



2023 | 4

PENINGAMÁL



Markmið peningastefnu Seðlabanka Íslands er að stuðla að almenntri efnahagslegri velferð á Íslandi. Það gerir Seðlabankinn með því að stuðla að stöðugu verðlagi sem er eitt af meginmarkmiðum hans. Í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 er þetta skýrt svo að Seðlabankinn stefni að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.

Fagleg greining og gagnsæi eru mikilvægar forsendur trúverðugrar peningastefnu. Með útgáfu ársfjórðungsritsins *Peningamála* leitast Seðlabankinn við að uppfylla þau skilyrði.

Í ritinu birtist ítarleg greining á framvindu og horfum í efnahagsmálum sem vaxtaákvæðanir peningastefnunefndar Seðlabankans byggjast á. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 101 Reykjavík, 569 9600, sedlabanki@sedlabanki.is, www.sedlabanki.is

94. rit. 22. nóvember 2023 ISSN 1670-4371, vefrit

Öllum er frjálst að nota efni úr *Peningámálum* en þess er óskað að getið sé heimildar.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 22. nóvember 2023

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 9,25%.

Verðbólga minnkaði lítillega milli mánaða í október og mældist 7,9%. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig hjaðnað. Áfram eru vísbendingar um að tekið sé að hægja á einkaneyslu og fjárfestingu.

Samkvæmt nýrri spá Seðlabankans hafa verðbólguhorfur þó versnað. Spennan í þjóðarbúinu hefur reynst meiri en áður var talið og gengi krónunnar hefur lækkað. Verðbólguvæntingar hafa jafnframt haldist háar og kostnaðarhækkanir virðast hafa meiri og langvinnari áhrif á verðbólgu en áður.

Þótt áhrif vaxtahækkana undanfarin misseri séu að koma skýrar fram benda verri verðbólguhorfur til þess að það gæti þurft að herða taumhald peningastefnunnar enn frekar. Þrátt fyrir það hefur peningastefnunefnd ákveðið að halda vöxtum óbreyttum að sinni í ljósi þeirrar óvissu sem ríkir um efnahagsleg áhrif jarðhræringa á Reykjanesi. Mótun peningastefnunnar á næstunni mun sem fyrr ráðast af þróun efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Efnisyfirlit

	Peningamál í hnotskurn	6
I	Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör	7
	Alþjóðleg efnahagsmál	7
	Útflutningsverð og viðskiptakjör	13
II	Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir	17
	Peningastefnan og markaðsvextir	17
	Gengi krónunnar	19
	Peningamagn og útlán	20
	Eignaverð	21
	Fjármálaleg skilyrði	23
III	Eftirspurn og hagvöxtur	25
	Innlend eftirspurn einkaaðila	25
	Hið opinbera	28
	Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður	30
	Hagvöxtur	35
IV	Vinumarkaður og nýting framleiðslupátta	37
	Vinumarkaður	37
	Vísbendingar um nýtingu framleiðslupátta	39
V	Verðbólga	41
	Nýleg verðbólguþróun	41
	Vísbendingar um verðbólguþrýsting	42
	Verðbólguvæntingar	44
	Verðbólguhorfur	45
	Rammagreinar	47
	Frávíksdæmi og óvissuþættir	47
	Uppsafnaður sparnaður heimila í kjölfar farsóttarinnar	55
	Hagnaður fyrirtækja og nýleg aukning verðbólgu	60
	Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2024	67
	Spár Seðlabankans um efnahagsþróun ársins 2022	72
	Af hverju hefur verðbólgu ítrekað verið vanspáð síðustu tvö ár?	80
	Viðauki	92
	Spátöflur	92

Peningamál í hnotskurn



Alþjóðlegur hagvöxtur hefur gefið eftir í kjölfar mikilla kostnaðarhækkana og hækkunar framfærslukostnaðar heimila. Líkt og í ágúst er spáð að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði um 1% í ár og á næsta ári. Horfur eru jafnframt á áframhaldandi hjöðnun alþjóðlegrar verðbólgu. Undirliggjandi verðbólga hefur þó minnkað hægar og útlit fyrir að vextir helstu seðlabanka heimsins haldist áfram háir.



Hagvöxtur hér á landi mældist 5,8% á fyrri hluta ársins sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Þótt hægt hafi á vexti einkaneyslu vegur innlend eftirspurn þungt í vexti efnahagssumsvifa það sem af er ári. Við bætast hagstæð utánríkisviðskipti drifin áfram af miklum vexti í ferðaþjónustu. Horfur eru á að hagvöxtur verði 3,7% á árinu öllu en í ágúst var því spáð að hann yrði 3,5%. Það er því útlit fyrir að töluvert dragi úr hagvexti frá fyrra ári þótt vöxturinn sé áfram vel yfir því sem talið er vera langtímahagvaxtargeta þjóðarbúsins. Líkt og í ágúst er talið að áfram hægi á hagvexti og að hann verði um 2¾% á ári að meðaltali á næstu þremur árum.



Enn er spenna á vinnumarkaði og atvinnuleysi er lítið. Hins vegar hefur hægt á fjölgun starfa og atvinnuleysi virðist hafa náð botni. Grunnspáin gerir ráð fyrir að það taki að aukast eftir því sem spennan í þjóðarbúinu minnkar og verði komið í 4,8% á næsta ári en þokist síðan niður í 4% á seinni hluta spátímans.



Verðbólga mældist 7,9% í október og minnkaði lítillega milli mánaða. Undirliggjandi verðbólga minnkaði einnig og vísbendingar eru um að tekið sé að draga úr hraða verðbólgunnar þótt hún sé áfram mikil og á breiðum grunni. Horfur eru á að hún breytist lítið það sem eftir lifir árs og að hún hjaðni hægar á næsta ári en áður var vænst. Spennan í þjóðarbúinu virðist heldur meiri en gert var ráð fyrir í ágúst og gengi krónunnar hefur verið lægra en þar var spáð. Þá eru vísbendingar um að kostnaðarhækkanir hafi meiri og þrálátari áhrif á verðbólgu en áður. Samkvæmt grunnspánni verður verðbólga tæplega 5% í lok næsta árs og fer ekki undir 3% fyrr en á seinni hluta árs 2026.



Framboðshlið heimshagkerfisins er að mestu komin í eðlilegt horf eftir áföll undanfarinna ára og hrávöruverð utan orkugjafa hefur lækkað. Útlitið er hins vegar tvísýnt, ekki síst í ljósi áframhaldandi stríðsátaka í Úkraínu og fyrir botni Miðjarðarhafs. Þá er enn óvissa um á hversu traustum fótum batinn í helstu iðnríkjum og í Kína stendur. Á sama tíma og mæld verðbólga hefur minnkað hefur undirliggjandi verðbólga reynst þrálát. Verðbólguhorfur eru einnig óvissar hér á landi enda virðist kjölfesta verðbólguvæntinga hafa laskast og framundan eru kjaraviðræður sem gætu sett horfur um áframhaldandi hjöðnun verðbólgu í uppnám.

Þá hefur óvissa aukist innanlands í kjölfar aukinna jarðhræringa á Reykjanesi. Verði um stórt gos nálægt mikilvægum innviðum að ræða getur skaðinn orðið töluverður. Áhrifin á efnahagssumsvif gætu einnig orðið mikil ef um langvinnt gos yrði að ræða. Áhrifin gætu t.d. orðið veruleg á ferðaþjónustu og annan útflutning, afkomu hins opinbera og á gengi krónunnar og verðbólgu.

Greiningin í þessum *Peningamálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan nóvember.

Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör



Alþjóðleg efnahagsmál

Alþjóðlegur hagvöxtur hefur gefið eftir ...

Landsframleiðsla í helstu viðskiptalöndum Íslands jókst um 0,2% milli fjórðunga á öðrum fjórðungi þessa árs (mynd I-1). Það er heldur minni hagvöxtur en búist var við í ágústspá bankans og töluvert minni en að meðaltali undanfarin misseri. Árshagvöxtur í viðskiptalöndunum hefur einnig gefið eftir og mældist 1,1% að meðaltali á öðrum ársfjórðungi en var 3,7% á sama ársfjórðungi í fyrra.

... í takt við ört hækkandi framfærslukostnað ...

Minnkandi hagvöxt í helstu viðskiptalöndum á undanförnum ársfjórðungum má að miklu leyti rekja til áhrifa mikilla kostnaðarhækkana og aukinnar óvissu um efnahagsframvinduna eftir innrás Rússa í Úkraínu í febrúar 2022. Þá vegur hert peningalegt aðhald einnig þungt. Framfærslukostnaður heimila hefur því hækkað mikið á tiltölulega skömmum tíma sem dregið hefur úr kaupmætti ráðstöfunartekna þeirra og hægt á innlendri eftirspurn (mynd I-2). Þessar kostnaðar- og vaxtahækkunarir hafa jafnframt haft neikvæð áhrif á fjárfestingaráform fyrirtækja.

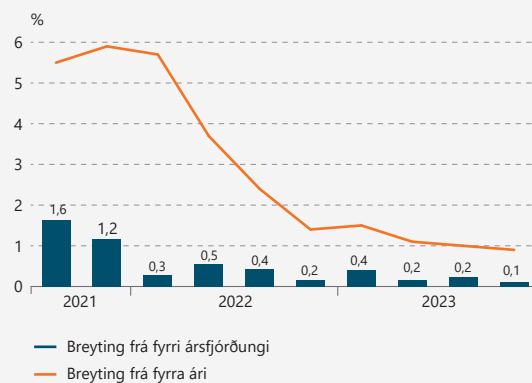
... en gott atvinnuástand hefur vegið á móti

Þrátt fyrir mikla verðbólgu, hækkun vaxta og aukna óvissu um efnahagshorfur hefur atvinnuástand í helstu iðnríkjum verið betra en vænst var. Eftirspurn eftir vinnuafli hefur haldist mikil, störfum fjölgað, atvinnuleysi verið sögulega lágt og nafnlaun víða hækkað töluvert (mynd I-3). Í Bandaríkjunum hefur störfum t.d. fjölgað umfram væntingar að undanförunu og nýjar umsóknir um atvinnuleysisbætur eru enn sögulega fáar.

Mynd I-1

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands¹

3. ársfj. 2021 - 4. ársfj. 2023

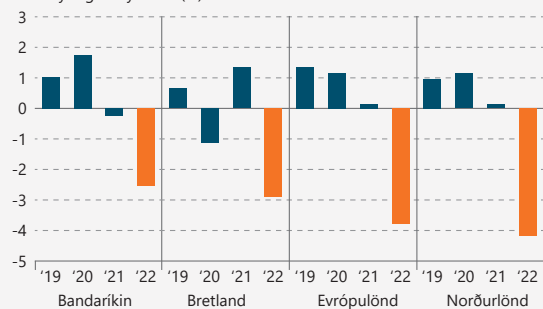


1. Árstíðarleiðréttar tölur. Grunnspá Seðlabankans 3. og 4. ársfj. 2023.
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2

Raunlaun í þróuðum ríkjum 2019-2022¹

Breyting frá fyrra ári (%)



1. Meðaltekjur á vinnustund í framleiðslu staðvirk með vísitölu neysluverðs. Norðurlönd sýna einfalt meðaltal fyrir Danmörku, Finnland, Noreg og Svíþjóð. Miðgildi 17 helstu ríkja Evrópu utan Norðurlanda og Bretlands.
Heimild: OECD.

Pótt spenna sé enn mikil á vinnumarkaði í helstu iðnríkjum virðist hún tekin að minnka. Sést það m.a. í aukinni atvinnuþátttöku og fækkun auglýstra starfa. Í Bretlandi er atvinnuleysi t.d. tekið að aukast og um meira en vænst var en á móti hafa launahækkanir aukist enn frekar.

Miklu munar á hagvaxtarþróun á meðal viðskiptalandanna ...

Pótt alþjóðlegur hagvöxtur hafi almennt minnkað er þróunin nokkuð ólík milli landa. Efnahagsumsvif hafa verið einkar þróttmikil í Bandaríkjunum og jókst árs-hagvöxtur í 2,4% á öðrum ársfjórðungi (mynd I-4). Hagvöxtur í Noregi og Danmörku hefur hins vegar minnkað og var um 1% í báðum löndum. Efnahags-umsvif hafa gefið enn meira eftir í Bretlandi og á evrusvæðinu og töluverður samdráttur mældist í Svíþjóð á öðrum ársfjórðungi.

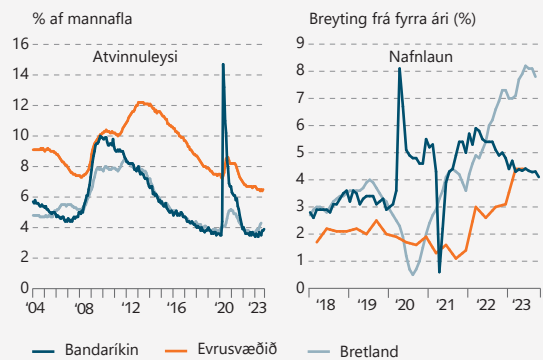
... sem skýrist að verulegu leyti af ólíkri þróun einkaneyslu

Þessi ólíka þróun endurspeglar að verulegu leyti ólíka þróun einkaneyslu sem hefur verið kraftmikil í Bandaríkjunum og megindrifkraftur hagvaxtar á öðrum ársfjórðungi. Einkaneysla á evrusvæðinu, í Bretlandi og Danmörku jókst hins vegar lítið milli ára á öðrum fjórðungi og dróst töluvert saman í Svíþjóð. Þá dróst einkaneysla einnig saman milli ára í Noregi en á móti jókverð framlag utanríkisviðskipta og samneyslu.

Þetta endurspeglast í mismunandi sparnaðarþróun í ríkjnum en heimili í Bandaríkjunum hafa verið að eyða mun hærra hlutfalli af ráðstöfunartekjum sínum í neyslu en í öðrum helstu iðnríkjum og hafa gengið hraðar á uppsafnaðan sparnað sinn frá farsóttar-tímanum. Heimili á evrusvæðinu og í Bretlandi eru hins vegar enn að leggja meira til hliðar en þau gerðu fyrir farsóttina. Meiri varkárni neytenda í Evrópu skýrist líklega að miklu leyti af áhrifum stríðsátakanna í Úkraínu og meiri óvissu um stöðu orkumála (sjá umfjöllun í rammagrein 2).

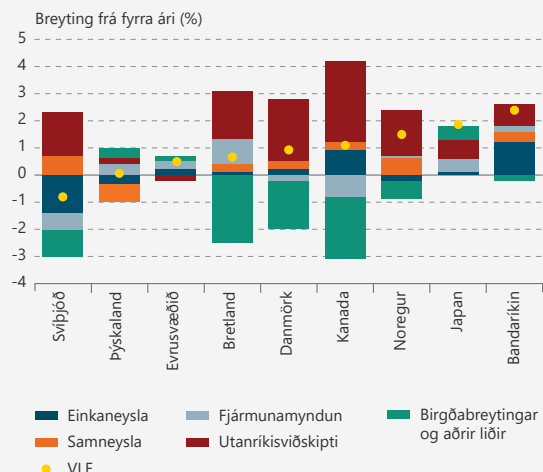
Hagvaxtarhorfur í viðskiptalöndunum áfram slakar
Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur fyrir seinni hluta ársins hafa lítið breyst frá því í ágúst. Líkt og þá er áætlað að landsframleiðsla í viðskiptalöndunum hafi aukist um 0,2% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi og að hagvöxtur gefi enn frekar eftir á þeim fjórða og verði 0,1%. Sést það m.a. í þróun PMI-vísitalna sem hafa lækkað mikið frá því fyrr á árinu, einkum vegna minni umsvifa í þjónustugreinum auk þess sem framleiðslugreinar hafa gefið enn frekar eftir (mynd I-5).

Mynd I-3
Atvinnuleysi og nafnlaun¹



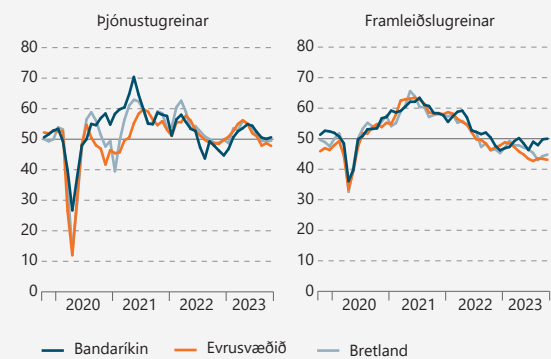
1. Meðallaun á vinnustund í Bandaríkjunum. Launatölur í Bretlandi miðast við regluleg laun í einkageira en fyrir mars 2020 til nóvember 2022 er notast við mat Englandsbanka á undirliggjandi þróun þeirra. Tölur fyrir evrusvæðið eru umsamin laun á ársfjórðungslegri tíðni.
Heimildir: Englandsbanki, Refinitiv Datastream.

Mynd I-4
Hagvöxtur og framlag undirliða í helstu viðskiptalöndum á 2. ársfj. 2023¹



1. Árstíðarleiðréttar tölur.
Heimild: OECD

Mynd I-5
PMI fyrir framleiðslu og þjónustu¹
Október 2019 - október 2023



1. PMI-vísitala S&P Global fyrir þjónustu (Services Business Activity Purchasing Managers' Index) og framleiðslu (Manufacturing Purchasing Managers' Index). Vísitölurnar eru birtar mánaðarlega og eru árstíðarleiðréttar. Þegar gildi þeirra er yfir 50 gefur það vísendingu um vöxt í framleiðslu milli mánaða en samdrátt ef það er undir 50.
Heimild: Refinitiv Datastream.

Áfram munar þó miklu á hagvaxtarþróun viðskiptalanda: hagvöxtur í Bandaríkjunum jókst t.d. enn frekar á þriðja fjórðungi og töluvert umfram væntingar á meðan lítillægur samdráttur varð milli fjórðunga á evrusvæðinu (mynd I-6). Endurspeglast meiri þróttur í umsvifum í Bandaríkjunum einnig í þróttmeiri smásölutölum og vaxandi iðnaðarframleiðslu (mynd I-7). Þá hafa PMI-vísitölur jafnframt ekki gefið jafn mikið eftir þar í landi að undanfögnu og í Bretlandi og á evrusvæðinu.

Í grunnspá bankans er áfram gert ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði 1,1% á þessu ári sem er vel undir meðalhagvexti undanfarinna áratuga (mynd I-8). Talið er að hagvöxtur muni aukast aftur í byrjun næsta árs frá því sem hann var á seinni hluta þessa árs en að hann verði liðlega 1% á árinu öllu líkt og spáð var í ágúst. Horfur fyrir Bandaríkin hafa batnað en á móti vega lakari horfur á evrusvæðinu.

Líkt og í ágúst er talið að hagvöxtur aukist er líður á spátímamann. Horfur fyrir árið 2025 hafa hins vegar versnað lítillega þar sem hæg hjöðnun undirliggjandi verðbólgu kallar á að vextir haldist hærrí en áður var talið.

Horfur á litlum hagvexti í heimsbúskapnum ...

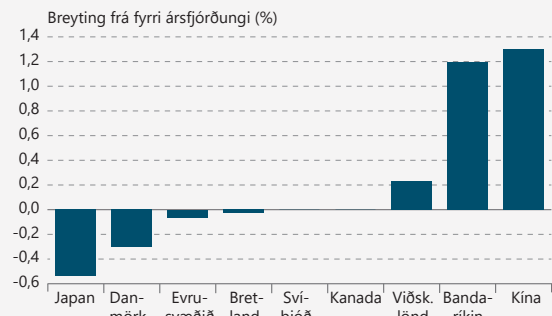
Grunnspá bankans fyrir hagvaxtarþróun í helstu viðskiptalöndum rímar ágætlega við nýja spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir heimsbúskapinn. Sjóðurinn gerir ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum minnki úr 3,5% í fyrra í 3% í ár og að hann verði kominn niður í 2,9% á næsta ári. Það eru áþekkar horfur og í síðustu spám sjóðsins en vel undir meðalhagvexti undanfarinna tveggja ára-tuga. Hagvöxtur minnkar einkum í þróuðum ríkjum í ár, eða úr 2,6% í fyrra í 1,5% í ár og niður í 1,4% á næsta ári. Hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum hafa þó batnað að mati sjóðsins en versnað á evrusvæðinu og í Kína.

... og hægt hefur á vexti alþjóðaviðskipta

Þrátt fyrir áframhaldandi bata í alþjóðlegri ferðaþjónustu og minnkandi framleiðsluþögn hefur hægt mikið á vexti alþjóðaviðskipta í ár. Það má líklega að mestu rekja til minni heimshagvaxtar en einnig til aukins vægis innlendrar þjónustu í neysluútgjöldum heimila. Mikil hækkun á gengi Bandaríkjadals í fyrra hafði jafnframt neikvæð áhrif á alþjóðaviðskipti vegna vægis hans í verðlagningu viðskipta á milli landa. Þá hefur fjöldi nýrra viðskiptahindrana og aukin verndarstefna undanfarinna ára líklega stuðlað að hægari vexti alþjóðaviðskipta en ella hefði orðið. Alþjóðaviðskipti hafa því gefið meira eftir en hagvöxtur og hafa horfur um innflutning þróaðra ríkja einkum versnað.

Mynd I-6

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum á 3. ársfj. 2023¹

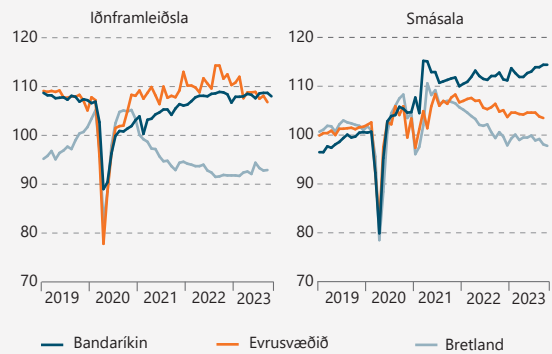


1. Árstíðarleiddar tölur. Grunnspá Seðlabankans fyrir meðalhagvöxt helstu viðskiptalanda.
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-7

Iðnframleiðsla og smásala¹

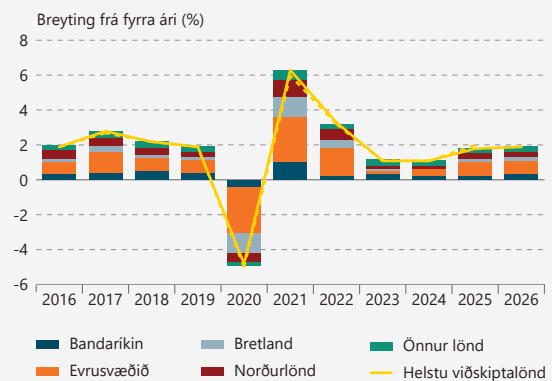
Janúar 2019 - október 2023



1. Árstíðarleiddar magnvísitölur (2020 = 100).
Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-8

Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands og framlag einstakra landa 2016-2026¹



1. Viðskiptavegið framlag einstakra landa. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026. Brotlína sýnir spá PM 2023/3. Norðurlöndin eru meðaltal Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar.
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Óvissa um efnahagshorfur er mikil

Þrátt fyrir að efnahagssumsvif í helstu viðskiptalöndum hafi ekki gefið eins mikið eftir á fyrri hluta ársins og óttast var og verðbólga hjaðnað er óvissa um efnahagshorfunar enn mikil. Efnahagsframvindan mun að miklu leyti ráðast af því hversu hratt verðbólga mun hjaðna og hvernig heimili og fyrirtæki takast á við áföll og kostnaðarhækkningar sem hafa dunið á þeim undanfarin misseri. Þróun mála í Kína mun einnig ráða miklu en þar hefur ekki enn verið undið ofan af veikleikum á innlendum fasteignamarkaði og efnahagsbatinn í ár verið hægari en vænst var.

Að auki ráðast efnahagshorfunar af framvindu og áhrifum stríðsátakanna í Úkraínu og fyrir botni Miðjarðarhafs, einkum í gegnum verðþróun á hrávöru. Þótt óvissa um stöðu orkumála í Evrópu hafi minnkað mikið og birgðastaða er sterk fyrir komandi vetur gæti brugðið til beggja vona, t.d. ef óvenjukalt verður í veðri. Til viðbótar gætu frekari brotalamir í fjármálakerfi heimsins komið fram í dagsljósið og áframhaldandi óvissa ríkir um stöðu ríkisfjármála í Bandaríkjunum. Þá er staða margra nýmarkaðsríkja erfið í ljósi vaxtahækkana í Bandaríkjunum og sterkrar stöðu Bandaríkjadals, sérstaklega meðal ríkja með miklar skuldbindingar í Bandaríkjadal og brothættar efnahagslegar undirstöður. Hagvaxtarhorfur í heiminum gætu því verið of bjartsýnar. Í rammagrein 1 er nánari umfjöllun um óvissupætti og sýnt fráviksdæmi þar sem alþjóðleg efnahagssumsvif gefa meira eftir og verðbólga í helstu viðskiptalöndum hjaðnar hraðar en grunnspá gerir ráð fyrir.

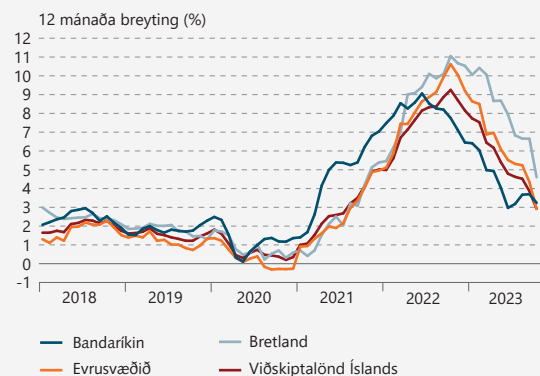
Alþjóðleg verðbólga fer minnkandi ...

Almenn verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands er enn mikil. Hún hefur þó hjaðnað hratt það sem af er ári og var komin í tæplega 3% að meðaltali í október eftir að hafa verið hátt í 8% í upphafi árs (mynd I-9). Hjöðnun verðbólgu skýrist einkum af lækkun orkuverðs sem hafði hækkað verulega í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu í fyrra (mynd I-10). Einnig hefur dregið skarpt úr árshækkun matvælavæðs undanfarið en frá mjög háu stigi. Þá hefur jafnframt hægt enn frekar á árs-hækkun vöruverðs í takt við aðlögun í neyslumynstri heimila frá vörum yfir í þjónustu (mynd I-11). Minni framleiðsluflanir og verðlækkun á hrávöru hafa einnig dregið úr þrýstingi til hækkunar bæði vöru- og matvælavæðs. Minni árshækkun vöruverðs í Evrópu á undanförunum mánuðum bendir jafnframt til þess að orkuverðshækkningar síðasta árs séu að mestu komnar fram í almennu vöruverði.

Mynd I-9

Alþjóðleg verðbólga¹

Janúar 2018 - október 2023



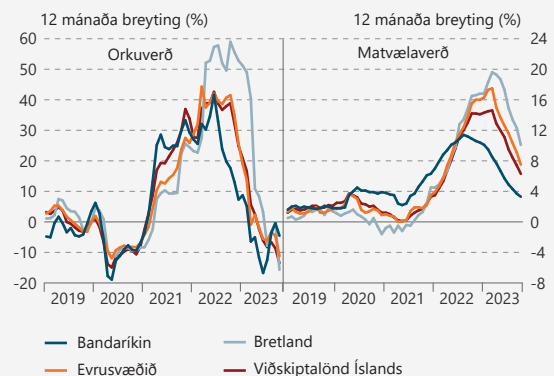
1. Áætlun Seðlabankans fyrir meðaltal viðskiptalanda í október 2023.

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10

Alþjóðlegt orku- og matvælavæð¹

Janúar 2019 - október 2023



1. Áætlun Seðlabankans fyrir meðaltal viðskiptalanda í október 2023.

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

... og er loks farið að hægja á árshækkun þjónustuverðs

Árshækkun þjónustuverðs hefur reynst þrálátari en aðrir helstu neysluliðir það sem af er ári. Uppsöfnuð eftirspurn eftir þjónustu frá farsóttartímanum, mikil spenna á vinnumarkaði og miklar nafnlaunahækkanir hafa líklega vegið þyngst í þeirri þróun. Eftir að hafa hækkað nær samfleytt í ríflega tvö ár hefur loksins dregið að meðaltali úr árshækkun á verði þjónustu í viðskiptalöndunum (mynd I-11). Hún var þó enn mikil í október, eða tæplega 5% að meðaltali, og hefur kjarna-verðbólga því haldist mikil og einungis hjaðnað í 4,2%.

Meðalverðbólga í viðskiptalöndunum mældist 4,4% á þriðja ársfjórðungi líkt og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og útlit er fyrir að hún verði 5,1% á árinu öllu og minnkar þá úr 7,6% í fyrra. Talið er að hún verði 2,9% á næsta ári sem er lítilliga meira en spáð var í ágúst og skýrist aðallega af hægari hjöðnun verðbólgu á evrusvæðinu en einnig hluta Norðurlanda. Sem fyrr er þó gert ráð fyrir að verðbólga í viðskiptalöndunum verði komin í um 2% árið 2025.

Seðlabankar þróaðra ríkja halda áfram að hækka vexti ...

Seðlabankar þróaðra ríkja hækkuðu vexti sína enn frekar sl. sumar í ljósi áframhaldandi spennu á vinnumarkaði og mikillar undirliggjandi verðbólgu (mynd I-12). Hafa þeir ekki verið hærri að meðaltali í helstu viðskiptalöndum Íslands í meira en tvo áratugi. Seðlabanki Evrópu (ECB) hækkaði vexti sína um 0,25 prósentur til viðbótar í september en hélt þeim óbreyttum á októberfundinum. Seðlabankar Svíþjóðar og Noregs hækkuðu einnig vexti sína um 0,25 prósentur í september. Seðlabankar Bandaríkjanna og Bretlands hafa hins vegar haldið vöxtum óbreyttum á tveimur síðustu fundum. Seðlabankar nokkurra nýmarkaðsríkja eru jafnframt teknir að lækka vexti en vextir þeirra voru almennt hækkaðir fyrr og um meira á síðastliðnum tveimur árum en í þróuðum ríkjum.

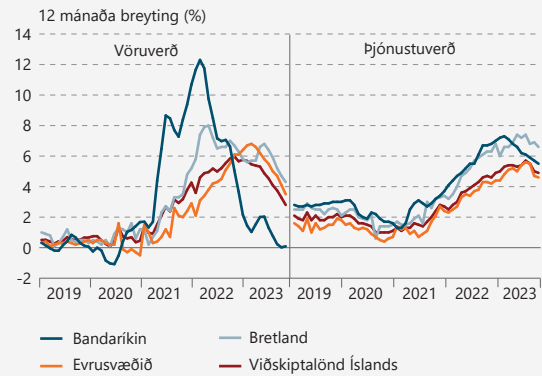
... og er útlit fyrir að vöxtum verði haldið háum í einhvern tíma til viðbótar

Þótt verðbólga sé enn mikil og talsverð spenna til staðar á vinnumarkaði er útlit fyrir að seðlabankavextir í þróuðum ríkjum hafi nú þegar náð hámarki eða að stutt sé í að svo verði. Seðlabankarnir hafa þó lagt áherslu á að vöxtum verði að öllum líkindum haldið háum í einhvern tíma til viðbótar til að tryggja að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Endurspeglast það í framvirkum vöxtum á markaði sem sýna jafnframt að markaðsaðilar búast við að vextir í helstu iðnríkjum

Mynd I-11

Alþjóðlegt vöru- og þjónustuverð¹

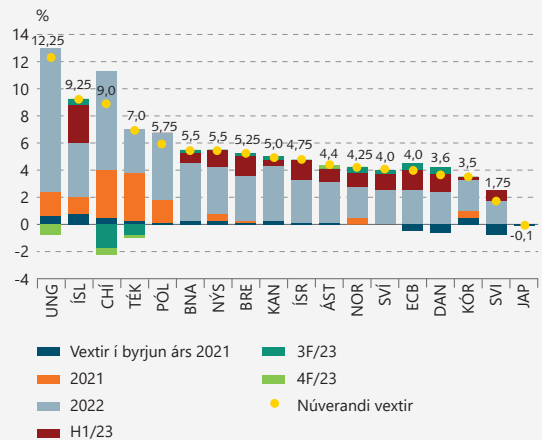
Janúar 2019 - október 2023



1. Vöruverð án orku- og matvælavæðs. Áætlun Seðlabankans fyrir meðaltal viðskiptalanda í október 2023. Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Meginvextir seðlabanka OECD-ríkja og breyting þeirra frá ársbyrjun 2021¹



1. Bandarísku vextirnir eru efri mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru innlánsvextir Seðlabanka Evrópu. Heimildir: Refinitiv Datastream.

verði enn talsvert hærrí undir lok árs 2026 en þeir voru á árunum fyrir farsóttina (mynd I-13).

Skuldabréfavextir þróaðra ríkja hafa hækkað enn frekar í ár

Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa þróaðra ríkja hækkaði mikið í fyrra í takt við hraðar og miklar vaxtahækkunar helstu seðlabanka (mynd I-14). Ávöxtunarkrafan hefur hækkað enn frekar á seinni helmingi þessa árs og hafa skuldabréfavextir margra ríkja ekki verið hærrí í meira en áratug.

Kröfuhækkunin undanfarna mánuði endurspeglar áframhaldandi vaxtahækkunar og skilaboð helstu seðlabanka um að vextir verði líklega lækkaðir minna á næstu árum en áður var búist við. Krafa langra bréfa hefur því hækkað meira en styttri bréfa að undanförmu og eru vaxtaferlar helstu iðnríkja orðnir minna niðurrhallandi. Þá hefur það leitt til enn frekari hækkunar langtíma-vaxta að fjöldi seðlabanka hefur dregið enn frekar úr skuldabréfaeign sinni með það fyrir augum að herða fjármálaskilyrði eftir viðamikil skuldabréfakaup í kjölfar farsóttarinnar. Hafa þessar aðgerðir líklega leitt til hækkanandi líftímaálags (e. term premium), sérstaklega á lengri ríkisbréfum. Þá kann hækkun skuldabréfavaxta einnig að skýrast af hækkun áhættuálags sakir aukinnar óvissu um efnahagshorfur og þróun skammtíma-vaxta næstu árin. Væntingar um aukið framboð ríkisskuldabréfa í ljósi mikils uppsafnaðs hallarekstrar hins opinbera á undanförmu árum og að svo verði áfram á komandi árum hafa líklega einnig þrýst upp langtíma-vöxtum.

Fjármálaskilyrði hafa batnað það sem af er ári

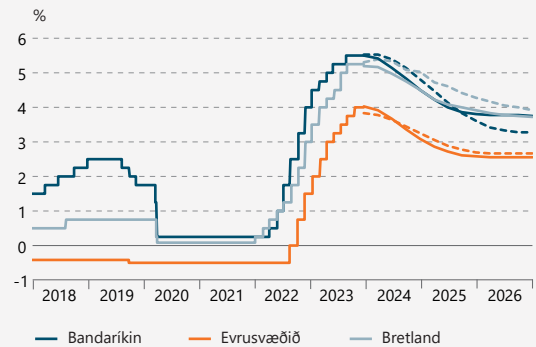
Fjármálaleg skilyrði versnuðu talsvert á alþjóðavísu í fyrra í takt við lakari efnahagshorfur, aukna óvissu og miklar og hraðar vaxtahækkunar helstu seðlabanka (mynd I-15). Alþjóðlegt hlutabréfa-verð lækkaði, áhættuálag á áhættumeiri fjáreignir hækkaði og fjármagnskostnaður jókst (mynd I-16). Ásókn í öruggari fjármálaeignir, m.a. bandarísk ríkisskuldabréf, jókst einnig og gengi Bandaríkjadals hækkaði, í sitt hæsta gildi í meira en tvo áratugi.

Fjármálaskilyrði í þróuðum ríkjum heims tóku hins vegar að batna á ný undir lok síðasta árs og hefur sú þróun haldið áfram á þessu ári, ef frá er talið tímabundið bakslag í kjölfar umrótisins á alþjóðlegum bankamarkaði í mars sl. Hafa þau einkum batnað í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu þrátt fyrir frekari hækkun vaxta og hert útlánaskilyrði fjármálastofnana. Batann má einkum rekja til hagfeldari þróunar hlutabréfa-verðs og lækkunar áhættuálags á áhættumeiri fjáreignir. Endurspeglar það líklega aðallega aukna bjartsýni markaðsaðila um „mjúka lendingu“ í þróuðum

Mynd I-13

Meginvextir seðlabanka¹

Janúar 2018 - desember 2026



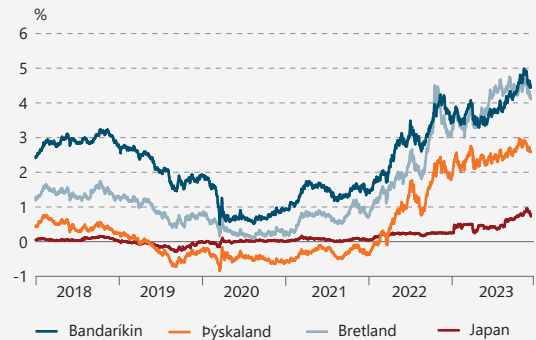
1. Daglegar tölur 1. janúar 2018 til 17. nóvember 2023 og ársfjórðungslegar tölur 4. ársfj. 2023 til 4. ársfj. 2026. Bandarísku vextirnir eru efnis mörk vaxtabíls Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru innlámsvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á vaxtaskiptasamningum (e. overnight index swaps, OIS). Heilar línur byggjast á framvirkum ferlum um miðjan nóvember 2023 en brotalínur frá því um miðjan ágúst 2023.

Heimildir: Bloomberg, Refinitiv Datastream.

Mynd I-14

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa

1. janúar 2018 - 17. nóvember 2023

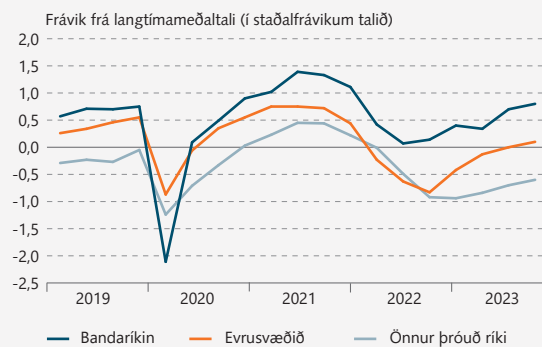


Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-15

Fjármálaskilyrði á alþjóðavísu¹

1. ársfj. 2019 - 3. ársfj. 2023



1. Vísir fjármálaskilyrða (e. financial conditions index). Hærra (lægra) gildi bendir til þess að fjármálaskilyrði hafi batnað (versnað).

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Global Financial Stability Report, október 2023.

ríkjum heims, þ.e. að seðlabönkum takist að ná verðbólgu niður í markmið innan ásættanlegs tíma án þess að efnahagsumsvif gefi of mikið eftir. Gangi það eftir yrði minni þörf á frekari vaxtahækkunum helstu seðlabanka og gætu þeir jafnvel byrjað að lækka vexti á ný fljótlega á næsta ári.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Horfur á hærra verði sjávarafurða ...

Eftir samfellda hækkun frá öðrum ársfjórðungi 2021 tók útflutningsverð á íslenskum sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðlum að lækka í byrjun árs í takt við minni eftirspurn á erlendum mörkuðum og lakari efnahagshorfur í viðskiptalöndum (mynd I-17). Verðið lækkaði enn frekar á öðrum fjórðungi ársins og var þá orðið liðlega 2% lægra en í lok árs 2022. Það var þó enn hærra en meðalverð síðasta árs.

Svo virðist sem verð sjávarafurða hafi hækkað á ný á þriðja ársfjórðungi en í ágúst var gert ráð fyrir áframhaldandi lækkun. Þar vegur þungt að sala á sögulega stórum afla af loðnuhrognum hefur gengið hægar en gert var ráð fyrir og lækkun á útflutningsverði þeirra því ekki vegið eins þungt í verðvísitölu sjávarafurða og búist var við (sjá kafla III). Einnig hefur minna framboð af þorski frá Noregi og Rússlandi leitt til þess að verð á þorski hefur haldist hátt. Þá hækkaði verð á mjöli og lýsi á ný umfram það sem talið var.

Horfur eru því á að útflutningsverð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum verði um 4,9% hærra að meðaltali í ár en í fyrra, sem er um 3 prósentum meiri hækkun en gert var ráð fyrir í ágúst. Hærra verð á seinni hluta þessa árs veldur því að nú er jafnframt spáð minni verðlækkun á næsta ári en áætlað var í ágúst. Þar veða einnig þungt horfur um minna framboð af þorski á heimsvísu vegna lægri aflaheimilda í Barentshafi.

... en óhagstæðara álverði

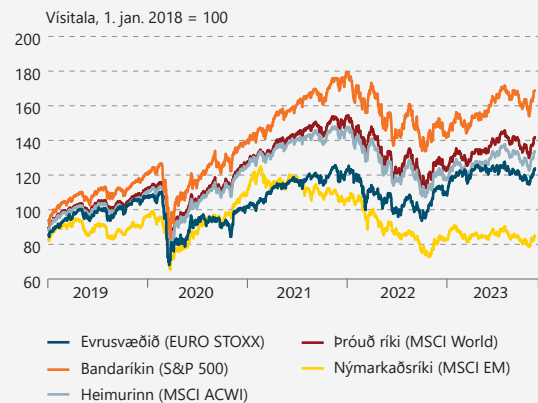
Heimsmarkaðsverð á áli hefur farið hratt lækkandi síðan það náði sögulegu hámarki á fyrsta ársfjórðungi í fyrra í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu (mynd I-17). Það hækkaði á ný á fyrsta fjórðungi í ár en sú hækkun gekk til baka á öðrum ársfjórðungi. Verðið hélt áfram að lækka á þriðja ársfjórðungi og var þá orðið um þriðjungum lægra en á fyrsta ársfjórðungi í fyrra.

Lækkun álverðs síðustu misseri skýrist einkum af lökum efnahagshorfum á heimsvísu og kraftminni efnahagsbata í Kína en vænst var. Útflutningsverð áls frá Íslandi hefur þróast í takt við heimsmarkaðsverðið. Það lækkaði um 24% milli ára á fyrri helmingi ársins og er gert ráð fyrir að það haldi áfram að lækka á seinni

Mynd I-16

Alþjóðlegt hlutabréfaverð

1. janúar 2019 - 17. nóvember 2023

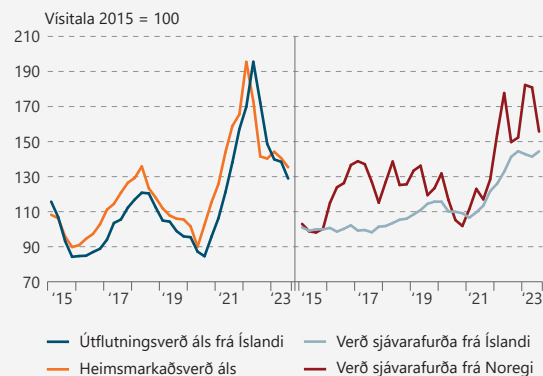


Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-17

Verð helstu útflutningsafurða¹

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2023



1. Útflutningsverð sjávarafurða á föstu gengi, verðvísitala Noregs er árstíðarleiðrétt. Heimsmarkaðsverð á áli og útflutningsverð áls frá Íslandi í Bandaríkjadal. Grunnspá Seðlabankans fyrir útflutningsverð áls og sjávarafurða frá Íslandi á 3. ársfj. 2023.

Heimildir: Alþjóðabankinn, Hagstofa Íslands, Hagstofa Noregs, Seðlabanki Noregs, Seðlabanki Íslands.

helmingi ársins. Meiri lækkun heimsmarkaðsverðs á þriðja fjórðungi en gert var ráð fyrir í ágústspánni gerir það að verkum að nú er spáð meiri lækkun útflutningsverðs áls frá Íslandi á árinu í heild eða 22% lækkun milli ára í stað 19%. Þá er einnig talið að verðið hækki minna á næsta ári en spáð var í ágúst.

Olíuverð lækkaði á vormánuðum ...

Heimsmarkaðsverð á olíu lækkaði á öðrum fjórðungi í ár þrátt fyrir óvænta tilkynningu OPEC-ríkja og nokkurra annarra olíuframleiðsluríkja (svokallaðra OPEC+) í apríl um minni olíuframleiðslu. Auknar áhyggjur af efnahagshorfum í heiminum vógu þyngra, m.a. í ljósi erfiðleika í framleiðslugreinum, umrótsins á bankamarkaði, herts peningalegs aðhalds í þróuðum ríkjum heims og áhyggna af þróttminni efnahagsbata í Kína en áður var vænst.

... en tók að hækka á ný í sumar

Olíuverð hækkaði hins vegar á ný í júlí og enn frekar í september, hvort tveggja í kjölfar tilkynningar aðildarríkja OPEC+ um enn meiri samdrátt í olíuframleiðslu (mynd I-18). Aukinn óróleiki í Mið-Austurlöndum frá því í október vegna stríðsátakanna fyrir botni Miðjarðarhafs hefur einnig aukið óvissu um olíuframboð og stuðlað að hækkun olíuverðs. Meira en þriðjungur olíu sem flutt er sjóleiðis í heiminum kemur frá Mið-Austurlöndum. Aukin olíueftirspurn í Kína og minnkandi birgðastaða á heimsvísu hefur lagst á sömu sveif og stutt við olíuverð. Aukin olíuframleiðsla annarra ríkja, einkum Bandaríkjanna, hefur þó vegið að hluta á móti minni framleiðslu OPEC+ og haldið aftur af olíuverðshækkunum. Einnig eru merki um að olíueftirspurn í Bandaríkjunum hafi gefið eftir að undanfögnu og hefur óvissa um eftirspurnarhorfur aukist, m.a. í ljósi orðræðu helstu seðlabanka um að vöxtum verði haldið hærra en áður var vænst. Þá hefur olíuútflutningur frá Rússlandi jafnframt aukist að undanfögnu og svo virðist sem viðskiptaþvinganir G7-ríkja hafi ekki virkað sem skyldi enda hefur útflutningsverð á rússneskri olíu hækkað töluvert upp fyrir 60 Bandaríkjadala-verðpakið. Nýlegar viðskiptaþvinganir Bandaríkjastjórnar gegn fyrirtækjum sem flytja rússneska olíu á hærra verði en samrýmist verðpakinu kann að snúa þessari þróun við.

