

Rammagrein 1

Frávíkisdæmi og óvissuþættir

Mikil óvissa er um efnahagshorfur um þessar mundir og er hún líklega meiri nú en oft áður. Þar vegur þungt að framvinda innlendra og alþjóðlegra efnahagsmála mun að töluverðu leyti ráðast af því hvernig til tekst við að ráða niðurlögum COVID-19-farsóttarinnar en erfitt er að spá fyrir um hversu víðtækar sóttvarnaáðgerðir þarf til að ná tökum á henni og hve lengi þær þurfi að vara. Óvissuþættirnir eru þó fleiri og í þessari rammagrein er fjallað um nokkra þeirra og sýnd frávíkisdæmi sem byggjast á ólíkum forsendum um árangurinn í viðureigninni við farsóttina og hversu hratt og að hve miklu leyti heimilin í landinu ganga á þann sparnað sem byggst hefur upp í kjölfar þess að farsóttin skall á þjóðarbúinu.

Frávíkisdæmi: Ólíkar forsendur um framgang farsóttarinnar

Frávíkisdæmi þar sem verr gengur að ráða niðurlögum farsóttarinnar

Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að tekist hafi að finna bóluþefni við COVID-19-farsóttinni í byrjun næsta árs og að víðtæk bóluþefning náist um mitt næsta ár og í kjölfarið taki lífið smám saman að færast í eðlilegra horf. Ekki er hins vegar útilokað að viðureignin við faraldurinn reynist erfiðari. Sóttvarnaáðgerðir stjórnvalda, lokunaraðgerðir og samkomubönn þyrftu þá að vera strangari og vara lengur en í grunnspánni. Í þessu frávíkisdæmi er þar að auki gert ráð fyrir því að almenningsur hafi meiri áhyggjur af efnahagshorfum og eigin heilsu þannig að fleiri kjósa að vera heima og fresta útgjalda-ákvörðunum. Innlend eftirspurn gæfi þá meira eftir og væri lengur að taka við sér. Aukin almenn óvissa drægi jafnframt úr vilja fyrirtækja til að ráða fólk í vinnu og leggja út í fjárfestingu. Þá er gert ráð fyrir að áhættuálag á innlenda fjármögnun fyrirtækja hækki enn frekar og hjaðni hægar en í grunnspánni.

Minni alþjóðleg eftirspurn og strangari sóttvarnir á landamærum gera það að verkum að horfur um útflutning vöru og þjónustu frá Íslandi verða enn lakari en í grunnspánni.¹ Samkvæmt frávíkisdæminu fjölga ferðamönnum nánast ekkert milli ára á næsta ári og eru þeir færri en í grunnspánni á öllu spátímabilinu. Útflutt þjónusta eykst því ekki nema um líðlega 9% á næsta ári sem er meira en 17 prósentum minni aukning en í grunnspánni. Horfur um vöruútflutning eru einnig lakari. Munar þar sérstaklega um verri horfur í útflutningi sjávarafurða vegna minni alþjóðlegrar eftirspurnar og aukinna erfiðleika við dreifingu afurða á alþjóðamarkaði. Útflutningur vöru og þjónustu eykst því um 5% á næsta ári í stað tæplega 12% samkvæmt grunnspánni.

Lakari útflutningshorfur magna enn frekar neikvæð áhrif þrálátari farsóttar á innlendar tekjur og eftirspurn. Við bætast neikvæð áhrif farsóttarinnar á framleiðslugetu þjóðarbúsins: gjaldþrot fyrirtækja verða víðtækari, fleira fólk hverfur af vinnumarkaði og auknið atvinnuleysi veldur því að jafnvægisatvinnuleysi eykst meira og hjaðnar hægar. Farsóttin og þær truflanir sem hún veldur á innlendri framleiðslu leiðir einnig tímabundið til hægari framleiðnivaxtar.

Þótt innlendar hagstjórnaraðgerðir vegi á móti, felur frávíkisdæmið í sér að efnahagshorfur versna nokkuð frá grunnspánni.² Horfur fyrir það sem eftir lifir þessa árs breytast ekki mikið enda langt liðið á árið. Horfur fyrir næsta ár breytast hins vegar mikið: vöxtur einkaneyslu er 2,6 prósentum minni en í grunnspá og hag-

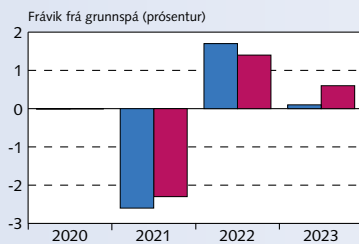
1. Stuðst er við nýlegt mat Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á áhrifum mismunandi árangurs í viðureigninni við farsóttina á heimsbúskapinn. Sjá *World Economic Outlook*, kafli 1, október 2020.

