

## Peningamál 2019/4<sup>1</sup>

Eftir mikla uppsveiflu í þjóðarbúskapnum tók að hægja hratt á hagvexti á Íslandi er líða fór á síðasta ár. Hagvöxtur gaf eftir í umheiminum og óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum fór vaxandi – ekki síst eftir að viðskiptadeila Bandaríkjanna og Kína stigmagnaðist. Þegar kom fram á þetta ár dró enn frekar úr hagvexti hér á landi þegar við bættust sértæk ytri áföll eins og gjaldprot flugfélagsins WOW Air, frekari áföll í fluggeiranum og loðnubrestur. Hagvöxtur minnkaði í 0,9% á fyrri hluta þessa árs en til samanburðar var hann 3,2% á seinni hluta síðasta árs og 6,7% á fyrri hluta þess.

Þrátt fyrir að hægt hafi á hagvexti á fyrri hluta ársins reyndist hann heldur þróttmeiri en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Þjóðarútgjöld drógust meira saman en áætlað var en hagstæðari utaríkisviðskipti vógu þyngra sem bendir til þess að samdráttur eftirspurnar hafi beinst í meiri mæli að innfluttri vöru og þjónustu en búist var við. Horfur eru hins vegar á meiri samdrætti á seinni hluta ársins en spáð var í ágúst sem fyrst og fremst má rekja til verulegs samdráttar í vöruútflutningi á þriðja ársfjórðungi. Þá eru vísbendingar um að hægt hafi á vexti einkaneyslu og að fjárfestingarútgjöld fyrirtækja verði minni en áður var talið. Spáð er að landsframleiðslan dragist saman um 0,2% í ár eins og í ágústspánni. Horfur fyrir næsta ár hafa hins vegar versnað. Nú er talið að hagvöxtur verði 1,6% á árinu í stað 1,9% og skýrist breytingin fyrst og fremst af lakari horfum um vöxt innlestrar eftirspurnar.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fækkaði störfum um 0,4% milli ára á þriðja fjórðungi ársins – í fyrsta sinn síðan seint á árinu 2011. Atvinnuleysi mældist 3,7% og breyttist lítið milli fjórðunga en það var 0,6 prósentum meira en það var á fyrsta fjórðungi ársins, áður en WOW Air féll. Talið er að starfandi fækki enn frekar á fjórða ársfjórðungi og að atvinnuleysi eigi eftir að aukast og ná hámarki í ríflega 4% áður en það minnkar aftur er líður á næsta ár. Á sama tíma tekur slakinn í þjóðarbúinu sem myndaðist um mitt þetta ár að minnka á ný og spáð er að nýting framleiðsluáttanna verði komin á eðlilegt stig undir lok næsta árs.

Verðbólga var við 2,5% verðból gumarkmið bankans fram eftir síðasta ári en jókst í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar þá um haustið. Eftir að verðbólga náði hámarki í 3,7% í desember sl. hefur hún smám saman hjaðnað á ný og var komin í 3,1% á þriðja ársfjórðungi og 2,8% í október. Þótt undirliggjandi verðbólga hafi verið þrálátari hafa verðbólguvæntingar lækkað í verðból gumarkmiðið á flesta mælikvarða eftir að hafa hækkað í fyrra. Mæld verðbólga var lítillaga minni á þriðja ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og skammtíma verðbólguhorfur hafa batnað. Talið er að verðbólga verði 2,5% að meðaltali á fjórða fjórðungi ársins sem er 0,4 prósentum minna en spáð var í ágúst. Horfur eru á að verðbólga verði við verðból gumarkmiðið á meginhluta spátímans, þótt hún fari lítillaga niður fyrir það um tíma á seinni hluta næsta árs.

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

# I Efnahagshorfur, lykilforsendur og helstu óvissuþættir

## Grunnspá Seðlabankans

### Alþjóðlegur hagvöxtur gefur enn frekar eftir

Hægt hefur mikið á hagvexti í heiminum undanfarið ár og svartsýni um efnahagshorfur aukist, einkum hjá fyrirtækjum í framleiðslugreinum sem eru viðkvæmust fyrir áhrifum af yfirstandandi viðskiptadeilu Bandaríkjanna og Kína. Heimshagvöxtur mældist 3,6% í fyrra en minnkaði er leið á árið og enn frekar á fyrri hluta þessa árs. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði einungis 3% í ár sem yrði sá minnsti sem mælt hefur frá árinu 2009 og 0,3 prósentum undir því sem sjóðurinn spáði sl. vor. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað.

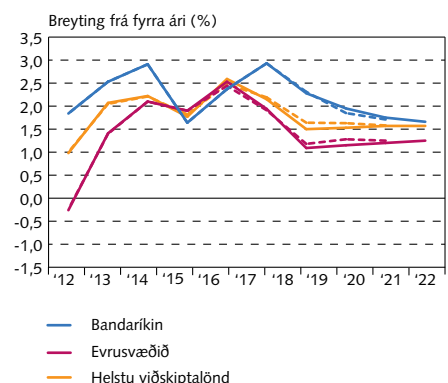
Meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var 2,3% á fyrri hluta síðasta árs en var kominn niður í 1,8% á síðasta fjórðungi ársins. Þessi þróun hefur haldið áfram það sem af er þessu ári og var hagvöxtur kominn í 1,6% á öðrum ársfjórðungi. Spáð er að hann verði 1,3% á seinni hluta ársins og hefur hann þá minnkað um 1½ prósentu frá því sem hann var mestur seint á árinu 2017. Viðsnúninginn má helst rekja til mikillar hjöðunar hagvaxtar á evrusvæðinu en hagvöxtur hefur einnig gefið eftir í Bretlandi og Svíþjóð. Gangi þetta eftir verður hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum að meðaltali 1,5% í ár og á næsta ári og um 1,6% árin þar á eftir (mynd I-1). Nánar er fjallað um alþjóðleg efnahagsmál í kafla II og um óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur síðar í þessum kafla.

### Gengisþróun í meginatriðum í takt við ágústspá bankans

Frá árinu 2014 og fram á árið 2017 böttnuðu viðskiptakjör mikið en um mitt það ár tóku þau að rýrna á ný. Þegar viðskiptakjararýrnunin stöðvaðist í lok síðasta árs höfðu þau rýrnað um ríflega 7% og varð um helmingur hennar í fyrra þegar saman fór um 30% verðhækkun á olíu og súráli sem vó þyngra en tæplega 4% hækkun útflutningsverðs í erlendum gjaldmiðlum. Í ár eru horfur á að mikil hækkun verðs á innfluttum aðföngum gangi að hluta til baka enda útlit fyrir að verð súrals, olíu og annarrar hrávöru lækki frá því í fyrra. Þrátt fyrir þetta og ríflega hækkun verðs sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum er talið að viðskiptakjör rýrni lítillega milli ára (mynd I-2). Þar vegur 13% lækkun álverðs þungt en einnig er útlit fyrir verðlækkun útfluttrar þjónustu í erlendum gjaldmiðlum. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að viðskiptakjör batni um samtals 3% á næstu þremur árum.