Meðalverð á Brent-hráolíu var um 89 Bandaríkjadalir á tunnu í október. Það er 18% hærra verð en í júní sl. en 5% lægra en það var í október í fyrra. Olíuverð hefur hins vegar lækkað á ný það sem af er nóvember og bendir verð í framvirkum samningum til að svo verði áfram en að það haldist þó hærra á næstu árum en í síðustu spá bankans (mynd I-19). Óvissa er þó mikil og



ræðst þróunin að miklu leyti af framleiðsluákvörðunum aðildarríkja OPEC+ og mögulegum áhrifum átakanna í Mið-Austurlöndum.

Verð á jarðgasi í Evrópu hefur einnig hækkað ...

Verð á jarðgasi í Evrópu hefur einnig þokast upp á undanförunum mánuðum, líklega einkum sakir óvissu um áhrif stríðsátaka í Mið-Austurlöndum og óróleika tengdum þeim á framboð fljótandi gass og tímabundinna framleiðslutruflana í Noregi og Ástralíu (mynd I-18). Verðið er þó enn umtalsvert lægra en það var fyrir ári síðan og eru horfur á að svo verði áfram í ljósi ríkulegs framboðs og sterkrar birgðastöðu í Evrópu til að mæta aukinni eftirspurn í vetur.

... en verð á annarri hrávöru en orkugjafa hefur lækkað

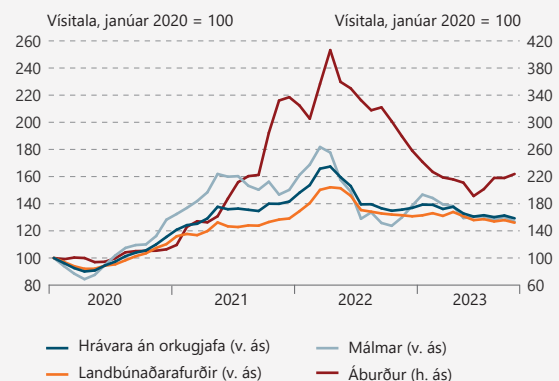
Eftir hækkun á fyrsta ársfjórðungi hefur heimsmarkaðsverð á annarri hrávöru en orkugjöfum lækkað (mynd I-20). Verð á málmum hefur einkum gefið eftir sakir horfa á kraftminni efnahagsbata í Kína en búist var við og erfiðleika á þarlandum fasteignamarkaði, en byggingageirinn í Kína stendur undir um fimmtungi heimseftirspurnar eftir málmum. Áframhaldandi hækkun seðlabankavaxta og hægagangur í iðnaðarframleiðslu í Evrópu hefur einnig stuðlað að verðlækkun máлма. Verð á flestum helstu landbúnaðarafurðum hefur einnig lækkað á árinu í takt við góða uppskeru og aukið framboð á kornmeti og olíufræjum. Að auki hafa framleiðslutruflanir frá farsóttartímanum hjaðnað og er flutningskostnaður svipaður og fyrir faraldurinn sem líklega hefur stuðlað að lækkun hrávöruverðs. Verð á áburði hefur hins vegar hækkað frá því í júní í takt við hækkun orkuverðs. Það er þó enn lægra en í ársbyrjun og umtalsvert lægra en í fyrra.

Útlit er fyrir að meðalverð á annarri hrávöru en orkugjöfum lækki um 9,3% milli ára í ár. Það er meiri lækkun en í ágústspá bankans og skýrist af lægra verði á þriðja ársfjórðungi en þá var búist við. Einnig er talið að hrávöruverð lækki meira á næsta ári og að það verði lægra á öllum spátímanum en í síðustu spá. Óvissa er hins vegar mikil um horfurnar, m.a. í ljósi þess að samkomulagið við Rússa um útflutning á landbúnaðarafurðum frá Úkraínu um Svartahaf var ekki framlengt. Þróunin mun einnig ráðast af áhrifum átakanna í Mið-Austurlöndum og af því hvort og hversu mikil áhrif El Niño-veður fyrirbrigðisins verða á framleiðslu landbúnaðarafurða í heiminum. Auk þess er óvissa um áhrif nýlegs útflutningsbanns á hrísgrjónum frá Indlandi og um áhrif þróunar efnahagsmála í Kína á hrávöruverð.

Mynd I-20

Alþjóðlegt hrávöruverð¹

Janúar 2020 - október 2023



Áfram horfur á töluverðri rýrnun viðskiptakjara í ár vegna áhrifa álverðs

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötnuðu um 2,4% milli ára í fyrra. Það er 0,5 prósentum minni bati en áætlað var í ágúst og skýrist af endurskoðun Hagstofu Íslands á verðvísitölum utanríkisviðskipta fyrir síðasta ár, einkum þá verðs annars vöruinnflutnings sem hækkaði meira en áður hafi verið talið. Endurskoðun síðasta árs gerði það hins vegar að verkum að viðskiptakjör rýrnuðu minna milli ára á fyrri helmingi þessa árs en áætlað var í ágúst eða 7,7% í stað 8,7%. Líkt og fjallað var um í málihefti *Peningamála* hefur þróun útflutningsverðs á áli vegið þungt í þróun viðskiptakjara, bæði í fyrra og í ár. Án áhrifa ál- og súrálsvæðs rýrnuðu viðskiptakjörin töluvert minna á fyrri helmingi ársins eða um 1,8% milli ára (mynd I-21).

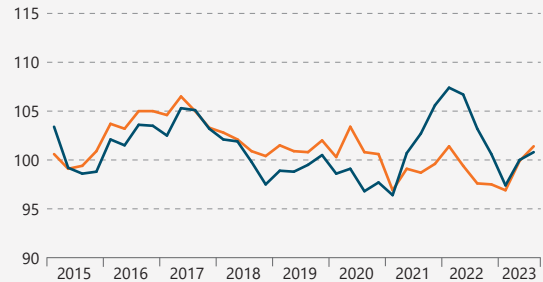
Talið er að viðskiptakjör vöru og þjónustu rýrni um 4,4% milli ára í ár sem er lítillega meiri rýrnun en spáð var í ágúst (mynd I-22). Þar vegast á hagstæðari þróun sjávarafurðaverðs, meiri lækkun álverðs og meiri hækkun á verði annars vöruinnflutnings. Án áhrifa vegna verðbreytinga áls og súrálsvæðs er hins vegar talið að viðskiptakjör batni um tæplega 1% í ár. Líkt og í ágúst er talið að viðskiptakjör breytist lítið á næstu tveimur árum. Lakari upphafsstaða gerir það hins vegar að verkum að þau verða heldur lakari á spátímanum en í síðustu spá bankans.

Mynd I-21

Viðskiptakjör með og án áhrifa álverðs¹

1. ársfj. 2015- 3. ársfj. 2023

Vísitala 2015 = 100



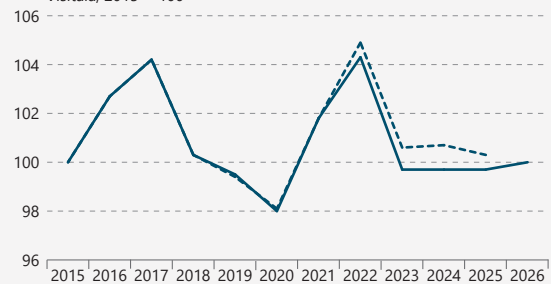
— Viðskiptakjör — Viðskiptakjör án áhrifa álverðs

1. Viðskiptakjör vöru og þjónustu án áhrifa álverðs á útflutningsverð og áhrifa súrálsvæðs á innflutningsverð. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2023.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-22

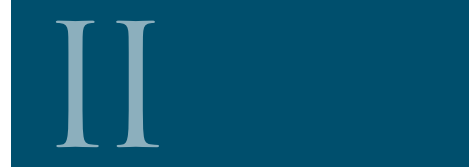
Viðskiptakjör vöru og þjónustu 2015-2026¹

Vísitala, 2015 = 100



1. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026. Brotalína sýnir spá PM 2023/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir



Peningastefnan og markaðsvextir

Meginvextir voru óbreyttir í október ...

Peningastefnunefnd Seðlabankans ákvað á fundi sínum í ágúst að hækka meginvexti bankans (vextir á bundnum innlánnum til sjö daga) um 0,5 prósentur en halda þeim óbreyttum á fundi nefndarinnar í október. Höfðu vextir bankans þá verið hækkaðir á fjórtán fundum í röð (mynd II-1). Þeir voru því 9,25% fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hafa ekki verið hærri síðan á seinni hluta árs 2009. Hækkun vaxta bankans það sem af er þessu ári nemur 3,25 prósentum og hafa skammtíma-markaðsvextir þróast í takt við meginvexti.

Raunvextir hafa hækkað talsvert á seinni hluta þessa árs (mynd II-2). Raunvextir Seðlabankans eru nú 2,7% miðað við meðaltal raunvaxta sem eru reiknaðir út frá mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs samanborið við 1,3% um mitt ár og -0,2% í upphafi árs. Frá útgáfu *Peningamála* í ágúst hafa þeir hækkað um 0,2 prósentur. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur einnig aukist það sem af er ári þar sem skammtímavextir hér á landi hafa hækkað meira en vextir í helstu viðskiptalöndum.

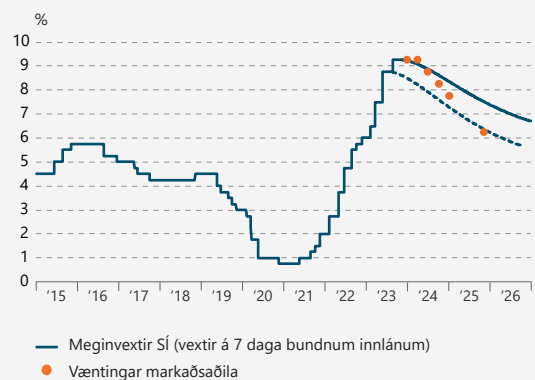
Grunnsþáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir þróist í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að verðbólga sem spáð er sé í samræmi við markmið bankans til meðallangs tíma.¹ Samkvæmt könnun bankans frá því í nóvem-

1. Samkvæmt peningastefnureglu líkansins ákvarðast meginvextir m.a. af þróun hlutlausra raunvaxta bankans en það eru þeir raunvextir sem að öðru óbreyttu þarf til að halda verðbólgu í markmiði og tryggja fulla nýtingu framleiðsluþátta. Talið er að þessir vextir hafi lækkað nokkuð á árunum eftir fjármálakreppuna og verið komnir í liðlega 1% snemma á þessum áratug (sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2019/4 og kafla II í *Peningamálum* 2021/2) en að þeir hafi heldur hækkað á ný. Uppfært mat bendir til þess að þeir séu komnir í 1½% til ríflega 2%. Mikil óvissa er hins vegar um matið.

Mynd II-1

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

2. janúar 2015 - 31. desember 2026

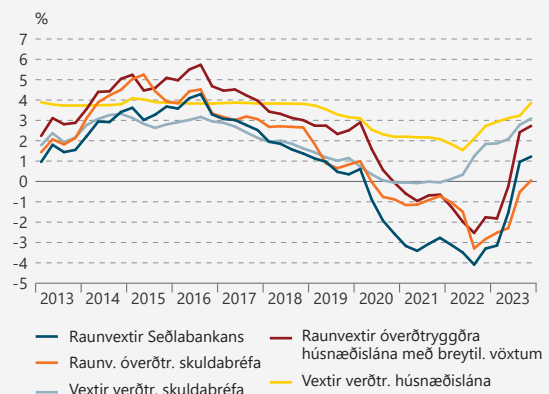


1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotalínan sýnir framvirka vaxtaferilinn fyrir útgáfu PM 2023/3. Væntingar markaðsaðila út frá könnun Seðlabanka Íslands. Áætlað út frá miðgildi svara á væntingum þeirra til veðlávaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 6. til 8. nóvember 2023. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2

Raunvextir Seðlabankans og raunvextir á markaði¹

1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2023



1. Gögn fyrir 4. ársfj. 2023 eru til og með 17. nóvember 2023. Skuldabréfavextir eru 5 ára vextir metnir út frá eingreiðsluvaxtaferlum (metnum með aðferð Nelson-Siegel). Vextir húsnæðislána eru einfalt meðaltal lægstu útlánvaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ber búast markaðsaðilar við að meginvextir haldist óbreyttir fram á næsta vor en taki þá að lækka og verði komnir í 6,25% eftir tvö ár (mynd II-1). Þetta eru heldur hærri vextir en markaðsaðilar væntu í síðustu könnun. Framvirkir vextir gefa einnig til kynna að vextir bankans hafi náð hámarki.

... en langtímanafnvextir hafa hækkað ...

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa var svo til óbreytt yfir sumarmánuðina en á sama tíma tók að draga úr ársverðbólgu og fasteignaverð stóð nánast í stað. Í kjölfar hækkunar meginvaxta í ágúst og lítils háttar aukningar ársverðbólgu í sama mánuði fór ávöxtunarkrafan hins vegar að hækka á ný. Krafan tók að lækka í nóvember þegar jarðhræringar á Reykjanesi stórkust en ef til eldsumbrota kæmi ríkir mikil óvissa um efnahagslegar afleiðingar þess. Áhrifin á afkomu hins opinbera gætu orðið töluverð og þar með á ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa.

Ávöxtunarkrafa tíu ára óverðtryggðra ríkisbréfa var 7% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hefur hækkað um 0,9 prósentur á seinni hluta ársins (mynd II-3). Skammtímafvextir hafa hækkað minna og halli óverðtryggðra ávöxtunarkerfilsins hefur því minnkað frá miðju ári. Munur á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkistryggðra bréfa til eins árs og tíu ára er nú -2,3 prósentur.

... að hluta vegna hærri raunvaxta

Ávöxtunarkrafa tíu ára verðtryggðra ríkisbréfa var 2,6% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*. Hún breyttist fremur lítið á fyrri hluta ársins en hækkaði er leið á árið líkt og raunvextir Seðlabankans. Hækkun lengri nafnvaxta á síðari hluta ársins endurspeglar því að hluta hækkun raunvaxta (mynd II-4). Í nóvember tók krafan hins vegar að lækka þegar eftirspurn eftir verðtryggðum bréfum jókst vegna mikillar óvissu í ljósi stöðunnar á Reykjanesi. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hækkað á suma mælikvarða en mögulega telja fjárfestar að verðbólga gangi hægar niður en gert var ráð fyrir í sumar og að óvissa um þróun hennar hafi aukist (sjá kafla V). Eins og áður hefur verið rakið virðast fjárfestar einnig vænta þess að meginvextir Seðlabankans haldist hærri en þeir gerðu áður. Þá geta breytingar á verðbólguálaginu jafnframt endurspeglað breytingar á áhættuþóknun tengdar óvissu um verðbólguhorfur og sértækum aðstæðum á skuldabréfamarkaði.

Mynd II-3

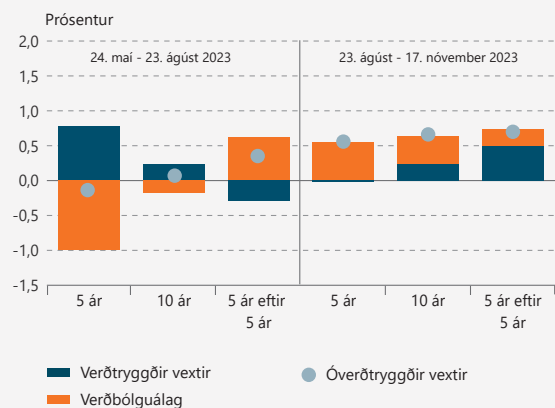
Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa¹
2. janúar 2018 - 17. nóvember 2023



1. Út frá eingreiðsluvaxtaferlum (metnum með aðferð Nelson-Siegel) þar sem er notast við vexti á millibankamarkaði með krónur og vexti ríkistryggðra skuldabréfa.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-4

Sundurgreining breytingar nafnvaxta skuldabréfa¹



1. Breyting ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisskuldabréfa (út frá eingreiðsluferlum metnum með aðferð Nelson-Siegel) og framlag samsvarandi breytinga ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa og verðbólguálags.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gengi krónunnar

Gengi krónunnar hefur lækkað í haust

Gengi krónunnar hækkaði frá því í vor og þar til seint í ágúst. Á þeim tíma voru umsvif í ferðapjónustu mikil og fréttir um sölu á innlenda líftæknifyrirtækinu Kerecis til erlendra aðila í sumar virðast hafa skapað væntingar um aukið innflæði gjaldeyris og hækkun á gengi krónunnar. Frá því í lok ágúst lækkaði gengi krónunnar hins vegar. Þar vó þyngst lækkun gagnvart Bandaríkjadal sem hækkaði almennt gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Að hluta skýrist hækkunin af væntingum um að vöxtum þar í landi verði haldið háum lengur en áður var búist við (sjá kafla I). Í kjölfar þess að jarðhræringar jukust á Reykjanesi hefur gengið lækkað enn frekar. Gengi krónunnar er nú um 6,4% lægra gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda en við útgáfu *Peningamála* í ágúst sl. (mynd II-5). Þar af nemur lækkunin um 3,6% frá byrjun nóvember þegar jarðhræringar tóku að aukast töluvert. Seðlabankinn greip inn í gjaldeyrismarkaðinn í nóvember og seldi gjaldeyri fyrir 2,8 ma.kr. en hafði ekki beitt inngrípum síðan í janúar sl.

Dregið hefur úr framvirkri sölu gjaldeyris en á móti vegur jákvætt greiðslukortafláði

Fjármagnsflæði vegna nýfjárfestingar var lítið í sumar en hefur aukist í haust. Að hluta til tengist það því að lyfjafyrirtækið Alvotech var tekið inn í OMX110-vísitöluna í sumar og þar með inn í FTSE-hlutabréfavísitölur. Þá hefur innflæði vegna kaupa erlendra aðila á ríkisskuldabréfum aukist en vaxtamunur við útlönd hefur aukist á árinu. Lífeyrissjóðir hafa einnig dregið úr gjaldeyriskaupum í haust.

Vaxandi umsvif í ferðapjónustu á árinu sjást greinilega í þróun innflæðis gjaldeyris tengdri greiðslukortanotkun sem hefur aukist það sem af er ári þrátt fyrir að ferðalög Íslendinga hafi aukist á sama tíma (mynd II-6). Á móti virðist hins vegar hafa dregið úr framvirkri sölu gjaldeyris frá því í sumar. Líklega skýrist það að hluta af því að samningum var lokað í ágúst í kjölfar uppgjors á sölu líftæknifyrirtækisins Kerecis en það gæti líka endurspeglað væntingar um frekari lækkun á gengi krónunnar. Niðurstöður úr markaðskonun Seðlabankans sýna þó að markaðsaðilar búast við að gengi krónunnar haldist tiltölulega stöðugt fram á næsta ár.

Gert er ráð fyrir lægra gengi krónunnar en í ágústspánni

Gengisvísitala krónunnar var tæp 190 stig á þriðja fjórðungi ársins sem er svipað og gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í ágúst. Viðskiptavegið gengi krónunnar

Mynd II-5

Gengi krónunnar¹

2. janúar 2015 - 17. nóvember 2023



1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Þróng viðskiptavog.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-6

Hreint greiðslukortafláði¹

Janúar 2010 - október 2023



1. Velta erlendra korta innanlands að frádræginu veltu innlendra korta erlendis.
Árstíðarleiddar tölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

hefur lækkað það sem af er fjórða fjórðungi og er lægra en spáð var í ágúst. Samkvæmt grunnspánni mun meðalgengi krónunnar lækka lítillega áfram út spátímann og helst lægra en gert var ráð fyrir í ágústspánni (mynd II-7).

Peningamagn og útlán

Innlán heimila aukast enn ...

Vítt peningamagn jókst um tæplega 11% milli ára á þriðja fjórðungi þessa árs (mynd II-8). Það er nokkru meiri vöxtur en var framan af árinu sem má rekja að einhverju leyti til greiðslu til innlendra aðila vegna sölu á líftæknifyrirtækinu Kerecis til erlendra fjárfesta í lok ágúst sl. Innlán heimila hafa jafnframt aukist áfram en hægt hefur á vexti einkaneyslu að undanfögnu og sparnaður heimila virðist hafa aukist á ný (sjá kafla III). Aukningin er mest á óbundnum sparnaðarreikningum en veltiinnlán heimila hafa dregist saman í takt við vaxandi mun á vöxtum þessara innlánsforma. Hins vegar hefur dregið töluvert úr vexti innlána fyrirtækja frá fyrri hluta ársins en hægt hefur á útlánum til fyrirtækja og versnandi lausafjárstaða fyrirtækja vegna mikillar hækunar launa á undangengnum misserum hefur líklega einnig áhrif.

... og íbúðalán virðast tekin að aukast á ný

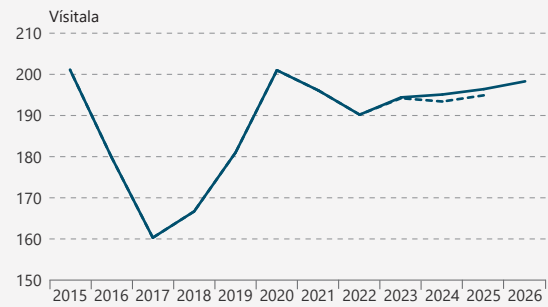
Ársvöxtur útlána lánakerfisins hefur gefið eftir frá því í byrjun árs og mældist 8,3% á þriðja ársfjórðungi (mynd II-9). Hægt hefur jafnt og þétt á ársvexti útlána lánakerfisins til heimila og mældist hann um 6% í september sl. Hægari vöxtur útlánastofnsins endurspeglar væntanlega að miklu leyti minnkandi eftirspurn vegna hærri vaxta og hertra lánþegaskilyrða. Aukning hreinna nýrra útlána til heimila undanfarna mánuði gæti þó bent til þess að vöxtur útlánastofnsins fari að sækja í sig veðrið á ný (mynd II-10). Velta á fasteignamarkaði hefur aukist lítillega á ný sem gæti skýrt þetta þótt viðskiptabankarnir hafi ekki greint aukna eftirspurn eftir íbúðalánum að undanfögnu samkvæmt útlánakönnun Seðlabankans frá því í október. Ný lán hafa fyrst og fremst verið verðtryggð og hafa uppgreiðslur óverðtryggðra lána aukist en vextir þeirra hafa hækkað talsvert í kjölfar vaxtahækkana Seðlabankans og tímabil fastra vaxta hjá einhverjum lántakendum hefur þegar runnið sitt skeið. Útlánakönnunin bendir þó til þess að eftirspurn eftir húsnæðislánum minnki lítillega á komandi misserum.

Dregur úr vexti fyrirtækjalána

Mikill kraftur var í vexti fyrirtækjalána á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs þegar ársvöxturinn var 14,2%

Mynd II-7

Gengi krónunnar 2015-2026¹



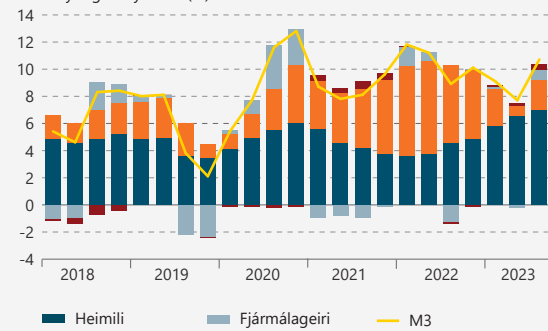
1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Þróng viðskiptavog. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026. Brotalína sýnir spá PM 2023/3.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8

Peningamagn¹

1. ársfj. 2018 - 3. ársfj. 2023

Breyting frá fyrra ári (%)



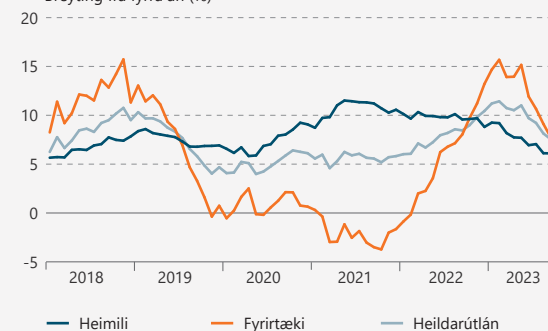
1. M3 er leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-9

Útlán lánakerfis¹

Janúar 2018 - september 2023

Breyting frá fyrra ári (%)



1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Án útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálafyrirtækja og ríkissjóðs. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

að meðaltali. Lán til fyrirtækja í byggingageiranum og þjónustu jukust mest enda umsvif mikil í þeim geirum þótt ekki hafi mátt greina mikla aukningu í útlánum til fyrirtækja í ferðaþjónustu. Frá miðju ári hefur hins vegar dregið úr vextinum og var ársvöxtur útlána lána-kerfisins kominn í 9% á þriðja fjórðungi þessa árs (mynd II-9). Dregið hefur úr hreinum nýjum lánum til þeirra og hægt hefur á útgáfu markaðsskuldabréfa miðað við undanfarin ár. Þá hefur einnig hægt á vexti útlána fagfjárfestastjóða til fyrirtækja frá síðasta ári. Líklegt er að hækkun raunvaxta skýri þróunina að einhverju leyti en efnahagshorfur hafa auk þess heldur döknað og mikil óvissa er um niðurstöður næstu kjarasamninga. Samkvæmt niðurstöðum útlánakönnunarinnar búast viðskiptabankarnir við því að eftirspurn eftir fyrirtækjalánum haldi áfram að minnka á næstu sex mánuðum.

Eignaverð

Árshækkun húsnæðisverðs hjaðnaði mikið framan af ári ...

Húsnæðisverð hækkaði hratt á tímum faraldursins og náði árshækkun þess hámarki í júlí í fyrra þegar hún mældist 25,5% á höfuðborgarsvæðinu (mynd II-11). Samspil hækkunar vaxta og hertra lánþegaskilyrða ásamt minni kaupmætti ráðstöfunartekna hefur að öllum líkindum ráðið mestu um að dregið hafi úr verðhækkunum undanfarið en íbúðaverð hækkaði um 0,8% milli ára í júlí sl. Það er minnsta árshækkun húsnæðisverðs sem mælst hefur í ríflega áratug en hún litast af nokkrum grunnáhrifum frá sama mánuði í fyrra.

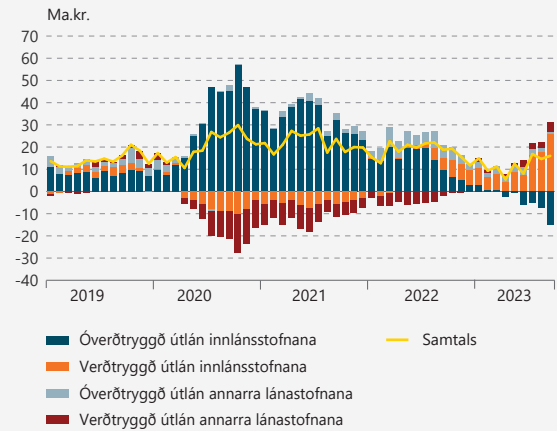
Kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um tæplega fimmtung á fyrstu níu mánuðum ársins frá sama tímabili í fyrra. Um 4.400 íbúðir voru til sölu í október sl. og hefur fjöldinn því ríflega fjórfaldast frá því að hann var minnstur í apríl í fyrra en fjöldi nýbygginga til sölu hefur nífaldast á sama tímabili (mynd II-12). Meðalsölutíminn var því 5,5 mánuðir á landinu öllu í september sl. samanborið við liðlega einn mánuð í maí í fyrra þegar hann var stystur og um þrjá mánuði á árunum fyrir faraldurinn.

Hlutfall íbúða sem seldar eru yfir ásettu söluverði fór hæst í 53% í júní í fyrra en lækkaði síðan hratt fram í mars á þessu ári. Hlutfallið mælist nú tæplega 11% sem er svipað og á árunum fyrir faraldurinn. Hlutfall nýbygginga sem seljast yfir ásettu söluverði hefur hins vegar lækkað meira enda hefur framboð þeirra stóraukist (mynd II-13).

Mynd II-10

Hrein ný útlán til heimila¹

Janúar 2019 - september 2023

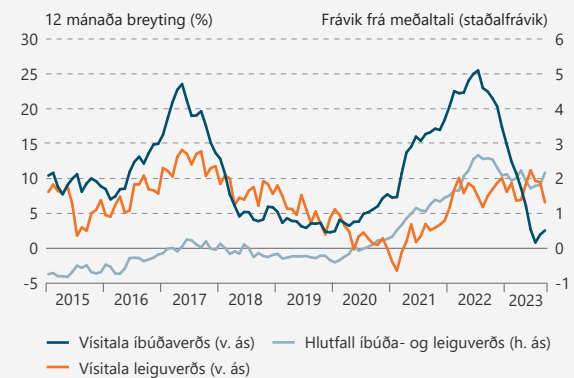


1. Hrein ný útlán samanstanda af nýjum útlánum að frádregnum umfram- og uppgreiðslum eldri lána. Aðrar lánastofnanir eru lífeyrisjóðir, HMS og ÍL-sjóður. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

Húsnæðis- og leiguverð¹

Janúar 2015 - september 2023

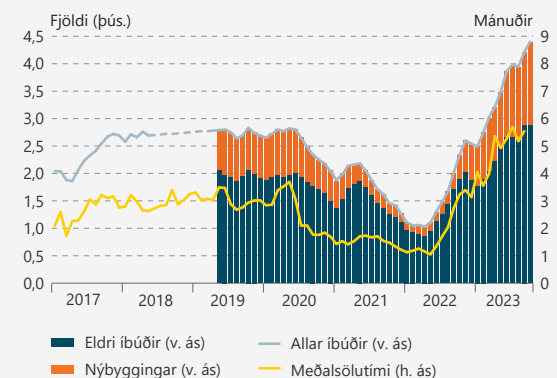


1. Húsnæðis- og leiguverð á höfuðborgarsvæðinu. Frávik hlutfalls húsnæðis- og leiguverðs frá meðaltali 2011-2023 mælt í staðalfrávikum. Heimildir: Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Fjöldi íbúða á sölu og meðalsölutími á landinu öllu¹

Janúar 2017 - október 2023



1. Tölur yfir fjölda íbúða á sölu frá júní 2018 til apríl 2019 vantar og eru því áætlaðar með línulegri brúun. Heimildir: Fasteignavefur Morgunblaðsins, Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

... en hefur aukist lítillega á síðustu tveimur mánuðum

Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 2,6% milli ára í september sl. (mynd II-11). Árshækkunin hefur því aukist á undanförunum tveimur mánuðum en líkt og áður kom fram hefur velta á fasteignamarkaði aukist lítillega frá því í vor. Á sama tíma hefur nýjum lánnum ætluðum til íbúðarkaupta tekið að fjölga á ný og hlutfall fyrstu kaupenda hefur hækkað töluvert frá miðju ári. Þrátt fyrir að nafnverð húsnæðis hafi hækkað á ný hefur raunverð húsnæðis lækkað um 5% milli ára.

Hlutfall íbúðaverðs á móti leiguverði og launum er enn hátt

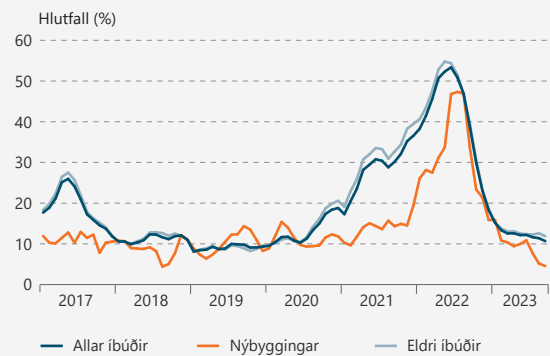
Leiguverð á höfuðborgarsvæðinu hefur gefið nokkuð eftir frá því í júní en árshækkun þess nam þó 6,6% í september sl. (mynd II-11). Að einhverju leyti má rekja verðhækkunina til þróunar almenns verðlags að undanförunu. Þá hefur erlendum ríkisborgurum fjölgað töluvert undanfarið ár og vísendingar eru um að skammtímaútleiga til ferðamanna hafi aukist það sem af er ári. Hlutfall húsnæðis- og leiguverðs hefur því hækkað á ný á síðustu mánuðum og er enn yfir sögulegu meðaltali. Hlutfall húsnæðisverðs gagnvart launum hefur hins vegar lækkað nokkuð þótt það sé enn nokkru hærra en það var í upphafi farsóttarinnar. Húsnæðisverð þróast því nú í meiri mæli í takt við þá undirliggjandi efnahagslegu grunnþætti sem alla jafna ráða þróun þess.

Búist við að umsvif á húsnæðismarkaði verði áfram lítil en töluverð óvissa er um horfurnar

Húsnæðisverð hefur gefið hratt eftir og þróast í meginatriðum í takt við spá bankans frá því í ágúst. Horfur eru á áframhaldandi hjöðnun árshækkunar húsnæðisverðs út árið og að raunverð lækki út spátímann. Talið er að umsvif á fasteignamarkaði verði áfram fremur lítil og framboð íbúða til sölu aukist enn frekar á næstu mánuðum enda hafa íbúðir í byggingu ekki verið fleiri frá upphafi mælinga. Er því búist við nokkurri fjölgun fullbúinna íbúða milli ára á þessu ári (sjá kafla III). Nokkur óvissa er þó til staðar um þá þróun þar sem aukinn kostnaður í byggingariðnaði kann að valda töfum á framkvæmdum. Óvissa er einnig á eftirspurnarhliðinni vegna komandi kjarasamninga og aukinna umsvifa í skammtímaleigu húsnæðis til erlendra ferðamanna. Stærsti óvissupátturinn snýr þó að nýlegum jarðhræringum á Reykjanesinu sem gætu leitt til verulegrar áraunar á innlandan húsnæðismarkað verði miklar skemmdir á íbúðarhúsnæði á svæðinu.

Mynd II-13

Íbúðir seldar yfir ásettu söluverði á landinu öllu¹
Janúar 2017 - september 2023



1. Hlutfall íbúða sem seldar eru yfir auglýstu söluverði af heildarfjölda seldra íbúða. Þriggja mánaða hlaupandi meðaltal.

Heimildir: Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

Áframhaldandi verðlækkunir á hlutabréfamarkaði

Úrvalsvísitala kauphallarinnar, OMXI10, hefur lækkað um 15,3% frá áramótum og hlutabréfaverð flestra skráðra félaga lækkað á árinu. Vísitalan hefur lækkað töluvert á undanförunum tveimur árum en það endurspeglar að einhverju leyti mikla hækkun vaxta á því tímabili og versnandi efnahagshorfur. Velta á hlutabréfamarkaði nam rúmlega 620 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins sem er um 29% samdráttur milli ára og hefur heildarfjöldi viðskipta auk þess dregist saman milli ára. Sala hlutdeildarskírteina hlutabréfasjóða hefur verið nokkru minni í ár miðað við fyrri ár og voru innlausnir umfram sölu tæplega 8 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins. Eign heimila í hlutdeildarskírteinum hlutabréfasjóða hefur minnkað um rúmlega 6 ma.kr. á sama tíma og líklegt er að einhver hluti söluvirðis þeirra hafi leitað á sparnaðarreikninga.

Fjármálaleg skilyrði

Eignastaða heimila er sterk en vaxtagjöld þeirra hafa aukist

Eignastaða heimila hefur batnað töluvert undanfarinn áratug. Þá hafa skuldir heimila í hlutfalli við landsframleiðslu lítið breyst á síðustu árum og eru enn lágar í sögulegu samhengi. Atvinnuleysi er jafnframt lítið og staða heimila því sterk á heildina lítið. Hlutfall lána heimila í vanefndum hefur hins vegar aukist lítillega á árinu, einkum vegna aukins fjölda lána í frystingu. Yfirdráttarlán hafa aukist það sem af er ári en í samhengi við þróun verðlags og fólksfjölgun hafa þau lítið breyst á undanförunum árum.

Vaxtagjöld heimila hafa aukist talsvert frá miðju síðasta ári enda hafa vextir óverðtryggðra lána hækkað í takt við vaxtahækkunir Seðlabankans (myndir II-14 og II-15). Vextir verðtryggðra lána hafa einnig tekið að hækka í ár líkt og aðrir raunvextir. Vaxtagjöld í hlutfalli við landsframleiðslu og ráðstöfunartekjur eru þó enn undir sögulegu meðaltali. Þá hefur samkeppni um innlán heimila aukist, vextir á óverðtryggðum sparnaðarreikningum hækkað samhliða meginvöxtum Seðlabankans og vextir verðtryggðra sparnaðarreikninga sömuleiðis tekið að hækka lítillega. Vaxtatekjur heimila hafa því einnig aukist á sama tíma.

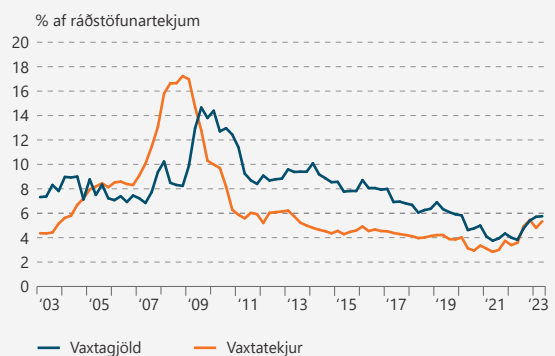
Vaxtagjöld fyrirtækja hafa einnig aukist en skuldsetning þeirra er enn lítil

Vextir útlána fyrirtækja hafa haldið áfram að hækka samhliða hækkun meginvaxta og voru meðalvextir nýrra óverðtryggðra útlána þeirra 13,7% í september sl. Vextir innlána þeirra hafa sömuleiðis farið hækkandi en

Mynd II-14

Vaxtagjöld og vaxtatekjur heimila

1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2023

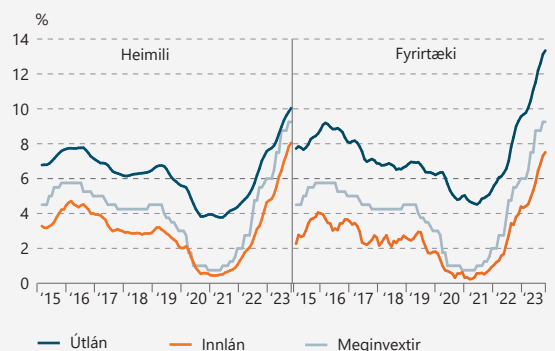


Heimil: Hagstofa Íslands.

Mynd II-15

Vextir inn- og útlána¹

Mars 2015 - september 2023



1. Ný óverðtryggð inn- og útlán. Meðalvextir hjá kerfislega mikilvægum bönkum vegnir eftir fjárhæð. Útlán heimila eru húsnæðislán. Þriggja mánaða hreyfanleg meðaltöl.

Heimil: Seðlabanki Íslands.

Þó hægar og munur á innláns- og útlánsvöxtum fyrirtækja því aukist. Þá hafa vextir á útlánum í erlendum gjaldmiðlum hækkað en skuldir fyrirtækja í erlendum gjaldmiðlum jukust á fyrri hluta ársins þrátt fyrir hærra gengi krónunnar. Fjöldi fyrirtækja sem farið hafa í gjaldþrot það sem af er ári er nokkru meiri samanborið við sama tímabil síðustu ár á undan en fjöldi nýskráðra fyrirtækja er einnig meiri það sem af er ári en á árunum fyrir faraldurinn. Vanskil fyrirtækja eru enn lítil í sögulegu samhengi og skuldir þeirra í hlutfalli við landsframleiðslu lágar.

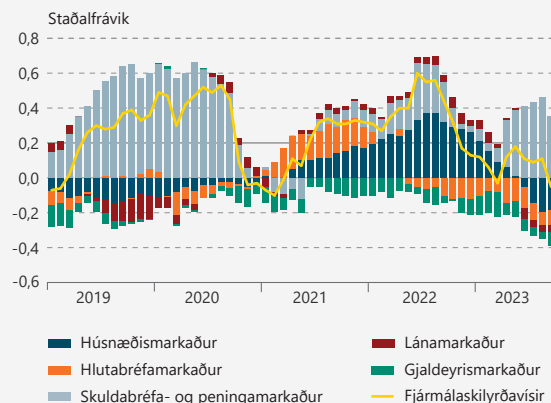
Fjármálaleg skilyrði eru þregri en fyrir ári síðan

Þegar á heildina er litið hafa fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja þregst töluvert frá sama tíma í fyrra (mynd II-16). Þau voru óvenju hagstæð frá fyrri hluta árs 2021 og fram eftir síðasta ári en frá þeim tíma hafa þau þregst til muna. Þá þróun má fyrst og fremst rekja til hægari umsvifa á húsnæðismarkaði og hærra vaxtastigs en á sömu sveif leggjast lækkun hlutabréfa-verðs, lægra gengi krónunnar og hægari útlánvöxtur. Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja virðast þó ekki óvenju þröng í sögulegu samhengi sem er í takt við reynsluna í öðrum þróuðum löndum, þar á meðal í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu (sjá kafla I).

Mynd II-16

Fjármálaleg skilyrði¹

Janúar 2019 – september 2023



1. Fjármálaleg skilyrði mæld með fjármálaskilyrðavísi sem eru fyrstu þrjú frumbættir valinna vísbendinga um fjármálaleg skilyrði sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Lægra gildi bendir til þess að fjármálaskilyrði hafi versnað. Matstímabil vísisins er frá 2002 til 2023. Ítarlegri lýsingu má finna í rammagrein *Fjármálastöðugleika 2023/1*.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eftirspurn og hagvöxtur



Innlend eftirspurn einkaaðila

Hægt hefur á vexti einkaneyslu ...

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands dróguust árstíðarleiðrétt neysluútgjöld heimila saman um 0,2% milli fjórðunga á öðrum fjórðungi þessa árs (mynd III-1). Milli ára jókst einkaneysla einungis um 0,5% sem er töluvert undir 4,6% vexti á fyrsta fjórðungi ársins og ríflega 8% meðalvexti undanfarinna tveggja ára. Ef horft er fram hjá tímabilinu í kjölfar heimsfaraldursins er þetta minnsti ársvöxtur sem mælst hefur á einum fjórðungi síðan á öðrum ársfjórðungi 2013.

Kröftugur vöxtur einkaneyslu undanfarin misseri hefur að hluta endurspeglad mikla mannfjöldaaukningu hér á landi (sjá kafla IV). Einkaneysla á mann dróst saman um 2,8% milli ára á öðrum fjórðungi ársins enda tók kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann að dragast saman á seinni hluta síðasta árs eftir mikinn vöxt árið þar á undan (mynd III-2).

Pótt einkaneysla hafi gefið töluvert eftir á öðrum ársfjórðungi reyndist hún meiri en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans. Í ágúst var talið að hún myndi dragast saman um 1% milli ára enda dróst greiðslukortavelta saman um 4,2% á fjórðungnum (mynd III-3). Einkaneysla jókst því meira á fyrri helmingi ársins en spáð var í ágúst eða um 2,5% í stað 1,8%.

... og sparnaðarlutfall heimila hækkar á ný

Leiðandi vísbendingar benda til þess að ársvöxtur einkaneyslu hafi verið svipaður á þriðja ársfjórðungi og hann var fjórðunginn á undan (mynd III-3). Greiðslukortavelta í heild dróst áfram saman milli ára en á móti vó lítills háttar fjölgun í nýskráningum bifreiða (án bílaleigna). Það er í takt við könnun Gallup á fyrirhuguðum bifreiðakaupum sem hafa aukist milli kannana.



Væntingavísitala Gallup hækkaði einnig lítillega milli fjórðunga en tók hins vegar að lækka á ný undir lok fjórðungsins sem gæti bent til þess að svartsýni neytenda hafi aukist á ný. Verðbólga hefur auk þess hjaðnað hægar en vonast var til og fjármálaleg skilyrði hafa þrengst frá því sem þau voru fyrir ári (sjá kafla II). Gangi spá bankans um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi eftir hefur sparnaður heimila aukist á ný og er sparnaðarhlutfall þeirra því aftur komið yfir meðaltalið sem það var í fyrir farsóttina (mynd III-1).

Horfur um vöxt einkaneyslu svipaðar og í ágúst

Þótt útlit sé fyrir minni vöxt einkaneyslu á þriðja fjórðungi en gert var ráð fyrir í ágúst hafa horfur um vöxt einkaneyslu á árinu öllu lítið breyst. Áfram er gert ráð fyrir að heimilin fari varlega í útgjaldaákvæðanir og haldi svipuðu sparnaðarstigi í ár og í fyrra. Talið er að vöxtur einkaneyslu verði 1,8% á árinu öllu sem er 0,2 prósentum meira en spáð var í ágúst (mynd III-4). Þar vegast á kröftugri vöxtur á fyrri helmingi ársins og lítillega lakari horfur fyrir það sem eftir lifir ársins. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að bæti lítillega í vöxt einkaneyslu eftir því sem líður á spátímann. Spáð er að hún aukist um 2% á næsta ári og um 2½% á ári á árunum 2025-2026. Gangi þetta eftir helst sparnaðarhlutfall heimila tiltölulega stöðugt í kringum 9½% af ráðstöfunartekjum út spátímann sem er nokkru undir meðaltali árána fyrir farsóttina.

Kröftugur vöxtur atvinnuvegafjárfestingar á fyrri helmingi ársins

Fjárfesting atvinnuveganna jókst um 5,8% milli ára á fyrri helmingi ársins sem er meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Aukninguna má að mestu rekja til almennrar atvinnuvegafjárfestingar (þ.e. atvinnuvegafjárfesting án stóriðju, skipa og flugvéla) sem jókst um 7,9% en á móti vó tæplega þriðjungs samdráttur fjárfestingar í skipum og flugvélum. Stóriðjutengd fjárfesting reyndist einnig minni en spáð var í ágúst (mynd III-5).