2. Gert er ráð fyrir að peningastefnan bregðist við með lægri vöxtum en í grunnspá í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans og að í opinberum fjármálum fái sjálfvirkir sveiflujafnarar að virka óhindrað. Hagstjórnaraðhaldið er með samsvarandi hætti þéttara í bjartsýnna frávíkisdæminu.

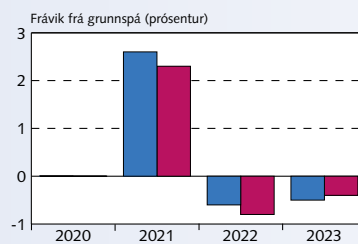
Mynd 1

Frávíkisdæmi

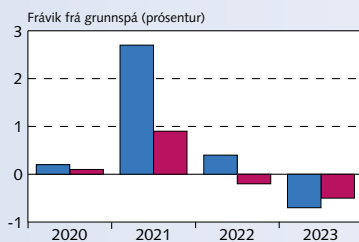
Mynd 1a Farsótt gengur hægar niður



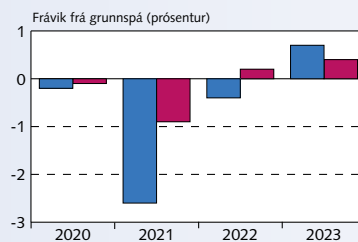
Mynd 1b Farsótt gengur hraðar niður



Mynd 1c Heimilin ganga hraðar á sparnað



Mynd 1d Heimilin ganga hægar á sparnað



■ Vöxtur einkaneyslu ■ Hagvöxtur

Heimild: Seðlabanki Íslands.

vöxtur er 2,3 prósentum minni (mynd 1a). Í stað 2,3% hagvaxtar á næsta ári samkvæmt grunnspá stendur landsframleiðslan því nánast í stað í þessu fráviksdæmi. Hagvöxtur er hins vegar meiri frá árinu 2022 samkvæmt fráviksdæminu þegar loks tekst að ná tókum á farsóttinni. Þrátt fyrir það er landsframleiðslan enn lítillega undir því sem grunnspáin gerir ráð fyrir í lok spátímans árið 2023 (mynd 2). Samkvæmt fráviksdæminu hjaðnar verðbólga meira á næsta ári enda slakinn meiri í þjóðarbúinu þótt á móti vegi lægra gengi krónu og hægari vöxtur framleiðslugetu þjóðarbúsins.

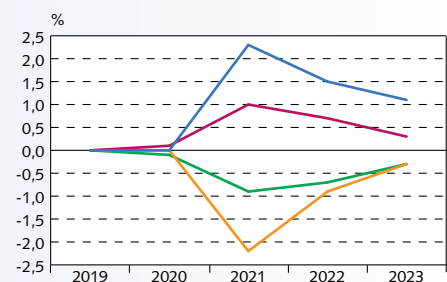
Frávíkisdæmi þar sem betur gengur að ráða niðurlögum farsóttarinnar

Hér er gert ráð fyrir að hraðar gangi að ráða niðurlögum faraldursins og opna fyrir samgöngur og viðskipti innanlands og við útlönd. Gert er ráð fyrir að víðtæk bólusetning náist snemma á næsta ári og að því sé unnt að slaka tiltölulega hratt á sóttvörnum. Minni ótti almennings við sjúkdóminn ætti að auka vilja fólks til að fara um og sækja sér þjónustu sem hefur átt undir högg að sækja á meðan útbreiðsla farsóttarinnar var sem mest. Eftirspurn í þjónustugreinum tæki því hraðar við sér en í grunnspánni. Meiri bjartsýni heimila og fyrirtækja myndi hvetja til aukinna útgjalda sem styður við almenna eftirspurn í þjóðarbúinu. Hraðari viðsnúningur ætti einnig að valda því að truflanir á framboðshlið þjóðarbúsins verða ekki eins miklar og langvarandi skaði farsóttarinnar því minni. Alþjóðleg efnahags-umsvif tækju einnig hraðar við sér og gerir fráviksdæmið ráð fyrir að ríflega 1 milljón farþega komi til landsins á næsta ári eða líðlega 40% fleiri en í grunnspánni. Útflutt þjónusta frá Íslandi eykst því um 45% á næsta ári í stað 27% í grunnspánni. Horfur batna einnig fyrir vöruútflutning og því eykst útflutningur vöru og þjónustu um 7 prósentum meira á næsta ári.

