

Frávíksdæmi og óvissuþættir

Grunnspáin endurspeglar líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Efnahagshorfur eru hins vegar háðar mikilli óvissu og þær gætu breyst verði breytingar á lykilorðum spárinnar. Breytingar hafa til að mynda orðið á forsendum frá síðustu grunnspám bankans þar sem sumir óvissuþættir sem þá voru tilgreindir hafa raungerst. Má þar t.d. nefna að framan af ári gekk heldur hægar að bólusetja almenning en gert hafði verið ráð fyrir. Á móti vegur hins vegar að sparnaður heimila hefur minnkað hraðar en áætlað var og innlend eftirspurn því reynst þróttmeiri. Þá hafa stjórnvöld tilkynnt enn frekari stuðningsaðgerðir í ríkisfjármálum. Áhrif farsóttarinnar á alþjóðlegar virðisdeðjur (e. global value chains) hafa jafnframt reynst meiri og alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð hækkað meira en áður var spáð.

Sem fyrr mun framvinda innlendra og alþjóðlegra efnahagsmála að töluverðu leyti ráðast af því hvernig til tekst við að ráða niðurlögum COVID-19-farsóttarinnar og hversu hratt bólusetningu gegn henni vindur fram. Erfitt er að spá fyrir um hve langan tíma það muni taka. Óvissuþættirnir eru þó fleiri og í þessari rammagrein er fjallað um nokkra þeirra auk þess sem sýnd eru frávíksdæmi sem byggjast á ólíkum forsendum um árangurinn í viðureigninni við farsóttina.

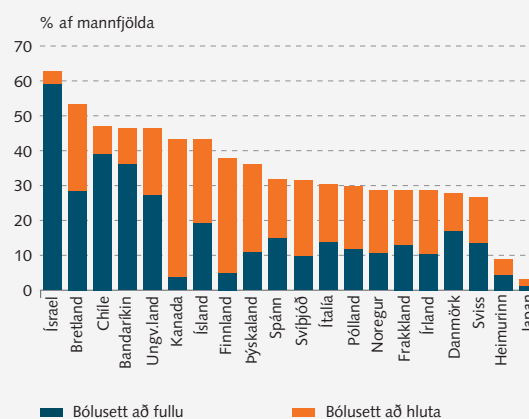
Frávíksdæmi: Hversu hratt mun farsóttin ganga niður?

Forsendur grunnspár um framgang farsóttar og bólusetningar gegn henni

Bólusetning gegn farsóttinni hófst í lok síðasta árs og eru nú um 43% Íslendinga búnir að fá a.m.k. einn skammt bóluefnis. Þetta er heldur hærra hlutfall en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum en lægra en í þeim löndum þar sem bólusetning er hvað lengst komin (mynd 1).

Framan af þessu ári gekk bólusetning heldur hægar en vænst var í febrúarspá bankans. Síðan í lok mars hafa sóttvarnaaðgerðir einnig verið umfangsmeiri en gengið var út frá í síðustu spá en á móti vegur að þær virðast hafa minni áhrif á innlend umsvif en áður (sjá kafla III). Miðað við áætlanir stjórnvalda er hins vegar útlit fyrir að slakinn í bólusetningu vinnist upp á öðrum fjórðungi ársins og því er lítil breyting á forsendum grunnspárinnar um framgang bólusetningar það sem eftir lifir ársins. Gert er ráð fyrir að allir einstaklingar í forgangshópum verði búnir að fá a.m.k. einn skammt af bóluefni um miðjan júní og nær allur almenningur

Mynd 1
Bólusetning gegn COVID-19¹



1. Tölur miðast við 14. maí 2021.
Heimild: Our World in Data.

á þriðja fjórðungi ársins. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að bólusetning gangi að meðaltali með svipuðum hraða í helstu viðskiptalöndum og hér á landi þótt hraðinn verði mjög ólíkur innan landahópsins. Gert er ráð fyrir að núverandi fyrirkomulagi sóttvarna við landamæri með skimunum og sóttkví verði viðhaldið fram á haust með undanþágum sem byggjast á stöðu faraldursins í þeim löndum sem ferðamenn koma frá. Það er óbreytt frá febrúarspá bankans en mikil fjölgun smita í sumum af helstu viðskiptalöndum Íslands gerir það að verkum að ferðaþjónusta tekur hægar við sér en spáð var í febrúar (sjá kafla III). Áætlað er að smám saman verði slakað á sóttvörnum innanlands en að þær verði ekki að fullu afnumdar fyrr en líða tekur á árið. Ekki er heldur útilokað að grípa þurfi til afmarkaðra lokunaraðgerða fram eftir ári og að einhverjar sóttvarnir verði á landamærunum út árið.