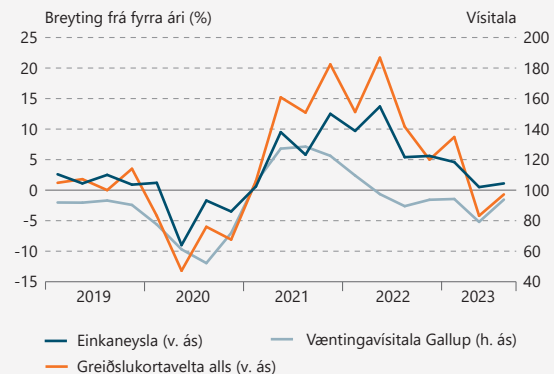
Fjárfesting í landeldi vegur þungt í fjárfestingaráformum í ár

Samkvæmt niðurstöðum fjárfestingarkönnunar Seðlabankans frá því í september ætla fyrirtæki að auka fjárfestingarútgjöld sín um 8% að nafnvirði í ár, sem er í samræmi við niðurstöður samsvarandi könnunar frá því í vor. Stór áform í landeldi vega þungt í aukningu fjárfestingarútgjalda (flokkuð með sjávarútvegi í mynd III-6) en án þeirra væri nær engin breyting milli ára. Ásamt fyrirtækjum í sjávarútvegi gera fyrirtæki í fjölmíðlun og

Mynd III-3

Einkaneysla og vísendingar¹

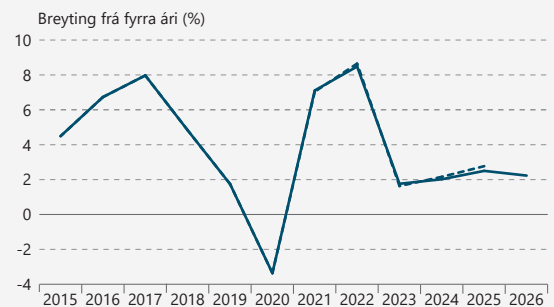
1. ársfj. 2019 - 3. ársfj. 2023



1. Grunnspá Seðlabankans fyrir vöxt einkaneyslu á 3. ársfj. 2023.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4

Einkaneysla 2015-2026¹

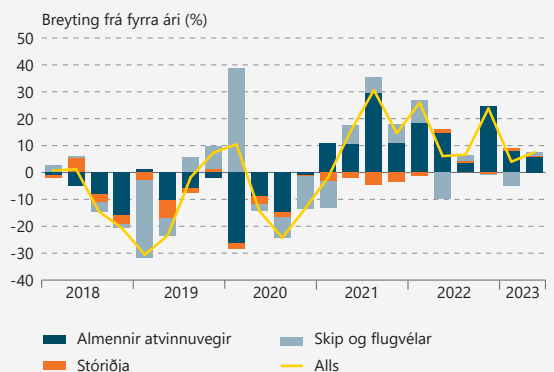


1. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026. Brotalína sýnir spá PM 2023/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Fjármunamyndun atvinnuvega og framlag undirliða

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2023



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

upplýsingatækni, verslun og ferðaþjónustu ráð fyrir lítils háttar aukningu fjárfestingarútgjalda í ár en fyrirtæki í iðnaði og annarri þjónustu áforma að fjárfesta minna en í fyrra. Að raunvirði er áætlað að fjárfestingarútgjöld fyrirtækja aukist um 1% frá fyrra ári.

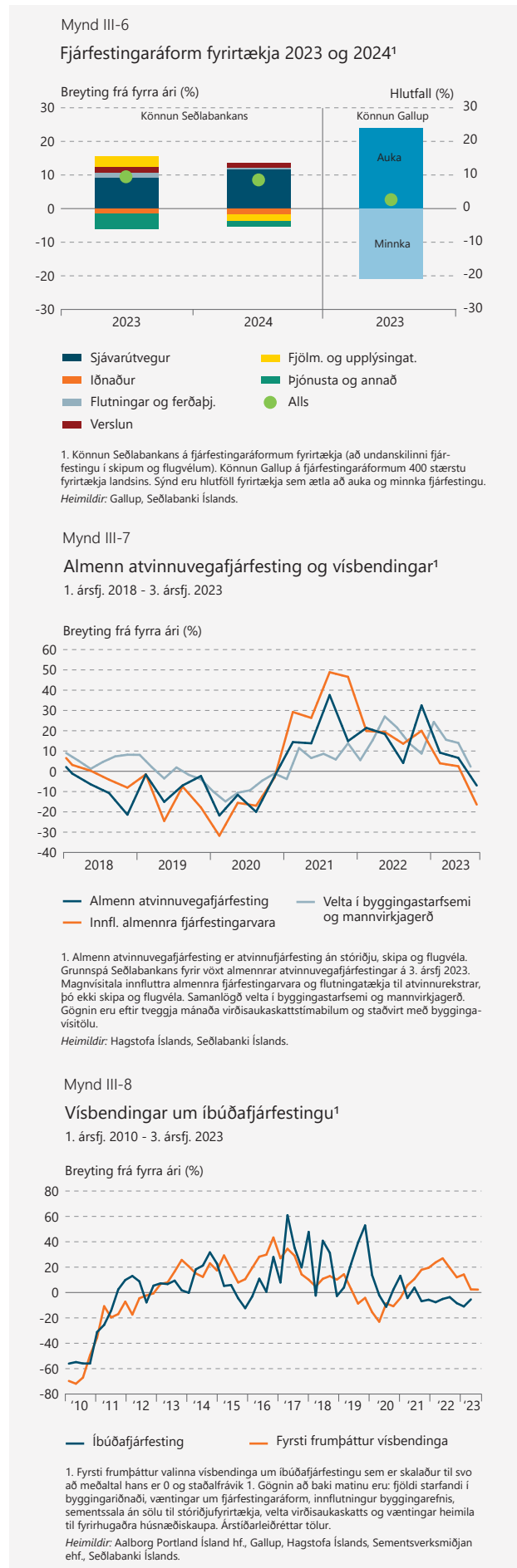
Fyrirtækjakönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins frá því í september bendir einnig til aukinna fjárfestingarumsvifa í ár í samanburði við vorkönnun Gallup og nú eru fleiri stjórnendur en færri sem hyggjast auka fjárfestingarútgjöld á árinu. Ríflega helmingur þeirra telur þó að fjárfestingarstigjið verði óbreytt milli ára. Samkvæmt könnuninni eru stjórnendur í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu bjartsýnastir á aukna fjárfestingu á árinu en svartsýnastir eru stjórnendur í fjármálageiranum.

Vísendingar um samdrátt atvinnuvegafjárfestingar á árinu

Útlit er fyrir að vöxtur fjármunamyndunar atvinnuvega undanfarin ár snúist í samdrátt á seinni hluta ársins miðað við sama tímabil í fyrra. Velta í byggingastarfsemi hefur aukist mikið undanfarin misseri en talsvert dró úr vextinum á þriðja fjórðungi ársins. Einnig var snarpur samdráttur í innflutningi almennra fjárfestingarvara sem var 16% minni en á sama tíma í fyrra (mynd III-7). Talið er að almenn atvinnuvegafjárfesting hafi dregist saman um 7% milli ára á þriðja fjórðungi ársins og að vöxtur hennar yfir árið í heild verði nærri 3 prósentum minni en spáð var í ágúst eða ríflega 1%. Þar að auki er útlit fyrir hægari vöxt í stóriðjutengdri fjárfestingu og að fjárfesting í skipum og flugvélum helmingist milli ára. Fjármunamyndun atvinnuveganna dregst því saman um tæplega 1% í ár en í ágúst var spáð 1,6% vexti. Þessar tölur litast hins vegar nokkuð af minni fjárfestingu í skipum og flugvélum og sé sú fjárfesting undanskilin eru horfur á 3½% vexti atvinnuvegafjárfestingar í ár.

Minni íbúðafjárfesting í ár en gert var ráð fyrir í ágúst

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar dróst íbúðafjárfesting saman um 8,1% milli ára á fyrri hluta ársins, sem er litlu meiri samdráttur en spáð var í ágúst og hefur íbúðafjárfesting nú dregist saman átta ársfjórðunga í röð. Helstu skammtímavísendingar benda hins vegar til þess að umsvif í byggingariðnaði hafi tekið að aukast í byrjun árs 2021 og aukningin verði mest um mitt ár í fyrra en svo farið minnkandi fram á þetta ár. Þessi langvarandi samdráttur sem mælist í íbúðafjárfestingu kemur því nokkuð á óvart (mynd III-8).



Um miðjan nóvember voru um 7.600 íbúðir í byggingu á landinu öllu sem er það mesta sem mælst hefur samkvæmt upplýsingum frá Húsnæðis- og mannvirkjastofnun. Fjöldinn í byggingu skýrist af töluverðri aukningu í byrjunum undanfarin tvö ár á sama tíma og fækkun hefur verið í nýjum fullbúnum íbúðum á markaði. Útlit er þó fyrir að nokkru fleiri fullbúnar íbúðir komi á markað á þessu ári en í fyrra (mynd III-9).

Niðurstöður haustkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins benda til þess að meirihluti fyrirtækja í byggingariðnaði starfi enn nærri fullum afköstum, þ.e. búa við skort á starfsfólki og eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn. Þó hefur dregið úr væntingum þeirra frá því í sumarkönnuninni. Stjórnendur flestra fyrirtækja vilja enn fjölga starfsfólki og áforma meiri fjárfestingu en í fyrra en telja þó að eftirspurn dragist saman á næstu sex mánuðum. Nú er gert ráð fyrir að íbúðafjárfesting aukist um 2,2% á þessu ári sem er minna en spáð var í ágúst. Horfur út spátímamann hafa hins vegar lítið breyst. Gangi spáin eftir verður hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu um 5½% í lok árs 2026 sem er 1½ prósentu yfir meðaltali undanfarins áratugar.

Horfur á samdrætti fjármunamyndunar í ár og hægari vexti á næsta ári

Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að fjármunamyndun í heild dragist saman um 0,7% á þessu ári en aukist um ríflega 5% á því næsta sem er hægari vöxtur en í ágústspá bankans (mynd III-10). Lakari horfur skýrast fyrst og fremst af samdrætti í fjárfestingu atvinnuveganna og hins opinbera en einnig eru horfur á hægari vexti íbúðafjárfestingar.

Horfur fyrir árið 2025 hafa batnað lítillega frá fyrri spá og er nú gert ráð fyrir 4% vexti fjármunamyndunar á árinu en í ágúst var spáð 3½% vexti. Fjármunamyndun sem hlutfall af landsframleiðslu mun standa í tæplega 22% í ár, sem er sama hlutfall og meðaltal síðasta aldarfjórðungs. Spáin gerir ráð fyrir að hlutfallið hækki í tæplega 23% í lok spátímabilsins. Það er heldur lægra en gert var ráð fyrir í ágúst.

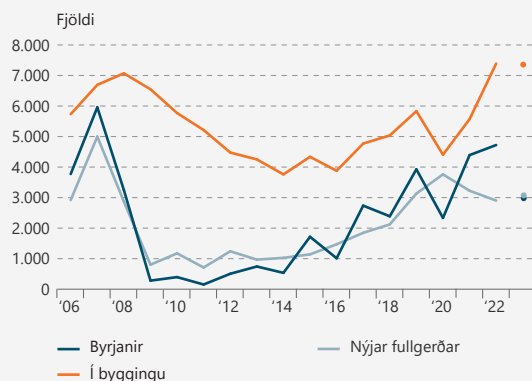
Hið opinbera

Hægir á vexti eftirspurnar hins opinbera

Á fyrri hluta ársins dró nokkuð úr vexti eftirspurnar hins opinbera þar sem 7,5% samdráttur fjárfestingar hins opinbera vó þungt en á móti kom 1,5% aukning samneyslu. Þetta er heldur lakari þróun en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans sem má að miklu leyti rekja til endurskoðunar Hagstofunnar á eldri gögnum fyrir

Mynd III-9

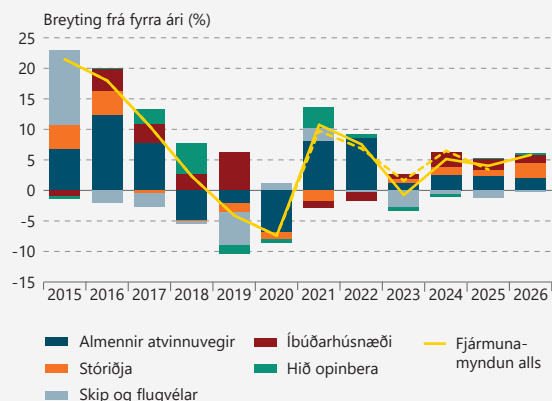
Staða framkvæmda við íbúðabyggingu á landinu öllu¹
2006 - 2023



1. Tölur fyrir árið 2023 m.v. stöðuna frá 1. janúar til 17. nóvember 2023.
Heimildir: Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða
2016-2026¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orku-
frekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026. Brot-
lína sýnir spá frá PM2023/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

samneyslu og fjárfestingu hins opinbera á árinu 2022 sem reyndist meiri en fyrri tölur bentu til.

Búist er við áþekkri þróun samneyslu á seinni hluta þessa árs og að hún aukist um 1,6% á árinu öllu. Spáð er að fjárfesting hins opinbera dragist saman um 4,2% en áætlað er að fjárfesting sveitarfélaga dragist meira saman en fjárfesting ríkissjóðs. Eftirspurn hins opinbera eykst því um 0,8% milli ára en í ágúst var spáð 1,4% vexti (mynd III-11). Breytingin endurspeglar fyrst og fremst grunnáhrif vegna fyrrnefndrar endurskoðunar á áður birtum tölum.

Á næsta ári er gert ráð fyrir 1,8% aukningu samneyslu og rúmlega 3% samdrætti fjárfestingar hins opinbera. Felur það í sér heldur minni vöxt eftirspurnar hins opinbera en í síðustu spá bankans sem má rekja til þess að stærri hluti af aðhaldi í rekstri ríkissjóðs kemur fram í útgjöldum en fjármálaáætlun 2024-2028 kvað á um. Horfur fyrir seinni hluta spátímans breytast hins vegar lítið en uppbygging í kjölfar skemmda á innviðum í kjölfar jarðhræringa á Reykjanesi gætu kallað á aukin umsvif hins opinbera.

Búist við að áfram dragi úr hallarekstri ríkissjóðs

Afkoma ríkissjóðs hefur batnað verulega á undanförunum misserum samhliða miklum vexti efnahagsumsvifa ásamt því að mótvægisáðgerðir stjórnvalda runnu sitt skeið. Á síðasta ári nam halli ríkissjóðs, leiðréttur fyrir óreglulegum liðum, tæpum 108 ma.kr. eða um 2,8% af landsframleiðslu (mynd III-12).¹ Frumjöfnuður ríkissjóðs, leiðréttur fyrir sömu liðum, var áfram neikvæður eða um 0,2% af landsframleiðslu. Þetta er þó mikill viðsnúningur frá fyrra ári þegar halli á frumjöfnuði nam 5,6% af landsframleiðslu.

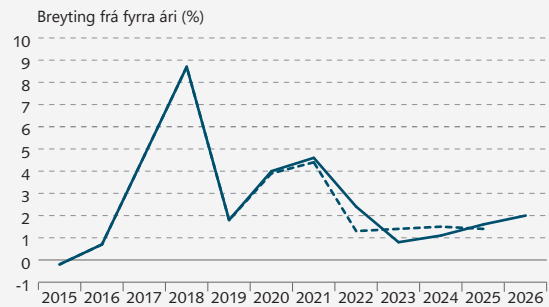
Í ár er gert ráð fyrir að áfram dragi úr hallarekstri-num en efnahagsumsvif og mikil verðbólga ýta undir vöxt tekna ríkissjóðs á árinu. Líkt og fjallað er um í rammagrein 4 koma áhrif verðbólgunnar í ár hins vegar ekki að umtalsverðu leyti fram í útgjaldaaukningu fyrr en á næsta ári. Í grunnspánni er búist við að afkoma ríkissjóðs verði enn neikvæð í ár um sem nemur 1,8% af landsframleiðslu.

Á næsta ári er því talið að nokkuð dragi úr þeirri miklu tekjuaukningu sem verið hefur síðustu tvö ár ásamt því að hluti verðlagsuppfærslu ýmissa útgjalda-liða tekur tillit til mikillar verðbólgu árið 2023. Þetta hefur í för með sér lakari afkomuhorfur fyrir ríkissjóð á næsta ári. Á móti því vega aðgerðir stjórnvalda til að

1. Hér er átt við afkomu A-hluta ríkissjóðs byggða á gögnum Hagstofunnar leiðréttu fyrir óreglulegum- og einkiptisliðum samkvæmt upplýsingum frá fjármála- og efnahagsráðuneyti. Sé ekki leiðrétt fyrir þeim liðum nam halli ársins 2022 3,1% af landsframleiðslu.

Mynd III-11

Eftirspurn hins opinbera 2015-2026¹

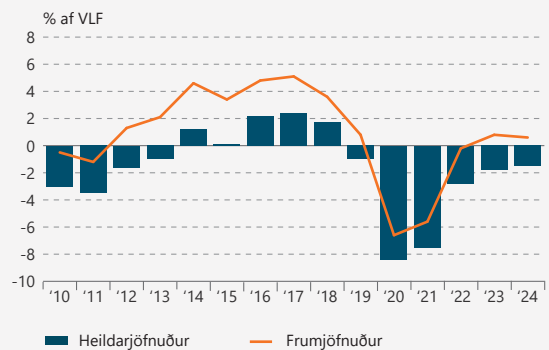


1. Eftirspurn hins opinbera í ráðstöfunaruppgjöri þjóðhagsreikninga er samtala samneyslu og fjárfestingar hins opinbera. Grunnspá Seðlabankans 2022-2026. Brotalína sýnir spá PM 2023/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

Afkoma ríkissjóðs 2010-2024¹



1. Leiðrétt er fyrir óreglulegum og einkiptisliðum. Grunnspá Seðlabankans 2023-2024.

Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

bæta afkomu ríkissjóðs sem boðaðar eru í fjárlagafrumvarpi næsta árs. Áætlað er að afkoma ríkissjóðs verði neikvæð um 1,5% af landsframleiðslu en þar vegast á afgangur á frumjöfnuði og halli á vaxtajöfnuði. Þetta er lítillaga verri afkoma ríkissjóðs í ár og því næsta en gert er ráð fyrir í fyrirliggjandi fjárlagafrumvarpi.

Hóflegt aðhald ríkissjóðs á spátímanum

Eins og fyrr segir hefur samspil þess að mótvægisáðgerðir stjórnvalda runnu út þegar COVID-19-farsóttin gekk yfir og mikill vöxtur efnahagsumsvifa leitt til verulegs viðsnúnings í afkomu frumjafnaðar ríkissjóðs á undanförunum ársfjórðungum. Viðsnúningurinn sem var á síðasta ári var meiri en hægt er að skýra með mati á þróun hagsveiflunnar rétt eins og halli árunum 2020-2021 jókst meira en undirliggjandi efnahagsþróun gat skýrt vegna þessara stuðningsáðgerða. Slökun á aðhaldi ríkisfjármála, mæld sem breyting í hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði, er áætluð að hafa numið samanlagt 4,9% af landsframleiðslu á árunum 2020-2021 (mynd III-13). Það gekk að nokkru leyti til baka í fyrra þegar aðhald ríkisfjármála jókst um rúmlega 3% af landsframleiðslu og útlit er fyrir að það aukist um 1,3% til viðbótar í ár.

Á næsta ári er búist við því að heldur dragi úr afgangi á frumjöfnuði ríkissjóðs þrátt fyrir boðaðar aðhaldsaðgerðir í fjárlagafrumvarpi. Hins vegar dregur hraðar úr spennu í þjóðarþúinu og því eykst aðhald ríkissjóðs um 0,5% af landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir svipaðri aukningu aðhalds árið 2025 en nánast óbreyttu aðhaldi árið 2026. Yfir tímabilið 2023-2025 eru því horfur á heldur aðhaldssamari ríkisfjármálum en gert var ráð fyrir í vor þegar síðast var lagt mat á aðhaldsstigið.

Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

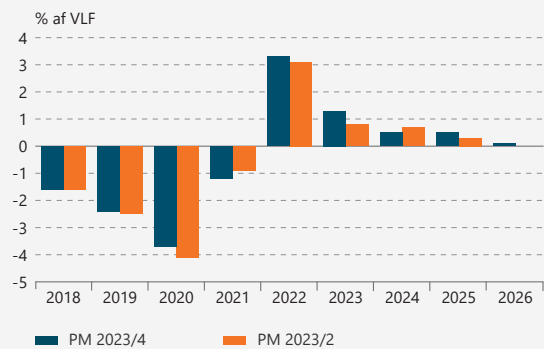
Þjónustuútflutningur orðinn álíka mikill og þegar hann var sem mestur árið 2018 ...

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um 7,9% milli ára á öðrum ársfjórðungi eða 2,6 prósentum meira en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans (mynd III-14). Vöruútflutningur dróst saman um 0,9% en þjónustuútflutningur jókst um 19,5% sem var meiri vöxtur en búist var við.

Meiri vöxtur skýrist einkum af öðrum þjónustuútflutningi en samgöngum og ferðalögum sem jókst nokkuð en gert hafði verið ráð fyrir samdrætti líkt og á fyrsta ársfjórðungi. Muninn má að hluta rekja til endurskoðunar á áður birtum tölum fyrir árið 2022 en samkvæmt þeim jókst þjónustuútflutningur um 58,3% á árinu í stað 53,8%. Þar af var vöxtur annarrar þjónustu

Mynd III-13

Breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2018-2026¹



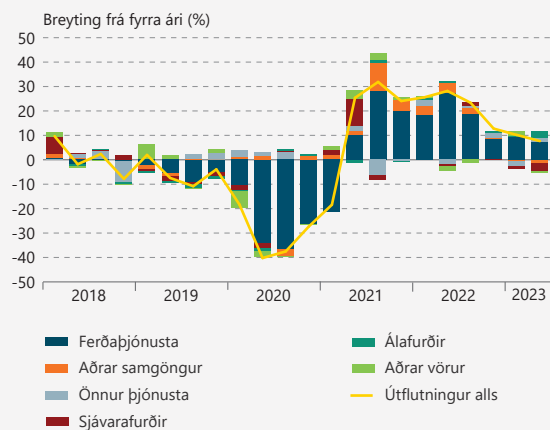
1. Leiðrétt er fyrir óreglulegum og einskisþilíðum. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026.

Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-14

Útflutningur og framlag undirliða¹

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2023



1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og heildarútlutnings vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Ferðaþjónusta er samtala á „ferðalögum“ og „farþegaflutningum með flugi“. Aðrar samgöngur eru aðrar en farþegaflutningar með flugi. Álfurflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

um 17% sem er rúmlega tvöfalt meira en fyrri tölur gáfu til kynna. Þróun í undirliðum annarrar þjónustu var nokkuð breytt eftir endurskoðunina og var verðmæti menningar- og afþreyingarþjónustu um þrefalt meira en talið var en þar vega kvikmyndafyrirtæki þungt. Töluverður vöxtur mældist í flestum undirliðum annarrar þjónustu á ný á öðrum ársfjórðungi og hefur hún ekki áður mælst meiri á þessum tíma ársins (mynd III-15).

Áframhaldandi vöxtur í ferðaþjónustu samhliða auknu flugframboði skýrir hins vegar stærstan hluta útflutningsvaxtarinn á fjórðungnum. Farþegaflutningar með flugi færðust töluvert nær því sem var fyrir farsóttina og í fyrsta sinn mældist þjónustuútflutningur í heild álíka mikill og þegar hann var sem mestur árið 2018.

... og útlit fyrir enn kröftugri vöxt á þriðja ársfjórðungi

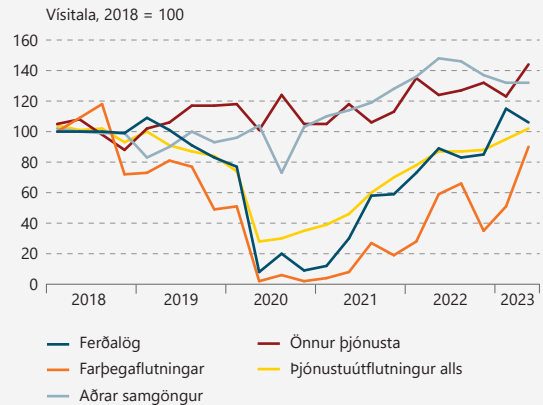
Á fyrstu tíu mánuðum ársins komu 1,9 milljónir ferðamanna til landsins líkt og spáð var í ágúst og hefur mánaðarlegur fjöldi verið svipaður og á sama tíma árið 2018 frá því í mars sl. Vísbendingar um útgjöld ferðamanna hér á landi benda til þess að meðalútgjöld þeirra í erlendum gjaldmiðlum hafi lækkað um 4% milli ára á þriðja ársfjórðungi sem er heldur minni lækkun en gert var ráð fyrir í spá bankans í ágúst (mynd III-16). Meðaldvalarlengd þeirra styttest aftur á móti samanborið við sama tíma í fyrra en kröftugri útgjöld má líklega að hluta rekja til mikillar fjölgunar ferðamanna sem komu með skemmtiferðaskipum til landsins í júlí og ágúst.

Þjóðerni komufarþega á þriðja ársfjórðungi var nokkuð svipað og á sama tíma árið 2018 og voru Bandaríkjamenn rúmlega þriðjungur farþega. Komur ferðamanna frá Kína voru hins vegar enn nokkru færri en fyrir faraldurinn. Þá virðast útflutningstekjur innlendra flugfélaga af farþegaflutningum hafa aukist heldur meira á fjórðungnum en áætlað var en flugfargjöld héldust áfram há þrátt fyrir aukið framboð til landsins. Skiptifarþegar voru þó áfram töluvert færri en var fyrir faraldurinn (mynd III-17). Útlit er fyrir að tekjur af fraktflutningum hafi haldið áfram að dragast saman milli ára samhliða verðlækkunum á alþjóðamörkuðum.

Horfur í ferðaþjónustu svipaðar og í ágúst en óvissa hefur aukist vegna jarðhræringa á Reykjanesi

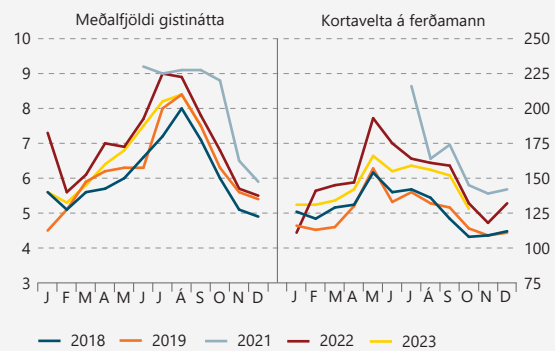
Alþjóðlegur bati í ferðaþjónustu var hraður á öðrum ársfjórðungi og komur ferðamanna nálgudust víðast hvar fjöldann sem var fyrir faraldurinn að undanskilinni Austur-Asíu og Austur-Evrópu (mynd III-18). Hins vegar hægði á vexti ferðalaga á þriðja ársfjórðungi og

Mynd III-15
Þjónustuútflutningur og undirliðir¹
1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2023



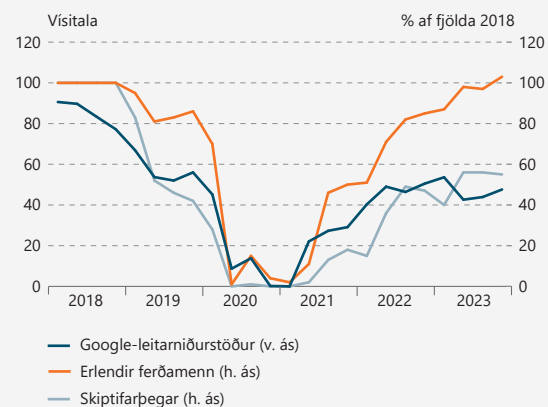
1. Aðrar samgöngur eru aðrar en farþegaflutningar með flugi. Árstíðarleiðréttar magnvísitölur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-16
Gistinætur og kortavelta erlendra ferðamanna
2018-2023¹



1. Meðalfjöldi gistinátta erlendra ferðamanna skv. landamærakönnun á Keflavíkurflugvelli. Kortavelta miðuð við mánaðarlega heildarveltu erlendra greiðslukorta á Íslandi og mánaðarlegar brottfarir erlendra ferðamanna um Keflavíkurflugvöll, þús. kr. á föstu gengi október 2023.
Heimildir: Ferðamálastofa, Isavia, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-17
Ferðalög til Íslands¹
1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2023



1. Leitarniðurstöður út frá þáttalíkani sem tekur saman tíðni fimm ólíkra leitarniðurstöðna sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google-leitarvélinni (árstíðarleiðrétt). Fjöldi skiptifarþega sem fóru um Keflavíkurflugvöll og fjöldi brottfara erlendra farþega. Gögn til og með október 2023.
Heimildir: Ferðamálastofa, Google Trends, Isavia, Seðlabanki Íslands.

vísendingar eru um að alþjóðleg bókunarstaða flugfélaga hafi aðeins gefið eftir nýlega.²

Áfram eru horfur á framboðs aukningu flugs til og frá landinu á næsta ári. Þá eru leitir að gistingu og flugi til Íslands á leitarvél Google áfram svipaðar. Horfur í ferðaþjónustu eru því nokkuð áþekkar og í spá bankans í ágúst og áfram er gert ráð fyrir hóflegri fjölgun ferðamanna á næstu árum þrátt fyrir að búist sé við heldur hægari vexti efnahagssumsvifa í helstu viðskiptalöndum. Töluverð óvissa hefur aftur á móti skapast í greininni vegna áhrifa hugsanlegs eldgoss á Reykjanesi á flugsamgöngur og ferðavilja til landsins. Þá er einnig nokkur óvissa um þróun annarrar þjónustu en ferðaþjónustu í ljósi sveiflna undanfarin misseri og endurskoðunar áður birtra talna. Vegna kröftugri fyrri helmings ársins fyrir aðra þjónustu og heldur kröftugri þriðja ársfjórðungs í ferðaþjónustu er gert ráð fyrir meiri vexti þjónustuútflytninga í ár en spáð var í ágúst. Áætlað er að þjónustuútflytningur aukist um 13,6% í ár í stað 11% í ágúst og það er svipað og í maíspá bankans. Áfram er gert ráð fyrir hóflegum vexti á næsta ári samhliða hægari vexti í ferðaþjónustu en þá er spáð tæplega 5% vexti þjónustuútflytninga. Það er lítillega minna en spáð var í ágúst vegna grunnáhrifa kröftugri annarrar þjónustu í ár.

Vöruútflytningur óbreyttur milli ára á fyrri helmingi ársins ...

Vöruútflytningur dróst lítillega saman á öðrum ársfjórðungi og var óbreyttur milli ára á fyrri helmingi ársins líkt og spáð var í ágúst. Samdráttur í útflytningi sjávarafurða jókst á öðrum fjórðungi og mældist 16,4%. Samdrátturinn skýrist af minni aflaheimildum bæði loðnu og þorsks miðað við árið á undan en samdráttur í loðnuútflytningi var þó enn meiri en í veiddum afla. Óvanalega stór hluti aflans fór í framleiðslu á loðnuhrognum en markaður fyrir loðnuhrog er lítill og salan hefur gengið hægar en í fyrra vegna mikils framboðs. Stór hluti framleiðslunnar er því enn eftir í birgðum. Á móti samdrætti sjávarafurða vó hins vegar töluverður vöxtur útflytninga álafurða og útflytninga á öðrum vörum. Af öðrum vörum jókst útflytningur kísilafurða, annarra iðnaðarvara og lyf- og lækningatækja nokkuð en á móti vó samdráttur í útflytningi eldisafurða.

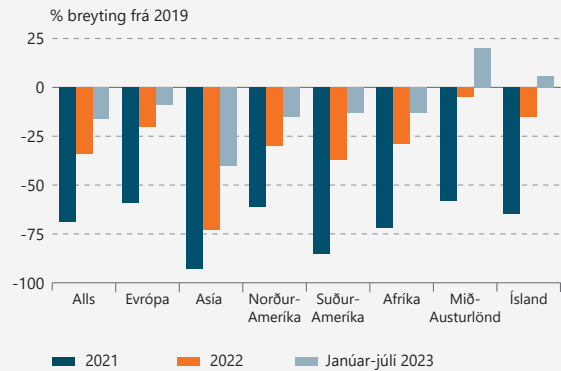
... en horfur versna fyrir seinni helming ársins

Horfur um vöruútflytning fyrir árið í ár hafa versnað frá því í ágúst. Gert er ráð fyrir meiri samdrætti í útflytningi

2. Sjá The International Air Transport Association, *Air Passenger Market Analysis*, september 2023.

Mynd III-18

Alþjóðlegar komur ferðamanna 2021-2023



Heimild: Alþjóðaferðamálastofnunin (UNWTO).

sjávarafurða, bæði vegna grunnáhrifa meiri vaxtar í fyrra eftir endurskoðun Hagstofunnar á áður birtum tölum auk þess sem minna seldist af loðnuhrognum á þriðja fjórðungi en áætlað var. Því er talið að útflutningur sjávarafurða dragist saman um 8,3% í ár í stað 5,3% í ágúst. Nokkur óvissa ríkir einnig um áhrif mögulegs eldgoss á Reykjanesi en lokun vinnslu sjávarafurða á svæðinu um óákveðinn tíma leiðir líklega til þess að minna yrði selt á þessu ári á meðan úrræða er leitað. Einnig eru lakari horfur um annan útflutning á seinni helmingi ársins, m.a. vegna viðhalds á stærsta ljósbogaofni Elkem sem dregur úr framleiðslu á kísilafurðum á fjórða ársfjórðungi. Á sömu sveif leggjast horfur um minni útflutning eldisafurða vegna óhapps sem upp kom á þriðja ársfjórðungi þar sem eldislax slapp úr kví í Patreksfirði. Á móti vega vísbendingar um heldur sterkari útflutning álafurða á þriðja ársfjórðungi og því lítilliga meiri vöxt á árinu í heild. Gert er því ráð fyrir að vöruútflutningur dragist saman um 1,3% í ár í stað þess að haldast óbreyttur líkt og spáð var í ágúst.

Áfram er útlit fyrir svipaðan vöxt sjávarafurða á næsta ári og áætlað var í ágúst en þar vegast á grunnáhrif meiri samdráttar í ár og minni útflutningur loðnu þar sem enginn loðnukvóti var gefinn út. Einnig er gert ráð fyrir áþekktum vexti álafurða en horfur eru á heldur meiri vexti annars vöruútflutnings vegna grunnáhrifa. Líkt og í ágúst er því talið að vöruútflutningur aukist um 2½% að meðaltali út spátímann.

Spáð er heldur meiri vexti heildarútflutnings í ár en minni á næsta ári

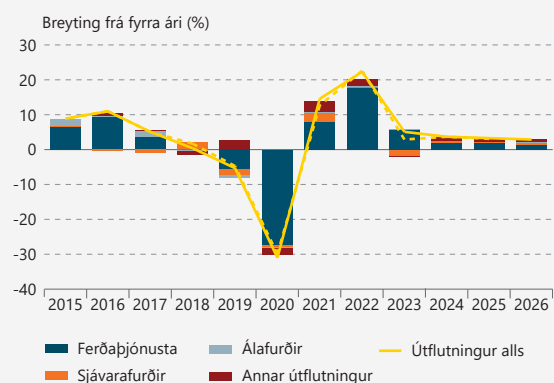
Talið er að heildarútflutningur aukist um 5,1% í ár sem er 0,5 prósentum meiri vöxtur en áætlað var í ágúst en þar vegast á horfur um minni vöruútflutning og meiri þjónustuútflutning (mynd III-19). Horfur fyrir næstu tvö ár breytast lítið frá ágúst en grunnáhrif valda því að vöxtur þjónustuútflutnings er heldur minni á næsta ári.

Hægt hefur á vexti innflutnings og horfur eru á samdrætti á seinni hluta ársins

Innflutningur vöru og þjónustu jókst um 1,1% á öðrum ársfjórðungi en gert hafði verið ráð fyrir álíka samdrætti í ágústspánni (mynd III-20). Munurinn skýrist einkum af endurskoðun á áður birtum tölum fyrir vöruinnflutning. Hann jókst um 2,3% milli ára eftir að hafa dregist saman á fyrsta fjórðungi en vöxtur mældist í innflutningi á eldsneyti, flutningatækjum og hrá- og rekstrarvörum en samdráttur mældist í neyslu- og fjárfestingarvörum. Á fyrri helmingi þessa árs jókst vöruinnflutningur um 0,4% eftir að hafa aukist um tæplega 11% í fyrra. Vísbendingar eru hins vegar um að meiri samdráttur

Mynd III-19

Útflutningur og framlag undirliða 2015-2026¹



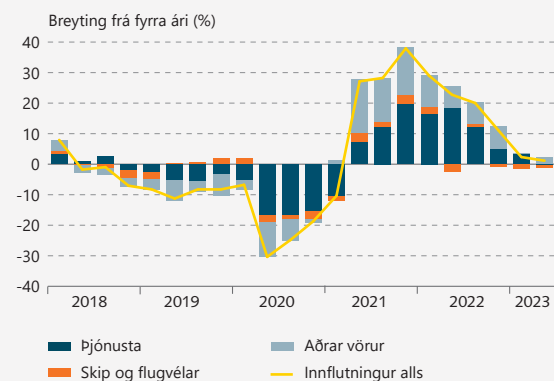
1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og heildarútflutnings vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Ferðabjónusta er samtala á „ferðalögum“ og „farþegaflutningum með flugi“. Álfurflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026. Brotalína sýnir spá PM 2023/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-20

Innflutningur og framlag undirliða¹

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2023



1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og heildarinnflutnings vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hafi verið á þriðja ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í takt við hægari vöxt þjóðarútgjalda og því er talið að vöruinnflutningur dragist saman um 1,3% á árinu í heild sem er rúmlega 1 prósentu meiri samdráttur en spáð var í ágúst. Undanfarin misseri hefur vöruinnflutningur verið óvenju mikill en verðmæti hans í hlutfalli við landsframleiðslu virðist hafa tekið að þökast nær sögulegu meðaltali á ný (mynd III-21).

Þjónustuinnflutningur reyndist veikari á öðrum ársfjórðungi en gert hafði verið ráð fyrir vegna endurskoðunar á árinu í fyrra og dróst hann saman um 0,8% milli ára. Grunnáhrif endurskoðunar á fyrra ári hafa einnig áhrif á þriðja ársfjórðung auk þess sem ferðalög Íslendinga erlendis voru heldur færri en áætlað hafði verið og því er talið að þjónustuinnflutningur aukist um 2,1% í ár í stað 4,5% í ágúst. Spáð er því að innflutningur í heild dragist lítillega saman í ár en í ágúst var spáð 1,2% vexti. Horfur út spátímann hafa hins vegar lítið breyst.

Horfur á lítills háttar afgangi á viðskiptajöfnuði

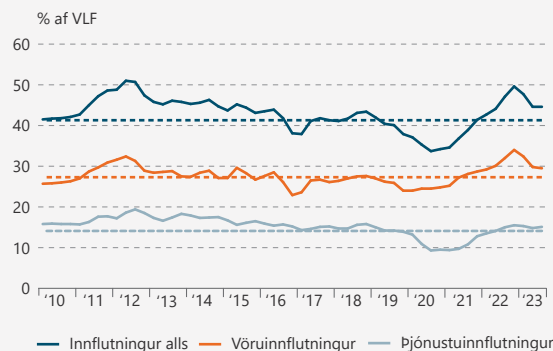
Afgangur upp á 0,7% af landsframleiðslu mældist á viðskiptajöfnuði á öðrum ársfjórðungi en það er í fyrsta sinn eftir COVID-19-farsóttina sem það mælist afgangur á öðrum fjórðungi ársins. Í ágúst var gert ráð fyrir álíka miklum halla en muninn má m.a. rekja til meiri þjónustuútflytninga en gert hafi verið ráð fyrir vegna áhrifa áður nefndrar endurskoðunar á sögulegum tölum. Á sömu sveif lagðist heldur meiri afgangur á jöfnuði frumþáttatekna vegna meira taps innlendra lyfjafyrirtækja í erlendri eigu en áætlað var. Á fyrri helmingi ársins nam halli á viðskiptajöfnuði 0,5% af landsframleiðslu. Sveiflur í jöfnuði frumþáttatekna vegna afkomu innlendra fyrirtækja í erlendri eigu, einkum álfyrirtækja, hafa haft töluverð áhrif á þróun viðskiptajafnaðar undanfarin misseri og var viðskiptahalli árin 2021 og 2022 endurskoðaður nokkuð í september sl. vegna endurskoðunar á afkomu álfyrirtækja (mynd III-22). Viðskiptahallinn reyndist um 0,5 prósentum meiri en áður var talið bæði árin, þrátt fyrir um 0,3 prósentum meiri afgang á þjónustujöfnuði árið 2022, og var hann 2% af landsframleiðslu árið 2022 og 3% árið 2021.

Horfur um viðskiptajöfnuð fyrir árið í ár hafa hins vegar batnað frá því í ágúst og þar veiga horfur um veikari innflutning þungt en á sömu sveif leggst meiri afgangur á þjónustujöfnuði vegna áhrifa endurskoðunar fyrra árs og kröftugs þriðja ársfjórðungs í ferðaþjónustu. Útlit er því fyrir að vöru- og þjónustujöfnuður verði nokkurn veginn í jafnvægi í ár en í ágúst var spáð um 1% halla. Einnig er gert ráð fyrir meiri afgangi á jöfnuði frumþáttatekna vegna horfa um verri afkomu

Mynd III-21

Innflutningur vöru og þjónustu¹

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2023

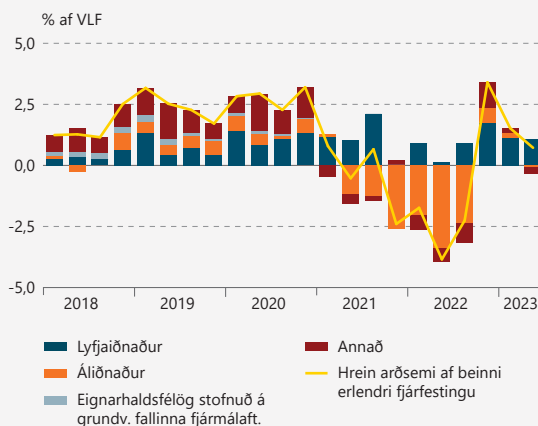


1. Tveggja ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal. Grunnspá Seðlabankans á 3. ársfj. 2023. Brotalínur sýna meðaltal frá 1998.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-22

Hrein arðsemi af beinni erlendri fjárfestingu

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2023



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ál- og kísilfyrirtækja sökum meiri verðlækkunar á ál- og kísilafurðum en áætlað var í ágúst. Því er útlit fyrir að afgangur verði á viðskiptajöfnuði í ár um sem nemur 0,6% af landsframleiðslu en í ágúst var gert ráð fyrir tæplega 1% halla (mynd III-23).

Sömu þættir hafa áhrif á næsta ári og eru horfur á lítills háttar bata í vöru- og þjónustujöfnuði og áframhaldandi afgangi á jöfnuði frumþáttatekna. Áfram eru þó horfur á rýrnun frumþáttatekna þegar líður á spátímamann. Viðskiptajöfnuður helst því í ¾% af landsframleiðslu á næstu tveimur árum og verður kominn í jafnvægi í lok spátímans en í ágúst var spáð halla sem næmi 1-1½% af landsframleiðslu.

Hagvöxtur

Meiri hagvöxtur á fyrri hluta ársins en gert var ráð fyrir í ágúst ...

Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla jókst um 2,2% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi sem er meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Milli ára mældist 4,5% hagvöxtur en í ágústspánni var áætlað að hann yrði 3,7% (mynd III-24). Hraðari vöxt má að mestu rekja til meiri aukningar neyslu- og fjárfestingarútgjalda eins og rakið er fyrir í kaflanum, ásamt áhrifum endurskoðunar Hagstofunnar á áður birtum tölum, sér í lagi samneyslu og fjármunamyndun. Eftir endurskoðun Hagstofunnar reyndist hagvöxtur síðasta árs 0,8 prósentum meiri en áður var talið og mælist hann nú 7,2% sem er í takt við mat bankans frá því í febrúar þegar þjóðhagsreikningar lágu ekki fyrir árið 2022 í heild.

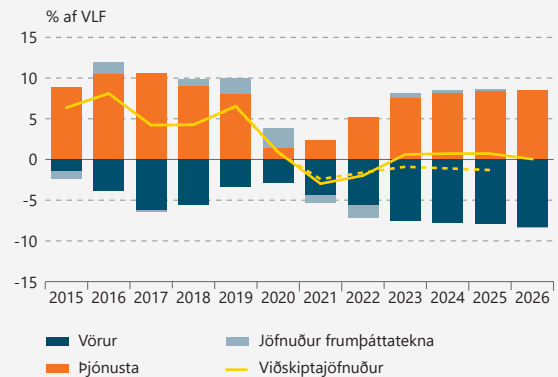
Sé lítið á fyrri hluta þessa árs mældist 5,8% hagvöxtur sem er í ágætu samræmi við spá bankans frá í ágúst um 5,4% vöxt á tímabilinu (mynd III-25). Hagvöxturinn var að mestu leyti drifinn áfram af hagstæðum utanríkisviðskiptum vegna mikilla tekna af ferðaþjónustu og á sömu sveif lagðist 2,7% vöxtur innlendrar eftirspurnar. Þróunin var því í meginatriðum í takt við fyrri áætlun bankans þó að endurskoðun Hagstofunnar á fyrri tölum hafi haft nokkur áhrif á útkomuna.

... og horfur á lítillaga meiri hagvexti á árinu öllu ...