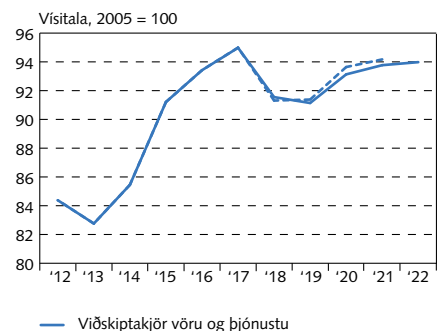
Gengisvísitala krónunnar hefur sveiflast í kringum 180 stig undanfarið ár eftir að gengi krónunnar lækkaði um meira en 10% haustið 2018 í kjölfar fréttu af vaxandi rekstrarvanda flugfélagsins WOW Air, áhyggna af komandi kjaraviðræðum og aukinnar svartsýni um efnahagshorfur almennt. Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur lækkað 0,7% frá útgáfu *Peningamála* í ágúst og er nú lítillega lægra en í byrjun nóvember í fyrra. Þróun gengis krónunnar á þriðja ársfjórðungi og það sem af er þeim fjórða er í meginatriðum í takt við ágústspá bankans. Grunnspáin gerir því ráð fyrir áþekkri gengisþróun og í ágúst. Gengisvísitalan verður að meðaltali um 181 stig í ár og um

Mynd I-1  
Alþjóðlegur hagvöxtur 2012-2022<sup>1</sup>



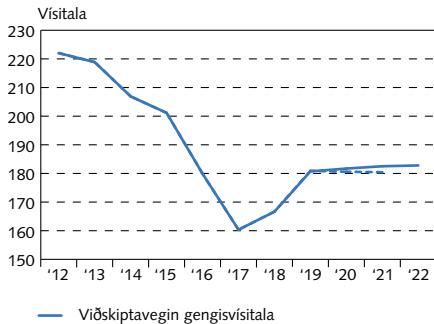
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2  
Viðskiptakjör 2012-2022<sup>1</sup>



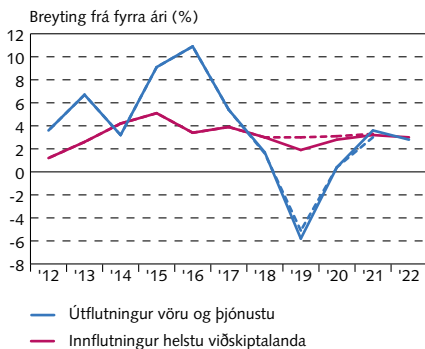
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-3  
Gengi krónunnar 2012-2022<sup>1</sup>



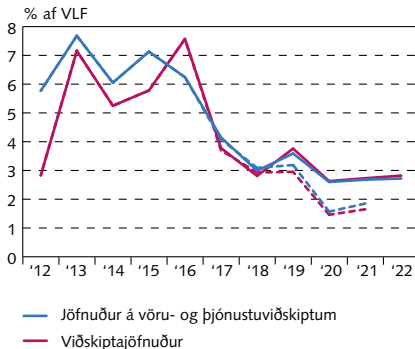
1. Þróng viðskiptavog. Grunnspá Seðlabankans 2019-2021. Brotalinna sýnir spá frá PM 2019/3.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4  
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn  
2012-2022<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalinur sýna spá frá PM 2019/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5  
Viðskiptajöfnuður 2012-2022<sup>1</sup>



1. Tölur um viðskiptajöfnuð byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalinur sýna spá frá PM 2019/3.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

182 stig á næstu árum (mynd I-3). Aðlögun gengis krónunnar að þeim ytri áföllum sem dunið hafa á þjóðarþúinu undanfarn misseri er því í meginatriðum þegar komin fram í gegnum lækkun jafnvægisraungengis (þ.e. þess raungengis sem samræmist ytra og innra jafnvægi í þjóðarþúinu) og minni vaxtamun gagnvart útlöndum. Nánar er fjallað um óvissu í tengslum við gengishorfur síðar í þessum kafla og um þróun viðskiptakjara og gengis í köflum II og III.

### Útflutningur dregst verulega saman í ár og meira en spáð var í ágúst

Útflutningur vöru og þjónustu dróst saman um 2,8% milli ára á fyrri hluta ársins sem er heldur minni samdráttur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Þjónustuútflutningur dróst saman um ríflega 9% sem endurspeglar mikinn samdrátt í ferðaþjónustu í kjölfar gjaldþrots WOW Air í lok marsmánaðar og kyrrsetningar Boeing 737 Max-þota Icelandair. Vöruútflutningur jókst hins vegar um ríflega 3% milli ára á fyrri hluta ársins en sé litið fram hjá útflutningi á skipum og flugvélum, sem fyrst og fremst endurspeglar sölu á flugvélum úr rekstri WOW Air, var 5½% samdráttur. Hann má að miklu leyti rekja til 8% minni útflutnings sjávarafurða vegna loðnubrests og tæplega 4% minni álútflutnings.

Horfur eru á að útflutningur dragist meira saman á seinni hluta ársins en spáð var í ágúst. Meiri samdráttur mælist í flugsamgöngum þótt á móti vegi minni samdráttur í útgjöldum ferðamanna hér á landi. Þá benda tölur um utanríkisviðskipti til þess að vöruútflutningur hafi dregist verulega saman á þriðja fjórðungi ársins þar sem samdráttur í álútflutningi vegna framleiðsluvanda í innlendum áliðnaði vegur þungt. Talið er að á árinu öllu dragist vöru- og þjónustuútflutningur saman um 5,8% frá fyrra ári sem er 0,7 prósentum meiri samdráttur en gert var ráð fyrir í ágúst (mynd I-4). Líkt og þá er gert ráð fyrir smávægilegri aukningu á næsta ári og líðlega 3% árlegum vexti að meðaltali árin 2021-2022.

Minni umsvif í ferðaþjónustu vögu þungt í ríflega 10% samdrætti innflutnings á fyrri hluta ársins auk þess sem innflutningur fjárfestingarvöru og varanlegrar neyslövöru minnkaði. Meiri samdráttur innflutnings en útflutnings gerir það að verkum að horfur eru á meiri afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum í ár en spáð var í ágúst. Hægari vöxtur innflutnings skýrir einnig af hverju spáð er meiri afgangi en í ágúst á næsta ári. Nú er talið að afgangurinn minnki í 2,6% af landsframleiðslu og haldist þar á spátímanum (mynd I-5). Afgangur á viðskiptajöfnuði þróast með sama hætti. Nánar er fjallað um útflutning og ytri jöfnuð í kafla IV.

### Horfur á að þjóðarútgjöld dragist saman í ár í fyrsta sinn síðan árið 2010

Hægja tók á vexti einkaneyslu undir lok síðasta árs og á fyrri hluta þessa árs var vöxturinn kominn í 2,2% sem er minnsti ársvöxtur einkaneyslu frá seinni hluta árs 2013. Þótt þróunin á fyrri hluta ársins hafi verið í takt við ágústspá bankans eru vísbendingar um að einkaneyslan hafi verið veikari á þriðja fjórðungi ársins en vænst var og því verði vöxturinn á árinu öllu lítill minni en þá var spáð eða 1,7% í stað 1,9% (mynd I-6). Búist er við því að heldur bæti í vöxtinn á

næstu árum í takt við vöxt ráðstöfunartekna en ríflega 3% meðalvöxt þeirra á næstu þremur árum má m.a. rekja til ákvörðunar stjórnvalda um lækkingu skatta og hækkun tilfærslna til heimila (sjá nánar í kafla IV og rammagrein 3 og umfjöllun um efnahagsáhrif aðgerðanna síðar í þessum kafla).