Efnahagshorfur samkvæmt þessu fráviksdæmi batna því nokkuð frá grunnspánni. Einkaneysla vex um 5,3% á næsta ári eða 2,6 prósentum meira og hagvöxtur næsta árs er 2,3 prósentum

Mynd 2

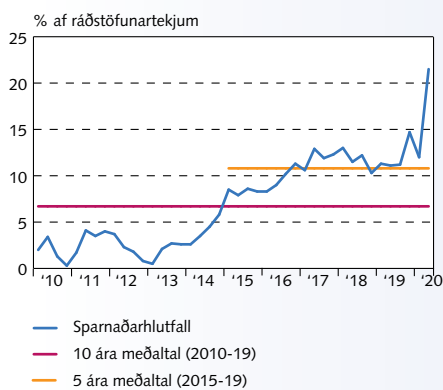
Ólíkar sviðsmyndir þróunar vergrar landsframleiðslu¹



— Farsótt gengur hraðar niður
— Heimilin ganga hraðar á sparnað
— Farsótt gengur hægar niður
— Heimilin ganga hægar á sparnað

1. VLF samkvæmt ólíkum sviðsmyndum (frávik frá grunnspá bankans).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3
Sparnaður heimila¹
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2020



1. Nokkur óvissa er um tölur Hagstofunnar um eiginlegt tekjustig heimila þar sem ráðstöfunartekjuþppgjörð byggist ekki á samstæðu-
uppgjöri tekju- og efnahagsreiknings. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar
er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur þar sem tölur
Hagstofunnar eru hækkaðar með hlíðsón af áætluðum útgjöldum
heimilanna yfir langt tímabil. Árstíðarleiðrétt gögn.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

meiri (mynd 1b). Hagvöxtur árána 2022-2023 er hins vegar heldur minni en í grunnspánni en landsframleiðsla er samt sem áður um 1% meiri árið 2023 en samkvæmt grunnspánni (mynd 2). Kröftugri viðsnúningur útflutnings og þéttara taumhald peningastefnunnar styðja við gengi krónunnar sem er heldur hærra í fráviksdæminu en í grunnspánni. Verðbólga hjaðnar hins vegar hægar á næsta ári þar sem slakinn í þjóðarþúinu hverfur hraðar.

Fráviksdæmi: Ólíkar forsendur um sparnaðarhegðun heimila

Farsóttin og aðgerðir stjórnvalda til að hemja hana hafa haft töluverð áhrif á útgjaldahegðun heimila eins og rakið er í rammagrein 2. Heimilin hafa haldið að sér höndum með útgjöld vegna efnahagssamdráttarins og aukinnar óvissu um efnahagssumsvif og atvinnu. Sóttvarnaraðgerðir stjórnvalda hafa einnig valdið því að heimilin hafa ekki haft aðgang að ýmiss konar þjónustu sem þau hefðu ella keypt sér auk þess sem fjöldi fólks hefur dregið verulega úr ferðum og kaupum á vörum og þjónustu til að minnka hættu á að smitast. Neysluútgjöld heimila hafa því dregist verulega saman og mun meira en tekjur heimila þrátt fyrir versnandi atvinnuástand, sem að einhverju leyti má einnig rekja til ýmissa aðgerða stjórnvalda til að verja atvinnu og tekjur almennings.

Sparnaður heimila hefur því aukist verulega undanfarið en hann hafði farið stígvaxandi síðustu ár í kjölfar lærdóma af fjármálakreppunni. Á öðrum fjórðungi þessa árs hækkaði sparnaðarhlutfallið enn frekar og var orðið tvöfalt herra en að meðaltali undanfarin fimm ár (mynd 3). Þótt grunnspá bankans geri ráð fyrir að hlutfallið hafi lækkað aftur á þriðja fjórðungi felur spáin í sér að heimilin fari tiltölulega varlega og að hlutfallið verði ekki komið í sögulegt meðaltal fyrr en um mitt næsta ár. Breyting á sparnaðarhegðun heimila gæti haft veruleg áhrif á efnahagshorfur jafnvel þótt forsendur spárinnar um framvindu farsóttarinnar gangi eftir.

