

## Frávíksdæmi og óvissuþættir

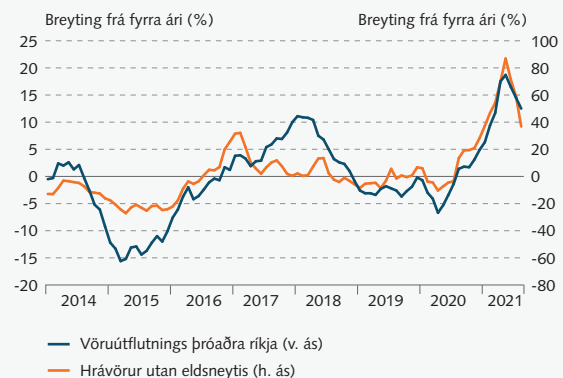
Grunnsþáin endurspeglar líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Efnahagshorfur eru hins vegar háðar óvissu og geta breyst verði breytingar á lykilorðendum spárinnar. Óvissa um framvindu COVID-19-farsóttarinnar og beinar sem óbeinar afleiðingar hennar vega enn þungt en óvissuþættirnir eru fleiri. Í þessari rammagrein er fjallað um þá helstu og sýnd tvö frávíksdæmi. Annað þeirra lýsir því hvernig efnahagsframvindan gæti breyst ef lengri tíma tekur að vinda ofan af alþjóðlegum framboðstruflunum og innfluttur verðbólguþrýstingur reynist meiri en í grunnsþánni. Hitt frávíksdæmið lýsir efnahagsþróuninni ef heimilin í landinu ganga hraðar á sparnað sem þau byggðu upp í farsóttinni en gert er ráð fyrir í grunnsþánni.

## Frávíksdæmi: Alþjóðlegar verðhækkanir reynast þrálátari

Alþjóðleg verðbólga hefur aukist töluvert undanfarið. Það má rekja til þess að eftirspurn hefur aukist hratt á sama tíma og flöskuhálsar hafa myndast í virðisreðjum um allan heim vegna farsóttarinnar og ýmissa framboðsáfalla sem dunið hafa á heimsbúskapnum undanfarið ár. Verð hrávöru og aðfanga af ýmsu tagi hefur því hækkað hratt og fordæmalaus hækkun orðið á flutningskostnaði (sjá kafla I). Hrávöruverð var t.d. næstum 90% hærra í maí sl. en á sama tíma fyrir ári og útflutningsverð vöru þróaðra ríkja tæplega fimmtungi hærra (mynd 1). Þessar hækkanir hafa verið langt umfram það sem spár Seðlabankans og annarra spáaðila gerðu ráð fyrir. Eins og sést á mynd 2 gerir núverandi grunnsþá t.d. ráð fyrir því að hrávöruverð hækki um tæplega þriðjung á milli ársmeðaltala í ár en í spám bankans í fyrra var einungis gert ráð fyrir 2-2½% hækkun á árinu. Horfur eru því á að útflutningsverð vöru og þjónustu í helstu viðskiptalöndum hækki um ríflega 6% í ár í stað þess að hækka um 1% eins og spáð var í fyrra. Áþekk breyting hefur orðið á horfum um þróun innflutningsverðs Íslands í erlendum gjaldmiðlum.

Eins og sést á mynd 1 virðist árshækkun á verði hrávöru og vöruútflutnings hafa náð hámarki og í grunnsþá bankans er gert ráð fyrir að árshækkunin haldi áfram að hjaðna eftir því sem tekst að vinda ofan af framboðshnökrum og hluti eftirspurnar heimila færir úr vörum yfir í þjónustu. Um þessa forsendu er hins vegar mikil óvissa. Lengri tíma gæti tekið að vinda ofan af þessum framboðshnökrum og frekara bakslag í viðureigninni við farsóttina gæti dýpkað

