð 1,5% samdrætti. Breytingin er enn meiri frá nóvemberspá bankans en þá var gert ráð fyrir tæplega 4% vexti þjónustuútflutnings í ár. Horfur um vöruútflutning hafa einnig versnað. Þar veiga þyngst loðnubrestur og minni aflaheimildir í kolmunna, makríl og norsk-íslenska síldarstofninum. Eftir metár í útflutningi sjávarafurða í fyrra eru því horfur á 5,5% samdrætti í ár sem er 4 prósentum meiri samdráttur en spáð var í febrúar. Útlit er því fyrir að útflutningur vöru og þjónustu dragist saman um 3,7% í ár en í febrúar var spáð nánast óbreyttu útflutningsmagni frá fyrra ári (mynd I-4). Gert er ráð fyrir að ferðamönnum taki að fjölga á ný á næsta ári og er ágætur vöxtur í þjónustuútflutningi meginástæða þess að útflutningur í heild eykst um 2½% milli ára að meðaltali á næstu tveimur árum.

Þótt útflutningur hafi aukist minna í fyrra en áður var áætlað og horfur hafi versnað töluvert fyrir árið í ár er spáin um vöru- og þjónustujöfnuð lítið breytt frá því í febrúar. Skýrist það fyrst og fremst af áþekkri endurskoðun á vexti innflutnings vöru og þjónustu sem stóð nánast í stað í fyrra og er talinn dragast saman um 1% í ár. Gert er ráð fyrir að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum minnki úr 3,1% af landsframleiðslu í fyrra í 1,9% í ár og í 1,3% árið 2021 (mynd I-5). Afgangur á viðskiptajöfnuði er talinn þróast með áþekktum hætti. Hann verður um 1,3% af landsframleiðslu í ár en fer í tæplega 1% árið 2021. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

Verulega hægir á vexti þjóðarútgjalda í ár ...

Einkaneysla jókst um 3,3% á fjórða fjórðungi síðasta árs en framan frá árinu hafði vöxturinn verið riflega 5%. Hann nam 4,8% á árinu öllu en í febrúarspá *Peningamála* var gert ráð fyrir 4,5% vexti. Vísbendingar eru um að dregið hafi enn frekar úr vexti einkaneyslu á fyrsta fjórðungi þessa árs og spáð er að hann verði einungis 1,6% á árinu öllu sem yrði minnsti vöxtur einkaneyslu síðan árið 2013. Þetta er töluvert minni vöxtur en spáð var í febrúar en þá var gert ráð fyrir 4% vexti (mynd I-6). Skýrist það af nokkru hægari vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna í fyrra og í ár, mun lakari atvinnuhorfunum og aukinni óvissu í efnahagsmálum nú þegar efnahagssuppsveiflu undanfarinna ára virðist lokið. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst. Gert er ráð fyrir tæplega 3% vexti á ári eins og í febrúar. Að töluverðu leyti endurspeglar það áhrif aðgerða stjórnvalda í tengslum við kjarasamninga á almennum vinnumarkaði en án þeirra væri vöxtur einkaneyslu á næstu tveimur árum hátt í 1 prósentu minni á hvoru ári (sjá rammagrein 3).

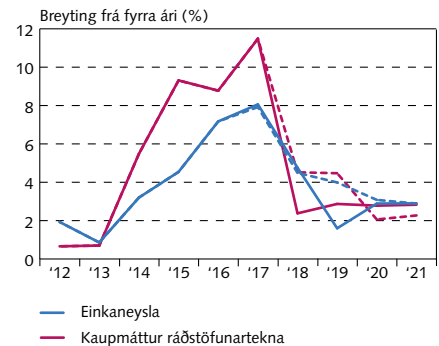
Atvinnuvegafjárfesting tók að dragast saman á seinni hluta síðasta árs og á árinu öllu dróst hún saman um 5,4% sem er heldur meiri samdráttur en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans (mynd I-7). Þótt fjármunamyndun í heild hafi aukist um 2,1% milli ára hefur hægt töluvert á vexti hennar eftir tæplega 17% árlegan meðalvöxt árin 2015-2017. Vöxtur heildarfjármunamyndunar í fyrra var lítillega minni en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar og munaði þar mest um meiri samdrátt í almennri atvinnuvegafjárfestingu (fjárfestingu utan fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum). Horfur eru einnig á minni fjárfestingarumsvifum í ár en spáð var í febrúar. Að nokkru leyti endurspeglar það breytingar á fyrrihuguðum innflutningi flugfélagsins Icelandair á flugvélum í ár en nú er ljóst að þær verða teknar á rekstrarleigu og mælast því ekki lengur í þjóðhagsreikningum sem fjárfesting og vöruinnflutningur. Við þetta bætist sala á flugvélum WOW Air sem fór fram í lok síðasta árs en kom fram í utanríkisverslunartölum Hagstofu Íslands í janúar og mun þá dragast frá fjárfestingu í þjóðhagsreikningum á fyrsta fjórðungi þessa árs. Atvinnuvegafjárfesting dregst því saman um 6,7% í ár en í febrúar var gert ráð fyrir 4% aukningu. Almenn atvinnuvegafjárfesting eykst hins vegar lítillega sem er svipað og spáð var í febrúar. Fjármunamyndun í heild dregst því lítillega saman í ár og verður hlutfall hennar af landsframleiðslu um 22% í ár og hækkar yfir spátímann en hlutfall atvinnuvegafjárfestingar fer hins vegar lækkandi (mynd I-7).

