



2022 | 4

PENINGAMÁL



Markmið peningastefnu Seðlabanka Íslands er að stuðla að almennri 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 vaxtaákvörðanir peningastefnunefndar Seðlabankans byggjast á. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Útgefandi:

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

90. rit. 23. nóvember 2022 ISSN 1670-4371, vefrit

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

Yfirlýsing peningastefnunefndar 23. nóvember 2022

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánum, verða því 6%.

Verðbólga jókst lítillega á ný í október og mældist 9,4%. Verðhækkningar eru á breiðum grunni og undirliggjandi verðbólga hefur áfram aukist. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali 9,4% á síðasta fjórðungi ársins en taki svo smám saman að hjaðna og verði um 4½% á síðasta ársfjórðungi 2023.

Gengi krónunnar hefur lækkað frá októberfundi peningastefnunefndar. Þá hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til lengri tíma hækkað nokkuð. Vísendingar eru jafnframt um að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólguþætti bankans hafi veikt og því gæti tekið lengri tíma en ella að ná verðbólgu í markmið.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspa Seðlabankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði 5,6% í ár. Horfur fyrir næsta ár hafa batnað og nú er spáð 2,8% hagvexti í stað 1,9% í ágúst. Skýrist það af horfum um hraðari vöxt innlendrar eftirspurnar en áður var talið. Spenna á vinnumarkaði er enn töluverð þótt heldur hafi dregið úr henni.

Peningastefnunefnd mun áfram tryggja að taumhald peningastefnunnar sé nægjanlegt til að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Peningastefnan mun á næstunni ráðast af þróun efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga. Ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum munu skipta miklu um þróun vaxta á næstu misserum.

Merking tákna:

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

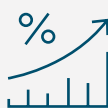
Efnisyfirlit

	Peningamál í hnotskurn	6
I	Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör	7
	Alþjóðleg efnahagsmál	7
	Útflutningsverð og viðskiptakjör	12
II	Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir	16
	Peningastefnan og markaðsvextir	16
	Gengi krónunnar	17
	Peningamagn og útlán	18
	Eignaverð	21
III	Eftirspurn og hagvöxtur	23
	Innlend eftirspurn einkaaðila	23
	Hið opinbera	26
	Utanríkisviðskipti og viðskipta-jöfnuður	28
	Hagvöxtur	32
IV	Vinumarkaður og nýting framleiðslupátta	34
	Vinumarkaður	34
	Vísbendingar um nýtingu framleiðslupátta	36
V	Verðbólga	37
	Nýleg verðbólguþróun	37
	Vísbendingar um verðbólguþrýsting	38
	Verðbólguvæntingar	40
	Verðbólguhorfur	41
	Rammagreinar	
	1 Frávíkisdæmi og óvissuþættir	42
	2 Hefur kjölfesta verðbólguvæntinga veikt?	51
	3 Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2023	57
	4 Spár Seðlabankans um efnahagsþróun ársins 2021	62
	Viðauki	
	Spátöflur	70

Peningamál í hnotskurn



Þótt alþjóðlegur hagvöxtur hafi verið heldur meiri á fyrri hluta þessa árs en áður var áætlað eru vísbendingar um að hann hafi gefið meira eftir á seinni hluta ársins. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað. Orkukreppan sem skall á í Evrópu í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu heldur áfram að dýpka og alþjóðleg verðbólga hefur aukist mikið. Framfærslukostnaður heimila og rekstrar-kostnaður fyrirtækja hafa því hækkað verulega og fjármálaleg skilyrði versnað. Hagvaxtarhorfur fyrir helstu viðskiptalönd hafa því versnað enn frekar og á næsta ári er spáð minnsta hagvexti í helstu viðskiptalöndum frá árinu 2009 að frátöldum þeim samdrætti sem varð árið 2020 í kjölfar heimsfaraldursins.



Bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga benda til þess að hagvöxtur hér á landi hafi verið 6,8% á fyrri hluta ársins sem er heldur minni vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Talið er að hagvöxtur verði 5,6% á árinu í heild sem er 0,3 prósentum minni vöxtur en áður var spáð. Horfur fyrir næsta ár hafa hins vegar batnað og nú er spáð 2,8% hagvexti í stað 1,9% í ágúst. Þar vega horfur um hraðari vöxt innlendrar eftirspurnar þungt, m.a. vegna þess að endurskoðaðar tölur um þróun ráðstöfunartekna benda til þess að heimilin hafi meira borð fyrir báru til að styðja við útgjöld sín en áður var áætlað. Svipað og í ágúst er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði um 2½% á ári að meðaltali á seinni hluta spátímans.



Þótt störfum fjölgi enn milli ára hefur hægt á fjölguninni undanfarna mánuði og á þriðja árs-fjórðungi fækkaði þeim lítillega milli fjórðunga. Atvinnuþátttaka minnkaði einnig og atvinnuleysi jókst milli fjórðunga samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Aðrar vísbendingar af vinnumarkaði benda í sömu átt þótt atvinnuleysi sé áfram lítið, mikill skortur sé enn á vinnuafli og fjöldi lausra starfa mikill. Álag á framleiðsluþætti er því enn töluvert.



Verðbólga mældist 9,4% í október og jókst lítillega milli mánaða en hefur minnkað um 0,5 prósentur frá því að náði hámarki í júlí sl. Undirliggjandi verðbólga mælist einnig mikil og er verðbólga á sífellt breiðari grunni enda hefur meirihluti undirliða vísitölu neysliverðs hækkað talsvert í verði undanfarið ár. Verðbólga hefur þó ekki aukist eins mikið og óttast var í ágúst sem endurspeglar hraðari viðsnúning á húsnæðismarkaði og meiri lækkun eldsneytisverðs og flugfargjalda sl. haust en þá var gert ráð fyrir. Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa því batnað en horfur lengra fram á veginn hafa lítið breyst. Nú er gert ráð fyrir að verðbólga verði 9,4% á síðasta fjórðungi ársins en taki svo smám saman að hjaðna í svipuðum takti og spáð var í ágúst.



Mikil óvissa er í efnahagsmálum. Stríðsátökin í Úkraínu hafa valdið miklu umröti á alþjóðlegum hrávörumörkuðum og sett viðskiptasambönd og aðfangakeðjur í uppnám. Átökin hafa leitt til orkukreppu í Evrópu sem ekki sér fyrir endann á. Svo gæti farið að það yrði alvarlegur orkuskortur sem kallaði á víðtæka skömmtun á orkugjöfum sem leitt gæti til mikilla efnahagsþrenginga í álfunni. Gerist það er líklegt að hagvöxtur verði minni hér á landi en grunnspá bankans gerir ráð fyrir og verðbólga meiri. Verðbólguhorfur gætu einnig reynst of bjartsýnar ef yfirstandandi kjaraviðræður leiða til þess að laun hækki meira en grunnspá bankans gerir ráð fyrir. Þá yrði aukin hætta á að víxlverkun launa og verðlags fari af stað þar sem vísbendingar eru um að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólgu-markmiði bankans hafi veikt.

Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör



Alþjóðleg efnahagsmál

Alþjóðlegur hagvöxtur reyndist þróttmeiri á fyrri helmingi ársins en búist var við í ágúst ...

Landsframleiðsla í helstu viðskiptalöndum Íslands jókst um 0,5% á milli fjórðunga á öðrum fjórðungi þessa árs (mynd I-1). Það er talsvert minni hagvöxtur en var meginhluta síðasta árs en heldur meiri en búist var við í ágústspá *Peningamála*. Efnahagsumsvif jukust einkum á evrusvæði, drifin áfram af bata í ríkjum í suðurhluta Evrópu þar sem ferðabjónusta vegur þungt. Einnig mældist snarpur viðsnúningur á Norðurlöndum og í Japan eftir lítinn vöxt eða samdrátt á fyrsta fjórðungi. Það hægði hins vegar áfram á hagvexti í Bretlandi og samdráttur mældist í Bandaríkjunum, annan fjórðunginn í röð. Þá mældist töluverður samdráttur í Kína vegna hertra sóttvarnaaðgerða og veikleika á þarlandum fasteignamarkaði.

Á fyrri helmingi ársins mældist 4,6% árhagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands. Það er 0,3 prósentum meira en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans.

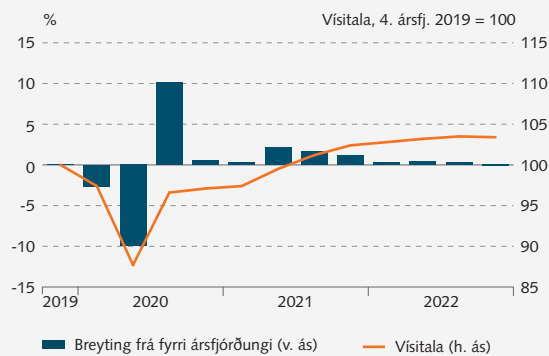
... en horfur fyrir seinni árshelming hafa versnað

Landsframleiðslan í Bretlandi dróst saman um 0,2% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi. Þá dró mikið úr hagvexti á evrusvæði og mældist hann 0,2% og í Danmörku minnkaði hann í 0,5%. Hagvöxtur jókst hins vegar í 0,6% í Bandaríkjunum og var 0,7% í Svíþjóð. Talið er að landsframleiðsla í viðskiptalöndum Íslands hafi aukist um 0,3% að meðaltali milli fjórðunga í takt við það sem gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála* (mynd I-1).

Leiðandi vísbendingar og alþjóðlegar spár benda hins vegar til versnandi hagvaxtarhorfa á fjórða fjórðungi. PMI-vísitölur hafa lækkað enn frekar og gefa

Mynd I-1

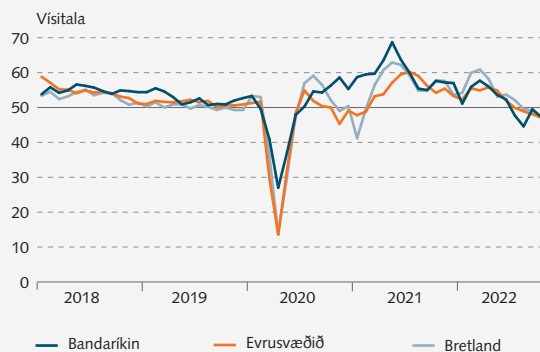
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands¹
4. ársfj. 2019 - 4. ársfj. 2022



1. Árstíðarleiddar tölur. Grunnspá Seðlabankans 3. og 4. ársfj. 2022.
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2

PMI-framleiðsluvísitala¹
Janúar 2018 - október 2022



1. PMI-framleiðsluvísitala IHS Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Output Purchasing Managers' Index). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleidd. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 gefur það vísbendingar um vöxt í framleiðslu milli mánaða en samdrátt ef hún er undir 50.
Heimild: Refinitiv Datastream.

til kynna að efnahagsumsvif hafi nánast staðnað eða þau dregist saman að undanfögnu (mynd I-2). Smásala hefur einnig minnkað og iðnaðarframleiðsla gefið eftir, aðallega í Bretlandi (mynd I-3). Þá hafa væntingar almennings til efnahagshorfa í helstu iðnríkjum haldist í lægstu lægðum og svartsýni forsvarsmanna fyrirtækja hefur aukist. Er nú talið að lítillægur samdráttur verði að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands á fjórða ársfjórðungi í stað lítils háttar hagvaxtar í ágústspánni.

Framfærslukostnaður hefur hækkað um allan heim ...

Bakslag í efnahagsbata undanfarið og lakari horfur má að stórum hluta rekja til áhrifa aukinnar verðbólgu um allan heim. Hefur hún ekki mælst meiri í um fjóra áratugi í fjölda þróaðra ríkja. Til viðbótar hafa fjármáleg skilyrði versnað í takt við vaxtahækkunar seðlabanka víða um heim. Framfærslukostnaður heimila hefur því aukist mikið á skömmum tíma og kaupmáttur ráðstöfunartekna rýrnað sem dregur úr innlendri eftirspurn (mynd I-4). Hærri fjármagnskostnaður, aukin óvissa og hátt aðfangaverð hafa einnig neikvæð áhrif á fjárfestingaráform fyrirtækja. Þessi kostnaðarkreppa skýrist að miklu leyti af afleiðingum stríðsátakanna í Úkraínu sem leitt hefur til mikillar hækkunar orku- og matvælavæðs og skapað aukna óvissu um efnahagsframvinduna.

... og orkukreppan í Evrópu dýpkað ...

Efnahagshorfur í Evrópu hafa einkum litast af vaxandi áhyggjum af orkuframboði í álfunni eftir innrásina í Úkraínu enda hefur innflutningur á jarðgasi frá Rússlandi vegið þungt í orkunotkun Evrópubúa. Innflutningur þess hefur minnkað hratt í sumar samhliða aukinni spennu vegna stríðsátakanna og hertra refsiaðgerða Vesturlanda gagnvart Rússlandi. Nemur hann nú einungis um fimmtungi af meðaltali ársins 2021 eftir að Rússar lokuðu fyrir flæði gegnum Nord Stream 1-gasleiðsluna undir lok ágúst sl. Verð á jarðgasi í Evrópu hækkaði skarpt í kjölfarið og áhyggjur af orkuframboði í vetur jukust mikið. Þrátt fyrir að verð hafi lækkað á ný í takt við óvenjuhlýtt veðurfar að undanfögnu, aukinn innflutningur á jarðgasi frá öðrum ríkjum, hagstæðari birgðastöðu en búist var við og aukinn orkusparnað ríkir mikil óvissa um orkuframboð í Evrópu í vetur og á næstu árum (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 1).

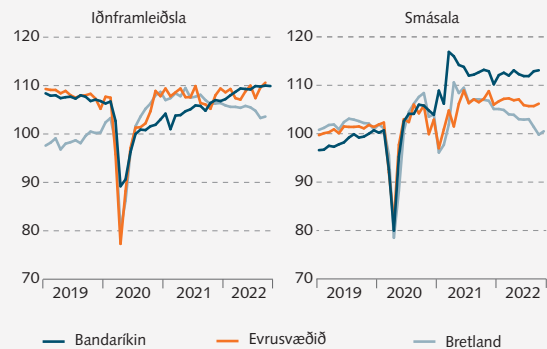
... en gott atvinnuástand, mikill uppsafnaður sparnaður og mótvægisáðgerðir stjórnvalda vega á móti

Þrátt fyrir hægari efnahagsumsvif og versnandi horfur hefur eftirspurn eftir vinnuafli verið mikil. Atvinnuleysi í helstu iðnríkjum er í eða nálægt margra áratuga lágmarki, fjöldi lausra starfa er í boði og nafnlaun hafa farið

Mynd I-3

Iðnaðarframleiðsla og smásala¹

Janúar 2019 - október 2022

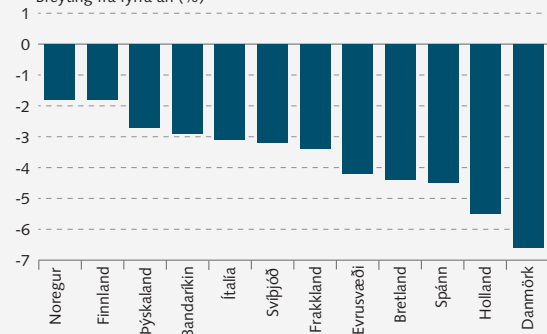


1. Árstíðarleiðréttar magnvísitölur (2020 = 100).
Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-4

Raunlaun á 2. ársfj. 2022¹

Breyting frá fyrra ári (%)



1. Laun og launatengd gjöld á vinnustund raunvirt með vísitölu neysluverðs. Árstíðarleiðréttar tölur.
Heimildir: OECD, Vinnuástandstíðningur Bandaríkjanna.

hækkandi (mynd I-5). Víða hafa stjórnvöld einnig gripið til stuðnings- og mótvægisáðgerða til að draga úr áhrifum hækkandi framfærslukostnaðar á ráðstöfunartekjur heimila. Mikill uppsafnaður sparnaður heimila á tímum farsóttarinnar vegur jafnframt á móti og mildar áhrif hærri kostnaðar á innlenda eftirspurn. Sparnaðarhlutfallið hefur lækkað hvað mest í Bandaríkjunum enda einkaneyslan þar verið þróttmeiri en í öðrum helstu iðnríkjum (mynd I-6). Hlutfallið á evrusvæðinu og í Bretlandi hefur lækkað minna og er hærra en það var að meðaltali fyrir farsóttina. Þarlend heimili eru því enn að leggja til hliðar stærri hluta ráðstöfunartekna en þau gerðu fyrir heimsfaraldurinn.

Spáð er minni heimshagvexti á næsta ári ...

Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var um miðjan október er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum minnki úr 6% í fyrra í 3,2% í ár og að hann verði kominn niður í 2,7% á næsta ári. Hagvaxtarhorfur ársins í ár eru óbreyttar frá júlispá sjóðsins en horfur fyrir næsta ár hafa verið færðar niður um 0,2 prósentur. Hvort tveggja er hins vegar talsvert veikara en sjóðurinn spáði í apríl sl., einkum í þróuðum ríkjum heims. Verri horfur endurspeglar neikvæð áhrif sem stríðsátökin í Úkraínu hafa haft á heimsbúskapinn, einkum í Evrópu í kjölfar skerts orkuframboðs frá Rússlandi. Einnig hefur hægt meira á efnahagsumsvifum í Kína en búist var við. Þá hafa fjármálaleg skilyrði jafnframt versnað víða um heim í takt við væntingar um meiri vaxtahækkunarhelstu seðlabanka sem hægja munu á eftirspurn.

... og hafa hagvaxtarhorfur almennt versnað í helstu viðskiptalöndum Íslands

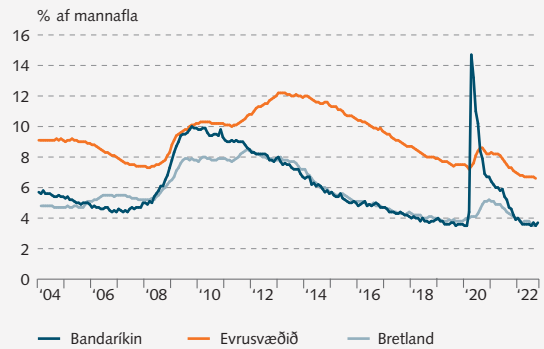
Í grunnspá Seðlabankans er gert ráð fyrir 3,1% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár (mynd I-7). Það er 0,2 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í ágúst og skýrist af meiri hagvexti á fyrri helmingi ársins í kjölfar endurskoðunar á áður útgefnum landsframleiðslutölum, einkum í Bretlandi og Svíþjóð. Horfur á seinni helmingi ársins hafa hins vegar versnað líkt og áður hefur verið rakið. Eins og á síðasta fjórðungi þessa árs er spáð samdrætti milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi 2023 og er talið að hagvöxtur í viðskiptalöndunum verði einungis 0,6% á árinu öllu. Það er 0,6 prósentum minni vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og 1,7 prósentum minna en í máispá bankans. Þá er jafnframt spáð heldur minni hagvexti í viðskiptalöndunum árið 2024. Horfur um innflutning viðskiptalanda hafa einnig versnað í takt við lakari hagvaxtarhorfur.

Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur er áfram mikil. Efnahagsframvindan ræðst að miklu leyti af áhrifum stríðsátakanna í Úkraínu og hversu langvinn þau

Mynd I-5

Atvinnuleysi¹

Janúar 2004 - október 2022



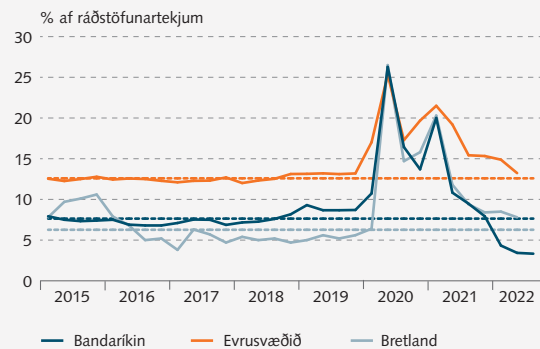
1. Árstíðarleiðréttar tölur.

Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-6

Sparnaður heimila¹

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2022

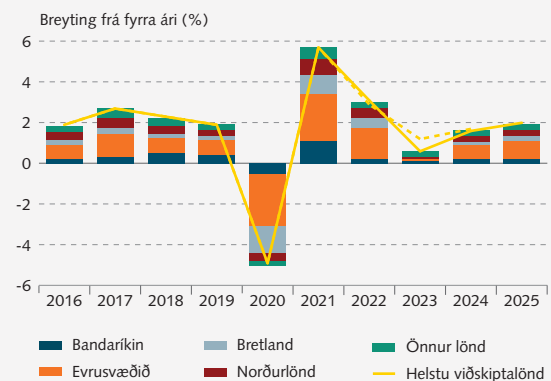


1. Brotalínur sýna meðaltal 2015-2019.

Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-7

Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands og framlag einstakra landa 2016-2025¹



1. Viðskiptavegið framlag einstakra landa. Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Brotalína sýnir spá PM 2022/3. Norðurlöndin eru meðaltal Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar.

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

verða. Horfurnar gætu versnað ef afleiðingar átakanna magnast enn frekar. Þá gæti orkukreppan í Evrópu einnig dýpkað með þeim afleiðingum að grípa þurfi til viðtækrar skömmtnunar á orku í álfunni. Verðbólga gæti jafnframt reynst þrálátari í þróuðum ríkjum heims og fjármálaleg skilyrði versnað enn frekar. Auk þess ræðst efnahagsþróun að miklu leyti af þróun heimsfaraldursins, efnahagsframvindu í Kína og hvort áfram takist að vinda ofan af þrálátum framleiðsluhökrum (sjá nánari umfjöllun um óvissuþætti í rammagrein 1).

Alþjóðleg verðbólga hefur aukist enn frekar og meira en búist var við ...

Alþjóðleg verðbólga hefur aukist mikið frá miðju síðasta ári og mun meira en almennt var spáð. Verðbólga í viðskiptalöndum Íslands mældist 8,4% að meðaltali á þriðja ársfjórðungi og hefur ekki verið meiri í fjóra áratugi (mynd I-8). Það er 0,5 prósentum meira en búist var við í ágústspá Seðlabankans og 2,5 prósentum meira en í maíspánni. Verðbólga jókst enn frekar í október og mældist 9,3% að meðaltali í viðskiptalöndunum.

Mikil hækkun orkuverðs undanfarin misseri vegur áfram þungt í alþjóðlegri verðbólguþróun en matvæla-verð hefur einnig farið hratt hækkandi það sem af er ári (mynd I-9). Hækkunina má að miklu leyti rekja til afleiðinga stríðsátakanna í Úkraínu, einkum mikilla verðhækkana á jarðgasi í Evrópu. Á móti vegur þó hjöðnun olíu- og bensínverðs að undanförmu í takt við þróun heimsmarkaðsverðs. Verð á öðrum mikilvægum útgjalda-liðum hefur jafnframt haldið áfram að hækka hratt og er verðbólga á sífellt breiðari grunni. Vöruverð án orku- og matvæla-verðs hafði í október hækkað um 6% að meðaltali í viðskiptalöndunum milli ára (mynd I-10). Líkt og fjallað var um í fyrri heftum *Peningamála* má rekja stóran hluta vöruverðshækkana til mikillar eftirspurnar og kröftugs efnahagsbata frá miðju síðasta ári í bland við þráláta framleiðsluhökra vegna farsóttarinnar og erfiðleika við vöruflutninga. Þá hefur verð á þjónustu hækkað mikið á árinu samhliða slökun sóttvarnaaðgerða enda mikil upp-söfnuð eftirspurn til staðar.

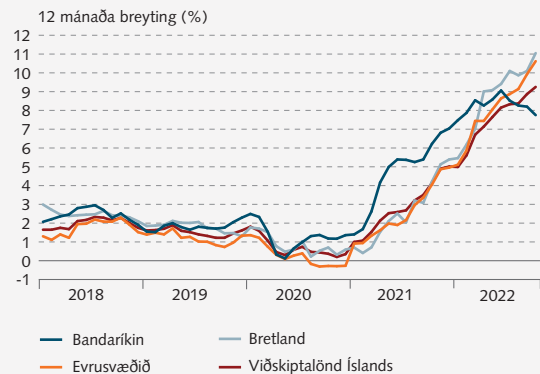
... og hafa verðbólguhorfur í viðskiptalöndunum versnað

Þrátt fyrir að olíuverð og annað hrávöruverð hafi lækkað meira að undanförmu en spáð var í ágúst, flutningskostnaður lækkað áfram og framleiðsluflanir minnkað hafa alþjóðlegar verðbólguhorfur versnað. Skýrist það að miklu leyti af meiri hækkun á orkuverði í Evrópu en búist var við og horfum á herra verði í vetur. Þá hefur hækkun matvæla-verðs og undirliggjandi verðbólga einnig reynst þrálátari í viðskiptalöndunum en búist var við í ágúst.

Mynd I-8

Alþjóðleg verðbólga

Janúar 2018 - október 2022

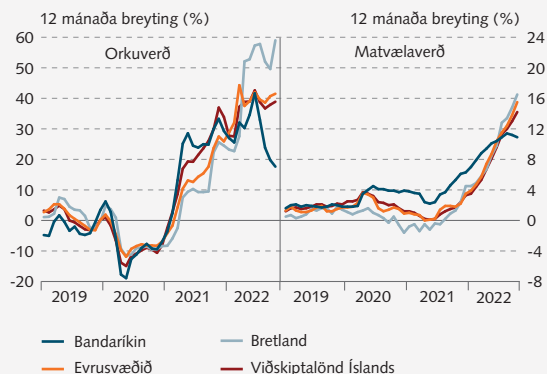


Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-9

Alþjóðlegt orku- og matvæla-verð

Janúar 2019 - október 2022

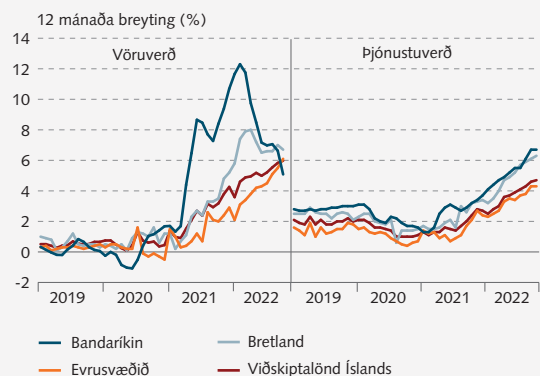


Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-10

Alþjóðlegt vöru- og þjónustuverð¹

Janúar 2019 - október 2022



1. Vöruverð án orku- og matvæla-verðs.

Heimild: Refinitiv Datastream.

Mikil hækkun gengis Bandaríkjadals gagnvart mörgum öðrum gjaldmiðlum stuðlar jafnframt að meiri hækkun á innflutningsverðlagi annarra ríkja, m.a. vegna vægis hans í verðlagningu í alþjóðaviðskiptum. Talið er að verðbólga verði 7,7% að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands í ár sem er 0,6 prósentum meira en í ágústspánni. Þá er spáð 5% verðbólgu á næsta ári eða 1,2 prósentum meiri en í síðustu spá bankans. Einnig er gert ráð fyrir heldur meiri verðbólgu á árinu 2024.

Seðlabankar helstu iðnríkja hafa áfram hækkað vexti ...

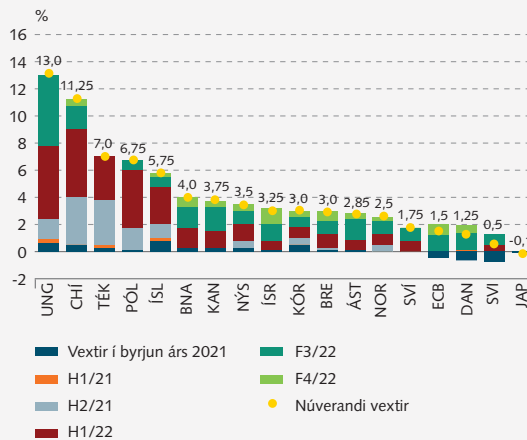
Þrátt fyrir lakari hagvaxtarhorfur og aukna óvissu hafa seðlabankar helstu iðnríkja hert enn frekar á taumhaldi peningastefnunnar í takt við hratt versnandi verðbólguhorfur og mikla spennu á vinnumarkaði. Seðlabanki Evrópu (ECB) hækkaði vexti sína um 0,75 prósentur í 1,5% seint í október sl. og hefur hækkað þá um samtals 2 prósentur síðan í júlí (mynd I-11). Seðlabanki Bandaríkjanna hækkaði einnig vexti sína um 0,75 prósentur í 3,75-4% í byrjun nóvember og er það fjórða slíka hækkunin í röð. Vextir bankans eru nú 3,75 prósentum hærrí en í ársbyrjun og hafa ekki verið hærrí síðan snemma á árinu 2008. Þá hækkaði Englandsbanki jafnframt vexti sína um 0,75 prósentur í 3% í byrjun nóvember. Fjöldi seðlabanka annarra þróaðra ríkja hefur einnig hækkað vexti á undanförunum mánuðum og hafa vextir flestra þeirra ekki verið hærrí síðan árið 2008. Þrátt fyrir það eru raunvextir enn almennt neikvæðir í þróuðum ríkjum og mun lægri en fyrir heimsfaraldurinn.

... og hafa skuldabréfavextir ekki verið hærrí í yfir áratug

Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa þróaðra ríkja hækkaði mikið á fyrri helmingi ársins og hefur sú þróun í meginatriðum haldið áfram á seinni hluta ársins (mynd I-12). Hafa skuldabréfavextir margra þeirra ekki verið hærrí í um og yfir einn áratug. Kröfuhækkunin endurspeglar snarpa vaxtahækkun helstu seðlabanka og væntingar um meiri vaxtahækkanir en áður var búist við (mynd I-13). Hækkun verðbólguálags í hluta ríkjanna bendir einnig til þess að verðbólguvæntingar hafi þokast upp á ný að undanförunu. Hún kann þó einnig að skýrast af hækkun áhættuálags sakir aukinnar óvissu um efnahagshorfur. Endurspeglast það m.a. í þróun líftímaálags (e. term premia) bandarískra ríkisbréfa sem hefur hækkað að undanförunu. Líftímaálag á styttri ríkisbréf hefur hækkað meira og er hærra en álag á lengri bréf. Niðurhallandi vaxtaferill í Bandaríkjunum endurspeglar þó líklega fyrst og fremst væntingar markaðsaðila um að seðlabankavextir muni fljótlega ná hámarki og fari síðan lækkandi

Mynd I-11

Seðlabankavextir OECD-ríkja og breyting þeirra frá ársbyrjun 2021¹

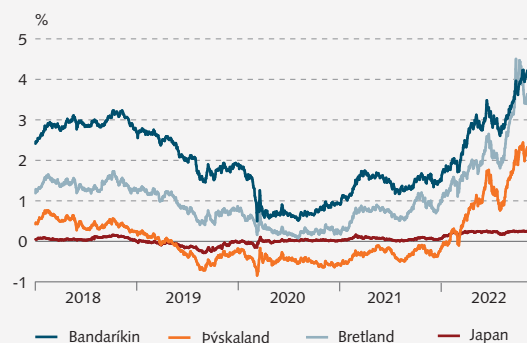


1. Bandarísku vextir eru efrí mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextir fyrir evrusvæðið eru innlámsvextir Seðlabanka Evrópu.
Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-12

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa

1. janúar 2018 - 18. nóvember 2022

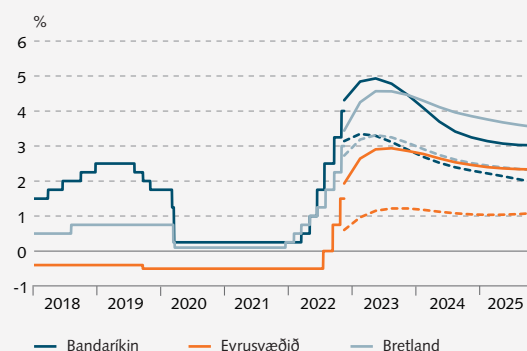


Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-13

Meginvextir seðlabanka¹

Janúar 2018 - desember 2025



1. Daglegar tölur 1. janúar 2018 til 18. nóvember 2022 og ársfjórðungslegar tölur 4. ársfj. 2022 til 4. ársfj. 2025. Bandarísku vextir eru efrí mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextir 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 2022 en brotalínur um miðjan ágúst 2022.
Heimildir: Bloomberg, Refinitiv Datastream.

á ný í takt við hægari vöxt efnahagssumsvifa og hjöðnun verðbólgu.

Meiri vaxtahækkanir í Bandaríkjunum og aukin óvissa hefur valdið mikilli hækkun á gengi Bandaríkjadals

Seðlabanki Bandaríkjanna hefur hækkað vexti meira og hraðar en seðlabankar flestra annarra þróaðra ríkja á þessu ári. Endurspeglar það að hluta meiri og hraðari aukningu undirliggjandi verðbólgu í Bandaríkjunum. Einnig var efnahagsbatinn í kjölfar farsóttarinnar kraftmeiri vestanhafs, m.a. í ljósi umfangsmikilla örvunaraðgerða stjórnvalda, og spenna á vinnumarkaði hefur verið meiri. Staða orkumála í Bandaríkjunum er jafnframt hagfelldari en t.d. í Evrópu þótt orkuverð hafi líka hækkað mikið vestanhafs. Meiri hækkun vaxta og sterkari staða efnahagsmála í Bandaríkjunum en í mörgum öðrum þróuðum ríkjum endurspeglast í þróun Bandaríkjadals sem hefur styrkst mikið gagnvart gjaldmiðlum margra annarra ríkja (mynd I-14). Aukin alþjóðleg óvissa og ásókn í öruggari eignir vegna lakari horfa í heimsbúskapnum hefur ýtt enn frekar undir þessa þróun. Hefur gengi Bandaríkjadals gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla ekki verið hærra í meira en tvo áratugi.

Fjármálaleg skilyrði hafa versnað og óvissa aukist

Alþjóðlegt eignaverð hefur gefið mikið eftir á þessu ári og sveiflur þess aukist (mynd I-15). Álag á áhættumeiri fjáreignir hefur einnig hækkað, sérstaklega í Evrópu, og fjármögnunarkostnaður aukist. Skýrist það líklega einkum af lakari efnahagshorfum, aukinni óvissu og meiri vaxtahækkunum helstu seðlabanka en búist var við.

Fjármálaleg skilyrði hafa því versnað víða um heim og eru nú þrengri í flestum þróuðum ríkjum en að meðaltali sl. áratug. Þau hafa versnað hvað mest á evrusvæðinu og eru nú svipuð og þau urðu hvað lökust í kjölfar heimsfaraldursins. Þá hafa fjármálaleg skilyrði margra nýmarkaðsríkja einnig versnað með samsvarandi hætti og er staða margra þeirra brothætt. Vaxtahækkanir í Bandaríkjunum og mikil styrking Bandaríkjadals það sem af er ári hafa gert stöðuna enn erfiðari fyrir mörg þeirra, sérstaklega þau sem eru með miklar skuldbindingar í Bandaríkjadal og brothættar efnahagslegar undirstöður.

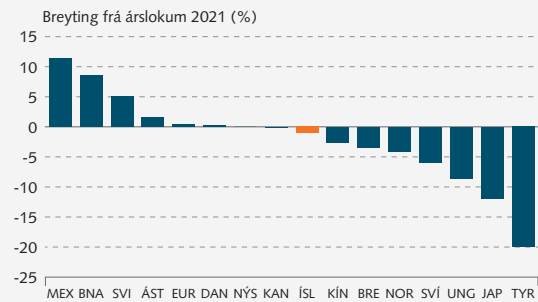
Útflutningsverð og viðskiptakjör

Horfur á meiri verðhækkun sjávarafurða í ár

Verð á íslenskum sjávarafurðum hefur hækkað samfellt frá öðrum ársfjórðungi í fyrra í takt við batnandi markaðsaðstæður eftir því sem áhrif faraldursins minnkuðu (mynd I-16). Aukin óvissa um framboð sjávarafurða í kjölfar viðskiptapvingana Vesturlanda gegn Rússlandi leiddi

Mynd I-14

Breyting á gengi gjaldmiðla ýmissa OECD-ríkja á árinu 2022¹

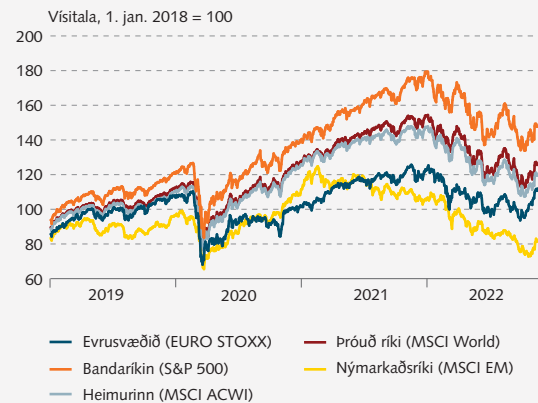


1. Breyting viðskiptaveginnar gengisvísitölu frá áramótum til 18. nóvember. Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-15

Alþjóðlegt hlutabréfaverð

1. janúar 2019 - 18. nóvember 2022

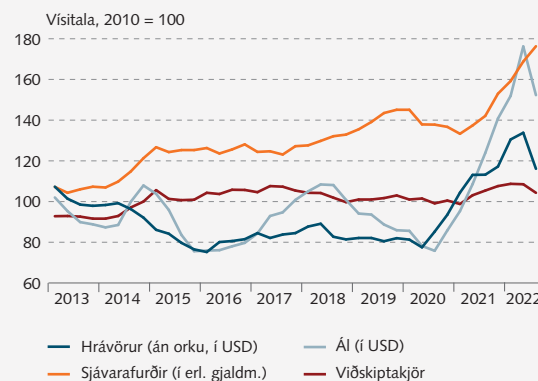


Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-16

Hrávöruverð og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2013 - 3. ársfj. 2022



1. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2022 fyrir viðskiptakjör. Heimildir: Alþjóðabankinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

einnig til aukinnar eftirspurnar eftir íslenskum afurðum og stuðlaði að frekari verðhækkunum.