Talið er að landsframleiðsla hafi aukist um 1¾% á milli ára á þriðja fjórðungi sem er heldur meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst. Þar vegast á annars vegar bjartari horfur í utanríkisviðskiptum og hins vegar hægari vöxtur þjóðarútgjalda sem fyrst og fremst endurspeglar lakari horfur í öllum undirlíðum fjármunamyndunar. Á árinu öllu er áætlað að hagvöxtur verði 3,7% sem er 0,2 prósentum meiri vöxtur en í ágústspánni (mynd III-26). Munar þar mestu um hagstæðara framlag utan-

Mynd III-23

Viðskiptajöfnuður 2015-2026¹



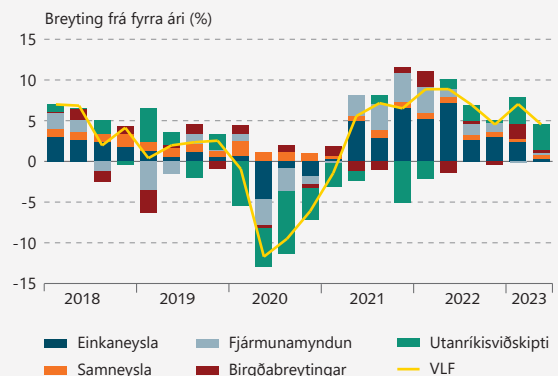
1. Viðskiptajöfnuður án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja árið 2015. Jöfnuður rekstrarframlaga talinn með frumþáttajöfnuði. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026. Brotalína sýnir spá PM 2023/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-24

Hagvöxtur og framlag undirliða¹

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2023

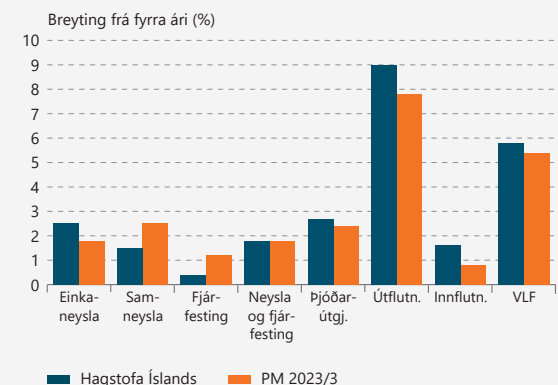


1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og hagvaxtar vegna keðju-tengingar þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-25

Þjóðhagsreikningar fyrir hluta 2023



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

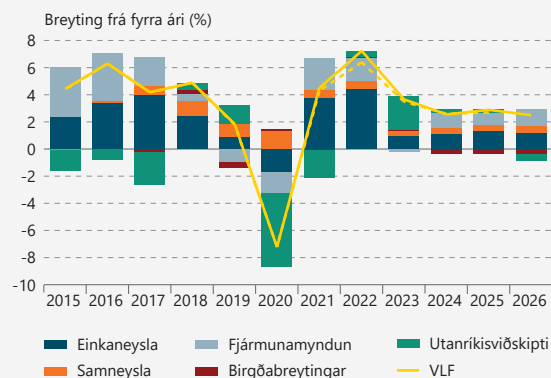
ríkisviðskipta til landsframléiðslu vegna meiri tekna úr ferðapjónustu og samdráttar í innflutningi samhliða lakari þjóðarútgjöldum. Á móti vega hins vegar fyrst og fremst hægari vöxtur fjármunamyndunar og neikvæðara framlag birgðabreytinga.

... en horfur lengra fram á veginn breytast lítið

Líkt og í ágúst er talið að hagvöxtur haldi áfram að gefa eftir og verði 2,6% á næsta ári. Horfur eru á lítillga meiri hagvexti árið 2025 en þegar horft er til næstu þriggja ára hafa horfur lítið breyst: talið er að hagvöxtur verði að meðaltali 2,7% á næstu þremur árum en í ágúst var talið að hann yrði 2,6%. Töluverð óvissa er þó um þessar horfur, ekki síst í ljósi nýjustu atburða á Reykjanesskaga en umfangsmikið tjón af völdum mögulegs eldgoss myndi að öðru óbreyttu draga úr hagvexti til skemmri tíma. Efnahagshorfur gætu einnig verið of bjartsýnar ef efnahagshorfur í viðskiptalöndum versna enn frekar eða ef verðbólga hér á landi verður þrálátari en grunnspáin gerir ráð fyrir (sjá rammagrein 1).

Mynd III-26

Hagvöxtur og framlag undirliða 2015-2026¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026. Brotalína sýnir spá frá PM 2023/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta



Vinnumarkaður

Enn töluverð spenna á vinnumarkaði en hægt hefur á fjölgun starfa ...

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 6,4% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Störfum fjölgaði um 5,7% og meðalvinnuvikan lengdist um 0,7%.

Ársfjölgun starfa og heildarvinnustunda á fjórðungnum litast töluvert af þróuninni fyrir ári þegar þeim fækkaði milli fjórðunga. Sé litið til árstíðarleiddréttar talna VMK fjölgaði störfum lítið sem ekkert milli fjórðunga en heildarvinnustundum um 0,4%. Í báðum tilfellum er það minni fjölgun milli fjórðunga en var á fyrri hluta ársins. Leiðrétt fyrir árstíð fjölgaði launafólki á staðgreiðsluskrá einnig hægar á þriðja ársfjórðungi en á fyrri hluta ársins eða um 0,5% milli fjórðunga en því fjölgaði að jafnaði um tæplega 1% milli fjórðunga á fyrri hluta ársins.

Frá upphafi farsóttarinnar hefur fjöldi starfandi fólks mælst nokkru meiri í VMK en samkvæmt staðgreiðsluskrá. Þannig voru heildarvinnustundir orðnar nærri 10% fleiri og starfandi tæplega 13% fleiri en á árinu fyrir farsóttina samkvæmt VMK en launafólki fjölgaði töluvert minna eða um 8% á sama tíma og jókst þessi munur lítillega frá því í sumar (mynd IV-1).¹

1. VMK leggur mannfjöldatölur Þjóðskrár Íslands til grundvallar á fjölda starfandi. Mannatal ársins 2021 sýnir hins vegar að íbúafjöldi landsins er ofmetinn í tölum Þjóðskrár sem gæti að einhverju leyti skýrt þennan mun í starfafjölda VMK og staðgreiðsluskrár. Hagstofan hefur unnið að endurbótum á mati á mannfjölda sem stendur til að birta frá og með næstu áramótum.



... og atvinnuleysi er áfram lítið en virðist hafa náð botni

Árstíðarleiðréttar niðurstöður VMK fyrir þriðja ársfjórðung sýna að atvinnuþátttaka er mikil og hlutfall starfandi hátt (mynd IV-2). Hlutföllin hafa raunar ekki verið hærrí frá því um mitt ár 2017 ef frá er talinn annar fjórðungur fyrir hlutfall starfandi. Atvinnuleysi er að sama skapi lítið en það mældist 3,3% á fjórðungnum, eins og að jafnaði á fyrri hluta ársins (mynd IV-3). Vít skilgreint atvinnuleysi, sem tekur jafnframt tillit til mögulegrar viðbótar við vinnuaflið og þeirra sem eru með atvinnu en hefðu viljað vinna meira, hefur verið fremur stöðugt frá því um mitt síðasta ár eða nálægt 10% sem er áþekkt og á árinu fyrir farsóttina. Árstíðarleiðrétt skráð atvinnuleysi er einnig lítið en það jókst lítillega milli fjórðunga í fyrsta sinn frá því undir lok árs 2020. Það mældist 3,2% á þriðja ársfjórðungi sem er 0,1 prósentu meira en á fjórðungnum á undan en það jókst áfram í 3,4% í október.

Fólki sem hefur verið skemur en sex mánuði á atvinnuleysissskrá hefur fjölgað frá því í byrjun sumars en tæplega 600 fleiri voru á skrá í október en á sama tíma fyrir ári. Það eru því vísbendingar um að annaðhvort sé aukið flæði inn á atvinnuleysissskrá eða að hægt hafi á útflæði af henni. Á móti fækkaði þeim sem hafa verið atvinnulausir lengur en í ár um tæplega 800 milli ára í október. Þá mældist langtímaatvinnuleysi 0,6% af mannaflanum sem er litlu minna en á árinu fyrir farsóttina.

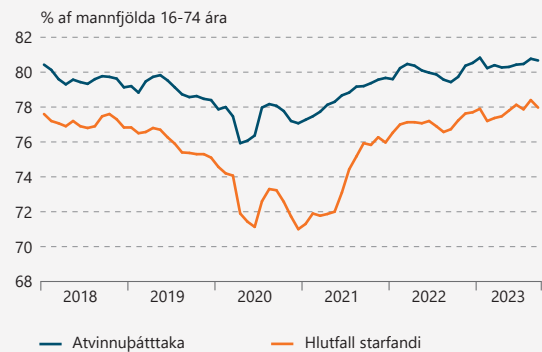
Þótt kannanir segi að störfum fjölgi áfram ...

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum haustkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins var munur á hlutfalli fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki og þeirra sem vilja fækka því jákvæður um 16 prósentur. Er það svipað hlutfall og verið hefur það sem af er þessu ári en munurinn var hins vegar jákvæður um nærri 30 prósentur allt síðasta ár. Hann er þó enn yfir sögulegu meðaltali (mynd IV-4). Þá voru tæplega 6.800 laus störf á þriðja ársfjórðungi samkvæmt fyrirtækjakönnun Hagstofunnar. Lausum störfum hefur fækkað frá því í fyrra en þau voru heldur fleiri en á sama tíma árið 2019. Svipaða sögu má segja um hlutfall lausra starfa og atvinnulausra. Hlutfallið hækkaði mikið í fyrra en hefur verið lægra í ár. Á þriðja ársfjórðungi voru nærri jafn mörg laus störf og atvinnulausir einstaklingar en árið 2019 voru laus störf helmingi færri en fjöldi atvinnulausra.

Mynd IV-2

Atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi¹

Janúar 2018 - september 2023

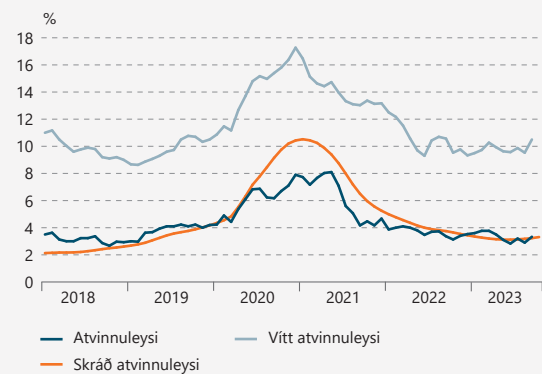


1. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiðrétttra talna.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

Atvinnuleysi¹

Janúar 2018 - október 2023

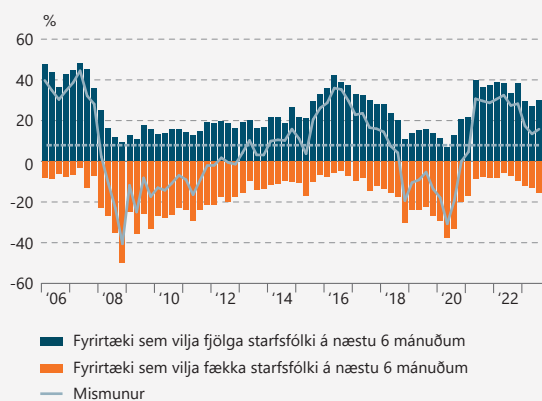


1. Vít atvinnuleysi eru atvinnulausir, vinnulitir (þeir sem eru í hlutastarfi en vilja vinna meira) og möguleg viðbót á vinnuarkað (þeir sem eru tilbúnir að vinna en eru ekki að leita að vinnu og þeir sem eru að leita að vinnu en ekki tilbúnir að hefja störf innan tveggja vikna) sem hlutfall af mannafla með viðbót (mannafli að viðbætti mögulegri viðbót á vinnuarkaði) skv. tölum VMK. Skráð atvinnuleysi er án fólks á hlutabótum frá og með mars 2020. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiðrétttra talna.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

Ráðningaráform fyrirtækja¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2023



1. Hlutfall fyrirtækja sem vilja fækka starfsfólki sýnt með neikvæðu formerki. Brotalína sýnir meðaltal tímabilsins. Árstíðarleiðréttar tölur.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

... mun líklega hægja á fjölgun starfa ef áfram hægir á íbúafjölgun ...

Íbúum landsins fjölgaði um 3% milli ára á þriðja ársfjórðungi (mynd IV-5). Líðlega 2.400 erlendir ríkisborgarar fluttu til landsins umfram þá sem fluttu frá því á fjórðungnum en fjölgun þeirra hefur verið megin-drifkraftur fjölgunar starfa um nokkurt skeið. Þá hefur aukinn straumur flóttafólks skýrt töluverðan hluta af íbúafjölgun frá og með síðasta ári. Þótt fjölgun íbúa sé enn mikil í sögulegu samhengi hefur heldur hægt á henni undanfarna tvo fjórðunga. Á það bæði við um komur erlends flóttafólks og fjölgun annarra erlendra ríkisborgara sem hægt hefur á í takt við hægari vöxt efnahagssumsvifa.

Erfitt er að spá fyrir um mannfjöldapróun vegna mikillar fjölgunar flóttafólks en gert er ráð fyrir að hægja muni á búferlaflutningum til landsins í takt við að það dragi úr innlendri framleiðsluspennu sem verði áþekktari stöðunni í viðskiptalöndum okkar þegar líður á spátímann.

... og því er búist við áframhaldandi spennu á vinnumarkaði í ár en að hún fjari út á næsta ári

Enn er töluverð spenna á vinnumarkaði þótt vísbendingar séu um að hún fari minnkandi. Grunnspáin gerir ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi um 4,4% í ár en að á næsta ári muni verulega hægja á þegar þeim fjölgar um aðeins 0,5%. Búist er við að vinnuafleiftirspurn nái sér á strik á síðari hluta spátímans þegar heildarvinnustundum fjölgar að jafnaði um 1¾% á ári. Talið er að atvinnuleysi samkvæmt VMK verði 3,4% í ár og aukist í 4,8% á næsta ári þegar slaki myndast á vinnumarkaði sem varir fram á árið 2025. Þessi þróun endurspeglar m.a. aukið taumhald peningastefnunnar og minnkandi vinnuafleiftirspurn vegna hækkunar launakostnaðar. Talið er að atvinnuleysi þokist aftur niður þegar frá líður á næsta ári og verði 4% undir lok spátímans sem samrýmist mati bankans á jafnvægisatvinnuleysi (mynd IV-6).

Vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta

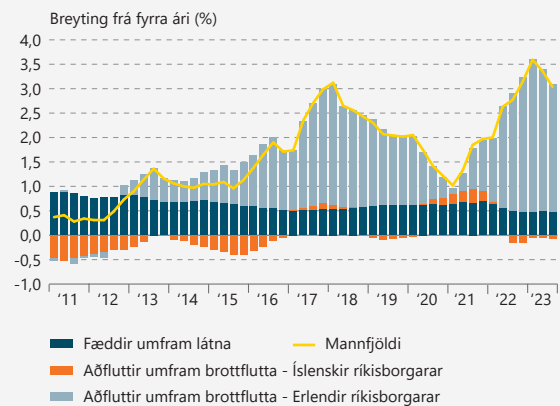
Horfur á hóflegum framleiðnivexti á spátímanum

Mælingar á framleiðni vinnuafls hafa verið afar sveiflukenndar frá því að farsóttin skall á. Sé miðað við verga landsframleiðslu á vinnustundir samkvæmt VMK jókst framleiðni vinnuafls um 0,5% milli ára í fyrra sem er umtalsvert minni aukning en árið 2021. Vöxturinn er jafnvel enn minni eða 0,2% sé miðað við mælikvarða

Mynd IV-5

Mannfjöldi

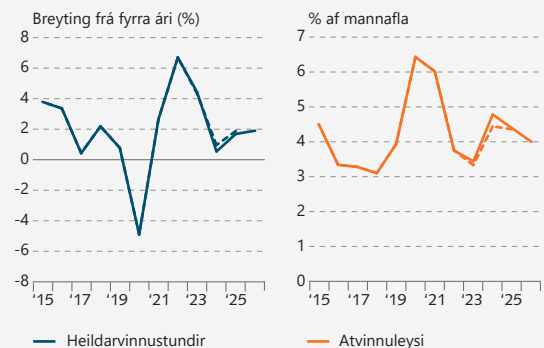
1. ársfj. 2011 - 3. ársfj. 2023



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-6

Heildarvinnustundir og atvinnuleysi 2015-2026¹



1. Heildarvinnustundir og atvinnuleysi miðað við vinnumarkaðsskönnun Hagstofu Íslands. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026. Brotalínur sýna spá PM 2023/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hagstofunnar sem byggist á vinnumagni þjóðhagsreikninga (mynd IV-7). Framleiðni á þann mælikvarða hefur þó mælst meiri undanfarin þrjú ár en ef miðað er við landsframleiðslu á vinnustund VMK eða 0,8% að jafnaði á ári í stað þess að hafa ekkert aukist.

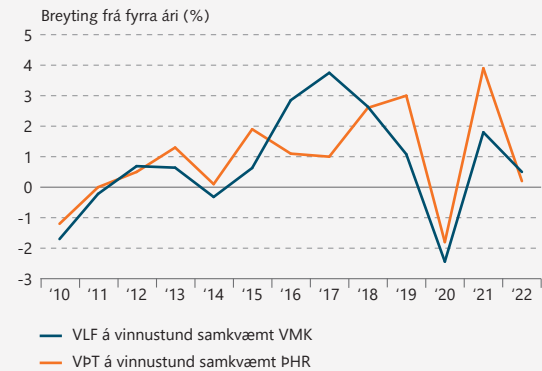
Grunnsþá bankans gerir ráð fyrir að landsframleiðsla á vinnustundir VMK dragist saman um 0,7% í ár. Þá eru áfram horfur á hóflegri framleiðniaukningu til næstu þriggja ára en búist er við að landsframleiðsla á vinnustundir VMK aukist um að jafnaði 1¼% á ári yfir tímabilið 2024-2026.

Meiri framleiðsluspenna í fyrra og talið að hún hjaðni hægar á spátímanum

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum haustkönnunar Gallup töldu 36% stjórnenda sig búa við skort á starfsfólki sem er 7 prósentum lægra hlutfall en í síðustu könnun. Hins vegar töldu enn um 58% þeirra fyrirtæki sitt eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn og hlutfallið er því enn nálægt sögulegu hámarki. NF-vísitalan, sem tekur saman fjölda vísbendinga um nýtingu framleiðsluþátta, bendir til þess að áfram sé töluvert álag á framleiðsluþáttum þótt vísitalan hafi lækkað um tæpt eitt staðalfrávik frá því að hún fór hæst um mitt síðasta ár. Hún hefur hins vegar ekkert lækkað það sem af er ári (mynd IV-8).

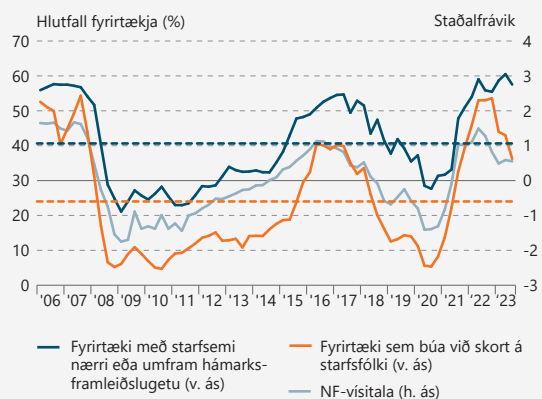
Nýjustu tölur þjóðhagsreikninga Hagstofunnar benda til þess að framleiðsluspennan í þjóðarbúinu í fyrra hafi verið litlu meiri en áður var talið. Þessi munur helst í meginatriðum út spátímann. Gert er ráð fyrir að spennan minnki er líður á spátímann en að enn verði smávægileg spenna til staðar í lok spátímans. Í síðustu spá var talið að spennan væri horfin í lok árs 2025 (mynd IV-9).

Mynd IV-7
Framleiðni vinnuafis 2010-2022¹



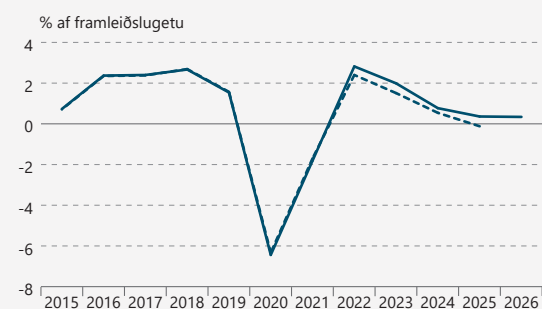
1. Framleiðni vinnuafis ýmist mæld sem verg landsframleiðsla (VLF) á vinnustund þar sem byggt er á heildarvinnustundum út frá vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) eða vegar þáttatekjur (VPT) á vinnustund þar sem byggt er á heildarvinnustundum út frá vinnumagni þjóðhagsreikninga (ÞHR).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8
Nýting framleiðsluþátta¹
1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2023



1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðsluþátta byggjast á viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Vísitala nýtingar framleiðsluþátta (NF-vísitalan) er fyrsti frumbáttur valinna vísbendinga um nýtingu framleiðsluþátta sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ítarlegri lýsingu má finna í rammagrein 3 í PM 2018/2. Árstíðarleiðréttar tölur. Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilsins.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9
Framleiðsluspenna 2015-2026¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2023-2026. Brotalína sýnir spá frá PM 2023/3.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Verðbólga



Nýleg verðbólguþróun

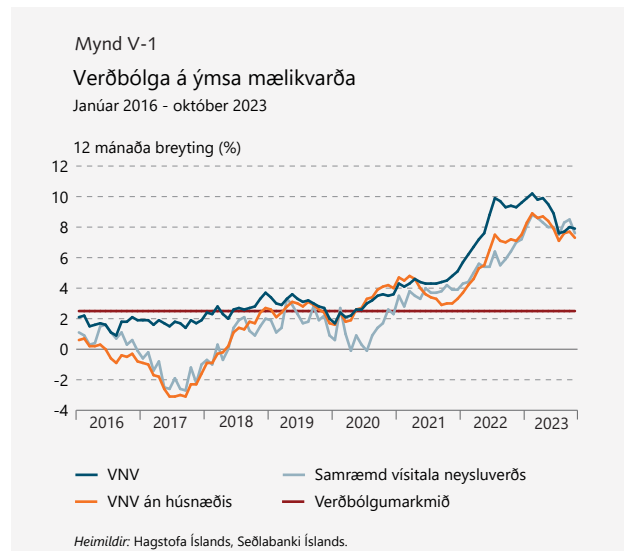
Verðbólga hefur reynst afar þrálát ...

Verðbólga minnkaði sl. sumar og mældist 7,8% á þriðja ársfjórðungi en í síðustu *Peningamálum* var spáð að hún yrði 7,7%. Verðhækkningar á dagvöru og opinberri þjónustu höfðu mest áhrif á vísitölu neysluverðs á fjórðungnum en verð á almennri þjónustu hefur einnig þokast upp.

Verðbólga hefur verið yfir verðbólguþröngun Seðlabankans í meira en þrjú ár. Hún mældist 7,9% í október sl. og minnkaði úr 8% í september en hefur aukist frá útgáfu *Peningamála* í ágúst (mynd V-1). Í október hafði hækkun á íbúðaverði og matvöru mest áhrif. Verðbólga án húsnæðis var 7,3% og hefur þróast á áþekkan hátt og almenn verðbólga. Verðbólga miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna (sem jafnframt undanskilur kostnað vegna eigin húsnæðis) hefur einnig aukist en hún mældist 7,6% í október.

... en dregið hefur lítillga úr undirliggjandi verðbólgu á sama tíma ...

Undirliggjandi verðbólga var 6,3% í október sé miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og hefur minnkað síðan í júlí (mynd V-2). Dreifing þessara mælikvarða hefur verið á þröngu bili undanfarið en þeir hafa allir hjaðnað frá því í sumar. Undirliggjandi verðbólga mælist um þessar mundir minnst á mælikvarða kjarnavísitölu sem horfir framhjá áhrifum óbeinna skatta, sveiflukennndra matvæla, eldsneytis, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Hún hafði í október hækkað um 5,7% sl. tólf mánuði en árshækkunin náði hámarki sumarið 2022. Undirliggjandi verðbólga mælist hins vegar mest ef miðað er við vegið miðgildi vísitölu neysluverðs og var 6,7% í október á þann mælikvarða og náði hámarki á öðrum fjórðungi þessa árs.



... þrátt fyrir að umfang verðhækkana sé enn töluvert

Verðbólga er enn mikil og á afar breiðum grunni en þó virðist hafa hægt á verðhækkunum undanfarið. Mælikvarðar á verðbólguhraða benda til þess að dregið hafi úr honum og mælist árstíðarleiðrétt þriggja mánaða verðbólga á ársgrunni t.d. tæplega 6% (mynd V-3). Umfang verðhækkana er þó enn útbreitt en í október höfðu rúmlega 40% neyslukörfunnar hækkað um meira en 10% frá því á sama tíma í fyrra (mynd V-4). Þar vegur húsnæðisliðurinn þungt. Einungis um fimm tungur neyslukörfunnar hefur hækkað um minna en 5% frá fyrra ári og hefur það hlutfall lítið breyst það sem af er ári.

Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs skýrir því enn stóran hluta af ársverðbólgu. Framlag hækkanar hans til verðbólgu minnkaði sl. sumar þegar það dró úr umsvifum á húsnæðismarkaði en það hefur aukist á ný og skýrir tæplega þriðjung af ársverðbólgu (mynd V-5). Framlag verðhækkana á almennri þjónustu hefur einnig þokast upp undanfarið.

Vísbendingar um verðbólguþrýsting

Innlend verðbólga hefur verið þrálát þrátt fyrir að hægt hafi á vexti efnahagsumsvifa ...

Þótt hægt hafi á vexti innlestrar eftirspurnar undanfarið hefur verð á innlendri vöru og þjónustu haldið áfram að hækka (sjá kafla III). Eins og rakið er í kafla IV er spennan á vinnumarkaði enn talsverð, atvinnuleysi lítið og áhrif mikilla kostnaðarhækkana undanfarn misseri eru því enn að koma fram. Verð innlestrar vöru hafði í október hækkað um 10,8% sl. tólf mánuði sem má einkum rekja til matvöruverðshækkana. Eins og rakið er að framan hefur þó heldur hægt á verðhækkunum frá því á fyrri hluta ársins.

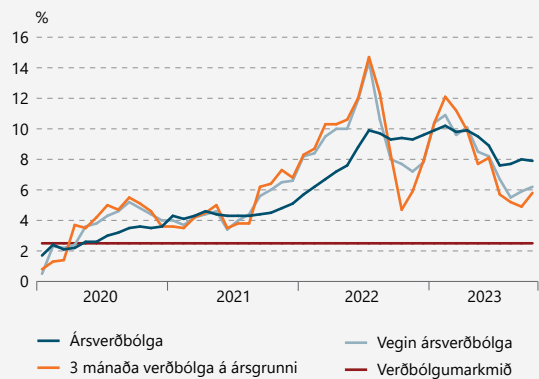
Verð opinberrar þjónustu hefur hækkað um 7,5% sl. tólf mánuði og verð á almennri þjónustu um 7,8% (mynd V-6). Ársverðhækkunin á báðum undirlíðum hefur því þokast upp frá því í júlí. Verðhækkningar eru dreifðar á ólíka undirlíði almennrar þjónustu en hækkan flugfargjalda og veitingaþjónustu vegur enn þungt. Í október voru flugfargjöld 8% hærri en á sama tíma fyrir ári og verð á veitingaþjónustu hafði hækkað um 10,5% á sama tíma.

Eins og rakið er í kafla II hefur íbúðaverð hækkað á ný undanfarna mánuði. Enn virðist því vera nokkur þrýstingur til verðhækkana á húsnæðismarkaði enda eru heimili enn að ganga á umframsparnað frá því í faraldrinum (sjá rammagrein 2), fólksfjölgun er afar hröð og hrein ný útlán til heimila hafa aukist undanfarið.

Mynd V-3

Verðbólga og verðbólguhraði¹

Janúar 2020 - október 2023

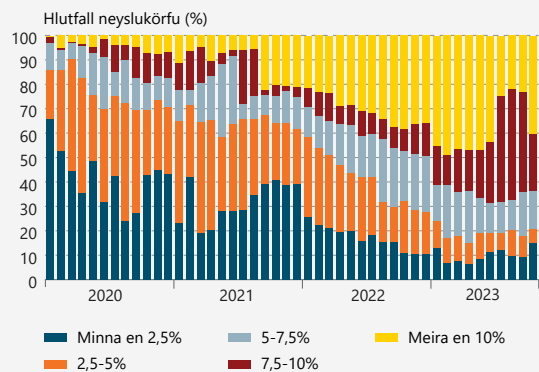


1. Árstíðarleiðréttar tölur (fyrir utan ársverðbólgu). Vegin ársverðbólga er metin með aðferð Eeckhout (2023) þar sem nýliðnar mánaðarbreytingar VNV fá meira vægi en eldri breytingar þar sem vogir mánaðarbreytingar eru fengnar með kúptu kernel-falli. Heimildir: J. Eeckhout (2023), "Instantaneous inflation", UPF Barcelona, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

Umfang verðhækkana¹

Janúar 2020 - október 2023

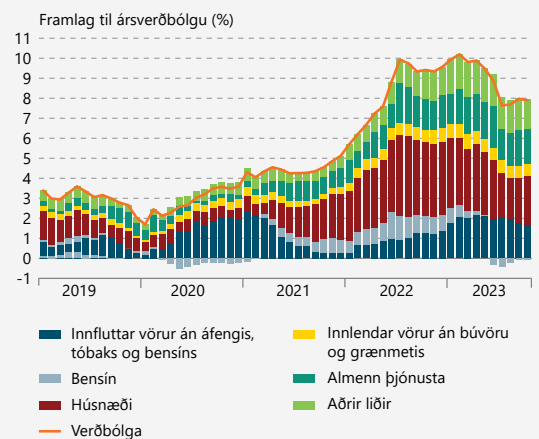


1. Hlutfall af neyslukörfu VNV flokkað eftir ársverðhækkun. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Undirlíðir verðbólgu

Janúar 2019 - október 2023



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

... en þó hefur dregið lítillega úr verðhækkun ýmissar innfluttrar vöru

Alþjóðleg verðbólga hefur minnkað undanfarna mánuði m.a. vegna lækkunar hrávöru- og orkuverðs en víða er undirliggjandi verðbólga enn mikil (sjá kafla I). Gengi krónunnar hækkaði um ríflega 5% yfir sumarmánuðina en hefur lækkað á ný undanfarið, m.a. vegna jarðhræringanna á Reykjanesi, og er rúmlega 1% lægra en á sama tíma í fyrra. Dregið hefur lítillega úr árshækkun á verði innfluttrar matvöru, nýrra bíla og annarrar innfluttrar vöru en það var þó eftirtektarvert hversu mikið útsölvörur hækkuðu í verði þegar útsölur höfðu gengið til baka. Enn er því ekki að sjá skýrar vísbendingar um að áhrif lækkunar hrávöruverðs og minnkandi verðbólgu í helstu viðskiptalöndum skili sér í lægra verðlagi hér á landi. Eldsneytisverð hefur hins vegar hækkað undanfarið í kjölfar hækkunar á heimsmarkaðsverði olíu og er nú álíka hátt og fyrir ári. Verð innfluttrar vöru hefur á heildina hækkað um 5,4% sl. tólf mánuði samanborið við 5,6% í júlí sl. (mynd V-7).

Niðurstöður haustkönnunar Gallup á væntingum stjórnenda fyrirtækja sem var framkvæmd í september sl. benda til þess að stjórnendum sem búast við hækkunum á eigin afurðaverði og aðfangaverði hafi fækkað frá vorkönnuninni. Þrátt fyrir fækkunina býst rúmlega helmingur stjórnenda við að eigin afurðaverð hækki á næstunni og er hlutfallið enn yfir sögulegu meðaltali.

Áframhaldandi mikil hækkun nafnlauna og raunlauna eru tekin að hækka á ný

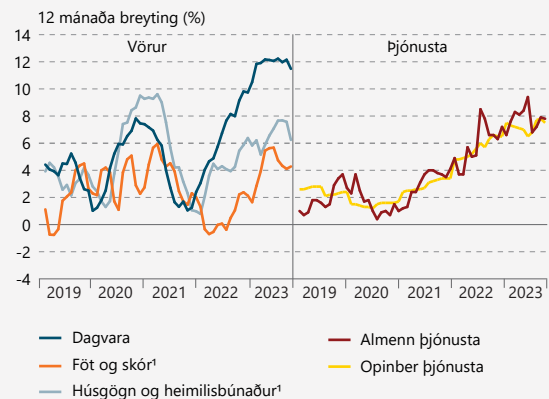
Samkvæmt þjóðhagsreikningum sem birtir voru í ágúst og september sl. var launahlutfallið, þ.e. hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum, 59,2% í fyrra eða 0,5 prósentum undir meðaltali síðustu tuttugu ára og stóð matið óbreytt frá áætlun þjóðhagsreikninga í mars.

Launavísitalan hækkaði um 1,2% milli fjórðunga og um 10,8% milli ára á þriðja ársfjórðungi (mynd V-8). Hækkun vísitölu heildarlauna hefur verið heldur minni undanfarið sem bendir til þess að breytt samsetning launa eða vinnumarkaðar dragi úr meðallaunakostnaði. Kjarasamningar hjá fjölmönnum hópum opinberra starfsmanna tóku gildi á öðrum ársfjórðungi og skýra hækkun launa á öðrum og þriðja ársfjórðungi. Í kjölfar þessara launahækkana og minnkandi verðbólgu hefur kaupmáttur launa aukist töluvert milli ára eftir stöðnun á síðasta ári. Á þriðja ársfjórðungi var hann 2,8% meiri en á sama fjórðungi í fyrra. Eins og fjallað var um í málefni *Peningamála* hafa raunlaun ekki gefið eftir hér á landi líkt og í öðrum iðnríkjum. Borið hefur á hærri kaupkröfum en vanalegt er á sumum þessara svæða

Mynd V-6

Verð á vöru og þjónustu

Janúar 2019 - október 2023

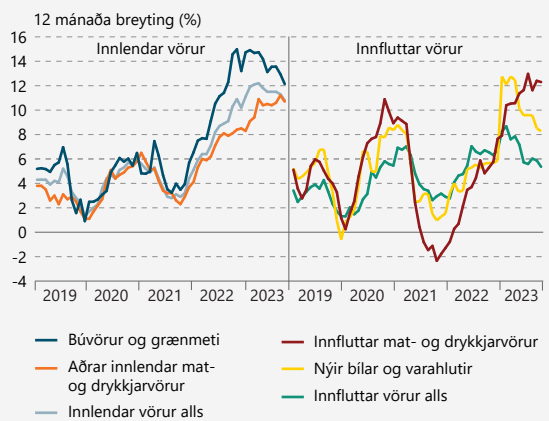


1. Miðað er við þriggja mánaða hlaupandi meðaltal.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-7

Verð innlestrar og innfluttrar vöru

Janúar 2019 - október 2023

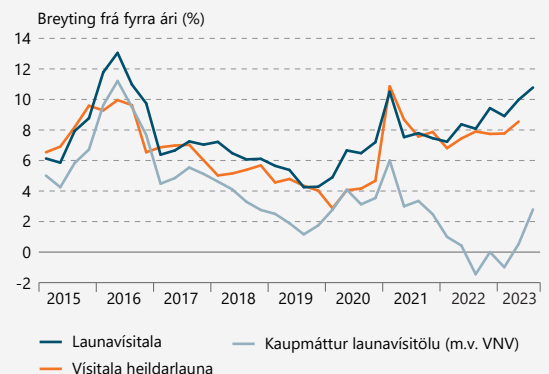


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-8

Laun

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2023



Heimild: Hagstofa Íslands.

en þá þróun verður að skoða í ljósi þeirrar kaupmáttar-
rýrnunar sem varð í þessum löndum í fyrra (sjá kafla I).

Þeir kjarasamningar sem gerðir voru á almennum
vinnumarkaði í nóvember sl. renna sitt skeið í lok janúar
á næsta ári. Enn er nokkur spenna á vinnumarkaði sem
gæti litað kjaraviðræður en vísbendingar eru þó um að
farið sé að draga úr henni (sjá kafla IV). Eins og fjallað
er um í rammagrein 3 er ekki að sjá að aukin verð-
bólga sé til komin vegna hækkandi álagningarhlutfalls
fyrirtækja. Hætta er því á að verði samið um ríflegar
launahækkningar í komandi samningum hafi fyrirtæki lítið
svigrúm til að dempa áhrif þeirra á verð og muni því,
að öðru óbreyttu, fleyta kostnaðarhækkuninni áfram til
neytenda leiði launahækkningar til aukinnar eftirspurnar.
Þá hefur launakostnaður á framleidda einingu nú
þegar hækkað vel umfram það sem samrýmist verð-
bólguþróun Seðlabankans. Útlit er fyrir að svo verði
áfram en samkvæmt grunnsþá bankans eykst launa-
kostnaður á framleidda einingu um 8,6% í ár og um
líðlega 4% að meðaltali á ári á næstu þremur árum.
Mikil óvissa er hins vegar um niðurstöðu komandi
kjarasamninga en ljóst er að þeir munu skipta miklu
máli fyrir verðbólguþróun á gildistíma sínum.

Verðbólguvæntingar

**Verðbólguvæntingar til skamms tíma lækka á suma
mælikvarða en eru áfram vel yfir markmiði ...**

Verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins og tveggja
ára lækkuðu lítillega samkvæmt nýlegri könnun þótt
þær séu áfram hærrí en þær voru í upphafi árs (mynd
V-9). Gera þeir ráð fyrir að verðbólga verði 5,5% eftir ár
en 4,2% eftir tvö ár.

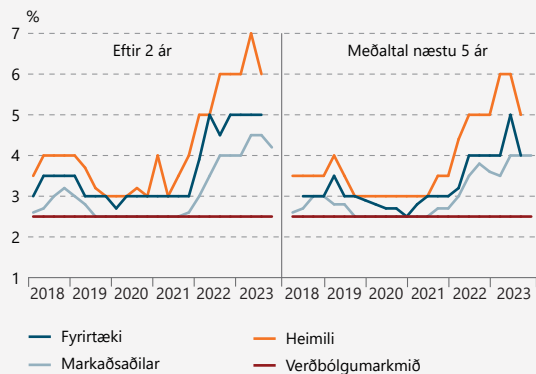
Stjórnendur fyrirtækja og heimili búast við meiri
verðbólgu: samkvæmt haustkönnunum Gallup gera
stjórnendur áfram ráð fyrir að verðbólga verði 5% eftir
tvö ár en verðbólguvæntingar heimila lækkuðu hins
vegar í 6%. Verðbólguvæntingar til næstu tveggja ára
eru því vel yfir verðbólguþróun Seðlabankans enda
litast skammtímaverðbólguvæntingar jafnan
mikið af nýliðinni verðbólgu.

... og það sama á við um langtímaverðbólguvæntingar
Mat markaðsaðila á lengri tíma verðbólguhorfum tekur
litlum breytingum milli kannana: þeir gera ráð fyrir að
verðbólga verði 4% að meðaltali næstu fimm ár og
3,5% að meðaltali næstu tíu ár. Mat stjórnenda fyrir-
tækja á lengri tíma verðbólguhorfum er áþekkt: þeir
gera ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali 4% næstu
fimm ár sem er lækkun um 1 prósentu frá fyrri könnun.
Verðbólguvæntingar heimila mælast jafnan hærrí en

Mynd V-9

Verðbólguvæntingar til 2 og 5 ára¹

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2023



1. Kannanir Gallup á verðbólguvæntingum heimila og fyrirtækja og könnun Seðla-
bankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. Miðgildi svara.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Þau búast við að verðbólga verði að meðaltali 5% á næstu fimm árum og lækkuðu þær einnig um 1 prósentu milli kannana.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hins vegar hækkað nýlega (mynd V-10). Tíu ára álagið var 4,3% um miðjan nóvember og hefur hækkað frá því í lok ágúst. Fimm ára álag eftir fimm ár hefur auk þess hækkað og var 3,9%.

Lengri tíma verðbólguvæntingar eru því áfram yfir markmiði þótt þær hafi lækkað undanfarið á summa mælikvarða en eins og fjallað er um í rammagrein 1 getur svo langvarandi yfirskot verðbólgu yfir markmiði grafið undan kjölfestu verðbólguvæntinga.

Verðbólguhorfur

Verðbólguhorfur til skamms tíma versna á ný ...

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi var einungis lítillega meiri en spáð var í síðustu *Peningamálum*. Nærhorfur hafa hins vegar versnað á ný: spáð er að verðbólga verði 7,9% á fjórða ársfjórðungi og að hún minnki í 6,8% á fyrsta fjórðungi næsta árs sem er 1 prósentu meira en búist var við í ágúst. Það er í takt við spár með skammtímalíkönunum bankans en samkvæmt þeim gæti verðbólga verið á bilinu 6,3-7% á fyrsta fjórðungi næsta árs. DSGE-líkan bankans DYNIMO gefur einnig áþekka niðurstöðu (mynd V-11).

Lakari skammtímahorfur endurspeglar m.a. að spennan í þjóðarbúinu hefur reynst meiri og gengi krónunnar verið lægra en spáð var. Þá hefur húsnæðisverð gefið minna eftir á seinni hluta ársins en gert var ráð fyrir. Þessu til viðbótar stefnir í meiri verðhækkunar á opinberri þjónustu í byrjun næsta árs en áætlað var í ágúst. Nokkur óvissa er þó um hversu mikið verð á nýjum rafbílum hækkar þegar skattaávilnanir sem þeir hafa notið falla niður.

Horfur eru því á að verðbólga verði meiri en spáð var í ágúst út næsta ár. Útlit er fyrir að spennan í þjóðarbúinu hjaðni hægar en áður var áætlað og innflutningsverð hækki meira, bæði þar sem spáð er lægra gengi krónunnar og þar sem alþjóðleg verðbólga hjaðnar hægar. Þá eru vísbendingar um að verðbólga sé orðin þrálátari en áður var gert ráð fyrir (sjá rammagrein 6). Gert er ráð fyrir að verðbólga verði 4,9% í lok næsta árs en ekki 3,9% eins og spáð var í ágúst.

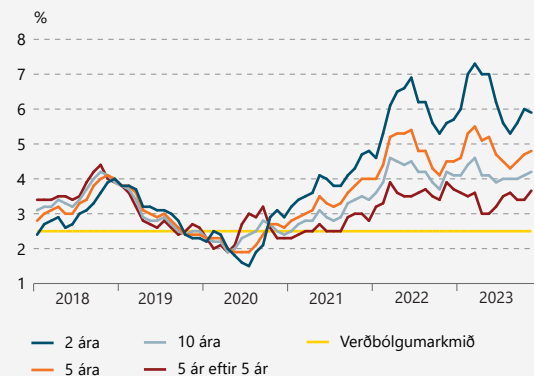
... en horfur lengra fram í tímann hafa lítið breyst ...

Líkt og í fyrri spám bankans er búist við að verðbólga hjaðni hægt. Spáð er að áfram hægi á efnahagssumsvifum eftir því sem líður á næsta ár en að það verði enn nokkur spenna á vinnumarkaði. Jafnframt er gert

Mynd V-10

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

Janúar 2018 - nóvember 2023



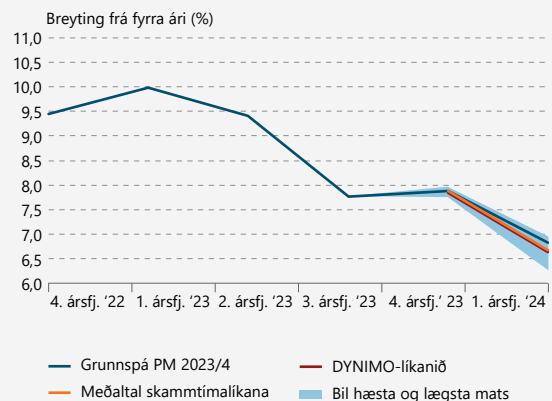
1. Meðaltal mánaða. Gögn til og með 17. nóvember 2023.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-11

Verðbólguþáttur til skamms tíma¹

4. ársfj. 2022 - 1. ársfj. 2024



1. Samanburður á grunnspá og spám heildarjafnvægislíkans bankans (DYNIMO) og meðaltals 5 tölfraðilegra metinna verðbólgu líkana sem bankinn notar við að gera verðbólguþáttur til skamms tíma.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ráð fyrir að gengi krónunnar verði heldur lægra á spátímanum en samkvæmt ágústspánni. Spáð er að verðbólga verði að meðaltali 3,6% árið 2025 en verði komin í markmið í lok spátímans skilyrt á vaxtaferil spárinnar.

... og talsverð óvissa er um hversu vel gengur að koma verðbólgu í markmið

Verðbólga hefur verið mikil og þrálát undanfarin ár bæði hér á landi og erlendis (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 6). Óvissa um verðbólguhorfur til skamms tíma hefur aukist töluvert í ljósi gengislækkunar krónunnar vegna jarðhræringa á Reykjanesi. Nokkur hætta er einnig á því að áhrif nýlegra kostnaðarhækkana séu vanmetin í ljósi þess að kjölfesta verðbólguvæntinga hefur laskast (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 1). Kjarasamningar losna í byrjun næsta árs og gæti niðurstaða þeirra jafnframt haft mikil áhrif á verðbólguhorfur á spátímanum. Hægt hefur á umsvifum á húsnæðismarkaði þótt verð sveiflist enn nokkuð og mun verðbólguþróun að hluta ráðast af því hvernig sá markaður þróast. Alþjóðlegar efnahagshorfur eru lakar og gætu versnað, m.a. vegna stríðsátaka í heiminum, sem myndi að öðru óbreyttu draga úr umsvifum í innlendum þjóðarbúskap.