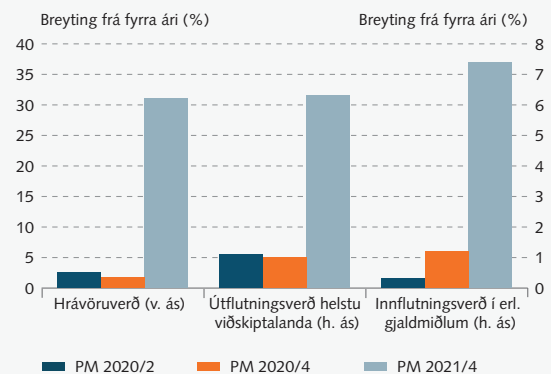
Mynd 1  
Útflutnings- og hrávöruverð<sup>1</sup>  
Janúar 2014 - ágúst 2021



1. Útflutningsverð og hrávöruverð í Bandaríkjadöllum. Útflutningsverð er vegið meðal-útflutningsverð þróaðra ríkja.

Heimild: CPB World Trade Monitor.

Mynd 2  
Spár Peningamála um alþjóðlega verðlagsþróun 2021<sup>1</sup>



1. Hrávöruverð utan eldsneytis í Bandaríkjadöllum. Útflutningsverð er vegið meðal-verð vöru- og þjónustuútflutnings helstu viðskiptalanda. Innflutningsverð Íslands er í erlendum gjaldmiðlum (miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

vandann enn frekar. Verðbólguþrýstingur í heiminum gæti þá reynst þrálátari en nú er vænst. Við slíkar aðstæður gætu launþegar krafist enn meiri launahækkana til að mæta væntingum um áframhaldandi hækkun verðlags og fyrirtæki neyðst til að velta stærra hluta kostnaðarhækkana út í afurðaverð. Verðbólguvæntingar til meðallangs tíma gætu því tekið að hækka og gert verðbólguvandann erfiðari viðureignar sem kalla myndi á harðar aðgerðir í peningamálum til að ná tókum á verðbólgunni á ný.

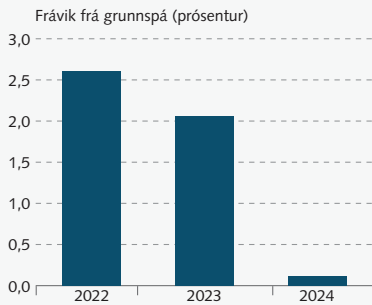
Til að sýna möguleg áhrif slíkrar sviðsmyndar á innlendar efnahagshorfur er í þessu frávíkisdæmi gert ráð fyrir að alþjóðlegt olíuverð haldist svipað og það er nú út spátímamann í stað þess að lækka í takt við framvirkt verð eins og í grunnspánni. Þessu til viðbótar er gert ráð fyrir að annað hrávöruverð og útflutningsverð helstu viðskiptalanda hækki samtals um tæplega 8 prósentum meira en í grunnspánni á næstu tveimur árum en að þróunin verði eins og í grunnspánni frá árinu 2024. Almenn verðbólga í helstu viðskiptalöndum verður einnig þrálátari: Í stað þess að hjaðna strax á næsta ári og fara niður fyrir 2% árið 2023 er gert ráð fyrir að hún haldist á núverandi stigi á næsta ári og fari ekki niður fyrir 2% fyrr en árið 2024. Langvarandi framboðstruflanir gera það einnig að verkum að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verður um 0,3 prósentum minni á ári á spátímabilinu. Til viðbótar er gert ráð fyrir að langvarandi innlend verðbólga yfir 4% og innfluttur verðbólguþrýstingur veiki kjölfestu verðbólgu-markmiðs Seðlabankans. Langtímaverðbólguvæntingar eru fyrir vikið ½ prósentu hærra en í grunnspánni á næstu fimm árum. Einnig er gert ráð fyrir að aukinn ótti við verðbólgu valdi hækkun líftímaálags (e. term premium) á innlenda langtímavexti og áhættuálags á íslensku krónuna.