Útflutningsverð á íslenskum sjávarafurðum í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um tæplega fjórðung milli ára á öðrum ársfjórðungi og var þá um fimmtungi hærra en að meðaltali árið 2019. Ólíkt því sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og þvert á vísendingar um að eftirspurn hafi gefið eftir á erlendum mörkuðum í sumar hækkaði útflutningsverðið áfram á þriðja ársfjórðungi. Er það meginástæða þess að nú er talið að það hækki um tæplega 20% á árinu í heild í stað 13% í ágústspánni. Á móti er spáð meiri verðlækkun á næsta ári í takt við lakari efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum og aukna óvissu í heimsbúskapnum. Skertar aflaheimildir í þorski og loðnu vega þó á móti og stuðla að minni verðlækkun en ella.

Útlit fyrir meiri lækkun álverðs á næsta ári

Heimsmarkaðsverð á áli hækkaði nær samfelld frá miðju ári 2020 og fram á fyrsta ársfjórðung í ár. Hækkunin stafaði m.a. af minni framleiðslu í Kína, aukinni eftirspurn í takt við alþjóðlegan efnahagsbata og aukinni óvissu um framboð á áli í kjölfar stríðsins í Úkraínu. Snarpur viðsnúningur varð hins vegar á álverði á öðrum fjórðungi í ár og lækkaði það enn frekar á þeim þriðja samhliða versnandi horfum í heimsbúskapnum. Í samræmi við ágústspá bankans hélt útflutningsverð áls frá Íslandi hins vegar áfram að hækka á öðrum fjórðungi og var þá orðið ríflega 60% hærra en á sama fjórðungi í fyrra (mynd I-16). Verðið gaf þó eftir á þriðja ársfjórðungi og búist er við frekari lækkun á þeim fjórða. Spáð er að útflutningsverð áls verði tæplega þriðjungur hærra að meðaltali í ár en í fyrra sem er heldur minni hækkun en spáð var í ágúst. Horfur á næsta ári hafa hins vegar versnað meira og er nú spáð tæplega 18% verðlækkun í stað 8%.

Oliúverð hefur lækkað frá því í júní ...

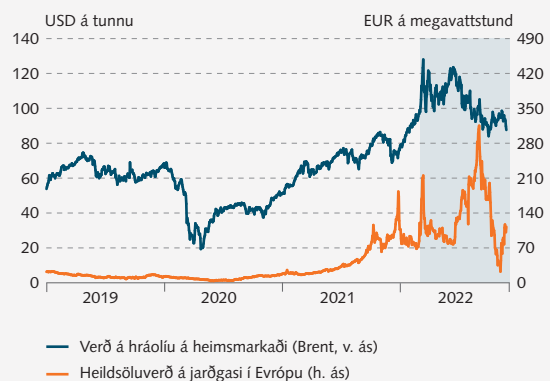
Heimsmarkaðsverð á hráolíu hækkaði mikið í aðdraganda og kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu snemma á þessu ári. Það fór hæst í tæplega 130 Bandaríkjadali á tunnu eftir innrásina en var um 112 Bandaríkjadali á tunnu að meðaltali á öðrum ársfjórðungi (mynd I-17). Það er um 60% hærra verð en á sama fjórðungi 2021. Hækkunin og miklar verðsveiflur endurspeglar aukna óvissu um olíuframboð vegna stríðsátakanna og refsiaðgerða Vesturlanda gegn Rússlandi, enda er það annar stærsti olíuútflytjandi heims.

Oliúverð tók hins vegar að lækka á ný um mitt þetta ár í takt við auknar áhyggjur af efnahagshorfum í heiminum og býst Alþjóðaorkumálastofnunin (IEA) nú við minni aukningu olíueftirspurnar en áður var spáð. Á móti vegur hins vegar minni olíuframleiðsla OPEC-ríkja og nokkurra annarra olíuframleiðsluríkja sem tilkynnt var

Mynd I-17

Verð á olíu og jarðgasi¹

1. janúar 2019 - 18. nóvember 2022



1. Skyggða svæðið sýnir tímabilið frá upphafi stríðsátaka í Úkraínu. Heimild: Refinitiv Datastream.

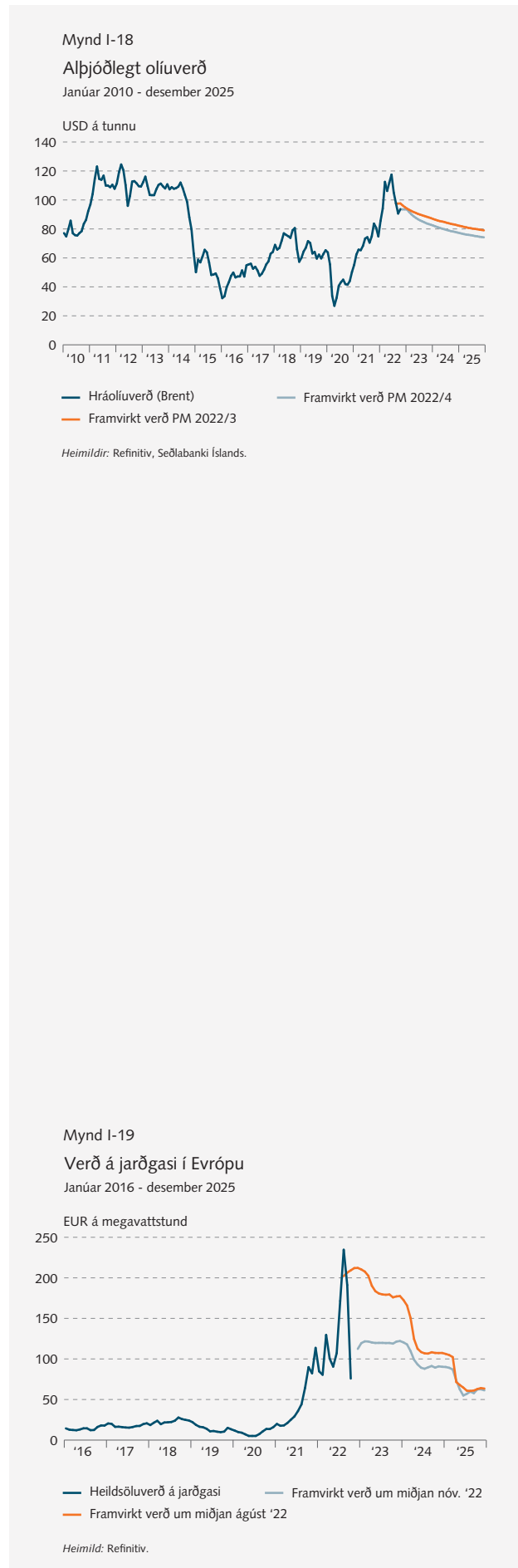
um í byrjun október sl. Mikil hækkun á verði jarðgass hefur einnig leitt til minni samdráttar olíueftirspurnar en ella hefði orðið sem dregur úr verðlækkun olíu. Þá kann fyrirhugað bann Evrópusambandsins (ESB) á innflutning á olíu frá Rússlandi að hafa stutt við olíuverð. Brent-hráolíuverð var um 94 Bandaríkjadalir að meðaltali í október eða 20% lægra en í júní sl. Verðið var þó enn hátt í fimmtungi hærra en í upphafi þessa árs og 12% hærra en í október 2021 (mynd I-18).

Þótt verð í framvirkum samningum bendi til þess að olíuverð muni lækka á spátímanum og að það verði lægra á honum öllum en byggt var á í ágústspánni er óvissa um þróunina mikil. Fyrirhugaðar viðskiptaþvinganir Vesturlanda á olíuútflutning Rússlands, sem eiga að koma til framkvæmda á næstu mánuðum og fela m.a. í sér innflutningsbann, verðþak og hömlur á sjóflutning, gætu t.d. valdið auknum framboðstruflunum á olíumarkaði með tilheyrandi verðhækkunum. Á móti gæti framleiðsla í Bandaríkjunum hins vegar orðið meiri en búist er við eða olíuútflutningur frá Íran aukist komi til þess að Bandaríkjastjórn dragi úr viðskiptaþvingunum sínum.

... og verð á jarðgasi í Evrópu hefur lækkað eftir mikla hækkun í sumar

Áhyggjur af orkuframboði í Evrópu hafa aukist verulega í kjölfar stríðsátakanna í Úkraínu eins og fjallað var um fyrr í þessum kafla. Verð á jarðgasi fór stighækkandi í sumar í takt við skert gasflæði frá Rússlandi til álfunnar og aukna óvissu um framboðshorfur í vetur. Náði verðið sögulegu hámarki seint í ágúst þegar það mældist um 315 evrur á megavattstund (mynd I-17). Aukin eftirspurn eftir jarðgasi í sumar stuðlaði einnig að verðhækkun, bæði vegna minni framleiðslu á öðrum orkugjöfum og birgðasöfnunar Evrópuríkja til notkunar yfir vetrarmánuðina. Á sama tíma jókst orkunotkun í álfunni vegna óvenjuhás hitastigs í sumar. Heimsmarkaðsverð á kolum hefur að sama skapi hækkað mikið undanfarið í ljósi aukinnar eftirspurnar vegna skorts á öðrum orkugjöfum, framleiðslu truflunum og innflutningsbanns ESB og G7-ríkja á rússneskum kolum.

Verð á jarðgasi í Evrópu hefur hins vegar lækkað hratt á ný síðan í ágúst og var meðalverðið í október orðið svipað og í byrjun júní sl. Lækkunina má m.a. rekja til minni orkunotkunar sakir milds veðurfars í haust og byrjun vetrar, aukins orkusparnaðar, góðrar birgðastöðu og aukins innflutnings frá öðrum ríkjum, einkum á fljótandi jarðgasi frá Bandaríkjunum. Þrátt fyrir það eru horfur um verð jarðgass í Evrópu afar óvissar um þessar mundir og háðar mörgum þáttum, einkum veðurfari í vetur og framboði frá öðrum ríkjum (sjá umfjöllun í rammagrein 1). Samkvæmt framvirku verði er búist við að verð á jarð-



gasi fari hækkandi í vetur og að það muni haldast hátt á næstu árum (mynd I-19).

Annað hrávöruverð lækkaði á ný í sumar

Verð á annarri hrávöru en orkugjöfum hækkaði einnig mikið í kjölfar þess að stríðsátökin hófust, enda Rússland og Úkraína mikilvægir framleiðendur á margs konar hrávöru s.s. málmum, landbúnaðarafurðum og áburði (sjá nánar í rammagrein 2 í *Peningamálum 2022/2*). Verðhækkunin gekk hins vegar til baka í sumar í takt við vaxandi áhyggjur af lakari horfum í heimsbúskapnum (myndir I-16 og I-20). Lækkaði verð á málmum mest og er það nú um fjórðungi lægra en fyrir innrásina í Úkraínu.

Verð á landbúnaðarafurðum lækkaði einnig í sumar vegna væntinga um meiri uppskeru en áður var búist við. Til viðbótar jókst útflutningur á korni og öðrum landbúnaðarafurðum frá Úkraínu eftir að samkomulag náðist við Rússa um heimild til flutninga um Svartahaf á ný. Þá hafa framboðshnökrar haldið áfram að hjaðna að undanförmu og flutningskostnaður lækkað eftir mikla hækkun í fyrra (mynd I-21). Framboðshnökrar eru þó enn meiri og flutningskostnaður og hrávöruverð utan orkugjafa hærra en fyrir heimsfaraldurinn, einkum verð á áburði. Útlit er fyrir að meðalverð á annarri hrávöru en orkugjöfum hækki um 10,4% milli ára í ár en í ágústspá bankans var gert ráð fyrir 12,1% hækkun. Nú er einnig talið að það muni lækka meira á næsta ári eða um ríflega 8% í stað tæplega 7% í ágústspánni.

Útlit fyrir meiri bata viðskiptakjara í ár en horfur á meiri rýrnun á næsta ári

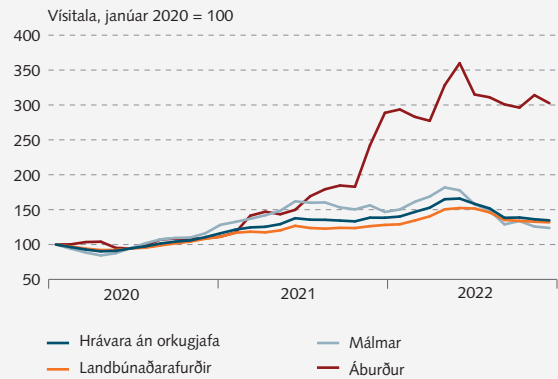
Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötnuðu um 7,5% milli ára á fyrri helmingi ársins líkt og spáð var í ágúst (mynd I-16). Batinn skýrist að miklu leyti af áframhaldandi hækkun á verði ál- og sjávarafurða. Einnig hækkaði verð á öðrum vöruútflutningi töluvert milli ára, einkum kísilafurðir og eldisfiskur. Útflutningsverðlag hækkaði um 24% milli ára á fyrri árhelmingi. Á móti vó hins vegar ríflega 15% hækkun innflutningsverðlags.

Horfur á hagstæðara verði sjávarafurða gera það að verkum að nú er gert ráð fyrir meiri viðskiptakjarabata á seinni helmingi ársins en búist var við í ágúst. Talið er að viðskiptakjör batni um 2,3% í ár í stað 1,9% eins og spáð var í ágúst (mynd I-22). Kemur sá bati í kjölfar 3,6% bata í fyrra. Horfur fyrir næsta ár hafa hins vegar versnað. Nú er gert ráð fyrir að viðskiptakjör versni um 4,1% á árinu sem er tvöfalt meiri rýrnun en spáð var í ágúst. Þar vegur þungt að horfur eru á meiri lækkun á útflutningsverði ál- og sjávarafurða eins og fjallað var um fyrr í kaflanum. Einnig er útlit fyrir meiri hækkun innflutningsverðlags vegna verri alþjóðlegra verðbólguhorfa.

Mynd I-20

Alþjóðlegt hrávöruverð¹

Janúar 2020 - október 2022

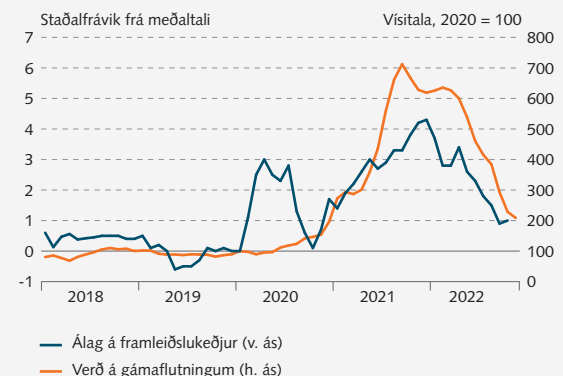


1. Landbúnaðarafurðir skiptast í matvæli (62%), drykkjarvörur (13%) og hráefni (25%).
Heimild: Alþjóðabankinn.

Mynd I-21

Vísendingar um framboðshnökra¹

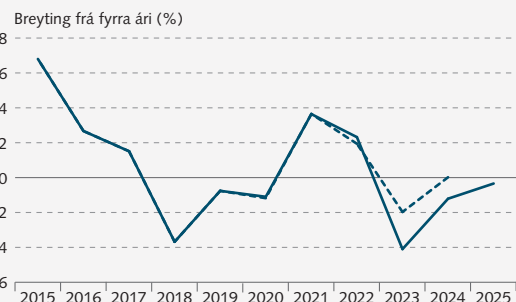
Janúar 2018 - nóvember 2022



1. Mælikvarðinn á álag framleiðslukeðja (GSCPI) tekur saman áhrif 27 mismunandi mælikvarða á flutningskostnaði og afhendingartíma þar sem búið er að hreinsa út eftirspurnaráhrif. Verðvísitala gámaflutninga er Freightos Global Container Index. Gögn til og með 18. nóvember 2022.
Heimild: Refinitiv Datastream.

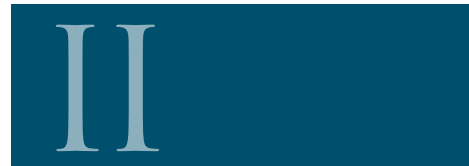
Mynd I-22

Viðskiptakjör vöru og þjónustu 2015-2025¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Brotalína sýnir spá PM 2022/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir



Peningastefnan og markaðsvextir

Meginvextir hafa hækkað töluvert í ár ...

Meginvextir Seðlabankans (vextir á bundnum innlánnum til sjö daga) voru 5,75% fyrir útgáfu þessara *Peningamála* (mynd II-1). Þeir hafa verið hækkaðir um 3,75 prósentur í ár og eru 5 prósentum hærrí en fyrir tveimur árum þegar þeir voru lækkaðir í sögulegt lágmark eftir útbreiðslu COVID-19-faraldursins. Skammtíamarkaðsvextir hafa þróast í takt við meginvexti bankans.

Raunvextir bankans hafa einnig hækkað undanfarid í takt við hækkun meginvaxta og hjöðnun verðbólgu. Þeir eru nú -0,4% miðað við meðaltal raunvaxta sem eru reiknaðir út frá mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs. Þeir hafa hækkað um 1,1 prósentu frá útgáfu síðustu *Peningamála* í ágúst og um 2,9 prósentur frá því að þeir voru lægstir í maí sl. Vaxtamunur gagnvart útlöndum jókst fram eftir ári en hann hefur heldur minnkað frá því í ágúst.

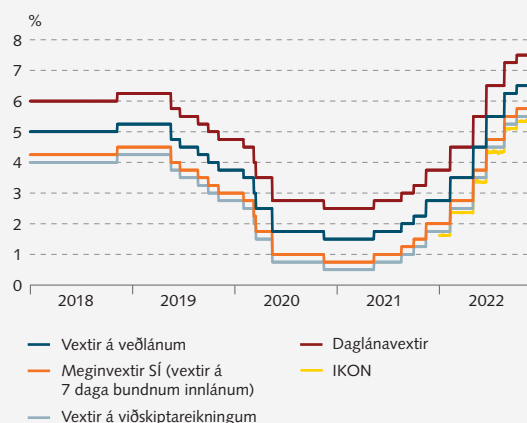
Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að meginvextir þróist í takt við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að spáð verðbólga sé í samræmi við markmið bankans til meðallangs tíma.

Samkvæmt könnun bankans frá því í byrjun nóvember búast markaðsaðilar við að meginvextir bankans hafi náð hámarki og lækki í 5,5% á seinni hluta næsta árs og verði 4,5% eftir tvö ár (mynd II-2). Þetta eru lægri vextir en markaðsaðilar væntu í síðustu könnun þegar þeir bjuggust við að meginvextir næðu hámarki í 6% snemma á næsta ári. Framvirkir vextir gefa þó til kynna að þess sé vænst að vextir bankans nái hámarki í 6½% á seinni hluta næsta árs.

Mynd II-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíamarkaðsvextir¹

2. janúar 2018 - 18. nóvember 2022



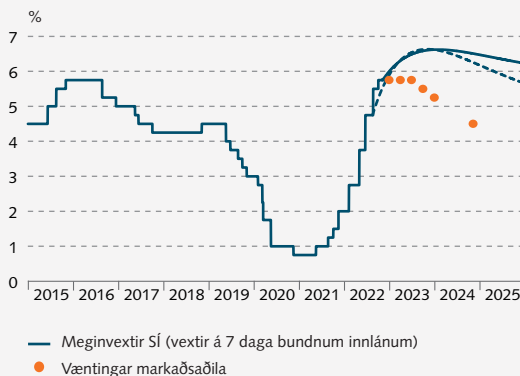
1. IKON-vextir byggjast á markaðsvöxtum á ótryggðum innlánnum í íslenskum krónum til einnar nætur hjá viðskiptabönkunum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

1. janúar 2015 - 31. desember 2025



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotalínan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2022/3. Væntingar markaðsaðila út frá könnun Seðlabanka Íslands. Áætlað út frá miðgildi svara á væntingum þeirra til veðlánvaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 7. til 9. nóvember 2022.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

... og langtímavextir hækka áfram

Ávöxtunarkrafa tíu ára óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað um 2,2 prósentur frá áramótum og var 6,4% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* (mynd II-3). Hún hefur ekki verið hærri síðan um mitt ár 2016. Mesti hluti hækkingar langtímanafnvaxta átti sér stað á fyrri hluta ársins en það hefur aðeins hægt á hækkingunni frá því í sumar. Langtímaraunvextir hafa einnig hækkað samhliða hækkingu raunvaxta Seðlabankans. Ávöxtunarkrafa tíu ára verðtryggðra ríkisbréfa var 2% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hefur hækkað um 1,3 prósentur frá áramótum.

Hröð hækking skammtímavaxta undanfarið hefur leitt til þess að halli óverðtryggðra vaxtaferilsins hefur snúist og er ávöxtunarkrafa bréfa til tveggja ára nú hærri en krafa tíu ára bréfa. Það endurspeglar væntingar fjárfesta um að skammtímavextir eigi eftir að lækka á ný eins og rakið var hér að framan og gæti bent til aukinnar svartsýni fjárfesta um innlendar efnahagshorfur.

Eins og sést á mynd II-4 mátti rekja stærstan hluta hækkingar á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra skuldabréfa á fyrri hluta ársins til hækkingar verðbólguálags. Verðbólguhorfur bötnuðu þó þegar leið á haustið og verðbólguálagið lækkaði frá sl. sumri og fram að birtingu vísitölu neysluverðs í lok október. Verðbólga í október reyndist hins vegar meiri en markaðsaðilar höfðu búist við og hefur verðbólguálagið hækkað aftur frá þeim tíma. Álagið til tíu ára var því svipað um miðjan nóvember og það var um mitt ár (sjá nánari umfjöllun um verðbólguvæntingar í kafla V).

Gengi krónunnar

Gengi krónunnar hækkaði fram eftir ári ...

Gengi krónunnar hækkaði um rúmlega 5% gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda á fyrri hluta ársins (mynd II-5). Gengið hækkaði gagnvart evru og bresku pundi en á móti vó lækkun gagnvart Bandaríkjadal enda hefur Bandaríkjadalur hækkað gagnvart flestum gjaldmiðlum eins og oft gerist þegar óvissa eykst í alþjóðlegum efnahagsmálum (sjá kafla I).

Töluverð bjartsýni ríkti um innlendar efnahagshorfur í vor eftir slökun á sóttvarnaaðgerðum og væntingar voru um að ferðaþjónustan myndi rétta úr kútnum á ný yfir sumarið. Litlar breytingar urðu þó á gengi krónunnar yfir sumarið þrátt fyrir mikla fjölgun ferðamanna. Líklegt er því að sú gengishækking sem vænst var yfir sumarið hafi að stórum hluta þegar verið komin fram enda jókst framvirk sala á gjaldeyri töluvert mánuðina á undan sem endurspeglar bæði aukna spákaupmennsku með krónuna en einnig er líklegt að útflutningsfyrirtæki hafi selt

Mynd II-3

Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa¹

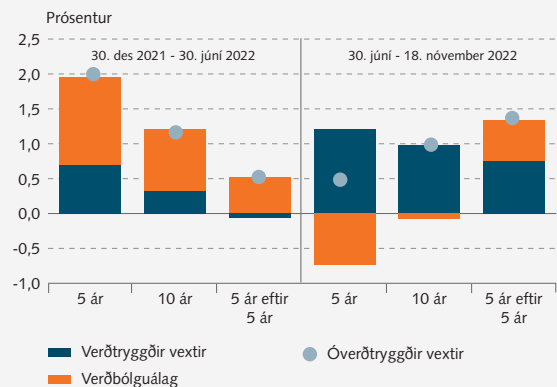
2. janúar 2018 - 18. nóvember 2022



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.

Mynd II-5

Gengi krónunnar¹

2. janúar 2015 - 18. nóvember 2022



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

hluta væntra gjaldeyrstekna framvirkt. Þannig má gera ráð fyrir að auknar heimildir til afleiðuviðskipta hafi leitt til sterkari áhrifa væntinga á gengi krónunnar en áður.

... en það snerist við er leið á árið ...

Töluverð velta var á gjaldeyrismarkaði í haust sem rekja má til beinnar erlendra fjárfestingar í innlendum tækni- og fjarskiptafyrirtækjum og innflæðis á innlendan hluta- bréfamarkað vegna endurflokkunar markaðarins í FTSE-Russell alþjóðlegu hlutabréfavitölunni. Gjalddeyriskaup lífeyrissjóða hafa jafnframt aukist og þeir hafa því mætt gjalddeyrissinnflæðinu að einhverju leyti enda hefur svigrúm þeirra til erlendra fjárfestingar aukist eftir mikla verðlækkun á eignamörkuðum erlendis. Frá miðju ári hefur hins vegar dregið úr framvirkri sölu á gjaldeyri og í september sl. jukust framvirk kaup.

... og gengið hefur lækkað nokkuð undanfarið

Aukinn almennur þrýstingur hefur verið til lækkunar á gengi krónunnar undanfarið og er viðskiptavegið gengi krónunnar nú líðlega 6% lægra en það var um mitt ár og hefur lækkað um 4% frá því sem það var að meðaltali í október. Viðskiptavegið gengi krónunnar er því svipað núna og það var fyrir ári. Þróunin endurspeglar líklega aukinn gengisþrýsting vegna hratt vaxandi innflutnings og viðskiptahalla. Þá hefur vaxtamunur gagnvart útlöndum minnkað eftir nýlegar vaxtahækkunar erlendra seðlabanka (sjá kafla I). Seðlabankinn hefur nokkrum sinnum gripið inn í gjaldeyrismarkaðinn og selt gjaldeyri á þessum tíma.

Gert ráð fyrir lægra gengi krónunnar en í ágústspá bankans

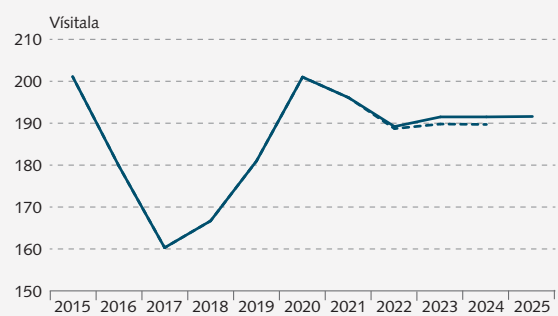
Gengisvísitala krónunnar var um 188 stig á þriðja fjórðungi ársins sem er áþekkt því sem gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Það sem af er fjórða ársfjórðungi hefur meðalgengi krónunnar lækkað meira en þá var búist við. Í grunnspánni helst það lægra en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans (mynd II-6).

Peningamagn og útlán

Hægir á vexti peningamagns ...

Ársvöxtur peningamagns mældist 8,9% á þriðja fjórðungi sem er minni vöxtur en á fyrri hluta ársins (mynd II-7). Vöxturinn er að mestu drifinn áfram af auknum innlánum fyrirtækja, einkum þjónustufyrirtækja og fyrirtækja í iðnaði. Það rímar vel við aukin umsvif í ferðaþjónustu og auknar tekjur af útflutningi sjávar- og iðnaðarvara, að hluta vegna mikillar verðhækkunar afurðaverðs. Ársvöxtur innlána heimila var 9% á þriðja

Mynd II-6
Gengi krónunnar 2015-2025¹

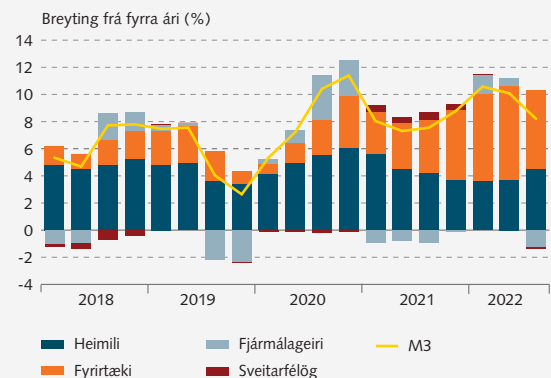


1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Þróng viðskiptavog. Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Brotalína sýnir spá PM 2022/3.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-7
Peningamagn¹

1. ársfj. 2018 - 3. ársfj. 2022



1. M3 er leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálafyrirtækja. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

fjórðungi ársins og jókst nokkuð frá fyrri fjórðungi eftir að hafa farið minnkandi frá upphafi árs 2021.

... og útlit er fyrir að brátt hægi á vexti íbúðalána

Ársvöxtur útlána lánakerfisins hefur sótt í sig veðrið og mældist 8½% á þriðja fjórðungi ársins (mynd II-8). Útlán lánakerfisins til heimila jókst um 10% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Vöxturinn hefur haldist tiltölulega stöðugur allt árið þrátt fyrir að fjarað hafi undan þeim þáttum sem stutt hafa við mikinn útlánavöxt að undanförunu: vextir hafa verið hækkaðir talsvert, lánþegaskilyrði hert og kaupmáttur launa er tekinn að minnka.

Líklegt er þó að brátt muni hægja á vexti íbúðalána í ljósi hægari umsvifa á fasteignamarkaði. Það er í samræmi við niðurstöður útlánakönnunar Seðlabankans frá því í október en samkvæmt henni búast viðskiptabankarnir við því að brátt dragi úr eftirspurn eftir íbúðalánunum. Á móti vega þó aukin umsvif lífeyrissjóða á íbúðalánamarkaði undanfarið.

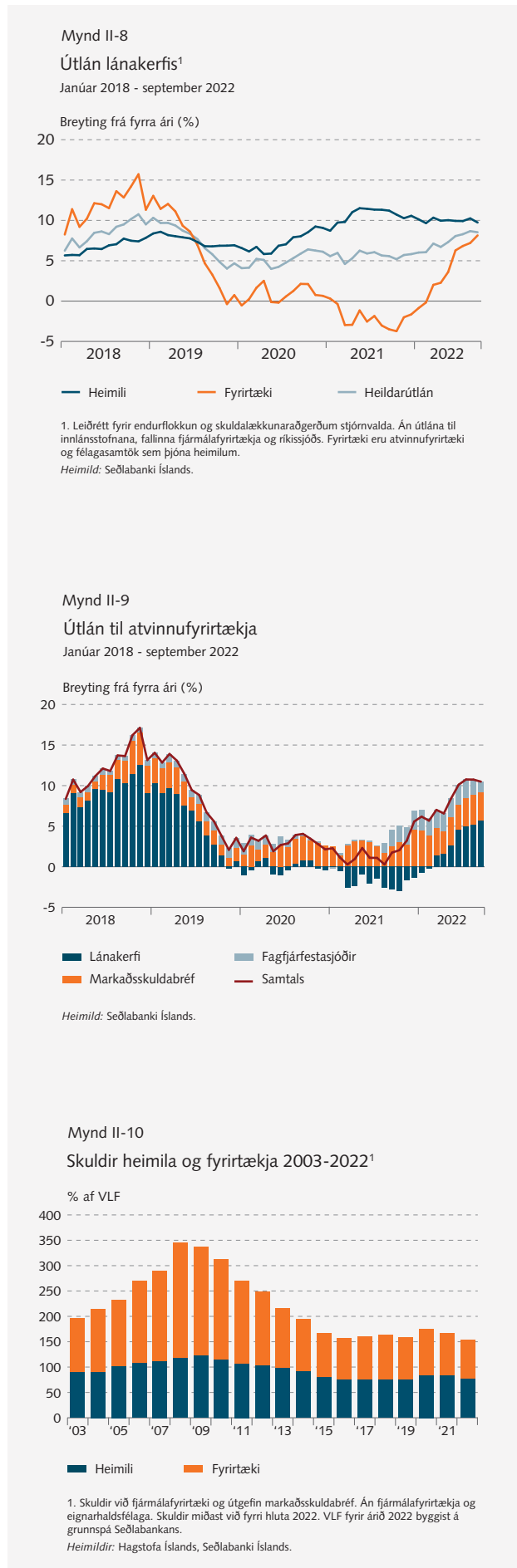
Kröftugur vöxtur fyrirtækjalána á árinu

Útlán lánakerfisins til fyrirtækja hafa vaxið frá því í mars sl. eftir samfelldan samdrátt frá ársbyrjun 2021. Ársvöxturinn mældist um 7½% á þriðja fjórðungi ársins en rúmlega 8% að teknu tilliti til áhrifa gengisbreytinga á fyrirtækjalán í erlendum gjaldmiðlum. Útlánavöxturinn hefur aukist til nær allra atvinnugreina en útlán til byggingarfyrirtækja og fyrirtækja í þjónustu þó sýnu mest. Líklegt er að fjárfestingarþörf fyrirtækja hafi byggst upp eftir samdrátt í útlánum til fyrirtækja á síðasta ári og fjárfestingarkönnun Seðlabankans bendir til áframhaldandi aukningar fjárfestingarútgjalda (sjá kafla III). Viðskiptabankarnir búast þó við fremur litlum breytingum á framboði og eftirspurn fyrirtækjalána á næstu mánuðum.

Frá upphafi faraldursins voru útlán lánakerfisins til fyrirtækja takmörkuð og drógust svo saman á síðasta ári. Fjármögnun með útgáfu markaðsskuldabréfa og í gegnum sérstaka fagfjárfestastjóði vó þó á móti þótt einungis hluti fyrirtækja hafi aðgang að þess konar fjármögnun (mynd II-9). Heldur hefur dregið úr fjármögnun utan lánakerfisins undanfarið en útlán lánakerfisins aukist á móti.

Þótt staða heimila sé almennt góð hafa fjármálaleg skilyrði þeirra versnað ...

Skuldsetning heimila hefur lítið breyst undanfarin ár (mynd II-10). Vanskil heimila eru jafnframt lítil og hafa ekki aukist þrátt fyrir töluverðar vaxtahækkningar. Eignastaða heimila hefur einnig batnað samhliða hækkanandi eignaverði og sparnaðarhlutfall þeirra er tiltölulega hátt



í sögulegu samhengi (sjá kafla III). Vaxtagjöld heimila í hlutfalli við ráðstöfunartekjur hafa þó hækkað frá því í fyrra eftir mikla lækkun í kjölfar lækkunar vaxta í heimsfaraldrinum (mynd II-11). Vaxtagjöldin eru þó enn undir sögulegu meðaltali þrátt fyrir mikla hækkingu vaxta í ár enda hafa ráðstöfunartekjur hækkað umtalsvert.

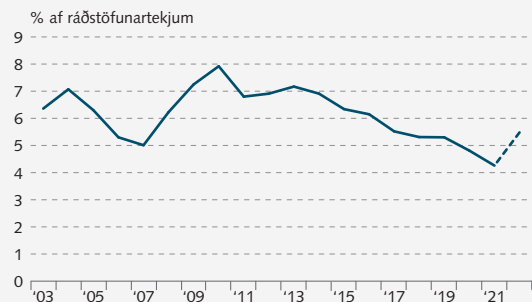
Hækkun meginvaxta Seðlabankans hefur í meginatriðum miðlast út í vaxtakjör heimila og hefur vaxtaálag á nýjum óverðtryggðum húsnæðislánum haldist nokkuð stöðugt miðað við þá innlánsvexti sem standa heimilum til boða (mynd II-12). Þar hefur líklega áhrif að samkeppni um innlán heimila hefur aukist enda fylgdi markaðsfjármögnun bankanna ekki að fullu eftir mikilli útlánaaukningu síðustu ára. Áhrifa vaxtahækkana á greiðslubyrði skuldugra heimila gætir einnig fyrr nú en áður þar sem liðlega fjórðungur íbúðalána ber breytilega óverðtryggða vexti og óverðtryggð lán á föstum vöxtum eru að stærstum hluta með fasta vexti til einungis þriggja ára. Greiðslubyrði lántakenda sem festu vexti á fasteignalánum þegar vextir voru í sögulegu lágmarki mun því að öðru óbreyttu aukast þegar tímabil fastra vaxta rennur út. Á sama tíma hefur hlutur verðtryggðra íbúðalána af nýjum lánum aukist þótt verðtryggðir vextir hafi einnig hækkað frá fyrri hluta árs í takt við almennt hækkandi raunvexti.

... og svipaða þróun má sjá hjá fyrirtækjum

Staða fyrirtækja hefur batnað á árinu og voru efnahagsumsvif kröftug á fyrri hluta ársins. Þá hafa útlutningsvörur hækkað talsvert í verði og ferðaþjónustan tekið við sér. Skuldir fyrirtækja hafa ekki aukist sem hlutfall af landsframleiðslu þrátt fyrir aukinn vöxt útlána á árinu (mynd II-10). Útlánatöp bankanna vegna fyrirtækjalána hafa auk þess verið minni en gert var ráð fyrir í upphafi faraldursins og lítið er um vanskil. Vextir á nýjum fyrirtækjalánum hafa þó hækkað töluvert samhliða hækkun meginvaxta og vaxtaálag miðað við þá innlánsvexti sem þeim bjóðast hefur heldur aukist frá því í fyrra. Vaxtahækkunar frá síðasta ári hafa þrengt að lausafjárstöðu viðskiptabankanna og aðstæður þeirra til fjármögnunar á alþjóðamörkuðum hafa verið krefjandi. Aðgengi fyrirtækja að lánsfé á komandi mánuðum verður líklega að hluta til háð því að liðka taki um fjármögnun bankanna. Þá er óvíst um áhrif aukinnar óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur en eftirspurn fyrirtækja eftir lánsfjármögnun virtist dragast verulega saman þegar mikil óvissa var vegna heimsfaraldursins.