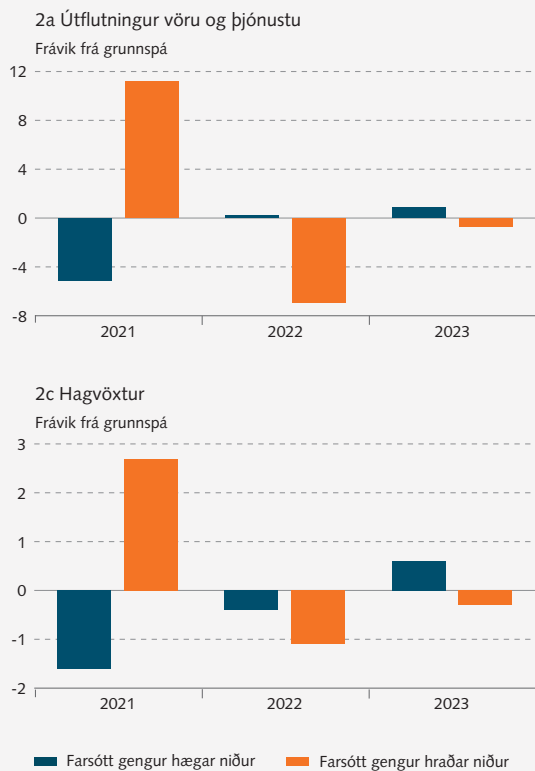
Um alla þessa þætti er mikil óvissa. Þannig kann að gæta of mikillar bjartsýni um framgang bólusetningar. Þá hafa ný afbrigði veirunnar komið fram og fleiri gætu komið fram eftir því sem dregst að bólusetja fólk um allan heim. Ekki er heldur tryggt að núverandi bóluefni virki gegn þeim öllum. Það er því ekki útilokað að bakslag verði í baráttunni við veiruna og grípa þurfi til harðra lokunaraðgerða á ný sem gæti steypt heimsbúskapnum aftur í kreppu. Á hinn bóginn kann að gæta of mikillar svartsýni í forsendum grunnspárinnar. Ekki er útilokað að bólusetning gangi hraðar en hér er áætlað og því sé unnt að slaka hraðar á sóttvarnaraðgerðum, sérstaklega í tengslum við alþjóðleg ferðalög. Í tveimur fráviksdæmum hér á eftir er mögulegum áhrifum slíkra sviðsmynda á þjóðarbúskapinn lýst.

Efnahagsbatinn gæti tafist ef bólusetning gengur hægar

Í þessu fráviksdæmi er gert ráð fyrir að viðureignin við far-sóttina gangi verr en í grunnspánni, t.d. vegna þess að framleiðsla bóluefna reynist ekki nógu hröð til að stöðva frekari dreifingu farsóttarinnar og nýrra afbrigða hennar. Grípa þarf því til harðari sóttvarnaraðgerða en í grunnspánni og þær þurfa að vara lengur. Aukinnar svartsýni um efnahagshorfur gætir því á ný sem veldur því að almenningur heldur enn frekar aftur af sér við útgjaldaákvæðanir og tekur að byggja upp varúðarsparnað á ný. Aukin óvissa dregur jafnframt úr vilja fyrirtækja til að ráða fólk til vinnu og leggja út í nýja fjárfestingu. Áhættuálag á innlenda fjármögnun fyrirtækja helst auk þess hærra en í grunnspá. Innlendur efnahagsbati sem hófst síðla árs í fyrra gefur því eftir á ný. Við bætist bakslag í alþjóðlegum efnahagsbata og harðari hömlur á ferðalög milli landa. Það bitnar hvað harðast á innlendri ferðaþjónustu enda er gert ráð fyrir að framlengja þurfi sóttvarnaraðgerðir á landamærum sem gerir það að verkum að ferðamönnum fjölgar ekki að ráði fyrr en í lok þriðja ársfjórðungs og fjölgar