Þjóðarútgjöld endurspeglar öll neyslu- og fjárfestingarútgjöld einkaaðila og hins opinbera. Eins og gert var ráð fyrir í febrúar jukust þau um 4,1% í fyrra sem er nokkru undir 7,5% árlegum meðalvexti á árunum 2015-2017. Nokkuð hægði á vextinum er leið á síðasta ár og horfur eru á enn hægari vexti á fyrri hluta þessa árs og að hann verði einungis 1% á árinu öllu sem er rúmlega 3 prósentum minni vöxtur en spáð var í febrúar (mynd I-8). Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst. Nánari umfjöllun um þróun einkaneyslu, fjárfestingar og þjóðarútgjalda er að finna í kafla IV.

... og útlit er fyrir efnahagssamdrátt í fyrsta sinn síðan árið 2010

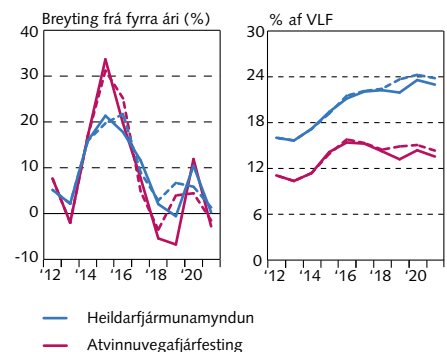
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 4% hagvöxtur á fjórða fjórðungi síðasta árs sem var nokkru meiri vöxtur en gert hafði

Mynd I-6

Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2012-2021¹

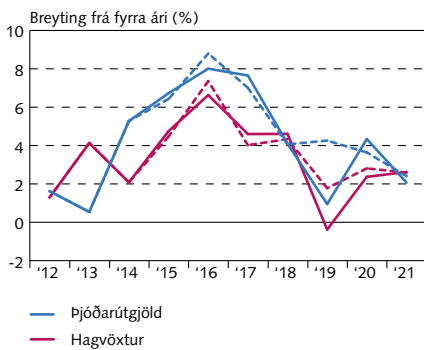
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

Fjármunamyndun 2012-2021¹

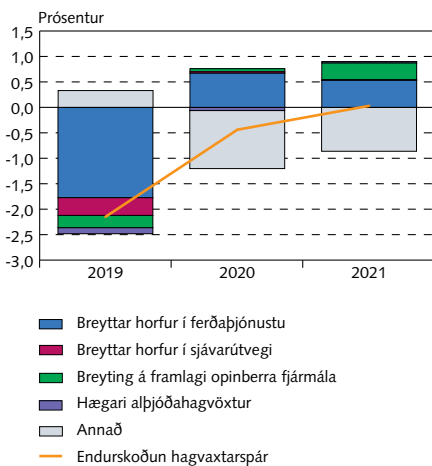
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8
Þjóðarútgjöld og hagvöxtur 2012-2021¹



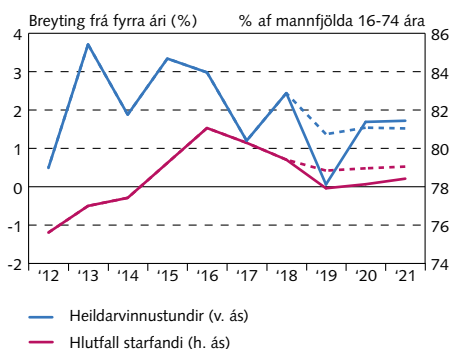
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9
Endurskoðun hagvaxtarspár Peningamála¹



1. Breyting á hagvaxtarspá milli PM 2019/1 og 2019/2. Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi
2012-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Hagvöxtur á árinu öllu endaði því í 4,6% sem er 0,3 prósentum meiri vöxtur en búist var við í febrúar. Skýrist fráviknið af hagfelldara framlagi utanríkisviðskipta en vöxtur þjóðarútgjalda var í takt við febrúarspána.

Talið er að hagvöxtur hafi minnkað enn frekar á fyrsta fjórðungi þessa árs og landsframléiðslan dragist saman um ríflega 1% milli ára á öðrum ársfjórðungi. Þetta er veruleg breyting frá febrúarspá bankans sem má rekja til þeirra ytri áfalla sem þjóðarþúið hefur orðið fyrir undanfarið og lýst er hér að framan. Talið er að 0,4% samdráttur verði á árinu öllu og yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem samdráttur mælist hér á landi (mynd I-8).² Þetta er verulegur viðsnúningur frá febrúarspá bankans en þá var spáð 1,8% hagvexti í ár og enn meiri endurskoðun frá nóvemberspá bankans en þá var gert ráð fyrir 2,7% hagvexti í ár. Eins og sjá má á mynd I-9 skýra verri horfur í ferðaþjónustu langstærstan hluta endurskoðunar á hagvaxtarspá ársins en einnig vega þungt áhrif minni útflutnings sjávarafurða vegna loðnubrests í ár. Við bætast áhrif hægari vaxtar alþjóðlegra efnahagssumsvifa og endurskoðunar á vexti útgjalda hins opinbera frá því sem gert hafði verið ráð fyrir í febrúar. Grunnspáin felur í sér að efnahagssamdrátturinn verði tiltölulega skammvinnur og að á næsta ári verði hagvöxtur kominn í um 2½%. Það er þó heldur minni hagvöxtur en spáð var í febrúar. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

Útlit er fyrir fækkun starfa, aukið atvinnuleysi og að slaki myndist undir lok ársins

Heildarvinnustundum fjölgaði um 1,8% milli ára á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er áþekkt því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Störfum fjölgaði um 2,6% en á móti kom tæplega 1% stytting meðalvinnutíma. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi var 3% á fyrsta ársfjórðungi og jókst um 0,4 prósentur frá fyrri fjórðungi. Skráð atvinnuleysi var hins vegar komið í 3,5% í apríl sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu en þá fjölgaði mikið á atvinnuleysissskrá í kjölfar gjaldþrots WOW Air og uppsagna hjá fyrirtækjum sem þjónuðu flugfélaginu. Útlit er því fyrir að atvinnuleysi aukist nokkuð á öðrum fjórðungi ársins.