Mynd II-11

Vaxtagjöld heimila vegna íbúðalána 2003-2022¹



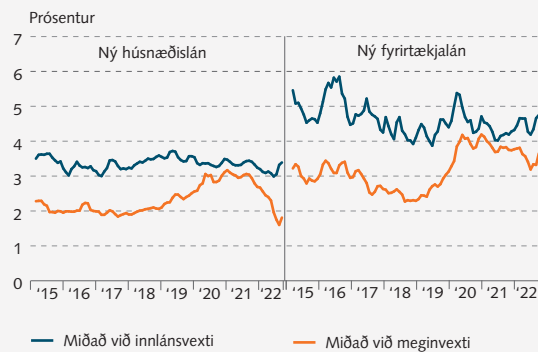
1. Vaxtagjöld fyrir árið 2022 eru áætluð út frá vöxtum og stofni íbúðalána til heimila. Ráðstöfunartekjur fyrir árið 2022 byggjast á grunnspá Seðlabankans.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Vaxtaálag á útlánum¹

Mars 2015 - september 2022



1. Mismunur á vegnum meðalvöxtum á óverðtryggðum útlánum stóru viðskiptabankanna þriggja og meginvöxtum Seðlabankans annars vegar og vegnum meðalvöxtum á nýjum innlánum hins vegar. Þriggja mánaða hreyfanleg meðaltöl.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eignaverð

Misvægi milli framboðs og eftirspurnar hefur leitt til mikillar hækkunar íbúðaverðs ...

Líkt og víða erlendis hækkaði húsnæðisverð mikið hér á landi í kjölfar heimsfaraldursins. Lægri vextir, mikill uppsafnaður sparnaður og auknar ráðstöfunartekjur auðvelduðu fasteignakaup og jókst velta og fjölgaði kaupsamningum umtalsvert, einkum meðal fyrstu kaupenda (mynd II-13). Íbúðum á sölu fækkaði hins vegar ört í upphafi síðasta árs og töluvert misvægi myndaðist milli framboðs og eftirspurnar. Virðist sá fjöldi íbúða sem byggður var á árunum fyrir faraldurinn ekki hafa annað aukinni eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði.

Nokkuð tók að draga úr umsvifum á húsnæðismarkaði um mitt síðasta ár. Þótt hækkandi vextir drægju úr eftirspurn eftir eignum var hún áfram meiri en framboð sem viðhélt verðþrýstingnum. Náði ársþækkun íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu hámarki í júlí sl. í 25,5% sem er mesta ársþækkun íbúðaverðs síðan í desember 2005.

... sem er langt umfram hækkun leiguverðs

Leiguverð hefur tekið við sér það sem af er ári og mældist ársþækkun þess 8,4% í október (mynd II-14). Verðhækkunin hélst að einhverju leyti í hendur við hækkun vaxta og almenns verðlags, fjölgun ferðamanna og lækkandi hlutfall fyrstu kaupenda sem er nú tæplega 5 prósentum lægra en það var hæst í fyrra. Lækkun hámarksveðsetningarhlutfalls á nýjum fasteignalánnum og nýjar reglur um hámark greiðslubyrðar þeirra höfðu líklega einnig áhrif. Hlutfall íbúðaverðs á móti leiguverði og launum hefur því lækkað lítillega á síðustu þremur mánuðum en er þó enn vel yfir sögulegu meðaltali sínu. Samsvarandi þróun hefur átt sér stað í mörgum öðrum þróuðum ríkjum þar sem mikið fjármagn hefur leitað inn á húsnæðismarkað vegna lægri vaxta og stuðningsaðgerða í kjölfar heimsfaraldursins (mynd II-15).

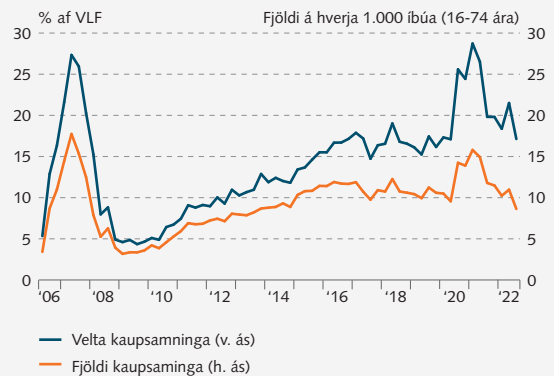
Vísendingar eru um að tekið sé að hægja á fasteignamarkaði

Æ skýrari merki eru um breyttar aðstæður á fasteignamarkaði. Dregið hefur úr hækkun íbúðaverðs milli mánaða frá því í júní þótt verðið hafi enn verið 21,5% hærra í október en í sama mánuði fyrir ári (mynd II-14). Íbúðum á sölu hefur fjölgað á ný og eru þær nú ríflega tvöfalt fleiri en í apríl sl. þegar þær voru einungis um 1.000 talsins. Hlutdeild nýrra íbúða á sölu hefur einnig vaxið á undanförunum mánuðum. Eins og rakið er í kafla III hefur verið mikið um byggingarframkvæmdir og vænta má meira framboðs húsnæðis á þessu og næsta

Mynd II-13

Fjöldi og velta kaupsamninga á landinu öllu¹

2. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2022

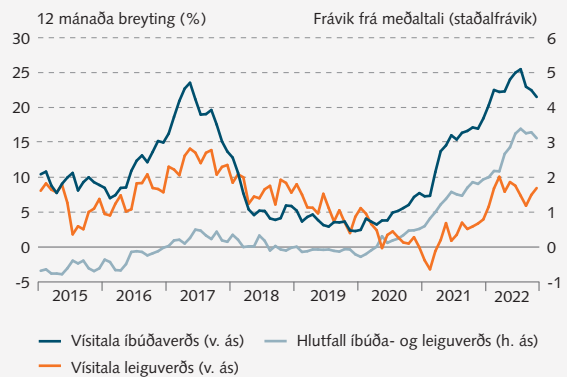


1. Fjöldi og velta kaupsamninga á kaupdegi íbúða árstíðarleiðrétt af Seðlabanka Íslands en VLF af Hagstofu Íslands. Grunnspá Seðlabankans fyrir VLF á 3. ársfj. 2022.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-14

Húsnæðis- og leiguverð¹

Janúar 2015 - október 2022

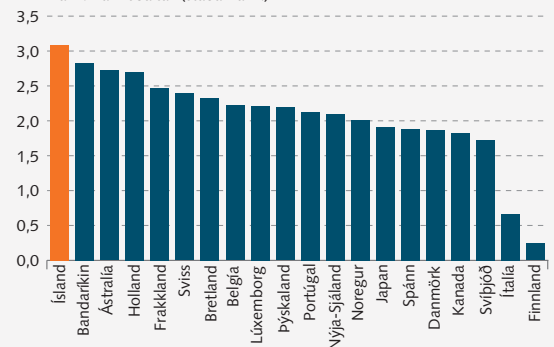


1. Húsnæðis- og leiguverð á höfuðborgarsvæðinu. Frávik hlutfalls húsnæðis- og leiguverðs frá meðaltali 2011-2022 mælt í staðalfrávikum.
Heimildir: Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-15

Húsnæðisverð í hlutfalli við leiguverð í völdum OECD-ríkjum¹

Frávik frá meðaltali (staðalfrávik)



1. Tölur fyrir Bretland, Ísland, Kanada, Noreg og Sviss á 3. ársfj. 2022, Nýja-Sjáland á 1. ársfj. 2022, Ástralíu á 4. ársfj. 2021 og Japan á 2. ársfj. 2021 en á 2. ársfj. 2022 í öðrum löndum.
Heimildir: Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

ári en talið var sl. vor. Meðalsölutími fasteigna hefur því lengst að undanförnu á sama tíma og kaupsamningum hefur fækkað (mynd II-16). Hlutfall íbúða sem seldar eru yfir ásettu söluverði hefur að sama skapi lækkað á síðustu mánuðum. Eins og áður hefur komið fram eru einnig vísbendingar um að eftirspurn eftir fasteignalán-um fari minnkandi. Stjórnendur fyrirtækja í byggingar-iðnaði búast jafnframt við minni eftirspurn eftir íbúðar-húsnæði á næstu sex mánuðum sem þeir telja að verði ráðandi þáttur um að verð fari lækkandi.

Húsnæðisverð hefur gefið hraðar eftir en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Samkvæmt núverandi grunnsþá eru horfur á hraðri hjöðnun árshækkunar húsnæðisverðs á fjórða fjórðungi ársins og fram á næsta ár. Nokkur óvissa er þó til staðar sem hægt gæti á þessari þróun. Þar veða stríðsátökin í Úkraínu þungt og mikil hækking hrávöruverðs sem þau hafa valdið. Dregið hefur úr þeirri óvissu sem skapaðist fyrr á árinu um afhendingu aðfanga en óljóst er hversu mikil áhrif orkukreppan hefur á verð aðfanga í byggingariðnaði í vetur og hvort átökin verði til þess að auka vandamál með að fá ýmsa íhluti afhenta. Eins er nokkur óvissa um áhrif komandi kjara-samninga. Þá gæti mikil fjölgun innflytjenda einnig sett meiri þrýsting á húsnæðisverð en nú er spáð.

Verðlækkunir á hlutabréfamarkaði

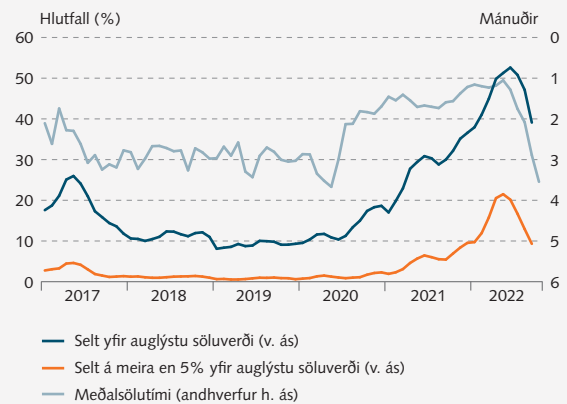
Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI10, hefur lækkað um ríflega fimmtung frá áramótum. Verðlækkun hluta-bréfa er í takt við þróunina víða erlendis og endurspeglar lakari efnahagshorfur um allan heim, hækking vaxta og aukna óvissu í heimsbúskapnum.

Eins og áður hefur verið nefnt var íslenski hluta-bréfamarkaðurinn færður upp í flokk nýmarkaðsrikja hjá vísitölufyrirtækinu FTSE-Russell 19. september sl. Áður hafði markaðurinn verið flokkaður sem vaxtar-markaður sem gerði það að verkum að hann féll utan við fjárfestingarheimild fjölda alþjóðlegra fjárfestingar-sjóða. Í aðdraganda endurflokkunarinnar virðast fjár-festar hafa keypt töluvert af hlutabréfum en þvert á væntingar margra lækkaði innlent hlutabréfaverð í kjölfar breytingarinnar sem gaf til kynna að eftirspurn erlendra fjárfesta hafi verið minni en gert var ráð fyrir. Væntingar eru þó um að endurflokkunin laði að aukið erlent fjár-magn inn á íslenska hlutabréfamarkaðinn þegar fram í sækir þar sem talsvert fleiri sjóðir fjárfesta í samræmi við nýmarkaðsvísitölur en vaxtarmarkaðsvísitölur.

Mynd II-16

Íbúðir seldar yfir auglýstu söluverði og meðalsölutími á landinu öllu¹

Janúar 2017 - október 2022



1. Hlutfall íbúða sem seldar eru yfir auglýstu söluverði af heildarfjölda seldra íbúða. Þriggja mánaða hlaupandi meðaltal. Fjöldi kaupsamninga árstíðarleiðréttur af Seðla-bankanum.

Heimildir: Fasteignavefur Morgunblaðsins, Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

Eftirspurn og hagvöxtur



Innlend eftirspurn einkaaðila

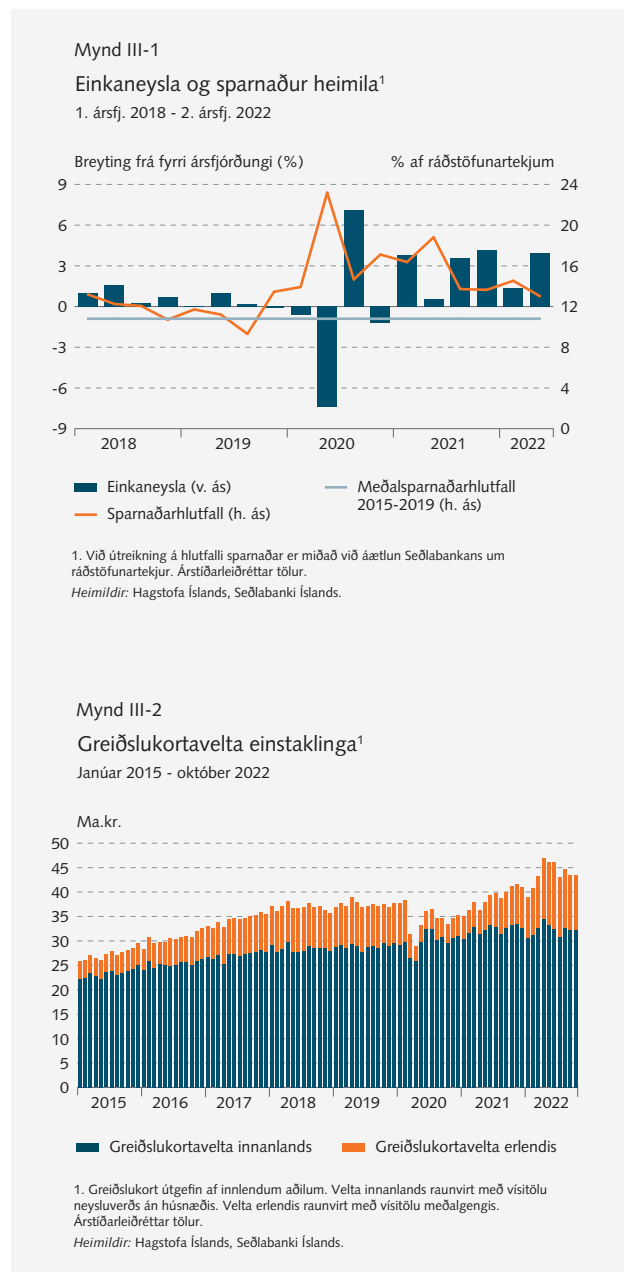
Kröftugur vöxtur einkaneyslu á fyrri hluta ársins ...

Árstíðarleiðrétt neysluútgjöld heimila jukust um 4% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi (mynd III-1). Einkaneysla jókst um 13,5% milli ára sem er mesti ársvöxtur einkaneyslu á einum fjórðungi síðan á öðrum ársfjórðungi 2005. Vöxturinn var í ágætu samræmi við ágústspá *Peningamála* en þar var gert ráð fyrir 14% vexti.

Á fyrri helmingi ársins jókst einkaneysla um 11,4% milli ára. Þessi mikli vöxtur endurspeglar almennt sterka stöðu heimila þar sem kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur aukist töluvert og hreint virði heimila farið vaxandi. Einnig hefur mikill vöxtur verið í kaupum heimila á ýmissi þjónustu, sérstaklega ferðalögum, frá því að almennum takmörkunum sem settar voru á í heimsfaraldrinum var aflétt. Þetta má t.d. sjá í miklum vexti kortaveltu Íslendinga erlendis (mynd III-2).

... en útlit fyrir hægari vöxt einkaneyslu á seinni hluta ársins

Leiðandi vísbendingar benda til þess að eftirspurn heimila hafi aukist áfram á þriðja ársfjórðungi. Útlit er þó fyrir hægari vöxt það sem eftir lifir árs enda líklegt að gengið hafi á uppsafnaðan ferðavilja undanfarið eftir ferðatakmarkanir á farsóttartímabilinu. Heldur hefur hægt á árs-vexti kortaveltu (mynd III-3). Þá fækkaði nýskráningum bifreiða (án bílaleigna) í júlí og ágúst um 4½% frá fyrra ári eftir samfellda fjölgun milli ára síðustu tólf mánuði þar á undan. Líklegt er að mettnaráhrif eftir mikla fjölgun á kaupum á nýjum rafbílum á fyrri hluta ársins skýri að mestu leyti þá þróun. Að auki bendir nýjasta könnun Gallup um fyrirhuguð stórkaup til þess að heimili ætli að draga úr útgjöldum til kaupa á bifreiðum og utanlandsferðum á næstunni.



Væntingavísitala Gallup bendir jafnframt til þess að svartsýni neytenda hafi haldið áfram að aukast (mynd III-3). Líklega endurspeglar það áhrif aukinnar verðbólgu og minnkandi kaupmáttar en einnig þrengri fjármálaleg skilyrði í kjölfar þess að vextir hafa hækkað hratt (sjá kafla II).

Grunnsþá Seðlabankans gerir því ráð fyrir að nokkuð hafi hægt á vexti einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi. Talið er að hún hafi aukist um 5,7% milli ára sem er svipað og búist var við í ágústspá bankans. Horfur um vöxt einkaneyslu á árinu öllu hafa jafnframt lítið breyst frá ágústspánni. Eins og þá er gert ráð fyrir liðlega 7% vexti sem yrði þá annað árið í röð þar sem einkaneysla vex um meira en 7% á ári (mynd III-4).

Spáð meiri vexti einkaneyslu á næstu þremur árum

Nýbirtar bráðabirgðatölur Hagstofunnar um þróun ráðstöfunartekna benda til þess að þær hafi aukist nokkru meira á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs en fyrri áætlanir bentu til. Sparnaðarhlutfall heimila hefur því lækkað minna en gert var ráð fyrir í ágúst og er enn yfir því sem það var að meðaltali fyrir farsóttina (mynd III-1).

Þótt heimilin séu svartsýnni um efnahagshorfur bendir hærra sparnaðarstig til þess að heimilin hafi meira borð fyrir báru og geti því viðhaldið hærra útgjaldastigi en áður var talið. Spá bankans um vöxt einkaneyslu á næsta ári hefur því verið færð upp á við. Talið er að hún aukist um 2,6% á næsta ári í stað 2% í ágústspánni. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að hún aukist um tæplega 3% árið 2024 en hjaðni svo í liðlega 2% árið 2025. Sparnaðarhlutfall heimila helst því í um 10% af ráðstöfunartekjum allt tímabilið sem er áþekkt því sem það var að meðaltali árin fyrir farsóttina.

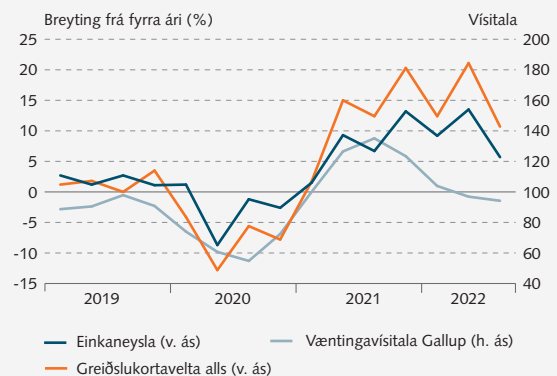
Kröftugur vöxtur atvinnuvegafjárfestingar á fyrri helmingi ársins ...

Fjárfesting atvinnuveganna jókst um 12,1% milli ára á fyrri helmingi ársins sem var lítilliga meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Almenn atvinnuvegafjárfesting (þ.e. atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla) jókst um fimmtung milli ára en framlag fjárfestingar í skipum og flugvélum var neikvætt (mynd III-5).

... og horfur fyrir árið í heild hafa batnað frá því í ágúst

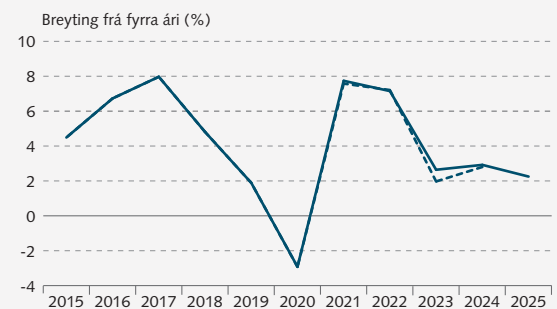
Vísbendingar eru um að fjármunamyndun atvinnuvega hafi áfram verið kröftug á þriðja fjórðungi ársins. Innflutningur almennra fjárfestingarvara á föstu gengi var tæplega þriðjungur meiri en á sama tíma í fyrra sem er þó minni vöxtur en á fyrstu tveimur fjórðungum ársins

Mynd III-3
Einkaneysla og vísbendingar¹
1. ársfj. 2019 - 3. ársfj. 2022



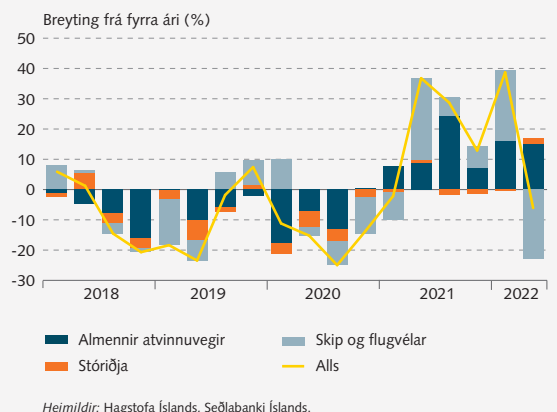
1. Greiðslukortavelta á föstu verðlagi. Væntingavísitala Gallup er árstíðarleiðrétt. Grunnsþá Seðlabankans fyrir vöxt einkaneyslu á 3. ársfj. 2022.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4
Einkaneysla 2015-2025¹



1. Grunnsþá Seðlabankans 2022-2025. Brotalína sýnir spá PM 2022/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5
Fjármunamyndun atvinnuvega og framlag undirliða¹
1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2022



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

(mynd III-6). Áframhaldandi aukning veltu í byggingarstarfsemi og fjölgun starfa í greininni frá því í sumar benda jafnframt til aukinnar fjárfestingar í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð.

Vaxandi fjárfestingarumsvif eru einnig í samræmi við niðurstöður fjárfestingarkönnunar Seðlabankans frá því í september. Samkvæmt könnuninni áforma fyrirtæki að auka við fjárfestingu í ár um u.þ.b. 43% að nafnvirði frá fyrra ári (mynd III-7). Það er töluvert meiri aukning fjárfestingarútgjalda en kom fram í samsvarandi könnun í febrúar og mars sl. Niðurstöðurnar benda til þess að vöxtur verði í öllum atvinnugreinum en þó mest í ferðaþjónustu og flutningastarfsemi.

Niðurstöður fyrirtækjakönnunar Gallup á meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sem framkvæmd var í ágúst og september benda einnig til þess að stjórnendur séu bjartsýnir um fjárfestingu þessa árs þótt dregið hafi lítillega úr áformum þeirra frá síðustu könnun í mars. Um þriðjungur stjórnenda áætla að fjárfesting í ár verði meiri en í fyrra eða um helmingi fleiri en þeir sem telja að fjárfesting verði minni í ár. Könnunin bendir jafnframt til þess að stjórnendur í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu séu bjartsýnastir á fjárfestingaráform í ár.

Vísbendingar eru því um að fjárfesting atvinnuveganna verði meiri í ár en talið var í ágústspá bankans. Talið er að almenn atvinnuvegafjárfesting hafi aukist um tæplega 16% milli ára á þriðja ársfjórðungi og að hún verði um 19% meiri á árinu öllu en í fyrra í stað ríflega 15% í ágústspánni. Atvinnuvegafjárfesting í heild er því endurskoðuð upp um 2 prósentur í 14%. Hluti af þessari aukningu er vegna jákvæðra grunnáhrifa við bókhaldslega tilfærslu úr fjármunaeign atvinnuveganna til hins opinbera (sjá nánar í umfjöllun um fjármál hins opinbera síðar í kaflanum) en aukningin endurspeglar einnig vísbendingar um kröftugri fjárfestingu í ár en í ágústspánni. Við þetta bætist aukinn vöxtur stóriðjufjárfestingar frá síðustu spá.

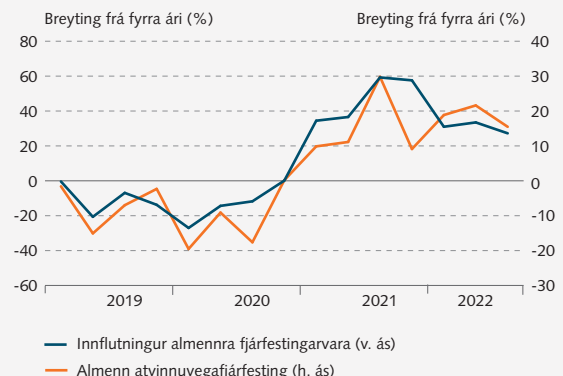
Horfur á að íbúðafjárfesting dragist saman í ár þrátt fyrir vísbendingar um auknar byggingarframkvæmdir

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar dróst íbúðafjárfesting saman um 7,2% milli ára á fyrri helmingi ársins. Jafnframt voru tölur fyrir síðasta ár og fyrsta fjórðung þessa árs endurskoðaðar niður á við. Þessi veiku fjárfestingarumsvif koma á óvart þar sem þau eru ekki í takt við aðrar vísbendingar um íbúðafjárfestingu og voru undir því sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans (mynd III-8). Samkvæmt fyrirtækjakönnun Gallup frá því í september segjast stjórnendur í byggingariðnaði starfa við full afköst og að þeir vænti meiri fjárfestingar í ár en í fyrra. Ný könnun Húsnæðis- og mannvirkjastofnunar og Samtaka iðnaðarins gefur jafnframt til kynna að íbúðum

Mynd III-6

Innflutningur fjárfestingarvara og fjárfesting¹

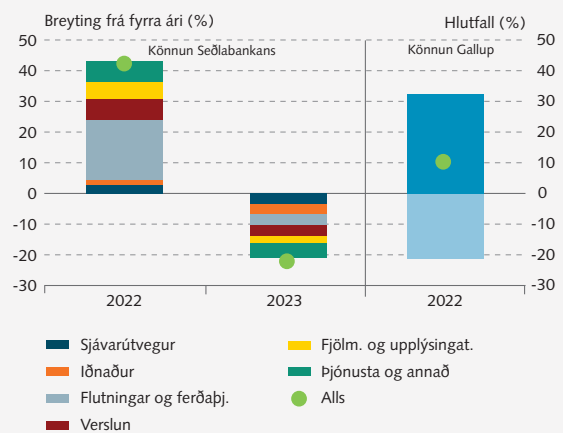
1. ársfj. 2019 - 3. ársfj. 2022



1. Innfluttar fjárfestingarvörur og flutningatæki til atvinnurekstrar (þó ekki skip og flugvélar). Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnufjárfesting án stóriðju, skipa og flugvéla. Grunnspá Seðlabankans fyrir vöxt almennrar atvinnuvegafjárfestingu á 3. ársfj. 2022. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Fjárfestingaráform fyrirtækja 2022 og 2023¹

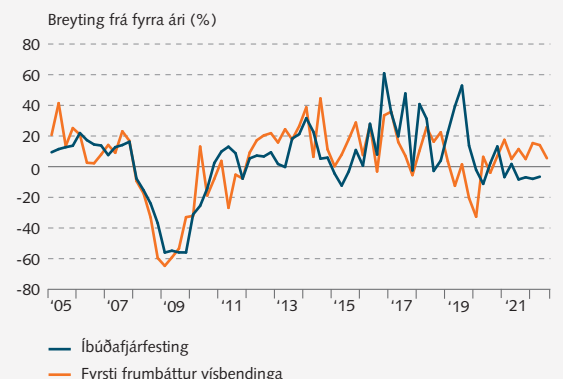


1. Könnun Seðlabankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja (að undanskilinni fjárfestingu í skipum og flugvélum). Könnun Gallup á fjárfestingaráformum 400 stærstu fyrirtækja landsins. Sínd eru hlutföll fyrirtækja sem ætla að auka og minnka fjárfestingu. Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Vísbendingar um íbúðafjárfestingu¹

1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2022



1. Fyrsti frumbáttur valinna vísbendinga um íbúðafjárfestingu sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Gögnin að baki matinu eru: innflutningur byggingarefnis, sementsala án sölu til stóriðjufyrirtækja og væntingar heimila til fyrnihugaðra húsnæðiskaupa. Heimildir: Aalborg Portland Ísland hf., Gallup, Hagstofa Íslands, Sementsverksmiðjan ehf., Seðlabanki Íslands.

í byggingu hafi fjölgað lítillega á höfuðborgarsvæðinu frá því í samsvarandi könnun í vor (mynd III-9). Niðurstöður könnunarinnar benda að auki til þess að fleiri íbúðir klárast á þessu ári og því næsta en gert var ráð fyrir í vor.

Þrátt fyrir vísbendingar um áframhaldandi vöxt íbúðafjárfestingar gera tölur Hagstofunnar um fjárfestingarumsvif í byggingariðnaði á fyrri hluta ársins það að verkum að nú er gert ráð fyrir að íbúðafjárfesting dragist saman um 1½% í ár í stað þess að vaxa um tæplega 6% eins og spáð var í ágúst.¹

Útlit fyrir hægari vöxt fjármunamyndunar í ár en horfur fyrir spátímabilið í heild breytast lítið

Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að fjármunamyndun í heild verði 5,6% meiri í ár en í fyrra (mynd III-10). Það er minni vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst en þar veða lakari horfur í íbúðafjárfestingu þungt. Á móti kemur að útlit er fyrir kröftugri vöxt í fjárfestingu atvinnuveganna.

Fjármunamyndun í ár er að mestu drifin af aukinni fjárfestingu almennra atvinnuvega og í orkufrekum iðnaði. Á móti vegur samdráttur í fjárfestingu í flugvélum og skipum sem rekja má til grunnáhrifa vegna mikils innflutnings skipa og flugvéla í fyrra. Grunnáhrif minni vaxtar fjármunamyndunar í ár skýra að mestu horfur á auknum vexti á næsta ári en yfir spátímabilið í heild hafa horfur lítið breyst frá því í ágúst. Eins og í ágúst er gert ráð fyrir að hlutfall fjárfestingar og landsframléiðslu verði komið í rúmlega 23% í lok spátímans. Það er um 1 prósentu umfram meðaltal síðasta aldarfjórðungs.

Hið opinbera

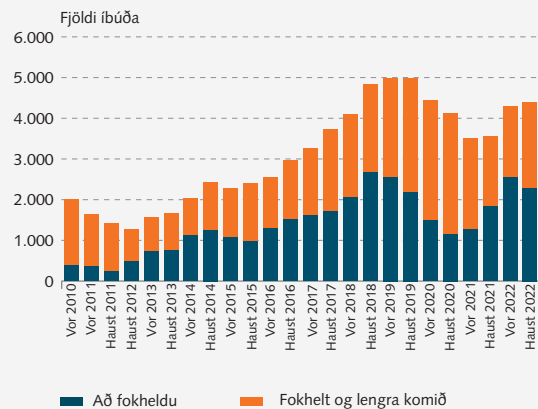
Hóflegur vöxtur eftirspurnar hins opinbera á spátímanum

Á fyrri hluta ársins jókst eftirspurn hins opinbera um 2% milli ára og dró heldur úr útgjöldum hins opinbera miðað við sama tímabil í fyrra. Eins og í ágúst er spáð um 1½% vexti samneyslu á árinu öllu en nú er gert ráð fyrir tæplega 11% samdrætti fjárfestingar hins opinbera í stað liðlega 4% vaxtar í ágúst. Það má að miklu leyti rekja til grunnáhrifa þess að fasteignir sem áður heyrðu til B-hluta Reykjanesbæjar færðust á síðasta ári í A-hluta reikninga þeirra. Þessi tilfærsla þýðir að eignirnar færast samkvæmt þjóðhagsreikningum úr fjármunaeign atvinnuveganna til hins opinbera og bókfærast því sem opinber fjárfesting í fyrra sem veldur fyrrnefndum neikvæðum grunnáhrifum

1. Eins og Hagstofan bendir á er óvenju mikil óvissa um nýjustu áætlun íbúðafjárfestingar í bráðabirgðaniðurstöðum þjóðhagsreikninga í ljósi þeirra grunnagna sem liggja til grundvallar og kann endanleg niðurstaða ársins því að verða endurskoðuð upp á við þegar fyllri gögn berast Hagstofunni.

Mynd III-9

Íbúðir í byggingu á höfuðborgarsvæðinu¹

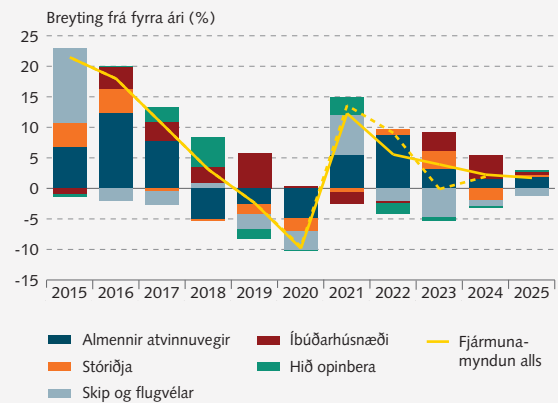


1. Samkvæmt könnunum á fjölda íbúða í byggingu sem framkvæmdar eru að vori og hausti hvert ár.

Heimildir: Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Samtök iðnaðarins.

Mynd III-10

Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2015-2025¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Brotalína sýnir spá PM 2022/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í ár. Auk þess hægir meira á fjárfestingu ríkissjóðs milli ára en áætlað var í ágústspá bankans.

Þessi mældi samdráttur opinberrar fjárfestingar í ár gerir það að verkum að eftirspurn hins opinbera í heild dregst lítillega saman í ár í stað þess að aukast um 2% eins og spáð var í ágúst (mynd III-11). Horfur eru á að vöxturinn aukist aftur á næsta ári en verði líðlega 1% að meðaltali á ári er líður á spátímann sem er svipað og spáð var í ágúst.

Aukin efnahagsumsvif og lok mótvægisáðgerða skýra viðsnúning á afkomu ríkissjóðs

Ríkissjóður var rekinn með miklum halla á síðustu tveimur árum á meðan áhrifa farsóttarinnar gætti og mótvægisáðgerðir vegna hennar stóðu yfir. Samanlagt var halli árána 477 ma.kr. eða um 7,7% af landsframleiðslu tímabilsins (mynd III-12). Í ár er búist við því að verulega dragi úr hallanum og hann verði 3½% af landsframleiðslu (miðað við A-hluta ríkissjóðs). Þar vegast annars vegar á mikill bati í frumjöfnuði og hins vegar verri vaxtjöfnuður sem rekja má til hærra vaxtastigs auk áhrifa verðbólgu á verðtryggðar skuldir ríkissjóðs.² Þetta er minni halli en gert var ráð fyrir í máispá *Peningamála* þegar bankinn lagði síðast mat á afkomu ríkissjóðs. Það má einkum rekja til þess að tekjuaukning ríkissjóðs verður meiri en búist var við enda efnahagsumsvif meiri en þá var spáð.

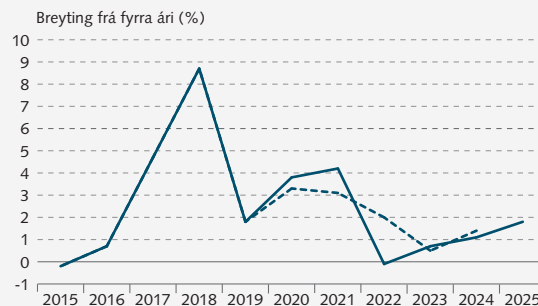
Á næsta ári er búist við að áfram dragi úr halla ríkissjóðs. Breytingin er þó umtalsvert minni en í ár en líkt og áður er afkomubatin að miklu leyti til kominn vegna aukinna efnahagsumsvifa og þess að mótvægisáðgerðir sem ríkisstjórnin beitti vegna farsóttarinnar framan af þessu ári renna sitt skeið. Í nýju fjárlagafrumvarpi kemur fram að nýjar áðgerðir á tekjuhlið skili ríkissjóði auknum tekjum sem nemur 0,3% af landsframleiðslu en á móti niðurfellingu tímabundinna útgjalda kemur svigrúm vegna nýrra og aukinna verkefna (sjá nánar um fjárlagafrumvarpið í rammagrein 3). Búist er við að afkoma ríkissjóðs á næsta ári verði neikvæð um 2,7% af landsframleiðslu og að halli verði á frumjöfnuði sem samsvarar um 0,8% af landsframleiðslu. Þetta er áþekk þróun og fram kemur í fjárlagafrumvarpi ársins 2023.

Hægfara bati undirliggjandi afkomu ríkissjóðs á næstu árum

Ein birtingarmynd mikilla stuðningsáðgerða stjórnvalda á síðustu tveimur árum kemur fram í því að frumjöfnuður ríkissjóðs versnaði samtals um rúm 5% af landsframleiðslu að teknu tilliti til hagsveiflunnar. Undir lok

Mynd III-11

Eftirspurn hins opinbera 2015-2025¹

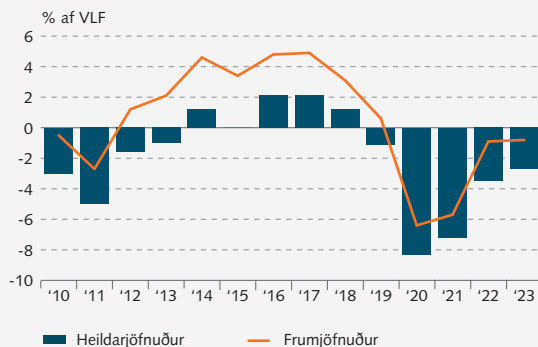


1. Eftirspurn hins opinbera í ráðstöfunaruppgjöri þjóðhagsreikninga er samtala samneyslu og fjárfestingar hins opinbera. Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Brotalína sýnir spá PM 2022/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

Afkoma ríkissjóðs 2010-2023¹



1. Leiðrétt er fyrir óreglulegum og einskíptisliðum. Grunnspá Seðlabankans 2022-2023.

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

2. Tekið er tillit til þess sem fram kemur í frumvarpi til fjárukalaga árið 2022 varðandi endurmat tekna í ljósi nýrra upplýsinga um álagningu og innheimtu einstakra skatta.

síðasta árs rann stór hluti aðgerðanna út ásamt því að kröftugur hagvöxtur veldur því að frumútgjöld ríkissjóðs lækka í hlutfalli við landsframleiðslu. Í ár er því talið að hagsveifluleiðrétt afkoma ríkissjóðs batni um 3,4% af landsframleiðslu sem er lítillaga meiri aukning á aðhaldi ríkisfjármála en gert var ráð fyrir í maí (mynd III-13).