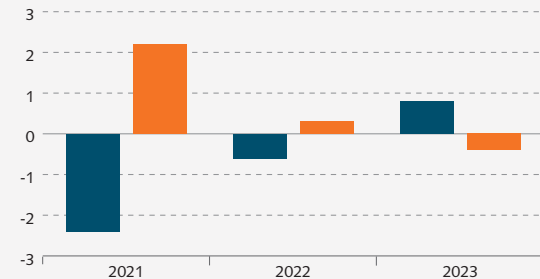
Mynd 2

Fráviksdæmi



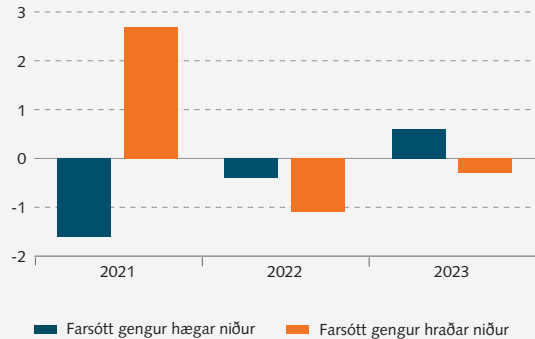
2b Einkaneysla

Frávik frá grunnsþá



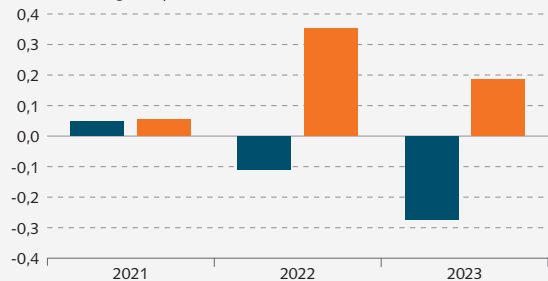
2c Hagvöxtur

Frávik frá grunnsþá



2d Verðbólga

Frávik frá grunnsþá



Heimild: Seðlabanki Íslands.

hægar fram á næsta ár. Það verður því ekki af þeim bata í sumar sem gert er ráð fyrir í grunnsþánni. Ferðamönnum fjölgar því nánast ekkert á milli ára í ár og þeim fjölgar hægar á næsta ári en í grunnsþánni. Útflutt þjónusta vex því um liðlega 8% í ár í stað tæplega 22% vaxtar í grunnsþánni og hægari efnahagsbati í helstu viðskiptalöndum gerir það að verkum að horfur um vöruútflutning versna einnig. Vöru- og þjónustuútflutningur í heild vex því um 5 prósentum minna en í grunnsþánni í ár en vöxturinn er svipaður á næstu tveimur árum (mynd 2a).¹

Lakari útflutningshorfur magna enn frekar upp neikvæð áhrif þrálátari farsóttar á innlenda atvinnu, tekjur og eftirspurn. Við bætist aukin svartsýni heimila sem veldur því að sparnaðarlutfall heimila helst um 1 prósentu af ráðstöfunartekjum hærra en í grunnsþánni fram á næsta ár (sjá nánar í rammagrein 1 í *Peningamálum 2020/4*). Áhættuálag á fjármögnun fyrirtækja helst jafnframt allt að 1 prósentu hærra en í grunnsþánni yfir sama tímabil.

1. Stuðst er við nýlegt mat Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á áhrifum mismunandi árangurs í viðureigninni við farsóttina á heimsbúskapinn. Sjá *World Economic Outlook*, kafli 1, apríl 2021.

Það að farsóttin reynist þrálátari veldur því einnig að gjaldþrot fyrirtækja verða víðtækari, fleira fólk hverfur af vinnumarkaði og atvinnuleysi hjaðnar hægar og framleiðni-vöxtur verður minni. Skaðleg áhrif á framleiðslugetu þjóðar-búsins verða því meiri (sjá rammagreinar 3 og 4).