Heimilin gætu kosið að ganga hraðar á eigin sparnað ...

Heimilin gætu kosið að ganga hraðar á þennan mikla „þvingaða“ sparnað sem hefur byggst upp í kjölfar farsóttarinnar. Uppsöfnuð eftirspurn kann einnig að hafa myndast eftir ýmsum hálfvaranlegum og varanlegum neyslurvörum, sérstaklega hjá tekjuhærri heimilum, sem gæti leitt til þess að neysluútgjöld aukist hraðar það sem eftir lifir þessa árs og fram á næsta ár en grunnspáin felur í sér. Þessu til stuðnings má einnig hafa í huga að fjárhags- og eignastaða margra heimila var sterk í aðdraganda farsóttarinnar: skuldir heimila hafa minnkað mikið og eru lágur í sögulegu samhengi og hrein eign þeirra hefur aldrei verið meiri.

... en þau gætu einnig kosið að vera varkárari í útgjaldaákvörðunum

Heimilin gætu einnig kosið að vera varkárari í útgjaldaákvörðunum en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Almenningsur gæti viljað viðhalda nálægðartakmörkunum (e. social distancing) lengur þótt framgangur farsóttarinnar verði eins og þar er gert ráð fyrir og óvissa um efnahagssumsvif og atvinnu gæti valdið því að heimilin kjósi að byggja upp enn meiri varúðarsparnað. Þá gæti sterk tekju- og eignastaða heimila í heild verið misvísandi þar sem farsóttin hefur haft minni áhrif á tekjuhærri heimili sem jafnan eyða minni hluta viðbótartekna í neysluútgjöld (þ.e. jaðarneysluhneigð þeirra er lægri) en þau tekjulægri.

Frávíksdæmi með mismunandi forsendum um sparnaðarhegðun heimila

Í fyrra frávíksdæminu er gert ráð fyrir að sparnaðarhlutfallið haldist um 2 prósentum undir því sem það er í grunnspánni á spátímanum en að munurinn fjari síðan út. Einkaneysla eykst þá töluvert hraðar, störfum fjölga meira og atvinnuleysi verður ekki eins mikið (mynd 1c). Verðbólga verður því meiri þótt hærra gengi krónunnar og hærri vextir Seðlabankans vegi á móti. Hagvöxtur á næsta ári verður ríflega 3% eða um 1 prósentu meiri en í grunnspánni og þótt hann sé heldur minni á seinni hluta spátímans er landsframleiðslan heldur meiri í lok spátímans (mynd 2).

Seinna frávíksdæmið er áþekkt nema hvað þar er gert ráð fyrir að sparnaðarhlutfallið haldist um 2 prósentum hærra að meðaltali á spátímanum en í grunnspánni en að munurinn fjari út er frá líður. Þetta hefur töluverð áhrif á eftirspurn heimila, sérstaklega á næsta ári þegar vöxtur einkaneyslu er 2½ prósentu minni en í grunnspánni (mynd 1d). Meiri varkárni heimila í útgjaldaákvörðunum seinkar því efnahagsbatanum og hagvöxtur á næsta ári verður einungis 1,5% eða næstum 1 prósentu minni en í grunnspánni. Slakinn í þjóðar-búinu verður því meiri, störfum fækkar enn frekar og atvinnuleysi verður meira. Á móti vegur að vextir Seðlabankans haldast lágir lengur og þrátt fyrir að gengi krónunnar sé lægra verður verðbólga heldur minni. Þótt hagvöxtur árána 2022-2023 sé litlu meiri er landsframleiðslan enn um 0,3% undir því sem grunnspáin gerir ráð fyrir árið 2023 (mynd 2).