Á næsta ári eru sambærilegir þættir sem hafa áhrif á frumjöfnuð ríkissjóðs og í ár en umfang þeirra er umtalsvert minna en í ár. Fjárfesting ríkissjóðs verður minni en áður var talið og aðgerðir á tekjuhlið á næsta ári skila auknum tekjum umfram það sem annars hefði verið. Aðhaldsstig ríkissjóðs er því talið aukast áfram eða um ½% af landsframleiðslu. Þetta er þó minni aukning á aðhaldi en spáð var í vor sem endurspeglar að hluta grunnáhrif þess að aðhaldið eykst meira í ár. Þegar litið er til tímabilsins 2020-2023, þ.e. tímabilsins frá því að farsóttin skall á, nemur slökun á aðhaldsstigi ríkisfjármála alls 1,2% af landsframleiðslu sem er sambærilegt við það sem áætlað var í maí. Aðhaldsaðgerðir í ár og á næsta ári ná því ekki að veða að öllu leyti upp þá slökun sem varð í kjölfar farsóttarinnar. Á árunum 2024-2025 er gert ráð fyrir áframhaldandi aukningu á aðhaldi ríkisfjármála.

Utanríkisviðskipti og viðskipta-jöfnuður

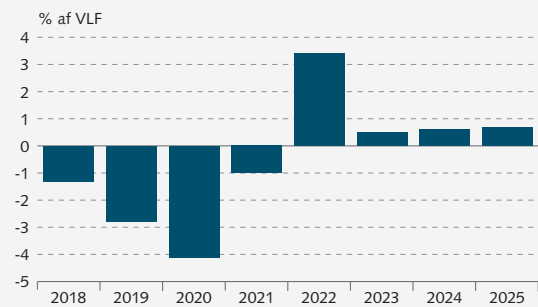
Kröftugur útflutningsvöxtur samhlíða bata í ferðaþjónustu ...

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um 4,4% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi (mynd III-14). Á fyrri helmingi ársins jókst hann um 23,3% milli ára sem er lítillaga meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst. Hagstæðari þróun má einkum rekja til þess að þjónustuútflutningur jókst meira en búist var við eða um liðlega 73%, að hluta vegna endurskoðunar á áður birtum tölum fyrir fyrsta fjórðung ársins.

Þessi kröftugi vöxtur þjónustuútflutnings endurspeglar áframhaldandi bata í ferðaþjónustu sem tók hratt við sér á öðrum ársfjórðungi með auknu flugframboði til og frá landinu á sama tíma og COVID-tilfellum tók að fækka á ný eftir fjölgun smita í tengslum við útbreiðslu Ómíkrón-afbrigðis veirunnar í upphafi ársins. Þá var hætt að krefjast niðurstöðu COVID-prófs við komu til Bandaríkjanna og því fjölgaði skiptifarþegum ört er leið á fjórðunginn. Tekjur innlendra flugfélaga af farþegaflutningum jukust því töluvert á öðrum fjórðungi og heildartekjur af ferðaþjónustu námu um 94% af tekjum sama tímabils á árinu 2019 á föstu gengi. Meðalútgjöld á hvern ferðamann voru auk þess enn töluvert yfir meðaltali áranna fyrir faraldurinn og dvalartími ferðamanna lengri.

Mynd III-13

Breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2018-2025¹

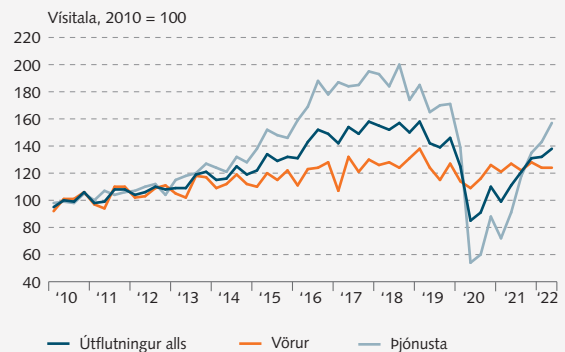


1. Leiðrétt er fyrir óreglulegum og einskíptisliðum. Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-14

Útflutningur vöru og þjónustu¹

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2022



1. Árstíðarleiarleiddar magnvísitölur. Heimild: Hagstofa Íslands.

Fraktflutningar héldu einnig áfram að aukast og sögulegar tölur voru jafnframt endurskoðaðar upp á við. Á fyrri hluta ársins nam ársaukningin 27% en á móti vó 9,4% samdráttur annars þjónustuútflutnings. Þar vó þungt 69% samdráttur útflutnings tengdum afnotatekjum af hugverkum lyfjafyrirtækja en við bættist tæplega helmings samdráttur rannsókn- og þróunarþjónustu.

... sem hélt áfram á þriðja ársfjórðungi

Ferðamönnum hélt áfram að fjölga samhliða auknu flugframboði á þriðja ársfjórðungi. Í takt við ágústspá bankans voru brottfarir þeirra frá Keflavíkurflugvelli tæplega 654 þúsund sem eru nánast jafn margar og á sama tíma árið 2019. Vísendingar um útgjöld ferðamanna hér á landi á fjórðungnum benda til þess að meðalútgjöld þeirra hafi lækkað lítillega milli fjórðunga og færst nær því sem var áður en faraldurinn hófst. Að hluta skýrast hærri útgjöld þeirra að undanfögnu af því að dvalarlengd hefur verið meiri en hún var fyrir faraldurinn og var heildarfjöldi gistingu á þriðja ársfjórðungi töluvert yfir fjöldanum á sama tíma árin 2018 og 2019 (mynd III-15). Samsetning þjóðernis á fjórðungnum var einnig áfram ólík því sem var fyrir faraldurinn og hefur aukinn fjöldi ferðamanna frá Evrópu vegið á móti fáum komum frá Asíu. Horfur eru aftur á móti á að útflutningstekjur innlendra flugfélaga af farþegaflutningum hafi verið meiri á fjórðungnum en talið var í ágúst. Nýtingarhlutföll voru góð, flugfargjöld há og tekjurnar töluvert meiri en fjölgun farþega gefur til kynna. Hlutur farþegaflutninga í þjónustuútflutningi er hins vegar enn minni en fyrir faraldurinn þar sem umsvif innlendra flugfélaga eru enn minni. Einnig er útlit fyrir að tekjur af fraktflutningum hafi áfram aukist og verið meiri en búist var við.

Horfur í ferðþjónustu svipaðar og í ágúst

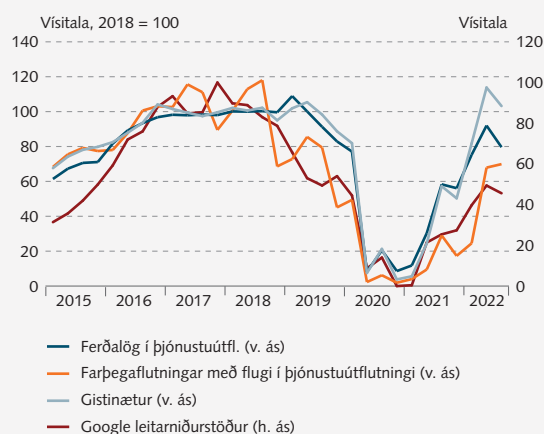
Alþjóðlegar verðbólgu- og hagvaxtarhorfur hafa haldið áfram að versna síðan í ágúst og óvissa hefur aukist (sjá umfjöllun í kafla I). Efnahagsástandið ytra virðist þó enn ekki hafa haft neikvæð áhrif á komur ferðamanna hingað til lands, útgjöld þeirra hér á landi eða áætlanir flugfélaga fyrir komandi vetur. Áætlað er að flugframboð til og frá landinu haldi áfram að aukast á næsta ári. Einnig hafa leitir að gistingu og flugi til Íslands á leitarvél Google verið svipaðar á seinni helmingi ársins og þær voru á öðrum ársfjórðungi (mynd III-15). Þá hefur alþjóðleg bókunarstaða flugfélaga haldið áfram að batna samkvæmt tölum Alþjóðasambands flugfélaga þótt bókunarstaða fyrir fjórða ársfjórðung innan Evrópu hafi heldur gefið eftir.³

3. Sjá The International Air Transport Association, *Air Passenger Market Analysis*, september 2022.

Mynd III-15

Vísendingar um umsvif í ferðþjónustu¹

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2022



1. Útflutt ferðalög og farþegaflutningar á föstu verðlagi, grunnspá Seðlabankans á 3. ársfj. Gistinguætur á öllum skráðum gistinguæðum. Leitarniðurstöður út frá þáttalkani sem tekur saman tíðni fimm ólíkra leitarniðurstöðna sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google-leitarvélinni. Gögnin eru árstíðarleiðrétt. Heimildir: Google Trends, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Eins og í ágúst er talið að um 1,7 milljónir erlendra ferðamanna komi hingað til lands í ár og rúmlega 1,9 milljónir á því næsta (mynd III-16). Gert er ráð fyrir áframhaldandi fjölgun ferðamanna á spátímanum og að þeir verði orðnir fleiri en 2 milljónir árið 2024. Þetta mat er þó háð töluverðri óvissu, ekki síst á næsta ári vegna orkukreppunnar í Evrópu og áhrifa hennar á ferðavilja og -getu Evrópubúa. Líkt og fjallað er um í rammagrein 1 gæti fjöldi ferðamanna orðið minni og áætlanir flugfélaga breyst dýpki orkukreppan enn frekar. Á hinn bóginn gæti ferðamönnum einnig fjölgað hraðar en gert er ráð fyrir ef ferðavilji verður áfram mikill og áhrif minni kaupmáttar því minni en áætlað er.

Þrátt fyrir óbreytt mat á fjölda ferðamanna til landsins eru horfur á meiri vexti þjónustuútflutnings í ár eða 46% í stað tæplega 41% í ágúst. Það skýrist af meiri vexti þjónustuútflutnings á fyrri helmingi ársins og horfum á meiri vexti samgangna og flutninga á seinni helmingi ársins. Vegna grunnáhrifa er vöxturinn nokkru minni á næsta ári eða rúmlega 8% í stað 13% í ágústspánni.

Minni vöxtur vöruútflutnings á fyrri hluta ársins vegna endurskoðunar á áður birtum tölum ...

Vöruútflutningur dróst saman um 0,1% milli fjórðunga á öðrum fjórðungi ársins (mynd III-14). Á fyrri helmingi ársins nam ársaukningin 0,4% en í ágúst var gert ráð fyrir 1,8% vexti. Muninn má að miklu leyti rekja til endurskoðunar á áður birtum tölum fyrir fyrri helming síðasta árs en einnig var fyrsti ársfjórðungur í ár endurskoðaður niður á við.

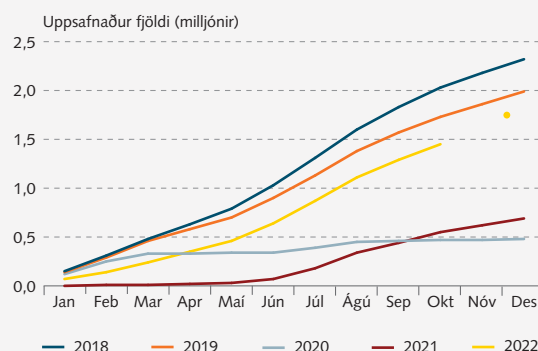
Útflutningur sjávarafurða dróst saman um 2,3% milli ára á fyrri hluta ársins, einkum vegna minni aflheimilda þorsks og samdráttar í öðrum botnfisksafurðum. Á móti vó hins vegar aukning í útflutningi loðnu og síldar. Útflutningur áls jókst um 3% milli ára og útflutningur kísilafurða jókst einnig en á móti vó samdráttur í útflutningi eldisafurða, einkum vegna veirusýkingar sem upp kom á öðrum ársfjórðungi.

... en svipaðar horfur á seinni hluta ársins og á næsta ári

Horfur um vöruútflutning á seinni hluta ársins eru áþekkar því sem spáð var í ágúst. Gert er ráð fyrir hóflegum vexti útflutnings sjávarafurða en þar vegur sögulega stór loðnukvóti á síðustu vertíð þungt en á móti kemur minni útflutningur á þorski. Mikill vöxtur útflutnings álafurða á þriðja fjórðungi ársins gerir það hins vegar að verkum að útflutningur álafurða verður meiri á árinu en áður var spáð. Vöxtur annars vöruútflutnings er hins vegar minni sem má einkum rekja til leiðréttingar á áður birtum tölum fyrir síðasta ár og fyrri helming þessa árs. Áætlað er því

Mynd III-16

Brottfarir erlendra farþega um Keflavíkurlugvöll 2018-2022¹



1. Uppsafnaður fjöldi hvers árs. Punkturinn sýnir heildarfjölda 2022 samkvæmt grunnspá Seðlabankans.
Heimildir: Ferðamálastofa, Isavia, Seðlabanki Íslands.

að vöruútflutningur í heild aukist um 1,2% í ár í stað 1,5% sem spáð var í ágúst.

Eins og í ágústspánni er talið að útflutningur sjávarafurða dragist saman á næsta ári. Skýrist það einkum af áframhaldandi samdrætti í aflaheimildum þorsks. Þessu til viðbótar er útlit fyrir minni loðnukvóta á árinu en áður var gert ráð fyrir. Af þeim sökum er nú talið að útflutningur sjávarafurða dragist saman um 3,9% á árinu í stað 2,7% í ágústspánni. Litlar breytingar hafa hins vegar orðið á horfum um útflutning álafurða og enn er gert ráð fyrir lítills háttar aukningu á næsta ári. Mögulegur orkuskortur í Evrópu eykur þó óvissu í áliðnaði og gæti leitt til minni eftirspurnar eftir álafurðum frá Íslandi en ella ef iðnframleiðsla í viðskiptalöndum verður minni (sjá rammagrein 1). Þrátt fyrir lakari horfur um útflutning sjávarafurða á næsta ári hefur spáin um vöruútflutning í heild ekki breyst. Gert er ráð fyrir lítills háttar samdrætti en þar vegur meiri vöxtur annars vöruútflutnings á móti lakari horfum í sjávarútvegi.

Spáð er meiri vexti heildarútflutnings í ár en horfur yfir spátímabilið breytast lítið

Talið er að heildarútflutningur aukist um 18,4% í ár sem er um 2 prósentum meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Meiri vöxtur þjónustuútflutnings skýrir frávikkið þótt á móti vegi lítilla verri horfur um vöruútflutning (mynd III-17). Horfur fyrir spátímabilið í heild breytast hins vegar lítið frá ágústspánni og líkt og þá er áætlað að heildarmagn útflutnings verði svipað árið 2024 og það var árið 2019.

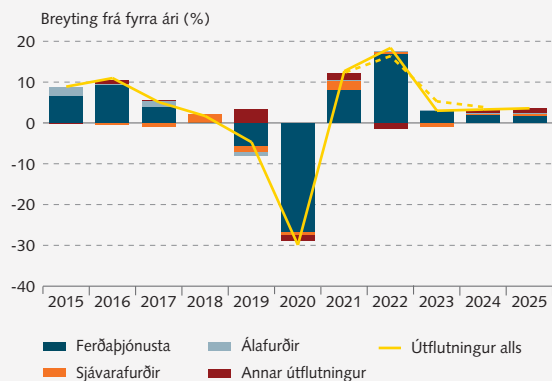
Mikill vöxtur innflutnings í ár en hægari vöxtur á næsta ári

Innflutningur vöru og þjónustu jókst um 17,6% milli ára á öðrum ársfjórðungi og um 24,5% á fyrri helmingi ársins líkt og gert var ráð fyrir í ágúst (mynd III-18). Á öðrum ársfjórðungi var hann því orðinn meiri en hann var mestur árið 2018. Vöruinnflutningur jókst um 7,7% á fyrri helmingi ársins vegna mikils vaxtar í öllum meginundirlíðum annars vöruinnflutnings. Innflutningur á súráli, skipum og flugvélum dróst aftur á móti saman milli ára. Vísbandingar eru um áframhaldandi kröftugan vöxt vöruinnflutnings á þriðja ársfjórðungi líkt og gert var ráð fyrir í ágúst en vegna endurskoðunar á áður birtum tölum er nú gert ráð fyrir að hann aukist um 6,6% á árinu í heild í stað 6,9% í ágúst.

Þjónustuinflutningur jókst um 73,3% á fyrri helmingi ársins líkt og gert var ráð fyrir í ágúst. Vöxtinn má að miklu leyti rekja til aukinna útgjalda Íslendinga á ferðalögum erlendis en utanlandsferðir Íslendinga voru orðnar álíka margar á öðrum ársfjórðungi og þær

Mynd III-17

Útflutningur og framlag undirliða 2015-2025¹

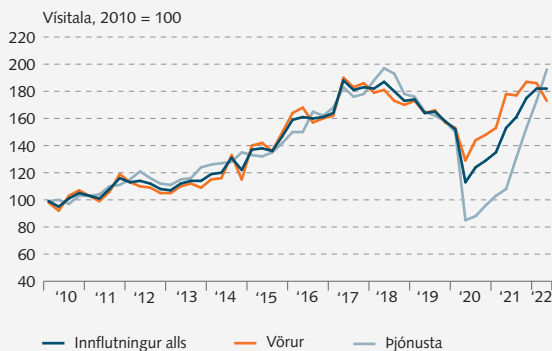


1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og heildarútflutnings vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Ferðaþjónusta er samtala á „ferðalögum“ og „farþegaflutningum með flugi“. Álútflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Brotalína sýnir spá PM 2022/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-18

Innflutningur vöru og þjónustu¹

1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2022



1. Árstíðarleiðréttar magnvísitölur.
Heimild: Hagstofa Íslands.

voru á sama tíma árið 2019. Nokkur vöxtur var einnig í öðrum undirlíðum þjónustuinflutnings og jókst annar þjónustuinflutningur um 39% milli ára á fyrri helmingi ársins. Vísbendingar eru um að vöxtur þjónustuinflutnings á þriðja fjórðungi þessa árs hafi þróast í takt við það sem áætlað var í ágúst og horfur eru á að ferðir Íslendinga til útlanda verði álíka margar í ár og þá var áætlað. Talið er að innflutningur í heild aukist um 16,5% í ár sem er svipað og spáð var í ágúst. Líkt og þá er áætlað að nokkuð muni hægja á vexti innflutnings á næsta ári og að hann verði um 3% á ári út spátímann.

Horfur á viðskiptahalla út spátímann

Halli á viðskiptajöfnuði nam 4,3% af landsframleiðslu á öðrum ársfjórðungi sem er svipað og gert var ráð fyrir í ágúst. Endurskoðun á tölum fyrir fyrsta ársfjórðung gerir það hins vegar að verkum að hallinn var tæplega 15 ma.kr. minni á fyrri helmingi ársins eða sem nemur 0,8% af landsframleiðslu. Tölur fyrir fyrri ár voru einnig endurskoðaðar sem m.a. endurspeglar að þjóðhagslegur sparnaður er nú talinn vera meiri en áður var áætlað. Halli á viðskiptajöfnuði mældist 1,6% af landsframleiðslu í fyrri í stað 2,9% líkt og áður var talið og afgangur ársins 2020 var einnig rúmlega 1 prósentu meiri.

Mikil breyting hefur orðið á samsetningu viðskiptajafnaðar frá því að jöfnuður frumpáttatekna varð neikvæður á fjórða fjórðungi í fyrri. Skýrist viðsnúningurinn fyrst og fremst af auknum hagnaði innlendra félaga í eigu erlendra aðila en þar vegur þungt aukinn hagnaður álfyrirtækja vegna mikillar verðhækkunar á álafurðum. Útlit er fyrir að dragi úr áhrifunum þegar liður á árið eftir mikla lækkun á heimsmarkaðsverði áls undanfarna mánuði. Þá leggst á sömu sveif að nú er gert ráð fyrir meiri afgangi á þjónustujöfnuði á seinni helmingi ársins en í ágúst. Horfur eru því á að halli á viðskiptajöfnuði verði 2,1% af landsframleiðslu í ár en ekki 3,7% eins og spáð var í ágúst (mynd III-19).

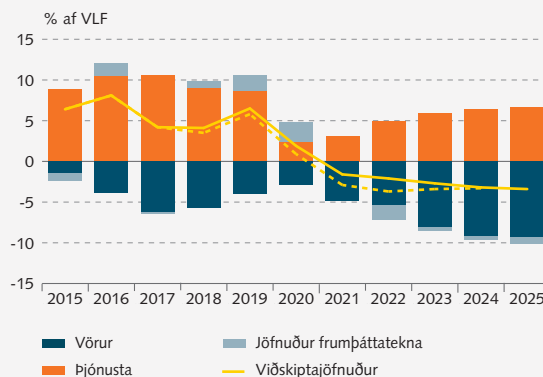
Einnig er útlit fyrir minni halla á næsta ári þrátt fyrir meiri rýrnun viðskiptakjara en áður var spáð og skýrist það af hagstæðari þróun frumpáttatekna vegna áður nefndrar endurskoðunar sögulegra talna. Talið er að hallinn verði 2,7% af landsframleiðslu eða 0,7 prósentum minni en spáð var í ágúst. Líkt og þá er spáð ríflega 3% viðskiptahalla á seinni hluta spátímans.

Hagvöxtur

Landsframleiðsla er orðin meiri en hún var fyrir farsóttina

Landsframleiðsla jókst um 3,9% á milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi. Hún hefur því aukist um tæplega

Mynd III-19
Viðskiptajöfnuður 2015-2025¹



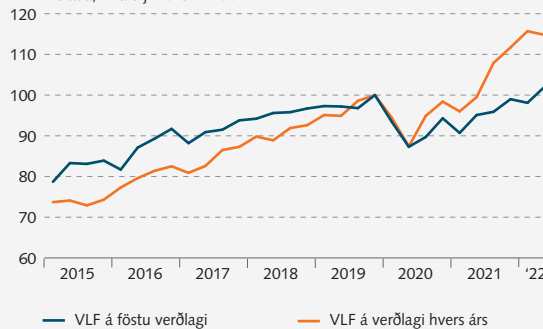
1. Viðskiptajöfnuður án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja árið 2015. Jöfnuður rekstrarframlaga talinn með frumpáttajöfnuði. Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Brotalína sýnir spá PM 2022/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-20
Verg landsframleiðsla¹

1. ársfj. 2015 - 2. ársfj. 2022

Vísitala, 4. ársfj. 2019 = 100



1. VLF á föstu verðlagi er út frá keðjutengdu verðmæti. Árstíðarleiðréttar tölur. Heimild: Hagstofa Íslands.

17% frá því að hún var í lágmarki á öðrum ársfjórðungi 2020 og var 2% yfir því sem hún var á síðasta ársfjórðungi 2019, rétt áður en heimsfaraldurinn skall á (mynd III-20). Nafnvirði landsframleiðslunnar var hins vegar orðið tæplega 15% meira á öðrum fjórðungi en í lok árs 2019.

Árshagvöxtur var heldur minni á fyrri hluta ársins en spáð var í ágúst ...

Landsframleiðsla jókst um 6,1% milli ára á öðrum fjórðungi ársins. Það er minni vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans en þá var búist við að hann hafi verið 7,7%. Árshagvöxtur gaf því heldur eftir frá fyrri fjórðungi þegar hann mældist 7,6% sem endurspeglar samdrátt í fjármunamyndun og neikvætt framlag birgðabreytinga sem vó þyngra en kröftug aukning í vexti einkaneyslu og framlagi utanríkisviðskipta (mynd III-21).

Hagvöxtur var 6,8% að meðaltali á fyrri hluta ársins sem er tæplega 1 prósentu minni vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans (mynd III-22). Aukning neyslu- og fjárfestingarútgjalda var í ágætu samræmi við spána en framlag birgðabreytinga reyndist nokkru minna og því mældist vöxtur þjóðarútgjalda um 1 prósentu minni en spáð var.

... en á móti eru hagvaxtarhorfur að mestu óbreyttar á seinni hluta ársins

Talið er að landsframleiðsla hafi aukist um 5,2% á milli ára á þriðja ársfjórðungi og að hagvöxtur á árinu öllu verði 5,6% sem er 0,3 prósentum minni vöxtur en gert var ráð fyrir í ágúst. Þar vegast á annars vegar bjartari horfur í utanríkisviðskiptum þar sem framlag til hagvaxtar er nú talið verða jákvætt í fyrsta sinn eftir farsóttina og hins vegar hægari vöxtur þjóðarútgjalda sem fyrst og fremst endurspeglar lakari horfur um íbúðafjárfestingu.

Útlit fyrir meiri hagvöxt á næsta ári en spáð var í ágúst

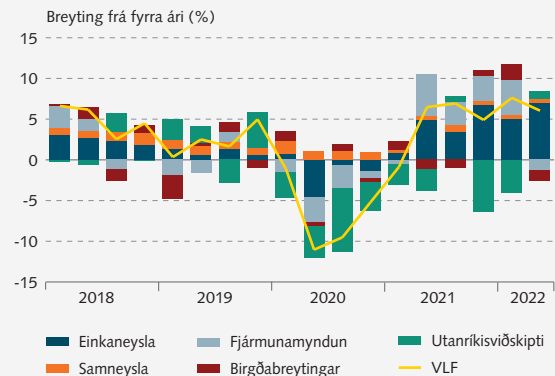
Á næsta ári er talið að hægja muni á hagvexti. Hann hjaðnar þó hægjar en spáð var í ágúst sem að mestu má rekja til bjartsýnni horfa um einkaneyslu en einnig grunnáhrifa minni vaxtar fjárfestingar á þessu ári. Talið er að hagvöxtur verði 2,8% sem er tæplega 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í ágúst (mynd III-23).

Eins og í ágúst er talið að hægi áfram á hagvexti er líður á spátímann og að hann verði 2½% á ári að meðaltali á árunum 2024 og 2025. Töluverð óvissa er um þessar horfur og gætu þær verið of bjartsýnar ef t.d. er samið um meiri launahækkunar í yfirstandandi kjarasamningum en grunnspáin gerir ráð fyrir eða ef orkukreppan í Evrópu dýpkar enn frekar (sjá rammagrein 1).

Mynd III-21

Hagvöxtur og framlag undirlíða¹

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2022

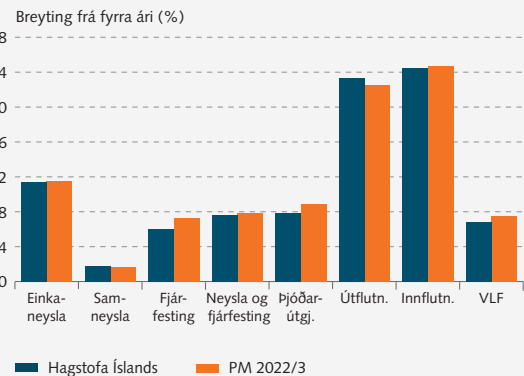


1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirlíða og hagvaxtar vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-22

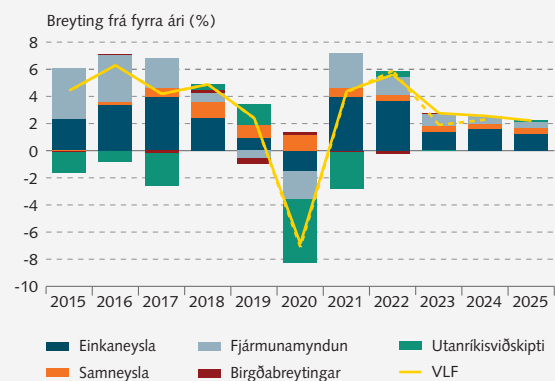
Þjóðhagsreikningar fyrri hluta 2022



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-23

Hagvöxtur og framlag undirlíða 2015-2025¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Brotalína sýnir spá PM 2022/3. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirlíða og hagvaxtar vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vinumarkaður og nýting framleiðslupáttá



Vinumarkaður

Heildarvinnustundum fækkaði lítillega milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) voru heildarvinnustundir 3,2% fleiri á þriðja ársfjórðungi en á sama fjórðungi í fyrra sem er heldur minni fjölgun en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Störf voru 3,7% fleiri en á móti vó 0,4% stytting meðalvinnutíma. Þótt störfum fjölgi enn milli ára hefur hægt á fjölguninni undanfarna mánuði og á þriðja ársfjórðungi fækkaði þeim lítillega milli fjórðunga ef lítið er fram hjá árstíðarsveiflu.

Frá því að farsóttin barst til landsins hefur meðalvinnuvikan styst, m.a. vegna kjarasamningsbundinna ákvæða, og sú þróun hélt áfram á þriðja ársfjórðungi. Heildarvinnustundum fækkaði því um 1,2% milli fjórðunga á fjórðungnum þótt þær séu enn 2,7% fleiri en að jafnaði á árinu 2019 (mynd IV-1). Þá hefur einnig hægt á fjölgun launafólks á staðgreiðsluskrá en fjöldi þeirra stóð í stað milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi.

Lítið atvinnuleysi en atvinnupátttaka minnkar

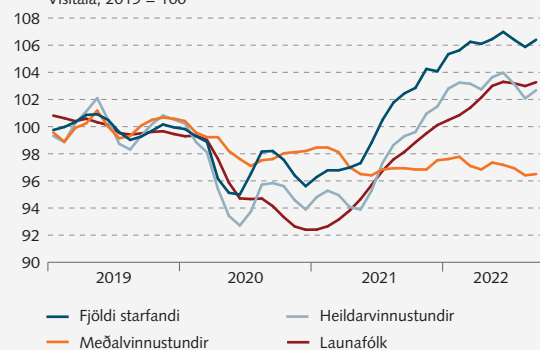
Árstíðarleiðréttar niðurstöður VMK fyrir þriðja ársfjórðung benda til þess að atvinnupátttaka sé tekin að minnka á ný. Hún mældist 79,3% á fjórðungnum sem er 0,7 prósentum minna en á öðrum ársfjórðungi. Þá lækkaði hlutfall starfandi nokkru meira (mynd IV-2). Atvinnuleysi jókst þannig um 0,5 prósentur milli fjórðunga og mældist 4% (mynd IV-3). Það er áþekkt atvinnuleysi og var fyrir farsóttina og er enn lítið í sögulegu samhengi. Mælikvarði VMK á slaka á vinnumarkaði jókst meira eða um 1,4 prósentur milli fjórðunga. Auk atvinnuleysis tekur mælikvarðinn tillit til þeirra sem vinna minna en þeir vilja og þeirra sem teljast ekki á vinnumarkaði en gætu bæst

Mynd IV-1

Atvinna og vinnutími¹

Janúar 2019 - september 2022

Vísitala, 2019 = 100



1. Launafólk samkvæmt tölum úr staðgreiðsluskrá ríkisskattstjóra en önnur gögn eru úr vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Fólk á aldrinum 16-74 ára. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiddra talna.

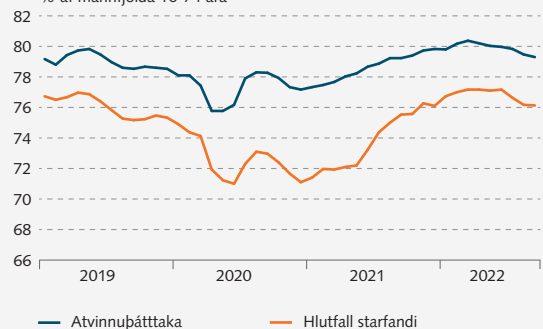
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

Atvinnupátttaka og hlutfall starfandi¹

Janúar 2019 - september 2022

% af mannfjölda 16-74 ára



1. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiddra talna.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

við vinnuaflið með litlum fyrirvara. Skráð atvinnuleysi stóð hins vegar í stað milli fjórðunga og mældist 3,7% á þriðja ársfjórðungi ef leiðrétt er fyrir árstíð. Það er 0,5 prósentum minna en það var á fjórða fjórðungi ársins 2019, áður en farsóttin barst til landsins. Það minnkaði þó áfram í október og mældist 3,3%.

Langtímaatvinnuleysi jókst mikið í kjölfar farsóttarinnar en tók að minnka hratt frá því um mitt síðasta ár, m.a. vegna sérstakra ráðningarstyrkja. Frá og með júní í ár hafa um 1,2% af mannaflanum verið á atvinnuleysis-skrá í meira en tólf mánuði sem er svipað hlutfall og var fyrir farsóttina.

Fyrirtæki vilja enn fjölga störfum næsta misserið ...

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum haustkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins vill þriðjungur stjórnenda fjölga starfsfólki á næstu sex mánuðum en aðeins 7% vilja fækka því. Munurinn er því 27 prósentur og minnkar um 4 prósentur milli kannana. Þá voru tæplega 8.800 laus störf á þriðja ársfjórðungi samkvæmt fyrirtækjakönnun Hagstofunnar. Lausum störfum fækkaði milli fjórðunga en þau voru álíka mörg og á sama tíma fyrir ári. Hlutfall lausra starfa og atvinnulausra, sem gefur vísbendingu um spennu á vinnumarkaði, mældist 1,2 og lækkaði lítillega milli fjórðunga. Hlutfallið er þó enn hátt og ef síðasti fjórðungur er frá talinn hefur það ekki mælst hærra frá því að Hagstofan hóf að safna þessum gögnum í ársbyrjun 2019 (mynd IV-4).

... sem eru í meira mæli mönnum með aðfluttu vinnuafli

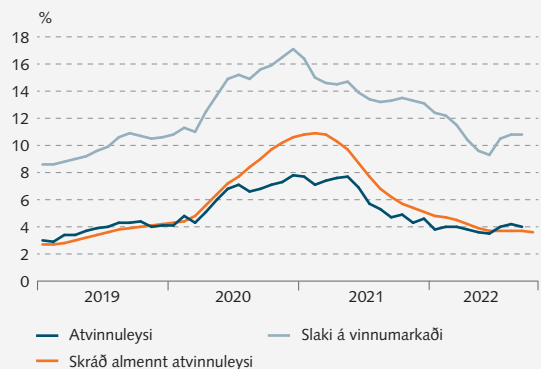
Íbúum landsins fjölgaði um 2,8% milli ára á þriðja ársfjórðungi (mynd IV-5). Aðfluttum erlendum ríkisborgurum umfram brottflutta fjölgaði um 3.410 á fjórðungnum. Þeir koma til viðbótar liðlega 3.500 erlendum ríkisborgurum sem bættust við íbúafjöldann á öðrum ársfjórðungi en það er mesta fjölgun á einum fjórðungi frá upphafi ársfjórðungslegra mannfjöldatalna Hagstofunnar. Brottflutningur íslenskra ríkisborgara umfram aðflutta vó lítillega á móti.

Nokkuð stór hluti af íbúafjölgun ársins er vegna aukins straums flóttafólks í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu. Þannig var fjölgun Úkraínumanna liðlega fimmtungur af fjölgun erlendra ríkisborgara á fyrstu þremur fjórðungum ársins ef miðað er við mánaðartölur Þjóðskrár Íslands. Samsetning hópsins er ólík því sem hefur verið í fyrri bylgjum innflutnings erlends vinnuafls og því er óvíst hver áhrifin eru á atvinnuþátttöku. Þá er töluverð óvissa um hversu margir muni koma til viðbótar frá Úkraínu og hve margir muni snúa til baka ef stríðsátökunum linnir.

Mynd IV-3

Atvinnuleysi og slaki á vinnumarkaði¹

Janúar 2019 - október 2022



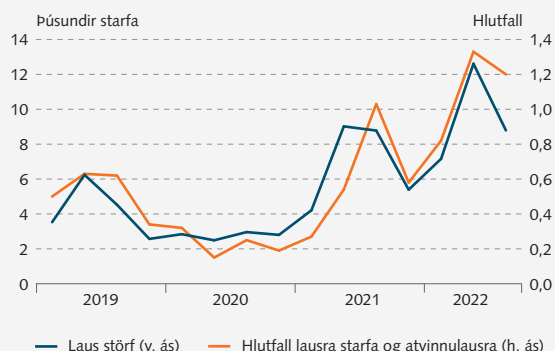
1. Slaki á vinnumarkaði eru atvinnulausir, vinnutiltir (þeir sem eru í hlutastarfi en vilja vinna meira) og möguleg viðbót á vinnumarkað (þeir sem eru tilbúnir að vinna en eru ekki að leita að vinnu og þeir sem eru að leita að vinnu en eru ekki tilbúnir að hefja störf innan tveggja vikna) sem hlutfall af mannafla að viðbættri mögulegri viðbót á vinnumarkaði. Skráð atvinnuleysi er án fólks á hlutabótum frá og með mars 2020. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiðrétttra talna.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

Laus störf¹

1. ársfj. 2019 - 3. ársfj. 2022



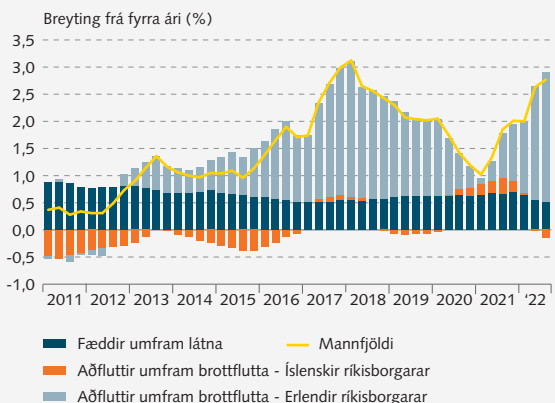
1. Laus störf skv. fyrirtækjakönnun Hagstofu Íslands og fjöldi atvinnulausra samkvæmt vinnumarkaðskönnun sömu stofnunar.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Mannfjöldi

1. ársfj. 2011 - 3. ársfj. 2022



Heimild: Hagstofa Íslands.