Þótt innlendar hagstjórnaraðgerðir vegi á móti felur fráviksdæmið í sér að efnahagshorfur versna nokkuð frá því sem nú er spáð.² Einkaneysla eykst um 2½ prósentu minna í ár og ½ prósentu minna á næsta ári (mynd 2b). Hagvöxtur er 1½ prósentu minni í ár og ½ prósentu minni á næsta ári (mynd 2c). Landsframleiðslan er því 1½% undir því sem grunnspáin gerir ráð fyrir árið 2023 og nær framleiðslustigi ársins 2019 um ári seinna en nú er spáð (mynd 3).

Lakari ytri skilyrði og lægri vextir gera það að verkum að gengi krónunnar er lægra en í grunnspánni. Verðbólga í ár er hins vegar áþekkt því sem er í grunnspánni enda vega áhrif meiri slaka í þjóðarþúinu upp á móti áhrifum lægra gengis sem endurspeglast m.a. í meira atvinnuleysi og minni launahækkunum. Þegar kemur fram á næsta ár vega áhrif meiri slaka þyngra og verðbólga mælist minni en í grunnspá (mynd 2d).

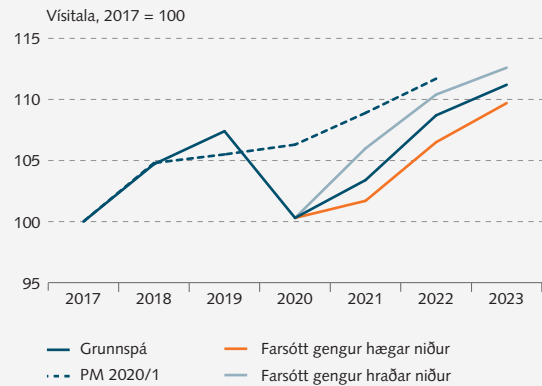
Efnahagsbatinn gæti orðið kröftugri ef farsóttin gengur hraðar niður

Í síðara fráviksdæminu er gert ráð fyrir að framleiðsla og dreifing bóluafna gangi hraðar fyrir sig og því gangi betur að ráða niðurlögum farsóttarinnar en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hér er gert ráð fyrir að víðtæk bólusetning náist fljótlega um allan hinn þróaða heim og í kjölfarið verði slakað tiltölulega hratt á sóttvörnum. Minni ótti almennings við farsóttina eykur vilja fólks til að fara um og ferðast. Eftirspurn í þjónustugreinum eykst því hratt og ferðapjónusta nær sér hraðar á strik en í grunnspánni. Aukin bjartsýni heimila veldur því að þau ganga meira á eigin sparnað og er sparnaðarhlutfall heimila orðið um 1 prósentu af ráðstöfunartekjum lægra en í grunnspá frá seinni hluta þessa árs. Áhættuálag á fjármögnun fyrirtækja er jafnframt allt að 1 prósentu lægra yfir sama tímabil. Innlend eftirspurn tekur því hraðar við sér og við bætist hraðari bati í helstu viðskiptalöndum. Gert er ráð fyrir að um 1 milljón farþega komi til landsins í ár og útflutt þjónusta eykst því um ríflega tvöfalt meira í ár og útflutningur í heild vex um 11 prósentum meira en í grunnspánni (mynd 2a).

Viðsnúningur einkaneyslu verður því töluvert kröftugri en í grunnspánni. Hún eykst um ríflega 2 prósentum meira

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 fráviksdæminu.

Mynd 3
Verg landsframleiðsla samkvæmt ólíkum sviðsmyndum¹



1. VLF samkvæmt grunnspá Seðlabankans 2021-2023 og ólíkum forsendum um framgang COVID-19-farsóttarinnar.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í ár og lítillega meira á næsta ári (mynd 2b). Hagvöxtur er því 2,7 prósentum meiri í ár en nú er spáð eða tæplega 6% en grunnáhrif vegna mikils útflutningsvaxtar í ár gera það að verkum að hagvöxtur er minni en í grunnspá á næsta ári (mynd 2c). Hraðari viðsnúningur þjóðarbúsins veldur því jafnframt að truflanir á framboðshlið þjóðarbúsins verða ekki eins miklar og langvarandi skaði farsóttarinnar því minni. Landsframleiðslan nær því stigi sem hún var á árið 2019 heldur fyrr en í grunnspánni og er um 1½% meiri en þar er gert ráð fyrir árið 2023 (mynd 3).