Efnahagsáfallin undanfarið gera það að verkum að störfum fjölgar mun hægar en áður var spáð. Horfur eru á að heildarvinnustundum fækki fram eftir ári en að þær standi nánast í stað milli ársmeðaltala en í febrúarspá bankans var gert ráð fyrir að þeim myndi fjölga um 1,4% (mynd I-10). Hlutfall starfandi lækkar því um 1½ prósentu frá árinu 2018. Yrði það þriðja árið í röð sem hlutfall starfandi lækkar milli ára. Undanfarið tvö ár hefur atvinnuþátttaka hins vegar minnkað heldur meira og því hefur atvinnuleysi minnkað. Í ár er einnig gert ráð fyrir að atvinnuþátttaka minnki frá fyrra ári en minna en sem nemur lækkan hlutfalls starfandi og því eykst atvinnuleysi nokkuð. Gangi spáin eftir verður atvinnuleysi 3,9% að meðaltali í ár sem er 0,8 prósentum meira en spáð var í febrúar (mynd I-11). Samkvæmt spánni minnkar það aftur á næstu tveimur árum en helst áfram nokkru yfir því sem gert var ráð fyrir í febrúar og yfir því atvinnuleysisstigi sem talið er samræmast verðstöðugleika.

2. Fjallað er um fyrri samdráttarskeið í rammagrein 1. Eins og rakið er í rammagrein 2 er þjóðarþúið nú mun betur í stakk búið að takast á við efnahagsáfall en það var í aðdraganda fjármálakreppunnar haustið 2008.

Vegna endurskoðunar Hagstofunnar á sögulegum hagvaxtar-
tölum er nú talið að framleiðsluspennan hafi verið heldur meiri undan-
farin tvö ár en fyrra mat gerði ráð fyrir. Snarpur viðsnúningur efnahags-
sumsvifa í ár gerir það hins vegar að verkum að framleiðsluspenna
minnkar mun hraðar en áður var talið og slaki myndist í þjóðarbúinu
í lok þessa árs sem hverfur aftur undir lok þess næsta (mynd I-11).
Rétt er að hafa í huga að mat á framleiðsluspennu er ávallt háð nokk-
urri óvissu og á það sérstaklega við um snörp hagsveifluskil eins og
nú. Nánar er fjallað um vinnumarkaðinn og nýtingu framleiðsluþátta
þjóðarbúsins í kafla V.

Verðbólga yfir markmiði en horfur á að hún hjaðni hraðar en áður spáð og verði komin í markmið um mitt næsta ár

Verðbólga jókst nokkuð í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar sl. haust
og náði hámarki í 3,7% í desember. Hún minnkaði á ný á fyrsta fjórð-
ungi þessa árs og var að meðaltali 3,1% sem er 0,3 prósentum minni
verðbólga en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Verðbólga
jókst hins vegar á ný í apríl og mældist 3,3%. Verðbólguvæntingar
hækkuðu einnig nokkuð í fyrra en þær hafa lækkað aftur, m.a. í
kjölfar þess að gengið var frá kjarasamningum á almennum vinnu-
markaði sem fólu í sér minni launahækkanir en margir höfðu vænst.
Langtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hafa haldist yfir
3% en á meðal markaðsaðila hafa þær lækkað í 2,7%. Verðbólguálag
á skuldabréfamarkaði hefur einnig lækkað.

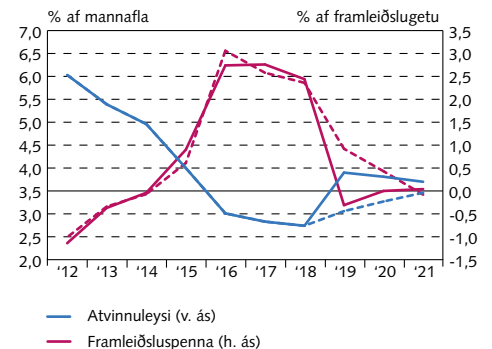
Umsamdar launahækkanir í nýgerðum kjarasamningum fyrir árið
í ár eru áþekkar því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála* en
hækkanir næstu tveggja ára eru heldur meiri (sjá nánar í rammagrein
4). Horfur eru jafnframt á hægari framleiðnivexti en spáð var í febrúar
og því hækkar launakostnaður á framleidda einingu meira en þá var
gert ráð fyrir eða um 7% í ár og um 4% að meðaltali á næstu tveimur
árum (mynd I-12).

Breyttar efnahagshorfur gera það að verkum að nú er spáð
nokkru minni verðbólgu á öllum spátímanum í samanburði við
febrúarspá bankans. Talið er að verðbólga nái hámarki í 3,4% um mitt
þetta ár en minnki á ný í 3,1% á síðasta fjórðungi ársins. Hún hjaðnar
áfram á næsta ári og er komin í verðbólgu markmiðið um mitt árið en
fer lítilla niður fyrir það síðar á árinu gangi spáin eftir (mynd I-13).
Meginskýring minni verðbólgu en spáð var í febrúar er hinn mikli við-
snúningur í þjóðarbúinu sem endurspeglast í því að mun hraðar dregur
úr framleiðsluspennu en þá var gert ráð fyrir. Á móti vegur hins vegar
meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og innflutnings-
verðs. Nánar er fjallað um óvissuþætti verðbólguþátta hér á eftir,
um alþjóðlega verðlagsþróun í kafla II og þróun innlendrar verðbólgu
og verðbólguvæntinga í kafla VI.