Eins og sést á mynd 3a hefði þetta í för með sér að innflutningsverðlag myndi hækka ríflega 2 prósentum meira á ári á næstu tveimur árum (mælt í erlendum gjaldmiðlum). Gengi krónunnar lækkar einnig í samanburði við grunnspána og er hækkun innflutningsverðs í krónum því heldur meiri eða um 3 prósentur á ári á næstu tveimur árum og liðlega 1 prósentu árið 2024. Innfluttar vörur og þjónusta verða því dýrari en felst í grunnspánni og kaupmáttur heimila því minni en ella. Við bætist herra vaxtastig innanlands (sjá hér á eftir) sem dregur úr innlendri eftirspurn. Einkaneysla vex því um samtals 2 prósentum minna en í grunnspánni á næstu þremur árum og atvinnuvegafjárfesting tæplega 5 prósentum minna (myndir 3b og 3c). Þá hægir á vexti útflutnings vegna hægari efnahagsbata erlendis þótt lægra raungengi vegi eitthvað á móti. Áhrifin á hagvöxt eru hins vegar lítil þar sem samdráttur innlendrar eftirspurnar kemur að stórum hluta fram í samdrætti innflutnings samkvæmt þessari sviðsmynd (mynd 3d). Óvíst er þó að hve miklu leyti útgjaldaaðlögun heimila

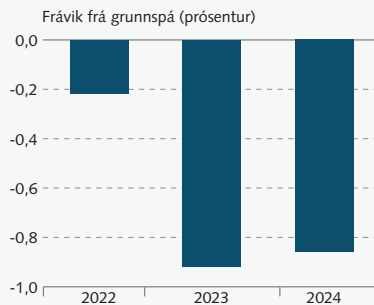
Mynd 3

Frávíkisdæmi: Alþjóðlegar framleiðsluflulanir vara lengur og innflutt verðbólga reynist þrálátari

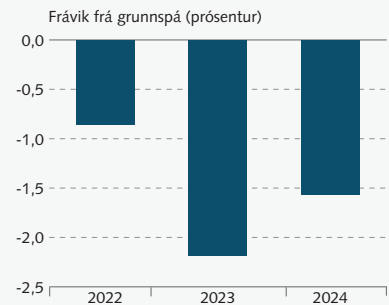
Mynd 3a Innflutningsverð<sup>1</sup>



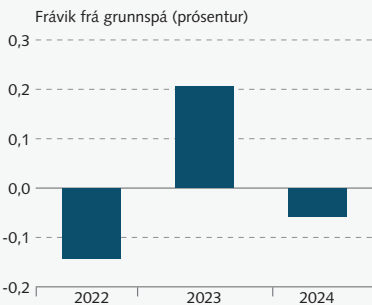
Mynd 3b Einkaneysla



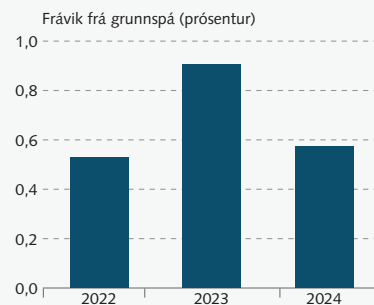
Mynd 3c Atvinnuvegafjárfesting



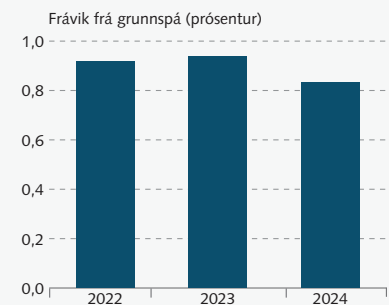
Mynd 3d Hagvöxtur



Mynd 3e Verðbólga



Mynd 3f Meginvextir



1. Frávik árshækkunar innflutningsverðs í erlendum gjaldmiðlum (miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu).  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

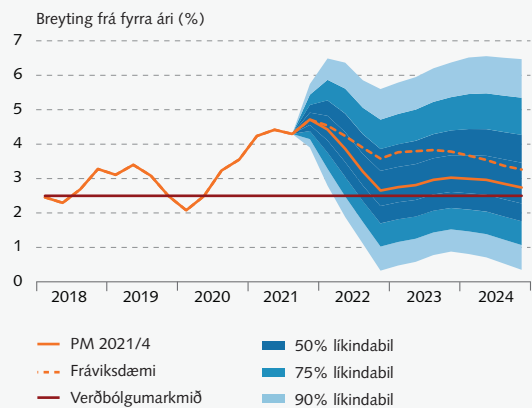
og fyrirtækja beinist út úr landinu en reynslan af áföllum undanfarinna tveggja ára styður vissulega þessa niðurstöðu (sjá umfjöllun í rammagrein 3).