Aðrir óvissuþættir

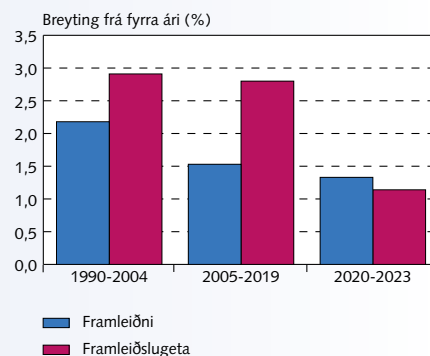
Áhrif farsóttar á framleiðslugetu þjóðarbúsins gætu verið vanmetin Efnahagshorfur næstu ára eru háðar fjölda annarra óvissuþátta. Óvissan lýtur t.d. ekki einungis að því hve lengi farsóttin muni vara og hver áhrif hennar verða á eftirspurn og hagvöxt í ár og á næsta ári heldur einnig að mögulegum áhrifum sóttarinnar á hagvaxtarhorfur til lengri tíma. Horfur eru á að fjöldi fyrirtækja verði gjaldþrota og þau sem eftir lifa dragi úr fjárfestingu í fastafjármunum og þekkingu, ekki síst þar sem þau þurfa í auknum mæli að fjárfesta í framleiðsluferlum sem auka öryggi starfsfólks og gera því betur kleift að sinna verkefnum sínum í fjarvinnu. Efnahagskreppan veldur einnig kostnaðarsamri tilfærslu framleiðsluþátta milli atvinnugreina og hætt er við að sveigjanleiki og opnanleiki efnahagskerfisins minnki, a.m.k. tímabundið. Þá er hætt við að fólk fari af vinnumarkaði og að dýrmæt þekking tapist í kjölfarið.

Allir þessir þættir eru til þess fallnir að hafa neikvæð áhrif á framleiðnivöxt og vöxt framleiðslugetu þjóðarbúsins. Eins og sést á mynd 4 er í grunnspánni áætlað að framleiðni vinnuafis og framleiðslugeta þjóðarbúsins vaxi nokkru hægar á spátímanum en að meðaltali á undanförunum þrjátíu árum. Það mat gæti hæglega reynst of bjartsýnt ef farsóttin dregst enn frekar á langinn eða ef umfang þeirra breytinga sem lýst er hér að framan reynist meira en áætlað er í grunnspánni. Áhrif farsóttarinnar á framleiðslu og atvinnu gætu því orðið meiri og langvinnari.

Grunnspáin byggist á núverandi áformum stjórnvalda í ríkisfjármálum

Meginmarkmið hagstjórnarviðbragða við farsóttinni hefur verið að milda eins og unnt er efnahagsleg áhrif hennar og fleyta fyrirtækjum og heimilum yfir erfiðasta hjallann. Í baráttunni við faraldurinn hafa aðgerðir í ríkisfjármálum gegnt lykilhlutverki. Eftir því sem farsóttin hefur dregist á langinn verður áskorun opinberra fjármála í vaxandi mæli að draga eins og unnt er úr langtímaskaða farsóttarinnar án þess að hindra eðlilega aðlögun þjóðarbúsins að nýjum

Mynd 4
Framleiðni og framleiðslugeta þjóðarbúsins¹



1. Framleiðni vinnuafis mælt með VLF á unna stund. Grunnspá Seðlabankans 2020-2023.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

veruleika eftir að farsóttin hefur rénað. Þá þarf einnig að horfa til þess að óhjákvæmileg aukning skulda hins opinbera í viðureigninni við faraldurinn leiði ekki til ósjálfbærrar skuldaföfnunar til lengri tíma. Á sama tíma þarf að gæta að því að vinna ekki of hratt ofan af stuðningsaðgerðum svo að ekki verði bakslag í efnahagsbatanum. Stjórnvöld standa því frammi fyrir afar flóknum og erfiðum áskorunum. Í grunnspánni er gert ráð fyrir töluverðri örvun ríkisfjármála í samræmi við áform stjórnvalda (sjá umfjöllun í kafla III og rammagrein 3). Óvissa er hins vegar um hvernig til tekst og frekari breytingar á umfangi aðgerða myndu óhjákvæmilega breyta efnahagshorfum næstu árin.