Lykilforsendur og helstu óvissuþættir

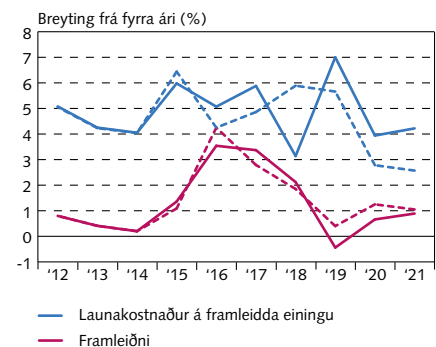
Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála
á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um innlenda hag-
stjórn og ytra umhverfi íslensks þjóðarbúskapar. Hún byggist einnig
á mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan
miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Hér á eftir

Mynd I-11

Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2012-2021¹

1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

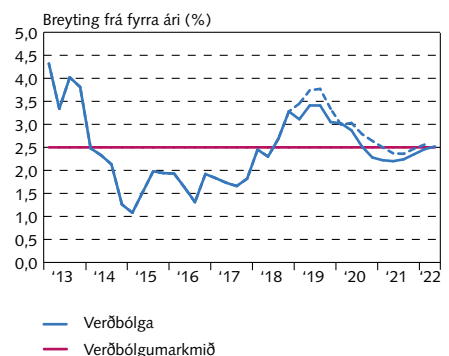
Launakostnaður á framleidda einingu
og framleiðni 2012-2021¹

1. Framleiðni mæld sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Grunnspá
Seðlabankans 2019-2021. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Verðbólga¹

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2022



1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2019 - 2. ársfj. 2022. Brotalína
sýnir spá frá PM 2019/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

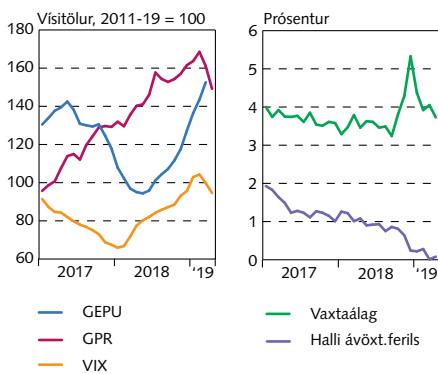
er forsendum um innlenda hagstjórn lýst. Einnig eru taldir upp nokkrir mikilvægir óvissuþættir og rakið hvernig breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem vikur frá grunnspánni.

Aðhaldsstig ríkisfjármála og peningastefnan

Aðhaldsstig ríkisfjármála, eins og það er mælt með breytingum í hag-sveifluleiðrættum frumjöfnuði ríkissjóðs, var í meginatriðum hlutlaust í fyrra. Horfur eru á að nokkuð slakni á því í ár og á næstu tveimur árum og um meira en gert var ráð fyrir í nóvember þegar Seðlabankinn lagði síðast mat á aðhaldsstig ríkisfjármála. Skýrist það af nýjum sértækum aðgerðum á útgjalda- og tekjuhlíð umfram það sem gert er ráð fyrir í núgildandi fjármálastefnu og af sértækum aðgerðum tengdum kjara-samningum á almennum vinnumarkaði (sjá kafla IV og rammagrein 3).

Meginvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í 4,5% frá því í nóvember í fyrra en þá höfðu þeir lækkað um 1,25 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 verðbólgu-markmiðið til meðallangs tíma.

Mynd I-14
Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum¹
Janúar 2017 - apríl 2019



1. GEMU-vísitala Baker o.fl. (2016) fyrir óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum og GPR-vísitala Caldara og Iacoviello (2018) fyrir óvissu í alþjóðlegum stjórnmálum. VIX-vísitalan mælir undirliggjandi sveiflur í S&P500-hlutabréfaverðisvitölunni. Vísitölur eru allar sýndar sem 12 mánaða hreyfanlegt meðaltal. Vaxtaálag á skuldabréf bandarískra fyrirtækja í spákaupmennskuflokki. Halli ávöxtunarferils er vaxtamunur 10 ára og 3 mánaða bandarískra ríkisbréfa.
Heimildir: Baker, Bloom og Davis (2016), Caldara og Iacoviello (2018), FRED-gagnagrunnurinn, Thomson Reuters.

Vaxandi óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum

Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum hefur aukist undanfarið (mynd I-14).³ Hana má ekki síst rekja til viðskiptadeilna Bandaríkjanna við ýmis ríki og þá sérstaklega Kína. Gagnkvæmar tollahækkningar hafa grafið undan alþjóðaviðskiptum, haft neikvæð áhrif á fjárfestingaráform fyrirtækja og hægt á framleiðnivexti. Hætt er við að neikvæð áhrif á heimsbúskapinn verði því meiri sem deilurnar dragast á langinn eða ef þær magnast enn frekar. Stjórnvöld í Bandaríkjunum hafa t.d. til skoðunar að leggja tolla á innflutning bifreiða sem myndu hafa alvarleg áhrif á útflutning landa eins og Japans og Þýskalands og fjölda annarra landa sem tengjast framleiðslukeðjum í bílaiðnaði. Vaxandi áhyggjur eru einnig af efnahagsbatanum á evrusvæðinu en nokkuð hefur fjarð undan honum að undanförmu. Tengist það ekki síst tímabundnum framleiðsluvanda í bílaiðnaði í Þýskalandi og fyrrgreindum áhyggjum af áhrifum viðskiptadeilunnar en einnig stöðu ríkisfjármála á Ítalíu og fjöldamótmælum í Frakklandi.