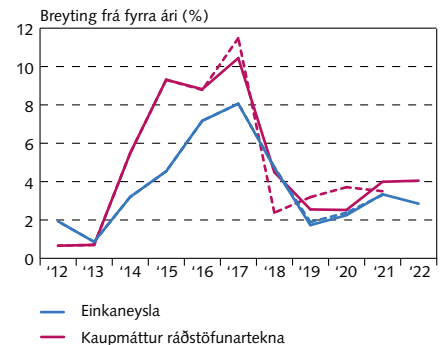
Eftir mikinn vöxt undanfarin ár dróst atvinnuvegafjárfesting saman um tæplega 16% milli ára á seinni hluta síðasta árs. Hún dróst enn frekar saman á fyrri hluta þessa árs eða um tæplega þriðjung. Þessi mikli samdráttur endurspeglar að nokkru leyti áhrif sölu flugvéla úr rekstri WOW Air sem mælist sem vöruútflutningur og neikvæð fjárfesting í þjóðhagsreikningum. Almenn atvinnuvegafjárfesting (þ.e. fjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla) dróst hins vegar einnig saman á fyrri hluta ársins eða um 15%. Þetta er heldur meiri samdráttur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og hafa horfur fyrir árið í heild því verið endurskoðaðar niður á við. Talið er að atvinnuvegafjárfesting dragist saman um 16% milli ára á þessu ári en í ágúst var spáð líðlega 13% samdrætti (mynd I-7). Við bætast horfur á hægari vexti íbúðafjárfestingar og minni fjárfestingarumsvifum hjá hinu opinbera. Spáð er að fjármunamyndun í heild dragist saman um 8,4% frá fyrra ári í stað 5% í ágúst. Viðsnúningurinn á næsta ári er jafnframt talinn verða hægari en þá var gert ráð fyrir. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu lækkar því um 1½ prósentu af landsframleiðslu í 20,8% í ár en þokast síðan upp í sögulegt meðaltal á næsta ári.

Þjóðarútgjöld endurspeglar öll neyslu- og fjárfestingarútgjöld einkaaðila og hins opinbera. Þau drógust saman um 2,4% á fyrri hluta ársins en 1 prósentu af samdrættinum mátti rekja til neikvæðra áhrifa birgðabreytinga sem m.a. endurspeglar að gengið var á birgðir í sjávarútvegi í kjölfar loðnubrests í vor. Hægari fjárfestingarumsvif gerðu það að verkum að samdráttur þjóðarútgjalda var nokkru meiri en gert var ráð fyrir í ágúst og horfur eru einnig lakari fyrir seinni hluta ársins. Talið er að þau muni dragast saman um 0,9% á árinu öllu en ekki 0,2% eins og spáð var í ágúst (mynd I-8). Yrði það í fyrsta sinn frá árinu 2010 sem þjóðarútgjöld dragast saman milli ára. Nánari umfjöllun um þróun einkaneyslu, fjárfestingar og þjóðarútgjalda er að finna í kafla IV.

### Hratt dregur úr hagvexti og horfur eru á samdrætti á seinni hluta ársins

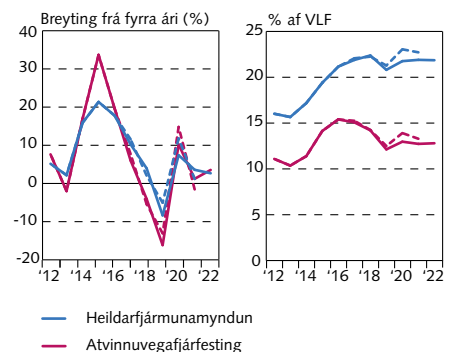
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands mældist 0,9% hagvöxtur á fyrstu sex mánuðum ársins og hafði hann minnkað úr 3,2% á seinni hluta síðasta árs og 6,7% á fyrri hluta þess. Þrátt fyrir að þjóðarútgjöld hafi dregist meira saman á fyrri hluta ársins en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans reyndist hagvöxtur 0,4 prósentum meiri en þá var spáð sem skýrist af því að samdráttur þjóðarútgjalda beindist í meiri mæli að innfluttri vöru og þjónustu en búist hafði verið við. Tölur um utanríkisviðskipti benda hins vegar til þess að vöruútflutningur hafi dregist verulega saman á þriðja fjórðungi ársins og því er talið að landsframleiðslan hafi dregist nokkuð saman á fjórðungnum og vegur það þungt í að skýra lakari hagvaxtarhorfur fyrir seinni hluta ársins í samanburði við ágústspána. Nú er talið að landsframleiðslan dragist saman um 1,2% á seinni hluta ársins og að 0,2% samdráttur verði á árinu öllu sem er óbreytt spá frá því í ágúst (mynd I-8). Gangi

Mynd I-6

Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2012-2022<sup>1</sup>

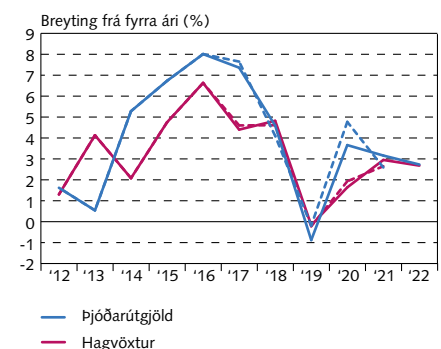
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

Fjármunamyndun 2012-2022<sup>1</sup>

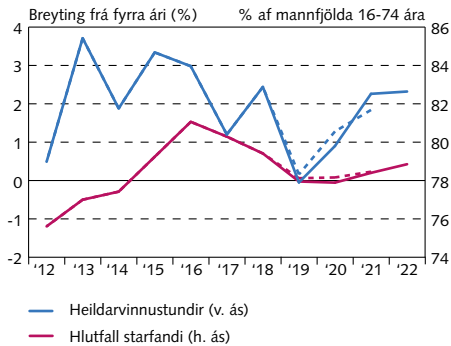
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-8

Þjóðarútgjöld og hagvöxtur 2012-2022<sup>1</sup>

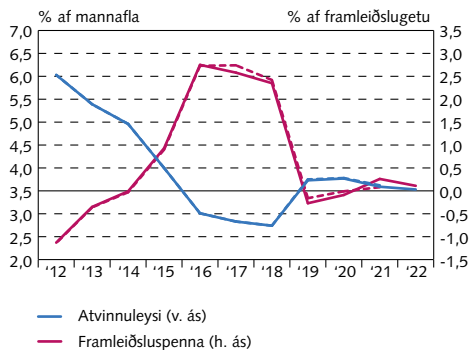
1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9  
Heildarvinnustundir og hlutfall starfandi  
2012-2022<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10  
Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2012-2022<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Það eftir yrði þetta í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem samdráttur mælist hér á landi. Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hafa hins vegar verið endurskoðaðar niður á við sem endurspeglar lakari horfur um vöxt þjóðarútgjalda þótt á móti vegi heldur hagstæðara framlag utanríkisviðskipta. Gert er ráð fyrir 1,6% hagvexti á næsta ári en að hagvöxtur verði í takt við langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins frá árinu 2021. Nánari umfjöllun um þróun hagvaxtar er að finna í kafla IV.