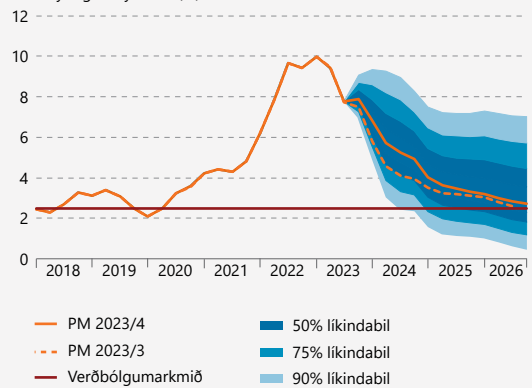
Líkt og hefur verið um nokkra hríð er talin meiri hætta á að verðbólga á næstunni sé vanmetin í grunnspánni en að hún sé ofmetin. Taldar eru helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 4-6½% að ári liðnu og á bilinu 2½-5% eftir tvö ár en þá eru taldar ríflega 60% líkur á að verðbólga verði meiri en nú er spáð (mynd V-12).

Mynd V-12

Verðbólguþá og óvissumat

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2026

Breyting frá fyrra ári (%)



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Frávíksdæmi og óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans endurspeglar það sem talin er vera líklegasta framvinda efnahagsmála á spátímanum. Efnahagshorfur eru hins vegar háðar óvissu og geta breyst verði breytingar á lykilforsendum spárinnar.

Þróun innlendra efnahagssumsvifa og verðbólgu mun m.a. ráðast af því hvernig framvinda efnahagsmála verður í helstu viðskiptalöndum og hversu hröð hjöðnun verðbólgu í heiminum verður. Ekki er útilokað að grunnspáin feli í sér of bjartsýnar horfur um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum og að verðbólga í þessum löndum hjaðni hraðar en þar er gert ráð fyrir. Mögulegum áhrifum þessa á innlenda efnahagsþróun er lýst í sérstöku frávíksdæmi.

Grunnspáin gæti einnig verið of bjartsýn um hjöðnun verðbólgu hér á landi í ljósi vísbendinga um laskaða kjölfestu verðbólguvæntinga og breytinga á eðli verðbólguferilsins sem af henni hafa leitt. Áhrif nýlegra kostnaðarhækkana og þeirra hækkana sem gert er ráð fyrir á spátímanum gætu því verið vanmetin í grunnspánni. Fjallað er um möguleg áhrif þessa á innlenda efnahagsþróun í sérstöku frávíksdæmi.

Í lokin er fjallað um ýmsa aðra óvissuþætti sem geta haft áhrif á hagvaxtar- og verðbólguhorfur hér á landi á spátímanum.

Frávíksdæmi: Verðbólga hjaðnar hraðar en samkvæmt grunnspá

Alþjóðleg verðbólga tekin að hjaðna þótt hún sé áfram vel yfir markmiði

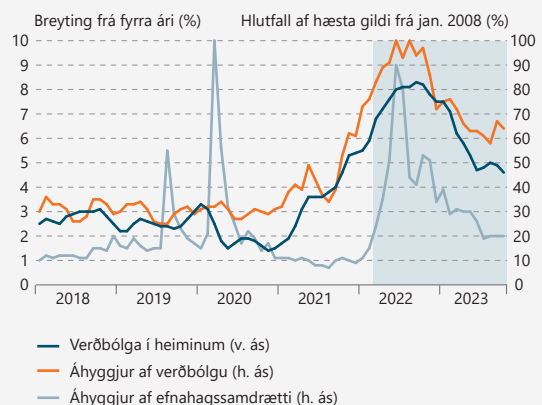
Verðbólga hefur verið mikil undanfarin misseri, bæði hér og erlendis, og reynst meiri og þrálátari en spár höfðu gert ráð fyrir (sjá umfjöllun í rammagrein 6). Eins og rakið er í kafla I eru þó vísbendingar um að verðbólguþrýstingur fari minnkandi þótt verðbólga sé víða áfram vel yfir markmiði og nokkur óvissa sé um hagvaxtar- og verðbólguhorfur í sögulegum samanburði (mynd 1). Grunnspá bankans gerir ráð fyrir að verðbólga í helstu viðskiptalöndum haldi áfram að hjaðna og verði við 2% markmið helstu seðlabanka heimsins á seinni hluta árs 2025.

Grunnspáin gerir ekki ráð fyrir að hjöðnun alþjóðlegrar verðbólgu í markmið fari saman við samdrátt efnahagssumsvifa í helstu iðnríkjum þótt talið sé að hagvöxtur verði vel undir sögulegu meðaltali. Þetta er í takt við alþjóðlegrar spár. Þessar spár gætu hins vegar verið of bjartsýnar

Mynd 1

Verðbólga og óvissa í heiminum¹

Janúar 2018 - október 2023



1. Verðbólga í heiminum miðað við VNV. Mælikvarðarnir á áhyggjur af verðbólgu og efnahagssamdrætti byggja á tíðni leita af orðinu „inflation“ og „recession“ í Google Trends. Skyggða svæðið sýnir tímabilið frá upphafi stríðsátaka í Úkraínu.

Heimildir: Google Trends, S&P Global, Seðlabanki Íslands.

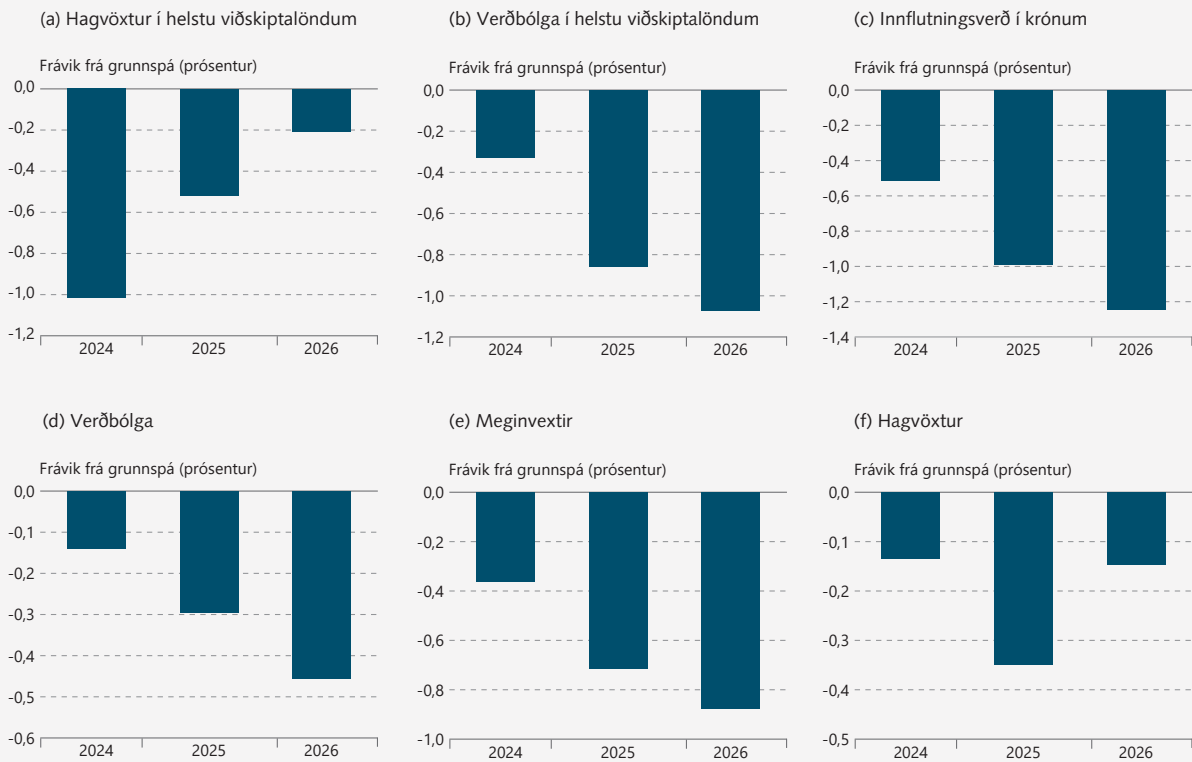
enda hefur sögulega gjarnan þurft að framkalla efnahags- samdrátt til að ná verðbólgu niður þegar hún hefur verið eins mikil og viðfeðm og undanfarið. Ekki er heldur útilokað að áhrif mikillar og hraðrar hækkunar vaxta á heimsbúskap- inn séu vanmetin og þau eigi eftir að koma betur fram á næstunni. Þá er ekki heldur útilokað að áhrif vandamála á lána- og húsnæðismarkaði í Kína séu vanmetin og hag- vöxtur þar verði minni en gert er ráð fyrir. Verðbólga í helstu viðskiptalöndum gæti þá hjaðnað hraðar en grunnspáin gerir ráð fyrir. Hún gæti einnig hjaðnað hraðar ef bati á framboðshlið heimshagkerfisins verður enn kröftugri en nú er gert ráð fyrir. Óvissa vegna stríðsátaka í Úkraínu og nú nýverið í Mið-Austurlöndum er þó mikil sem gæti mögulega leitt til þess að aftur komi brestir í alþjóðlegar aðfangakeðjur.

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum gæti hjaðnað hraðar en gert er ráð fyrir ...

Í þessu frávíkisdæmi er gert ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði minni en gert er ráð fyrir í grunn- spánni og að það valdi því að alþjóðleg verðbólga hjaðni hraðar. Möguleg áhrif á alþjóðleg efnahagssumsvif og inn- lendan þjóðarbúskap eru sýnd á mynd 2.

Mynd 2

Frávíkisdæmi: Verðbólga hjaðnar hraðar en í grunnspá



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Gert er ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði 1 prósentu minni en í grunnspánni á næsta ári og um ½ prósentu minni árið 2025 (mynd 2a). Samkvæmt fráviksdæminu stendur landsframleiðsla í helstu viðskiptalöndum því nánast í stað milli ára á næsta ári en tekur síðan við sér árið 2025 en hægar en í grunnspánni.

Til að meta áhrif lakari efnahagshorfa í viðskiptalöndum á heimsbúskapinn er notast við NiGEM-líkan Seðlabankans.¹ Samkvæmt því lækkar alþjóðlegt hrávöru- og olíuverð í samanburði við forsendur grunnspárinnar og verðbólga í viðskiptalöndum hjaðnar hraðar en þar er gert ráð fyrir: hún er um 0,3 prósentum minni á næsta ári og um 1 prósentu minni frá árinu 2025 (mynd 2b). Á móti samdráttaráhrifum minni alþjóðlegra efnahagssumsvifa vegur að alþjóðlegir vextir lækka hraðar og eru orðnir ríflega 1 prósentu lægri að meðaltali í helstu viðskiptalöndum frá næsta ári.

... sem myndi flýta hjöðnun verðbólgu hér á landi

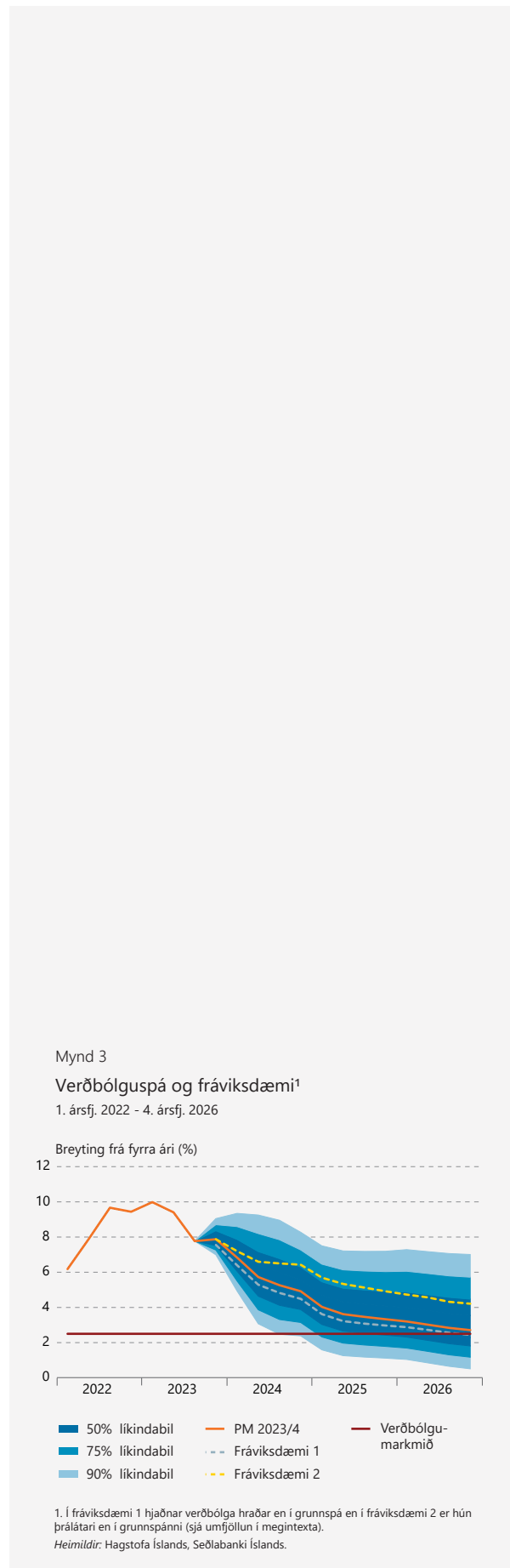
Þessi alþjóðlegu áhrif eru keyrð inn í QMM-líkan bankans til að leggja mat á möguleg áhrif hægari umsvifa í viðskiptalöndum á innlendar efnahagshorfur. Eins og sést á mynd 2c veldur lægra hrávöru- og olíuverð og hraðari hjöðnun verðbólgu í helstu viðskiptalöndum því að innflutningsverð í krónum hækkar um ½ prósentu minna en í grunnspánni á næsta ári og um 1 prósentu minna á ári næstu tvö ár.

Verðbólga hér á landi hjaðnar því hraðar en samkvæmt grunnspánni: hún er orðin um 0,3 prósentum minni árið 2025 og um 0,5 prósentum minni árið 2026 (mynd 2d). Hagstæðari þróun verðbólgu gerir það einnig að verkum að hægt er að draga hraðar úr taumhaldi peningastefnunnar en grunnspáin gerir ráð fyrir. Miðað við peningastefnureglu líkansins eru meginvextir bankans að meðaltali um ½ prósentu lægri en í grunnspánni á næsta ári og hátt í 1 prósentu lægri á seinni hluta spátímans (mynd 2e).

Hægari vöxtur efnahagssumsvifa í helstu viðskiptalöndum gerir það jafnframt að verkum að útflutningur frá Íslandi vex hægar en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Á móti vega jákvæð áhrif lægri vaxta á innlenda eftirspurn. Hagvöxtur hér á landi er því svipaður og í grunnspánni á næsta ári en er tæplega ½ prósentu minni árið 2025 (mynd 2f).

Að lokum má sjá á mynd 3 samanburð á verðbólguhorfum fráviksdæmisins miðað við líkindadreifingu grunnspárinnar. Eins og sést er verðbólga í fráviksdæminu um

1. NiGEM er þjóðhagslíkan þróað af National Institute of Economic and Social Research (NIESR) í Bretlandi. Líkanið er notað af fjölda seðlabanka og rannsóknarstofnana, m.a. til að meta hvernig efnahagsáhrif smitast milli landa. Líkanið nær til 50 landa en Seðlabankinn, í samstarfi við NIESR, er að vinna að því að bæta Íslandi við í gegnum QMM-líkan bankans.



½ prósentu fyrir neðan grunnspá frá byrjun næsta árs og er komin í markmið um hálfu ári fyrr en í grunnspánni. Spá fráviksdæmisins liggur þó vel innan 50%-líkindabils grunnspárinnar allan spátímann.

Fráviksdæmi: Verðbólga hjaðnar hægar en samkvæmt grunnspá

Veikari kjölfesta verðbólguvæntinga getur leitt til breytinga á eðli verðbólgunnar ...

Verðbólga hefur verið langt yfir verðbólgu markmiði Seðla-bankans undanfarin þrjú ár. Hætt er við að svo langt tímabil frávíka frá markmiði dragi úr trúverðugleika markmiðsins og veiki kjölfestu verðbólguvæntinga í því (sjá t.d. umfjöllun í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2022/4). Eins og rakið er í rammagrein 6 eru vísbendingar um að veikari kjölfesta væntinga hafi breytt eðli verðbólgunnar og að áhrif kostnaðarhækkana séu nú meiri og þrálátari en þau voru er leið á síðasta áratug þegar verðbólga hafði traustari kjölfestu í markmiði.

Líkön bankans eru að hluta til metin yfir þetta tímabil lítillar og stöðugar verðbólgu og því gætu þau mögulega vanmetið aukna tregðu verðbólgunnar. Verðbólga gæti því hjaðnað hægar en grunnspáin gerir ráð fyrir, jafnvel þótt forsendur grunnspárinnar um undirliggjandi drifkrafta hennar gangi eftir.

... og valdið því að áhrif framboðsskella verða meiri og langvinnari en ella ...

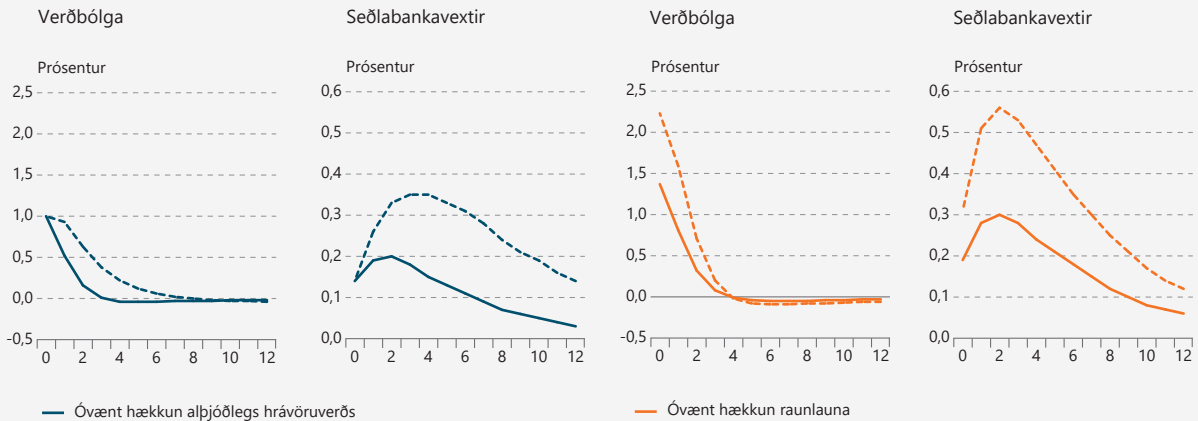
Aukin tregða í verðbólgu getur komið til vegna þess að æ fleiri heimili og fyrirtæki móta væntingar sínar um framtíðarþróun verðbólgu út frá nýliðinni þróun hennar, t.d. með því að gera einfaldlega ráð fyrir að verðbólgan í dag verði viðvarandi. Er þá talað um að væntingar þeirra séu „bak-sýnar“ (e. backward-looking) í stað þess að vera „framsýnar“ (e. forward-looking). Þegar væntingar eru framsýnar mótast verðbólguvæntingar út frá spám um framtíðarþróun efnahagssumsvifa og verðbólgu sem að hluta til horfa í gegnum tímabundin áhrif framboðsskella.² Eftir því sem kjölfesta verðbólguvæntinga veikist og þær verða „baksýnni“ verður verðbólga þrálátari og því meiri og langlífari verða áhrif kostnaðarhækkana.

Þetta er hægt að sjá á mynd 4 sem ber saman áhrif tveggja framboðsskella á þjóðarþróun eftir því hversu framsýnar verðbólguvæntingar eru. Skellirnir sem um ræðir

2. Væntingar hinna framsýnu heimila og fyrirtækja byggjast þá á spám um framtíðarþróun þjóðarþróun út frá fullri þekkingu á undirliggjandi líkani sem lýsir þjóðarþróun (e. rational eða model-consistent expectations).

Mynd 4

Áhrif framboðsskella við misframsýnar verðbólguvæntingar¹



1. Áhrif óvæntar hækkingu hrávöruverðs og raunlauna yfir 12 ársfjórðunga tímabil í heildarjafnvægislíkani þar sem heimili og fyrirtæki eru annars vegar framsýn og mynda verðbólguvæntingar út frá spám um framtíðarþróun þjóðarþúsins (heilur línur) og hins vegar þar sem hluti þeirra notast við einfalda þumalputtareglu þar sem verðbólguvæntingar endurspeglar nýliðna verðbólgu (brotnar línur). Nánari lýsing á líkaninu og niðurstöðum þess er að finna í kafla 2 í *World Economic Outlook* Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (sjá myndir 2.10 og 2.5.3).
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*, kafli 2, október 2023.

eru annars vegar ófyrirséð hækkingu alþjóðlegs hrávöruverðs og hins vegar ófyrirséð hækkingu raunlauna. Í fyrra tilvikinu eru öll heimili og fyrirtæki fullkomlega framsýn en í því seinna notast um fjórðungur heimila og fyrirtækja við einfalda þumalputtareglu þar sem verðbólguvæntingar ráðast af nýliðinni verðbólgu.³

Eins og sjá má eru áhrif framboðsskellanna á verðbólgu því meiri sem stærri hluti heimila og fyrirtækja mótast verðbólguvæntingar sínar eingöngu út frá nýliðinni verðbólguþróun. Upphaflegu áhrifin á verðbólgu eru þá meiri í kjölfar óvæntar launahækkingu og í báðum tilvikum hjaðnar hún hæggar en þegar væntingar eru fullkomlega framsýnar enda taka heimili og fyrirtæki í því tilviki inn í myndina að framboðsskellurinn er tímabundinn og því hægt að horfa í gegnum hann að hluta. Hinn baksýni hluti heimila og fyrirtækja sér hins vegar verðbólgu aukast og gerir ráð fyrir að hún muni haldast áfram mikil. Í því tilviki kalla framboðsskellirinn jafnframt á harðari viðbrögð peningastefunnar: vextir hækka meira og haldast lengur hærra en í dæminu þar sem heimili og fyrirtæki eru framsýnni og verðbólguvæntingar hafa traustari kjölfestu (sjá einnig umfjöllun í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2022/4).

Veikari kjölfesta verðbólguvæntinga getur einnig gert það að verkum að kostnaðarhækkunum er velt hraðar út í verðlag eða að þeim er frekar velt út í verðlag en sam-

3. Myndin er fengin úr nýjustu greiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á stöðu og horfum í heimsbúskapnum (*World Economic Outlook*, kafli 2, október 2023). Hún sýnir annars vegar áhrif tímabundins framboðsskells sem eykur ársfjórðungslega verðbólgu á ársgrunni um 1 prósentu og hins vegar áhrif tímabundins raunlaunaskells sem hækkar raunlaun um 1 prósentu umfram framléiðni. Notast er við hefðbundið DSGE-líkan sem búið er að útvíkka þannig að heimili og fyrirtæki nota tölfræðilegar reglur til að læra á gang þjóðarþúsins og uppfæra verðbólguvæntingar sínar.

bærilegum lækkunum. Þá gætu fyrirtæki verið líklegri til að velta kostnaðarhækkunum út í verðlag þegar kostnaður er almennt að hækka mikið enda auðveldara að velta þeim út í verðlag þegar kostnaðarhækkanir eru miklar en þegar þær eru hóflegri. Þetta virðist vera í takt við alþjóðlega reynslu undanfarinna þriggja áratuga: hlutfallslega stærri hluta mikilla olíuverðshækkana virðist t.d. að jafnaði vera velt út í verðlag í samanburði við minni olíuverðshækkanir (mynd 5).⁴

... en það veldur því að verðbólga hjaðnar hægar en í grunnspánni

Til að sýna möguleg áhrif veikari kjölfestu verðbólguvæntinga og vanmats á áhrifum framboðsskella (eins og t.d. launahækkana) á þjóðarþúið er gert ráð fyrir að trú almennings á verðbólguþáttum hafi minnkað. Því til viðbótar er gert ráð fyrir að verðbólguvæntingar séu orðnar meira baksýnar. Að síðustu er gert ráð fyrir að bein áhrif kostnaðarhækkana á verðbólgu í grunnspánni séu vanmetin. QMM-líkan Seðlabankans er notað við að kanna áhrif þess á efnahags- og verðbólguhorfur. Þetta er gert með því að bæta áhrifum kostnaðarskells við verðbólgujöfnu líkansins sem fengin eru með því að gera ráð fyrir að bein áhrif launahækkana á verðbólgu hafi aukist úr því sem þau voru er leið á síðasta áratug í það sem þau hafa verið undanfarið ár (sjá rammagrein 5). Mynd 6 sýnir mat á mögulegum áhrifum á þjóðarþúið.

Eins og sést á mynd 6a eru verðbólguvæntingar til meðallangs tíma (eins og þær mælast með fimm ára verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði) orðnar tæplega 1 prósentu hærrí en í grunnspánni á næsta ári en munurinn minnkar er líður á spátímann. Verðbólga hjaðnar því hægar og er orðin um 1½ prósentu meiri en í grunnspánni árin 2025-2026 (mynd 6b).

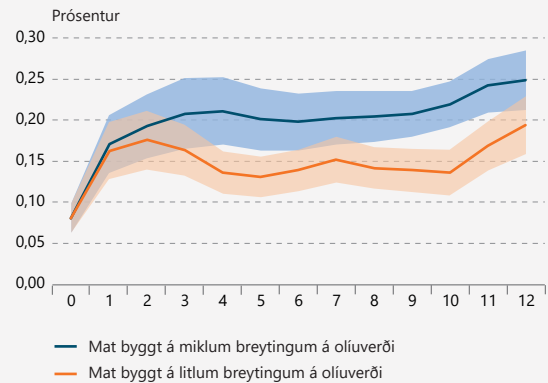
Til þess að bregðast við þrálátari verðbólgu þarf harðara taumhald peningastefnunnar og eru meginvextir Seðlabankans ríflega 2 prósentum hærrí á næsta ári en í grunnspánni miðað við peningastefnureglu líkansins (mynd 6c). Harðara taumhald peningastefnunnar gerir það einnig að verkum að gengi krónunnar er hærra en í grunnspánni á næsta ári en til lengri tíma vega neikvæð áhrif þrálátari verðbólgu meira (mynd 6d).

Þrálátari verðbólga og hærrí vextir verða einnig til þess að kaupmáttur ráðstöfunartekna heimila gefur meira eftir en í grunnspánni og því eykst einkaneysla hægar

4. Myndin er fengin úr nýjustu greiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á stöðu og horfum í heimsbúskapnum (*World Economic Outlook*, kafli 1, október 2023). Sambærilegar niðurstöður fást fyrir hækkun alþjóðlegs matvælavæðs. Þetta er einnig í samræmi við niðurstöður annarra rannsókna eins og fjallað er um í rammagrein 2 í *Peningamálum 2022/4*.

Mynd 5

Áhrif 1% hækkunar á alþjóðlegu olíuverði á orkulið vísitölu neysluverðs¹

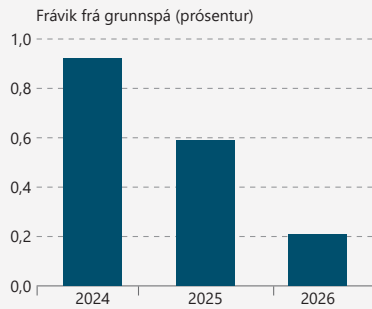


1. Áhrif 1% hækkunar alþjóðlegs olíuverðs á orkulið VNV yfir 12 mánaða tímabil fyrir mismunandi stærð oliuskella metin út frá landasafni 30 þróaðra ríkja yfir tímabilið 1991-2019. Skyggðu svæðin sýna 90% öryggismörk viðbragðfallanna.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*, kafli 1, október 2023

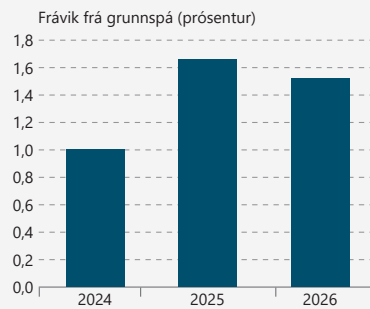
Mynd 6

Fráviksdæmi: Verðbólga hjaðnar hægar en í grunnspá

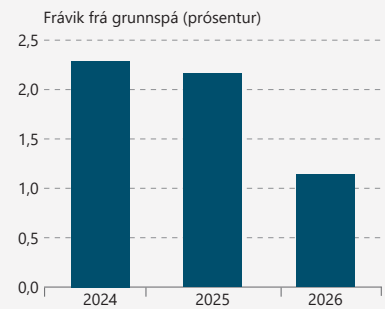
(a) Verðbólguálag til 5 ára



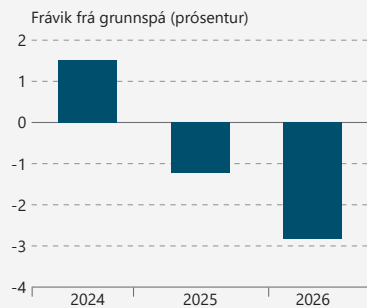
(b) Verðbólga



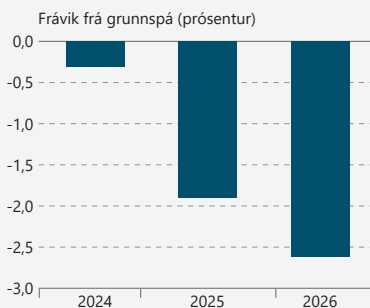
(c) Meginvextir



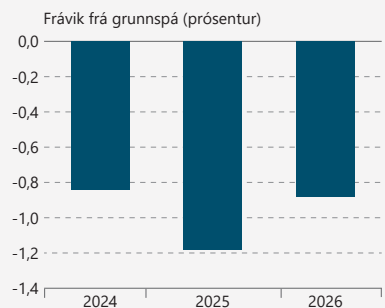
(d) Gengi krónunnar



(e) Einkaneysla



(f) Hagvöxtur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

(mynd 6e). Hægari vöxtur innlendrar eftirspurnar veldur því að hagvaxtarhorfur versna í samanburði við grunnspána. Við bætast neikvæð áhrif herra gengis á næsta ári á utaríkisviðskipti. Hagvöxtur er því um $\frac{3}{4}$ úr prósentu minni en í grunnspánni á næsta ári og um 1 prósentu minni á ári á seinni hluta spátímans (mynd 6f).

Mynd 3 hér að ofan ber að lokum saman verðbólguferil þessa fráviksdæmis við verðbólguferil grunnspárinnar. Eins og sjá má hjaðnar verðbólga mun hægar í þessu fráviksdæmi og er yfir 5% fram á seinni hluta árs 2025 og er enn líðlega 4% undir lok spátímans. Spá fráviksdæmisins liggur þó að mestu innan 50%-líkindabils grunnspárinnar.

Aðrir óvissuþættir

Áfram töluverð óvissa um verðbólguhorfur ...

Veikari kjölfesta verðbólguvæntinga og breytt eðli verðbólgunnar geta því leitt til þess að verðbólga verður þrálátari en grunnspá bankans gerir ráð fyrir. Stigmögnun stríðsátaka í Úkraínu eða í Mið-Austurlöndum gæti einnig leitt til enn frekari hækkunar olíuverðs og valdið því að hrávöru- og matvælavæð taki að hækka á ný, t.d. ef framleiðsluþröskur aukast aftur. Uppskerubrestir vegna aukinna öfga í veðurfari gætu einnig hækkað hrávöru- og matvælavæð.

Verðbólga hér á landi gæti einnig orðið meiri en nú er spáð ef spennan í innlendum þjóðarbúskap hjaðnar hægar en spáð er, t.d. ef aðhald í opinberum fjármálum verður minna en nú er gert ráð fyrir (sjá t.d. rammagrein 1 í *Peningamálum* 2023/2) eða ef heimilin ganga hraðar á þann sparnað sem safnaðist upp í farsóttinni (sjá rammagrein 2 í þessu hefti og rammagrein 1 í *Peningamálum* 2021/4). Þá gæti spá bankans um fjölgun ferðamanna á næstu árum verið of varfærin (sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2023/2). Veikari kjölfesta verðbólguvæntinga gæti einnig hafa hægt á miðlunarferli peningastefnunnar og gert henni erfiðara fyrir við að draga úr innlendri eftirspurn til að léttu á innlendum verðbólguþrýstingi.

Forsenda grunnspár um gengi krónunnar á spátímanum gæti einnig reynst of bjartsýn enda hefur það lækkað undanfarna daga í kjölfar aukinna jarðhræringa á Reykjanesi. Þá er áfram nokkur óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum og viðskiptakjör hafa rýrnað.

Veigamesti áhættuþáttur innlendra verðbólguhorfa tengist þó áfram niðurstöðu komandi kjaraviðræðna á almennum vinnumarkaði. Þótt grunnspáin geri ráð fyrir nokkuð ríflegum launahækkunum á næstu árum er ekki útilokað miðað við reynslu síðustu kjarasamninga að samið verði um enn meiri hækkunar. Verðbólga gæti því orðið meiri og þrálátari en grunnspáin geri ráð fyrir (mynd 7), sérstaklega ef áhrif launahækkana á verðbólgu hafa aukist á ný eins og áður hefur verið fjallað um. Það myndi kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Fyrirtæki gætu einnig brugðist við hækkun launakostnaðar með því að draga úr vinnuafseftirspurn en hættan á þrálátri víxlverkun verðlags- og launahækkana er meiri eftir því sem þau velta stærri hluta kostnaðarhækkunarinnar út í verðlag (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2022/4).

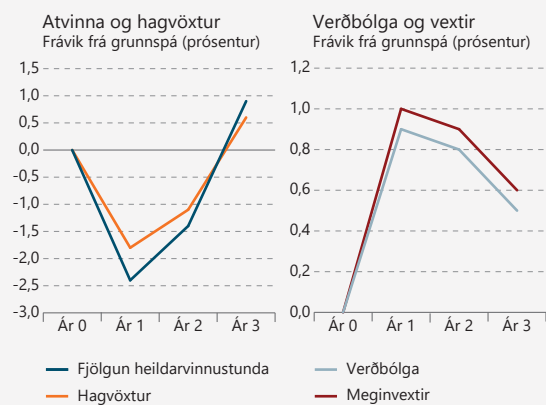
Verðbólguþá bankans gæti einnig verið of svartýn, ef t.d. alþjóðleg verðbólga hjaðnar hraðar eins og rakið er fyrr í þessari rammagrein. Spáin gæti einnig vanmetið hversu hratt hægir á innlendum efnahagssumsvifum, t.d. í ljósi þess að vextir bankans hafa hækkað töluvert á skömmum tíma og að framundan er endurskoðun á vaxtakjörum fjölda húsnæðislána sem tekin voru þegar vextir voru mun lægri en þeir eru nú. Þá gæti spáin um þróun gengis krónunnar verið of svartýn.

... en á heildina litið er meiri hætta á að grunnspá bankans sé of bjartsýn

Á heildina litið er þó talið að meiri hætta sé á að verðbólga verði meiri og þrálátari en grunnspáin geri ráð fyrir en að hún hjaðni hraðar, ekki síst í ljósi þess að kjölfesta verðbólguvæntinga hefur laskast. Verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá gætu því reynst of bjartsýnar.

Mynd 7

Möguleg áhrif meiri launahækkana en grunnspá gerir ráð fyrir¹



1. Frávíkisdæmi sem sýnir möguleg áhrif þess að laun hækki um 5 prósentum meira á ári. Sjá nánar umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2022/4. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Uppsafnaður sparnaður heimila í kjölfar farsóttarinnar

Heimfaraldurinn sem skall á snemma árs 2020 og aðgerðir stjórnvalda til að hemja útbreiðslu hans höfðu veruleg áhrif á efnahagslífið hér á landi líkt og um allan heim. Efnahagsumsvif gáfu mikið eftir og heimili héldu að sér höndum í ljósi samdráttarins og aukinnar óvissu um efnahags- og atvinnuhorfur. Víðtækar sóttvarnaaðgerðir drógu einnig úr neyslumöguleikum heimila og verulega dró úr ferðalögum milli landa vegna lokunar landamæra. Neysluútgjöld minnkuðu því töluvert en tekjur almennings héldu hins vegar almennt velli þrátt fyrir versnandi atvinnuástand.

Mikill „umframsparnaður“ byggðist því upp hjá heimilum á farsóttartímanum sem hefur stuðlað að kröftugum vexti einkaneyslu og stutt við efnahagsbatann í kjölfar farsóttarinnar. Í þessari rammagrein er farið yfir þessa þróun og lagt mat á það hversu mikill umframsparnaður byggðist upp hjá heimilum þegar faraldurinn gekk yfir og hversu stór hluti hans er enn til staðar. Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* hefur efnahagsframvindan og verðbólguþróunin að miklu leyti litast af því hversu hratt heimilin gengu á þennan viðbótarsparnað.

Einkaneysla gaf mikið eftir í kjölfar heimfaraldursins ...

COVID-19-farsóttin og sóttvarnaaðgerðir stjórnvalda höfðu veruleg áhrif á neyslumöguleika heimila og gerðu það að verkum að þau höfðu ekki aðgang að ýmiss konar þjónustu sem þau hefðu ella keypt.¹ Neysla á þjónustu sem krefst nálægðar við annað fólk varð fyrir mestum áhrifum og féllu útgjöld til margra þeirra verulega niður um tíma á meðan hörðustu sóttvarnaaðgerðir stóðu yfir. Einnig minnkuðu kaup á neysluflokkum sem auðvelt var að fresta, s.s. á mörgum varanlegum og hálfvaranlegum vörum. Útgjöld vegna nauðsynjavara, eins og mat- og drykkjarvöru, jukust hins vegar m.a. vegna tilfærslu á útgjöldum heimila sem hefðu annars farið í ofangreinda þjónustu. Þá jukust jafnframt kaup á raftækjum m.a. í ljósi aukinnar heimaveru og -vinnu.

Neysluákvarðanir heimila urðu einnig fyrir áhrifum farsóttarinnar og sóttvarnaaðgerða í gegnum áhrif þeirra á vinnumarkaðinn. Fjöldi fyrirtækja varð fyrir miklum tekjumissi, einkum fyrirtæki í ferðaþjónustu og verslun, enda skertist starfsemi margra þeirra verulega eða stöðvaðist um tíma. Atvinnuleysi jókst því hratt. Aukin óvissa um efna-

1. Sjá t.d. umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2020/2 og rammagrein 2 í *Peningamálum* 2020/4.

hags- og atvinnuhorfur hafði jafnframt áhrif á neysluvilja almennings og stuðlaði að aukinni varkárni við útgjalda-ákvarðanir þeirra.

Allt ofangreint olli því að einkaneysla dróst verulega saman í kjölfar farsóttarinnar eða um 9% milli ára á öðrum ársfjórðungi 2020 (mynd 1). Er það mesti samdráttur sem mælst hefur síðan í fjármálakreppunni árið 2008. Þótt einkaneysla hafi að hluta tekið við sér á ný á þriðja ársfjórðungi 2020 í takt við slökun á sóttvarnaaðgerðum stjórnvalda náði hún ekki fyrra stigi fyrr en haustið 2021.

... en ráðstöfunartekjur heimila héldu hins vegar velli ...

Þrátt fyrir efnahagsáfallið í kjölfar farsóttarinnar og aukið atvinnuleysi héldu ráðstöfunartekjur heimila hins vegar almennt velli. Í stað þess að dragast saman er áætlað að þær hafi aukist um tæplega 3% að raunvirði milli ára á árinu 2020 og um hátt í 4% til viðbótar á árinu 2021.² Skýrist það að verulegu leyti af stuðningsaðgerðum sem stjórnvöld gripu til í því skyni að milda áhrif farsóttarinnar og sóttvarnaaðgerða á heimili og fyrirtæki.

... og jókst sparnaður heimila því mikið á farsóttartímanum

Mikill samdráttur einkaneyslu á sama tíma og ráðstöfunartekjur jukust gerði það að verkum að nýr sparnaður heimila, þ.e. mismunur á ráðstöfunartekjum og einkaneyslu hvers tíma, jókst mikið á farsóttartímanum. Hann fór úr því að vera 198 ma.kr. á árinu 2019 í 307 ma.kr. á árinu 2020 og var 279 ma.kr. á árinu þar á eftir (mynd 2). Þrátt fyrir kröftugan vöxt einkaneyslu á árinu 2022, m.a. í ljósi uppsafnaðrar eftirspurnar frá farsóttartímanum, spöruðu heimilin samt sem áður um 211 ma.kr. á því ári og 98 ma.kr. til viðbótar á fyrri helmingi þessa árs.

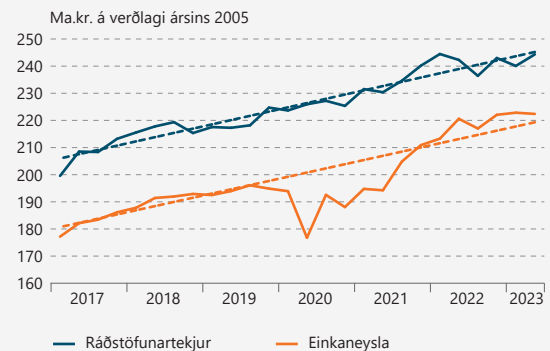
Þessi aukni sparnaður endurspeglar að hluta í þróun innlána heimila sem jukust um hátt í 115 ma.kr. á árinu 2020 sem er næstum tvöfalt meiri aukning en á árinu þar á undan (mynd 3). Þá hafa innlán heimila í bankakerfinu aukist um samtals 463 ma.kr. frá árslokum 2019 eða 1,2 m.kr. á hvern íbúa að meðaltali.³ Hluta aukins sparnaðar heimila á farsóttartímanum var ráðstafað í fasteignakaup og var það einn af þeim þáttum sem stuðluðu að mikilli hækkun íbúðaverðs árin 2021-2022. Þá ráðstöfuðu heimilin jafnframt sparnaðinum í húsnæðisviðhald og -framkvæmdir, verðbréfakaup og að greiða niður lán.

- Hér er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur heimila. Miðað við tekjuskiptingauppgjör Hagstofu Íslands jukust ráðstöfunartekjur heimila einnig, eða um 1,4% að raunvirði milli ára á árinu 2020 og 6,9% til viðbótar á árinu 2021.
- Hluta aukinna innlána heimila á tímabilinu má einnig rekja til aukinna útlána viðskiptabanka til heimila en þegar banki veitir nýtt útlán myndast að sama skapi nýtt samsvarandi innlán í bankakerfinu.

Mynd 1

Ráðstöfunartekjur heimila og einkaneysla¹

1. ársfj. 2017 - 2. ársfj. 2023



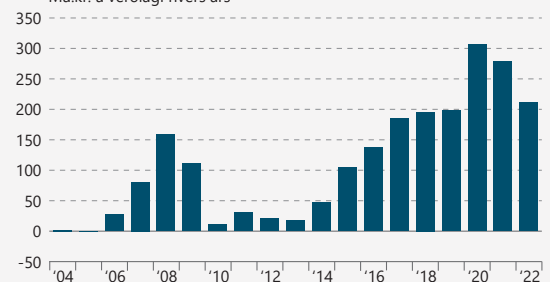
1. Ráðstöfunartekjur heimila eru samtala launatekna, eignatekna, tilfærslutekna, reiknaðs rekstrarafgangs vegna eigin eignarhalds (þ.m.t. íbúðarhúsnæðis) en að frádregnum eigna- og tilfærsluútgjöldum (þ.m.t. vaxtagjöld húsnæðislána), tekju- og eignasköttum og öðrum útgjöldum. Áætlun Seðlabankans á ráðstöfunartekjum heimila. Árstíðarleiðréttar tölur. Brotalínur sýna línulega leitni miðað við tímabilið 2017-2019.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Nýr sparnaður heimila 2004-2022¹

Ma.kr. á verðlagi hvers árs



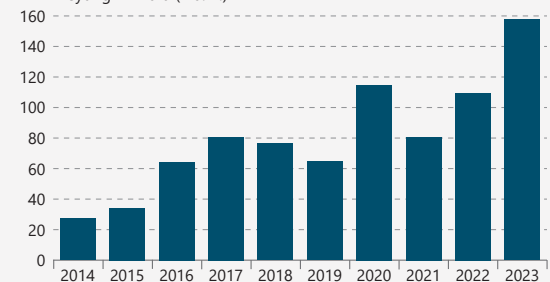
1. Mismunur á ráðstöfunartekjum heimila og einkaneyslu hvers árs. Áætlun Seðlabankans á ráðstöfunartekjum heimila.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Innlán heimila 2014-2022¹

Breyting milli ára (ma.kr.)



1. Breyting á árslokastöðu innlána heimila í bankakerfinu. Breyting á árinu 2023 miðast við stöðuna í lok september sl.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Sparnaðarhlutfallið hefur farið lækkandi á ný ...

Önnur leið til að skoða þróun sparnaðar heimila er í hlutfalli við ráðstöfunartekjur hvers tíma eða svokallað sparnaðarhlutfall. Hlutfallið sýnir þá hversu stóran hluta af ráðstöfunartekjum sínum heimilin halda eftir á hverjum tíma og nota ekki í neyslu. Það gefur mögulega betri sýn á og vísbendingu um sparnaðarhneigð heimila. Einnig er auðvelt að bera hlutfallið saman milli tímabila þar sem um einingalausastærð er að ræða.

Eins og sjá má á mynd 4 fór sparnaðarhlutfallið stighækkandi eftir því sem efnahagsbatanum vatt fram í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008 og voru heimilin farin að spara um 9½-13½% af ráðstöfunartekjum sínum á árunum fyrir heimsfaraldurinn. Hlutfallið rauk hins vegar upp í 22½% af ráðstöfunartekjum á öðrum ársfjórðungi 2020 þegar lokunaraðgerðir stjórnvalda voru hvað stífastar. Það fór síðan jafnt og þétt lækkandi en hélst fyrir ofan meðaltalsgildi sitt frá því fyrir farsóttina allt þar til í fyrra en þá var nær öllum sóttvarnaaðgerðum aflétt, óvissa vegna farsóttarinnar hafði minnkað verulega og kröftugur vöxtur mældist í einkaneyslu. Hlutfallið hefur lækkað enn frekar síðan og var um 8½% að meðaltali á fyrri helmingi ársins.