Hraðari viðsnúningur þjóðarbúsins og hraðari hækkun vaxta til að tryggja að verðbólga haldist við markmið til meðallangs tíma styður við gengi krónunnar sem vegur á móti áhrifum þess að slakinn hverfur hraðar úr þjóðarbúinu en í grunnspánni. Þegar kemur fram á næsta ár þrýstir aukin innlend eftirspurn og hraðari hækkun launa verðbólgu hins vegar lítillega yfir það sem nú er spáð (mynd 2d).

Aðrir óvissuþættir

Fjöldi annarra þátta getur breytt efnahagshorfum ...

Efnahagshorfur næstu ára eru háðar fjölda annarra óvissuþátta. Óvissan lýtur ekki einungis að því hve lengi farsóttin muni vara og hver áhrif hennar verði á eftirspurn og hagvöxt í ár og á næsta ári heldur einnig að mögulegum áhrifum á hagvaxtar- og atvinnuhorfur til lengri tíma (sjá rammagrein 3 og 4). Breytingar á áformum í ríkisfjármálum í kjölfar komandi þingkosninga gætu einnig leitt til breytinga á efnahagshorfum. Hið sama á við ef snarpar breytingar verða á fjármálalegum skilyrðum, t.d. ef óvissa eykst enn meira sem leiðir til endurmats fjárfesta á áhættu og verðlagningu fjármálaafurða. Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur er auk þess mikil og hvort og hversu hratt alþjóðaviðskipti ná sér á strik eftir þann skaða sem viðskiptadeilur undanfarinna ára hafa valdið. Þá mun bati hagvaxtar á næstu misserum ráðast af því hversu hratt heimilin ganga á þann sparnað sem hefur byggst upp undanfarið (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum 2020/4*). Hagvaxtarhorfur munu einnig ráðast af því að hve miklu leyti aukinn útgjaldavilji heimila og fyrirtækja beinist að innlendri framleiðslu fremur en innfluttri vöru og þjónustu. Þá gæti farsóttin hraðað breytingum sem að einhverju leyti höfðu þegar hafist á sviði netverslunar og fjarvinnu og leitt til kerfisbreytinga í eftirspurn eftir ákveðnum tegundum íbúðar- og atvinnuhúsnaðis með viðtækum áhrifum á hlutfallslegt verð.

... og haft áhrif á þróun verðbólgu á spátímanum

Samkvæmt grunnspá veldur slakinn sem myndast hefur í þjóðarbúinu því að verðbólga hjaðnar er líður á árið og verð-

ur við markmið um mitt næsta ár. Farsóttin gerir það hins vegar að verkum að töluverð óvissa er bæði um verðbólguþróun næstu mánaða og til langs tíma lítið.

Faraldurinn hefur t.d. valdið því að óvenju erfitt er að meta framleiðslugetu þjóðarbúsins og þann slaka sem talinn er vera til staðar. Mat á undirliggjandi verðbólguþrýstingi er einnig erfitt þar sem farsóttin hefur haft mismunandi áhrif á einstakar atvinnugreinar og því orsakað miklar breytingar á hlutfallslegu verði (sjá umfjöllun í rammagrein 2 í *Peningamálum 2020/4*).