### Störfum fækkar og atvinnuleysi hefur aukist en vísbendingar um að samdráttarskeið verði tiltölulega skammvinnit

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fækkaði heildarvinnustundum um 0,4% milli ára á þriðja fjórðungi ársins sem er svipuð fækkun og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Starfandi fækkaði einnig um 0,4% milli ára og er það í fyrsta skipti sem fækkun mælist milli ára í könnuninni síðan seint árið 2011. Í takt við ágústspá bankans var árstíðarleiðrétt atvinnuleysi 3,7% á þriðja fjórðungi ársins og breyttist lítið milli fjórðunga. Það er hins vegar 0,6 prósentum meira en það var á fyrsta ársfjórðungi áður en WOW Air varð gjaldþrota.

Horfur eru á að heildarvinnustundum fækki enn frekar á síðasta fjórðungi ársins og að þær verði að meðaltali 0,1% færri í ár en í fyrra en í ágústspá bankans var gert ráð fyrir 0,2% fjölgun milli ára (mynd I-9). Hlutfall starfandi lækkar því þriðja árið í röð og þótt minnkandi atvinnuþátttaka vegi á móti heldur atvinnuleysi áfram að aukast og mælist 3,7% á árinu öllu eða 1 prósentu meira en í fyrra (mynd I-10). Horfur um þróun á vinnumarkaði hafa því lítið breyst frá ágústspá bankans. Líkt og þá er gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi á ný á næsta ári og að hlutfall starfandi hækki en atvinnuleysi haldi áfram að aukast fram eftir árinu og verði 3,8% á árinu öllu en taki síðan smám saman að minnka á ný.

Leiðandi vísbendingar gefa von um að nýting framleiðsluþátta sé tekin að batna á ný og að samdrátturinn í kjölfar nýlegra efnahagsáfalla verði tiltölulega skammvinnur. Talið er að framleiðsluspennan sem myndaðist í kjölfar mikils hagvaxtar undanfarinna ára sé horfin og að kominn sé smávægilegur slaki sem nái hámarki um mitt næsta ár en hverfi undir lok ársins. Þetta eru áþekkar horfur og gert var ráð fyrir í ágúst (mynd I-10). Rétt er að hafa í huga að mat á framleiðsluspennu er ávallt háð óvissu og á það sérstaklega við um snörp hagsveifluskil eins og nú. Nánar er fjallað um vinnumarkaðinn og nýtingu framleiðsluþátta þjóðarbúsins í kafla V.

### Horfur á að verðbólga verði komin í markmið á lokafjórðungi ársins

Verðbólga var við 2,5% verðból gumarkmið bankans fram eftir síðasta ári en jókst nokkuð í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar þá um haustið. Verðbólga náði hámarki í 3,7% í desember en hefur smám saman hjaðnað á ný er liðið hefur á þetta ár. Hún var að meðaltali 3,1% á þriðja fjórðungi ársins en var komin í 2,8% í október. Undirliggjandi verðbólga hefur verið heldur þrálátari og mældist 3,4% í október. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað á ný eftir hækkun í fyrra vegna áhyggna af niðurstöðu kjarasamninga og lækkun á gengi krónunnar. Verðbólguvæntingar eru á flesta mælikvarða í ágætu samræmi við verðból gumarkmiðið.



Laun hafa hækkað mikið undanfarin misseri og hlutfall launa í innlendri verðmætasköpun er hátt í sögulegu samhengi. Miðað við áætlaðan framleiðnivöxt er talið að launakostnaður á framleidda einingu hækki um liðlega 6% að meðaltali í ár (mynd I-11). Það er heldur minni hækking en gert var ráð fyrir í ágúst sem má m.a. rekja til hagstæðari framleiðniþróunar. Horfur fyrir næstu þrjú ár hafa hins vegar lítið breyst: spáð er um 4% hækking launakostnaðar á framleidda einingu á ári.

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi var lítillega minni en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og útlit er fyrir að hún hjaðni enn hraðar á síðasta fjórðungi ársins. Talið er að hún verði 2,5% að meðaltali á fjórðungnum en í ágúst var spáð að hún yrði 2,9%. Breyttar horfur má fyrst og fremst rekja til hraðari hjöðnunar verðbólgu í haust en að öðru leyti hafa verðbólguhorfur lítið breyst fyrir það sem eftir lifir árs. Samkvæmt spánni verður verðbólga við markmið á meginhluta spátímans, þótt hún fari lítillega niður fyrir það á seinni hluta næsta árs og fram á árið 2021 (mynd I-12). Frá miðju næsta ári eru verðbólguhorfur því í meginatriðum mjög svipaðar því sem gert var ráð fyrir í ágúst. Nánar er fjallað um óvissupætti verðbólguþróunarinnar 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 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 óvissupættir og rakið hvernig breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem víkur frá grunnspánni.

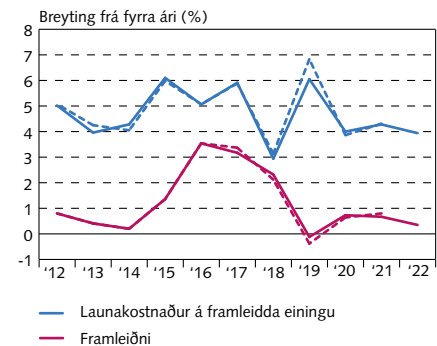
### Stefnan í opinberum fjármálum og peningastefnan

Samkvæmt endurskoðuðum afkomutölum Hagstofunnar slaknaði aðhaldsstig ríkisfjármála, eins og það er mælt með breytingum í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs, meira á síðasta ári en fyrra mat hafði gefið til kynna. Aðhaldsstigið er metið nær hlutlaust í ár en horfur eru á að það slakni aftur á næstu tveimur árum í samræmi við áætlun stjórnvalda í tengslum við nýgerða kjarasamninga og til að styðja við þjóðarbúskapinn í kjölfar nýlegra efnahagsáfalla (sjá kafla IV og rammagrein 3). Slökun á aðhaldsstiginu á spátímabilinu er áþekkt því sem gert var ráð fyrir í maí þegar Seðlabankinn lagði síðast mat á það en fjallað er nánar um efnahagsleg áhrif aðgerðanna hér á eftir.

Meginvextir Seðlabankans hafa lækkað töluvert undanfarna mánuði. Þeir eru nú 3,25% og hafa því lækkað um 1,25 prósentur frá því í maí sl. (sjá kafla III). Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir bankans þróist á spátímanum í takt við peningastefnu-reglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sé í samræmi við verðbólguþróun til meðallangs tíma.