... en töluverður umframsparnaður virðist enn vera til staðar

Óvissa um efnahagsframvinduna í kjölfar farsóttarinnar hefur að töluverðu leyti snúið að óvissu um sparnaðar- og neysluhegðun heimila, þ.m.t. hversu hratt heimilin myndu ganga á sparnað sinn. Meiri lækkun sparnaðarhlutfallsins á árinu 2022 og framan af þessu ári en grunnspár bankans höfðu áður gert ráð fyrir stuðlaði t.d. að því að einkaneysla og efnahagsumsvif urðu kraftmeiri en áður hafði verið spáð og verðbólga meiri (sjá rammagreinar 5 og 6).

Til að betur sé unnt að áætla framtíðarþróun sparnaðarhlutfallsins og efnahagsumsvifa getur verið gagnlegt að leggja mat á hversu mikið af þessum sparnaði er umfram það sem heimilin hefðu kosið ef ekki hefði komið til áhrifa farsóttarinnar. M.ö.o. er átt við hve mikinn „umframsparnað“ heimilin eiga enn frá farsóttartímanum sem þau gætu gengið á og gert þeim því kleift að viðhalda hærra neyslustigi en ella á komandi misserum.

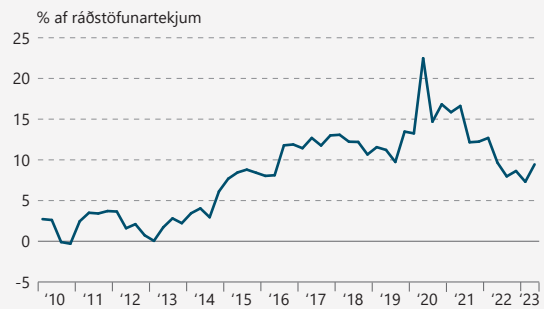
Umframsparnaður heimila á hverjum tíma er hér skilgreindur sem allur sparnaður þeirra umfram „hefðbundinn“ eða undirliggjandi sparnað, þ.e. allur sparnaður heimila umfram það sem þau hefðu að öðrum kosti valið ef ekki hefði komið til áhrifa farsóttarinnar.⁴ Þar sem óvissa

4. Umframsparnaður er þá mismunur mælds og undirliggjandi sparnaðar. Hann má einnig mæla sem mismun mælds sparnaðarhlutfalls og undirliggjandi sparnaðarhneigðar heimila margfaldað með ráðstöfunartekjum.

Mynd 4

Sparnaðarhlutfall heimila¹

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2023



1. Sparnaðarhlutfall heimila sýnir hversu stórt hlutfall af ráðstöfunartekjum hvers tíma fer í sparnað, þ.e. er ráðstafað í annað en einkaneyslu. Við útreikning á hlutfallinu er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur heimila. Árstíðarleiddar tölur. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ríkir um hvað heimilin hefðu að öðrum kosti valið þarf að meta það með einhverjum hætti. Til að undirstrika óvissuna sem er til staðar er það mat framkvæmt með þremur mismunandi aðferðum. Annars vegar með tveimur tölfræðiaðferðum til að meta undirliggjandi leitni sparnaðar heimila, þ.e. Hamilton-síu og Hodrick-Prescott-síu (HP-síu). Hins vegar er einfaldlega gert ráð fyrir að heimili hefðu kosið að viðhalda áþekku sparnaðarstigi og þau völdu að meðaltali á árunum fyrir heimsfaraldurinn. Til að koma í veg fyrir að þættir sem leiða tímabundið til breyttrar sparnaðarhegðunar heimila á tilteknu tímabili fái of mikið vægi er hér miðað við meðaltal sparnaðarhlutfallsins á fimm ára tímabilinu 2015-2019. Að sama skapi er tímabilið talið hæfilega stutt til að sporna gegn því að kerfislægar breytingar á sparnaðarhegðun heimila hafi átt sér stað á tímabilinu, eins og virðist hafa gerst í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008.

Mynd 5 sýnir mat á uppsöfnuðum umframsparnaði heimila á farsóttartímanum miðað við þessar þrjár mismunandi aðferðir. Eins og sést munar nokkru milli þessara aðferða og er mat á umframsparnaði því á breiðu bili eða 94-209 ma.kr. samanlagt á árunum 2020-2021. Þótt aðferðirnar gefa allar til kynna að töluvert hafi gengið á umframsparnaðinn að undanförmu er enn mikið eftir af honum eða um 18-123 ma.kr. sem samsvarar 1/2-3% af landsframleiðslu (mynd 6).⁵

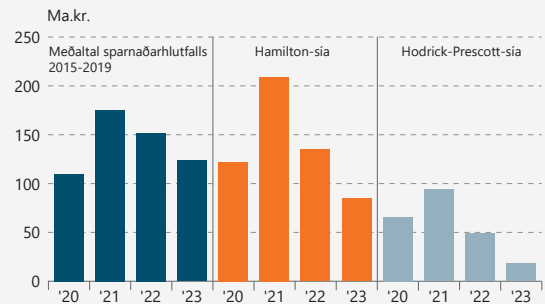
Svipuð þróun hér á landi og erlendis

Umframsparnaður hér á landi hefur almennt þróast með áþekktum hætti og í öðrum þróuðum ríkjum (mynd 7). Hann virðist þó hafa aukist hraðar hér á landi eftir að farsóttin skall á og var orðinn töluvert meiri á árinu 2021 en í flestum öðrum þróuðum ríkjum. Á móti gengu íslensk heimili meira og hraðar á sparnaðinn í fyrra og svo virðist sem sú þróun hafi haldið áfram það sem af er þessu ári. Endurspeglast það í mun kraftmeiri vexti einkaneyslu hér á landi og meiri vexti ráðstöfunartekna en að meðaltali í öðrum iðnríkjum. Neytendur í Bandaríkjunum hafa þó gengið enn hraðar á umframsparnað sinn frá farsóttartímanum enda hafa efnahagssumsvif einnig verið þröttmikil þar, m.a. í ljósi riflegra örvunaraðgerða stjórnvalda. Umframsparnaður heimila í helstu ríkjum Evrópu jókst hins vegar minna og hefur minnkað hægar. Þar vegur líklega þungt aukinn varúðarsparnaður heimila vegna mikillar óvissu um stöðu orkumála í fyrra.

5. Matið á umframsparnaði byggist á áætlun Seðlabankans á ráðstöfunartekjum heimila. Metinn umframsparnaður yrði enn meiri ef byggt er á árstölum um ráðstöfunartekjur heimila úr tekjuskiptingarpuppgjöri Hagstofunnar.

Mynd 5

Uppsafnaður umframsparnaður heimila í kjölfar farsóttarinnar¹

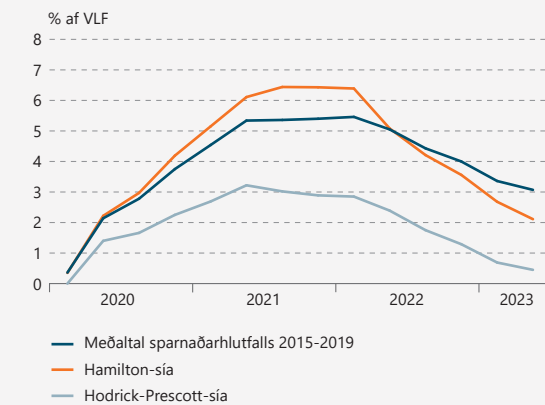


1. Uppsafnaður umframsparnaður heimila út frá mismunandi mati á undirliggjandi sparnaðarhæð heimila. Staðan um mitt ár 2023. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Uppsafnaður umframsparnaður heimila í kjölfar farsóttarinnar¹

1. ársfj. 2020 - 2. ársfj. 2023

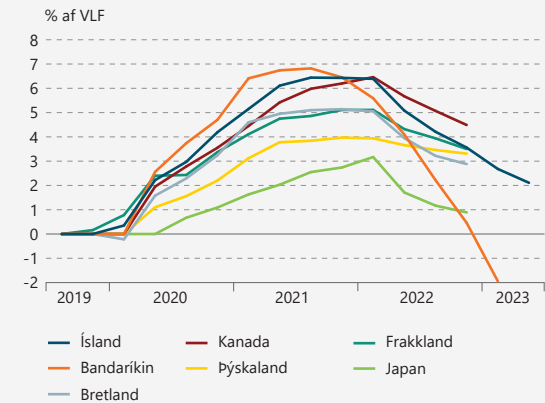


1. Uppsafnaður umframsparnaður heimila út frá mismunandi mati á undirliggjandi sparnaðarhæð heimila. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Uppsafnaður umframsparnaður heimila í nokkrum þróuðum ríkjum í kjölfar farsóttarinnar¹

3. ársfj. 2019 - 2. ársfj. 2023



1. Uppsafnaður umframsparnaður heimila út frá fráviki sparnarhlutfalls og undirliggjandi sparnaðarhlutfalls metnu með Hamilton-síu. Heimildir: F. de Soyres, D. Moore og J. L. Ortiz (2023), "Accumulated savings during the pandemic: an international comparison with historical perspective", FEDES Notes, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Samantekt

Óvenjumikil óvissa hefur ríkt um efnahagsframvinduna í kjölfar heimsfaraldursins. Veigamikill óvissuþáttur þar að lútandi hefur verið hversu mikið sá sparnaður sem byggðist upp í kjölfar farsóttarinnar var umfram það sem heimilin hefðu kosið og hversu mikið og hratt þau myndu ganga á hann þegar áhrif farsóttarinnar fjöruðu út. Lagt er mat á þennan umframsparnað og er áætlað að hann hafi farið hæst í um 3-6½% af landsframleiðslu á árinu 2021. Þrátt fyrir að töluvert hafi gengið á sparnaðinn í fyrra og enn frekar í ár er talið að um 18-123 ma.kr. hafi enn verið til staðar um mitt þetta ár eða sem nemur um ½-3% af landsframleiðslu.

Þótt heimilin eigi enn töluvert eftir af umframsparnaði er ekki þar með sagt að þau haldi áfram að ganga á hann á komandi misserum. Skiptir t.d. miklu hjá hvaða tekju- og eignahópi sparnaðurinn liggur en tekjuhærrí heimili eyða jafnan minni hluta viðbótartekna sinna í neysluútgjöld (m.ö.o. er jaðarneysluhneigð þeirra lægri) en tekjulægri hópar. Þótt sparnaður allra tekjuhópa hafi að öllum líkindum aukist í farsóttinni er líklegt að megnið af þeim umframsparnaði sem enn er til staðar sé í höndum tekjuhærrí hópa og því ólíklegra að gengið verði á hann að fullu. Einnig skiptir máli í þessu samhengi í hvaða formi sparnaðurinn liggur, hvort hann sé í lausum fjáreignum sem auðvelt er að grípa til eða í torseljanlegri eignum eins og fasteignum. Hækkun innlánsvaxta í bankakerfinu í takt við vaxtahækkunar Seðlabankans undanfarin misseri eykur jafnframt fjárhagslegan hvata heimila til að auka sparnað sinn og draga úr neyslu. Að sama skapi dregur hækkun útlánvaxta úr hvata heimila til lántöku, þ.m.t. hvata til að draga á eigið fé í fasteignum. Óvissa í efnahagsmálum og endurskoðun á vöxtum breytilegra húsnæðislánvaxta gætu einnig valdið því að heimilin auki við varúðarsparnað sinn.

Samkvæmt grunnsþá bankans um þróun einkaneyslu og ráðstöfunartekna heimila er útlit fyrir að umframsparnaður heimila frá farsóttartímanum muni minnka áfram en að hann verði þó ekki uppurinn í lok spátímans. Um þessar horfur er sem fyrr mikil óvissa.

Hagnaður fyrirtækja og nýleg aukning verðbólgu

Verðbólga hefur aukist mikið um allan heim undanfarin tvö ár (sjá rammagrein 6). Á sama tíma hafa ýmsir mælikvarðar sýnt aukinn hagnað fyrirtækja og hefur bæði hérlendis og alþjóðlega skapast umræða um þátt fyrirtækja í verðbólguþróun. Hugtök eins og „græðgisverðbólga“ (e. greedflation) og „hagnaðardrifin verðbólga“ (e. profit-led inflation) hafa rutt sér til rúms í almennri umræðu þar sem ýmist er vísað til þess að græðgi fyrirtækja eða hagnaður þeirra sé meginorsakavaldur þessarar miklu verðbólgu. Þá hafa sumir lýst áhyggjum af því að markaðsvald fyrirtækja kunni að hafa aukist og því velferðartapi sem af því leiðir.

Í þessari rammagrein er fjallað um þróun hagnaðar innlendra fyrirtækja eins og hann birtist í þjóðhagsreikningum Hagstofu Íslands og reynt að varpa ljósi á að hve miklu leyti hann geti skýrt verðbólguþróun frá því að heimsfaraldurinn hófst.

Verðbólga hefur verið mikil hvort sem horft er til neysliverðs eða verðs innlendar framleiðslu ...

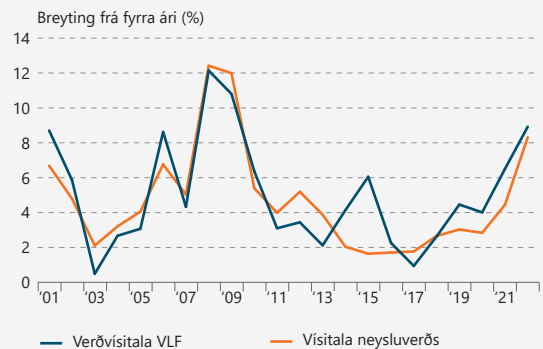
Í almennri umræðu um verðbólgu er gjarnan vísað í þróun vísitölu neysliverðs og er það sá mælikvarði á verðbólgu sem verðbólguþróun Seðlabankans miðast við. Ekki er þó hægt að nota vísitölu neysliverðs með auðveldum hætti til að greina þátt fjármagns og vinnuafis í verðbólguþróun. Það er hins vegar hægt að gera út frá verðvísitölu vergrar landsframleiðslu. Alla jafna fylgjast þessir tveir mælikvarðar á verðbólgu vel að en nokkru getur munað þegar miklar sveiflur eru í viðskiptakjörum eins og t.d. um miðjan síðasta áratug (mynd 1). Það stafar af því að vísitala neysliverðs inniheldur verð innfluttra neysluvara en ekki verð útflutnings en því er nær ófugt farið í verðvísitölu vergrar landsframleiðslu sem undanskilur verð alls innflutnings en inniheldur verð útflutnings. Fyrri mælikvarðinn er hannaður til að mæla verðlagsþróun frá sjónarhóli neytenda en sá seinni mælir þróun á verði innlendar framleiðslu. Eins og mynd 1 sýnir hefur verðbólga aukist hratt undanfarin tvö ár á báða þessa mælikvarða.

... og virðist framlag hagnaðar til verðbólgu síðasta árs álíka mikið og framlag launakostnaðar ...

Samkvæmt tekjuskjortingaruppgjöri þjóðhagsreikninga er hægt að skipta afrakstri framleiðslunnar í meginatriðum milli vinnuafis, hins opinbera og fjármagns, þ.e. verðmæti vergrar landsframleiðslu samanstendur af launum og launa-

Mynd 1

Verðvísitala VLF og vísitala neysliverðs 2001-2022



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

tengdum gjöldum (þ.e. launakostnaði), sköttum umfram framleiðslustyrki og vergum rekstrarafgangi. Síðastnefndi liðurinn er reiknaður sem afgangsstærð, þ.e. hann er afgangur landsframleiðslunnar þegar launakostnaður og greiðslur til hins opinbera hafa verið gerðar upp, og jafnan er litið á hann sem nálgun á umbun til eigenda fjármagnsstofnsins, þ.e. hagnað.¹

Breytingum í verðvísitölu vergrar landsframleiðslu má því skipta upp í framlag launakostnaðar, skatta umfram framleiðslustyrki og vergs rekstrarafgangs. Mynd 2 sýnir þetta niðurbrot fyrir undangengin þrjú ár og meðaltal sl. þriggja ára í samanburði við meðaltal tíu ára tímabils þar á undan. Verðvísitala vergrar landsframleiðslu hækkaði um 4% árið 2020, um 6,5% árið 2021 og um tæplega 9% í fyrra. Á sama tíma jókst framlag vergs rekstrarafgangs úr 1,5 prósentum árið 2020 í 4,1 prósentu árið 2022 eða litlu meira en framlag launakostnaðar sem fór úr 2,2 í 4,3 prósentur.

Bæði í fyrra og að jafnaði á síðustu þremur árum hefur framlag vergs rekstrarafgangs því verið áþekkt og framlag launakostnaðar. Framlag rekstrarafgangs til verðbólgunnar hefur hins vegar aukist meira en framlag launakostnaðar í samanburði við árin 2010-2019.

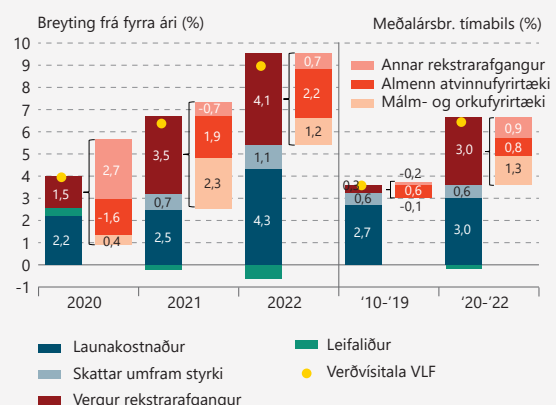
... en framlag hagnaðar innlendra fyrirtækja er í raun minna

Vergur rekstrarafgangur inniheldur þó ýmsa þætti sem ekki teljast til hagnaðar fyrirtækja. Í fyrsta lagi inniheldur hann vergan rekstrarafgang allra innlendra geira, ekki bara fyrirtækja heldur einnig hins opinbera, félagasamtaka, fjármálafyrirtækja og heimila sem eru stærstu eigendur íbúðarhúsnæðis en það myndar tæplega helming af fjármagnsstofninum. Því er rökrétt að velja úr þann geira sem best endurspeglar fyrirtæki landsins í tekjuskiptingaruppjöörinu, þ.e. innlend fyrirtæki án fjármálastofnana. Í öðru lagi er rekstrarafgangurinn vergur sem þýðir að afskriftir af fjármunaeign eru innifaldar sem teljast frekar til kostnaðar við að halda starfsemi gangandi en hagnaðar fyrirtækja.² Á mynd 2 er því einnig birt ítarlegra niðurbrot á vergum rekstrarafgangi þar sem þessir liðir sem endurspeglanna en hreinan rekstrarafgang fyrirtækja hafa verið teknir saman og kallaðir „Annar rekstrarafgangur“.

Eins og áður hefur verið fjallað um í *Peningamálum* hækkaði alþjóðlegt hrávöru- og orkuverð mikið samhliða efnahagsbatanum í kjölfar farsóttarinnar og enn frekar í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu. Hér á landi komu þessi

- Hér er gott að hafa í huga að sundurliðun byggð á bókhaldslegu samhengi getur sýnt okkur þróun einstakra liða og framlag þeirra til heildarinnar en ekki endilega hvað veldur henni.
- Sjá t.d. Haskel (2023). Þótt afskriftir séu litið hlutfall af fjármagnsstofninum geta þær verið stór hluti rekstrarafgangs.

Mynd 2
Verðvísitala VLF og undirliðir¹



1. Framlag launakostnaðar, skatta umfram styrki, vergs rekstrarafgangs (öllum liðum deilt á framleidda einingu) og leifaliðs (vegna keðjutengingar) til hækkunar á verðvísitölu VLF samkvæmt tekjuskiptingaruppjöörinu. Vergum rekstrarafgangi er skipt frekar í framlag málm- og orkufyrirtækja (fyrirtækja í framleiðslu mála og rafmagns-, gas- og hitaveitum), rekstrarafgang almennra atvinnufyrirtækja án fjármálastofnana og annan rekstrarafgang (þ.e. rekstrarafgang fjármálastofnana, hins opinbera, félagasamtaka og heimila og afskriftir fyrirtækja án fjármálastofnana).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

áhrif m.a. fram sem aukinn hagnaður málmframleiðslufyrirtækja vegna mikilla hækkana á verði málma og að hluta til orkufyrirtækja þar sem orkuverð er í einhverjum tilfellum tengt verðþróun þeirra. Hreinn rekstrarafgangur á framleidda einingu í þessum atvinnugreinum sýnir þetta vel en hann var í sögulegu hámarki í fyrra og orðinn ríflega tvöfalt meiri en að meðaltali árin 2010-2019 og liðlega 900% meiri en á árinu 2019 (mynd 3). Þar sem verð málma ákvarðast á heimsmarkaði endurspeglar þróun verðs og hagnaðar í þessum geira einungis að takmörkuðu leyti innlendar aðstæður. Þegar verið er að skoða samhengi hagnaðar fyrirtækja og verðbólgu er því rétt að undanskilja einnig rekstrarafgang málm- og orkufyrirtækja.

Eftir stendur framlag hreins rekstrarafgangs almennra atvinnufyrirtækja sem ekki teljast til málm- eða orkufyrirtækja. Það ætti að vera sá hluti rekstrarafgangs sem best mælir framlag hagnaðar innlendra fyrirtækja til verðbólguþróunar undanfarinna ára. Ítarlegra niðurbrot vergs rekstrarafgangs á mynd 2 sýnir að hagnaður minnkaði hjá þessum fyrirtækjum árið 2020 en jókst á ný árin tvö á eftir. Þá var framlag aukins hagnaðar til innlendar verðbólgu um 2 prósentur hvort ár. Það er nokkru umfram meðaltal árána 2010-2019 þegar framlagið var að jafnaði um 0,6 prósentur en á sama tíma nokkru undir framlagi launakostnaðar til verðbólgu, sérstaklega árið 2022 þegar hlutdeild launakostnaðar er næstum tvöfalt meiri.³ Þá sést einnig að sé horft til tímabilsins 2020-2022 í heild að hlutdeild rekstrarafgangsins er mjög áþekk og áratuginn þar á undan.

Vísendingar eru um að hlutdeild hagnaðar í verðbólgu sé nú þegar tekin að minnka

Ofangreind umfjöllun nær einungis til ársins 2022 og segir því ekkert um þróunina það sem af er þessu ári. Ástæðan er sú að framleiðslu- og tekjuskiptingauppgjör Hagstofunnar eru birt árlega en með nokkurri töf því að tölur ársins 2022 voru fyrst birtar fyrir framleiðsluuppgjörið sl. vor en tekjuskiptingauppgjörið ekki fyrr en nú í haust.

Hins vegar má áætla hver þróunin kann að hafa verið það sem af er þessu ári út frá ársfjórðungslegri birtingu Hagstofunnar á þjóðhagsreikningum eftir ráðstöfunaruppgjöri, fjármálum hins opinbera og ráðstöfunartekjum heimilagerans. Þessi áætlun bendir til þess að framlag vergs rekstrarafgangs til verðbólgu hafi minnkað undir lok síðasta árs og að það hafi haldist minna það sem af er ári samanborið við síðasta ár (mynd 4). Þá sé það aftur orðið

3. Framlag launakostnaðar á mynd 2 inniheldur framlag málm- og orkufyrirtækja en það er óverulegt. Án þess væri framlag launakostnaðar 0,2 prósentum lægra árið 2022, óbreytt fyrir meðaltal árána 2010-2019 en 0,1 prósentu minna fyrir meðaltal árána 2020-2022.

Mynd 3

Hreinn rekstrarafgangur málm- og orkufyrirtækja á framleidda einingu 2000-2022¹

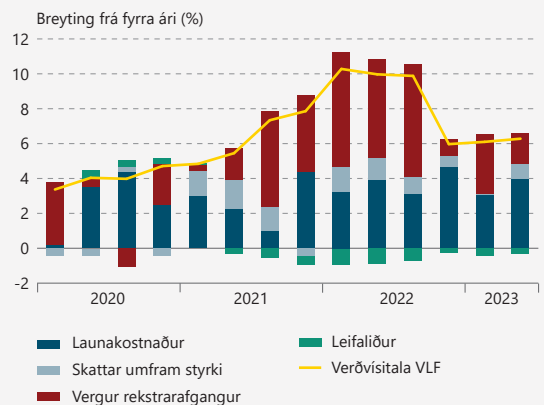


1. Myndin sýnir hreinan rekstrarafgang í atvinnugreinum sem snúa að framleiðslu málma og rafmagns-, gas- og hitaveitu á framleidda einingu sömu greina. Hreinn rekstrarafgangur er vergur rekstrarafgangur að frádrögnum afskriftum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Verðvísitala landsframleiðslunnar og framlag undirliða¹

1. ársfj. 2020 - 2. ársfj. 2023



1. Ársfjórðungslegar tölur eru áætlaðar út frá ráðstöfunaruppgjöri PHR (verðvísitala VLF og magn VLF), birtingu tekjuskiptingauppgjörs fyrir heimilagerann (launakostnaður), og tekjum og gjöldum hins opinbera (skattar umfram styrki). Vergur rekstrarafgangur er fenginn sem mismunur nafnvirði landsframleiðslunnar og summu launakostnaðar og skatta umfram styrki. Leifaliður myndast vegna keðjutengingar.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

minna en framlag launakostnaðar. Þar gæti alþjóðlegt málmverð vegið þungt en sú mikla hækkun sem varð á álverði frá því seint á árinu 2020 fram á mitt síðasta ár hefur að miklu leyti gengið til baka á þessu og síðasta ári.

Meiri hagnaður þarf ekki að endurspegla aukna álagningu fyrirtækja ...

Almennt ákvarða fyrirtæki afurðaverð sem álagningu ofan á jaðarkostnað (þ.e. kostnaðinn sem felst í því að framleiða eina einingu til viðbótar). Þannig getur hækkun afurðaverðs ýmist endurspeglad aukna álagningu eða hækkun á jaðarkostnaði. Bein tengsl eru því á milli verðbólgu og álagningarhlutfalls en flóknara samspil er milli verðbólgu og breytinga á hagnaði.

Fram til þessa höfum við skoðað þróun hagnaðar fyrirtækja (eins og hann er mældur með rekstrarafgangi samkvæmt þjóðhagsreikningum) og framlag hans til verðbólgu undanfarinna ára. Eins og fjallað er um í Colonna o.fl. (2023) þarf hins vegar ekki að vera augljóst samband á milli hagnaðar og álagningarhlutfalls. Það á sérstaklega við í núverandi árferði þar sem aðfangakostnaður hefur hækkað mikið og langt umfram launakostnað (mynd 5). Ástæðan er sú að álagningarhlutfallið er reiknað ofan á jaðarkostnað fyrirtækisins sem inniheldur ekki aðeins launakostnað heldur einnig annan aðfangakostnað. Hækki verð annarra aðfanga umfram laun mun óbreytt álagningarhlutfall fyrirtækja engu að síður skila meiri hagnaði að öðru óbreyttu.⁴

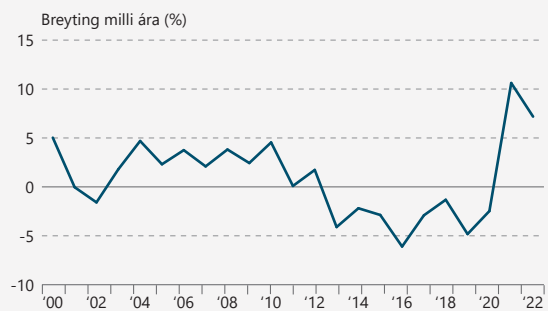
Myndræna framsetningu þessara áhrifa má sjá á mynd 6 sem sýnir þrjú dæmi um það hvernig hækkun aðfangakostnaðar getur haft áhrif á álagningarhlutfall fyrirtækja og hagnað þeirra (sjá Spange og Weissert, 2023). Í upphafi eru tekjur fyrirtækisins 200 kr. og aðfangakostnaður 100 kr. Eftir standa því 100 kr. sem skiptast á milli vinnuafslins (60 kr.) og eigenda fyrirtækisins (40 kr.). Álagningarhlutfallið er því 25% (þ.e. hlutfall hagnaðar (40) og framleiðslukostnaðar (60+100)).

Í fyrsta dæminu bregst fyrirtækið við hækkun aðfangakostnaðar í 150 kr. með því að lækka álagningarhlutfallið í 19% þannig að hagnaður fyrirtækisins sé óbreyttur. Þannig innbyrðir fyrirtækið kostnaðarhækkunina og launa- og hagnaðarhlutföll haldast óbreytt. Haldi fyrirtækið hins vegar álagningarhlutfalli sínu óbreyttu eins og í dæmi 2, mun hagnaður fyrirtækisins aukast. Hér má sjá að hækkun aðfangakostnaðar getur sett af stað atburðarás sem líkist tímabundinni víxlverkun launa og verðlags. Þegar fyrirtæki halda álagningarhlutfalli sínu föstu breytist

4. Þá skiptir hlutfall jaðarkostnaðar og meðalkostnaðar einnig máli en líta má á hlutfallið sem mælikvarða fyrir skalahagkvæmni framleiðslunnar.

Mynd 5

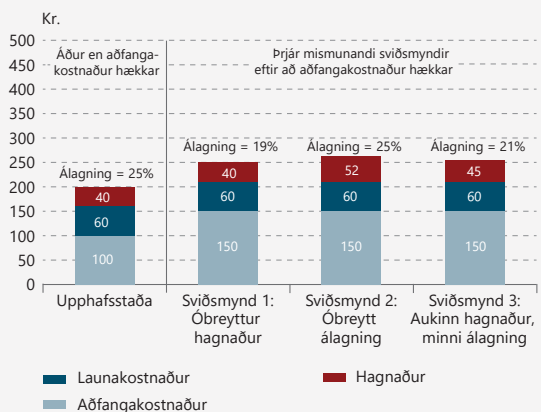
Hlutfall aðfangakostnaðar og launakostnaðar 2000-2022¹



1. Myndin sýnir prósentubreytingu í hlutfalli aðfangakostnaðar og launakostnaðar milli ára samkvæmt tölum þjóðhagsreikninga.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Möguleg áhrif hækkunar aðfangakostnaðar á álagningu og hagnað



Heimild: Spange og Weissert (2023).

hlutfallsleg skipting verðmætasköpunarinnar og því líklegt að vinnuaflið reyni í kjölfarið að endurheimta hlut sinn í ábata framleiðslunnar ef næg spenna er á vinnumarkaði. Ef álagningarhlutfallinu er haldið föstu mun það hins vegar einnig auka hagnað þar sem álagningin reiknast af hærri launum og launahlutfallið lækkar því að nýju. Þannig getur þetta gengið koll af kolli þar til að nýju jafnvægi er náð með sama launa- og hagnaðarhlutfalli og í upphafi og sama álagningarhlutfalli fyrirtækja en með hærri verðlagi en upphaflega verðhækkun aðfanga ein og sér kallaði á.

Að lokum sýnir dæmi 3 að mögulega geti fyrirtæki lækkað álagningarhlutfall sitt en hagnaður þess engu að síður aukist. Af þessum dæmum er ljóst að varasamt er að álykta um hegðun fyrirtækja út frá greiningum á hagnaði þegar annar aðfangakostnaður hækkar meira en laun. Aukinn hagnaður fyrirtækja, eins og hann er mældur samkvæmt þjóðhagsreikningum, þarf því ekki að þýða að fyrirtæki hafi lækkað álagningarhlutfall sitt og að það sé veigamikill þáttur aukinnar verðbólgu.

... og aukin álagning þarf ekki að þýða að markaðsvald fyrirtækja hafi aukist

Álagning og hagnaður fyrirtækja geta aukist án þess að í því felist aukið verðlagningarvald fyrirtækja eða annars konar vandi á framboðshlið þjóðarþúskaþarins. Aukin eftirspurn getur til dæmis leitt til þess að verð, álagning, hagnaður og framleiðsla eykst á sama tíma.⁵ Í því tilfelli skilar verðhækkunin ekki aðeins auknum hagnaði fyrir fyrirtækið heldur þjónar hún einnig þeim tilgangi að stilla af framboð og eftirspurn svo að ekki myndist umfram eftirspurn. Þótt samband aukinnar eftirspurnar og álagningarhlutfalls sé ekki fyrir fram gefið gæti snörp og óvænt aukning eftirspurnar, líkt og í kjölfar farsóttarinnar, leitt tímabundið til hærri álagningar og hagnaðar ef meiri tregða er í viðbragði jaðarkostnaðar t.d. vegna gildandi kjarasamninga. Vari áhrif aukinnar eftirspurnar nægilega lengi mun jaðarkostnaður þó einnig hækka á endanum. Þetta samspil passar ágætlega við það sem sjá má í mynd 2, þ.e. að framlag hagnaðar eykst fyrst og framlag launakostnaðar fylgir á eftir. Þá getur framsýn verðlagning fyrirtækja valdið tímabundinni hækkun álagningar. Eins og fjallað er um í Glover o.fl. (2023) getur fyrirsjáanleg hækkun jaðarkostnaðar valdið því að álagningarhlutfall fyrirtækja hækkar tímabundið en dregst svo saman þegar hækkun jaðarkostnaðar fellur til.

5. Sjá t.d. Glover o.fl. (2023) en þar má finna samantekt á áhrifum mismunandi skella eins og aukinnar eftirspurnar á verðákvörðun einkasala. Í Spange og Weissert (2023) má finna sambærilega umfjöllun fyrir einkasölusamkeppni.

Frekari greining bendir til þess að álagning innlendra fyrirtækja eigi ekki stóran þátt í verðbólgu undanfarinna ára

Ljóst er af ofangreindri umfjöllun að vandasamt er að greina hver ástæða verðbólgunnar undanfarið sé út frá einföldum bókhaldssamböndum þjóðhagsreikninga. Ein leið til þess að svara því hvort verðbólgu undanfarinna ára megi rekja til aukinnar álagningar innlendra fyrirtækja er því að styðjast við fræðilegt líkan til að greina hvaða kerfisskellir hafa verið megindrífkraftar verðbólgu undanfarinna ára. Til þess að gera þetta er notast við DSGE-líkan Seðlabankans, DYNIMO, en einn af skellum þess eru breytingar á álagningarhlutfalli fyrirtækja (sjá Stefán Þórarinnsson, 2020).

Með líkaninu má setja verðbólguþróun, eins og hún er mæld með vísitölu neysluverðs, í samhengi við aðrar hagstærðir og meta álagningu innlendra fyrirtækja um leið. Þannig er hægt að meta hve stóran hluta óvæntrar aukningar verðbólgu undanfarinna ára megi skýra með breytingum á álagningu innlendra fyrirtækja. Mynd 7 sýnir niðurstöður slíks mats fyrir undanfarin þrjú ár. Eins og sjá má virðist álagning innlendra fyrirtækja hafa vegið á móti aukningu verðbólgu árið 2021 og þá mælist lítið jákvætt framlag árið 2020 og í fyrra. Heilt yfir virðist aukin álagning fyrirtækja því ekki vega þungt í þróun verðbólgu undanfarinna þriggja ára.

Samantekt

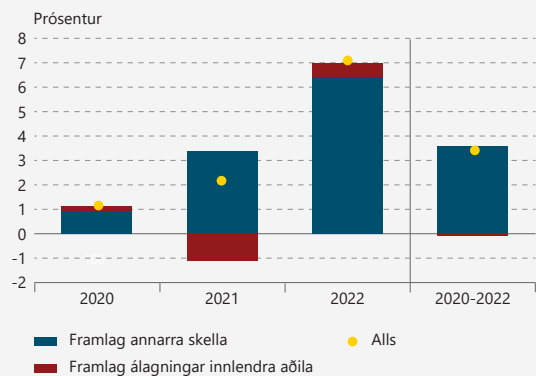
Verðbólga hefur verið mikil undanfarin ár. Hagnaður fyrirtækja, eins og hann er mældur samkvæmt þjóðhagsreikningum, hefur aukist á sama tíma og virðist hlutur hans í verðbólgunni meiri en áður. Framlagið er hins vegar minna en framlag launakostnaðar á þessu tímabili en það var t.d. tæplega tvöfalt meira árið 2022. Framlag hagnaðar fyrirtækja til verðbólgu er jafnframt nálægt sögulegu meðaltali ef horft er til tímabilsins í heild frá því að farsóttin skall á.

Eins og rakið er í rammagreininni er samband milli hagnaðar fyrirtækja og álagningarhlutfalls þeirra hins vegar ekki augljóst en frekari greining á framlagi álagningar til verðbólgu undanfarinna ára bendir til þess að breytingar á álagningu fyrirtækja hafi átt lítinn þátt í þróun verðbólgu undanfarinna þriggja ára.⁶ Eins og fjallað hefur verið um í *Peningamálum* virðist fremur mega rekja verðbólgu undanfarinna ára til þeirrar miklu umfræftirspurnar sem hefur verið í þjóðarbúinu. Hún gerir fyrirtækjum kleift að halda

6. Niðurstöðurnar eru í megindráttum áþekkar niðurstöðum annarra Seðlabanka, bæði á Norðurlöndum og í stórum iðnríkjum sem eru flestar á þá leið að álagning fyrirtækja sé ekki veigamikil orsök aukinnar verðbólgu undanfarinna ára. Sjá t.d. Spange og Weissert (2023), Seðlabanki Noregs (2023), Haskel (2023), Glover o.fl. (2023) og Bouras o.fl. (2023).

Mynd 7

Framlag álagningar innlendra aðila til verðbólgu 2020-2022¹



1. Framlag álagningar innlendra fyrirtækja sem selja á innanlandsmarkað og annarra kerfisskella til óvæntrar verðbólgu árunna 2020-2022 út frá DSGE-líkani Seðlabankans DYNIMO.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

álagningarhlutföllum sínum óbreyttum þótt aðfangaverð hækki og birtist þannig í auknum hagnaði fyrirtækja og síðan miklum launahækkunum. Til þess að ná tökum á þessari verðbólgu þarf því að beita hefðbundnum tækjum til að slá á eftirspurnina.

Hafi álagning fyrirtækja ekki aukist að neinu marki hefur það nokkra þýðingu fyrir verðbólguhorfur. Ekki er hægt að gera ráð fyrir að svigrúm sé til lækkunar álagningarhlutfalls til móts við frekari hækkun jaðarkostnaðar, t.a.m. í komandi kjarasamningum. Enn er spennan til staðar í þjóðarbúskapnum og á vinnumarkaði. Í slíku umhverfi er meiri hættan á að fyrirtæki verndi álagningarhlutföll sín og fleyti kostnaðarhækkunum út í verðlag og að launafólk reyni að endurheimta fyrra launahlutfall eins og áður var lýst. Aukið taumhald peningastefnunnar vinnur gegn þessari þróun með því að draga úr eftirspurn sem gerir fyrirtækjum erfiðara um vik að fleyta kostnaði út í verðlag og neyðir þau til að taka á sig kostnaðarhækkanir í gegnum minni álagningu. Um leið léttir minni eftirspurn á launaprýstingi. Þannig beinir peningastefnan áhrifum kostnaðarhækkana frekar í gegnum raunhagkerfið með því að gefa fyrirtækjum engan annan kost en að endurheimta álagningarhlutföll með hagræðingu og aukinni framleiðni.

Heimildir

- Bouras, P., C. Bustamante og X. Guo (2023). The contribution of firm profits to the recent rise in inflation. Bank of Canada *Staff Working Paper* 2023-12.
- Colonna, F., R. Torrini og E. Viviano (2023). The profit share and firm mark-up: how to interpret them? Banca d'Italia *Occasional Papers* nr. 770.
- Glover, A., J. Mustré-del-Río og A. von Ende-Becker (2023). How much have record corporate profits contributed to recent inflation? Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, 108, 23-35.
- Haskel, J. (2023). What's driving inflation: Wages, profits, or energy prices? Ræða flutt við Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., 25. maí 2023. Bank of England.
- Seðlabanki Noregs (2023). *Monetary Policy Report* 2/2023. Norges Bank. Júní 2023.
- Spange, M., og C. J. Weissert (2023). Corporate profits and inflation. Danmarks Nationalbank, *Analysis*, nr. 10.
- Stefán Þórarinnsson (2020). DYNIMO - Version III. A DSGE model of the Icelandic economy. Seðlabanki Íslands, *Working Paper* nr. 84.

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2024

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2024 var lagt fram á Alþingi í september sl. Samkvæmt því munu tekjur ríkissjóðs á næsta ári nema 1.348,5 ma.kr. en heildargjöld 1.394,8 ma.kr. Afkoman yrði því neikvæð um 46,3 ma.kr. Gert er ráð fyrir rúmlega 28 ma.kr. afgangi á frumjöfnuði ríkissjóðs á næsta ári en áfram verður halli á vaxtjöfnuði sem áætlað er að muni nema 74,4 ma.kr.

Í samanburði við fjárlög ársins 2023 er halli á heildarafkomu fjárlagafrumvarps næsta árs 73,3 ma.kr. minni. Halli á rekstri yfirstandandi árs stefnir þó í að verða umtalsvert minni en fjárlögin gerðu ráð fyrir. Afgangur á frumjöfnuði ríkissjóðs verður samkvæmt frumvarpinu tæpum 19 ma.kr. minni á næsta ári en hann er í uppfærðri áætlun á þessu ári. Á móti vegur minni halli á vaxtjöfnuði og verður halli á heildarafkomunni á næsta ári því 5,2 ma.kr. meiri en áætlað er fyrir 2023. Í hlutfalli við landsframleiðslu nemur hallinn 1% á næsta ári (tafla 1).

Tafla 1 Yfirlit yfir afkomu samkvæmt fjárlögum ársins 2023 og fjárlagafrumvarpi ársins 2024

Þjóðhagsgrunnur	Ma.kr.			Breyting frá fjárlögum fyrra árs
	Fjárlög 2023	Áætlun 2023	Frumvarp 2024	
Frumtekjur	1.122,5	1.223,9	1.312,3	189,8
Frumgjöld	1.172,8	1.177,0	1.284,1	111,3
Frumjöfnuður	-50,3	47,0	28,1	78,4
Vaxtatekjur	25,4	36,0	36,3	10,9
Vaxtagjöld	94,7	124,1	110,7	16,0
Vaxtjöfnuður	-69,3	-88,1	-74,4	-5,2
Heildartekjur	1.147,9	1.259,9	1.348,5	200,6
Heildargjöld	1.267,5	1.301,0	1.394,8	127,3
Heildarjöfnuður	-119,6	-41,1	-46,3	73,3
% af VLF				
Þjóðhagsgrunnur	%			Breyting frá fjárlögum fyrra árs
	Fjárlög 2023	Áætlun 2023	Frumvarp 2024	
Frumtekjur	28,4	29,2	29,0	0,6
Frumgjöld	29,7	28,1	28,4	-1,3
Frumjöfnuður	-1,3	1,1	0,6	1,9
Vaxtatekjur	0,6	0,9	0,8	0,2
Vaxtagjöld	2,4	3,0	2,4	0,1
Vaxtjöfnuður	-1,8	-2,1	-1,6	0,1
Heildartekjur	29,0	30,1	29,8	0,7
Heildargjöld	32,0	31,1	30,8	-1,3
Heildarjöfnuður	-3,0	-1,0	-1,0	2,0

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2024.

Þjóðhagsforsendur frumvarpsins byggjast á spá Hagstofu Íslands frá því í júní sl. Í töflu 2 má sjá spá Hagstofunnar og áætlun fjárlagafrumvarpsins í samanburði við spá Seðlabankans frá svipuðum tíma (*Peningamál 2023/2* frá því í maí). Þetta er sami hagvöxtur en minna atvinnuleysi og verðbólga en gert er ráð fyrir í nýrri grunnsþá Seðlabankans.

Tafla 2 Þjóðhagsforsendur fjárlagafrumvarps ársins 2024

	Spá Hagstofu Íslands (%)	PM 2023/2 (%)
Einkaneysla	2,2	1,7
Samneysla	2,0	2,0
Fjármunamyndun	3,4	5,7
Útflutningur	3,3	3,5
Innflutningur	2,8	3,7
Verg landsframleiðsla	2,6	2,6
Neysluverðsvisitala	4,9	5,0
Atvinnuleysi	4,0	4,3
Gengisvísitala	0,1	0,5
Laun	5,6	6,9

Taflan sýnir breytingar frá fyrra ári nema fyrir atvinnuleysi sem er hlutfall af vinnuafli.
Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2024, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðlags-, launa- og gengisforsendur fjárlagafrumvarps fyrir árið 2024

- Launaforsendur:** Alla jafna byggjast launaforsendur frumvarpsins á gildandi kjarasamningum. Líkt og við gerð síðustu fjárlaga er óvissa um framvindu kjarasamninga á næsta ári. Því er sömu aðferð beitt og þá þar sem fjárveitingum verður ekki úthlutað á stofnanir heldur er gert ráð fyrir fjárheimild fyrir launahækkun í almennan varasjóð og tekur sú breyting mið af forsendum um verðbólgu á næsta ári. Þegar niðurstöður kjarasamninga liggja fyrir verða fjárheimildir færðar á einstakar stofnanir. Áhrif launaforsendna á útgjöld næsta árs nema 28,1 ma.kr.
- Verðlagsforsendur:** Almenn hækkun rekstrargjalda tekur mið af verðbólguþá Hagstofunnar. Verðbólga er talin verða 8,7% í ár sem er hækkun um 3,1 prósentu frá forsendum fjárlaga fyrir árið 2023 en búist er við að hún minnki á næsta ári og verði 4,9%. Áætlað er að útgjöld næsta árs aukist um 7,6 ma.kr. vegna vanmats á verðbólgu ársins 2023 við gerð fjárlaga þess árs. Á næsta ári er talið að útgjaldaaukning vegna verðlags-hækkunar nemi 12,1 ma.kr. Samanlögð áhrif á útgjöld næsta árs verða því 19,7 ma.kr.
- Gengisforsendur:** Í frumvarpinu er miðað við viðskipta-vegið meðalgengi krónunnar í júní 2023 sem felur í sér

um 2,9% hækkun á gengisvísitölu milli ára. Þetta leiðir til um 2,4 ma.kr. hækkunar útgjalda. Þar veða útgjöld vegna utanríkismála og lyfjakostnaðar þyngst.