Spenna á vinnumarkaði sem fjarar út á spátímanum

Enn er töluverð spenna á vinnumarkaði þótt vísbendingar séu um að hún fari minnkandi. Grunnspáin gerir ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi um rúmlega 5% í ár en að hægja muni á fjölgun þeirra á næstu árum. Talið er að atvinnuleysi samkvæmt VMK verði 3,8% í ár en að það þokist upp í 4,3% undir lok spátímans (mynd IV-6). Það segir þó aðeins hluta sögunnar því að einnig mun draga úr spennu á vinnumarkaði vegna hjöðunar jafnvægisatvinnuleysis á spátímanum. Horfur fyrir skráð atvinnuleysi eru áþekkar en búist er við að það minnki lítillega á næsta ári og verði heldur minna eða 3,9% í lok spátímans.

Vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta

Horfur á hóflegum framleiðnivexti á spátímanum

Sé miðað við verga landsframleiðslu á vinnustund samkvæmt VMK jókst framleiðni vinnuafls um 1,7% milli ára í fyrra eftir 2% samdrátt árið áður. Horfur eru á hægari vexti í ár en á þennan mælikvarða dróst framleiðni saman um 2% milli ára á fyrri helmingi ársins. Sé miðað við vinnustundir úr vinnumagni þjóðhagsreikninga er samdrátturinn litlu minni eða 1½%. Grunnspá bankans gerir ráð fyrir að síðari hluti ársins verði hagfelldari og að landsframleiðsla á vinnustund samkvæmt VMK aukist um ½% milli ársmeðaltala í ár. Þá er búist við að hún aukist að jafnaði um 1% á ári næstu þrjú ár.

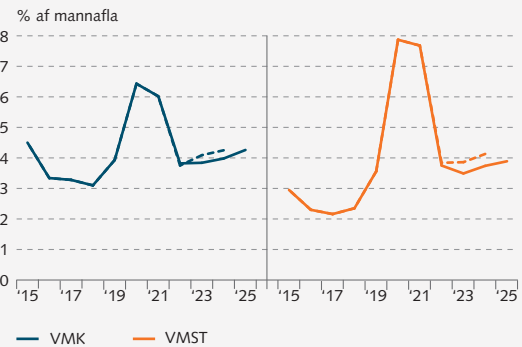
Áfram álag á framleiðsluþætti

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum haustkönnunar Gallup töldu 54% stjórnenda sig búa við skort á vinnuafli og stóð hlutfallið í stað milli kannana. Þá töldu 56% stjórnenda sitt fyrirtæki eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn sem er heldur lægra hlutfall en í síðustu könnun (mynd IV-7). Er það í fyrsta sinn síðan haustið 2020 sem hlutfallið lækkar á milli fjórðunga. NF-vísitalan, sem tekur saman fjölda vísbendinga um nýtingu framleiðsluþátta, bendir til þess að áfram sé töluvert álag á framleiðsluþætti þótt lítillega hafi dregið úr því á þriðja ársfjórðungi.

Miðað við nýjustu tölur þjóðhagsreikninga er útlit fyrir að spennan í þjóðarbúskapnum hafi reynst lítillega minni á fyrri hluta ársins en áður var talið. Grunnspáin gerir því ráð fyrir að framleiðsluspenna verði heldur minni í ár en í ágústspá bankans eða 1% af framleiðslugetu í stað 1½%. Nú er talið að hún nái hámarki á næsta ári og hjaðni hæggar en áður var talið. Þá mun enn verða smávægileg spenna í þjóðarbúskapnum á síðasta ári spátímans (mynd IV-8). Um þetta mat ríkir töluverð óvissa en nánar er fjallað um óvissuþætti spárinnar og fráviksdæmi í rammagrein 1.

Mynd IV-6

Atvinnuleysi 2015-2025¹



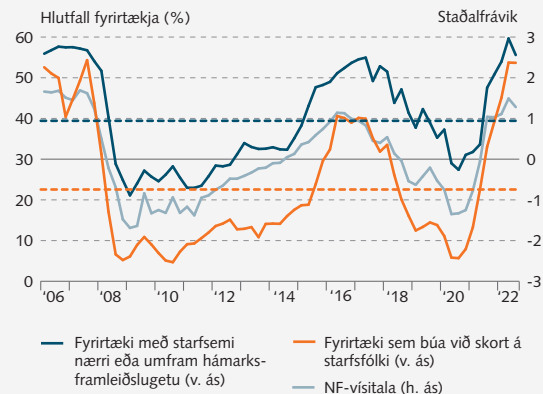
1. Atvinnuleysi miðað við vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) og skráð atvinnuleysi Vinnuálastofnunar án hlutabóta (VMST). Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Brotalinur sýna spá PM 2022/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

Nýting framleiðsluþátta¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2022

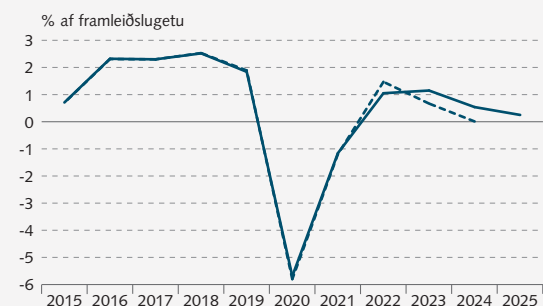


1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðsluþátta byggjast á viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Vísitala nýtingar framleiðsluþátta (NF-vísitalan) er fyrsti frumþáttur valinna vísbendinga um nýtingu framleiðsluþátta sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1.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

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

Framleiðsluspenna 2015-2025¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2022-2025. Brotalinu sýnir spá PM 2022/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga



Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga mældist áfram mikil ...

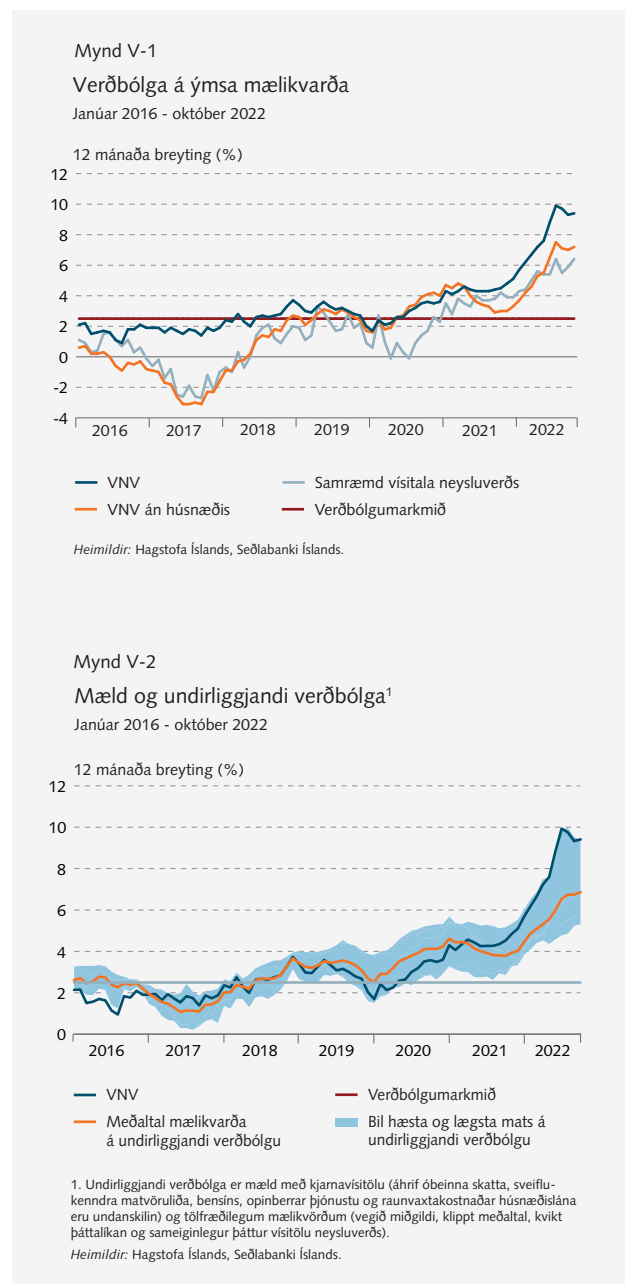
Verðbólga mældist 9,7% á þriðja ársfjórðungi en í ágústspá *Peningamála* var búist við því að hún yrði 10,4%. Hækkun húsnæðisliðarins var áfram sá þáttur sem hafði mest áhrif á vísitölu neysluverðs á fjórðungnum vegna mikillar hækkunar húsnæðisverðs í júlí sl. Verð á ýmissi þjónustu og matvöru hækkaði einnig nokkuð.

Verðbólga hefur verið yfir verðbólguþröð Seðlabankans í meira en tvö ár. Hún mældist 9,4% í október og hafði minnkað úr 9,9% í júlí þegar hún náði hámarki (mynd V-1). Snörp umskipti á húsnæðismarkaði eiga mikinn þátt í hjöðnun verðbólgu síðustu mánuði (sjá kafla II).

Verðbólga miðað við mælikvarða sem undan- skilja kostnað vegna eigin húsnæðis hefur einnig minnkað frá því í sumar. Verðbólga án húsnæðis var 7,2% í október og 6,4% ef miðað er við samræmdu neyslu- verðsvísitöluna. Munurinn á milli þessara tveggja mæli- kvarða og vísitölu neysluverðs hefur minnkað undanfarið.

... og undirliggjandi verðbólga heldur áfram að aukast

Undirliggjandi verðbólga var 6,9% í október sé miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og jókst frá því í júlí (mynd V-2). Af þeim fimm mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu sem horft er til er kjarnaverðbólga sá eini sem hefur minnkað undanfarið en sá mælikvarði horfir m.a. fram hjá áhrifum verðbreytinga á eldsneyti og sveiflu- kenndum matvörulíðum. Undirliggjandi verðbólga hefur hins vegar haldið áfram að aukast á aðra mælikvarða. Verðbólga er því sem fyrr á afar breiðum grunni og tals- verður undirliggjandi verðbólguþrýstingur er fyrir hendi. Þetta sést einnig á mynd V-3 sem sýnir að yfir helmingur undirliða vísitölu neysluverðs hafði hækkað um meira en



6% milli ára í október og hefur hlutfallið hækkað hratt undanfarið ár.

Í ljósi þess að dregið hefur úr umsvifum á húsnæðismarkaði að undanfögnu er líklegt að samsetning verðbólgu haldi áfram að breytast á næstunni. Framlag húsnæðisliðarins til ársverðbólgu hefur minnkað síðan í júlí eftir að hafa aukist nánast samfleytt síðan í byrjun árs 2021 (mynd V-4). Á móti vegur vaxandi framlag vöruverðshækkana til verðbólgu.

Vísbendingar um verðbólguþrýsting

Innflutt verðbólga hefur á heildina staðið í stað undanfarið ...

Verð innfluttrar vöru hækkaði talsvert á fyrri hluta ársins í kjölfar hækkunar alþjóðlegs olíu- og hrávöruverðs eftir að stríðið hófst í Úkraínu. Einnig hefur tekið langan tíma að vinda ofan af framboðshnökrum vegna farsóttarinnar. Olíu- og hrávöruverð hefur hins vegar lækkað frá því í sumar þótt verðið sé enn hátt. Í kjölfarið lækkaði innlent eldsneytisverð á þriðja ársfjórðungi en það er enn rúmlega fjórðungi hærra en á sama tíma fyrir ári. Verð innfluttrar mat- og drykkjarvöru og annarrar innfluttrar vöru hefur hins vegar hækkað áfram undanfarna mánuði. Á heildina hefur verð innfluttrar vöru hækkað um 6,6% sl. tólf mánuði sem er óbreytt frá því í júlí (mynd V-5).

... en alþjóðlegar verðbólguhorfur hafa versnað ...

Eins og rakið er í kafla I hefur verðbólga í viðskiptalöndum Íslands aukist enn frekar undanfarna mánuði þótt hægt hafi á aukningu hennar. Verðbólguhorfur hafa jafnframt víðast hvar versnað enn frekar. Útlit er því fyrir að áfram verði nokkur þrýstingur til verðhækkunar innfluttrar vöru. Þá hefur gengi krónunnar lækkað undanfarið eftir hækkun fram eftir ári. Viðskiptavegið meðal-gengi krónunnar er nú svipað og á sama tíma í fyrra.

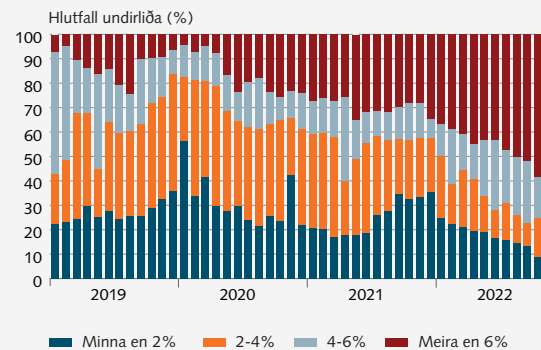
Nýleg verðbólguþróun er ekki einungis óvenjuleg fyrir þær sakir hversu mikið verðbólga hefur aukist um allan heim heldur einnig hversu keimlík þróunin hefur verið. Það bendir til þess að mikilvægan hluta verðbólgunnar megi rekja til sameiginlegra undirliggjandi þátta. Þar mætti t.d. nefna hækkun alþjóðlegs hrá- og olíuverðs, framboðshnökra og hraða breytingu neyslumynsturs í kjölfar farsóttarinnar. Þá bætast við áhrif kröftugrar aukningar eftirspurnar í kjölfar viðamikilla stuðningsaðgerða í ríkis- og peningamálum til að vinna gegn efnahagssamdrættinum.

Þetta sést vel þegar reynt er að greina að hve miklu leyti innlend verðbólguþróun litast af þessum sameiginlegu áhrifaþáttum (mynd V-6). Eins og sjá má tók hlutdeild þeirra að aukast þegar áhrif heimsfaraldursins og

Mynd V-3

Umfang verðhækkana¹

Janúar 2019 - október 2022

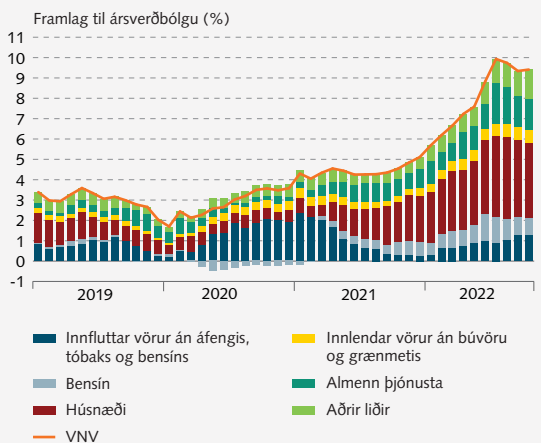


1. Hlutfall undirliða VNV flokkað eftir ársþækkun þeirra.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

Undirliðir verðbólgu

Janúar 2019 - október 2022

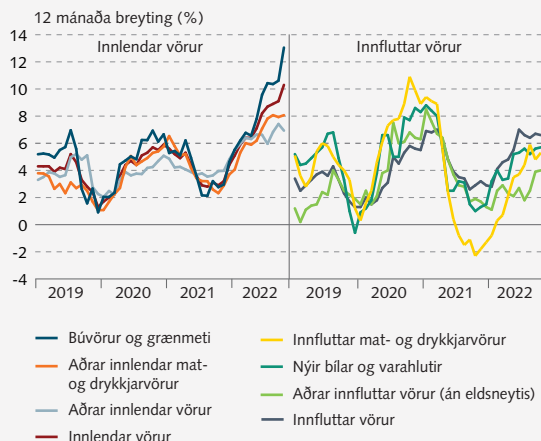


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Verð innlendrar og innfluttrar vöru

Janúar 2019 - október 2022



Heimildir: Hagstofa Íslands.

sóttvarnaaðgerða á neyslumynstur, húsnæðismarkaði, alþjóðlegar framboðskeðjur og hrávörumarkaði fóru að ágerast. Áhrif stríðsins í Úkraínu hafa til viðbótar verið viðtæk en frá því að það hófst hefur mátt rekja allt að 2/3 innlendirar verðbólgu til þessarar sameiginlegu undirliggjandi verðbólguveiflu.

... og stór hluti stjórnenda fyrirtækja á von á enn frekari verðhækkunum

Verð innlendirar vöru, einkum matvöru, hefur einnig hækkað áfram undanfarna mánuði og nam árshækkunin 10,3% í október (mynd V-5). Hins vegar hefur heldur dregið úr árshækkun á verði almennrar þjónustu, sem nam 6,6% í október, en það má að hluta rekja til talsverðrar lækkunar flugfargjalda í haust. Flugfargjöld hafa sveiflast mikið síðan í sumar en verið að meðaltali rúmlega fimmtungi hærra það sem af er ári en í fyrra. Ýmsir undirliðir þjónustu, t.d. veitingaþjónusta, tómstundir og menning, hafa einnig hækkað í verði undanfarið.

Niðurstöður haustkönnunar Gallup á væntingum stjórnenda fyrirtækja sýna að enn á stór hluti þeirra von á verðhækkunum þótt þeim hafi fækkað síðan í vorkönnuninni. Tæplega tveir þriðju stjórnenda telja að verð á eigin vöru og þjónustu hækki á næstu sex mánuðum og tæplega 80% þeirra eiga von á hækkun aðfangaverðs (mynd V-7). Það hversu hátt hlutfall stjórnenda á von á frekari verðhækkunum endurspeglar m.a. aukna verðbólgu í viðskiptalöndunum og hættuna á að hækkingi orkuverð í Evrópu smitist yfir í annað aðfangaverð.

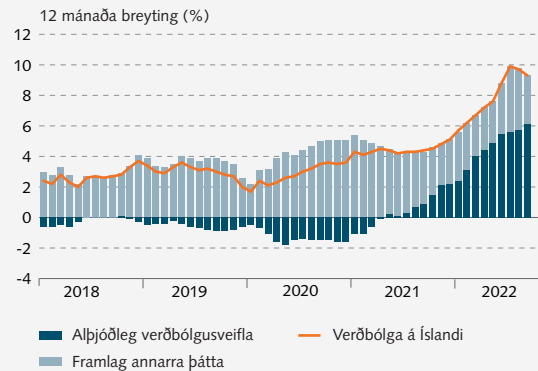
Viðvarandi verðbólguþrýstingur frá vinnumarkaði

Samkvæmt þjóðhagsreikningum sem birtir voru í ágúst sl. var launahlutfallið, þ.e. hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum, endurskoðað lítillga til lækkunar. Nú er talið að það hafi verið 60,4% í fyrra og um 0,6 prósentum yfir meðaltali síðustu tuttugu ára. Hlutfallið hefur reynst tiltölulega stöðugt í gegnum heimsfaraldurinn en töluverðar breytingar hafa orðið á helstu áhrifaþáttum þess. Þannig hækkuðu laun á vinnustund töluvert umfram framleiðni í fyrra og horfur eru áþekkar fyrir árið í ár. Aukin verðbólga hefur hins vegar vegið á móti og haldið aftur af hækkun hlutfallsins (mynd V-8).

Launavísitalan hækkaði um 0,4% milli fjórðunga og um 8,1% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Frá því að farsóttin barst til landsins hefur meðalárshækkun launa verið um 7-8% hvort sem horft er til launavísitölu eða vísitölu heildarlauna (mynd V-9). Laun hafa því hækkað mikið á tímabilinu en aukin verðbólga grefur nú undan kaupmætti. Enn er þó langt í að ávinningur tekjulægri hópa af síðustu kjarasamningum glætist.

Mynd V-6

Verðbólga og framlag alþjóðlegrar verðbólguveiflu¹
Janúar 2018 - september 2022



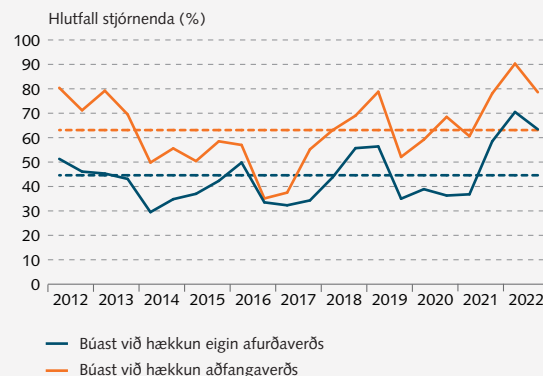
1. Undirliggjandi alþjóðleg verðbólguveifla er metin sem fyrsti frumþáttur út frá frumþáttgreiningu fyrir verðbólgu í 23 OECD-riki fyrir tímabilið jan. 2000 - sept. 2022. Framlag alþjóðsveiflunnar til verðbólgu hér á landi er síðan metið með aðfallsgreiningu þar sem innlend verðbólga er skýrd með fasta og alþjóðsveiflunni (að viðbættu 2% meðaltali alþjóðlegrar verðbólgu á tímabilinu).

Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-7

Væntingar fyrirtækja um aðfanga- og afurðaverð næstu 6 mánuði¹

Mars 2012 - september 2022

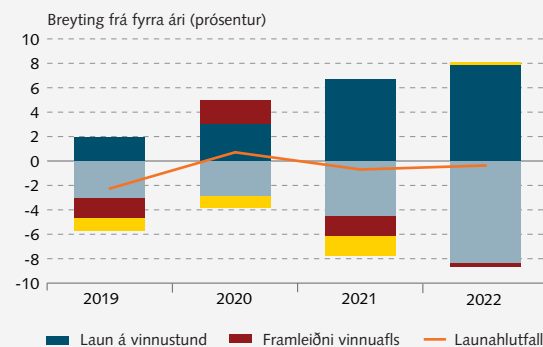


1. Brotalínur sýna meðaltöl frá 2003.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

Breyting í launahlutfalli og framlag undirliða 2019-2022¹



1. Launahlutfall er hlutfall launa og launatengdra gjalda og vergrar landsframleiðslu, laun á vinnustund er launahluti launa og launatengdra gjalda á heildarvinnustund skv. VMK, framleiðni vinnuafis er magn vergrar landsframleiðslu á heildarvinnustund skv. VMK og flokkurinn „Annað“ sýnir framlag launatengdra gjalda og mismunar í ársbreytingu vísitölu neysluverðs og verðvísitölu landsframleiðslunnar. Grunnspá Seðlabankans fyrir árið 2022.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ný kjarasamningslota hefst við krefjandi aðstæður þar sem töluverð verðbólga fer saman við spennu á vinnumarkaði (sjá kafla IV). Samkvæmt grunnsþá bankans hækka nafnlaun um tæplega 8% milli ársmeðaltala í ár og að meðaltali um tæplega 6% á ári næstu þrjú ár. Miðað við horfur um hóflegan framleiðnivöxt felur það í sér mikla hækkun launakostnaðar á framleidda einingu eða um 4¾% að meðaltali á ári á næstu þremur árum. Það er töluvert umfram 2,5% verðbólguþröskulmarkmið bankans og leiðir því til umtalsverðs verðbólguþrýstings frá vinnumarkaði á spátímanum. Eins og rakið er í rammagrein 1 gætu þessar forsendur þó verið of bjartsýnar og verðbólguþrýstingur af vinnumarkaði því verið vanmetinn.

Verðbólguvæntingar

Skammtíma-verðbólguvæntingar hafa lækkað á nokkra mælikvarða ...

Samkvæmt nýlegri könnun á væntingum markaðsaðila lækkuðu væntingar þeirra um verðbólgu til eins árs og búast þeir við að hún verði rúmlega 5%. Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár eru aftur á móti óbreyttar í 4% (mynd V-10). Niðurstöður haustkönnunar Gallup benda til þess að stjórnendur fyrirtækja geri ráð fyrir að verðbólga verði 5% að ári liðnu og 4,5% eftir tvö ár sem er minna en í síðustu könnun. Væntingar heimila um verðbólgu eftir tvö ár hækkuðu aftur á móti í 6%.

... en langtíma-verðbólguvæntingar eru svipaðar og þær voru í ágúst ...

Markaðsaðilar gera ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali um 3½% á næstu fimm og tíu árum og hafa væntingar þeirra til lengri tíma heilt yfir lítillga lækkað frá því í ágúst (mynd V-10). Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði lækkaði einnig þegar leið á sl. haust og var að meðaltali 3,4% í október en hefur hækkað aftur nýlega (mynd V-11). Fimm ára álag eftir fimm ár var um 4% um miðjan nóvember sem er heldur hærra en það var í ágúst. Langtíma-verðbólguvæntingar stjórnenda fyrirtækja og heimila voru hins vegar óbreyttar samkvæmt haustkönnunum Gallup. Búast fyrirtæki við að verðbólga verði að meðaltali 4% á næstu fimm árum en heimili vænta að hún verði 5%.

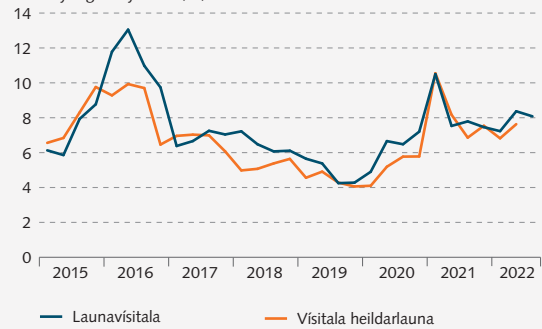
... og kjölfesta þeirra við markmið virðist hafa veikt þegar verðbólga hefur verið yfir markmiði í langan tíma eykst hættan á að kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið veikist og því taki lengri tíma en ella að ná þeim aftur niður í markmið (sjá umfjöllun í rammagrein 2). Þegar verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja eru skoðaðar nánar kemur jafnframt í ljós að hlutfall þeirra sem búast

Mynd V-9

Laun

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2022

Breyting frá fyrra ári (%)

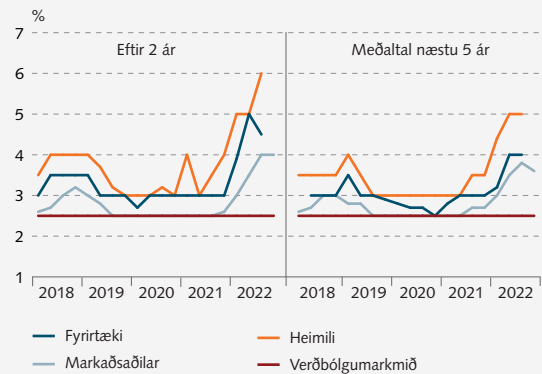


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-10

Verðbólguvæntingar til 2 og 5 ára¹

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2022

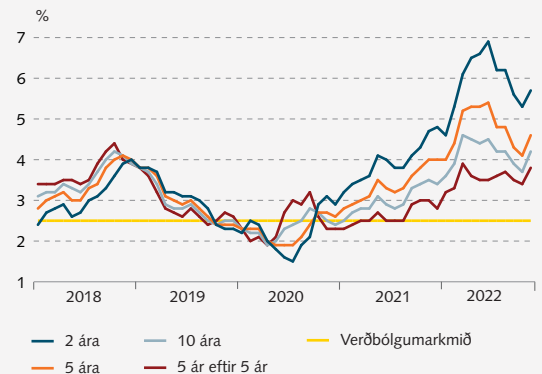


1. Kannanir Gallup á verðbólguvæntingum heimila og fyrirtækja og könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. Miðgildi svara.
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-11

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

Janúar 2018 - nóvember 2022



1. Meðaltal mánaða. Gögn til og með 18. nóvember 2022.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

við að verðbólga verði meiri en 5% á næstu fimm árum hefur hækkað töluvert á þessu ári (mynd V-12). Aukinn verðbólguótti virðist því vera farinn að grafa um sig.

Verðbólguhorfur

Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa batnað ...

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi var minni en gert var ráð fyrir í ágústspánni en þá var búist við að hún myndi ná hámarki undir lok þessa árs. Skýringuna á frávikinunni má m.a. rekja til þess að það tók að hægja mun hraðar á umsvifum á húsnæðismarkaði en búist var við. Húsnæðisverð gaf því hraðar eftir en einnig lækkuðu eldsneytisverð og flugfargjöld meira sl. haust en vænst var. Nærhorfur hafa því batnað vegna betri upphafsstöðu í byrjun spátímans. Spáð er að verðbólga verði 9,4% á fjórða ársfjórðungi og 8,5% á fyrsta fjórðungi næsta árs sem er 1,2 prósentum minna en spáð var í ágúst. Samkvæmt spánni verður verðbólga að meðaltali 6% á næsta ári og hefur þá minnkað úr 8,3% í ár.

... en áfram er búist við að verðbólga minnki hægt ...

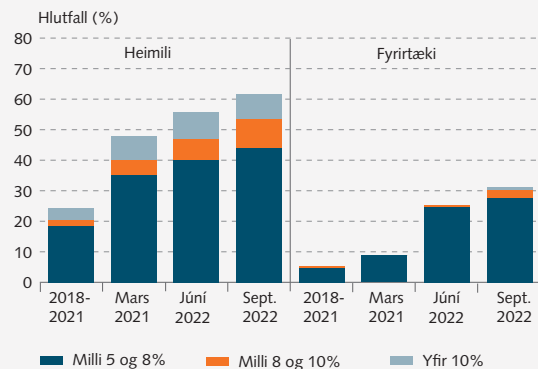
Áfram er búist við að verðbólga hjaðni hægt og hafa horfur til lengri tíma lítið breyst frá því í ágúst. Verðbólguhorfur í viðskiptalöndunum eru lakari en áður var gert ráð fyrir og því útlit fyrir að innflutt verðbólga aukist áfram. Þá er búist við að spennan sem myndaðist í þjóðarþúskapnum í ár minnki heldur hægar en spáð var í ágúst. Einnig er gert ráð fyrir lægra gengi krónunnar á spátímanum. Samkvæmt grunnspánni verður verðbólga komin niður fyrir 4% á fyrri hluta árs 2024 og verður við markmið í lok spátímans skilyrt á vaxtaferil spárinnar.

... og mikil óvissa er til staðar

Eins og fjallað er um í rammagrein 1 eru verðbólguhorfur háðar framvindu ólíkra óvissuþátta. Það skiptir miklu hversu langvarandi stríðsátökin í Úkraínu verða og hvernig alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð þróast á næstunni. Niðurstaða kjarasamningsviðræðna getur jafnframt haft mikil áhrif á verðbólguþróun. Þá mun verðbólga að hluta ráðast af því hvort áfram dragi úr umsvifum á húsnæðismarkaði og því hvernig framboð og verð húsnæðis þróast. Eins og áður er því talið að meiri hætta sé á að verðbólga á næstunni sé vanmetin í grunnspánni en að hún sé ofmetin. Taldar eru helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 3¼-5¾% að ári liðnu og á bilinu 2½-5% eftir tvö ár (mynd V-13).

Mynd V-12

Hlutfall heimila og fyrirtækja sem væntir meira en 5% verðbólgu á næstu 5 árum



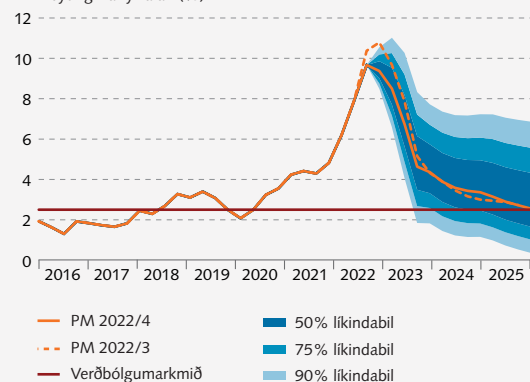
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-13

Verðbólguþróun og óvissuráttur

1. ársfj. 2016 - 4. ársfj. 2025

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. Tveir veigamiklir óvissuþættir í núverandi grunnspá lúta að komandi kjarasamningum og alþjóðlegum efnahagshorfum.

Í ljósi þeirrar spennu sem er á vinnumarkaði er ekki útilokað að samið verði um meiri launahækkanir en núverandi grunnspá gerir ráð fyrir. Mögulegum áhrifum þess á þjóðarþúið er lýst með sérstöku frávíksdæmi.

Ítrekað hefur þurft að færa alþjóðlegar hagvaxtarspár niður í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu í febrúar sl. Horfur hafa versnað enn frekar en grunnspá bankans gæti samt sem áður reynst of bjartsýn ef grípa þarf til víðtækrar orkuskömmtnar í Evrópu. Mögulegum áhrifum þess á innlendan þjóðarbúskap er lýst í sérstöku frávíksdæmi.

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

Frávíksdæmi: Kjarasamningar fela í sér meiri launahækkanir en nú er gert ráð fyrir

Laun og tekjur hafa hækkað mikið undanfarin ár

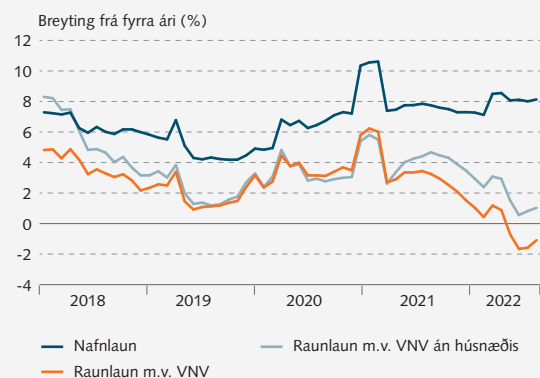
Undanfarna tólf mánuði hafa nafnlaun hækkað um 8,1% miðað við launavísitölu Hagstofu Íslands og hefur árshækkunin verið á bilinu 7-8½% frá því snemma á síðasta ári (mynd 1). Raunlaun hafa einnig hækkað mikið á þessu tímabili en þó hefur hægt töluvert á hækkingun þeirra undanfarna mánuði í takt við hraða aukningu verðbólgu. Frá því í sumar hafa raunlaun lækkað milli ára sé miðað við verðbólgu samkvæmt vísitölu neysluverðs. Þau hafa þó haldið áfram að hækka milli ára sé húsnæðisliður vísitölunnar undanskilinn.

Eins og sést á mynd 2 hafa raunlaun hækkað mikið undanfarin ár: meðalhækkun þeirra á ári er tæplega 6% á tímabilinu 2015-2018 en síðustu fjögur ár hafa þau hækkað um ríflega 2% á ári að meðaltali. Eins og sést á myndinni hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna (sem tekur tillit til vinnuframlags og allra tekna eftir skatt) einnig hækkað mikið þótt kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann hafi tekið að dragast saman milli ára á öðrum ársfjórðungi í ár (nýjasta mæling Hagstofunnar). Þann samdrátt þarf þó að skoða í samhengi við mikla hækkingu kaupmáttar undanfarin ár: að meðaltali hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann hækkað um

Mynd 1

Nafn- og raunlaun¹

Janúar 2018 - september 2022



1. Árshækkun launavísitölu Hagstofunnar og raunlaun m.v. við vísitölu neysluverðs með og án húsnæðis.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

4,2% á ári á tímabilinu 2015-2022 (samsvarandi hækkun raunlauna er 4,4%).

Þessi mikla hækkun launa er langt umfram vöxt framleiðni vinnuafslisins og það sem þekktist meðal annarra OECD-ríkja (sjá nánar umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum 2022/2*). Að hluta til skýrist það af hinum mikla krafti sem hefur verið í innlendum efnahagssumsvifum á meginhluta þessa tímabils. Það endurspeglast í viðvarandi framleiðsluspennu og atvinnuleysi undir jafnvægi alveg þar til að efnahagssamdrátturinn í kjölfar farsóttarinnar skall á.

Þá getur viðskiptakjarabati tímabundið leitt til hækkunar innlendra launa umfram það sem rekja má til innlendar framleiðniaukningar. Viðskiptakjör bötnuðu um 17% frá því snemma árs 2014 og fram á mitt ár 2017 og svo aftur um 10% frá miðju ári 2020 fram á mitt þetta ár. Hluti launahækkana undanfarnin ár endurspeglar þennan bata.

Þessu til viðbótar getur sterk samningsstaða innlendar verkalýðshreyfingar gert henni auðveldara fyrir að knýja fram launahækkanir óháð stöðu hagsveiflunnar. Það er t.d. áhugavert hve viðtæk aðild að verkalýðsfélögum er hér á landi og að hún hafi ekki minnkað undanfarna áratugi líkt og gerst hefur á hinum Norðurlöndunum og öðrum OECD-ríkjum (mynd 3). Í þessum löndum hefur miðstýring kjarasamninga einnig minnkað mikið og dregið hefur verulega úr aðkomu hins opinbera að samningagerðinni. Allir þessir þættir valda því að samningsstaða launafólks er líklega sterkari hér á landi en í flestum öðrum OECD-ríkjum.¹

Verðbólga gæti orðið þrálátari og efnahagsbatinn hægarí hækki laun meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni

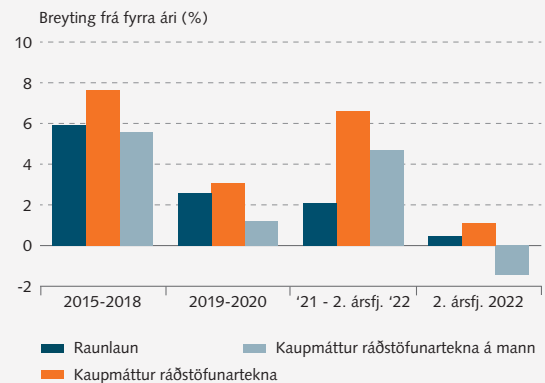
Núgildandi kjarasamningar hafa skilað launafólki töluverðum ávinningi. Raunlaun hafa hækkað um 7,2% frá því að skrifað var undir samningana vorið 2019 (þ.e. frá mars 2019 til september 2022) og kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann um ríflega 13% (frá fyrsta ársfjórðungi 2019 til annars ársfjórðungs 2022).

Eins og áður var rakið hafa raunlaun hins vegar gefið eftir undanfarið og ætla má að þau hafi hækkað minna en lagt var upp með við undirritun samninganna þar sem verðbólga hefur verið langt umfram spár. Ummæli forystumanna verkalýðsfélaga undanfarið virðast m.a. snúa að því að vinna upp þá hækkun raunlauna sem á vantar. Í ljósi þess að spenna er á vinnumarkaði og kjölfesta verðbólguvæntinga hefur veikst (sjá nánar í rammagrein 2) gætu laun því hækkað nokkru meira á spátímanum en núverandi grunnspá gerir ráð fyrir.