Mynd I-11

Launakostnaður á framleidda einingu og framleiðni 2012-2022<sup>1</sup>

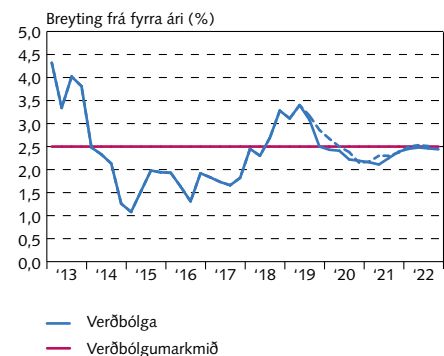


1. Framleiðni mæld sem hlutfall VLF og heildarvinnustunda. Grunnspá Seðlabankans 2019-2022. Brotalínur sýna spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Verðbólga<sup>1</sup>

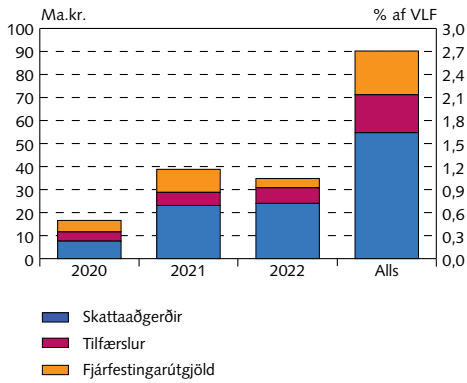
1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2022



1. Grunnspá Seðlabankans 4. ársfj. 2019 - 4. ársfj. 2022. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-13

Aðgerðir í ríkisfjármálum 2020-2022<sup>1</sup>



1. Skattaaðgerðir samanstanda af lækkun tekjuskatts og heimild til að ráðstafa séreignarsparnaði skattfrjálst inn á húsnæðislán. Aukin tilfærsluútgjöld samanstanda af hækkuðum barna- og húsnæðisbóta auk lengingar fæðingarorlofs. Aukin fjárfestingarútgjöld eru í tengslum við átak í samgöngumálum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Aðgerðir í ríkisfjármálum auka ráðstöfunartekjur og örva eftirspurn

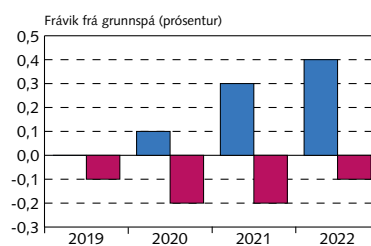
Verði nýtt fjárlagafrumvarp samþykkt festir það í lög þær fyrirætlanir sem stjórnvöld kynntu í tengslum við gerð kjarasamninga á almennum vinnumarkaði sl. vor. Í meginatriðum felast aðgerðirnar í því að fjölga skattþrepum um eitt og lækka tekjuskatt. Þá er heimild til að ráðstafa hluta séreignarsparnaðar skattfrjálst inn á íbúðalán framlengd um tvö ár, barna- og húsnæðisbætur hækkaðar og fæðingarorlof lengt (sjá kafla IV og rammagrein 3). Samtals er áætlað að umfang skattaaðgerðanna nemi tæplega 55 ma.kr. á árunum 2020-2022 en tilfærsluútgjöld hækka samtals um 16,5 ma.kr. yfir sama tímabil (mynd I-13). Samtals nemur kostnaður ríkissjóðs vegna þessara aðgerða því rúmlega 71 ma.kr. sem er svipað og var áætlað í tengslum við kjarasamninga í vor (sjá rammagrein 3 í *Peningamálum* 2019/2). Þessu til viðbótar gera stjórnvöld ráð fyrir auknum fjárfestingarútgjöldum á þessu þriggja ára tímabili, m.a. tengdum átaki í samgöngumálum, upp á samtals 19 ma.kr. Í heild samsvarar umfang ofangreindra aðgerða um 0,5% af áætlaðri landsframleiðslu á næsta ári en umfang þeirra er um tvöfalt meira á seinni hluta spátímans (mynd I-13). Heildarumfang aðgerðanna er því um 90 ma.kr. eða sem samsvarar 2,7% af vergri landsframleiðslu yfir þetta þriggja ára tímabil.

Þessar aðgerðir munu auka ráðstöfunartekjur heimila og almenna eftirspurn og endurspeglast það í grunnspá bankans. Hagvaxtaráhrifin eru minni en áhrifin á innlenda eftirspurn þar sem hluti aukinnar eftirspurnar beinist að innfluttri vöru og þjónustu. Þá vegur á móti að vextir Seðlabankans eru hærri en ella til að tryggja að verðbólga verði við markmið til meðallangs tíma. Gengi krónunnar er því herra en ella og hærri vextir og gengi hægja á eftirspurn einkaaðila og

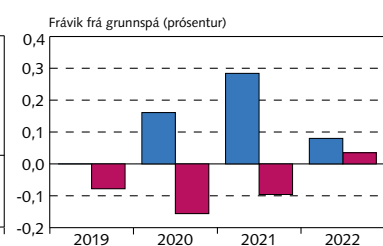
Mynd I-14

Frávíkisdæmi

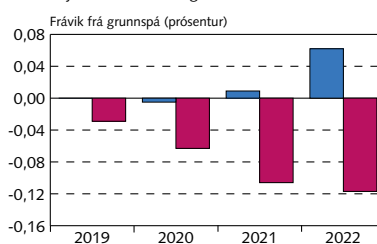
Mynd I-14a Ársbreyting raungengis



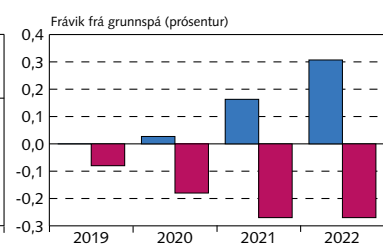
Mynd I-14b Hagvöxtur



Mynd I-14c Verðbólga



Mynd I-14d Meginvextir Seðlabankans



■ Áhrif aðgerða í ríkisfjármálum ■ Áhrif alþjóðlegrar viðskiptadeilu

Heimild: Seðlabanki Íslands.

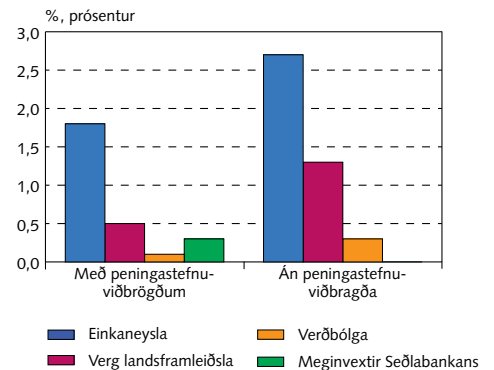
útflutningi og beina eftirspurnaraukanum enn frekar út úr þjóðar-  
búinu. Eins og sjá má á mynd I-14 eru meginvextir Seðlabankans  
orðnir um 0,3 prósentum hærra en ella árið 2022 og raungengið tæp-  
lega 1% hærra. Þessar aðgerðir í ríkisfjármálum gera það að verkum  
að hagvöxtur er 0,2 prósentum meiri en hann hefði annars verið á  
næsta ári en 0,3 prósentum meiri árið 2021. Frá þeim tíma taka hag-  
vaxtaráhrif aðgerðanna að fjara út en landsframleiðslan er 0,5% hærra  
en ella og einkaneyslan 1,8% hærra árið 2022 (mynd I-15). Hærra  
vextir Seðlabankans og hærra gengi krónunnar gera það hins vegar að  
verkum að verðbólguáhrif aðgerðanna eru lítil. Þau verða hins vegar  
meiri ef peningastefnan bregst ekki við eins og sjá má á mynd I-15.  
Í því tilviki hafa aðgerðirnar meiri eftirspurnaráhrif og er landsfram-  
leiðslan orðin ríflega 1% hærra en án aðgerðanna árið 2022 og verð-  
bólga 0,3 prósentum meiri (og 0,5 prósentum meiri árið 2023). Áhrifin  
á verðbólgu fara síðan vaxandi eftir því sem peningastefnan bregst  
seinna við og hættan á að smám saman grafi undan trúverðugleika  
verðbólguþáttisins sem að lokum krefst enn harðari viðbragða til  
að koma verðbólgu í markmið.