- *Atvinnuleysisbætur og bætur Almannatrygginga*: Bætur Almannatrygginga hækka um 4,9% á næsta ári sem bætist við 2,5% hækkun í júní sl. Atvinnuleysisbætur hækka um sem nemur verðbólgu eða 4,9%. Kostnaður af hækkun fjárhæða bóta er áætlaður 17,7 ma.kr.

Samtals nema launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar á fjárheimildum í fjárlagafrumvarpi ársins 2024 67,9 ma.kr. að meðtöldum hækkunum atvinnuleysisbóta og bóta Almannatrygginga (tafla 3).

Tafla 3 Launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar árið 2024

Rekstrargrunnur	Útgjaldaáhrif ma.kr.
Hækkun launa umfram forsendur fjárlaga 2023	8,6
Áætluð hækkun launa 2024	19,5
Samtals launahækkun	28,1
Atvinnuleysisbætur og bætur almannatrygginga	17,7
Almennar verðlagsforsendur	19,7
Gengisforsendur	2,4
Samtals launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar	67,9

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2024.

Útgjaldatilfni fjárlagafrumvarpsins

Hækkun fjárheimilda rammasettra útgjalda milli ára umfram áhrif verðlagsuppfærslna nemur 35,2 ma.kr. Þar vegast á annars vegar meira útgjaldasvigrúm vegna nýrra og aukinna verkefna og vöxtur bundinna útgjalda og hins vegar aðhaldsaðgerðir og brottfall tímabundinna útgjalda. Á meðal bundinna útgjaldaskuldbindinga má nefna byggingu nýs Landspítala og útgjöld vegna fjölgunar flóttafólks. Aukin og ný verkefni eru m.a. tilfærsla stuðnings við orkuskipti af tekjuhlið yfir á gjaldahlið og aukið framlag við almenna íbúðakerfið. Á meðal tímabundinna aðgerða sem falla niður eru gjöld tengd fjárfestingarátaki árána

Tafla 4 Breyting rammasettra útgjalda eftir tilefnum

Útgjaldatilfni	Breyting frá fyrri fjárheimildum ma.kr.
Aukið útgjaldasvigrúm í frumvarpi	50,3
Bundin útgjöld	42,5
Brottfall tímabundinna aðgerða	-40,6
Aðhaldsaðgerðir	-17,0
Launa- og verðlagsuppfærslur	67,9
Samtals	103,1

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2024.

2021-2023. Að lokum er áætlað að 17 ma.kr. sparist í almennum og sértækum aðhaldsaðgerðum (tafla 4).

Breytingar á tekjuhlíð

Gert er ráð fyrir að lögfestar skattkerfisbreytingar auki tekjur ríkissjóðs á næsta ári um 9,1 ma.kr. en þar munar mest um lækkun endurgreiðsluhlutfalls virðisaukaskatts (VSK) úr 60% í 35%. Ólögfestar breytingar skila 14,2 ma.kr. í auknar tekjur en þar munar mest um endurskoðun skattlagningar á ökutæki og eldsneyti. Samtals munu breytingarnar skila 23,3 ma.kr. tekjuauka á næsta ári (tafla 5).

Tafla 5 Tekjuáhrif skattabreytinga á ríkissjóð árið 2024

Rekstrargrunnur	Tekjur ma.kr.
Lögfestar breytingar	
Lækkun endurgreiðslu VSK úr 60% í 35%	6,0
Varaflugvallargjald	1,6
Tímabundinni niðurfellingu gistináttaskatts lýkur	1,5
Samtals	9,1
Ólögfestar breytingar	
Endurskoðun skattlagningar á ökutæki og eldsneyti	7,5
Gjaldtaka í ferðaþjónustu	2,7
Breytingar á verðmætagjaldi sjókvíaldis	0,6
Hækkun krónutölugjalda um 3,5%	3,4
Samtals	14,2
Samtals lögfestar og ólögfestar breytingar	23,3

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2024.

Endurskoðun afkomuáætlunar ársins 2023

Umtalsverð breyting er á afkomuáætlun yfirstandandi árs ef miðað er við fjárlög ársins. Búist er við 41 ma.kr. halla á rekstri ríkissjóðs í ár þar sem mikill halli á vaxtajöfnuði vegur á móti 47 ma.kr. afgangi af frumjöfnuði. Hallinn er minni en samkvæmt fjárlögum um sem nemur 78,5 ma.kr. og þetta er 97 ma.kr. breyting á áætluðum frumjöfnuði. Tekjur ríkissjóðs eru taldar verða 112 ma.kr. meiri en í fjárlögum en það má að miklu leyti rekja til meiri efnahagssumsvifa og verðbólgu en búist var við. Áætlun fyrir frumgjöld ríkissjóðs breytist lítið frá fjárlögum eða um rúma 4 ma.kr. en umtalsverð breyting er á vaxtagjöldum en þau eru talin verða 29,4 ma.kr. meiri en í fjárlögum.

Í samanburði við fjármálaáætlun árána 2024-2028 sem samþykkt var sl. sumar er breytingin á áætlaðri afkomu ársins 2023 mun minni en sé miðað við fjárlög þess árs. Skýringuna má rekja til þess að snemma á árinu stefndi í að skatttekjur yrðu meiri en gert var ráð fyrir í fjárlögum vegna kröftugri efnahagssumsvifa. Í kafla III er fjallað nánar um afkomuna þegar leiðrétt hefur verið fyrir áhrifum hagsveiflunnar en það mælir hvert aðhaldsstig ríkisfjármála er hverju sinni.

Óbreytt afkoma milli ára á næsta ári en samsetning afkomunnar breytist

Eins og nefnt hefur verið er áætlað að afkoma ríkissjóðs verði neikvæð á næsta ári um rúmlega 46 ma.kr. eða um sem nemur 1% af landsframleiðslu sem er sama hlutfall og ný áætlun fyrir árið 2023 kveður á um (mynd 1). Samsetningin mun hins vegar breytast þar sem afgangur af frumjöfnuði minnkar frá fyrra ári en það dregur úr halla á vaxtajöfnuði. Þessa þróun frumjafnaðar má að hluta skýra með því að í ár verður tekjuskattur lögaðila óvenju mikill vegna sölu Landsvirkjunar á Landsneti til ríkissjóðs. Þar að auki koma áhrif vanmats verðbólgu í ár á útgjöld ekki fram í verðlagsuppfærslu ýmissa útgjaldaliða að fullu leyti fyrr en á næsta ári en áhrif verðbólgu koma fram í auknum tekjum á yfirstandandi ári.

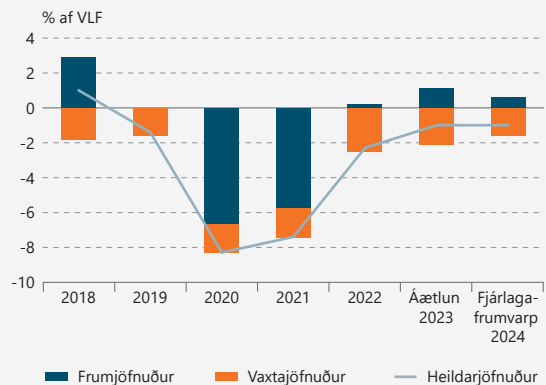
Afkoman í fjárlagafrumvarpinu er áþekk því sem fjármálaáætlun frá sl. sumri kvað á um en þar var áætlað að halli ársins 2024 næmi rúmum 48 ma.kr. eða 1,1% af landsframleiðslu. Í frumvarpinu er afgangur af frumjöfnuði heldur meiri en í áætluninni eða um sem nemur 0,3% af landsframleiðslu en á móti er áætlað að halli á vaxtajöfnuði verði meiri.

Skuldahlutfall ríkissjóðs lækkar á næsta ári

Skuldir ríkissjóðs miðað við skuldaregluna sem kveðið er á um í lögum um opinber fjármál jukust úr 21,8% af landsframleiðslu árið 2019 í 33,2% árið 2021 þegar það fór hæst.¹ Hlutfallið lækkaði lítillega í fyrra en í ár er búist við að það lækki um eina prósentu og verði 32,1%. Í frumvarpinu er áætlað að hlutfallið lækki um 1,2 prósentur á næsta ári (mynd 2). Í samanburði við gildandi fjármálaáætlun er nú búist við að skuldahlutfallið lækki minna í ár en gert var ráð fyrir í fjármálaáætlun en lækki hins vegar meira á því næsta. Séu þessi tvö ár skoðuð saman er nú talið að skuldahlutfallið verði litlu hærra á næsta ári en í fjármálaáætlun eða 30,9% af landsframleiðslu.

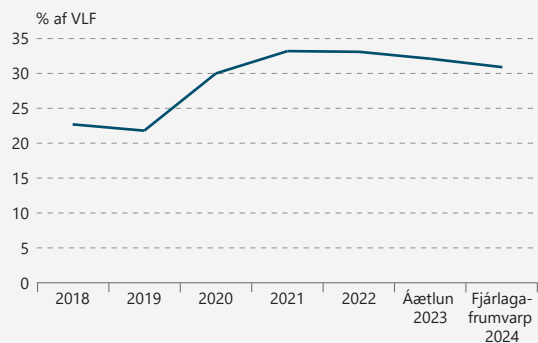
1. Miðað er við að heildarskuldir hins opinbera að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádregnum sjóðum og bankainnstæðum séu lægri en sem nemur 30% af landsframleiðslu.

Mynd 1
Afkoma ríkissjóðs 2018-2024¹



1. Afkoma A1-hluta ríkissjóðs.
Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2024, Fjármálaáætlun 2024-2028.

Mynd 2
Skuldir ríkissjóðs 2018-2024¹



1. Skuldir A1-hluta ríkissjóðs samkvæmt skuldareglu, þ.e. heildarskuldir að frádregnum lífeyrisskuldbindingum, viðskiptaskuldum, sjóðum og bankainnstæðum.
Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2024, Fjármálaáætlun 2024-2028.

Spár Seðlabankans um efnahagsþróun ársins 2022

Eins og fyrri ár birtir Seðlabankinn í nóvemberhefti *Peningamála* samantekt á því hvernig bankanum tókst til við að spá um framvindu efnahagsmála á nýliðnu ári. Með því er reynt að draga fram helstu orsakir frávika í spám bankans svo að hægt sé að læra af þeim og nýta til að bæta spágerðina og líkön bankans.

Fjöldi áfalla dundi á heimsbúskapnum árið 2022

Á árinu 2022 mátti loks sjá COVID-19-faraldurinn ganga niður og efnahagssumsvif sækja í eðlilegt horf eftir tveggja ára tímabil verulegrar röskunar á líferni fólks. Þótt sæi fyrir endann á faraldrinum voru aðfangakeðjur enn laskaðar og verulegir framleiðsluþökrar áfram til staðar. Erfitt reyndist því að mæta hratt vaxandi eftirspurn heimila, skortur myndaðist á fjölda aðfanga og verð á aðföngum og varanlegum neysluvörum hækkaði hratt.

Fjöldi annarra framboðsáfalla dundi á heimsbúskapnum á þessu tímabili. Þar vó þungt innrás Rússa í Úkraínu snemma árs 2022 sem leiddi til enn frekari framboðshnökra og verulegrar hækkunar á orkuverði sem og verði ýmissa hrá- og matvara. Í kjölfarið fylgdi mesta verðbólga sem sést hafði í þróuðum ríkjum í fjóra áratugi (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 6).

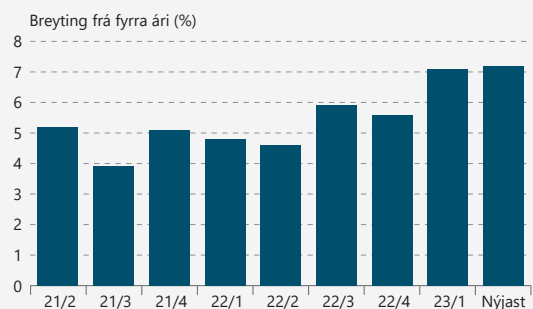
Breytingar á hagvaxtarspám lituðust mjög af sveiflum í útflutningshorfum

Framan af var mikil óvissa í spám bankans um hvenær farsóttinni lyki og hversu hratt útflutningur, og þá sérstaklega ferðapjónusta, tæki við sér eftir þann samdrátt sem farsóttin olli. Í maíhefti *Peningamála* 2021 var gert ráð fyrir að ferðapjónusta tæki kröftuglega við sér árið 2022 og að hún yrði megindrifkraftur 5,2% hagvaxtar á árinu (mynd 1). Um haustið 2021 höfðu hagvaxtarhorfur ársins 2022 aftur á móti versnað og var spáin því færð niður. Verri horfur um útflutning vógu þyngst í endurskoðaðri spá en þar spiluðu saman grunnáhrif vegna bætts útlits um fjölda ferðamanna á árinu 2021 og versnandi horfur um útflutning sjávarfurfur á árinu 2022. Í nóvemberspá bankans sama ár höfðu horfur um útflutning aftur á móti batnað á ný og í kjölfarið var hagvöxtur ársins aftur færður upp í liðlega 5%.

Á fyrri hluta ársins 2022 versnuðu horfur um útflutning á ný. Í fyrstu spá bankans á árinu sem birt var í febrúarhefti *Peningamála* vógu verri útflutningshorfur til lækunar í hagvaxtarspánni en kröftugri vöxtur fjármunamyndunar

Mynd 1

Spár um hagvöxt fyrir árið 2022¹



1. Spár PM 2021/2-2021/4 og 2022/1-2022/4 fyrir hagvöxt ársins 2022 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2023/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á hagvexti ársins 2022.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

vann á móti og var spáin um hagvöxt því einungis færð niður um 0,3 prósentur. Í ágústspá sama árs höfðu horfurnar aftur á móti breyst töluvert, sér í lagi um innlenda eftirspurn sem útlit var fyrir að yrði töluvert sterkari á árinu. Horfur voru á nokkru meiri vexti atvinnuvegafjárfestingar auk þess sem spá um vöxt einkaneyslu var ríflega tvöfölduð. Þá var einnig orðið ljóst að ferðavilji var mikill og hafði bati í ferðaþjónustu um sumarið verið enn kröftugri en gert var ráð fyrir. Fyrir vikið var hagvaxtarspáin færð upp í 5,9%. Í febrúar 2023 var birt síðasta spá bankans fyrir birtingu Hagstofunnar á þjóðhagsreikningum fyrir árið 2022. Þá var spáð að hagvöxtur ársins hefði verið 7,1% enda ljóst að einkaneysla á árinu hafði aukist enn meira en áður var talið og að útflutningshorfur höfðu batnað enn frekar (sjá nánar hér á eftir). Þegar Hagstofan birti bráðabirgðatölur fyrir árið stuttu síðar mat hún vöxtinn hafa verið 6,4% en hún hefur síðan endurskoðað hagvöxt ársins í 7,2%.

Þrátt fyrir alþjóðleg áföll reyndist vöxtur í ferðaþjónustu meiri en spáð var ...

Fljótlega eftir að farsóttin hófst var útlit fyrir að áhrifa hennar myndi áfram gæta á ferðalög milli landa á árinu 2022. Í maíspá *Peningamála* árið 2020, þeirri fyrstu eftir að farsóttin barst til landsins, var búist við að komur erlendra ferðamanna hingað til lands yrðu um þriðjungi færri árið 2022 en á árinu 2019. Þegar komið var fram á vorið 2021 höfðu horfur hins vegar batnað og var þá búist við að fjöldi ferðamanna yrði hátt í 1,5 milljón á árinu og að um fjórðung myndi vanta upp á til að ferðaþjónustan yrði svipuð að umfangi og fyrir farsóttina. Í ágústhefti *Peningamála* 2021 var spá um fjölda ferðamanna á árinu 2022 lítið breytt en ársvöxtur þó færður niður þar sem tilslakanir á ferðahömlum höfðu orðið til þess að ferðamönnum fjölgaði meira sumarið 2021 en áður var spáð. Grunnáhrif urðu því til þess að útflutningsspá bankans fyrir árið 2022 var færð niður og vó það þungt í lækkun hagvaxtarspár ársins.

Spá um fjölda ferðamanna á árinu 2022 var ekki endurskoðuð að ráði fyrr en um haustið 2022 þegar ljóst var að fjöldinn yrði öllu meiri eða nær 1,7 milljónum. Um vorið höfðu verið áhyggjur um að ýmis teikn í heimsbúskapnum, eins og t.d. hátt eldsneytisverð og þar með há flugfargjöld sem og minni kaupmáttur, myndi draga úr ferðavilja fólks. Í reynd urðu fækkun COVID-tilfella, afnám ferðatakmarkana til Bandaríkjanna og aukið flugframboð hins vegar til þess að farþegar hingað til lands urðu enn fleiri á árinu en búist var við. Þær áskoranir sem voru í forgrunni í efnahagsmálum á þessum tíma, svo sem stríðsátök, vaxtahækkunar, aukin verðbólga, framboðshnökrar og hækkun hrávöruverðs, virtust því hafa minni áhrif á ferðalög fólks en búist var við. Þess í stað

mátti greina mikinn uppsafnaðan ferðavilja studdan af sparnaði heimila eftir farsóttina (sjá umfjöllun í rammagrein 2).

... en náttúruöflin léku á móti stærra hlutverk í þróun útflutnings

Viðbúið var að spár um vöruútflutning væru markaðar af gangi mála í heimsbúskapnum en í reynd léku ýmsar náttúrulegar orsakir stærra hlutverk. Samdráttur í aflaheimildum ýmissa sjávarafurða, sér í lagi þorsks, fyrir fiskveiðiárið 2021-2022, lituðu lakari útflutningsspá bankans í ágúst 2021. Við útgáfu nóvemberspár bankans var aftur á móti útlit fyrir töluvert meiri aukningu í loðnukvóta á komandi fiskveiðiári sem vó á móti samdrætti í öðrum aflaheimildum. Erfið vertíð og slæm veðurskilyrði settu þó strik í reikninginn og náðist ekki að veiða allan aflann sem gefinn hafði verið út. Nam vöxtur útflutnings sjávarafurða á árinu öllu því einungis um 1% þrátt fyrir stærsta loðnuafla síðan á vertíðinni 2011-2012.

Þessu til viðbótar þurfti að skerða afhendingu á orku til stóriðjuframleiðslu vegna dræms vatnabúskapar í uppistöðulónum Landsvirkjunar. Á móti minni útflutningi álafurða og kísiljárns vó þó mikill útflutningur annarra iðnaðarvara. Útflutningur jókst á endanum um 22,3% milli ára sem er svipað og gert hafði verið ráð fyrir í síðustu spá bankans fyrir birtingu bráðabirgðatalna Hagstofunnar um árið í heild en nokkru meiri vöxtur en spáð var framan af (mynd 2). Mikill vöxtur innflutnings vó á móti þessum útflutningsvexti og var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar því einungis um ½ prósentu þegar upp var staðið.

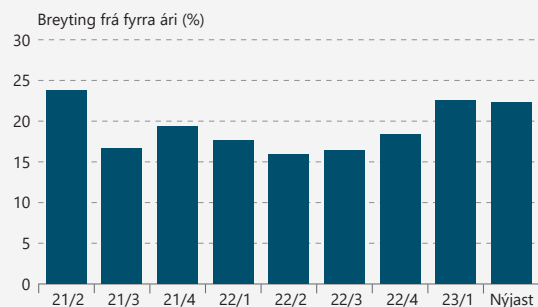
Frávik í útflutningsspám bankans litast einnig af aðferðafræðibreytingum Hagstofunnar

Ein viðbótarskýring á frávikum sem var á spá bankans um þjónustuútflutning og endanlegum tölum Hagstofunnar er sú að við útgáfu þjóðhagsreikninga í lok febrúar 2023 var meðhöndlun viðskipta með hugverk breytt þannig að þau voru ekki lengur talin með í utanríkisviðskiptum. Vöxtur þjónustuútflutnings á árinu 2022 var fyrir vikið 1,2 prósentum minni en áður hafði verið metið og framlag utanríkisviðskipta lítillega minna.

Á sama tíma breytti Hagstofan meðferð leigusamninga á flugvélum í utanríkisviðskiptum þannig að þeir töldust til þjónustuviðskipta í stað fjárfestingar. Með þeirri breytingu var meðferð þessara samninga færð í sama horf og var fyrir birtingu þjóðhagsreikninga í ágúst 2021. Þessi aðferðafræðibreyting hafði nokkur áhrif á viðskiptajöfnuð ársins 2022 en lítil sem engin áhrif á verga landsframleiðslu. Áhrifin á fjárfestingu voru hins vegar mikil eins og síðar verður vikið að.

Mynd 2

Spár um útflutning fyrir árið 2022¹



1. Spár PM 2021/2-2021/4 og 2022/1-2022/4 fyrir vöxt útflutnings vöru og þjónustu ársins 2022 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2023/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á útflutningsvexti ársins 2022.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Spár um einkaneyslu reyndust full svartsýnar

Helsti drifkraftur hagvaxtar á árinu 2022 var einkaneysla en hún jókst um 8,5% á árinu sem er mesti vöxtur einkaneyslu síðan árið 2005. Spár um einkaneyslu bentu þó framan af til þess að vöxtur hennar yrði mun hóflegri. Í spá bankans í *Peningamálum* 2021/2 var t.d. spáð að hún myndi aukast um 3,6% á árinu. Næstu spár þar á eftir voru áþekkar (mynd 3). Í maí 2022 voru hins vegar komnar fram vísbendingar um að útgjöld Íslendinga erlendis væru tekin að aukast til muna. Það sást t.d. í aukinni kortaveltu hjá ferðaskrifstofum og í vísitölu Gallup um fyrirhugaðar utanlandsferðir. Til viðbótar mátti greina fjölgun í nýskráningum bifreiða. Þrátt fyrir skýrar vísbendingar um aukna neyslu og bjartsýni meðal neytenda var spáð minni vexti einkaneyslu en í spánni á undan. Að hluta skýrðist það af grunnáhrifum vegna meiri vaxtar einkaneyslu á árinu á undan en til viðbótar voru horfur það sem eftir lifði ársins taldar lakari vegna hækkandi kostnaðar og aukinnar óvissu í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu.

Þegar leið á árið 2022 kom hins vegar betur í ljós að sterk staða flestra heimila og mikill uppsafnaður sparnaður réðu meiru um neyslu þeirra en varkárni vegna óvissu í heimsbúskapnum. Í útgáfu *Peningamála* í ágúst 2022 var fyrir vikið spáð 7,2% ársvexti einkaneyslu. Aukningin var að stórum hluta drifin af upplýsingum um aukin ferðalög til útlanda en einnig mátti greina mikla aukningu neyslu-útgjalda innanlands, svo sem til kaupa á nýjum bifreiðum.

Þessi kröftugi vöxtur einkaneyslu árið 2022 var m.a. drifinn áfram af mikilli hækkun kaupmáttar ráðstöfunartekna sem jókst um 3% milli ára árið 2022 (mynd 4) og kemur í kjölfar ríflega 4% árlegs vaxtar að meðaltali árin fimm þar á undan. Heimilin virðast því hafa gengið hraðar á uppsafnaðan sparnað sinn en áður var talið. Atvinnuástand á árinu var einnig gott og störfum fjölgaði hraðar en gert hafði verið ráð fyrir (mynd 5).

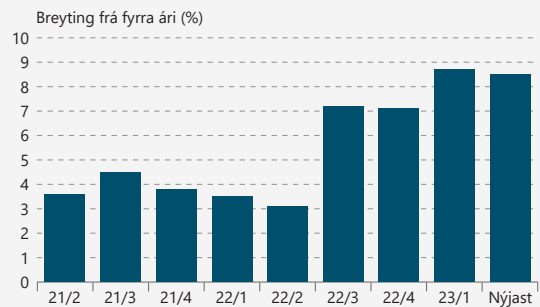
Aðferðafræðibreytingar vega þungt í frávikum í spám um atvinnuvegafjárfestingu

Eins og áður hefur komið fram tilkynnti Hagstofan í ágúst 2021 um breytta meðferð leigusamninga á flugvélum í þjóðhagsreikningum á þann veg að leigðir rekstrarfjármunir töldust í ákveðnum tilfellum til fjárfestingar hjá leigutökum. Breytingin leiddi til þess að fjárfesting í flugvélum á árinu 2021 mældist mun meiri en áður var áætlað og olli því að í nóvemberhefti *Peningamála* sama ár var spáð samdrætti í atvinnuvegafjárfestingu á árinu 2022 þrátt fyrir að horfur fyrir árið hefðu í raun batnað (mynd 6).

Tafir á afhendingu sumra þeirra flugvéla sem féllu undir þessa meðferð í þjóðhagsreikningunum urðu hins vegar til þess að umtalsverður hluti fjárfestingar færðist frá árinu 2021

Mynd 3

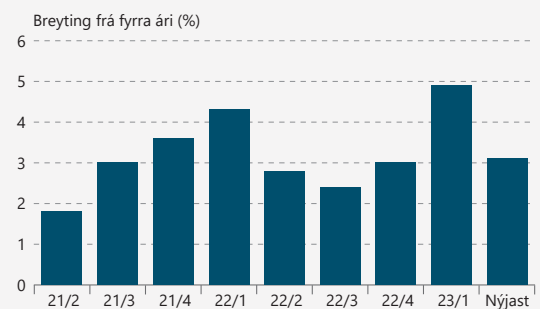
Spár um einkaneyslu fyrir árið 2022¹



1. Spár PM 2021/2-2021/4 og 2022/1-2022/4 fyrir vöxt einkaneyslu ársins 2022 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2023/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á einkaneysluvexti ársins 2022. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

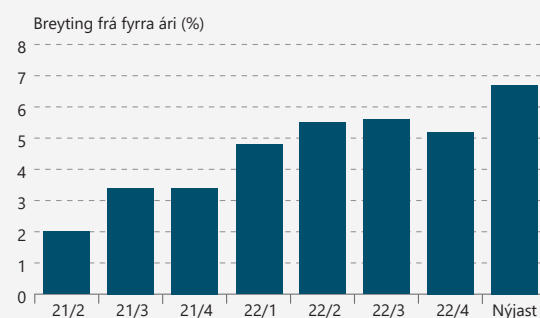
Spár um ráðstöfunartekjur fyrir árið 2022¹



1. Spár PM 2021/2-2021/4 og 2022/1-2023/1 fyrir vöxt kaupmáttar ráðstöfunartekna ársins 2022 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

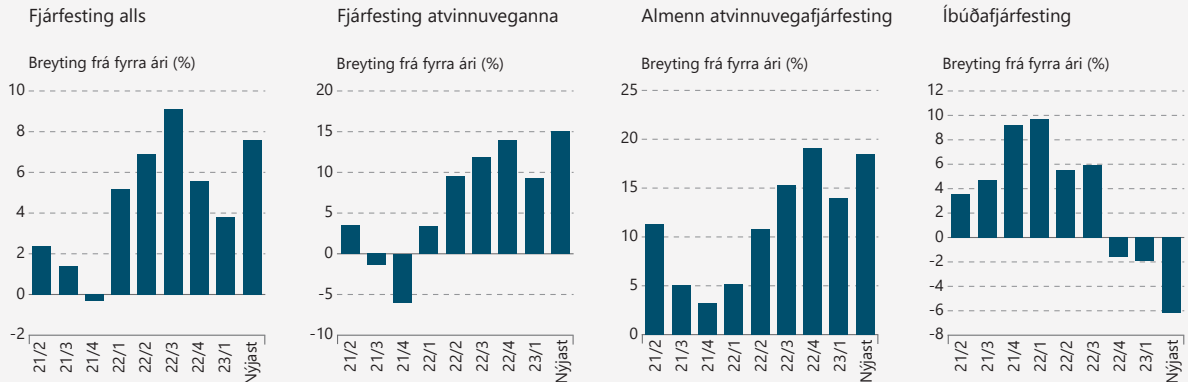
Spár um heildarvinnustundir fyrir árið 2022¹



1. Spár PM 2021/2-2021/4 og 2022/1-2022/4 fyrir vöxt heildarvinnustunda ársins 2022 ásamt endanlegri niðurstöðu ársins. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Spár um fjárfestingu fyrir árið 2022¹



1. Spár PM 2021/2-2021/4 og 2022/1-2022/4 fyrir vöxt fjárfestingar ársins 2022 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2023/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á fjárfestingarvexti ársins 2022.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

til ársins 2022 í spá bankans í febrúar 2022. Þá höfðu til viðbótar borist upplýsingar um afhendingu enn fleiri flugvéla á árinu sem myndu lúta sömu aðferð. Þegar Hagstofan birti niðurstöður þjóðhagsreikninga fyrir árið 2022 seinna í sama mánuði var hins vegar tilkynnt um að meðferð leigusamninga á flugvélum í utanríkisviðskiptum hefði verið breytt aftur til baka þannig að þeir töldust til þjónustuviðskipta í stað fjárfestingar líkt og var fyrir birtingu þjóðhagsreikninga í ágúst 2021. Eftir síðustu breytinguna var niðurstaða Hagstofunnar að samdráttur í fjárfestingu í skipum og flugvélum hafi verið 4,3% árið 2022 sem er töluvert minni samdráttur en var áætlað í *Peningamálum* í febrúar 2023. Þessar ítrekuðu aðferðafræðibreytingar Hagstofunnar lögðu því mikið til þess fráviks sem varð í spám bankans um atvinnuvegafjárfestingu á árinu 2022 en þar sem sambærilegar breytingar urðu á vöruinnflutningi voru áhrifin á hagvöxt takmörkuð.

Almennri atvinnuvegafjárfestingu var ítrekað vanspáð ...

Atvinnuvegafjárfesting tók að aukast á ný á árinu 2021 eftir verulegan samdrátt á árinu 2020 og var hún einkum drifin áfram af almennri atvinnuvegafjárfestingu (þ.e. atvinnuvegafjárfestingu án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum). Í hverri spá sem bankinn gerði á árinu 2021 var spáð meiri vexti fjárfestingar á því ári. Grunnáhrif urðu því til þess að væntingar um ársvöxt á árinu 2022 lækkuðu á móti. Þegar líða tók á árið 2022 varð hins vegar ljóst að enn var mikill þungi í almennri atvinnuvegafjárfestingu á árinu. Þær hátíðnivélsbendingar sem skammtímaspár bankans byggjast á fönguðu þessa þróun vel og voru spár um næsta fjórðung því alla jafna nærri lagi.

Spár bankans fyrir árið í heild, sem voru m.a. byggðar á könnun bankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja,

voru þó framan af um öllu minni fjárfestingu en í raun varð. Fyrsta könnun bankans um áform fyrirtækja á árinu 2022 sem framkvæmd var í september 2021 benti til þess að vöxtur fjárfestingar kynni að vera 13,4% að nafnvirði á árinu 2022 á meðan sambærileg könnun í september ári síðar sýndi yfir 40% vöxt. Niðurstöður könnunarinnar bentu þannig til sífellt meiri fjárfestingar eftir því sem á leið og virðast fyrirtæki því hafa endurskoðað áætlanir og aukið við áform sín samhliða síaukunum umsvifum í efnahagslífinu.

... en fjárfestingu í íbúðarhúsnæði ofspáð

Spár um íbúðafjárfestingu gerðu framan af ráð fyrir töluvert meiri fjárfestingu árið 2022 en í raun varð. Í ágústspá Seðlabankans árið 2021 var útlit fyrir að byggingaraðilar væru að hefja nýframkvæmdir í minni mæli og væru þess í stað að leggja aukna áherslu á að klára íbúðir sem þegar hafði verið byrjað á. Ástæða þess væri mikil eftirspurn og sala íbúðahúsnæðis í kjölfar vaxtalækkana Seðlabankans en auknar ráðstöfunartekjur heimila ollu því að áfram voru töluvert umsvif á íbúðamarkaði og íbúðaverð hækkaði. Fáar byrjanir í talningum Húsnæðis- og mannvirkjastofnunar á íbúðarhúsnæði í byggingu gáfu tilefni til þess að spá hóflegum vexti íbúðarfjárfestingar á árinu 2022 (mynd 6).

Talningar sem framkvæmdar voru seinna um haustið sýndu þó að framkvæmdum á fyrri byggingarstigum hafði tekið að fjölga á ný og voru spár um íbúðafjárfestingu þá færðar upp eða í liðlega 9% vöxt milli ára. Auknar nýframkvæmdir voru raktar til þess að eftirspurn eftir húsnæði hafi auðveldað verktökum að selja fullkláraðar eignir og sækja fjármögnun til að hefja nýjar framkvæmdir. Niðurstöður talninga á íbúðum í byggingu héldu áfram að lita jákvæðar spár þegar leið á árið 2022 auk þess sem betur gekk að leysa úr framboðshnökrum vegna stríðsins í Úkraínu en í upphafi var óttast. Því var áfram búist við um 6% aukningu í fjárfestingu í íbúðarhúsnæði í ágústspá bankans 2022.

Þegar bráðabirgðatölur Hagstofunnar bárust fyrir útgáfu nóvemberspár Seðlabankans sama ár kom hins vegar í ljós að íbúðafjárfesting hefði dregist töluvert saman á fyrri helmingi ársins, þvert á þær vísbendingar um íbúðafjárfestingu sem spár bankans byggðust á. Var spáin þá endurskoðuð niður á við og spáð samdrætti upp á 1,6%. Endurskoðaðar tölur Hagstofunnar hafa síðan leitt í ljós að samdráttur ársins 2022 var enn meiri eða um 6%. Hagstofan hefur þó sjálf bent á að það ríki nokkur óvissa um gæði þeirra grunngagna sem mat hennar byggist á. Íbúðafjárfesting gæti því í reynd hafa verið meiri en tölur Hagstofunnar benda til.

Fjárfesting hins opinbera var vanmetin um tíma

Erfitt reyndist að spá fyrir um fjárfestingu hins opinbera árið 2022. Í nóvemberspá bankans árið 2022 var spáð tæplega 11% samdrætti í stað 4,2% aukningar í spánni á undan. Ástæður þess voru þó fyrst og fremst tæknilegs eðlis og höfðu ekki áhrif á fjármunamyndun í heild. Fyrir útgáfu *Peningamála* í nóvember 2022 hafði Hagstofan endurskoðað tölur fyrir árið 2021 þannig að fasteignir sem áður heyrðu til B-hluta Reykjanesbæjar voru færðar í A-hluta reikninga þeirra. Þessi tilfærsla þýddi að eignirnar færðust samkvæmt þjóðhagsreikningum úr fjármunaeign atvinnuveganna til hins opinbera og bókfærðust sem opinber fjárfesting. Það olli neikvæðum grunnáhrifum á opinbera fjárfestingu en jákvæðum fyrir almenna atvinnuvegafjárfestingu.

Við útgáfu *Peningamála* í febrúar 2023 hafði aftur orðið tilfærsla á fjárfestingu milli flokka þegar kaup ríkisins haustið áður á byggingu við Austurbakka af Landsbankanum voru færð til bókar. Kaup ríkisins fólu þannig í sér tilfærslu fjárfestingar frá atvinnuvegunum til hins opinbera og var samdráttur í fjárfestingu hins opinbera fyrir vikið talinn minni eða 6%. Nýjasta mat Hagstofunnar er aftur á móti að fjárfesting hins opinbera hafi aukist um 3,3% milli ára sem er nærri því sem spáð var fyrir breytingarnar.

Meiri kraftur var í heildarfjármunamyndun en horfur voru á í fyrstu

Mikil grunnáhrif vegna endurskoðunar á fjármunamyndun ársins 2021 og aðferðafræðibreytingar Hagstofunnar ollu því nokkrum sveiflum í spám bankans um fjármunamyndun í heild árið 2022. Við bættist aukin óvissa vegna innrásar Rússa í Úkraínu þar sem mörg aðföng til fjárfestingar koma frá Austur-Evrópu og við það myndaðist skortur á ýmsum byggingarefnum og verð aðfanga hækkaði mikið. Að endingu reyndist vöxtur fjárfestingar vera töluvert meiri bæði árin eða 10,8% á árinu 2021 og um 7,6% á árinu 2022. Þessi mikli kraftur fjárfestingar varð smám saman ljós þegar líða tók á spátímann og varð til þess að mikil endurskoðun var gerð á spám fyrir bæði árin 2021 og 2022 (mynd 6).

Verðbólga í fyrra reyndist töluvert umfram spár

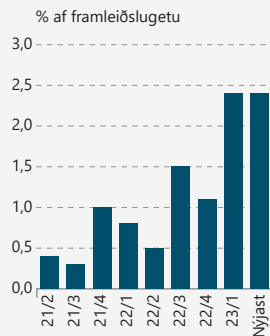
Eins og rakið hefur verið reyndist efnahagsbatinn árið 2022 kröftugri en fyrst hafði verið spáð og slakinn sem hafði myndast í þjóðarþúinu í kjölfar farsóttarinnar hvarf hraðar og mun meiri spenna byggðist upp en gert hafði verið ráð fyrir (mynd 7). Hnökrar á vinnumarkaði reyndust einnig skammlífar en óttast var og því minnkaði atvinnuleysi einnig meira en spáð var.

Til viðbótar við vanmat á spennu innanlands kom ófyrirséð aukning alþjóðlegrar verðbólgu, sérstaklega í

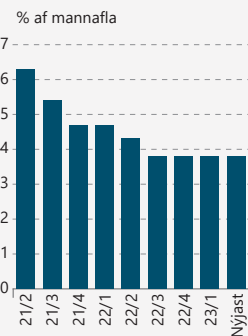
Mynd 7

Spár um áhrifaþætti verðbólgu árið 2022¹

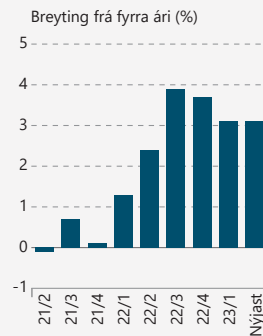
Framleiðsluspenna



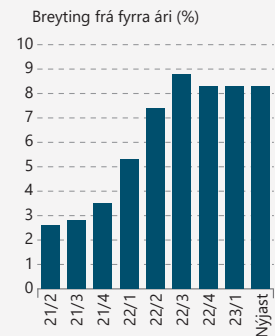
Atvinnuleysi



Gengi krónunnar



Verðbólga



1. Spár PM 2021/2-2023/1 fyrir valdar þjóðhagsstærðir árið 2022 ásamt endanlegri niðurstöðu ársins. Myndin sýnir atvinnuleysi samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

kjölfar innrásarinnar í Úkraínu. Þótt heldur hærra gengi krónunnar hafi vegið á móti endaði verðbólga á árinu 2022 því töluvert meiri en spáð var framan af, sérstaklega fyrir innrásina. Nánar er fjallað um skekkjur í verðbólguþám bankans og meginorsakir þeirra í rammagrein 6.

Samantekt

Undanfarin ár hafa spáaðilar, hér á landi sem og erlendis, mætt fordæmalausum áskorunum í viðleitni sinni við að spá fyrir um þróun efnahagsmála. Í viðbót við áfallið vegna heimsfaraldursins sem hófst árið 2020 voru miklar sviptingar í heimsbúskapnum á árunum þar á eftir sem mörkuðu spár fyrir árið 2022. Þó að áhrifa farsóttarinnar hafi sífellt gætt í minni mæli hafði gangur hennar áfram áhrif á spár enda komu reglulega fram smitbylgjur sem mætt var með endurteknum sóttvarnaaðgerðum.

Til þess að torvela spár enn frekar komu upp fleiri ófyrirséðir þættir og áföll, svo sem áframhaldandi breistir í alþjóðlegum aðfangakeðjum og stríðsátök í Úkraínu. Við bættist óvissa við að spá fyrir um hversu hratt heimilin myndu ráðstafa þeim mikla sparnaði sem hafði byggst upp í kjölfar farsóttarinnar. Á endanum reyndist krafturinn í efnahagssumsvifum ársins 2022 vanmetinn. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur var jafnframt meiri en spáð var eins og nánar er fjallað um í rammagrein 6.

Af hverju hefur verðbólgu ítrekað verið vanspáð síðustu tvö ár?

Verðbólgu hefur ítrekað verið vanspáð síðustu tvö ár, hvort sem litið er til spáa *Peningamála* um verðbólgu hér á landi eða spáa annarra seðlabanka og alþjóðastofnana um verðbólgu í öðrum löndum. Í þessari rammagrein er reynt að greina hvað skýrir þessar kerfisbundnu vanspar hér á landi.

Verðbólga hefur aukist mikið undanfarin tvö ár ...

Verðbólga hefur aukist bæði hratt og mikið um allan heim á síðustu tveimur árum. Á fjórða ársfjórðungi 2022 mældist hún að meðaltali 8,6% í helstu viðskiptalöndum Íslands sem er sú mesta á einum ársfjórðungi í rúmlega fjörtíu ár (mynd 1). Frá ársbyrjun 2022 hefur hún verið 6,8% að meðaltali en til samanburðar var hún einungis 1,5% að meðaltali tíu árin þar á undan.

Verðbólga hefur einnig aukist mikið og hratt hér á landi þótt ekki þurfi að leita jafn langt aftur líkt og hjá viðskiptalöndunum til að finna viðlíka þróun. Hún náði hámarki á fyrsta ársfjórðungi þessa árs í 10% en síðast var hún álíka mikil árið 2009.

... og hefur ítrekað reynst meiri en spáð var

Þessi hraða aukning verðbólgu undanfarin tvö ár og það hversu þrálát hún hefur reynst hefur komið spáaðilum um allan heim á óvart. Þetta sést ágætlega á myndum 2 og 3 sem sýna verðbólguþróun *Peningamála* frá árunum 2021-2022 og samsvarandi spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir meðalverðbólgu þróaðra ríkja yfir sama tímabil. Eins og glögglega sést hefur verðbólga hér á landi og alþjóðlega aukist mun meira en spáð var framan af. Þar vegur sérstaklega þungt breyting á verðbólguhorfum í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu í febrúar 2022 (sjá breytingar á horfum milli *Peningamála* 2022/1 og 2022/2 og samsvarandi breytingar á spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins). Þá sýna myndirnar einnig hvernig ítrekað hefur þurft að endurskoða verðbólguþróun upp á við í kjölfar innrásarinnar og að forsendur þeirra um tiltölulega hraða hjöðnun hennar reyndust rangar.

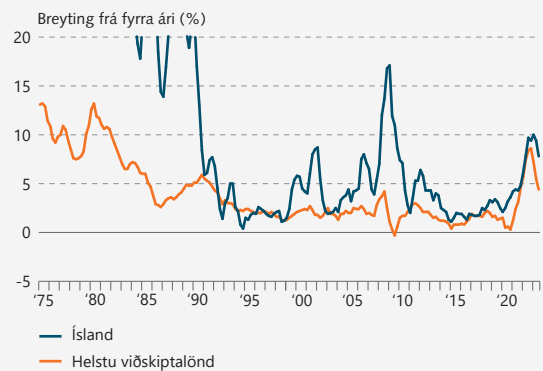
Óvenjulegar aðstæður og fjöldi áfalla í heimsbúskapum undanfarin ár ...

Myndir 2 og 3 sýna að verðbólga var einnig byrjuð að aukast umfram spár fyrir innrásina í Úkraínu. Þar vega þungt fordæmalausar aðstæður í kjölfar COVID-19-farsóttarinnar. Farsóttin og sóttvarnaraðgerðir til að hemja hana urðu til

Mynd 1

Verðbólga á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum¹

1. ársfj. 1975 - 3. ársfj. 2023

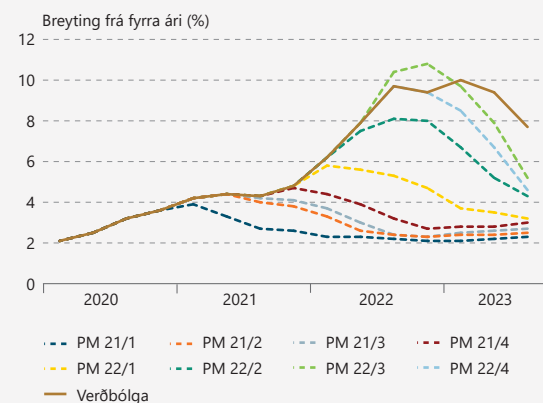


1. Á árunum 1975-1990 var verðbólga að meðaltali 38,2% á Íslandi og sveiflaðist á milli 8,4% á 4. ársfj. 1990 og 93,8% á 3. ársfj. 1983.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Verðbólguþróun *Peningamála* frá 2021-2022 fyrir tímabilið fram til 3. ársfj. 2023



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þess að alþjóðlegar aðfangakeðjur fóru í uppnám þar sem viðvarandi skortur myndaðist á mikilvægum aðföngum, vöruflutningar töfðust og það varð vaxandi vandamál að fá fólk til starfa. Endurtekið bakslag í baráttunni við farsóttina og hertar sóttvarnir gerðu það að verkum að þessir framleiðsluhökrar reyndust þrálátir og lengri tíma tók að koma framleiðslukeðjum í eðlilegt horf en vonast var til.

Í farsóttinni gripu stjórnvöld jafnframt til víðtækra aðgerða til að verja störf og tekjur heimila en á sama tíma drógu sóttvarnaraðgerðir þeirra verulega úr getu heimila til að ráðstafa þessum tekjum – sérstaklega til kaupa á ýmissi þjónustu. Kröftug eftirspurn eftir varanlegum vörum byggðist því upp sem leiddi til mikillar hækkunar á vöruverði þegar þessi aukna eftirspurn rakst á laskaða framleiðslugetu sem náði illa að halda í við aukinn kaupáhuga heimila. Þetta sést ágætlega á mynd 4 sem ber saman kvika verðbólguþspá út frá einföldu spálíkani af verðbólgu við samsvarandi spálíkan þar sem tekið er tillit til áhrifa viðvarandi framboðshnökra í heimsbúskapnum. Eins og sjá má hefði gengið betur að spá aukningu verðbólgu og hversu þrálát hún var fram eftir árinu 2021 ef þá hefði legið fyrir hversu djúpstæður þessi framboðsvandi í kjölfar farsóttarinnar hefur reynst.