Aukin óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum hefur einnig birst í vaxandi undirliggjandi sveiflum í eignaverði, eins og sést t.d. á hækkun VIX-vísitölunnar undanfarið ár en hún lækkaði nokkuð jafnt árin þar á undan (mynd I-14). Aukin óvissa endurspeglar einnig í hækkun vaxtaálags á áhættumeiri skuldabréf en álagið hækkaði skarpt í Bandaríkjunum undir lok síðasta árs og þótt það hafi lækkað á ný í byrjun þessa árs er það enn nokkru hærra en það var fram eftir síðasta ári. Þá gætir vaxandi ótta við að framundan sé nýr efnahags-samdráttur, eins og sést t.d. á því hvernig ávöxtunarferill bandarískra ríkisbréfa hefur flast út og varð um tíma niðurrhallandi sem sögulega hefur jafnan verið fyrirboði efnahags-samdráttar í Bandaríkjunum.

3. Myndin sýnir mælikvarða á óvissu tengdri efnahagsstjórnun (GEMU-vísitalan) og alþjóðastjórnmálum (GPR-vísitalan). Sjá S. Baker, N. Bloom og S. Davis (2016), „Measuring economic policy uncertainty“, *Quarterly Journal of Economics*, 131, bls. 1593-1636, og D. Caldara og M. Iacoviello (2018), „Measuring geopolitical risk“, Board of Governors Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper* nr. 1222.

Vísbindingar eru því um að nokkuð sé að fjara undan batanum í heimsbúskapnum. Þótt alþjóðlegar hagvaxtarhorfur gætu glæðst á ný ef viðskiptadeilan leysist með farsælum hætti hefur hættan aukist á að þær séu ofmetnar í grunnspá bankans. Gangi það eftir gæti hagvöxtur hér á landi orðið minni en grunnspáin gerir ráð fyrir (sjá t.d. umfjöllun í kafla I í *Peningamálum* 2018/4).

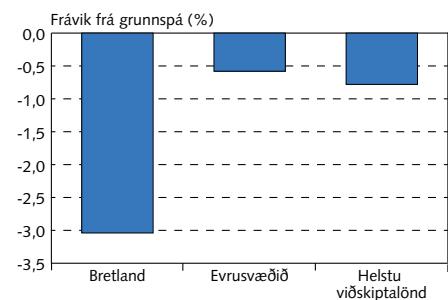
Útganga Bretlands úr ESB án samnings hefði neikvæð áhrif á heimsbúskapinn og hagvöxt hér á landi

Önnur mikilvæg uppspretta óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum tengist fyrirhugaðri útgöngu Bretlands úr Evrópusambandinu (ESB). Upphaflega stóð til að Bretland hyrfi úr ESB þann 29. mars sl. en útgöngunni var frestað til 12. apríl. Þann 10. apríl var útgöngunni hins vegar frestað enn frekar eða til loka október nk. Með því er vonast til að bresk stjórnvöld komist að niðurstöðu um hvernig þau sjá fyrir sér að útgöngunni verði háttáð og hvers konar framtíðarsambands við ESB þau óska sér. Þar með hefur (a.m.k. um sinn) tekist að forða því að Bretland hverfi úr ESB án samnings þótt áfram sé mögulegt að slíkt gerist innan þess tíma ef þau sjónarmið fá t.d. brautargengi í þingkosningum. Óvissan í kringum ferlið allt hefur þegar dregið úr bjartsýni og fjárfestingarvilja breskra fyrirtækja og valdið því að bresk heimili halda í vaxandi mæli að sér höndum varðandi húsnæðis kaup. Fjöldi fyrirtækja hefur fært starfsemi sína til meginlandsins eða íhuga að gera það og farið er að bera á því að fyrirtæki, sérstaklega í þjónustuiðnaði, séu farin að halda að sér höndum varðandi ráðningar. Nokkuð hefur því hægt á hagvexti í Bretlandi og hagvaxtarhorfur eru lakari en þær voru áður.

Nánast allar greiningar á efnahagslegum áhrifum útgöngu án samnings benda til þess að hún hefði enn frekari neikvæð áhrif á breskan efnahag. Líklegt er að viðskipti milli Bretlands og ESB yrðu erfðari og dýrari og framleiðslukeðjur þvert á landamæri yrðu í uppnámi. Þetta, ásamt hindrunum á för vinnandi fólks yfir landamæri, er líklegt til að hafa neikvæð áhrif á framleiðnivöxt og hagvaxtargetu þjóðar-búsins. Við bætist aukin óvissa og hækkandi áhættuálag á fjárskuld-bindingar sem líklega hægir enn frekar á innlendri eftirspurn. Gengi pundins myndi að öllum líkindum lækka sem myndi leiða til hækkunar innflutningsverðs og haldi kjölfesta verðbólguvæntinga ekki gæti Englandsbanki þurft að hækka vexti til að halda verðbólgu í skefjum sem myndi dýpka efnahagssamdráttinn enn frekar. Breska þjóðhagsstofnunin, NIESR, hefur birt mat á þjóðhagslegum áhrifum útgöngu Breta án samnings á breskan efnahag. Samkvæmt niðurstöðum þeirra gæti breska pundið lækkað um u.þ.b. 10% og landsframleiðslan í Bretlandi minnkað um liðlega 3% fram til ársins 2022 í samanburði við útgöngu sem fæli í sér að meginhluta núverandi sambands Bretlands og ESB yrði viðhaldið næstu ár (mynd I-15).⁴ Áhrifin myndu að ein-

Mynd I-15

Áhrif útgöngu Bretlands úr ESB án samnings á landsframleiðslu¹



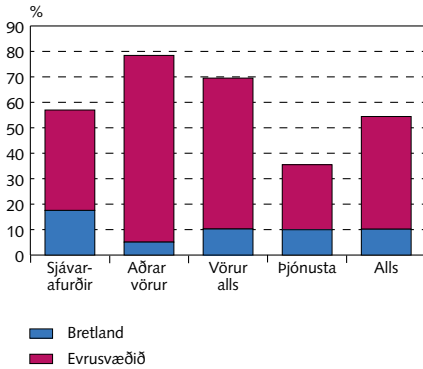
1. Áhrif útgöngu Bretlands úr Evrópusambandinu án samnings á VLF í Bretlandi, á evrusvæðinu og í helstu viðskiptalöndum Íslands í samanburði við grunnþæmi þar sem Bretland gengur úr sambandinu en meginhluta núverandi sambands er viðhaldið næstu ár. Myndin sýnir uppsöfnuð áhrif á VLF 2019-2022.