### Viðskiptadeila Bandaríkjanna og Kína hefur aukið óvissu í heimsbúskapnum ...

Bandaríkin og Kína náðu samkomulagi í október um að fresta  
tímabundið tollahækkunum sem höfðu verið fyrirhugaðar síðar í  
mánuðinum á meðan reynt er að ná víðtækara samkomulagi í deilu  
sem blossaði upp milli þjóðanna sumarið 2018 og hefur stigmagnast  
síðan. Tollar hafa ítrekað verið hækkaðir í báðum löndum, lagðir á æ  
fleiri vörur og hótanir um enn frekari tollahækkningar hafa gengið á víxl.  
Eins og sést á mynd I-16 hefur umfang hindrana í alþjóðaviðskiptum  
aukist verulega: frá seinni hluta síðasta árs hafa nýjar viðskiptahindr-  
anir náð til innflutnings G20-ríkjanna að verðmæti ríflega 400 ma.  
Bandaríkjadala sem er sjöfalt meira en að meðaltali frá árinu 2014 og  
fram á mitt ár 2018.<sup>2</sup> Áhrifin á heimsbúskapinn hafa verið veruleg.  
Óvissa hefur aukist og fyrirtæki eru svartsýnni á efnahagshorfur en  
þau hafa verið um langa hríð. Þau hafa því haldið að sér höndum  
varðandi fjárfestingarárvarðanir og, í vaxandi mæli, varðandi ráðn-  
ingar. Alþjóðleg vöruviðskipti hafa jafnframt gefið verulega eftir og  
töku að dragast saman milli ára á öðrum fjórðungi ársins, í fyrsta sinn  
frá árslokum 2009.

Viðskiptadeilan hefur sett alþjóðlegar virðisdeðjur í uppnám og  
hækkað kostnað við að eiga viðskipti milli landa. Tollahækkarnir  
hafa fyrst og fremst beinst að ýmiss konar iðnaðarvöru og því er líklegt  
að áhrif deilunnar séu mest á þjóðarbúskap landa þar sem framleiðsla  
iðnaðarvöru vegur þungt eins og t.d. Írland, Þýskaland og Japan  
(mynd I-17). Þá er líklegt að bein áhrif deilunnar séu meiri á kínversk-  
an þjóðarbúskap en þann bandaríska. Bein áhrif á þjóðarbúskap landa  
sem reiða sig fremur á framleiðslu hrávöru en iðnaðarvöru eins og  
þann íslenska eru hins vegar líklega minni. Þau gætu þó orðið nokkur

Mynd I-15

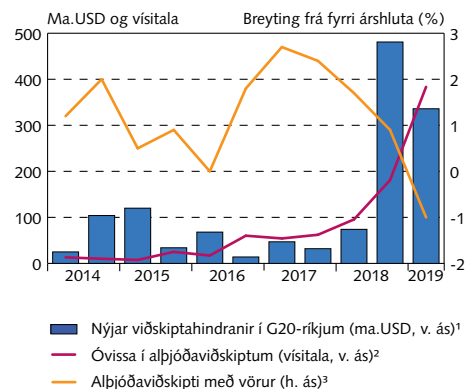
Efnahagsleg áhrif aðgerða stjórnvalda  
í ríkisfjármálum<sup>1</sup>

1. Áhrif á einkaneyslu og VLF (í %) og verðbólgu og meginvexti (í prósentum) árið 2022 með og án peningastefnuviðbragða við aðgerðum stjórnvalda í ríkisfjármálum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd I-16

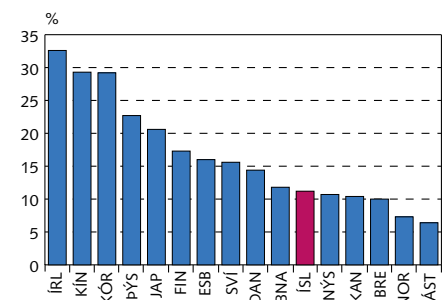
Umskipti í alþjóðaviðskiptum

1. árs hl. 2014 - 1. árs hl. 2019



1. Með Umfang nýrra viðskiptahindrana á innflutning G20-ríkja (OECD-UNCTAD-WTO). 2. WTU-vísitala Áhir o.fl. (2018). 3. Ársflutabreyting alþjóðlegra vöruviðskipta (CPB World Trade Monitor).  
Heimildir: Áhir o.fl. (2018), CPB, OECD-UNCTAD-WTO.

Mynd I-17

Vægi framleiðslugreina í heildarframleiðslu  
í ýmsum iðnríkjum<sup>1</sup>

1. Vinnsluvirði framleiðslu sem % af heildarvirðisauka. Löndin eru Írland (ÍRL), Kína (KÍN), Suður-Kórea (KÓR), Þýskaland (ÞÝS), Japan (JAP), Finnland (FIN), Evrópusambandið (ESB), Svíþjóð (SVÍ), Danmörk (DAN), Bandaríkin (BNA), Ísland (ÍSL), Nýja-Sjáland (NÝS), Kanada (KAN), Bretland (BRE), Noregur (NOR) og Ástralía (ÁST). Meðaltal tímabilisins 2014-2018 nema fyrir Ísland, Japan og Bandaríkin (2014-2017) og Kína (2015-2018).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD.

2. Matið á umfangi viðskiptahindrana er fengið frá OECD-UNCTAD-WTO (2019), *21st Report on G20 trade and investment measures*, júní 2019. Mælikvarðinn á óvissu í alþjóðaviðskiptum er fenginn frá Áhir, H., N. Bloom og D. Furceri (2018), „The world uncertainty index“, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.



þegar við bætast óbein áhrif viðskiptadeilunnar á væntingar heimila og fyrirtækja um allan heim, vilja þeirra til að leggja út í útgjalda-ákvarðanir og möguleika þeirra til að fjármagna þær.

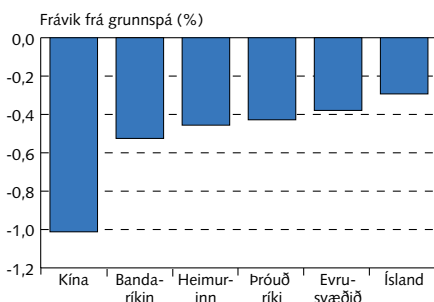
### ... og haft neikvæð áhrif á hagvöxt um allan heim

Þótt nýlegt samkomulag Bandaríkjanna og Kína dragi úr líkum á enn frekari stigmögnun deilunnar eru stærstu ágreiningsmál þjóðanna enn óleyst. Tollahækkanir sem þegar hafa tekið gildi hafa þar að auki ekki verið teknar til baka og enn hefur ekki verið hætt við fyrirhugaðar tollahækkanir Bandaríkjanna í desember. Deilan gæti því hæglega blossað upp á ný.