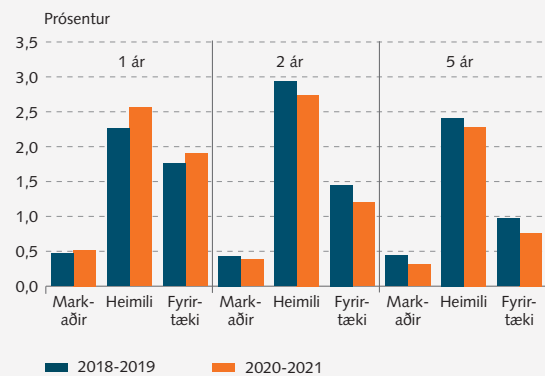
Þá hefur faraldurinn valdið víðtækum truflunum á framleiðslu, sett alþjóðlegar virðisikeðjur í uppnám og hamlað dreifingu vöru milli landa og innan þeirra. Framleiðslu- og flutningskostnaður hefur því hækkað töluvert undanfarið og langt umfram það sem áður var spáð (sjá kafla V). Mikil óvissa er um þróun þessara þátta á næstunni enda er þróunin undanfarið fordæmalaus. Ekki er því útilokað að áframhaldandi framboðstruflanir valdi meiri hækkun aðfangaverðs sem geri það að verkum að verðbólga verði þrálátari en grunnspáin gerir ráð fyrir. Þessa auknu óvissu um skammtímaverðbólguhorfur má glögglega sjá í könnunum á verðbólguvæntingum. Eins og sést á mynd 4 hefur dreifni eins árs verðbólguvæntinga aukist frá því að farsóttin skall á landinu, sérstaklega hjá heimilum en einnig hjá fyrirtækjum og markaðsaðilum. Dreifni verðbólguvæntinga til meðallangs og langs tíma hefur hins vegar haldið áfram að minnka.

Þróun verðbólgu á spátímanum mun einnig ráðast af gengi krónunnar. Samkvæmt grunnspá helst meðalgengi krónunnar tiltölulega stöðugt frá núverandi gildi út spátímann. Verðbólga gæti hins vegar hjaðnað hraðar ef gengið hækkar enn frekar – bæði með því að draga úr innfluttri verðbólgu og með því að beina stærrí hluta útgjalda innlendra aðila út úr þjóðarbúinu og létta þannig á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti. Gefi gengi krónunnar hins vegar eftir á ný myndi það að öðru óbreyttu leiða til þess að verðbólga hjaðnar hægar en nú er spáð.

Grunnspáin gerir þar að auki ráð fyrir að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólgu markmiðinu haldi þótt verðbólga hafi verið yfir markmiði undanfarið. Gefi kjölfestan hins vegar eftir gætu áhrif tímabundinna kostnaðarhækkana á verðbólgu orðið þrálátari en nú er spáð. Áhrif lækkunar gengis krónunnar í fyrra á verðbólgu gætu jafnframt orðið meiri og fjarað út hægar.

Framgangur farsóttarinnar og varanleiki nýlegs viðsnúnings í eftirspurn munu einnig vega þungt í þróun verðbólgu á spátímanum. Vari farsóttin lengur en gert er ráð fyrir í grunnspánni og verði bakslag í efnahagsbatanum, gæti verðbólga hjaðnað hraðar og orðið minni en spáð er. Slakinn í þjóðarbúinu gæti hins vegar verið ofmetinn ef neikvæð áhrif

Mynd 4
Dreifni verðbólguvæntinga¹



1. Staðalfrávik í svörum um verðbólguvæntingar til 1, 2 og 5 ára meðal markaðsaðila, heimila og fyrirtækja. Gögn fyrir árið 2021 ná til fyrsta fjórðungs ársins fyrir heimili og fyrirtæki en annars fjórðungs ársins fyrir markaðsaðila.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

farsóttarinnar á framleiðslugetu þjóðarbúsins eru meiri en gert er ráð fyrir. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur gæti því í raun verið meiri en áætlað er. Hið sama á við ef efnahagsbatinn reynist kröftugri sem veldur því að eftirspurnarþrýstingur á innlent verðlag verður meiri. Það gildir einnig ef umsvif á húsnæðismarkaði halda áfram að aukast með sama krafti og undanfarið.

Verðbólguhorfur eru því óvenju óvissar um þessar mundir og þótt verðbólga hafi að undanförmu reynst þrálátari en búist var við í febrúar og ýmsir óvissuþættir þar með raungerst eru áfram taldar meiri líkur á að grunnspáin vanmeti verðbólgu á næstunni en að hún ofmeti hana. ■