Heimildir: NIESR, Seðlabanki Íslands.

4. Hluta neikvæðra áhrifa útgöngu Breta í samanburði við áframhaldandi veru innan ESB er því einnig að finna í grunnspánni. Sjá A. Hantzsche, A. Kara og G. Young (2018), „The economic effects of the government's proposed Brexit deal“, NIESR *National Institute Report*, 26. nóvember 2018, A. Hantzsche, A. Kara og G. Young (2019), „Prospects for the UK economy“, NIESR *National Institute Economic Review*, nr. 247, og J. S. Chadha, A. Hantzsche, A. Kara og G. Young (2019), „Political cacophony and the 'Spring Statement'“, NIESR *National Institute Policy Paper*, nr. 011.

Mynd I-16

Útflutningur til Bretlands og evrusvæðisins
2010-2017¹

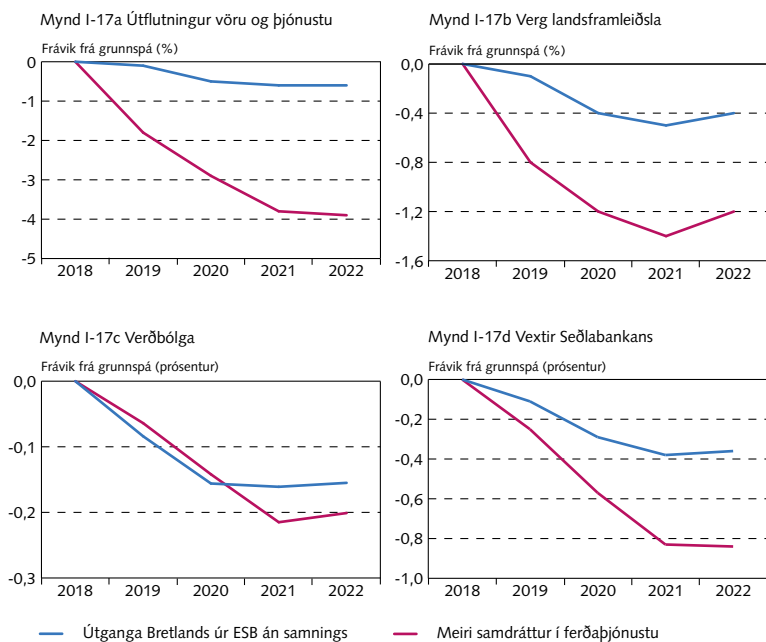


1. Hlutdeild útflutnings vöru og þjónustu til Bretlands og evrusvæðisins. Meðaltöl 2010-2017.
Heimild: Hagstofa Íslands.

hverju leyti smitast yfir á evrusvæðið t.d. með hægari fjárfestingu og útflutningi, þótt þau séu minni en í Bretlandi, enda er breskur efnahagur töluvert háðari efnahag evrusvæðisins en öfugt. Útganga Breta án samnings myndi einnig hafa áhrif á önnur lönd, þ.á m. Ísland. Miðað við mat NIESR á hagvaxtaráhrifum útgöngu Breta án samnings á efnahagsumsvif í Bretlandi og á evrusvæðinu má áætla að landsframléiðsla á evrusvæðinu gæti minnkað um 0,6% fram til ársins 2022 og um 0,8% meðal helstu viðskiptalanda Íslands.

Um 10% af heildarútflutningi Íslands fara til Bretlands og tæplega 45% til evrusvæðisins (mynd I-16). Áhrifin af útgöngu Breta úr ESB án samnings á útflutning héðan gætu því orðið nokkur. Við bætist tæplega 1% hækkun raungengis vegna gengislækkunar pundisins, aukin alþjóðleg óvissa og möguleg smitáhrif hækkandi vaxtaálags á fjármálag skilyrði hér á landi. Eins og sést á mynd I-17 minnkar útflutningur vöru og þjónustu lítilla í ár en áhrifanna gætir í meiri mæli á næsta ári en þá er útflutningur um ½% minni en í grunnspánni og helst sá munur út árið 2022. Eins og sést á mynd I-16 vegur Bretlandsmarkaður þyngra í útflutningi sjávarafurða en annarra útflutningsafurða og því gætu áhrifin orðið meiri á sjávarútveginn en aðrar útflutningsgreinar. Hér er þó gert ráð fyrir því að tiltölulega auðvelt sé að selja sjávarafurðir á aðra markaði og því verði áhrifin á útflutningsmagn sjávarafurða takmörkuð. Verð sjávarafurða lækkar hins vegar um 3½% í erlendum gjaldmiðlum í takt við sögulegt samband þess við alþjóðleg efnahagsumsvif. Hægari vöxtur útflutnings, rýrnun viðskiptakjara og aukin óvissa gera það að verkum að hagvöxtur hér á landi verður um 0,1 prósentu minni í ár en í grunnspánni og 0,3 prósentum minni á næsta ári. Landsframléiðslan er því orðin um ½% minni en í grunnspá frá næsta ári. Hærra raungengi og hægari vöxtur efnahagsumsvifa gera það að verkum að verðbólga verður

Mynd I-17
Frávíksdæmi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

lítillega minni á öllu tímabilinu en lægri meginvextir Seðlabankans vege á móti samdráttaráhrifunum.⁵