1. Sjá t.d. umfjöllun Alþjóðagreiðslubankans (2022), „Inflation: A look under the hood“, Bank of International Settlements, *BIS Annual Economic Report*, júní 2022.

Mynd 2

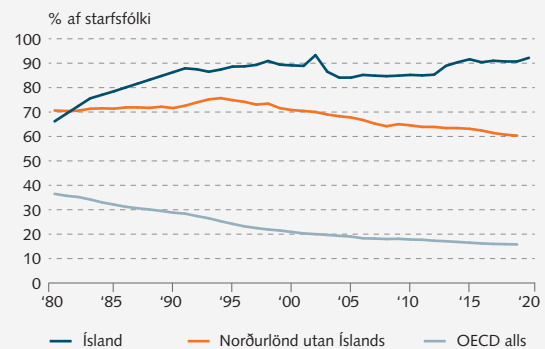
Raunlaun og kaupmáttur ráðstöfunartekna¹



1. Myndin sýnir meðaltal ársbreytingar raunlauna og kaupmáttar ráðstöfunartekna samkvæmt tekjuskiptingaruppgjöri Hagstofunnar (miðað við vísitölu neysluverðs) yfir ólík tímabil. Nýjasta mæling Hagstofunnar á ráðstöfunartekjum er fyrir 2. ársfj. 2022. Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 3

Aðild að verkalýðsfélagi 1980-2020¹



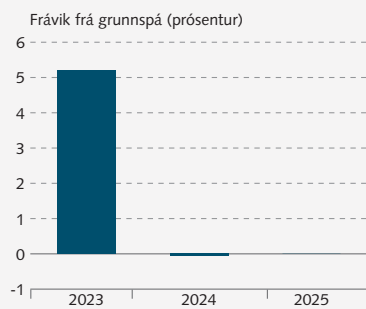
1. Línuleg brúun er notuð fyrir nokkur ár á Íslandi á niunda áratug síðustu aldar þar sem gögn lágu ekki fyrir. Norðurlönd utan Íslands eru einfalt meðaltal Danmerkur, Finnlands, Noregs og Svíþjóðar. Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Til að kanna möguleg áhrif þessa er notast við DYNIMO-líkan Seðlabankans. Gert er ráð fyrir að nafnlaun hækki liðlega 5 prósentum meira á næsta ári í þeirri viðleitni að endurheimta sambærilegt raunlaunastig og var í upphafi ársins, áður en verðbólgan tók að grafa undan kaupmætti (mynd 4a). Það felur í sér að laun hækka um 11% milli ársmeðaltala á næsta ári í stað um 6% í grunnspánni og samtals um tæplega 24% á næstu þremur árum í stað 18% samkvæmt grunnspánni. Jaðarkostnaður fyrirtækja hækkar því töluvert meira en í grunnspánni og þau bregðast bæði við með því að ganga á hagnaðarhlutdeild sína og hagræða í rekstri, m.a. með því að stytta vinnutíma starfsfólks eða með uppsögnum. Það dugar þó ekki til samkvæmt líkaninu og því bregðast þau einnig við með því að hækka afurðaverð sitt.

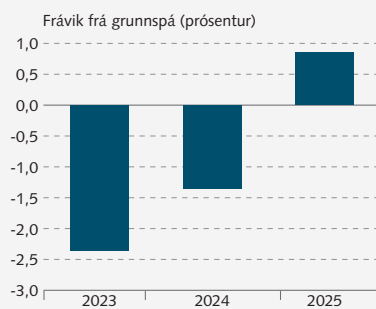
Mynd 4

Frávíksdæmi: Kjarasamningar fela í sér meiri launahækkunir en í grunnspá

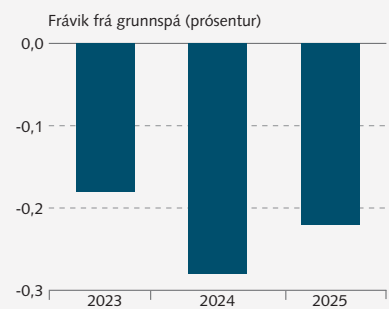
Mynd 4a Nafnlaun



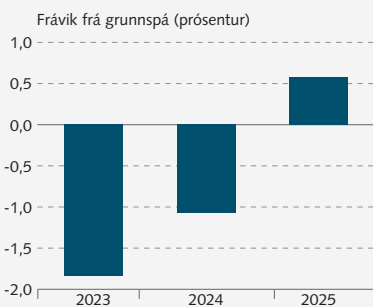
Mynd 4b Heildarvinnustundir



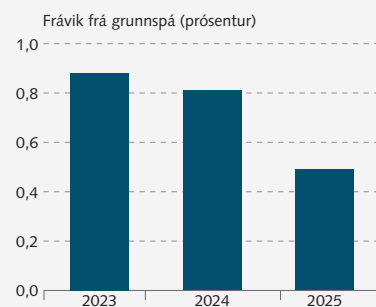
Mynd 4c Einkaneysla



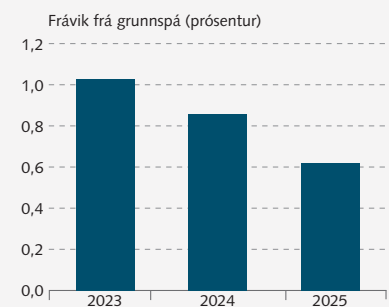
Mynd 4d Hagvöxtur



Mynd 4e Verðbólga



Mynd 4f Meginvextir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eins og sést á mynd 4b fjölgar heildarvinnustundum um 2½ prósentu minna á næsta ári en samkvæmt grunnspánni og samtals eru þær 3% færri í lok spátímans. Lakari atvinnuhorfur vega á móti meiri hækkingu nafnlauna og við bætast neikvæð áhrif hærri vaxta og aukinnar verðbólgu (sjá hér á eftir). Einkaneysla vex því hægar á öllum spátímanum og er ¾% minni en í grunnspánni í lok hans (mynd 4c). Hærri vextir hægja einnig á fjármunamyndun og þrýsta upp gengi

krónunnar sem hægir á útflutningsvexti og beinir hluta innlendrar eftirspurnar að innflutningi. Hagvaxtarhorfur versna því samanborið við grunnspána: hagvöxtur er 1¼ prósentum minni á næsta ári en í grunnspánni sem myndi fela í sér að stór hluti þess hagvaxtar sem spáð er á árinu hyrfi (mynd 4d). Hagvöxtur yrði þá sá minnsti hér á landi síðan árið 2002 ef frá eru talin samdráttarárin í kjölfar fjármálakreppunnar og heimsfaraldursins. Hagvaxtarhorfur fyrir árið 2024 myndu einnig versna og landsframleiðslan yrði 2⅓% minni í lok spátímans en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

Þrátt fyrir lakari hagvaxtarhorfur verður verðbólga meiri á spátímanum en samkvæmt grunnspánni. Verðbólga er næstum 1 prósentu meiri á næsta ári og ¾ úr prósentu meiri árin 2024-2025 (mynd 4e). Vextir Seðlabankans eru jafnframt hærri til að tryggja að verðbólga sé í samræmi við verðbólgu markmið bankans er frá líður. Miðað við peningastefnureglu líkansins eru meginvextir bankans 1 prósentu hærri á næstu tveimur árum og ½ prósentu hærri árið 2025 (mynd 4f).

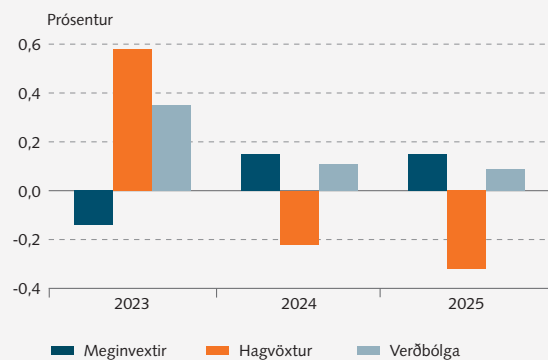
Hægt væri að hugsa sér að peningastefnan brygðist hæggar við auknum verðbólguþrýstingi en peningastefnuregla líkansins gerir ráð fyrir. Eins og mynd 5 sýnir gæti það haft í för með sér að neikvæð hagvaxtaráhrif launahækkunarinnar yrðu heldur minni framan af. Á móti kæmi hins vegar að verðbólga yrði meiri og þrálátari sem myndi að öðru óbreyttu kalla á hærri vexti yfir lengri tíma sem hefði í för með sér að hagvöxtur yrði minni á seinni hluta spátímans.

Frávíksdæmi: Orkukreppan í Evrópu dýpkar enn frekar

Alþjóðlegar efnahagshorfur hafa versnað verulega í kjölfar stríðsátakanna í Úkraínu ...

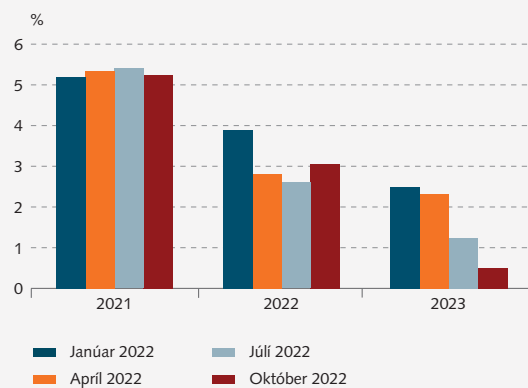
Eftir snarpan samdrátt í kjölfar heimsfaraldursins jókst heimsframleiðsla um 6% milli ára í fyrra og í byrjun þessa árs voru horfur á ágætum hagvexti í ár og á næstu árum. Það breyttist hins vegar til hins verra í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu seint í febrúar sl. Nú gerir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn t.d. ráð fyrir því að heimsframleiðsla aukist um 3,2% í ár en í janúar spáði hann 4,5% vexti. Á næsta ári hefur sjóðurinn fært hagvaxtarspá sína úr 3,8% í einungis 2,7% (sjá kafla I). Horfurnar hafa sérstaklega versnað í Evrópu þar sem áhrifa orkukreppunnar gætir hvað mest. Í janúar taldi sjóðurinn t.d. að hagvöxtur á evrusvæðinu færi úr um 4% í ár í 2,5% á næsta ári en nú telur hann að hagvöxtur verði um 3% í ár og einungis 0,5% á næsta ári (mynd 6).

Mynd 5
Áhrif hægari peningastefnuviðbragða við aukinni verðbólgu¹



1. Myndin sýnir áhrif þess að peningastefnan bregst hæggar við viðbótarlaunahækkunum í frávíksdæminu á mynd 4.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um hagvöxt á evrusvæðinu



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, World Economic Outlook, mismunandi útgáfur.

... og gætu versnað enn frekar ef grípa þarf til viðtækrar orkuskömmtnar í Evrópu ...

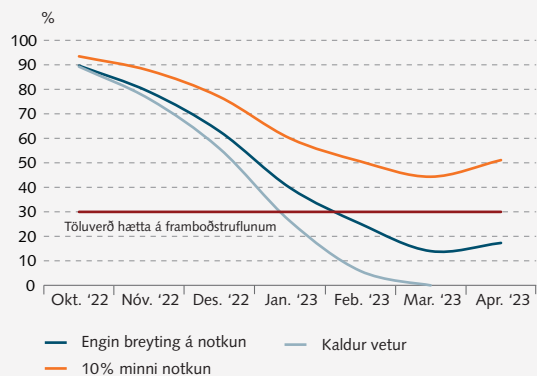
Innflutningur á jarðgasi frá Rússlandi til Evrópu er nú einungis um fimmtungur af því sem hann var fyrir innrásina og áætlað er að hann haldi áfram að minnka er líður á spátímenn. Þrátt fyrir það er ekki gert ráð fyrir að grípa þurfi til viðtækrar skömmtnar á orku í Evrópu í vetur þar sem innflutningur á jarðgasi frá öðrum löndum hefur aukist og birgðastaða er hagstæð. Einnig hefur notkun á öðrum orkugjöfum aukist og búist er við að íbúar Evrópu leiti leiða til að draga úr notkun.

Áhyggjur af komandi mánuðum og mögulegum orkuskortri hafa þó aukist. Ekki er útilokað að innflutningur á jarðgasi frá Rússlandi stöðvist algerlega fyrir lok þessa árs og að erfiðara reynist að mæta því með öðrum orkuuppsprettum. Þá gæti kaldur vetur valdið því að orkunotkun verði meiri en í venjulegu árferði. Samkvæmt sviðsmyndagreiningu frá Efnahags- og framfarastofnuninni (OECD) gæti gengið mjög hratt á núverandi birgðastöðu gangi það eftir og hún farið niður fyrir þau mörk sem gætu kallað á viðtæka skömmtnun jarðgass strax í byrjun næsta árs (mynd 7). Slíkt gæti leitt til alvarlegra framboðshnökra, sérstaklega í löndum sem hafa fáar aðrar orkuauðlindir eins og í Þýskalandi og ýmsum mið-Evrópuríkjum. Mögulega þyrfti að stöðva framleiðslu tímabundið í orkufrekum framleiðslugreinum eins og t.d. þunga- og lyfjaiðnaði. Verð á jarðgasi og rafmagni myndi einnig hækka meira og orkukreppan dýpka enn frekar. Efnahagshorfur yrðu óvissari og þrýstingur á framleiðsluþætti og verðlag meiri en ella. Meiri verðbólga myndi að sama skapi kalla á frekari hækkun vaxta sem myndi dýpka efnahagskreppuna enn meira.

Til að leggja mat á efnahagsleg áhrif slíkrar sviðsmyndar gerir OECD ráð fyrir því að verð á jarðgasi hækki um 50% til viðbótar frá byrjun næsta árs sem leiði til 25% viðbótarhækkunar á áburðarverði. Þá smitist áhrifin yfir á alþjóðlega olíumarkaði og hráolíuverð hækkar því um 10% til viðbótar. Gert er ráð fyrir að áhrifin taki að fjara út er líður á árið. Áætlað er að orkuskömmtnun í lykilvinnugreinum valdi því að framleiðslugeta í Evrópuríkjum dragist saman um 3% á næsta ári. Þá veldur aukin óvissa um efnahagshorfur því að evrópsk heimili auka sparnað sinn og áhættuálag á fjáreignir hækkar. Að lokum er gert ráð fyrir því að vextir hækki til að bregðast við auknum verðbólguþrýstingi.

Mynd 8 sýnir mat OECD á áhrifum þessara áfalla á alþjóðlegar hagvaxtar- og verðbólguhorfur. Dýpkun orkukreppunnar gæti valdið því að hagvöxtur í heiminum verði ½ prósentu minni á næsta ári og verðbólga ¾ úr prósentu meiri. Áhrifin yrðu sýnu meiri í Evrópu. Hagvöxtur gæti orðið 1/3 prósentu minni á næsta ári og ½ prósentu minni árið 2024. Lakari hagvaxtarhorfur myndu þá versna enn frekar og líklegt

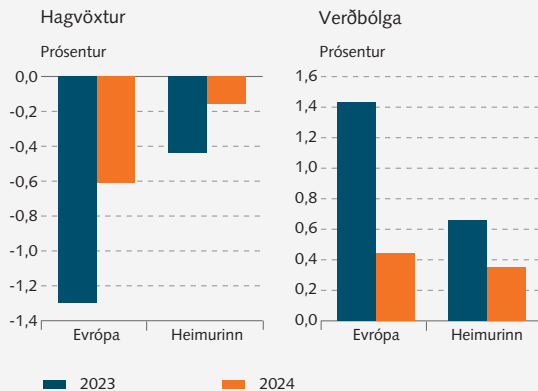
Mynd 7
Birgðir af jarðgasi í ESB og Bretlandi¹



1. Sviðsmyndirnar gera ráð fyrir að birgðastaðan sé 90% af geymslurými í lok september. Ekki er gert ráð fyrir frekari innflutningi á jarðgasi frá Rússlandi, að innflutningur frá öðrum löndum sé 30 ma.cm³ á mánuði og að innlend framleiðsla samsvari meðalframleiðslu árunna 2019-2021. "Engin breyting" vísar í sviðsmynd þar sem jarðgasnotkun helst sú sama og hún var að meðaltali árin 2017-2021. "10% minni" vísar í sviðsmynd þar sem notkunin er 10% minni. "Kaldur vetur" vísar í sviðsmynd þar sem meðalnnotkun á jarðgasi samsvari því sem hún var mest árin 2017-2021.

Heimild: OECD, *Economic Outlook*, september 2022.

Mynd 8
Áhrif framboðsskorts á jarðgasi í Evrópu á alþjóðlegan hagvöxt og verðbólgu¹



1. Frávíksdæmi þar sem gert er ráð fyrir enn frekari hækkun alþjóðlegs hrávöruverðs og minnkandi framleiðslugetu vegna orkuskömmtnar í Evrópu. Til viðbótar er gert ráð fyrir að orkukreppan valdi enn frekari aukningu í óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum og hraðari hækkun vaxta vegna versnandi verðbólguhorfa. Myndin sýnir áhrif á OECD-riki í Evrópu og heimsbúskapinn í heild.

Heimild: OECD, *Economic Outlook*, september 2022.

að samdráttur yrði í fjölda Evrópuríkja. Á sama tíma myndu verðbólguhorfur í Evrópu versna enn frekar: verðbólga gæti orðið 1½ prósentu meiri á næsta ári og ½ prósentu meiri árið 2024.

... sem hefði óhjákvæmilega neikvæð áhrif á innlenda efnahagsþróun

Notast er við QMM-líkan Seðlabankans til að leggja mat á möguleg áhrif ofangreindrar sviðsmyndar á innlendar efnahagshorfur. Áætlað er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands verði að meðaltali um 1 prósentu minni en í grunnspánni á næsta ári og ½ prósentu minni árið 2024. Talið er að innflutningur frá þessum löndum minnki með svipuðum hætti. Að sama skapi er gert ráð fyrir að verðbólga í helstu viðskiptalöndum verði 1¼ prósentu meiri á næsta ári og ½ prósentu meiri árið 2024. Þá er gert ráð fyrir auknum truflunum á alþjóðlegum framleiðslukeðjum og að hrávöruverð í heild verði 11½% hærra á næsta ári en í grunnspánni. Áhrifin fjara síðan smám saman út og hrávöruverð verður orðið það sama og í grunnspánni í lok spátímans. Útflutningsverð helstu viðskiptalanda hækkar því 1½ prósentu meira en í grunnspánni á næsta ári og tæplega 1 prósentu meira árið 2024.

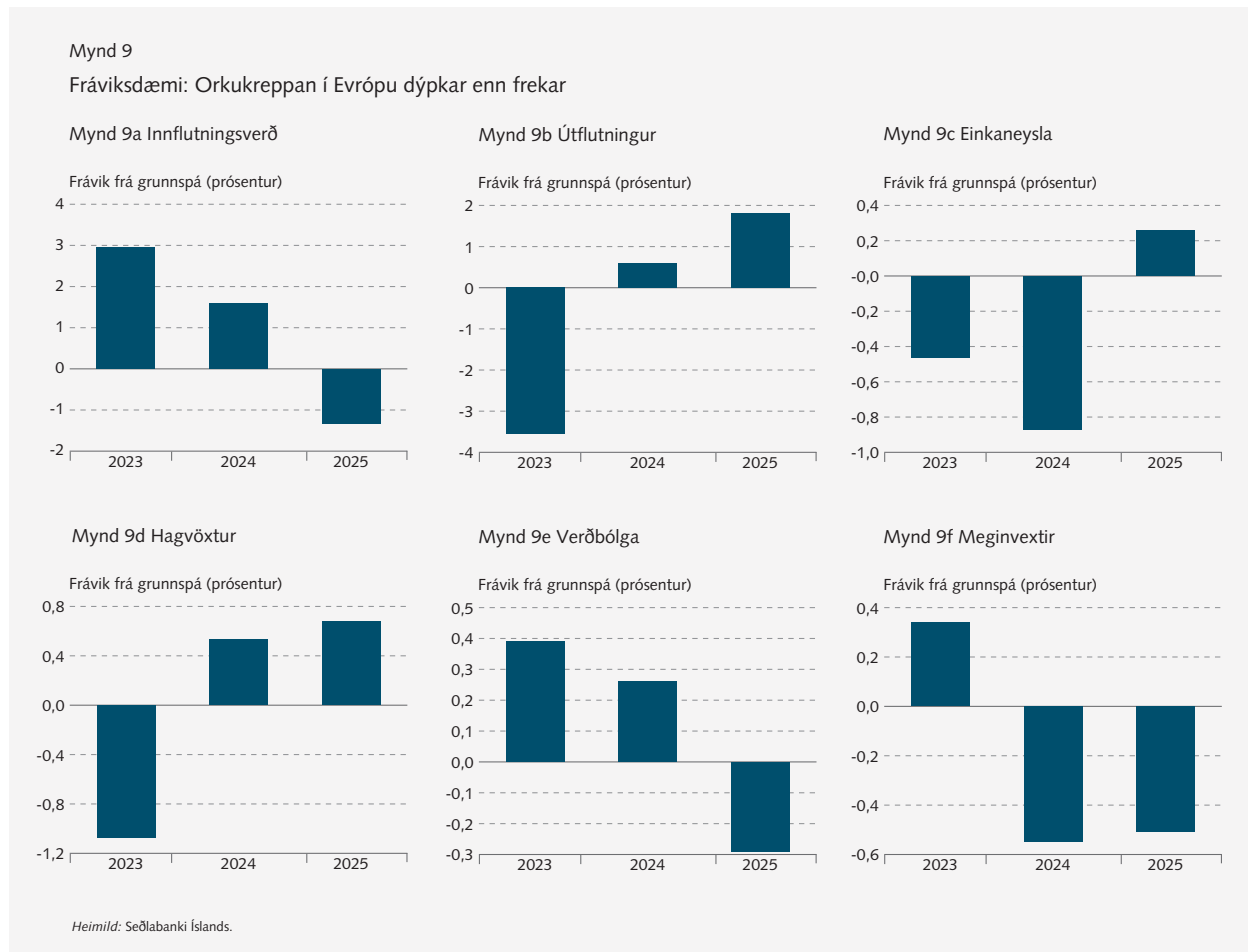
Þessu til viðbótar er talið að álverð hækki svipað og annað hrávöruverð en að verð á sjávarafurðum lækki í samræmi við lakari efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum. Meiri samdráttur á kaupmætti evrópskra heimila og aukinn varúðarsparnaður þeirra gerir það auk þess að verkum að færri ferðamenn koma hingað til lands og eftirspurn eftir ál- og sjávarafurðum gefur eftir. Þá hækkar áhættuálag á innlendar fjáreignir eins og erlendis.

Eins og sést á mynd 9a hefði þetta í för með sér að innflutningsverð myndi hækka um 3 prósentum meira í ár en samkvæmt grunnspánni og 1½ prósentu meira árið 2024. Þar fer saman meiri hækkun útflutningsverðs helstu viðskiptalanda og lægra gengi krónunnar sem er orðið ríflega 3% lægra en í grunnspá í lok spátímans.

Hægari efnahagssumsvif í helstu viðskiptalöndum og efnahagssamdráttur í Evrópu gera það að verkum að útflutningur frá Íslandi vex um 3½ prósentu minna á næsta ári en í grunnspánni en árin tvö á eftir snýst það að hluta við (mynd 9b).

Aukin óvissa um efnahagshorfur og kaupmáttarrýrnun vegna hækkunar á verði innfluttrar vöru og þjónustu gera það að verkum að innlend heimili hægja á einkaneysluútgjöldum. Við bætast áhrif hærra vaxtastigs innanlands (sjá hér á eftir). Einkaneysla vex því um ½ prósentu minna á ári á næsta ári og er hún orðin um 1% minni en í grunnspá í lok spátímans (mynd 9c). Við bætast áhrif hægari vaxtar fjármunamyndunar

og hagvöxtur verður því um 1 prósentu minni á næsta ári (mynd 9d). Það snýst að hluta við árið 2024 þar sem lægra gengi krónunnar gerir það að verkum að útflutningur nær sér á strik og hluti innlendrar eftirspurnar leitar aftur inn í þjóðarbúið. Í lok spátímans er landsframleiðslan því komin á svipað stig og í grunnspánni þótt innlend eftirspurn sé áfram veikari.



Þrátt fyrir hægari efnahagssumsvif versna innlendar verðbólguhorfur í samanburði við grunnspána. Verðbólga á næsta ári yrði ½ prósentu meiri en í grunnspánni og um 1/3 úr prósentu meiri árið 2024 (mynd 9e). Samkvæmt peningastefnureglu líkansins þyrftu meginvextir Seðlabankans því að vera lítilllega hærra á næsta ári en þegar líður á spátímann gerir meiri slaki í þjóðarbúinu það að verkum að verðbólga er orðin minni og vextir lægri en í grunnspánni (mynd 9f).

Aðrir óvissuþættir

Mikil óvissa í heimsbúskapnum og alþjóðlegar hagvaxtarhorfur gætu reynst of bjartsýnar

Til viðbótar við óvissu tengda orkukreppunni munu efnahagshorfur í heimsbúskapnum ráðast af því hve lengi átökin í Úkraínu vara og hvort þau breiðist mögulega út til annarra

landa með ófyrirsjáanlegum afleiðingum. Átökin hafa einnig haft viðtæk áhrif á alþjóðlegar virðisdeðjur og framleiðslu-
hnökrar gætu magnast upp á ný. Þá gætu átökin haft langvinn áhrif á alþjóðaviðskipti og skipulag þeirra, þ.m.t. þá alþjóðlegu verkaskiptingu sem hefur verið grundvöllur mikils lífskjarabata um allan heim. Á móti gæti þó vegið ef heimili í helstu iðnríkjum draga hraðar úr sparnaði sínum og ganga í meira mæli á uppsafnaðan sparnað frá tímum farsóttarinnar. Það myndi draga úr neikvæðum áhrifum annarra áhættu-
þátta á eftirspurn og hagvöxt.

Það eru þó fleiri þættir sem gera alþjóðlegar efnahags-
horfur óvenju brothættar. Verðbólga er t.d. mikil um allan heim og hröð hækkun vaxta og hækkandi gengi Bandaríkja-
dals hefur aukið áraun á alþjóðlega fjármálakerfið, ekki síst þar sem skuldsetning í Bandaríkjadal er mikil. Hagvöxtur í Kína hefur einnig gefið mikið eftir og gætu veikleikar á kínverskum fasteignamarkaði magnast upp sem hefði við-
tækar afleiðingar fyrir heimsbúskapinn. Þá gæti enn áhrifa COVID-19-faraldursins þar í landi og hafa stjórnvöld áfram beitt íþyngjandi sóttvarnatakmarkunum til að draga úr fjölda nýsmita.

Mikil óvissa um verðbólguhorfur og meiri hættu á vanspá verðbólgu en ofspá

Innlendar verðbólguhorfur munu að hluta ráðast af fram-
vindu stríðsátakanna í Úkraínu og þróun alþjóðlegs olíu-
og hrávöruverðs. Þær munu ekki síður ráðast af útkomu yfirstandandi kjaraviðræðna eins og rakið er fyrir í þessari rammagrein. Verði samið um meiri hækkanir launa en grunn-
spá gerir ráð fyrir gæti það einnig smitast yfir á húsnæðis-
markaðinn og hægt á hjöðnun verðhækkana. Hins vegar gæti aðlögun húsnæðismarkaðar að herra vaxtastigi og harðari lánþegaskilyrðum reynst hraðari en nú er gert ráð fyrir og húsnæðisverð gefið hraðar og meira eftir.

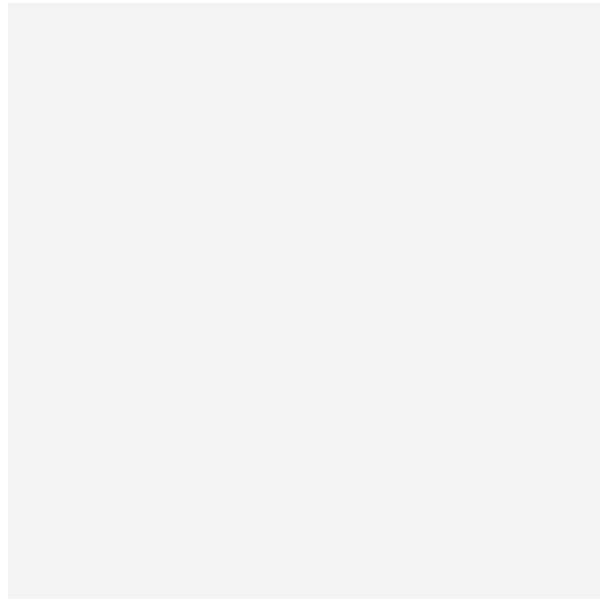
Sem fyrir er óvissa um hvernig gengi krónunnar þróast á spátímanum. Verði viðskiptakjör lakari og halli á viðskipta-
jöfnuði meiri gæti forsenda grunnspárinnar um þróun gengis krónunnar reynst of bjartsýn. Áhrif óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum á gengi krónunnar gætu einnig verið vanmetin. Hraðari vöxtur efnahagssumsvifa og aukinn vaxtamunur gagn-
vart útlöndum gætu hins vegar leitt til herra gengis en grunn-
spáin gerir ráð fyrir.

Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* hefur verið óvenju erfitt að leggja mat á framleiðslugetu þjóðarþúsins í kjölfar farsóttarinnar og þeirra framleiðslu-
truflana og sveiflna í hlutfallslegu verði sem henni hafa fylgt. Við bætast enn frekari framboðsáfall í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu. Framleiðslugetan gæti því hafa veikst enn meira en grunnspáin gerir ráð fyrir og framleiðsluspennan sem hefur

myndast í þjóðarbúinu því verið vanmetin. Þá getur spennan aukist hraðar en grunnspáin gerir ráð fyrir ef sparnaðarhlutfall heimila lækkar hraðar en nú er spáð (sjá frávíksdæmi í rammagrein 1 í *Peningamálum 2021/4*). Það sama á við ef slakað er hraðar á opinberum fjármálum en áætlað er í grunnspánni.

Eins og rakið er í rammagrein 2 hefur kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólguþéttum bankans veikst undanfarið ár. Það skapar aukna hættu á að erfiðara verði að ná verðbólgu niður á ný, t.d. vegna aukinnar hættu á vixlverkun verðlags- og launahækkana. Verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá bankans gætu þá reynst of bjartsýnar.

Þótt sumir þessara áhættuþátta gætu þróast með haggfelldari hætti en samkvæmt grunnspá virðist meiri hættu á því að verðbólga verði meiri og þrálátari en grunnspáin gerir ráð fyrir heldur en að hún hjaðni hraðar og meira.



Hefur kjölfesta verðbólguvæntinga veikst?

Verðbólguvæntingar hafa hækkað töluvert undanfarið ár. Það kemur ekki á óvart að mikil aukning verðbólgu undanfarið ýti upp væntingum um verðbólgu til skemmri tíma. Það er hins vegar öllu alvarlegra ef það verður til þess að almenningur, fyrirtæki og markaðsaðilar endurskoða væntingar sínar um verðbólgu til lengri tíma. Þá eru einnig vísbendingar um að skammtímasveiflur í verðbólgu hafi meiri áhrif á verðbólguvæntingar nú en þær hafa gert undanfarin ár. Allt þetta bendir til þess að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólguþætti Seðlabankans hafi veikst undanfarið. Í þessari rammagrein er fjallað um þessa þróun og mögulegar afleiðingar hennar.

Verðbólguvæntingar hafa hækkað undanfarið samhliða hraðri aukningu verðbólgu ...

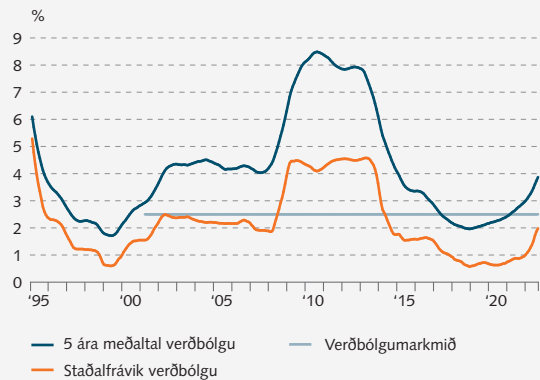
Eins og rakið er í kafla V hefur verðbólga aukist hratt undanfarin tvö ár: hún var við 2,5% verðbólguþætti Seðlabankans um mitt ár 2020, en fór yfir 4% í byrjun síðasta árs og mældist hátt í 10% í sumar. Eins og sést á mynd 1 hefur langtímaeðaltal verðbólgu því hækkað undanfarið og nálgast það sem hún var á fyrstu árum þessarar aldar þegar núverandi fyrirkomulag peningastefnunnar var innleitt. Eins og myndin sýnir hafa sveiflur í verðbólgu einnig farið vaxandi – en vel þekkt er að verðbólga verður jafnan sveiflukenndari eftir því sem hún er meiri.¹

Verðbólguvæntingar hafa að sama skapi hækkað hratt. Þetta sést á mynd 2 sem sýnir þróun skammtíma- og langtímaverðbólguvæntinga frá ársbyrjun 2012.² Skammtíma- og langtímaverðbólguvæntingar héldust tiltölulega nálægt verðbólguþætti frá árinu 2014 eftir lækkingu þeirra árin þar á undan. Þær tóku hins vegar að hækka hratt undir lok síðasta árs og voru tæplega 6% að meðaltali á þriðja ársfjórðungi þessa árs.

1. Eins og rakið er í Alþjóðagreiðslubankinn (2022) er meginástæða þess að verðbólga er stöðugri eftir því sem hún er minni ekki endilega sú að sveiflur í verði einstakra vöruflokka verði minni. Ástæðan er fremur sú að fylgni milli breytinga á verði einstakra vöruflokka verður minni eftir því sem verðbólga er minni (þ.e. áhrif breytinga á verði einstakra vöruflokka smitast síður út í aðra vöruflokka eða út í aðra geira þjóðarbúsins).
2. Skammtíma- og langtímaverðbólguvæntingar miða við væntingar til eins og tveggja ára. Þær eru mældar með miðgildi verðbólguvæntinga heimila, fyrirtækja og markaðsaðila út frá spurningakönnunum Gallup og Seðlabankans og verðbólguálags á skuldabréfamarkaði (en það er mælt út frá vaxtamuni verðtryggðra og óverðtryggðra ríkistryggðra skuldabréfa). Langtímaverðbólguvæntingar eru metnar með sama hætti fyrir væntingar til fimm og tíu ára (auk verðbólguálagsins til fimm ára eftir fimm ár).

Mynd 1

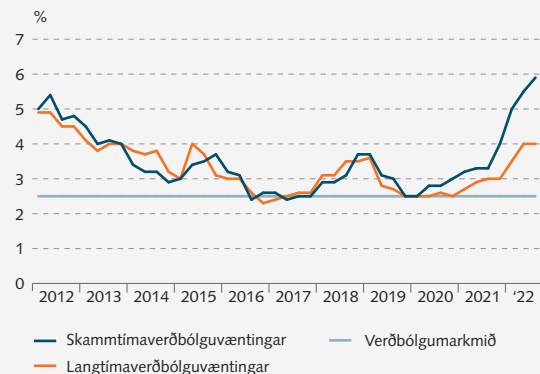
Langtímaleitni og sveiflur í verðbólgu á Íslandi¹
Janúar 1995 - september 2022



1. Myndin sýnir hreyfanlegt 5 ára meðaltal og staðalfrávik ársverðbólgu.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Skammtíma- og langtímaverðbólguvæntingar¹
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2022



1. Skammtíma- og langtímaverðbólguvæntingar eru miðgildi skammtíma- og langtímaverðbólguvæntinga heimila, fyrirtækja og markaðsaðila og skammtíma- og langtímaverðbólguálags (væntingar og álag til 1 og 2 ára). Langtímaverðbólguvæntingar eru miðgildi langtímaverðbólguvæntinga heimila, fyrirtækja og markaðsaðila og langtímaverðbólguálags (væntingar og álag til 5 og 10 ára).
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Langtímaverðbólguvæntingar hafa einnig hækkað undanfarið þótt hækkun þeirra sé heldur hóflegri: þær fóru yfir 3% snemma á þessu ári og voru komnar í 4% um mitt ár eftir að hafa lengi vel verið í ágætu samræmi við verðbólgu-markmiðið.³

... og kjölfesta þeirra í verðbólgu-markmiði virðist hafa veikst

Verðbólga hefur verið 3% eða meiri frá því í júlí 2020 og meiri en 5% í tæplega ár. Svo mikil verðbólga og langvarandi frávik frá markmiði auka hættuna á því að kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði bankans taki að veikjast á ný eftir langvarandi baráttu við að skapa þeim kjölfestu sem loks virtist hafa tekist um miðjan síðasta áratug. Þetta endurspeglast í fyrrgreindri hækkun verðbólguvæntinga en lengri tíma væntingar hafa nú verið meira en ½ prósentu yfir markmiði í ríflega ár og eru nú um 4% eins og áður segir. Almennt virðist því vera gert ráð fyrir að verðbólga verði um 1½ prósentu meiri til lengdar en markmið Seðlabankans segir til um. Ljóst virðist því að kjölfesta markmiðsins hafi veikst miðað við það sem kalla má „markmiðs-kjölfestu“ (e. level anchoring; sjá Ball og Mazumder, 2011). Þetta á þó síður við um verðbólguvæntingar til skemmri tíma, þótt þær hafi vissulega hækkað mikið, enda hefur hækkun þeirra verið áþekkt því sem gert hefur verið ráð fyrir í verðbólgu-spám Seðlabankans eitt ár fram í tímann (mynd 3).