Áhrif aukinnar óvissu gætu verið vanmetin og áhættuálag á fjármálagjöfninga haldist hærra

Farsóttin hefur aukið almenna óvissu um framvindu efnahagsmála og tekju- og atvinnuhorfur fjölda fólks. Aukin óvissa hefur einnig haft áhrif á fjármálamörkuðum og leitt til hækkunar áhættuálags á fjölda fjármálagjöfninga sem hefur dýpkað efnahagssamdráttinn enn frekar. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að áhættuálag lækki smám saman á ný þegar farsóttin fjarar út. Mögulega gengur það ekki eftir ef lengri tíma tekur að ná tökum á farsóttinni (sjá umfjöllun um fráviksdæmi með ólíkum forsendum um framgang farsóttarinnar hér að framan) en grunnspáin gæti einnig ofmetið hversu hratt óvissan minnkar og áhættuálag lækkar. Gangi það eftir er hætt við því að efnahagshorfur samkvæmt grunnspánni séu of bjartsýnar.

Grunnspáin byggist á því að deilur í alþjóðaviðskiptum taki sig ekki upp á ný

Viðskiptadeilur undanfarinna ára hafa grafið undan alþjóðaviðskiptum og skaðað heimsbúskapinn. Áfangasamkomulag í viðskiptadeilu Bandaríkjanna og Kína frá því í janúar sl. heldur enn en núningur milli þjóðanna hefur aukist enn frekar og því er ekki útilokað að viðskiptastríðið brjótist út að fullu á ný með alvarlegum afleiðingum fyrir heimsbúskapinn (sjá umfjöllun um áhrifin á innlent efnahagslíf í kafla I í *Peningamálum* 2019/4). Þá er enn óvíst hvort takist að semja um framtíðarfyrirkomulag viðskipta milli Breta og Evrópusambandsins (ESB) frá næstu áramótum (sjá nánari umfjöllun um möguleg áhrif á innlent efnahagslíf í kafla I í *Peningamálum* 2019/2).

Óvissa um að hve miklu leyti aðlögun innlendar eftirspurnar að efnahagsáfalli beinist að innflutningi

Grunnspáin gerir ráð fyrir að samdráttur eftirspurnar heimila og fyrirtækja muni að nokkru leyti beinast að innfluttri vöru og þjónustu. Hlutfall innflutnings og þjóðarútgjalda lækkar því verulega í ár og fer nálægt því sem það var lægst í kjölfar fjármálakreppunnar fyrir liðlega áratug. Frá og með næsta ári hækkar hlutfallið hins vegar á ný í takt við viðsnúning í efnahagsmálum. Um þessar forsendur er mikil óvissa og reynslan af aðlögun þjóðarbúskaparins í kjölfar falls flugfélagsins WOW Air vorð 2019 sýnir að samsetning útgjaldaviðbragða heimila og fyrirtækja hefur töluverð áhrif á endanleg hagvaxtaráhrif efnahagsáfalla (sjá rammagrein 4).

Mikil óvissa er um verðbólguhorfur

Grunnspáin gerir ráð fyrir að verðbólga haldist yfir markmiði fram á næsta ár en taki síðan að hjaðna í takt við þann mikla slaka sem myndast hefur í þjóðarbúinu. Um þetta er hins vegar mikil óvissa – ekki bara til skemmri tíma heldur einnig um verðbólguhorfur er líður á spátímamann. Áhrif farsóttarinnar á framleiðslu og dreifingu vöru og þjónustu og getu neytenda til að nálgast þær skapar óvenju

mikla óvissu um verðlagsþróun næstu mánaða (sjá rammagrein 2). Þá er mikil óvissa um þróun gengis krónunnar á næstu misserum en frekari gengislækkun myndi að öðru óbreyttu hægja á hjöðnun verðbólgu í samanburði við grunnspána. Þessu til viðbótar gætu verðbólguáhrif þeirrar gengislækkunar sem þegar er orðin verið vanmetin í grunnspánni. Það á ekki síst við ef kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþéttmiðið tekur að losna.

Vari farsóttin lengur en gert er ráð fyrir í grunnspánni og efnahagssamdrátturinn því vanmetinn, gæti verðbólga hins vegar hjaðnað hraðar og orðið minni en spáð er. Slakinn í þjóðarbúinu gæti hins vegar verið ofmetinn ef neikvæð áhrif farsóttarinnar á framleiðslugetu þjóðarbúsins eru vanmetin og því gæti undirliggjandi verðbólguþrýstingur í raun verið meiri en samkvæmt grunnspánni. Verðbólguhorfur eru því óvenju óvissar um þessar mundir en taldar eru heldur meiri líkur á að grunnspáin vanmeti verðbólgu á næstunni en að hún ofmeti hana.