Eins og mynd 3e sýnir valda meiri alþjóðlegar verðhækkunarir og lækkun á gengi krónunnar því að verðbólga verður um 0,5 prósentum meiri en í grunnspánni á næsta ári og allt að 1 prósentu meiri árið 2023. Frá þeim tíma taka áhrifin smám saman að fjara út á ný enda hafa vextir hækkað nokkuð (mynd 3f). Meginvextir Seðlabankans eru orðnir tæplega 1 prósentu hærrí en í grunnspánni á næsta ári og helst munurinn út spátímann svo að tryggja megi að verðbólga þokist niður í verðbólguþröngunni er frá líður. Viðbrögð peningastefnunnar þurfa hins vegar ekki að vera eins mikil ef langtíma-verðbólguvæntingar haldast í markmiði þar sem verðbólga eykst minna og hjaðnar hraðar en fráviksdæmið sýnir.

Mynd 4 sýnir að lokum samanburð á verðbólguhorfum fráviksdæmisins miðað við líkindadreifingu grunnspárinnar. Eins og sést liggur verðbólguþröngunin í fráviksdæminu um 1 prósentu fyrir ofan grunnspá frá því seint á næsta ári og út árið 2023 og verðbólga mælist yfir 4% fram eftir næsta ári og yfir 3% allan spátímann. Spá fráviksdæmisins liggur þó innan 50%-líkindabils grunnspárinnar allan spátímann.

Mynd 4

Verðbólguþröngun miðað við grunnspá og fráviksdæmi  
1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2024



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

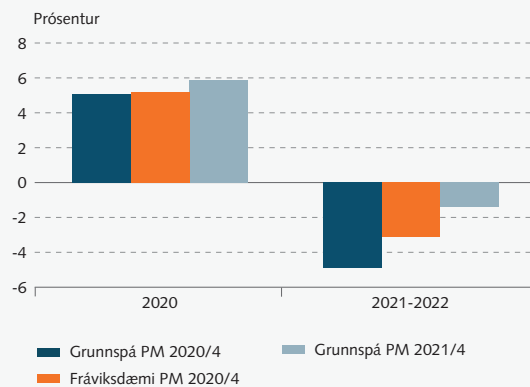
## Frávíksdæmi: Heimilin ganga hraðar á eigin sparnað

Sparnaður heimila jókst verulega í kjölfar þess að farsóttin barst til landsins snemma á síðasta ári (mynd III-1 í kafla III). Óvissa um atvinnu- og efnahagshorfur jókst mikið og viðtækar sóttvarnaraðgerðir gerðu það að verkum að heimilin höfðu ekki aðgang að ýmiss konar þjónustu sem þau hefðu ella keypt. Þessu til viðbótar leiddi lokun landamæra til þess að verulega dró úr ferðalögum milli landa. Neysluútgjöld drógust því töluvert saman og mun meira en tekjur heimila þrátt fyrir versnandi atvinnuástand sem m.a. endurspeglar stuðningsaðgerðir stjórnvalda til að verja störf og tekjur almennings í farsóttinni. Hlutfall sparnaðar af ráðstöfunartekjum hækkaði því verulega á öðrum ársfjórðungi í fyrra og var orðið ríflega tvöfalt hærra en að meðaltali árin fimm þar á undan.

Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* hefur óvissa um hversu mikið og hve hratt heimilin ákveða að ganga á þennan viðbótarsparnað aukið óvissu um efnahagshorfur í kjölfar farsóttarinnar. Ýmis álitæfni um þróun sparnaðar eru rakin í rammagrein 1 í *Peningamálum 2020/4*. Í grunnspánni sem þar var birt var gert ráð fyrir að sparnaðarhlutfalli myndi lækka í það sem það var fyrir farsóttina á seinni hluta þessa árs. Eins og mynd III-1 sýnir hefur það ekki gengið eftir. Í *Peningamálum 2020/4* var einnig sýnt frávíksdæmi þar sem sparnaðarhlutfallið lækkar hægar og nær því sem núverandi grunnspá gerir ráð fyrir (mynd 5). Ekki er hins vegar útilokað að sparnaðarhlutfallið muni lækka enn frekar nú þegar mögulega sér fyrir endann á farsóttinni og fari í það sem það var fyrir farsóttina eins og gert var ráð fyrir í grunnspá *Peningamála 2020/4* þótt það gerist seinna en þar var áætlað.

Mynd 6 sýnir möguleg áhrif þess ef efnahagshorfur lækka sparnaðarhlutfallið hraðar en í grunnspánni. Samkvæmt frávíksdæminu er sparnaðarhlutfallið orðið um 2 prósentum lægra en í grunnspánni á næsta ári og um 3 prósentum lægra í lok spátímans. Eftirspurn heimila vex því töluvert hraðar en í grunnspánni: vöxtur einkaneyslu er um 3 prósentum meiri á næsta ári og 1½ prósentu meiri árið 2023 (mynd 6a). Aukin útgjöld heimila ryðja hins vegar í burtu fjárfestingu í atvinnulífina þar sem meiri áraun verður á innlenda framleiðsluþætti sem leiðir til hærri vaxta innanlands (sjá hér á eftir). Atvinnuvegafjárfesting vex því ½ prósentu minna á ári á spátímanum en samkvæmt grunnspánni (mynd 6b). Á heildina litið er vöxtur innleन्द्रar eftirspurnar þó hraðari en í grunnspánni og vegna minni þjóðhagslegs sparnaðar er viðskiptajöfnuðurinn orðinn um 1¼ prósentu minni af landsframleiðslu í lok spátímans en felst í grunnspánni (mynd 6c). Þótt aukin eftirspurn eftir innfluttri vöru og þjónustu vegi á

Mynd 5  
Breyting sparnaðarhlutfalls heimila<sup>1</sup>



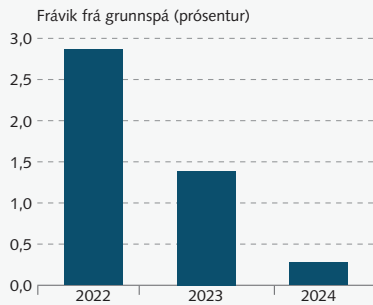
1. Breyting sparnaðarhlutfalls frá 2019 til 2020 annars vegar og frá 2020 til 2022 hins vegar. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