... hafa valdið því að alþjóðleg verðbólga hefur reynst mun meiri en vænst var

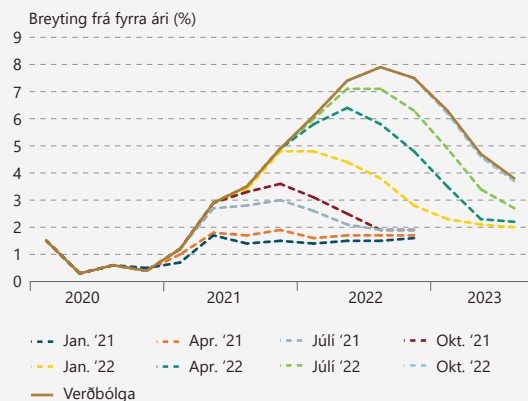
Þessar óvenjulegu aðstæður í heimsbúskapnum í lok farsóttarinnar gerðu það að verkum að óvenju erfitt var að spá fyrir um þróun verðbólgu um allan heim. Við bættist veruleg hækkun á verði fjölda hrá- og matvöru og enn frekari framleiðsluflanir og verðhækkningar á ýmsum aðföngum í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu. Hækkunar á verði útflutnings helstu viðskiptalanda Íslands og á verði innflutnings hingað til lands voru því verulega vanmetnar í spám *Peningamála*. Í byrjun árs 2021 var t.d. talið að útflutningsverð helstu viðskiptalanda myndi hækka um u.þ.b. 1% á ári árin 2021-2022 en reyndin var sú að það hækkaði um ríflega 11% árið 2021 og meira en 15% árið 2022 (mynd 5a). Innflutningsverð í krónum talið hækkaði því um 5% árið 2021 og ríflega 16% árið 2022 í stað þess að hækka um 2½-3% á ári eins og spáð var í ársbyrjun 2021 (mynd 5b).

Hraði innlands efnahagsbata reyndist einnig kröftugri en spáð hafði verið ...

Ítrekað vanmat á verðbólgu undanfarinna tveggja ára er þó ekki einungis hægt að skýra með óhagstæðari þróun innfluttrar verðbólgu. Framan af reyndist erfitt að sjá fyrir um afdrif farsóttarinnar og hversu vel bólusetningar myndu virka gegn henni. Þegar á leið reyndist krafturinn í efna-

Mynd 3

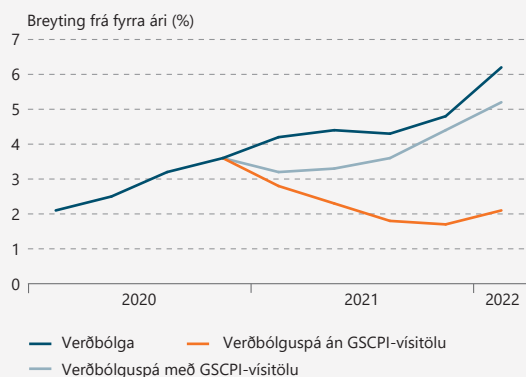
Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um verðbólgu í þróuðum ríkjum fram til 3. ársfj. 2023



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, S&P Global.

Mynd 4

Skekkjur í verðbólguþspám fyrir innrásina í Úkraínu¹
1. ársfj. 2020 - 1. ársfj. 2022

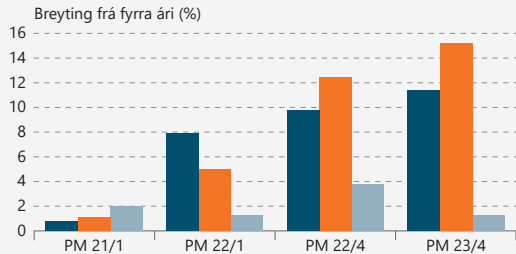


1. Kvik spá (e. dynamic forecast) frá 1. ársfj. 2021 - 1. ársfj. 2022 með framsýnni Phillips-kúrtu sem inniheldur GSCPI-vísitölu New York útibús Seðlabanka Bandaríkjanna (Global Supply Chain Pressure Index): $\pi_t = 0,75\pi_{t-1} + 0,25\pi_t^e + 0,20y_t + 0,06\pi_{t-1}^e + 0,36GSCPI_t$, þar sem π_t er verðbólga, π_t^e er 10-ára verðbólguálag, y_t er framleiðsluspenna og π_t^e er innflutningsraungengi.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

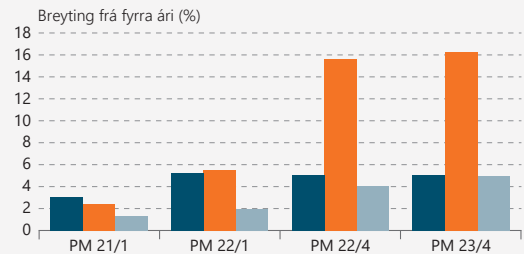
Mynd 5

Spár Peningamála um valdar þjóðhagstærðir árin 2021-2023

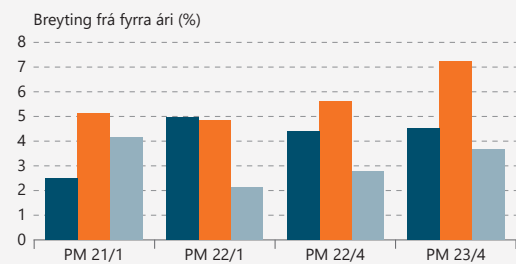
(a) Útflutningsverð helstu viðskiptalanda



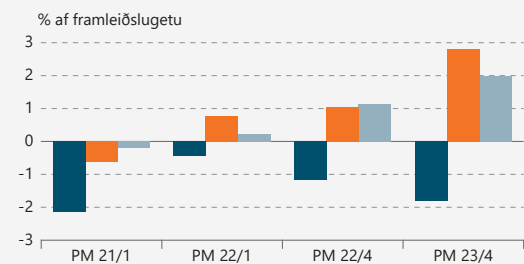
(b) Innflutningsverð í krónum



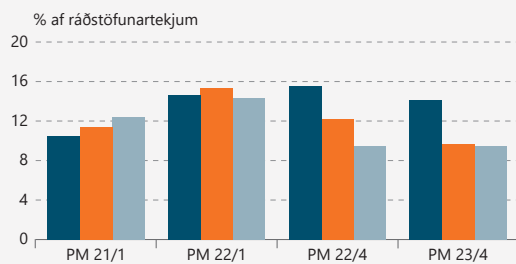
(c) Hagvöxtur



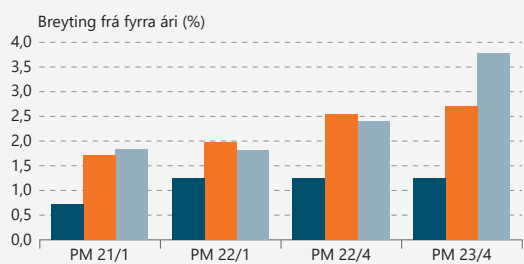
(d) Framleiðsluspenna



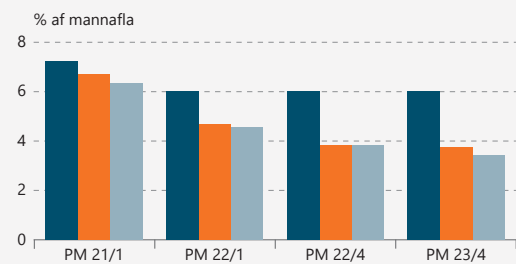
(e) Sparnaður heimila



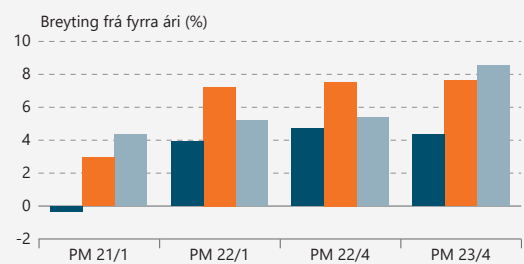
(f) Mannfjöldi á vinnualdri



(g) Atvinnuleysi



(h) Launakostnaður á framleidda einingu



■ Spá fyrir 2021 ■ Spá fyrir 2022 ■ Spá fyrir 2023

Heimild: Seðlabanki Íslands.

hagsbatanum einnig langt um meiri en gert hafði verið ráð fyrir. Þetta sést ágætlega á mynd 5c sem sýnir hvernig hagvaxtarspár bankans hafa breyst á þessu tímabili. Hagvöxtur ársins 2021 var tæplega helmingi meiri en gert var ráð fyrir í byrjun ársins og þótt gert hafi verið ráð fyrir kröftugum vexti árið 2022 reyndist hann á endanum enn meiri (mynd 5d). Slakinn sem myndaðist í þjóðarbúinu í kjölfar far-

sóttarinnar hvarf því enn hraðar en upphaflega hafði verið spáð: snemma árs 2021 var talið að enn yrði slaki til staðar árið 2023 en nú liggur fyrir að nokkur spennu myndaðist í þjóðarþáttinu þegar árið 2022 (sjá einnig umfjöllun í rammagrein 5).

... m.a. vegna þess að heimilin gengu hraðar á uppsafnaðan sparnað sem myndaðist í farsóttinni ...

Töluverður sparnaður safnaðist upp hjá heimilum í heimsfaraldrinum (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 2). Viðtækar sóttvarnaáðgerðir ásamt óvissu um atvinnu- og efnahagshorfur gerðu það að verkum að heimilin höfðu ekki aðgang að margvíslegri þjónustu sem þau hefðu annars keypt. Einnig leiddi lokun landamæra til þess að verulega dró úr ferðalögum milli landa. Í ljósi þess drógust neysluútgjöld töluvert saman og enn meira en tekjur heimila þrátt fyrir versnandi atvinnuástand enda gripu stjórnvöld á sama tíma til viðtækra áðgerða til að verja störf og tekjur heimila. Mikil óvissa var um hvernig heimilin myndu ráðstafa þessum umframsparnaði enda á fáum fordæmum að byggja (sjá t.d. umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum 2020/4*).

Eins og sjá má á mynd 5e var sparnaðarhlutfallið strax í kjölfar farsóttarinnar hærra en fyrst hafði verið áætlað enda reyndust stuðningsáðgerðir stjórnvalda viðtækari og launahækkanir meiri en þá hafði verið spáð (sjá hér á eftir). Sparnaðarhlutfallið lækkaði hins vegar töluvert meira árið 2022 en spáð hafði verið og horfur eru á að það verði nokkru lægra í ár en framan af var gert ráð fyrir. Þessi hraða lækkun hlutfallsins á því nokkurn þátt í því að efnahagssumsvif tóku hraðar við sér en spáð hafði verið og að verðbólgu var vanspáð (sjá t.d. frávíkisdæmi í rammagrein 1 í *Peningamálum 2021/4*).

... og vegna mikillar mannfjöldaaukningar

Önnur ástæða þess að hagvöxtur undanfarinna ára reyndist meiri en spáð hafði verið tengist mikilli mannfjöldaaukningu sl. tveggja ára sem að mestu má rekja til mikilla búferlaflutninga erlendra ríkisborgara til landsins. Þessi mikla mannfjöldaaukning hefur verið langt umfram forsendur grunnspár bankans sem byggjast í meginatriðum á mannfjöldaþám Hagstofu Íslands. Eins og sést á mynd 5f fjölgaði fólki á vinnualdri um tæplega 3% í fyrra og horfur eru á næstum 4% fjölgun í ár en í ársbyrjun 2021 var gert ráð fyrir tæplega 2% fjölgun hvort ár fyrir sig. Þessi mikla mannfjöldaaukning hefur leitt til aukinnar áraunar á innlenda innviði og átt þátt í mikilli hækkun húsnæðisverðs á tímabilinu og þannig leitt til aukinnar verðbólgu, þótt hún auki einnig við framleiðslugetu þjóðarþáttins.

Spenna á vinnumarkaði reyndist meiri en spáð var og launahækkunum var vanspáð

Atvinnuleysi jókst verulega í farsóttinni og náði hámarki í ríflega 9% vorið 2021. Framan af var talið að það myndi hjaðna tiltölulega hægt enda horfur á hægum efnahagsbata og óttast var langvarandi áhrif farsóttarinnar á skilvirkni vinnumarkaðarins við að leiða saman framboð og eftirspurn eftir vinnuafli. Eins og áður hefur verið rakið reyndist efnahagsbatinn hins vegar kröftugri en spáð var. Þá reyndust hnökrar á vinnumarkaði mun skammlífar en óttast var, ekki síst vegna víðtækra aðgerða stjórnvalda til að verja störf og viðhalda virku ráðningarsambandi starfsfólks við vinnuveitendur. Þessar aðgerðir reyndust bæði víðtækari og langlífar en upphaflega var gert ráð fyrir í spám bankans sem á stóran þátt í því að atvinnuleysi áráanna 2021 og 2022 var ofspáð (mynd 5g).

Spenna á vinnumarkaði myndaðist því hraðar en spár bankans gerðu ráð fyrir og sama á við um launaþrýsting. Hraðari fjölgun starfa gerði það einnig að verkum að framleiðni vinnuafls var nokkru minni en upphaflega var spáð. Launakostnaður á framleidda einingu hækkaði því meira en spáð var (mynd 5h): í ársbyrjun 2021 var gert ráð fyrir að hann myndi nánast standa í stað það ár en í reynd jókst hann um ríflega 4% milli ára. Hækkanir launakostnaðar á framleidda einingu í fyrra reyndust jafnframt töluvert meiri en upphaflega var spáð og útlit er einnig fyrir meiri hækkun í ár. Þessi frávik má fyrst og fremst rekja til mun meiri launahækkana í síðustu kjarasamningum en gert hafði verið ráð fyrir.

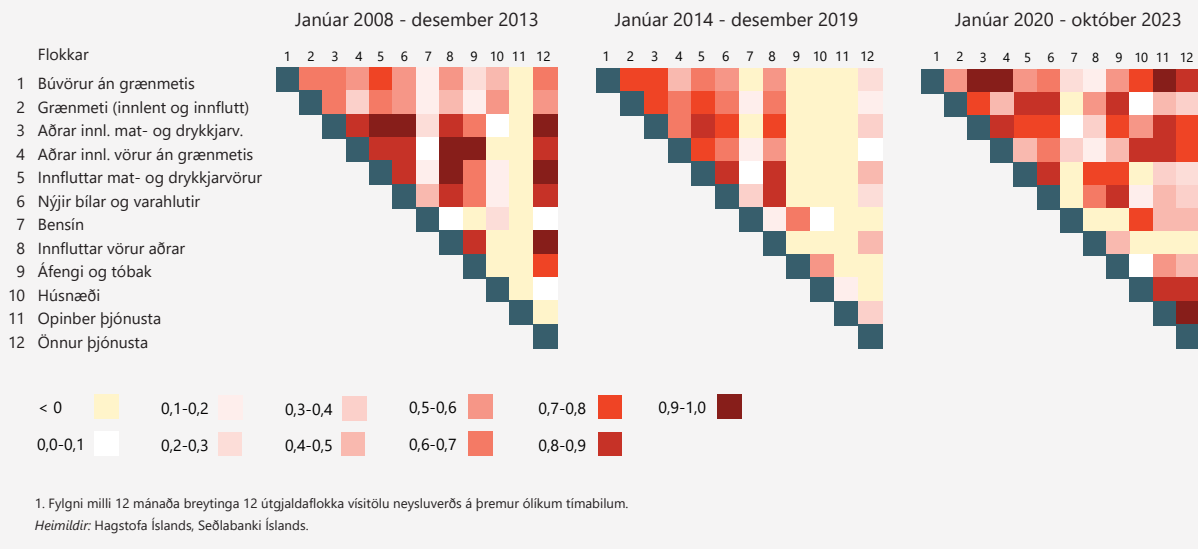
Kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði hefur veikst ...

Ein afleiðing mikilla og langvarandi frávikna verðbólgu frá verðbólgu markmiði getur verið sú að trúverðugleiki markmiðsins bíði hnekki og verðbólguvæntingar tapi kjölfestu sinni í markmiðinu. Eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamálam* 2022/4 eru vísbendingar um að kjölfestan hafi laskast. Bæði hafa verðbólguvæntingar til meðallangs og langs tíma haldist háar og svo virðist sem tímabundnar sveiflur í verðbólgu hafi meiri áhrif á langtímaverðbólguvæntingar en þær gerðu þegar kjölfestan var traustari.

Löskuð kjölfesta væntinga birtist einnig í því að verðbólga verður í meira mæli drifin áfram af almennum og útbreiddum hækkunum einstakra undirliða verðvísitölunnar í stað þess að endurspegla sveiflur í hlutfallslegu verði undirliðanna. Þetta sést ágætlega á mynd 6 sem sýnir fylgni ársbreytinga tólf meginútgjaldaflokka vísitölu neysluverðs yfir þrjú ólík tímabil: sex ára tímabil í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008, sex ára tímabil tiltölulega lítillar og stöðugrar verðbólgu árin 2014-2019 og tímabilið í kjölfar þess að far-

Mynd 6

Fylgni milli ársbreytinga undirflokka vísitölu neysluverðs¹



sóttin skall á landinu árið 2020. Eins og sést var mun minni fylgni milli undirlíða vísitölnunnar þegar verðbólga var lítil og stöðug og kjölfesta verðbólguvæntinga tiltölulega trygg. Það hefur breyst undanfarin ár og nú er fylgni verðbreytinga jafnvel meiri en árin eftir fjármálakreppuna þótt meðalverðbólga tímabilsins sé nokkuð minni nú en þá.¹

... sem getur haft viðtæk áhrif á eiginleika verðbólgunnar

Veikari kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði getur haft viðtæk áhrif á eðli og eiginleika verðbólgunnar sem getur einnig skýrt kerfisbundnar vanspár verðbólgu undanfarið. Grunnspár bankans byggjast á þeirri forsendu að til lengdar hafi verðbólga trausta kjölfestu í markmiði bankans (í frávíksdæmi í rammagrein 1 er fjallað um möguleg áhrif þess á þjóðarþúið ef þessi kjölfesta hefur laskast og eiginleikar verðbólgunnar breyst).

Veikari kjölfesta væntinga getur t.d. gert það að verkum að áhrif tímabundinna þátta á almenna verðbólgu, eins og t.d. hlutfallslegra verðbreytinga, verða meiri og langlífari. Aukning verðbólgu sem framan af virðist ætla að verða tímabundin gæti því endað með að vera mun þrálátari.

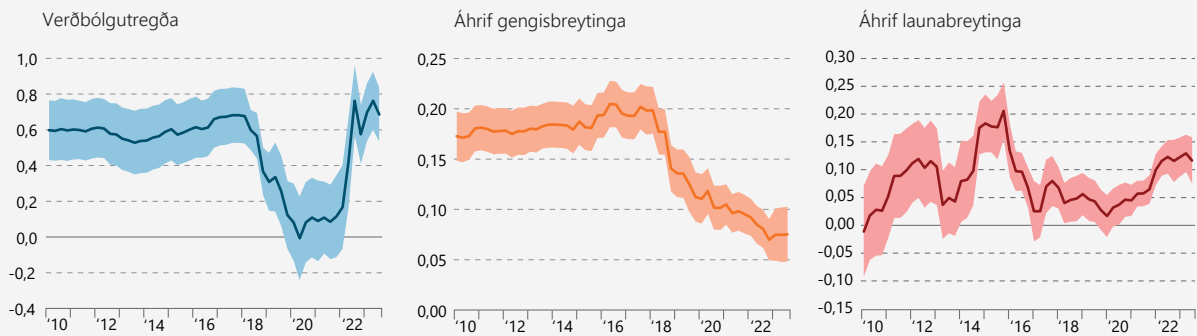
Ein leið til að meta það er að skoða tregðu verðbólgunnar (e. inflation persistence) en hún endurspeglar hversu langan tíma það tekur tímabundinn skell í verðbólgu að fjara út. Til að kanna hvort tregða í verðbólguferlinum hafi aukist undanfarin ár er eftirfarandi tímaraðalíkan metið með

1. Miðgildi fylgnistika minnkar úr 0,49 árin 2008-2012 í 0,13 árin 2014-2019 en eykst aftur í 0,54 á síðasta tímabilinu. Á sama tíma minnkaði meðalverðbólga úr 7,2% á tímabilinu eftir fjármálakreppuna í 2,1% árin 2014-2019 en hefur verið 5,9% að meðaltali frá árinu 2020.

Mynd 7

Verðbólgutregða og áhrif kostnaðarskella á verðbólgu¹

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2023



1. Mat á verðbólgutregðu (e. inflation persistence) og áhrifum breytinga á nafngengi krónunnar og á launakostnaði á framleidda einingu á verðbólgu út frá aðfallsgreiningu metinni með 10 ára hreyfanlegum glugga. Nánari lýsingu á aðfallsgreiningunum er að finna í meginexta. Línur sýna stikamat og skyggð bil 68% öruggsbil matsins.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

ársfjórðungsgögnum fyrir tímabilið 1985-2023 (tölfræðilega kom best út að hafa tvær tímatafir):

$$(1) \quad \pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\pi_{t-2} + \epsilon_t$$

þar sem π_t er verðbólga (ársfjórðungsbreyting vísitölu neysluverðs á ársgrundvelli) og ϵ_t er afgangslíður. Tregða verðbólgunnar er þá skilgreind sem $\rho_\pi = \beta + \gamma$ (sjá t.d. Fuhrer, 2011). Stikum líkansins er leyft að taka breytingum yfir tíma með því að meta líkanið yfir 10 ára hreyfanlegan glugga og er matið á verðbólgutregðunni fyrir tímabilið frá árinu 2010 sýnt á mynd 7.

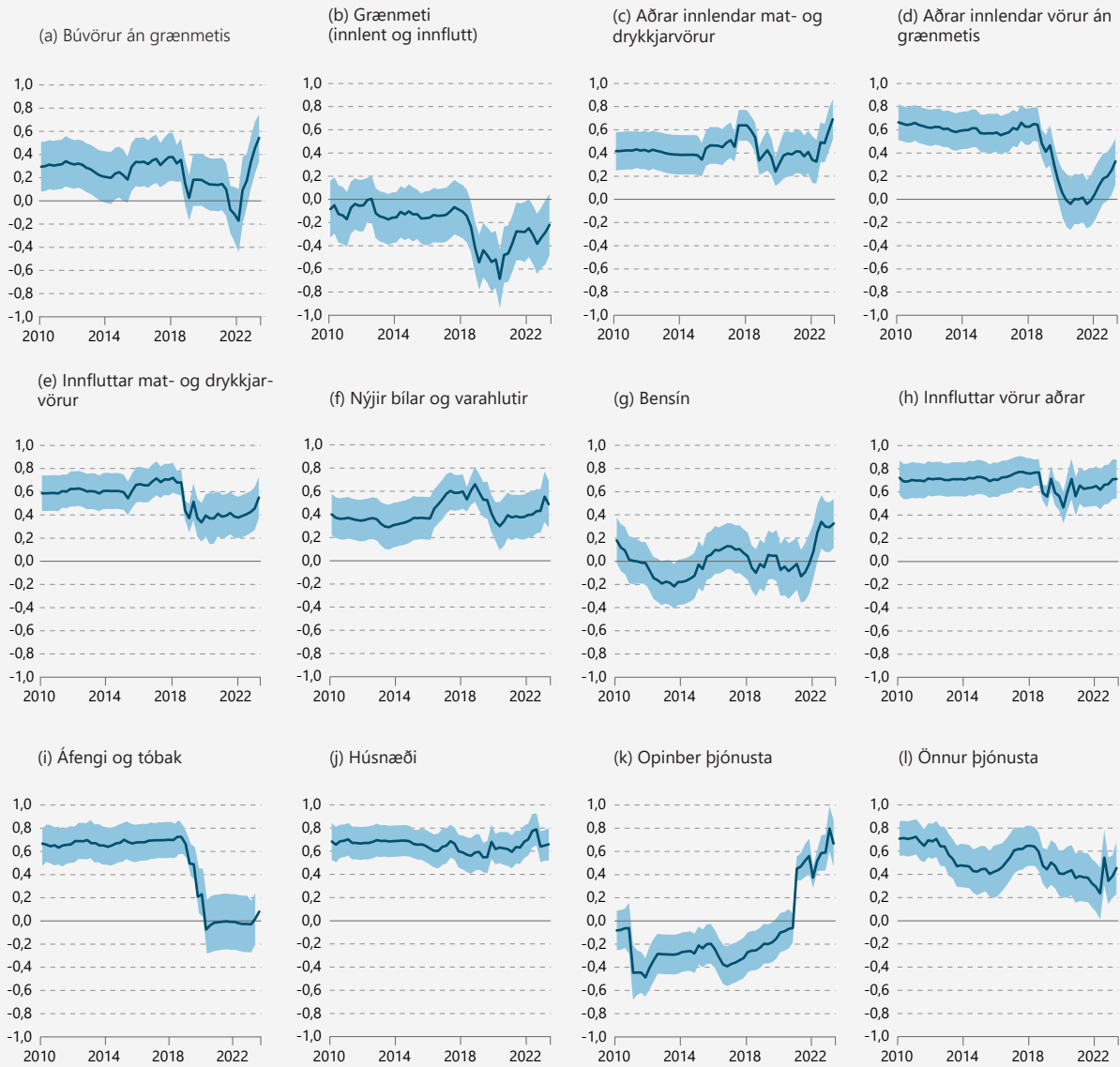
Eins og sjá má hélt matið á ρ_π í kringum 0,6 fram eftir síðasta áratug en tók síðan að lækka töluvert frá árinu 2018 og hélt sögulega lágt fram á síðasta ár sem rímar ágætlega við bættu kjölfestu verðbólguvæntinga eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamálum 2022/4*. Þegar líða tekur á síðasta ár fer tregða verðbólgunnar hins vegar að aukast á ný samhlíða hækkun verðbólguvæntinga og er nú orðin svipuð og hún var framan af síðasta áratug. Til samanburðar má t.d. nefna að miðað við nýjasta stikamatið upp á liðlega 0,7 tekur tvö ár fyrir 90% af tímabundnum skelli í verðbólgunni (hækkun ϵ_t í einni ársfjórðung) að fjara út en miðað við matið á tregðunni upp á 0,14 á árunum 2019-2021 tekur það innan við ár.

Eins og sjá má á mynd 8 virðist aukna tregðu verðbólgunnar helst mega rekja til innleindra vara (myndir 8a-8d) en einnig eldsneytisverðs (mynd 8g) og verðs opinberrar þjónustu (mynd 8k) – en tregða í verðhegðun annarra undirflokka virðist lítið hafa breyst.

Veikari kjölfesta verðbólguvæntinga getur einnig leitt til þess að ófyrirséðir kostnaðarskellir hafi meiri og langvinnari áhrif á verðbólgu en þegar væntingar hafa traustari kjölfestu. Þetta á bæði við um áhrif gengisbreytinga (sjá

Mynd 8

Verðbólguþregða í mismunandi undirliðum vísitölu neysluverðs¹



1. Mat á verðbólguþregðu (e. inflation persistence) út frá aðfallsgreiningu metinni með 10 ára hreyfanlegum glugga (sjá nánari lýsingu í meginþexta). Línur sýna stikamat og skyggð bil 68% öryggisbil matsins.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

t.d. Gagnon og Ihrig, 2004) og áhrif launabreytinga (sjá t.d. Bobeica o.fl., 2021) á verðbólgu.

Til að skoða hvort samband gengisbreytinga og verðbólgu hafi breyst með sama hætti og tregða verðbólgunnar er eftirfarandi verðbólgujafna metin (sjá t.d. Edwards, 2007):

$$(2) \quad \pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\pi_{t-2} + \delta\Delta e_t + \phi\Delta e_{t-1} + \mu\pi^w + \theta g_{t-1} + \nu_t$$

þar sem π_t er verðbólga (ársfjórðungsbreyting vísitölu neysluverðs á ársgrundvelli), Δe_t er breyting á gengi krón-

unnar (ársfjórðungsbreyting gengisvísitölu á ársgrunni), π_t^w er alþjóðleg verðbólga (ársfjórðungsbreyting vísitölu neysluverðs í helstu viðskiptalöndum á ársgrunni), g_t er framleiðsluspenna og \mathcal{V}_t er afgangslíður. Skammtímaáhrif gengisbreytinga á verðbólgu (e. short-run exchange rate pass-through) eru þá gefin sem $\rho_e = \delta + \phi$. Langtímaáhrifin fást þá sem $\rho_e / (1 - \rho_\pi)$ þar sem $\rho_\pi = \beta + \gamma$.

Líkanið er metið með ársfjórðungsgögnum fyrir tímabilið 1993-2023 en, líkt og áður, er stikum líkansins leyft að breytast yfir tíma með því að meta líkanið yfir 10 ára hreyfanlegan glugga. Mynd 7 sýnir matið á ρ_e . Eins og í tilviki verðbólgutregðunnar virðast áhrif gengisbreytinga á verðbólgu hafa tekið að minnka árið 2018 sem er í samræmi við niðurstöður Edwards og Cabezas (2022). Ólíkt verðbólgutregðunni virðist ρ_e hins vegar ekki hafa hækkað á ný á síðustu tveimur árum. Aukin verðbólgutregða magnar hins vegar upp áhrif skammtímagengisbreytinga og gerir það að verkum að langtímaáhrif gengisbreytinga eru nú meiri en þegar væntingar höfðu traustari kjölfestu.

Hægt er að gera samsvarandi greiningu á áhrifum launabreytinga á verðbólgu. Metin er verðbólgujafnan áþekkt því sem notuð er af Borio o.fl. (2023):

$$(3) \quad \pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma\pi_{t-2} + \eta\Delta w_t + \lambda\Delta w_{t-1} + \mu\pi_t + \psi u_{t-1} + \eta_t$$

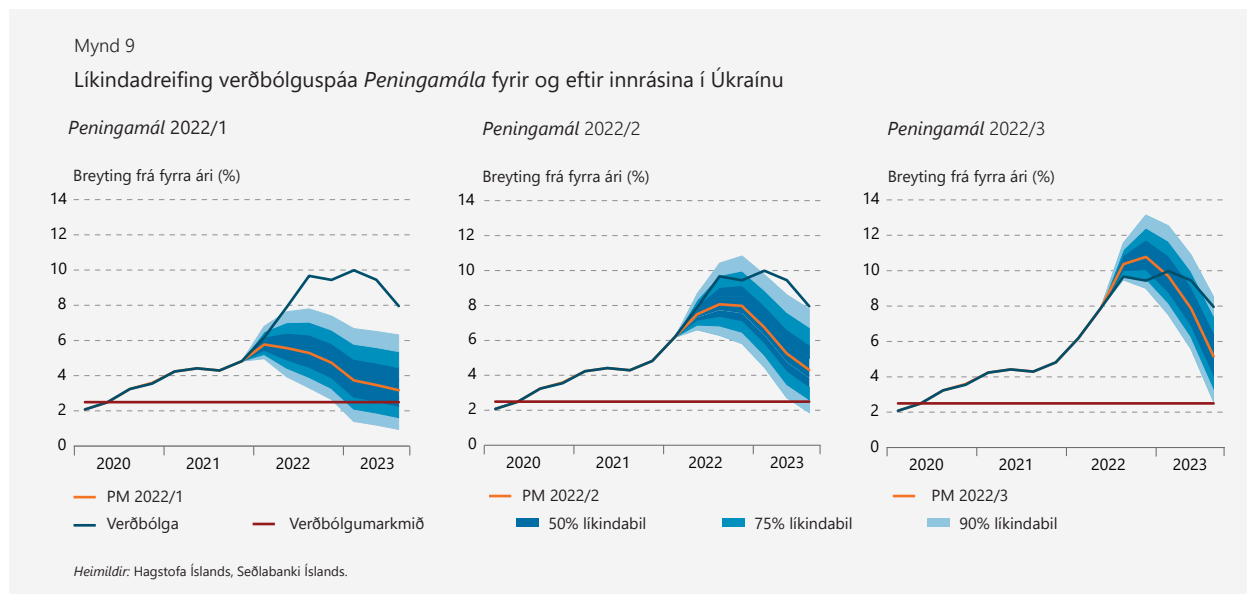
þar sem π_t er verðbólga (ársfjórðungsbreyting vísitölu neysluverðs á ársgrundvelli), Δw_t er launaverðbólga (ársfjórðungsbreyting launakostnaðar á framleidda einingu á ársgrunni), π_t^m er ársfjórðungsbreyting innflutningsraungengis á ársgrunni, u_t er frávik atvinnuleysis frá jafnvægisatvinnuleysi og η_t er afgangslíður. Skammtímaáhrif launabreytinga á verðbólgu eru þá gefin sem $\rho_w = \eta + \lambda$ en langtímaáhrifin eru sem fyrr gefin sem $\rho_w / (1 - \rho_\pi)$ þar sem $\rho_\pi = \beta + \gamma$.

Líkanið er metið með ársfjórðungsgögnum fyrir tímabilið 1991-2023 en, líkt og áður, er stikum líkansins leyft að breytast yfir tíma með því að meta líkanið yfir 10 ára hreyfanlegan glugga. Mynd 7 sýnir matið á ρ_w . Sem fyrr eru greinileg merki um breytingar á eðli sambands launa og verðbólgu er líður á síðasta áratug þar sem þau virðast minnka frá því sem var áður. Ólíkt því sem var með áhrif gengisbreytinga á verðbólgu taka skammtímaáhrif launabreytinga hins vegar að aukast á ný á þessum áratug. Þegar við bætist aukin verðbólgutregða virðist því sem launabreytingar hafi meiri skammtíma- og langtímaáhrif á verðbólgu nú en þegar verðbólguvæntingar höfðu traustari kjölfestu í verðbólguumarkmiðinu.

Hætta á meiri og þrálátari verðbólgu endurspeglast að einhverju leyti í áhættumati verðbólguþáttarinnar

Að því leyti sem grunnspár bankans hafa ekki endurspeglað þessar breytingar á eiginleikum verðbólguferilsins nægilega vel er líklegt að spárnar hafi falið í sér of bjartsýnt mat á hversu langlíf áhrif tímabundinna kostnaðarskella yrðu á verðbólgu og þar með falið í sér vanmat á hve mikið verðbólga myndi aukast í kjölfarið og of bjartsýnt mat á hversu hratt hún myndi síðan hjaðna.

Sum þessara áhrifa hafa þó endurspeglast í áhættumati spárinnar sem birtist í líkindadreifingu hennar og sérstakri umfjöllun um ólík fráviksdæmi. Þetta sést ágætlega á mynd 9 sem sýnir grunnspá og líkindadreifingu hennar fyrir tímabilið í aðdraganda og fljótlega eftir innrás Rússa í Úkraínu. Eins og sjá má fór verðbólga langt út fyrir líkindadreifingu spárinnar í ársbyrjun 2022, þ.e. spá bankans frá því stuttu fyrir innrásina. Þegar kemur fram í ágúst sama ár er þróun verðbólgunnar hins vegar komin vel inn fyrir líkindadreifingu spárinnar þótt líkindadreifingin hafi falið í sér að hraðari hjöðnun verðbólgu hafi verið talin líklegri.



Samantekt

Verðbólgu hefur ítrekað verið vanspáð undanfarin tvö ár og hafa spáskekkjurnar bæði verið meiri og kerfisbundnari en árin fyrir heimsfaraldurinn sem skall á snemma árs 2020.

Svo virðist sem slakinn í þjóðarþúinu í kjölfar heimsfaraldursins og hversu langvinn áhrif farsóttarinnar yrðu hafi verið ofmetin. Þá var kraftur efnahagsbatans í kjölfar farsóttarinnar meiri en gert var ráð fyrir en samsetning batans átti einnig þátt í því að verðbólga jókst hraðar en spáð var. Þessu til viðbótar reyndist umfang alþjóðlegra framleiðsluhökra meira en gert var ráð fyrir og lengri tíma

tók að vinda ofan af þeim en vonast var eftir. Þá hafði innrás Rússa í Úkraínu veruleg áhrif á verðlagshorfur og gerði það að verkum að innflutt verðbólga reyndist mun meiri en spáð var fyrir innrásina. Vexti innlendra efnahagssumsvifa og undirliggjandi verðbólguþrýstingi sem þeim hefur fylgt reyndist einnig vanspáð, m.a. vegna þess að neikvæð áhrif innrásarinnar á viðskiptakjör reyndust minni en óttast var og þar sem útflutningsgreinar, og þá sérstaklega ferðaþjónusta, hafa tekið hraðar við sér en spáð var.

Mikil verðbólga og hröð aukning hennar hafa einnig gert það að verkum að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólguumarkmiði Seðlabankans hefur laskast. Vísbendingar eru því um að eðli verðbólguferilsins hafi breyst undanfarið og hún sé nú þrálátari og að kostnaðarhækkunarir, eins og t.d. hækkunarir erlends hrávöruverðs og innlendra launa, hafi meiri og langvinnari áhrif á verðbólgu en þegar verðbólguvæntingar höfðu traustari kjölfestu á seinni hluta síðasta áratugar. Líklegt er að þessar eðlisbreytingar verðbólgunnar eigi þátt í því að hún hafi reynst meiri og þrálátari en grunnspár bankans hafa gert ráð fyrir þótt þær hafi betur endurspeglast í áhættumati spánna.

Að lokum er rétt að hafa í huga að spár bankans eru skilyrtar þróun hagstjórnar á spátímanum, bæði að því er varðar peningastefnuna og stjórn opinberra fjármála. Árin 2020–2022 gerðu spár bankans oftast en ekki ráð fyrir hærri meginvöxtum Seðlabankans í upphafi spátímans en síðan var ákveðið. Þá hefur aðhaldsstig ríkisfjármála reynst nokkru minna en spár bankans gerðu ráð fyrir enda fólu spárnar í sér að hraðar yrði undið ofan af stuðningsaðgerðum stjórnvalda í opinberum fjármálum en síðan varð raunin.

Heimildir

Bobeica, E., M. Ciccarelli og I. Vansteenkiste (2021). The changing link between labor cost and price inflation in the United States. European Central Bank *Working Paper Series*, nr. 2583.

Borio, C., M. Lombardi, J. Yetman og E. Zakrajsek (2023). The two-regime view of inflation. Bank of International Settlement, *BIS Papers*, nr. 133.

Edwards, S. (2007). The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited. Í bókinni *Monetary Policy Under Inflation Targeting* (ritstjórar F. S. Mishkin og K. Schmidt-Hebbel). Chile: Central Bank of Chile.

Edwards, S., og L. Cabezaz (2022). Exchange rate pass-through, monetary policy, and real exchange rates: Iceland and the 2008 crisis. *Open Economics Review*, 33, 197-230.

Fuhrer, J. C. (2011). Inflation persistence. Í bókinni *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3A, 423-486 (ritstjórar B. M. Friedman og M. Woodford). Elsevier, Amsterdam.

Gagnon, J. E., og J. Ihrig (2004). Monetary policy and exchange rate pass-through. *International Journal of Finance and Economics*, 9, 315-338.

Viðauki

Spátölur

Tafla 1 Landsframleiðsla og helstu undirliðir¹

	2022	2023	2024	2025	2026
Einkaneysla	8,5 (8,6)	1,8 (1,6)	2,0 (2,2)	2,5 (2,8)	2,2
Samneysla	2,2 (1,6)	1,6 (1,9)	1,8 (2,0)	1,7 (1,6)	2,0
Fjármunamyndun	7,6 (6,9)	-0,7 (1,6)	5,2 (6,5)	4,0 (3,4)	5,8
Atvinnuvegafjárfesting	15,0 (15,2)	-0,8 (1,6)	5,3 (7,1)	3,5 (2,9)	6,8
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	-6,2 (-6,3)	2,2 (4,5)	11,4 (11,4)	7,4 (7,2)	5,9
Fjárfesting hins opinbera	3,3 (-0,9)	-4,2 (-1,7)	-3,1 (-2,1)	1,3 (-0,3)	2,3
Þjóðarútgjöld	6,6 (6,4)	1,2 (1,9)	2,3 (2,5)	2,6 (2,6)	3,0
Útflutningur vöru og þjónustu	22,3 (20,6)	5,1 (4,7)	3,7 (4,0)	3,3 (3,1)	2,9
Innflutningur vöru og þjónustu	19,9 (19,7)	-0,3 (1,2)	3,1 (3,8)	2,7 (2,9)	4,0
Verg landsframleiðsla (VLF)	7,2 (6,4)	3,7 (3,5)	2,6 (2,6)	2,9 (2,7)	2,5
VLF á verðlagi hvers árs (þús. ma.kr.)	3,80 (3,77)	4,19 (4,16)	4,52 (4,48)	4,83 (4,76)	5,12
Eftirspurn hins opinbera ²	2,4 (1,3)	0,8 (1,4)	1,1 (1,5)	1,6 (1,4)	2,0
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	22,3 (22,4)	21,8 (22,8)	22,1 (23,5)	22,2 (23,7)	22,9

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2023/3).

2. Eftirspurn hins opinbera í ráðstöfunaruppgjöri þjóðhagsreikninga er samtala samneyslu og fjárfestingar hins opinbera.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur¹

	2022	2023	2024	2025	2026
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	1,0 (0,6)	-8,3 (-5,3)	3,0 (3,1)	1,3 (1,3)	2,2
Útflutningsframleiðsla áls ²	2,3 (2,3)	1,7 (1,5)	0,6 (0,6)	1,1 (1,1)	1,0
Vöruútflutningur alls	1,5 (1,4)	-1,3 (0,0)	2,6 (2,5)	2,4 (2,4)	2,4
Þjónustuútflutningur alls	58,3 (53,8)	13,6 (11,0)	4,9 (5,6)	4,2 (3,7)	3,3
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	0,5 (-0,1)	2,5 (1,6)	0,3 (0,1)	0,3 (0,1)	-0,5
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	2,4 (3,0)	-4,4 (-4,1)	0,0 (0,1)	0,0 (-0,4)	0,3
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af VLF)	-0,4 (-0,7)	0,0 (-1,1)	0,2 (-0,9)	0,5 (-1,0)	0,2
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)	-2,0 (-1,6)	0,6 (-0,9)	0,7 (-1,1)	0,7 (-1,3)	0,0
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ³	7,6 (7,6)	5,1 (5,0)	2,9 (2,7)	2,1 (2,1)	1,9
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ³	3,3 (3,2)	1,1 (1,1)	1,1 (1,1)	1,8 (2,0)	1,9

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2023/3).

2. Samkvæmt utanríkisverslunargögnum Hagstofu Íslands.

3. Spá byggð á Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Consensus Forecasts, IHS Markit og OECD.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, Hagstofa Íslands, IHS Markit, OECD, Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Tafla 3 Atvinna, laun og nýting framleiðslupátta¹

	2022	2023	2024	2025	2026
Heildarvinnustundir ²	6,7 (6,7)	4,4 (4,3)	0,5 (1,0)	1,7 (1,9)	1,9
Atvinnuleysi (% af mannafla) ²	3,8 (3,8)	3,4 (3,3)	4,8 (4,4)	4,4 (4,4)	4,0
Landsframleiðsla á vinnustund ³	0,5 (-0,2)	-0,7 (-0,8)	2,0 (1,6)	1,2 (0,8)	0,6
Launakostnaður á framleidda einingu ⁴	7,6 (8,2)	8,6 (9,6)	4,9 (5,3)	4,1 (4,5)	3,4
Kaupmáttur ráðstöfunartekna ⁵	3,1 (2,5)	1,4 (0,8)	1,7 (2,8)	2,9 (3,9)	2,7
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	2,8 (2,4)	2,0 (1,5)	0,8 (0,5)	0,4 (-0,1)	0,3

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2023/3).

2. Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK).

3. Miðað við vinnustundir samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK).

4. Laun og launatengd gjöld í hlutfalli við VLF á föstu verði.

5. Hlutfall ráðstöfunartekna og verðvísitölu einkaneyslu. Ráðstöfunartekjur samkvæmt áætlun Seðlabankans sem byggir á tekjuskjartíðaruppgjöri Hagstofu Íslands.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Gengi krónunnar og verðbólga¹

	2022	2023	2024	2025	2026
Vísitala meðalgengis ²	3,1 (3,1)	-2,2 (-2,1)	-0,4 (0,4)	-0,7 (-0,7)	-1,0
Raugengi (hlutfallslegt verðlag)	3,9 (3,9)	1,3 (1,3)	2,2 (2,3)	0,8 (0,4)	0,0
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	8,3 (8,3)	8,7 (8,6)	5,7 (4,6)	3,6 (3,3)	2,9

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2023/3).

2. Meðalgengi miðað við þrönga viðskiptavog. Jákvæðar tölur tákna hækkun á gengi krónunnar gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi	
2022:4	9,4 (9,4)	5,0 (5,0)
2023:1	10,0 (10,0)	10,5 (10,5)
2023:2	9,4 (9,4)	11,4 (11,4)
2023:3	7,8 (7,7)	4,4 (4,2)
	Spáð gildi	
2023:4	7,9 (7,5)	5,5 (4,1)
2024:1	6,8 (5,8)	6,3 (3,7)
2024:2	5,7 (4,6)	6,8 (6,3)
2024:3	5,3 (4,1)	2,5 (2,3)
2024:4	4,9 (3,9)	4,1 (3,5)
2025:1	4,0 (3,5)	2,7 (2,1)
2025:2	3,6 (3,3)	5,1 (5,2)
2025:3	3,5 (3,2)	1,9 (2,1)
2025:4	3,3 (3,1)	3,6 (3,2)
2026:1	3,2 (3,0)	2,2 (1,7)
2026:2	3,0 (2,8)	4,4 (4,3)
2026:3	2,8 (2,6)	1,2 (1,3)
2026:4	2,7	3,0

1. Tölur í svigum eru spá PM 2023/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