Í kafla I í *Peningamálum 2018/4* var lagt mat á áhrif viðskiptadeilunnar á innlendan efnahag miðað við þær tollahækkanir sem þá höfðu verið leiddar í lög og þær hækkunir sem þá stóðu til. Frá þeim tíma hafa nýjar tollahækkunir bæst við en á móti virðast hugmyndir bandarískra stjórnvalda um tolla á allan bifreiðainnflutning hafa verið lagðar til hliðar um sinn, auk þess sem sumar tollahækkunir komu heldur seinna til framkvæmda en gert var ráð fyrir í fyrri greiningu bankans. Það getur því verið gagnlegt að leggja mat á áhrif viðskiptadeilunnar á innlendar efnahagshorfur á ný. Líkt og þá byggist greiningin á mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á alþjóðlegum áhrifum viðskiptadeilunnar en þar er einnig tekið tillit til áhrifa aukinnar óvissu í heimsbúskapnum í kjölfar deilunnar og hvernig hún leiðir til hækkandi vaxtaálags á fyrirtækjaskuldabréf. Þá er jafnframt tekið tillit til neikvæðra áhrifa á framleiðniþróun í heiminum þar sem deilan leiðir til óhagkvæmari nýtingar framleiðsluþátta.<sup>3</sup> Samkvæmt mati sjóðsins veldur deilan því að hagvöxtur í heiminum verður 0,2 prósentum minni í ár en hann hefði verið hefði deilan ekki blossað upp. Áhrifin á heimsbúskapinn ná hámarki á næsta ári en þá er áætlað að hagvöxtur verði 0,4 prósentum minni en ella.

Minni hagvöxtur í heiminum og hægari heimsviðskipti draga úr eftirspurn eftir íslenskum afurðum. Líkt og í *Peningamálum 2018/4* er einnig tekið tillit til áhrifa lakari efnahagsumsvifa í umheiminum á viðskiptakjör Íslands auk þess sem gert er ráð fyrir að hækkun alþjóðlegs áhættuálags á fjármagnskostnað fyrirtækja smitist hingað til lands. Minni eftirspurn frá útlöndum gerir það að verkum að útflutningur vex hægar en í grunnspánni sem, ásamt rýrnun viðskiptakjara og hækkun áhættuálags, veldur því að áætlaður hagvöxtur verður 0,1 prósentu minni en í grunnspá í ár og 0,2 prósentum minni á næsta ári. Lakari ytri skilyrði og lausara taumhald peningastefnunnar lækka gengi krónunnar sem vegur á móti samdráttaráhrifum viðskiptadeilunnar (mynd I-14 hér að framan). Hagvaxtaráhrifin fjara smám saman út en árið 2022 er áætlað að innlendur þjóðarbúskapur verði 0,3% minni en hann væri án deilunnar (mynd I-18). Það eru svipuð áhrif og á þjóðarbúskap evrusvæðisins og annarra þróaðra ríkja en minni en áhrifin á heimsbúskapinn og á deiluaðilana tvo sem verða verst úti, sérstaklega Kína þar sem landsframleiðslan verður orðin 1% minni árið 2022.

Mynd I-18  
Áhrif alþjóðlegrar viðskiptadeilu  
á landsframleiðslu<sup>1</sup>



1. Áhrif alþjóðlegrar viðskiptadeilu milli Bandaríkjanna og annarra ríkja. Myndin sýnir uppsöfnuð frávik frá grunnspá árið 2022.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

3. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2018, 2019), *World Economic Outlook*, kafli 1, október 2018 og 2019. Rétt er að hafa í huga að hluti tollahækkanna er kominn til framkvæmda, hefur því þegar haft áhrif á heimsbúskapinn og er því nú þegar hluti grunnspárinna.

## Samningar takast á milli Breta og ESB en útgangan frestast enn á ný og áfram óvissa um framtíðarskipan viðskipta

Um miðjan október sl. náðist nýtt samkomulag á milli Breta og Evrópusambandsins (ESB) um fyrirkomulag útgöngu þeirra fyrrnefndu úr ESB en fyrra samkomulag hafði verið fellt í breska þinginu í þrígang. Þrátt fyrir að nýja samkomulagið virðist njóta meiri þingstuðnings en það fyrra hefur bresku ríkisstjórninni enn ekki tekist að fá það samþykkt. Það varð því ekki af útgöngu Bretlands úr ESB í lok október eins og til stóð heldur frestast hún enn á ný til loka janúar nk. Sú staðreynd að nýi útgöngusamningurinn virðist njóta meirihlutastuðnings í breska þinginu gerir það að verkum að hættan á að Bretar gangi úr ESB án samnings hefur líklega minnkað en nær allar greiningar höfðu varað við alvarlegum efnahagslegum áhrifum af þeirri niðurstöðu.<sup>4</sup> Björninn er þó ekki unninn því að samkomulagið kveður einungis á um fyrirkomulag samskipta Bretlands og ESB þangað til að samningar um varanlegt viðskiptasamband takast. Að einhverju leyti hefur vandnum því verið frestað um sinn og óvissa í tengslum við útgönguna því enn til staðar og mun líklega áfram hamlu fjárfestingaráformum fyrirtækja í Bretlandi og ESB.

## Tvisýnar horfur í heimsbúskapnum og truflun í olíuframleiðslu hafa aukið óvissu um þróun olíuverðs

Áföll í olíuframleiðslu og snarpar hækkunir olíuverðs hafa jafnan töluverð áhrif á alþjóðlegar efnahagshorfur. Nýleg 15% hækkun olíuverðs í kjölfar drónaárásar á stærstu olíuvinnslustöð heimsins í Sádi-Arabíu jók því enn frekar á svartsýni um horfur í heimsbúskapnum og þótt verðhækkunin hafi gengið til baka situr eftir óvissa um öryggi olíulinda á Arabíuskaga, ekki síst með vaxandi óstöðugleika fyrir botni Miðjarðarhafs. Óvissa um þróun olíuverðs jókst verulega í kjölfar árásarinnar eins og sjá má í snarpri hækkun undirliggjandi flökts í framvirkum samningum með olíu strax í kjölfar drónaárásarinnar þótt það hafi ekki náð sömu hæðum og það náði haustið 2018 (mynd I-19). Framvirkt olíuverð bendir til að verðið lækki lítillega á næstu misserum (sjá kafla II) en það gæti hæglega breyst hratt komi til frekari framboðsbrests sem grafið gæti enn frekar undan brothættum heimsbúskap. Það myndi óhjákvæmilega hafa neikvæð áhrif á útflutning og hagvöxt hér á landi og flækja mótun innlendrar peningastefnu því að á móti neikvæðum áhrifum á efnahagssumsvif kæmi aukinn þrýstingur á innlent verðlag (sjá t.d. umfjöllun í kafla I í *Peningamálum* 2018/4).