Áhrif verðbólgu á verðbólguvæntingar hafa aukist á ný

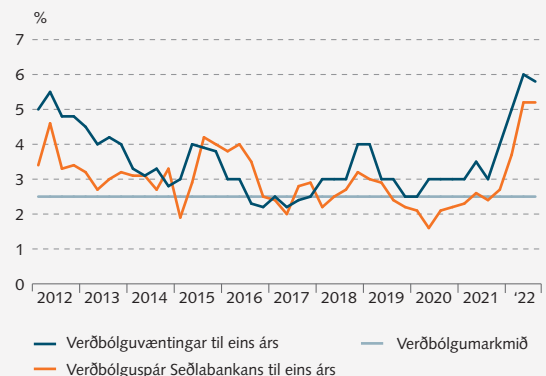
Önnur nálgun til að kanna hvort kjölfesta verðbólguvæntinga hafi veikst er að skoða hvort verðbólguvæntingar verði fyrir áhrifum af óvæntum skammtímasveiflum í verðbólgu (það sem Ball og Mazumder kalla „shock anchoring“). Hafi væntingar trausta kjölfestu í verðbólgu-markmiðinu má ætla að verðbólguvæntingar – a.m.k. væntingar til nægilega langs tíma – breytist ekki þótt núverandi verðbólga reynist meiri eða minni en búist var við. Við þær aðstæður treystir almenn-ingur og fyrirtæki því að Seðlabankanum takist að koma verðbólgu aftur í markmið þegar frá líður. Sjái þau hins vegar að Seðlabankinn bregst ekki með nægjanlega afgerandi hætti við óvæntri aukningu verðbólgu gæti það haft áhrif á ákvarðanir þeirra og líkur aukast á að tímabundin aukning verðbólgu festist í sessi.⁴

3. Lækkun langtímaverðbólguvæntinga frá árinu 2012 lék lykhillutverk í hjöðnun verðbólgu á síðasta áratug eins og rakið er í Þórarinn G. Pétursson (2022).
4. Þetta á þó síður við væntingar til mjög skamms tíma (eins og t.d. til eins árs) þar sem óraunhæft er að peningastefnan geti eða vilji sporna að öllu leyti gegn óvæntum sveiflum í verðbólgu innan svo skamms tíma.

Mynd 3

Verðbólguvæntingar og -spár eitt ár fram í tímann¹

1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2022



1. Miðgildi verðbólguvæntinga heimila, fyrirtækja og markaðsaðila til 1 árs og verðbólgu-spá Seðlabankans til 1 árs í mismunandi útgáfum *Peningamála*.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Til að kanna hvort ófyrirséðar breytingar í verðbólgu hreyfi við verðbólguvæntingum og hvort þau áhrif hafi aukist er notast við eftirfarandi aðfallsgreiningu:

$$(1) \Delta\pi_{t+h}^e = \beta^h \pi_t^{news} + \varepsilon_{t+h}$$

þar sem $\Delta\pi_{t+h}^e$ er breyting væntinga um verðbólgu h ár fram í tímann, π_t^{news} er ófyrirséð verðbólga og ε_{t+h} er afgangslíður. Verðbólguvæntingar eru metnar út frá könnunum meðal heimila, fyrirtækja og markaðsaðila og út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði og eru til eins, tveggja, fimm og tíu ára (auk fimm ára verðbólguálagsins eftir fimm ár).

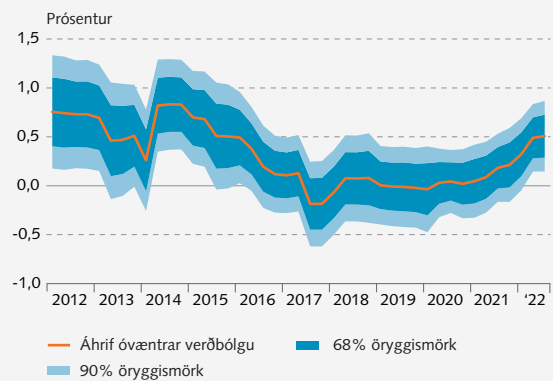
Ófyrirséð verðbólga er nálguð út frá frávikmiðgildis í spám greiningaraðila á mánaðarlegri breytingu vísitölu neysluverðs en Seðlabankinn hefur safnað þessum gögnum frá ársbyrjun 2006. Notast er við ársfjórðungsleg meðaltöl mánaðartalna og eru spáfrávikin færð á ársgrunn.⁵ Stíkin β^h mælir þá viðbrögð verðbólguvæntinga til h ára við óvæntri verðbólguvæntingu. Stíkin gefur því mat á hversu traust kjölfesta verðbólguvæntinga er. Sé hún nægilega traust ætti hann að vera tölfraðilega ómarktækur frá núlli.

Jafna (1) er metin með ársfjórðungsgögnum frá fyrsta ársfjórðungi 2006 til þriðja ársfjórðungs 2022 fyrir alla mælikvarðana á verðbólguvæntingum yfir fimm ára hreyfanlegan glugga.⁶ Mynd 4 sýnir matið fyrir skammtímaverðbólguvæntingar (þ.e. til allt að tveggja ára) frá ársbyrjun 2012. Myndin sýnir miðgildi matsins fyrir mismunandi mælikvarða á verðbólguvæntingum en niðurstaðan er sú sama fyrir þá alla. Eins og myndin sýnir eru áhrif ófyrirséðrar verðbólgu tölfraðilega marktæk framan af: árið 2012 leiddi óvænt 1 prósentu aukning verðbólgu t.d. til um $\frac{3}{4}$ prósentu hækkunar skammtímaverðbólguvæntinga. Áhrifin fara hins vegar smám saman minnkandi og eru horfin árið 2016. Þau fara hins vegar vaxandi á ný þegar líða tekur á síðasta ár og eru orðin tölfraðilega marktæk þegar kemur fram á þetta ár.

Svipaða sögu er að segja af langtímaverðbólguvæntingum (mynd 5). Áhrifin eru tölfraðilega marktæk framan af en eru horfin í ársbyrjun 2014. Þau taka hins vegar að aukast á ný er líður á tímabilið og eru orðin tölfraðilega marktæk í byrjun þessa árs ef miðað er við 90% öryggisbil matsins (eða á seinni hluta síðasta árs sé miðað við öryggisbil

- Við mat á kjölfestu verðbólguvæntinga með ársfjórðungsgögnum eins og hér er gert er betra að notast við óvænta verðbólgu sem skýristærð en t.d. breytingar í verðbólgunni sjálfri eða frávik hennar frá markmiði þar sem minni hætta er á að orsakasambandið sé í báðar áttir (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2016).
- Verðbólguálagið og gögn um verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja til eins árs ná aftur til ársbyrjunar 2006 en væntingar þeirra til tveggja ára aftur til þriðja ársfjórðungs 2008. Gögn um verðbólguvæntingar markaðsaðila ná aftur til ársbyrjunar 2012. Ekki er hins vegar hægt að notast við gögn um væntingar heimila og fyrirtækja til fimm ára í aðfallsgreiningunni þar sem þau ná einungis aftur til ársins 2018.

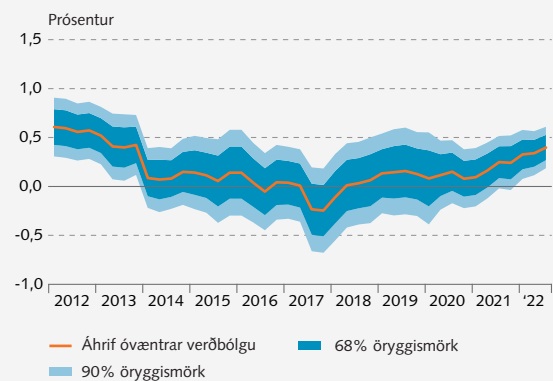
Mynd 4
Áhrif óvænttrar verðbólgu á skammtímaverðbólguvæntingar¹



1. Mat á áhrifum óvænttrar 1 prósentu aukningar verðbólgu á skammtímaverðbólguvæntingar. Áhrifin eru metin út frá jöfnu (1) metinni með aðfallsgreiningu yfir 5-ára hreyfanlegan glugga. Myndin sýnir miðgildi mats fyrir skammtímaverðbólguvæntingar heimila, fyrirtækja og markaðsaðila og skammtímaverðbólguálag (væntingar og álag til 1 og 2 ára).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Áhrif óvænttrar verðbólgu á langtímaverðbólguvæntingar¹



1. Mat á áhrifum óvænttrar 1 prósentu aukningar verðbólgu á langtímaverðbólguvæntingar. Áhrifin eru metin út frá jöfnu (1) metinni með aðfallsgreiningu yfir 5-ára hreyfanlegan glugga. Myndin sýnir miðgildi mats fyrir langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila og langtímaverðbólguálag (væntingar og álag til 5 og 10 ára).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

sem samsvarar einu staðalfrávikni). Miðað við nýjasta matið veldur óvænt 1 prósentu aukning verðbólgu því að langtímaverðbólguvæntingar eru endurskoðaðar upp á við um 0,4 prósentur.

Á heildina litið virðast áhrif óvæntrar verðbólgu á verðbólguvæntingar því hafa farið minnkandi er leið á síðasta áratug í takt við bætta árangur peningastefnunnar við að halda verðbólgu nálægt verðbólgu markmiði Seðlabankans. Það er í takt við niðurstöður svipaðrar greiningar í Seðlabanki Íslands (2017) en þar kemur fram að áhrif óvæntrar verðbólgu á verðbólguvæntingar hafi verið mikil á tímabilinu 2003-2007 en að þau hafi orðið tölfræðilega ómarktæk þegar horft er til tímabilsins 2012-2016 (sjá mynd 4.12 á bls. 19). Niðurstöður aðfallsgreininganna sem sýndar eru á myndum 4 og 5 benda hins vegar til þess að þessi áhrif hafi aukist á ný undir lok síðasta árs eða þegar kom fram á þetta ár.

Af hverju skiptir þetta máli?

Kjölfesta verðbólguvæntinga hér á landi virðist hafa veikst undanfarið samfara því að verðbólga hefur aukist. Verðbólguvæntingar hafa hækkað og sveiflur í verðbólgu og verðbólguvæntingum aukist. Áhrif þessa eru víðtæk. Auknar sveiflur í verðbólgu og verðbólguvæntingum leiða t.d. til aukinna sveiflna í nafn- og raunvöxtum sem aftur leiða til aukinna sveiflna í efnahagssumsvifum og gengi krónunnar (sjá nánar í Seðlabanki Íslands, 2017).

Veikari kjölfesta verðbólguvæntinga gerir það einnig að verkum að erfiðara verður að ná verðbólgu niður á ný og áhrif kostnaðarskella og hlutfallslegra verðbreytinga á verðbólgu verða meiri og langlífari en þegar kjölfestan er traustari. Það sést m.a. á samspili launabreytinga og verðbólgu en þetta samband hefur almennt veikst eftir því sem kjölfesta verðbólguvæntinga hefur styrkst. Niðurstöður Bobeica o.fl. (2021) benda t.d. til þess að traustari kjölfesta verðbólguvæntinga leiki lykilhlutverk í því að skýra minnkandi tengsl milli launahækkana og verðbólgu í Bandaríkjunum undanfarna þrjú áratugi. Niðurstöður Alþjóðagreiðslubankans (2022) segja sömu sögu: áhrif launahækkana á verðbólgu eru minni í löndum þar sem verðstöðugleika hefur verið náð en í löndum þar sem verðbólga er jafnan meiri.

Traustari kjölfesta verðbólguvæntinga dregur ekki einungis úr áhrifum launahækkana á verðbólgu heldur almennt úr áhrifum framboðsskella á verðbólgu. Niðurstöður Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2022) benda t.d. til þess að framboðshökrar hafi meiri og þrálátari áhrif á verðbólgu sé kjölfesta væntinga veik og samkvæmt Baba og Lee (2022) hefur hækkun olíuverðs minni áhrif á laun og verðlag þegar verðbólga er lítil fyrir en þegar hún er mikil (sjá einnig niðurstöður Alþjóðagreiðslubankans, 2022). Það er í takt við niðurstöður

Bems o.fl. (2021) sem benda til þess að verðbólguáhrif viðskiptakjaraskells séu minni og skammlífar þegar verðbólga er lítil fyrir og verðbólguvæntingar hafa traustari kjölfestu. Að hluta til rekja þeir ástæðuna til þess að gengi gjaldmiðilsins lækkar minna en ella þegar kjölfestan er traust en einnig til þess að áhrif gengislækkunarinnar á verðbólgu verða að sama skapi minni. Það er í takt við fjölda rannsókna sem sýna að áhrif gengisbreytinga á verðbólgu (e. exchange rate pass-through) eru minni eftir því sem kjölfesta verðbólguvæntinga er traustari (sjá t.d. Gagnon og Ihrig, 2004). Það er einnig í samræmi við niðurstöður Edwards og Cabezas (2022) um að áhrif gengisbreytinga á verðbólgu hér á landi hafi minnkað töluvert eftir því sem trúverðugleiki peningastefnunnar jókst í kjölfar þess að endurbætur voru gerðar á ramma peningastefnunnar fyrir liðlega áratug.

Til að gefa hugmynd um hve miklu máli það skiptir að verðbólguvæntingar hafi trausta kjölfestu ber mynd 6 saman áhrif 1% varanlegrar hækkunar innflutningsverðs á innlenda verðbólgu eftir því hvort langtímaverðbólguvæntingar bregðast við eða ekki. Notast er við verðbólgujöfnu QMM-líkans Seðlabankans og þessi 1% hækkun innflutningsverðlags framkölluð með hækkun olíuverðs og alþjóðlegrar verðbólgu (sjá einnig umfjöllun í kafla I í *Peningamálum* 2018/2). Sínd eru tvö dæmi. Í því fyrra er gert ráð fyrir að kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga haldi en í því síðara gefur hún eftir og þær hækka í takt við nýliðna verðbólgu. Eins og sjá má eru áhrifin töluvert minni og fjara mun hraðar út ef kjölfesta væntinga heldur. Gefi kjölfestan eftir leiðir þessi 1% hækkun innflutningsverðlags til varanlegrar 0,4% hækkunar vísitölu neysluverðs en haldi hún eru langtímaáhrifin um helmingi minni.

Samantekt

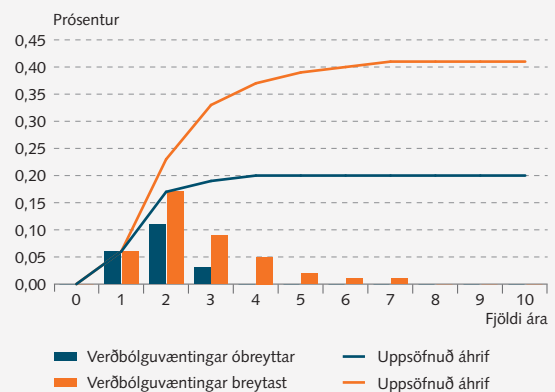
Kjölfesta verðbólguvæntinga virðist hafa veikst undanfarið ár í takt við hratt vaxandi verðbólgu og viðvarandi frávik verðbólgu frá verðbólguþáttmiði Seðlabankans. Veikari kjölfesta væntinga eykur hættu á að mikil verðbólga festist í sessi og erfiðara verður að ná henni niður á ný eftir því sem kjölfestan verður veikari. Það undirstrikar mikilvægi snarpra viðbragða peningastefnunnar undanfarið til að tryggja aftur kjölfestu þeirra í markmiði.

Heimildir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2016). Global disinflation in an era of constrained monetary policy. International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, kafli 3, október 2016.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2022). Wage dynamics post COVID-19 and wage-price spiral risks. International

Mynd 6

Áhrif 1% hækkunar innflutningsverðlags á verðbólgu¹



1. Myndin sýnir stílfærð áhrif 1% varanlegrar hækkunar innflutningsverðlags á árlega verðbólgu og uppsöfnuð áhrif á verðlag. Sínd eru tvö dæmi. Í því fyrra haldast verðbólguvæntingar óbreyttar í verðbólguþáttmiði Seðlabankans en í því síðara hefur hækkunin áhrif á langtímaverðbólguvæntingar.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

- Monetary Fund, *World Economic Outlook*, kafli 2, október 2022.
- Alþjóðagreiðslubankinn (2022). Inflation: A look under the hood. Bank of International Settlements, *BIS Annual Economic Report*, júní 2022.
- Baba, C., og J. Lee (2022). Second-round effects of oil price shocks. International Monetary Fund, *Working Paper* nr. 22/173.
- Ball, L., og S. Mazumder (2011). Inflation dynamics and the Great Recession. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 42, 337-381.
- Bems, R., F. Caselli, F. Grigoli, B. Gruss (2021). Expectations' anchoring and inflation persistence. *Journal of International Economics*, 132, 1035-16.
- 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.
- Edwards, S., og L. Cabezas (2022). Exchange rate pass-through, monetary policy, and real exchange rates: Iceland and the 2008 crisis. *Open Economics Review*, 33, 197-230.
- Gagnon, J., og J. Ihrig (2004). Monetary policy and exchange rate passthrough. *International Journal of Finance and Economics*, 9, 315-338.
- Seðlabanki Íslands (2017). Peningastefna byggð á verðbólguþróun: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar. *Sérít* nr. 11.
- Pórarinn G. Pétursson (2022). Long-term inflation expectations and inflation dynamics. *International Journal of Finance and Economics*, 27, 158-174.

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2023

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2023 var lagt fram á Alþingi í september sl. Tekjur ríkissjóðs á næsta ári munu aukast um rúma 163 ma.kr. frá fjárlögum ársins 2022 en útgjöld um tæpa 68 ma.kr. Halli á afkomu ríkissjóðs verður 89 ma.kr. sem er 97,4 ma.kr. minni halli en í fjárlögum ársins 2022. Halli á vaxtjöfnuði eykst um nærri 9 ma.kr. milli ára og verður 63½ ma.kr. en halli á frumjöfnuði minnkar um 106 ma.kr. frá fjárlögum og verður 25½ ma.kr. Halli ársins svarar til 2,3% af landsframleiðslu samkvæmt frumvarpinu sem er 2,9 prósentum minna en í fjárlögum 2022 (tafla 1).

Tafla 1 Yfirlit yfir afkomu samkvæmt fjárlögum ársins 2022 og fjárlagafrumvarpi ársins 2023

Þjóðhagsgrunnur	Ma.kr.		
	Fjárlög 2022	Frumvarp 2023	Breyting í ma.kr.
Frumtekjur	939,5	1.099,8	160,2
Frumgjöld	1.071	1.125,2	54,1
Frumjöfnuður	-131,5	-25,4	106,1
Vaxtatekjur	12,4	17,5	5,0
Vaxtagjöld	67,3	81,1	13,8
Vaxtjöfnuður	-54,9	-63,6	-8,7
Heildartekjur	952,0	1.117,2	165,3
Heildargjöld	1.138,3	1.206,2	67,9
Heildarjöfnuður	-186,4	-89,0	97,4
	% af VLF		
Þjóðhagsgrunnur	Fjárlög 2022	Frumvarp 2023	Breyting í prósentum
Frumtekjur	26,4	28,5	2,1
Frumgjöld	30,0	29,1	-0,9
Frumjöfnuður	-3,7	-0,7	3,0
Vaxtatekjur	0,3	0,5	0,1
Vaxtagjöld	1,9	2,1	0,2
Vaxtjöfnuður	-1,5	-1,6	-0,1
Heildartekjur	26,7	28,9	2,2
Heildargjöld	31,9	31,2	-0,7
Heildarjöfnuður	-5,2	-2,3	2,9

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2023.

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* 2022/2 frá því í maí). Frá þeim tíma hafa efnahagshorfur breyst nokkuð og samkvæmt nýrri grunnspá bankans verða hagvöxtur og verðbólga heldur meiri á árinu 2023 en spáð var í maí sl. (sjá kafla III og V).

Tafla 2 Þjóðhagsforsendur fjárlagafrumvarps ársins 2023

	Spá Hagstofu Íslands (%)	PM 2022/2 (%)
Einkaneysla	2,6	3,0
Samneysla	1,1	1,7
Fjármunamyndun	-0,3	-0,5
Útflutningur	6,2	5,2
Innflutningur	3,8	3,5
Verg landsframleiðsla	2,7	2,6
Neysluverðsvísitala	4,9	5,0
Atvinnuleysi	3,7	4,2
Gengisvísitala	-1,5	1,4
Launavísitala	5,2	5,7

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

Ýmsar forsendur fjárlagafrumvarps fyrir árið 2023

- *Launaforsendur:* Alla jafna byggjast launaforsendur frumvarpsins á gildandi kjarasamningum. Þar sem kjarasamningar fyrir næsta ár liggja ekki fyrir er í staðinn byggt á forsendum fjármálaáætlunar um kaupmáttaraukningu opinberra starfsmanna. Kostnaður vegna launahækkunar er metinn 19,1 ma.kr. en þar af eru 5,1 ma.kr. vegna endurmats á launaforsendum fyrri ára.
- *Verðlagsforsendur:* Almenn hækkun rekstrargjalda tekur mið af verðbólguþá Hagstofunnar. Verðbólga er talin verða 7,5% í ár sem er hækkun um 4,2 prósentur frá forsendum fjárlaga fyrir árið 2022 en búist er við að hún minnki á næsta ári og verði 4,9%. Útgjöld verða 9,6 ma.kr. meiri á þessu ári vegna meiri verðbólgu og rúmlega 11 ma.kr. á því næsta. Í heildina má því rekja um 20,7 ma.kr. aukningu útgjalda til forsendna um verðlagsþróun.
- *Gengisforsendur:* Í frumvarpinu er miðað við meðalgengi í júlí 2022 sem felur í sér um 5,8% hækkun á gengi krónunnar milli ára. Þetta leiðir til um 3 ma.kr. lækkunar útgjalda. Þar vega útgjöld vegna utanríkismála og lyfjakostnaðar þyngst.
- *Atvinnuleysisbætur og bætur almannatrygginga:* Bætur almannatrygginga hækka um 6% á næsta ári sem bætist við 3% hækkun í júní sl. Atvinnuleysisbætur hækka sem nemur verðbólgu eða 4,9%. Kostnaður af hækkun fjárhæða bóta er áætlaður 19,1 ma.kr.

Samtals nema launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar á fjárheimildum í fjárlagafrumvarpi ársins 2023, 52,6 ma.kr. (tafla 3).

Nokkrar nýjar breytingar á skattkerfinu taka gildi á næsta ári. Gert er ráð fyrir að lögfestar skattkerfisbreytingar lækki tekjur ríkissjóðs á næsta ári um 3,6 ma.kr. en þar er um

Tafla 3 Launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar árið 2023

Rekstrargrunnur	Útgjaldaáhrif ma.kr.
Launaforsendur	
Hækkun launa umfram forsendur fjárlaga 2022	5,1
Áætlaðar launahækkningar 2023	14,0
Samtals launahækkningar	19,1
Atvinnuleysisbætur og bætur almannatrygginga	19,1
Almennar verðlagsforsendur	20,1
Gengisforsendur	-3,0
Samtals launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar	52,6

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2023.

að ræða fjölgun hreinna rafmagnsbifreiða sem njóta VSK-ívilnunar. Á móti skila breytingar sem ekki hafa verið lögfestar rúmlega 14 ma.kr. í auknar tekjur en þar munar mestu um hækkun gjalda í samræmi við áætlaðar verðlagsbreytingar auk breytinga á vörugjaldi bifreiða og bifreiðagjaldi. Samtals munu breytingarnar skila 10,5 ma.kr. tekjuauka á næsta ári (tafla 4).

Tafla 4 Tekjuáhrif skattabreytinga á ríkissjóð árið 2023

Rekstrargrunnur	Tekjur ma.kr.
Lögfestar breytingar	
Fjölgun rafmagnsbíla sem njóta VSK-ívilnunar	-3,6
Ólögfestar breytingar	
Breytingar á vörugjöldum á ökutæki	2,7
Breytingar á bifreiðagjaldi	2,2
Varaflugvallagjald	1,4
Breyting á verðmætagjaldi sjókvíaldis	0,5
Hækkun gjalda vegna verðbólgu	6,4
Aðrar breytingar	0,8
Samtals lögfestar og ólögfestar breytingar	10,5

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2023.

Auk ofangreindra breytinga verða tekjur ríkissjóðs á næsta ári fyrir áhrifum af fyrri skattabreytingum. Þar er um að ræða breytingar sem annað hvort komu til framkvæmda að hluta til í ár eða tímabundnar ráðstafanir sem ganga til baka í ár á borð við aukna endurgreiðslu VSK vegna „allir vinna“ átaksins á fyrri hluta 2022. Samtals aukast tekjur ríkissjóðs um 13,4 ma.kr. á næsta ári vegna þessara áhrifa. Samanlagt aukast skatttekjur ríkissjóðs því um 23,9 ma.kr. á næsta ári vegna breytinga á skattkerfinu (mynd 1).

Endurskoðun tekjuáætlunar fyrir árið 2022

Umtalsverð breyting er á tekjuáætlun líðandi árs frá fjárlögum en þar leggjast á sömu sveif rúmlega 50 ma.kr. meiri skatttekjur, sem endurspeglar meiri efnahagssumsvif en gert var ráð fyrir, og rúmlega 14 ma.kr. meiri arðgreiðslur. Tryggingagjald verður jafnframt um 11 ma.kr. hærra en fjárlög sögðu til um. Á heildina litið er áætlað að tekjur ársins verði um 78,6 ma.kr. meiri en í fjárlögum.

Breytingar á tekjuhlíð fyrir árið 2023

Tekjur ríkissjóðs samkvæmt frumvarpinu á næsta ári verða 1.117 ma.kr. og eru nánast óbreyttar frá fjármálaáætluninni. Nokkrar breytingar eru þó á einstaka undirliðum en þær veða að mestu upp hvor á móti annari. Stærsta breytingin er í áætlunum veltusköttum sem eru 4,6 ma.kr. meiri í frumvarpinu en í fjármálaáætlun á meðan tekjuskattar munu skila 3,2 ma.kr. minni tekjum.

Eins og sést á mynd 1 munu tekjur á næsta ári aukast um nærri 87 ma.kr. frá áætlunum tekjum ársins í ár. Bróðurpart aukningarinnar má rekja til aukinna efnahagssumsvifa og áhrifum á skatttekjur ríkissjóðs.

Breytingar á gjaldahlíð fyrir árið 2023

Á næsta ári hækka útgjöld um tæpa 68 ma.kr. frá fjárlögum 2022 og verða 1.206 ma.kr. Til hækunar koma áhrif af launa- og verðlagsbótum og bundin útgjöld, m.a. vegna fjölgunar öryrkja og aldraðra og vaxtakostnaðar, til viðbótar við aukið svigrúm vegna nýrra verkefna. Tímabundin framlög, einkum vegna kórónuveirufaraldursins, falla hins vegar niður auk þess sem aðhaldsmarkmiðum er ætlað að draga úr útgjöldum.

Miklar breytingar á efnahagsþróuninni hafa verið á árinu 2022 sem hafa áhrif á útgjöld ríkissjóðs á árinu. Þannig er áætlað að útgjöld ársins verði 34 ma.kr. meiri en fjárlög ársins kváðu á um en þar munar mestu um vaxtagjöld. Samkvæmt fjárlagafrumvarpinu aukast útgjöld um tæpa 34 ma.kr. á næsta ári frá áætlunum heildargjöldum árið 2022 en eins og mynd 2 sýnir þá koma minni vaxtagjöld að hluta á móti auknum rekstrargjöldum á árinu.

Minni halli í ár en búist var við í fjármálaáætlun

Í fjármálaáætlun sem samþykkt var sl. sumar var áætlað að afkoma ríkissjóðs yrði neikvæð um tæplega 158 ma.kr. í ár en í uppfærðri áætlun fyrir árið er gert ráð fyrir 142 ma.kr. halla. Munurinn skýrist af því að áætlað er að skatttekjur og arðgreiðslur verði meiri á árinu. Á móti þessu vegur að vaxtagjöld og launakostnaður eru meiri í nýrri áætlun en að samanlögðu verður halli á frumjöfnuði rúmum 25 ma.kr. minni en í fjármálaáætlun og heildarjöfnuður tæpum 16 ma.kr. minni.

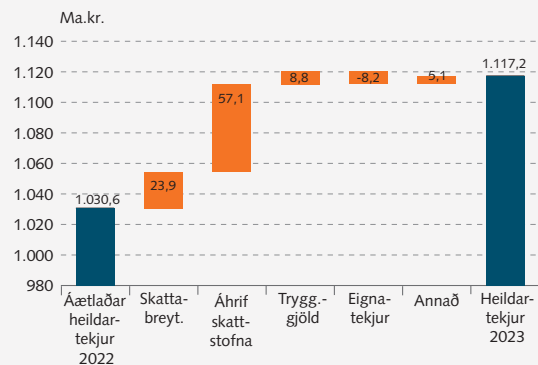
Halli ríkissjóðs minni en viðmið fjármálastefnunnar

Tekjujöfnuður fjárlagafrumvarpsins fyrir árið 2023 er neikvæður um 89 ma.kr. sem er 6,5 ma.kr. meiri halli en áætlað var í fjármálaáætlun í sumar. Líkt og fyrir árið 2022 má helst rekja breytinguna til hærri vaxtagjalda og launakostnaðar.

Líkt og á síðustu árum vegur vaxtagjöfnuður þungt í afkomu ríkissjóðs en hann er neikvæður um 63,6 ma.kr. í frumvarpinu. Halli á frumjöfnuði verður um 25,4 ma.kr. á

Mynd 1

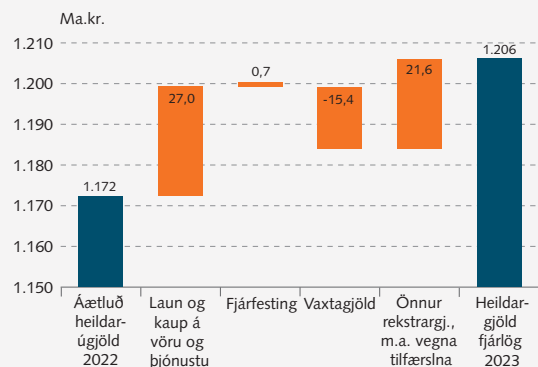
Breyting tekna frá áætlun 2022



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2023, fjármála- og efnahagsráðuneytið.

Mynd 2

Breyting útgjalda fjárlaga frá áætlun 2022



Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2023.

árinu eða tæpur þriðjungur af heildarhalla ársins. Í hlutfalli af áætlaðri landsframleiðslu ársins nemur heildarhalla á tekjujöfnuði ríkissjóðs 2,3% en hallinn á frumjöfnuði 0,7%. Hallinn hefur því minnkað nokkuð frá því er hann var mestur árið 2021 en þá var hann 8,1%.

Líkt og fyrr segir er hallinn á tekjujöfnuði samkvæmt frumvarpinu umfram það sem fram kemur í fjármálaáætlun. Hallinn á næsta ári verður hins vegar umtalsvert minni en viðmið fjármálastefnu 2022-2026 sem Alþingi samþykkti í febrúar sl. segja til um. Í kafla III er fjallað nánar um afkomuna þegar leiðrétt hefur verið fyrir áhrifum hagsveiflunnar.

Meiri halli á ríkissjóði en fyrir faraldurinn

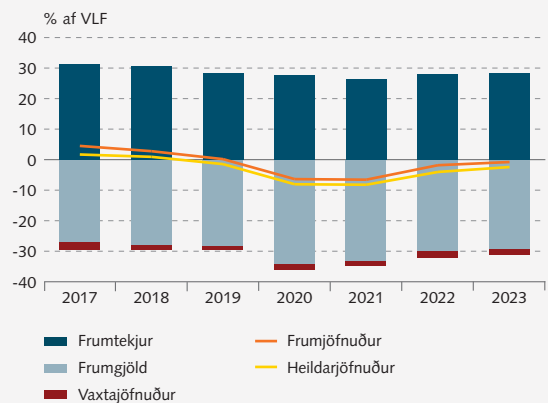
Samkvæmt áætluninni fyrir árið 2022 verða tekjur A1-hluta ríkissjóðs í heild 28,5% af landsframleiðslu og frumtekjur 28%. Á næsta ári verða heildartekjur 28,9% af landsframleiðslu og frumtekjur 28,5%. Þetta er heldur lægra hlutfall í ár og á næsta ári en var áður en faraldurinn hófst.

Heildargjöld verða 32,4% af landsframleiðslu í ár og frumgjöld 29,7% af landsframleiðslu en á næsta ári lækka þessi hlutföll í 31,2% og 29,1% samkvæmt frumvarpinu. Þetta eru nokkru hærra hlutföll en voru síðustu árin fyrir farsóttina. Afkoma ríkissjóðs verður því umtalsvert neikvæðari en á árunum fyrir farsóttina. Eins og sést á mynd 3 skýrir meiri halli á frumjöfnuði að mestu þá þróun. Þrátt fyrir að skuldir ríkissjóðs hafi aukist á síðustu árum er ekki áætlað að halli á vaxtajöfnuði ríkissjóðs verði meiri á næsta ári en hann var áður en farsóttin skall á.

Hækkun skuldahlutfallsins stöðvast fyrr en áður var talið

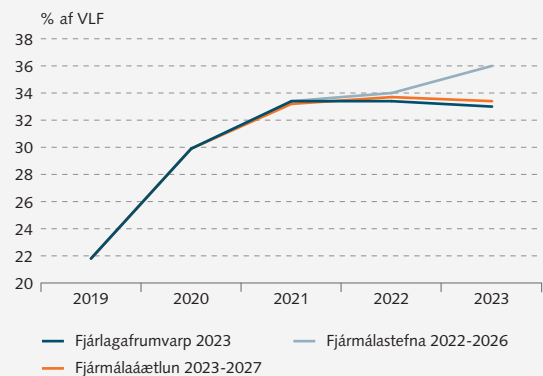
Skuldir ríkissjóðs hafa aukist vegna hallarekstrar ríkissjóðs á tímum farsóttarinnar. Sé horft til skulda ríkissjóðs samkvæmt skuldareglunni sem miðað er við í lögum um opinber fjármál er áætlað að hlutfallið hafi hækkað úr 21,8% af landsframleiðslu árið 2019 í 33,4% á síðasta ári (mynd 4). Í áætlun frumvarpsins helst hlutfallið óbreytt milli árunna 2021 og 2022 en lækkar í 33% á næsta ári. Fyrir næsta ár er þetta lítilsháttar breyting frá fjármálaáætlun árunna 2023-2027 en þar var áætlað að skuldahlutfallið lækkaði á næsta ári en hækkaði svo aftur til ársins 2025 þar sem það færi hæst í 34,5% af landsframleiðslu. Að sama skapi er skuldahlutfall næsta árs umtalsvert lægra en í fjármálastefnu 2022-2026 og munar þar 3 prósentum. Það er einnig umtalsvert lægra en það fór hæst í kjölfar fjármálakreppunnar þegar skuldahlutfallið fór í 58½% af landsframleiðslu árið 2009.

Mynd 3
Afkoma A1-hluta ríkissjóðs 2017-2023



Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2023, fjármála- og efnahagsráðuneytið.

Mynd 4
Skuldir ríkissjóðs samkvæmt skuldareglu¹



1. Skuldir A1-hluta ríkissjóðs samkvæmt skuldareglu eru heildarskuldir að fráregnum lífeyrisskuldbindingum, viðskiptaskuldum, sjóðum og bankainnstæðum.
Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2023, fjármála- og efnahagsráðuneytið, fjármálastefna 2022-2026.

Spár Seðlabankans um efnahagsþróun ársins 2021

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.

Þau tvö ár sem liðu frá því að COVID-19-farsóttin barst hingað til lands og þar til að Hagstofa Íslands birti fyrstu áætlun um hagvöxt ársins 2021 voru umrótssöm. Ný heimsmynd blasti við þegar tilkynnt var að hættuleg og bráðsmitandi farsótt hefði brotist út og eldri spár viku fyrir sviðsmyndum þar sem áætlanir um gang faraldursins voru í fyrirrúmi. Í fyrstu lituðust spár bankans einkum af fréttum af nýjum afbrigðum veirunnar og því hvernig smitfjöldi og umfang sóttvarnaráðstafana þróuðust hér á landi og í viðskiptalöndum. Þegar leið á faraldurinn tóku spár að litast fremur af fregnum af framleiðsluhnökrum, vandræðum við vöruflutninga og sviptingum á alþjóðamörkuðum sem ágerðust eftir því sem efnahagsbatanum vatt fram.

Spá bankans um hagvöxt á árinu 2021 sem gerð var strax í kjölfar þess að farsóttin skall á var í ágætu samræmi við nýjustu áætlun Hagstofunnar (sjá umfjöllun í rammagrein 3 í *Peningamála* 2021/4). Þrátt fyrir það raungerðust færstar af þeim forsendum sem lágu að baki spánni. Þar ber helst að nefna spár um hve lengi faraldurinn myndi vara og hver áhrif hans yrðu á alþjóðlegar aðfangakeðjur. Þá reyndust forsendur um efnahagsbata í kjölfar farsóttar of svartsýnar. Samspil þessara þátta leiddi til vanspár á alþjóðlegu hrávöru- og olíuverði og þar með á innlendri verðbólgu.

Farsóttin varaði lengur en í fyrstu var gert ráð fyrir en áhrif hennar á efnahagssumsvif dvínuðu er á leið

Þegar COVID-19-farsóttin barst hingað til lands í febrúar 2020 höfðu horfur versnað í helstu útflutningsatvinnugreinum þjóðarbúsins frá nóvemberþá bankans árið áður og útlit var fyrir hóflegan hagvöxt árin 2020 og 2021. Eftir að stjórnvöld um heim allan gripu til aðgerða í því skyni að hemja útbreiðslu farsóttarinnar varð þó ljóst að heimsbúskapurinn yrði fyrir miklum áhrifum og að landsframleiðsla hér sem og annars staðar myndi dragast verulega saman. Óvissa var aftur á móti mikil um til hversu mikilla aðgerða þyrfti að grípa svo að hægt yrði að ráða niðurlögum farsóttarinnar, hve lengi þær myndu vara og hver áhrif þeirra yrðu á mismunandi atvinnugreinar. Þá var einnig mikil óvissa um hvenær yrði

hægt að bólusetja heimsbyggðina og hversu áhrifarík bólu-efni yrðu í að stemma stigu við útbreiðslu veirunnar. Eftir því sem leið á urðu enda miklar breytingar á hagvaxtarhorfum sem endurspegluðu að stærstum hluta gang faraldursins og ýmist þess árangurs sem vannst eða þess bakslags sem varð í baráttunni við hann á hverjum tíma.