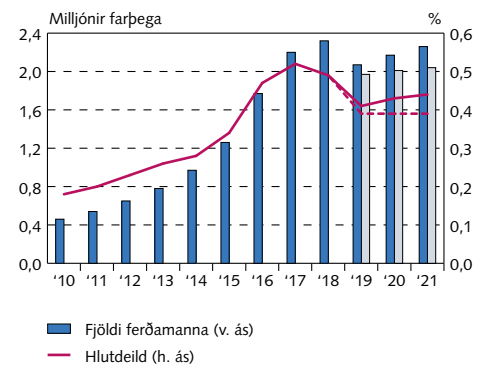
Blikur á lofti í ferðapjónustu

Eftir mikinn vöxt í ferðapjónustu undanfarin ár tók að hægja á vextinum í fyrra og í byrjun þessa árs tók ferðamönnum sem komu hingað til lands að fækka. Líklegt er að það megi að nokkru leyti rekja til minnkandi umsvifa WOW Air en flugvélafloti þess hafði nær helmingast í byrjun þessa árs. Gjaldprot félagsins í lok mars sl. hefur aukið enn frekar á samdráttinn og nú eru horfur á að ferðamönnum fækki um 10½% í ár frá fyrra ári sem er 8 prósentum meiri fækkun en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Samkvæmt grunnspánni tekur ferðamönnum aftur að fjölga á næsta ári þótt fjölgunin verði mun hægari en hún hefur verið undanfarin ár. Samkvæmt spánni verður fjöldi ferðamanna hér á landi komin í 2,3 milljónir á ári í lok spátímans sem er svipaður fjöldi og kom hingað til lands í fyrra. Hlutdeild Íslands í ferðalögum og farþegaflutningum meðal þróaðra Evrópuríkja minnkar samkvæmt þessu úr 0,52% árið 2017 í 0,41% í ár en eykst síðan aftur í 0,43% á næsta ári (mynd I-18).⁶

Um þessar horfur er hins vegar mikil óvissa og ekki útilokað að samdrátturinn í ferðapjónustu verði meiri og batinn hægari, t.d. ef áhrif hárs raungengis hægja meira á eftirspurn eftir ferðum hingað til lands, ef Icelandair getur ekki tekið nýjar Boeing 737 Max-þotur í notkun í sumar eða ef orðsporsáhrif falls WOW Air og tímabundinna verkfalla sem nýlega beindust sérstaklega að ferðapjónustunni reynast meiri. Mynd I-18 sýnir því einnig fráviksdæmi þar sem ferðamönnum fækkar um 15% í ár í stað 10½% í grunnspánni og fjölgar hægari en í grunnspánni á næstu tveimur árum. Hlutdeild Íslendinga í útfluttum ferðalögum og farþegaflutningum með flugi meðal þróaðra Evrópuríkja myndi þá minnka í 0,39% í ár og haldast þar en það er svipað hlutfall og var árið 2015. Mynd I-17 hér að ofan sýnir möguleg áhrif þessarar þróunar í ferðapjónustu á þjóðarþúið. Útflutningur dregst mun meira saman í ár og vex hægari á næstu árum og er að magni til orðinn tæplega 4% minni en í grunnspánni árið 2022. Tekjur þjóðarþúsins dragast saman í samanburði við grunnspána og innlend eftirspurn er minni. Hægari eftirspurn dregur einnig úr innflutningi en þar bætast við áhrif af minni innflutningi aðfanga fyrir útflutningsstarfsemi og lækkun raungengis yfir spátímabilið. Áhrifin á hagvöxt eru töluverð en þó minni en á útflutning: samdrátturinn verður 0,8 prósentum meiri en í grunnspánni í ár og hagvöxtur næstu tveggja ára 0,2-0,3 prósentum minni. Landsframléiðslan er því orðin ríflega 1% minni en í grunnspá árið 2022. Slakinn í þjóðarþúinu verður því meiri sem vegur á móti verðbólguáhrifum lægra gengis krónunnar. Verðbólga er lítillega minni á ári en í grunnspánni og Seðlabankinn getur beitt

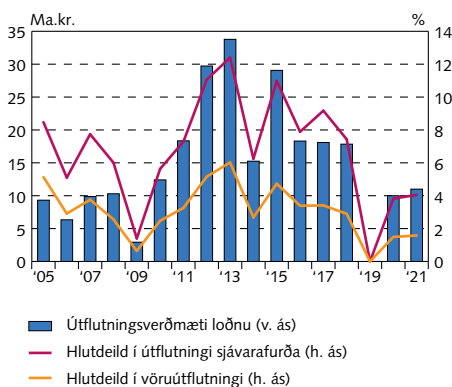
- Augljóslega er mikil óvissa um þetta mat. Áhrifin gætu t.d. orðið meiri ef truflanir á viðskiptum verða meiri og langvinnari eða ef óvissa eykst enn frekar. Þau gætu einnig orðið minni ef það tekst t.d. að auka eftirspurn í Bretlandi með örvandi hagstjórnaraðgerðum. Áhrifin sem hér er miðað við eru mjög svipuð mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, kafli 1, apríl 2019). Samkvæmt líklegustu sviðsmynd sjóðsins gæti landsframléiðslan dregist saman um liðlega 4% til ársins 2021 í Bretlandi og um 0,5% á evrusvæðinu.
- Gert er ráð fyrir 3-4% árlegum vexti í ferðapjónustu meðal annarra Evrópuríkja (sjá UNWTO *World Tourism Barometer*, janúar 2019).

Mynd I-18
Umsvif í ferðapjónustu 2010-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Ljósar súlur og brotin lína sýna fráviksdæmi með hægari bata í ferðapjónustu. Myndin sýnir einnig hlutdeild Íslendinga í útfluttum ferðalögum og farþegaflutningum með flugi (mælt í Bandaríkjadöllum) meðal þróaðra Evrópuríkja. Heimildir: Ferðamálastofa, Hagstofa Íslands, Isavia, Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD), Seðlabanki Íslands.