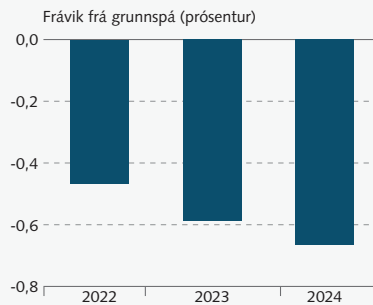
## Mynd 6

### Frávíksdæmi: Heimilin ganga hraðar á uppsafnaðan sparnað

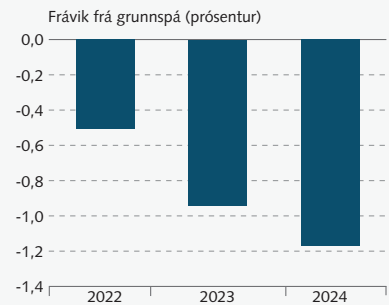
Mynd 6a Einkaneysla



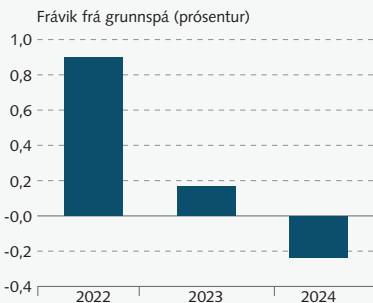
Mynd 6b Atvinnuvegafjárfesting



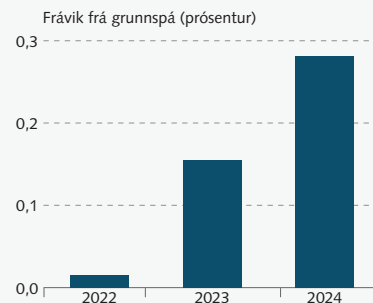
Mynd 6c Viðskiptajöfnuður



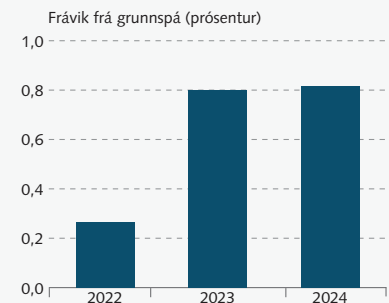
Mynd 6d Hagvöxtur



Mynd 6e Verðbólga



Mynd 6f Meginvextir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

móti verður hagvöxtur um 1 prósentu meiri á næsta ári og ¼ prósentu meiri árið 2023 (mynd 6d). Hagvöxtur yrði því líðlega 6% á næsta ári í stað 5% samkvæmt grunnsþánni og landsframleiðslan væri orðin hátt í 1% meiri í lok spátímans. Aukin efnahagsumsvif innanlands gera það að verkum að spenna myndast fyrr í þjóðarbúskapnum og þótt gengi krónunnar sé orðið ríflega 1% hærra en í grunnsþánni á næsta ári verður ársverðbólga um 0,2-0,3 prósentum meiri á spátímanum (mynd 6e). Til að tryggja að hún leiti að lokum í verðbólgu markmið Seðlabankans eru vextir bankans um 0,8 prósentum hærrí á næstu tveimur árum (mynd 6f).

## Aðrir óvissuþættir

### Efnahagshorfur eru háðar árangri við að halda farsótt í skefjum

Efnahagshorfur næstu ára eru háðar fjölda annarra óvissuþátta. Þungt vegur hvernig til tekst við að ráða niðurlögum COVID-19-farsóttarinnar. Þótt stór hluti þjóðarinnar sé nú bólusettur og búið sé að aflétta flestum sóttvarnaðgerðum er enn óvissa um virkni bólusetningarinnar, ekki síst gagnvart nýjum afbrigðum veirunnar. Ekki er því útilokað að bakslag verði í baráttunni við farsóttina og grípa þurfi aftur

til einhverra sóttvarnaraðgerða sem gæti hægt á hagvexti á ný (sjá t.d. fráviksdæmi þar að lútandi í rammagrein 1 í *Peningamálam* 2021/2).

#### **Efnahagshorfur gætu breyst ef stjórnvöld vikja frá núverandi fjármálaáætlun**

Annar veigamikill óvissuþáttur lýtur að áformum í fjármálum hins opinbera nú að afstöðnum þingkosningum auk þess sem rekstur margra sveitarfélaga hefur þungst að undanfögnu. Þar sem fjárlagafrumvarp fyrir næsta ár hefur enn ekki birst tekur núverandi grunnsþá að mestu leyti mið af boðuðum útgjaldaramma fjármálaáætlunar frá því í mars sl. (sjá umfjöllun í kafla III). Þótt áframhaldandi stjórnarsamstarf auki líkur á að fjárlög næsta árs verði í meginatriðum í takt við fjármálaáætlunina er ekki útilokað að meiri slaki verði í ríkisfjármálum en gert er ráð fyrir í grunnsþánni. Verði það raunin verður vöxtur innlendar eftirspurnar að öðru óbreyttu meiri en samkvæmt grunnsþá og verðbólguþrýstingur því meiri. Taumhald peningastefnunnar gæti þá þurft að vera þéttara en grunnsþáinn gerir ráð fyrir eins og lýst er í fráviksdæmi í kafla I í *Peningamálam* 2019/4.