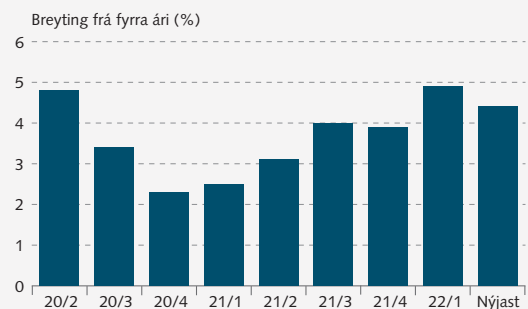
Fyrsta spá bankans um efnahagshorfur fyrir árið 2021 eftir að farsóttin skall á var birt í maihefti *Peningamála* árið 2020. Þær einstöku aðstæður sem þá voru uppi og sú óvissa sem ríkti gerðu alla spágerð með eindæmum erfiða og fá fordæmi voru um viðlíka atburði sem hægt var að byggja á. Forsendur spárinnar voru að faraldurinn næði hámarki á öðrum fjórðungi ársins 2020 og að efnahagssumsvif myndu í kjölfarið smám saman færast í eðlilegt horf. Eftir því sem leið á árið 2020 varð þó ljóst að lengri tíma tæki að vinna bug á farsóttinni og að áhrifa hennar myndi gæta í meiri mæli á árinu 2021 en í fyrstu var talið. Raunin varð sú að áfram var mikill þungi í farsóttinni hér á landi á árinu 2021 en sóttvarnaráðstafanir voru aftur á móti minni en árið áður, sér í lagi á seinni hluta ársins. Bólusetning varð almennari eftir því sem leið á árið og að auki gekk fyrirtækjum og heimilum betur að aðlaga starfsemi sína og athafnir að breyttum aðstæðum. Þegar komið var fram á árið 2021 gætti því aukinnar bjartsýni í spám bankans.

Fyrstu spár um útflutning reyndust of bjartsýnar og lituðu hagvaxtarspár fyrir árið 2021

Þegar farsóttin kom upp snemma árs 2020 var ljóst að áhrif hennar á vilja og getu fólks til ferðalaga yrðu veruleg og að búast mætti við mikilli fækkun ferðamanna hingað til lands. Í spá *Peningamála* í maí árið 2020 var spáð að komum þeirra myndi fækka um 80% á árinu 2020 en þar sem búist var við að farsóttinni yrði lokið þegar kæmi fram á árið 2021 myndi ferðamönnum fjölga hratt á ný á því ári. Þó yrðu þeir áfram helmingi færri en árið 2019. Horfur um stórfellda fækkun ferðamanna vógu því þungt í spánni um að landsframléiðsla yrði 6,1% lægri árið 2021 en spáð hafði verið í febrúar. Samt sem áður var gert ráð fyrir að hún myndi aukast um 4,8% milli ára samanborið við 2,4% í febrúarspánni og skýrist það af grunnáhrifum af samdrætti ársins 2020 (mynd 1). Þrátt fyrir þá miklu óvissu sem var uppi á þessum tíma reyndist þessi fyrsta spá bankans eftir að farsóttin kom upp í ágætu samræmi við nýjasta mat Hagstofunnar um að hagvöxtur ársins 2021 hafi verið 4,4%. Næstu spár bankans áttu þó eftir að reynast of svartsýnar.

Þegar spá bankans var uppfærð í ágúst árið 2020 (*Peningamál* 2020/3) hafði farsóttin verið í rēnun yfir sumarið og gaf það tilefni til að ætla að samdráttur ársins 2020 yrði minni en ella. Þó að litlar breytingar væru á horfum fyrir árið

Mynd 1
Hagvaxtarspár *Peningamála* fyrir árið 2021¹



1. Spár PM 2020/2-2020/4 og 2021/1-2021/4 fyrir hagvöxt ársins 2021 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2022/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á hagvexti ársins 2021.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

2021 ollu grunnáhrif hærrí landsframleiðslu árið 2020 því að spáð var lítilega minni hagvexti en áður. Þegar leið á haustið 2020 ágerðist farsóttin á ný og ljóst varð að fyrri væntingar um gang hennar hefðu reynt of bjartsýnar. Í spá *Peningamála* í nóvember 2020 var því spáð töluvert hægari bata í ferðaþjónustu á árinu 2021 og að útflutningur myndi einungis aukast um tæplega 12% á árinu í stað um og yfir 20% í fyrri spám (mynd 2). Samhliða dekkri útflutningsspá var spá um hagvöxt á árinu 2021 því færð enn frekar niður eða í 2,3%.

Í febrúarspá bankans árið 2021 höfðu útflutningshorfur áfram versnað. Þar komu til lakari aflabrögð í botnfiski, útlit fyrir samdrátt í leyfilegum afla uppsjávartegunda og aukin svartsýni um markaðsaðstæður fyrir bæði sjávarafurðir og álafurðir. Þá bættist við mikil fjölgun smita í helstu viðskiptalöndum sem leiddi til þess að spáð var enn hægari fjölgun ferðamanna á árinu. Á móti vógu bjartari horfur um innlenda eftirspurn, sér í lagi um meiri atvinnuvegafjárfestingu, íbúðafjárfestingu og einkaneyslu, og var spá um hagvöxt því lítið breytt frá fyrri spá eða 2,5%.

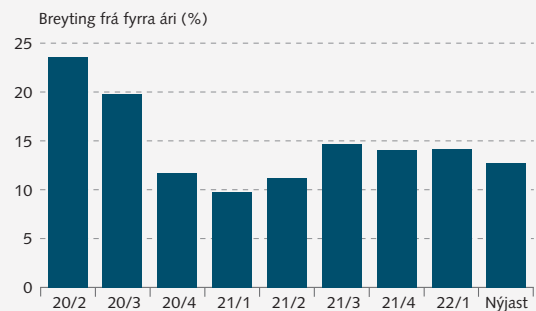
Febrúarspáin um fjölda ferðamanna á árinu var í ágætu samræmi við það sem síðar reyndist. Horfur um vöruútflutning reyndust aftur á móti of svartsýnar. Eftirspurn eftir áli og sjávarafurðum tók við sér þegar leið á árið auk þess sem sjávarafli var meiri, sér í lagi af loðnu og botnfiski. Í ágústspá bankans sama ár höfðu því hagvaxtarhorfur batnað til muna og var þá spáð 4% hagvexti sem er í ágætu samræmi við endanlegan hagvöxt ársins.

Spár um þróun ráðstöfunartekna voru of svartsýnar og viku spám um einkaneyslu af leið ...

Ástæður þess að hagvaxtarspár urðu of svartsýnar er leið á árið 2020 og fram á vorið 2021 má að nokkru leyti rekja til þess hvernig horfur um einkaneyslu þróuðust á tímabilinu. Í fyrstu var talið að áhrif farsóttarinnar á einkaneyslu yrðu meiri en raunin var. Spá *Peningamála* í maí 2020 gerði ráð fyrir að hún myndi dragast saman um 7% á árinu 2020 en aukast á ný árið 2021 um 6,4% (mynd 3). Þegar komið var fram á sumarið 2020 virtist farsóttin í rénun. Slakað var á sóttvörnum og neysla heimilanna varð fyrir vikið meiri en búist hafði verið við. Um haustið jókst þunginn í farsóttinni á ný og virtist þá einnig sem lengur tæki að ná tókum á henni. Í ágústspá bankans sama ár var því bæði gert ráð fyrir meiri einkaneyslu á árinu 2020 og minni einkaneyslu á árinu 2021 og var því spá um vöxt hennar lækkuð niður í 3,8%. Í spá *Peningamála* í nóvember höfðu horfur um atvinnuleysi og vöxt ráðstöfunartekna á árinu 2021 dökknast og var því aftur spáð minni vexti einkaneyslu eða 2,7%.

Svartsýni í nóvemberspá bankans árið 2020 reyndist aftur á móti fullmikil. Fyrstu teiknin um það komu fram strax

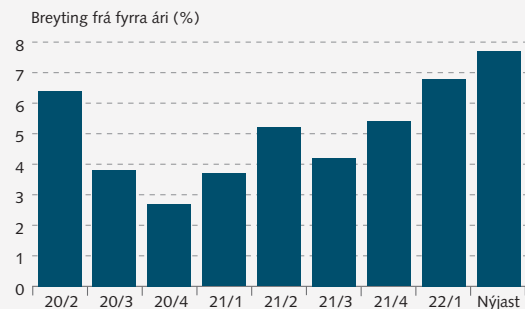
Mynd 2
Útflutningsspár *Peningamála* fyrir árið 2021¹



1. Spár PM 2020/2-2020/4 og 2021/1-2021/4 fyrir vöxt útflutnings vöru og þjónustu ársins 2021 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2022/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á útflutningsvexti ársins 2021.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3
Einkaneysluspár *Peningamála* fyrir árið 2021¹



1. Spár PM 2020/2-2020/4 og 2021/1-2021/4 fyrir vöxt einkaneyslu ársins 2021 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2022/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á einkaneysluxeiti ársins 2021.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í næstu spá í febrúar 2021. Kannanir bentu þá til að viðhorf stjórnenda til ráðninga höfðu batnað, meðal annars vegna jákvæðra fréttu af væntanlegum bóluefnum. Fyrir vikið var spáð minna atvinnuleysi, minni samdrætti í ráðstöfunartekjum og meiri vexti einkaneyslu á árinu 2021. Þegar komið var fram í maí höfðu horfur breyst til muna og í stað samdráttar í ráðstöfunartekjum var þá spáð tæplega 3% aukningu milli ára (mynd 4). Skýrist það af því að atvinnuhorfur höfðu áður reynst of dökkar. Í ljós kom að störf höfðu varðveist betur í gegnum farsóttina og til viðbótar urðu launahækkanir meiri en spáð hafði verið. Þá studdu vaxtalækkanir og aðgerðir stjórnvalda einnig við ráðstöfunartekjur.

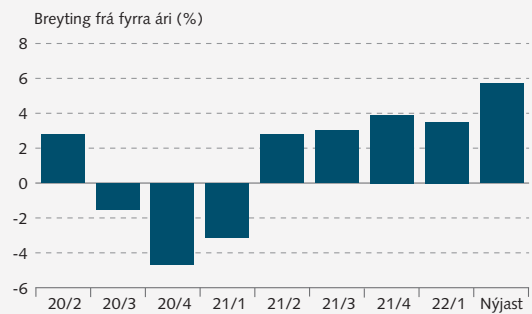
... en breyttar horfur um framvindu farsóttar léku einnig stórt hlutverk ...

Svartsýnar spár bankans á umfangi einkaneyslu skýrast þó ekki eingöngu af því að vöxtur ráðstöfunartekna hafi verið vanmetinn heldur einnig af þróun sóttvarnaaðgerða (mynd 5). Þegar leið á faraldurinn varð ljóst að heimilin gengu í meiri mæli á uppsafnaðan sparnað en gert hafði verið ráð fyrir. Neysluvenjur breyttust einnig og á meðan kaup á þjónustu sem krafðist nálægðar urðu minni, jukust kaup á bílum og öðrum varanlegum neysluvörum. Eins og sést á mynd 5 urðu áhrif sóttvarna á neysluhegðun einnig minni í síðari smitbylgjum en í þeirri fyrstu. Viðtækari bólusetningar léku þar stórt hlutverk en einnig aukin reynsla fyrirtækja í að laga starfsemi sína að sóttvarnaaðgerðum. Þetta leiddi til þess að eftir því sem á leið varð minni ástæða til að ætla að sóttvarnaáðstafanir hefðu jafnmikil neikvæð áhrif á einkaneyslu og búist var við í fyrstu.

... og fyrstu tölur Hagstofunnar bentu til minni vaxtar einkaneyslu

Endurskoðanir Hagstofunnar á ársfjórðungslegum þjóðhagsreikningum sem birtir voru á meðan farsóttin gekk yfir bera einnig vitni um það hversu erfitt var að leggja mat á gang hagkerfisins við þær fordæmalausis aðstæður sem uppi voru á þessum tíma. Þannig bentu fyrstu tölur Hagstofunnar til þess að einkaneysla hefði vaxið hægar á fyrsta fjórðungi ársins 2021 en endurskoðaðar tölur sögðu til um (mynd 6). Þá bentu fyrstu tölur fyrir vöxt einkaneyslu á öðrum fjórðungi til þess að hún hefði dregist saman milli fjórðunga en nýrri tölur gefa til kynna að hún hafi vaxið um ½%. Ítrekaðar endurskoðanir Hagstofunnar þar sem einkaneysla reyndist sterkari en áður var talið útskýra því einnig að hluta þær breytingar sem urðu á einkaneysluforum í spám bankans haustið 2021 og fram á vorið 2022.

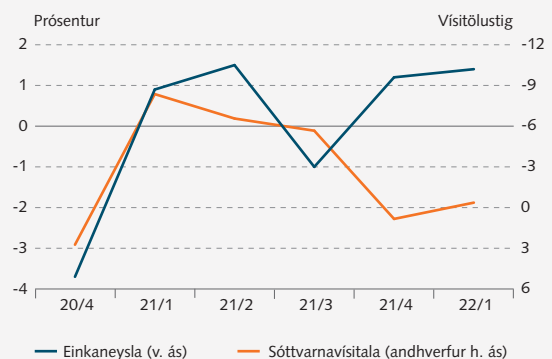
Mynd 4
Ráðstöfunartekjuspár *Peningamála* fyrir árið 2021¹



1. Spár PM 2020/2-2020/4 og 2021/1-2022/1 fyrir vöxt kaupmáttar ráðstöfunartekna ársins 2021 ásamt nýjasta mati.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

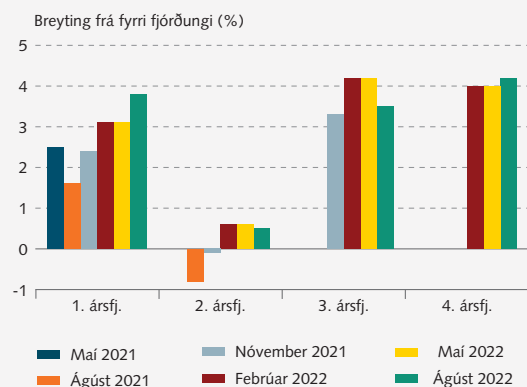
Mynd 5
Einkaneysluspár og umfang sóttvarna 2021¹



1. Breytingar á einkaneysluspám og umfangi sóttvarnaaðgerða stjórnvalda milli útgáfu *Peningamála* út frá Oxford COVID-19 sóttvarnavísitölunni.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Áætlanir um ársfjórðungslegan einkaneysluvöxt 2021¹



1. Myndin sýnir mismunandi áætlanir Hagstofu Íslands á ársfjórðungslegri breytingu árstíðarleiðréttrar einkaneyslu árið 2021 frá fyrstu birtingu á 1. ársfj. 2021 í maí 2021 til nýjustu birtingar í ágúst 2022.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Spár um fjárfestingu einkaaðila voru endurskoðaðar upp á við í takt við bætta horfur um efnahagsumsvif ...

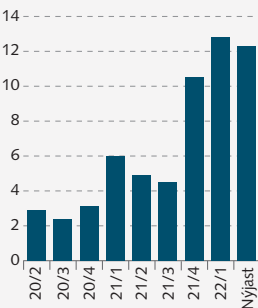
Horfur um fjárfestingu versnuðu mikið í kjölfar farsóttarinnar vegna aukinnar óvissu um efnahagsumsvif. Talið var að þær lokunaraðgerðir sem gripið var til myndu draga úr getu og vilja fyrirtækja til fjárfestingar auk þess sem minni þörf yrði fyrir nýfjárfestingu með minnkandi eftirspurn bæði innanlands og erlendis. Þetta mátti einnig lesa úr niðurstöðum könnunar á fjárfestingaráætlunum fyrirtækja sem Seðlabankinn gerði í mars 2020. Í maíspá bankans það ár var því spáð ríflega 6% samdrætti heildarfjárfestingar á árinu 2020 og tæplega 3% aukningu á árinu 2021. Talið var að á árinu 2021 yrði vöxturinn drifinn áfram af bata í almennri atvinnuvegafjárfestingu og íbúðafjárfestingu en einnig aukningu í opinberri fjárfestingu. Til þess að mæta væntum samdrætti vegna farsóttarinnar ákváðu stjórnvöld vorið 2020 að flýta umsvifamiklum fjárfestingarverkefnum og auka heildarfjárfestingaráform hins opinbera. Þar vógu þungt áform um fjárfestingu í samgöngumannvirkjum og öðrum innviðum en einnig var ákveðið að flýta fjárfestingu ýmissa opinberra fyrirtækja.

Mynd 7

Fjárfestingarspár *Peningamála* fyrir árið 2021¹

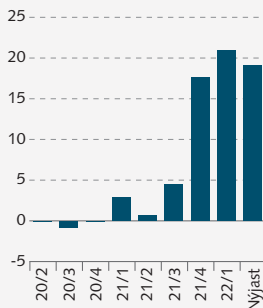
Fjárfesting alls

Breyting frá fyrra ári (%)



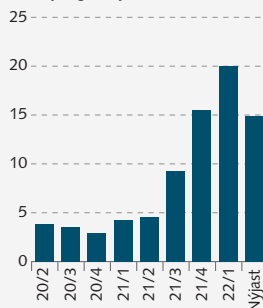
Atvinnuvegafjárfesting

Breyting frá fyrra ári (%)



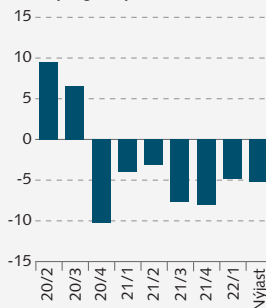
Alm. atvinnuvegafjárfesting

Breyting frá fyrra ári (%)



Íbúðafjárfesting

Breyting frá fyrra ári (%)



1. Spár PM 2020/2-2020/4 og 2021/1-2021/4 fyrir vöxt fjárfestingar ársins 2021 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2022/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á fjárfestingarvexti ársins 2021.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Fjárfesting á tímum farsóttarinnar reyndist þegar upp var staðið mun meiri en í fyrstu var spáð (mynd 7). Þar af höfðu spár um íbúðafjárfestingu verið sérstaklega svartsýnar en hún reyndist að endingu vera um 14% meiri á árinu 2021 en spáð var í maí 2020. Þrátt fyrir það dróst hún saman um ríflega 5% milli ára og skýrist það af því hve sterk íbúðafjárfestingin var á árinu 2020. Í maíútgáfu *Peningamála* 2020 bentu hátiðnivísbendingar og talningar á íbúðum á fyrri byggingarstigum til þess að framundan væri mikill samdráttur í íbúðafjárfestingu. Þá bentu talningar einnig til að verktakar hefðu margar íbúðir í byggingu á síðari byggingastigum sem

talið var að yrði erfitt að selja í því árferði sem þá var uppi og að það gæti aukið á erfiðleika þeirra við að fjármagna nýjar framkvæmdir. Þessar áhyggjur lituðu spár um íbúðafjárfestingu fram eftir árinu 2020. Þær spár reyndust þó of svartsýnar og við útgáfu *Peningamála* í febrúar 2021 var orðið ljóst að krafturinn í íbúðafjárfestingu væri meiri en áður var talið. Auknar ráðstöfunartekjur heimila ollu því að umsvif á íbúðamarkaði jukust og íbúðaverð hækkaði, þvert á það sem talið var í fyrstu. Það auðveldaði verktökum að selja fullkláraðar eignir og sækja fjármögnun til að hefja nýjar framkvæmdir. Í kjölfarið var spáð meiri íbúðafjárfestingu á árinu 2021 en þrátt fyrir það samdrætti milli ára þar sem fjárfestingarstig árið áður var einnig hærra en upphaflega var áætlað.

Eftir því sem leið á faraldurinn urðu spár um atvinnuvegafjárfestingu einnig bjartsýnni í takt við bætta horfur um efnahagsumsvif. Kannanir Seðlabankans um fjárfestingaráform fyrirtækja sem framkvæmdar voru á árinu 2021 báru merki um að áform þeirra hafi aukist eftir því sem leið á árið enda skapaði vaxandi eftirspurn samhliða lágu vaxtastigi kjöraðstæður til fjárfestingar. Þegar á leið varð aftur á móti ljóst að verr gekk að hrinda af stað ýmsum af þeim áformum sem stjórnvöld höfðu kynnt og var opinber fjárfesting því nokkuð undir væntingum.

... en breyting á aðferðafræði við mælingu fjárfestingar skýrir einnig vanspár fyrir árið 2021

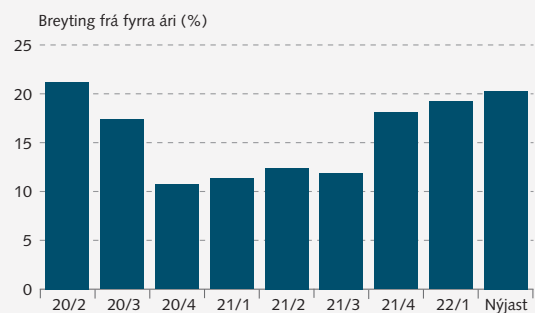
Mikilvæga ástæða þess að fjárfestingu ársins 2021 var vanspáð má rekja til breytinga á aðferðafræði sem Hagstofan innleiddi við birtingu þjóðhagsreikninga í ágúst 2021. Eftir breytinguna teljast leigðir rekstrarfjármunir í ákveðnum tilfellum til fjárfestingar hjá leigutökum. Breytingin varð til þess að atvinnuvegafjárfesting varð umtalsvert meiri en áætlað hafði verið en hafði þó ekki teljandi áhrif á mat á hagvexti þar sem samsvarandi breytingar urðu á vöruinnflutningi.

Áhrif þessarar breytingar á aðferðafræði má einnig greina í þeirri endurskoðun sem gerð var á innflutningsspá í útgáfu *Peningamála* í nóvember 2021 (mynd 8). Sú endurskoðun endurspeglar þó einnig vísbendingar um hraðari viðsnúning innlendrar eftirspurnar, sér í lagi einkaneyslu og fjárfestingar. Samkvæmt nýjustu birtu tölum var vöxtur innflutnings áþekkur því sem spáð var vorið 2020.

Verðbólga varð töluvert meiri en upphaflega var spáð

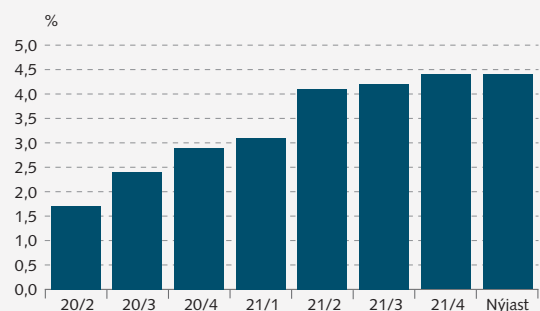
Í spá *Peningamála* í maí 2020 var gert ráð fyrir að verðbólga yrði undir verðbólgu markmiði bankans eða að meðaltali 1,7% á árinu 2021 (mynd 9). Það var minni verðbólga en spáð hafði verið fyrir faraldurinn enda var útlit fyrir að töluverður slaki yrði í þjóðarþúinu á meðan farsóttin gengi yfir.

Mynd 8
Innflutningsspár *Peningamála* fyrir árið 2021¹



1. Spár PM 2020/2-2020/4 og 2021/1-2021/4 fyrir vöxt innflutnings ársins 2021 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2022/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á innflutningsvexti ársins 2021.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9
Verðbólguþáttur *Peningamála* fyrir árið 2021¹

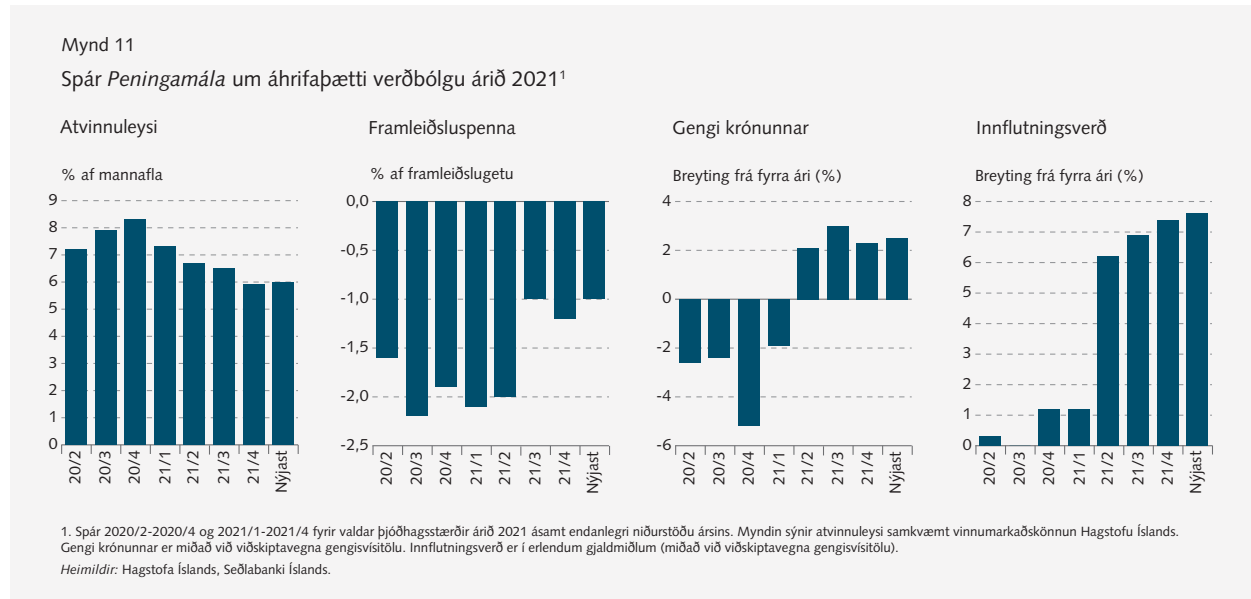
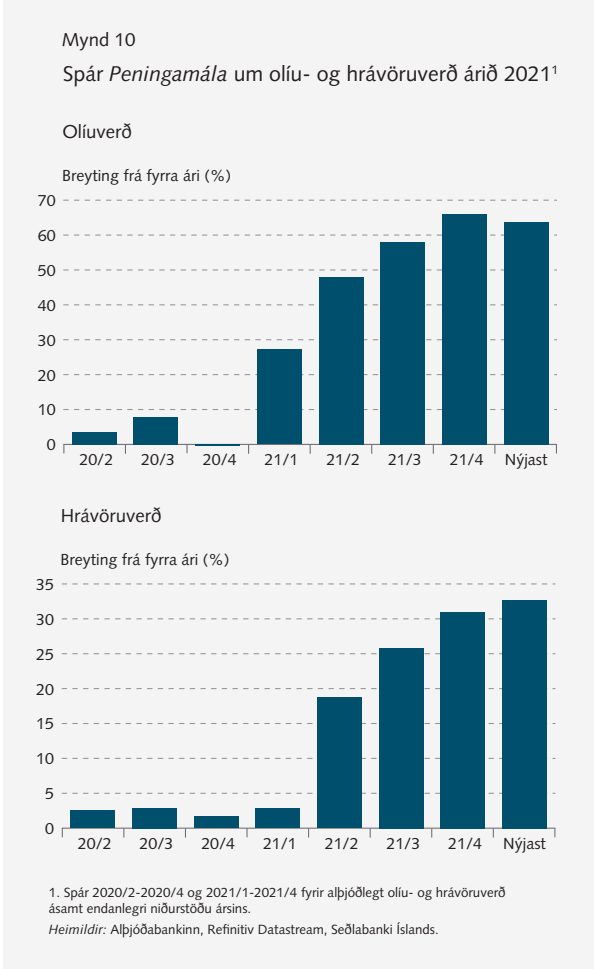


1. Spár PM 2020/2-2020/4 og 2021/1-2021/4 fyrir verðbólgu ársins 2021 ásamt endanlegri niðurstöðu ársins.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hrávöruverð hafði að auki lækkað mikið í kjölfar þess að faraldurinn skall á og gerðu alþjóðlegar spár ráð fyrir áframhaldandi lágu matvælaeverði á alþjóðamörkuðum og lítilli verðbólgu í helstu viðskiptalöndum. Verðlækkunar á alþjóðamörkuðum áttu þó eftir að reynast skammlífar.

Í nóvember 2020 tók heimsmarkaðsverð á hráolíu að hækka á ný eftir að jákvæðar fregnir bárust af árangri við þróun bólefna gegn farsóttinni. Við það urðu væntingar um að olíueftirspurn tæki hraðar við sér en áður var talið og í ofanálag dró úr framboði frá OPEC-rikkjum og nokkrum öðrum olíuframleiðendum. Þessar hækkunar voru töluvert umfram það sem framvirkt verð og alþjóðlegar spár gáfu til kynna við útgáfu nóvemberheftis *Peningamála*. Það sama var uppi á teningnum við spár bankans á árinu 2021 (mynd 10). Þótt framvirkt verð benti til þess í hvert skipti að olíuverð myndi fara lækkandi reyndist það sífellt herra við næstu spá. Þá voru verðhækkunar á öðrum hrávörum einnig umfram spár, ýmist vegna aukinnar eftirspurnar, framboðshnökra eða hækkunar á alþjóðlegum flutningskostnaði. Innflutningsverð hækkaði þannig ítrekað umfram spár er á leið og skýrir það að stórum hluta hvers vegna verðbólgu á árinu 2021 var kerfisbundið vanspáð (mynd 11).

Til viðbótar þýddi hraðari viðsnúningur í innlendum efnahagssumsvifum undir lok ársins að innlendum verðbólguþrýstingur reyndist meiri en gert hafði verið ráð fyrir. Þessi viðsnúningur sést m.a. í því að atvinnuleysi varð minna á árinu 2021 en spáð var framan af og að slakinn í þjóðarþúinu reyndist nokkru minni (mynd 11).



Hraðari viðsnúningur efnahagssumsvifa leiddi þó til þess að gengi krónunnar hélst herra en fyrst var spáð og dró það úr áhrifum hækkandi innflutningsverðs. Breyttar horfur um gengi krónunnar árið 2021 virðast einnig hafa litast af

framgangi farsóttarinnar þegar hver spá var gerð og varð gengisspáin bjartsýnni eftir því sem slakað var á sóttvarnaaðgerðum (mynd 12).

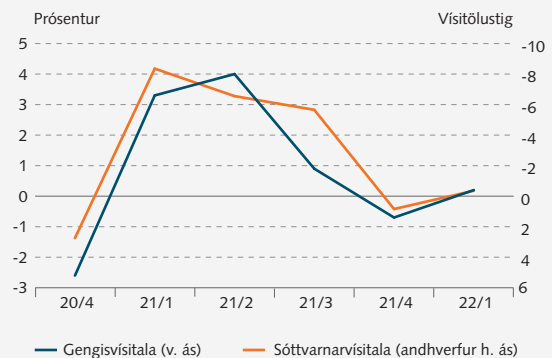
Samantekt

Skekkjur í spám bankans á tímum farsóttarinnar voru hlutfallslega stórar í sögulegu samhengi. Það sem einkum skýrir þetta var sú mikla óvissa sem var um framvindu farsóttarinnar og afleiðingar hennar. Þá kom það mörgum í opna skjöldu hversu hraður viðsnúningurinn varð þegar létti á faraldrinum. Framan af gætti sífellt aukinnar svartsýni í spám eftir því sem útbreiðsla farsóttarinnar varð meiri hér á landi sem og annars staðar. Þegar leið á tímabilið varð framvindan skýrari og urðu áhrifin hér á landi hóflegri en óttast var, sér í lagi áhrif á innlenda eftirspurn en hún reyndist töluvert kröftugri en spáð hafði verið.

Sú óvissa sem var um þróun efnahagsmála á árinu 2020 og óvenju mikil endurskoðun á hagtölum þess árs gerir það erfiðara um vik að greina rætur þeirra spáskekkja sem voru á spám fyrir árið 2021. Þegar einblínt er á hlutfallsbreytingar milli ára er því sérlega mikilvægt að gera greinarmun á breytingum sem voru á horfum fyrir árið 2021 og grunnáhrifum sem urðu vegna endurskoðunar á tölum fyrir árið 2020. Þá höfðu endurskoðanir á tölum fyrir árið 2020 einnig áhrif á væntingar um þróun mála á árinu 2021.

Verðbólgu ársins var kerfisbundið vanspáð á tímabilinu. Þar vógu þungt sífelldar hækkanir umfram spár á aðfangaverði, flutningskostnaði og hrávöruverði. Ástæður þessa voru að stórum hluta að eftirspurn reyndist hér á landi sem og á heimsvísu afar sterk á sama tíma og framleiðsla dróst saman sem var þvert á það sem búist var við að yrði fyrst þegar farsóttin kom upp.

Mynd 12
Gengisspár og umfang sóttvarna 2021¹



1. Breytingar á gengisspám og umfangi sóttvarnaaðgerða stjórnvalda milli útgáfu Peningamála út frá Oxford COVID-19 sóttvarnavísitölunni.
Heimildir: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Seðlabanki Íslands.

Spátöflur

Tafla 1 Helstu hagstærðir¹

	2021	2022	2023	2024	2025
Einkaneysla	7,7 (7,6)	7,1 (7,2)	2,6 (2,0)	2,9 (2,8)	2,3
Samneysla	2,2 (1,8)	1,6 (1,7)	1,6 (1,5)	1,7 (1,6)	1,8
Fjármunamyndun	12,3 (13,6)	5,6 (9,1)	3,9 (-0,1)	2,3 (1,9)	1,7
Atvinnuvegafjárfesting	19,1 (23,1)	14,0 (11,9)	3,0 (-4,1)	-2,4 (-0,3)	1,5
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	-5,2 (-4,4)	-1,6 (5,9)	13,2 (14,3)	16,5 (7,8)	2,4
Fjárfesting hins opinbera	18,7 (12,4)	-10,8 (4,2)	-5,4 (-6,0)	-3,3 (-0,3)	1,4
Þjóðarútgjöld	7,1 (7,2)	5,1 (6,3)	2,8 (1,2)	2,5 (2,3)	2,0
Útflutningur vöru og þjónustu	12,7 (12,3)	18,4 (16,4)	3,0 (5,3)	3,3 (3,9)	3,6
Innflutningur vöru og þjónustu	20,3 (20,3)	16,5 (16,8)	3,1 (3,6)	3,0 (3,8)	3,1
Verg landsframleiðsla (VLF)	4,4 (4,3)	5,6 (5,9)	2,8 (1,9)	2,6 (2,3)	2,2
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	3.251 (3.233)	3.713 (3.706)	3.962 (3.972)	4.198 (4.209)	4.425
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-2,7 (-2,9)	0,5 (-0,5)	0,0 (0,7)	0,1 (0,0)	0,1
Útflutningur á vörum	7,3 (7,6)	1,2 (1,5)	-0,7 (-0,7)	1,8 (2,1)	2,5
Útflutningur á þjónustu	21,7 (20,3)	46,3 (40,6)	8,0 (13,5)	4,8 (5,8)	4,8
Atvinnuleysi (VMK, % af mannafla) ²	6,0 (6,0)	3,8 (3,8)	3,8 (4,1)	4,0 (4,2)	4,3
Skráð almennt atvinnuleysi (% af mannafla) ³	7,7 (7,7)	3,8 (3,8)	3,5 (3,9)	3,7 (4,1)	3,9
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-1,2 (-1,2)	1,1 (1,5)	1,1 (0,7)	0,5 (0,0)	0,3
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)	-1,6 (-2,9)	-2,1 (-3,7)	-2,7 (-3,4)	-3,2 (-3,3)	-3,4
Vísitala meðalgengis ⁴	196,1 (196,1)	189,2 (188,7)	191,5 (189,8)	191,5 (189,7)	191,6
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	4,4 (4,4)	8,3 (8,8)	6,0 (6,7)	3,6 (3,4)	2,8
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁵	2,8 (2,8)	7,7 (7,1)	5,0 (3,8)	2,2 (1,9)	2,1
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	5,7 (5,7)	3,1 (2,9)	0,6 (1,2)	1,6 (1,7)	2,0

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2022/3).

2. Atvinnuleysi skv. vinnuþéttun Hagstofu Íslands (VMK).

3. Skráð atvinnuleysi Vinnuáætlunar án fólks á hlutabótum.

4. Þróng viðskiptavog. Vísitalan hefur verið endurreiknuð þannig að 2. janúar 2009 taki hún sama gildi og vísitala gengisskráningar sem hætt hefur verið að reikna.

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

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

Tafla 2 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
Mæld gildi		
2021:4	4,8 (4,8)	5,9 (5,9)
2022:1	6,2 (6,2)	8,3 (8,3)
2022:2	7,9 (7,9)	13,7 (13,7)
2022:3	9,7 (10,4)	10,8 (13,7)
Spáð gildi		
2022:4	9,4 (10,8)	4,8 (7,5)
2023:1	8,5 (9,7)	4,9 (4,1)
2023:2	6,7 (7,9)	6,5 (6,4)
2023:3	4,6 (5,2)	2,3 (2,7)
2023:4	4,4 (4,3)	3,7 (4,2)
2024:1	3,9 (3,9)	3,0 (2,4)
2024:2	3,6 (3,5)	5,3 (4,6)
2024:3	3,4 (3,2)	1,7 (1,5)
2024:4	3,4 (3,0)	3,4 (3,5)
2025:1	3,1 (2,9)	2,1 (2,2)
2025:2	2,9 (2,9)	4,3 (4,4)
2025:3	2,7 (2,7)	1,0 (0,9)
2025:4	2,6	2,8

1. Tölur í svigum eru spá PM 2022/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