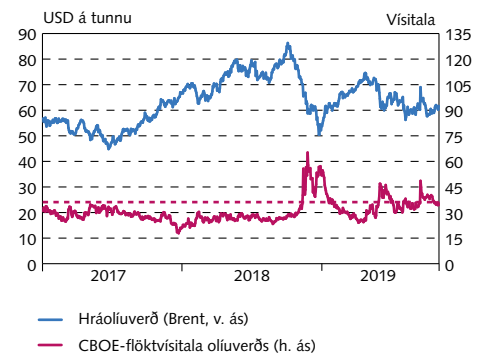
## Óvissa um framboð á flugi til og frá landinu á næsta ári

Mikill samdráttur varð á flugsætum til og frá landinu í kjölfar gjaldþrots WOW Air sl. vor. Icelandair náði að einhverju leyti að mæta samdrættinum en kyrrsetning nýrra Boeing 737 Max-þota félagsins gerði því erfiðara fyrir að auka sætaframboð (sjá kafla IV). Upphaflega stóð til að vélarnar yrðu fjórðungur af flota fyrirtækisins í sumar en fljótlega varð hins vegar ljóst að vélarnar færu ekki í loftið fyrr en í haust og því var síðan frestað enn frekar eða til áramóta. Nýlegar fréttir benda til þess að það gangi ekki eftir og því gerir grunnspá bankans ráð fyrir

Mynd I-19

### Alþjóðlegt olíuverð<sup>1</sup>

1. janúar 2017 - 1. nóvember 2019

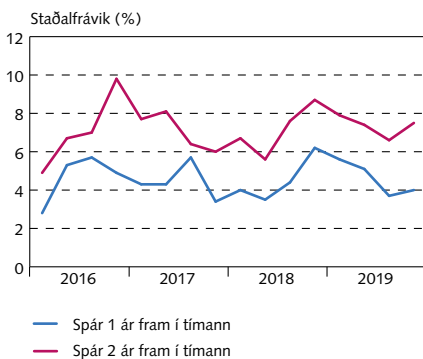


1. Undirliggjandi flökt í valréttarsamningum með hráolíu frá Chicago Board Options Exchange (CBOE). Brotna línan sýnir meðaltal CBOE-flöktvísitalunnar fyrir tímabilið 2007-2019.

Heimild: Thomson Reuters.

4. Í kafla I í *Peningamálum* 2019/2 er fjallað um efnahagsleg áhrif útgöngu Bretlands úr ESB án samnings og líkleg áhrif þess á innlenda þjóðarbúskap.

Mynd I-20  
Sundurleitni í gengisspám<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2016 - 4. ársfj. 2019



1. Staðalfrávik í svörum í könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila til gengis evru gagnvart krónu eftir 1 og 2 ár.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

að vélarnar verði ekki teknar í notkun fyrr en snemma á næsta ári og, ef það gengur ekki eftir, að Ícelandair takist að verða sér úti um leiguvélar í staðinn. Ekki er hins vegar útilokað að kyrrsetning vélanna vari lengur og að ekki takist að leigja aðrar vélar í staðinn þar sem mörg önnur flugfélög eru í svipaðri stöðu. Forsenda grunnspárinnar um framboð á flugi til og frá landinu á næsta ári gæti því verið of bjartsýn.

Forsenda grunnspárinnar um framboð á flugi til og frá landinu gæti hins vegar einnig verið of svartsýn í ljósi fréttu af nýjum flugfélögum sem eru að rísa úr ösku hins fallna WOW Air. Það félag sem virðist lengst komið hefur þegar sótt um flugrekstrarleyfi og hyggst hefja starfsemi á næsta ári. Þá gætu alþjóðleg flugfélög sem þegar fljúga til landsins aukið umsvif sín meira en grunnspáin gerir ráð fyrir.

### Gengishorfur óvissar

Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengi krónunnar breytist lítið út spátímann. Um þessa forsendu er töluverð óvissa sem endurspeglar þá efnahagsþætti sem í meginatriðum ráða gengisþróuninni eins og t.d. hagvaxtarhorfur hér og erlendis, þróun vaxtamunar gagnvart útlöndum og horfur um viðskiptakjör þjóðarbúsins. Óvissa um gengishorfur virðist þó heldur minni nú en í fyrra út frá sundurleitni í væntingum markaðsaðila um gengi krónunnar á næstu tveimur árum (mynd I-20). Sundurleitnin er minni nú en hún var í lok síðasta árs en hún hafði aukist fram eftir árinu með vaxandi áhyggjum af kjarasamningum og almennum efnahagshorfum.

### Óvissa um verðbólguhorfur talin álíka mikil og í fyrri spá

Verðbólguhorfur eru ekki eins óvissar og þær voru í fyrra þegar alls óvíst var um niðurstöðu kjarasamninga á almennum vinnumarkaði. Við bættist aukin óvissa í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar og hækkunar verðbólguvæntinga þá um haustið. Þótt óvissa hafi minnkað er hún ekki með öllu horfin þar sem enn á eftir að ganga frá kjarasamningum stórs hluta opinberra starfsmanna. Þá er ávallt óvissa um þróun launaskriðs og hversu mikið ríflegar launahækkunar á lægst launaða hluta vinnuafslsins ganga upp launastigann. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur gæti því verið vanmetinn þar sem hlutdeild launa í innlendri verðmætasköpun hefur hækkað mikið undanfarið og skert hagnaðarhlutdeild fyrirtækja. Annar mikilvægur óvissuþáttur tengist gengi krónunnar. Þannig gæti gengisforsenda grunnspárinnar reynst of bjartsýn, t.d. ef áföll í ferðaþjónustu reynast prálátari eða ef viðskiptakjör rýrna enn frekar. Þá gætu áhrif undangenginna áfalla í útflutningsiðnaði á framleiðslugetu þjóðarbúsins verið vanmetin og slakinn í þjóðarbúinu því í raun verið minni en grunnspáin áætla. Kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði gæti jafnframt reynst brotþættari en gert er ráð fyrir.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en samkvæmt grunnspánni. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað enn frekar ef ytri skilyrði batna. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu einnig reynst of bjartsýnar og útflutningur og hagvöxtur því orðið minni en spáð er. Verðbólga gæti því hjaðnað hraðar gefi gengi krónunnar ekki eftir. Þá gæti tekið lengri tíma að leysa úr framboðsvanda í fluggeiranum og spáin um bata í ferðaþjónustu því verið of bjartsýn. Spá um framleiðni-

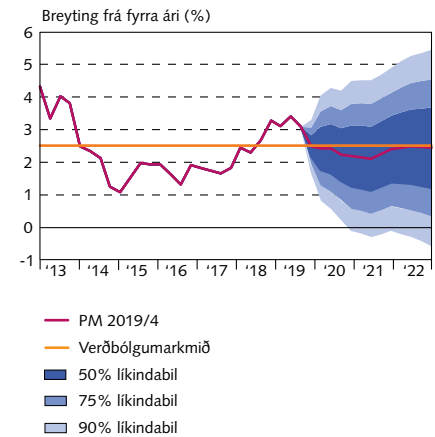
vöxt gæti einnig verið of svartsýn og slakinn í þjóðarbúinu orðið meiri og þrálátari en spáð er.

Til að endurspegla þessa óvissupætti sýnir mynd I-21 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 sé álíka mikil og í ágústspánni og að líkindadreifing spárinnar sé í meginatriðum samhverf eins og þá. Taldar eru um helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 1½-3% að ári liðnu og á bilinu 1¼-3¾% í lok spátímans.

Mynd I-21

Verðbólguþá og óvissumat

1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2022



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.