Mynd I-19
Útflutningsverðmæti loðnuveiða 2005-2021¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

peningastefnunni til að milda efnahagsleg áhrif áfallsins. Meginvextir bankans eru því orðnir 0,8 prósentum lægri en í grunnspánni er líður á tímabilið.

Loðnubrestur gæti orðið langvinnari en grunnspá gerir ráð fyrir

Útflutningsverðmæti loðnu hefur verið um 18 ma.kr. á ári undanfarin þrjú ár eða ríflega 8% af heildarverðmæti útflutnings sjávarafurða og 3% af heildarverðmæti vöruútflutnings. Samkvæmt grunnspánni verður hins vegar ekki af neinni veiði í ár og munu tapaðar útflutnings-tekjur sérstaklega bitna á byggðarlögum sem hafa reitt sig á tekjur af loðnuveiði. Fyrir þjóðarþúið í heild eru áhrifin einnig nokkur en ætla má að vöxtur útflutnings vöru og þjónustu verði 0,7 prósentum minni í ár og hagvöxtur 0,4 prósentum minni en hann hefði ella orðið. Þótt grunnspá bankans frá því í febrúar hafi þegar gert ráð fyrir nokkrum samdrætti í loðnuveiði er reyndin sú að samdrátturinn er um 11 ma.kr. meiri en þar var áætlað.

Samkvæmt grunnspánni hefst loðnuveiði á ný á næsta ári en hún verður minni en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans og minni en hún hefur verið undanfarin ár (mynd I-19). Um þessa forsendu er augljóslega mikil óvissa ekki síst ef hækkandi hitastig sjávar veldur því að hrygningarstöðvar loðnunnar færast út fyrir landhelgina. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár gætu því reynst of bjartsýnar.

Gengishorfur óvissar

Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengisáhrif gjaldþrots WOW Air séu að mestu komin fram. Undirliggjandi þrýstingur á gengi krónunnar í tengslum við áhyggjur fjárfesta af niðurstöðu kjarasamninga hefur einnig minnkað í kjölfar tiltölulega farsællar niðurstöðu kjaraviðræðna. Samkvæmt grunnspánni litast gengisþróun næstu missera annars vegar af lækkingu jafnvægisraungengis og lakari hagvaxtarhorfum og væntingum um lægri vexti hér á landi og hins vegar af lakari alþjóðlegum hagvaxtarhorfum og væntingum um hægari hækkun alþjóðlegra vaxta. Allir þessir þættir eru háðir mikilli óvissu og því gæti gengisþróunin auðveldlega orðið með öðrum hætti en grunnspáin gerir ráð fyrir. Markaðsaðilar virðast t.d. heldur svartsýnni á þróun gengis krónunnar fram á næsta ár samkvæmt nýrri könnun Seðlabankans en þeir gera ráð fyrir að gengi krónu lækki um 2½% gagnvart evru fram á næsta ár.

Óvissa um verðbólguhorfur hefur minnkað

Dregið hefur úr óvissu um verðbólguhorfur í kjölfar þess að kjarasamningar á almennum vinnumarkaði voru samþykktir. Óvissan er þó ekki með öllu horfin þar sem enn á eftir að ganga frá samningum opinberra starfsmanna sem gætu haft áhrif á kjarasamninga á almennum markaði. Þá er ávallt óvissa um þróun launaskriðs og hversu mikið ríflegar launahækkanir á lægst launaða hluta vinnuafslins gangi upp launastigann. Annar mikilvægur óvissuþáttur tengist gengi krónunnar. Ekki er t.d. útilokað að hluti áhrifa gengislækkunar krónunnar á seinni hluta síðasta árs eigi enn eftir að koma fram í innlendri verðbólgu. Þá gæti forsenda grunnspárinnar um gengi krónunnar reynst of bjartsýn, t.d. ef áföll í ferðaþjónustu verði meiri eða ef viðskiptakjör rýrna enn

frekar. Spennan í þjóðarbúskapnum gæti einnig verið meiri en gert er ráð fyrir. Verðbólga gæti að sama skapi orðið meiri en spáð er ef verðbólguvæntingar taka að hækka á ný.

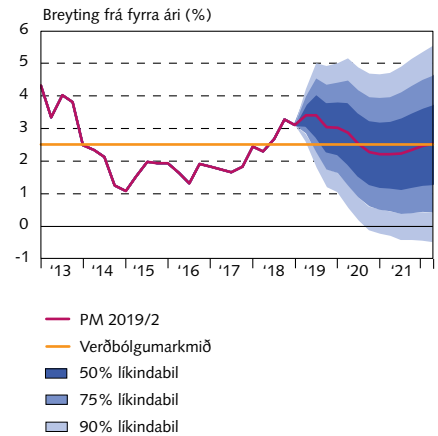
Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en grunnspáin felur í sér. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað á ný ef ytri skilyrði batna aftur. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu einnig verið of bjartsýnar og útflutningur og hagvöxtur því orðið minni en spáð er. Framleiðnivöxtur gæti orðið meiri en spáð er og slakinn sem virðist vera að myndast í þjóðarbúinu gæti verið vanmetinn.

Til að endurspeglar þessa óvissuþætti sýnir mynd I-20 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). Talið er að óvissa um verðbólguhorfur hafi minnkað frá síðustu spá og að líkindadreifing spárinnar sé í meginatriðum samhverf en í síðustu spám var talin meiri hætt á að verðbólgu væri vanspáð en að henni væri ofspáð. Taldar eru um helming líkur á að verðbólga verði á bilinu 2-3¼% að ári liðnu og á bilinu 1⅓-3¾% í lok spátímans.

Mynd I-20

Verðbólguþá og óvissumat

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2022



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.