#### **Aukin óvissa í heimsbúskapnum gæti leitt til hærra áhættuálags en grunnsþáinn gerir ráð fyrir**

Meðal annarra óvissuþátta má t.d. nefna alþjóðlegar efnahagshorfur og hættuna á því að áhrif framleiðslutruflana á heimsviðskipti verði enn skaðlegri þannig að alþjóðleg efnahagsumsvif gefi eftir á ný. Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum gæti einnig aukist enn frekar og leitt til snarpra breytinga á fjármálalegum skilyrðum um allan heim, endurmats á áhættu og hækkun áhættuálags á innlendar fjáreignir.

#### **Farsóttin hefur leitt til mikilla breytinga á útgjaldamynstri sem gerir mat á efnahagshorfum erfiðara en ella**

Miklar breytingar hafa orðið á neyslumynstri heimila og viðskiptaháttum í kjölfar farsóttarinnar. Mikil óvissa er um hvort eða hve hratt þessar breytingar gangi til baka. Líklegt er að sumar breytingar séu komnar til að vera eins og aukin netverslun og fjarvinna en um aðrar breytingar, eins og t.d. áhrif á húsnæðismarkaði, er meiri óvissa. Þá munu hagvaxtarhorfur einnig ráðast af því að hve miklu leyti aukinn útgjaldavilji heimila og fyrirtækja beinist að innlendra framleiðslu fremur en innfluttri vöru og þjónustu.

#### **Mikil óvissa um verðbólguhorfur**

Allir þættirnir sem nefndir eru hér að framan gera mat á verðbólguhorfum erfiðara en ella eins og lýst er í fráviksdæmunum tveimur í byrjun rammagreinarinnar. Óvissan um alþjóðlegar verðlagshorfur vegur þar þungt. Þar við bætast

miklar hækkanir orkuverðs undanfarið sem m.a. má rekja til áhrifa yfirstandandi orkuskipta yfir í græna orku en mikil óvissa er um hve langvinn þessi áhrif verða.

Mikil óvissa er einnig um framvindu kjaraviðræðna sem framundan eru á næsta ári en verði niðurstaðan sú að laun halda áfram að hækka vel umfram framleiðni gæti verðbólga á spátímanum reynst vanmetin. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur gæti einnig reynst meiri dragi ekki úr hækkun húsnæðisverðs eins og gert er ráð fyrir í grunnspánni.

Efnahagslegar afleiðingar farsóttarinnar hafa haft mikil áhrif á framleiðslugetu þjóðarþúsins sem valda því að erfitt er að meta framleiðslulaka og hversu hratt hann minnkar. Því er erfiðara en ella að meta undirliggjandi verðbólguþrýsting, einkum í ljósi örra breytinga á hlutfallslegu verði.

Sem fyrr mun gengi krónunnar einnig vega þungt í þróun verðbólgu á næstu misserum. Samkvæmt grunnspá helst meðalgengi krónunnar tiltölulega stöðugt á spátímanum en frekari gengishækkun myndi að öðru óbreyttu leiða til hraðari hjöðnunar verðbólgu – bæði með því að draga úr innfluttri verðbólgu og með því að beina stærri hluta útgjalda innlendra aðila út úr þjóðarþúinu og léttu þannig á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti. Gefi gengi krónunnar hins vegar eftir á ný myndi það að öðru óbreyttu leiða til þess að verðbólga hjaðni hægar en nú er spáð eða jafnvel að hún aukist enn frekar.

Eins og rakið er í frávíksdæmi fyrr í þessari rammagrein mun þróun verðbólguvæntinga ráða miklu um hve mikil og langvarandi áhrif alþjóðlegra verðhækkana verða á innlenda verðbólguþróun. Hið sama má segja um áhrif gengislækkunar krónunnar eða launahækkana. Verðbólga hefur nú verið yfir 4% í tæplega ár og vaxandi hætta er á að verðbólguvæntingar tapi kjölfestu. Gerist það gæti verðbólgan orðið þrálátari en nú er spáð.

Verðbólguhorfur eru því óvenju óvissar um þessar mundir og þótt verðbólga hafi að undanfögnu reynst þrálátari en búist var við í ágúst eru áfram taldar meiri líkur á að grunnspáin vanmeti verðbólgu á næstunni en að hún ofmeti hana auk þess sem óvissa um horfurnar er talin hafa aukist.