



2023 | 2

# 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 vaxtaákvæðanir peningastefnunefndar Seðlabankans byggjast á. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

#### Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 101 Reykjavík, 569 9600, [sedlabanki@sedlabanki.is](mailto:sedlabanki@sedlabanki.is), [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)

92. rit. 24. maí 2023 ISSN 1670-4371, vefrit

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

# Yfirlýsing peningastefnunefndar

## 24. maí 2023

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 1,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 8,75%.

Jafnframt hefur nefndin ákveðið að hækka fasta bindiskyldu innlánsstofnana úr 1% í 2%.

Efnahagsumsvif hafa verið kröftug það sem af er ári og samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans er spáð 4,8% hagvexti á árinu í stað 2,6% í febrúar. Þar vega horfur á meiri vexti innlendra eftirspurnar þungt en einnig er útlit fyrir kröftugri umsvif í ferðaþjónustu.

Verðbólga mældist 9,9% í apríl og jókst lítillega milli mánaða. Undirliggjandi verðbólga heldur áfram að aukast og miklar verðhækkningar mælast í sífellt stærri hluta neyslukörfunnar. Útlit er fyrir að verðbólguþrýstingur verði töluvert meiri í ár og á næsta ári en áður var gert ráð fyrir.

Verðbólguvæntingar til lengri tíma hafa jafnframt hækkað og eru vel yfir markmiði. Aukin hætta er því á að verðbólga reynist þrálát.

Í ljósi þess er nauðsynlegt að herða taumhald peningastefnunnar enn frekar. Einkum er mikilvægt að koma í veg fyrir víxlverkun hækkandi launa og verðlags, sérstaklega þegar litið er til mikillar spennu í þjóðarbúinu og hversu stutt er í næstu kjarasamningalotu. Horfur eru því á að hækka þurfi vexti enn meira til að tryggja betra jafnvægi í þjóðarbúskapnum og koma verðbólgu í markmið.

**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
<b>I</b>	<b>Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör</b>	<b>7</b>
	Alþjóðleg efnahagsmál	7
	Útflutningsverð og viðskiptakjör	12
<b>II</b>	<b>Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir</b>	<b>16</b>
	Peningastefnan og markaðsvextir	16
	Gengi krónunnar	17
	Peningamagn og útlán	18
	Eignaverð	19
	Fjármálaleg skilyrði	21
<b>III</b>	<b>Eftirspurn og hagvöxtur</b>	<b>23</b>
	Innlend eftirspurn einkaaðila	23
	Hið opinbera	26
	Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður	29
	Hagvöxtur	34
<b>IV</b>	<b>Vinumarkaður og nýting framleiðslupátta</b>	<b>36</b>
	Vinumarkaður	36
	Vísbendingar um nýtingu framleiðslupátta	38
<b>V</b>	<b>Verðbólga</b>	<b>40</b>
	Nýleg verðbólguþróun	40
	Vísbendingar um verðbólguþrýsting	41
	Verðbólguvæntingar	43
	Verðbólguhorfur	44
	<b>Rammagreinar</b>	<b>46</b>
	1 Frávíksdæmi og óvissuþættir	46
	2 Peningamagn og útlán í kjölfar farsóttarinnar	53
	3 Peningastefnan og val heimila á formi húsnæðislána	58
	<b>Viðauki</b>	<b>64</b>
	Spátöflur	64

# Peningamál í hnotskurn



Pótt hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum hafi gefið eftir undanfarið hefur hann reynst þróttmeiri en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa því heldur batnað. Áfram er þó gert ráð fyrir slökum hagvexti í ár og á næsta ári eða um 1% að meðaltali á ári. Alþjóðleg verðbólga hefur hjaðnað en undirliggjandi verðbólga er áfram mikil sem bendir til þess að enn sé nokkuð í land að koma mældri verðbólgu niður í markmið.



Hagvöxtur hér á landi mældist 6,4% í fyrra sem er mesti hagvöxtur sem mælst hefur síðan árið 2007. Vöxturinn var drifinn áfram af miklum vexti innlendrar eftirspurnar, sérstaklega einkaneyslu sem jókst um 8,6% milli ára. Hagvöxtur var þó heldur minni en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans sem endurspeglar óhagstæðari utanríkisviðskipti og áhrif breyttrar meðhöndlunar Hagstofu Íslands á hugverkum í lyfjaiðnaði en á móti vó meiri vöxtur innlendrar eftirspurnar. Svo virðist sem hagvöxtur á fyrsta fjórðungi þessa árs hafi verið töluvert meiri en spáð var í febrúar og því er útlit fyrir að hann verði meiri á árinu í heild. Nú er spáð 4,8% hagvexti á árinu í stað 2,6% í febrúar. Þar vega horfur á meiri vexti innlendrar eftirspurnar þungt en einnig betri horfur í ferðapjónustu og áhrif fyrrnefndrar aðferðafræðibreytingar Hagstofunnar. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár eru hins vegar svipaðar og í febrúar.



Heildarvinnustundum fjölgaði áfram á fyrsta fjórðungi þessa árs eftir mikla fjölgun fjórðunginn á undan. Framboð á vinnuafli hefur einnig aukist og því hefur atvinnuleysi lítið breyst undanfarið ár og er sem fyrr talið nokkru undir því sem talið er samræmast jafnvægi í þjóðarbúinu og verðstöðugleika. Áfram er töluvert spennan á vinnumarkaði en talið er að hægja muni á fjölgun starfa, atvinnuleysi aukist og spennan í þjóðarbúinu minnki þegar líður á spátímenn.



Verðbólga jókst áfram í febrúar og mældist 10,2% og hafði ekki verið meiri síðan haustið 2009. Hún hefur síðan hjaðnað lítillega á ný og var 9,9% í apríl. Verðbólga án húsnæðisliðar hefur aukist frá ársbyrjun og var 8,7% í apríl. Undirliggjandi verðbólga hefur að sama skapi aukist og miklar verðhækkningar mælast í æ stærri hluta neyslukörfunnar. Þótt hjöðnun alþjóðlegrar verðbólgu vegi á móti er innlendir verðbólguþrýstingur mikill og meiri en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Horfur eru því á að verðbólga verði meiri í ár og á næsta ári en þá var spáð. Þar vegur lakari upphafsstaða í byrjun spátímans þungt en einnig að horfur eru á meiri spennu í þjóðarbúinu í ár þótt hærra gengi krónunnar vegi á móti. Samkvæmt spánni verður verðbólga yfir 8% út þetta ár, fer ekki undir 4% fyrr en seint á næsta ári og verður ekki komin undir 3% fyrr en líða tekur á árið 2026.



Óvenju mikil óvissa hefur verið í alþjóðlegum efnahagsmálum um nokkurt skeið og á því er engin breyting nú. Áföll undanfarinna ára hafa verið mörg og án fordæma: heimsfaraldur og styrjöld í Evrópu leiddu til alvarlegra framboðshnökra og verulegrar hækkunar orku- og hrávöruverðs sem heimsbúskapurinn er enn að bíta úr nálinni með. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu því verið of bjartsýnar. Það sama á við um innendar verðbólguhorfur enda hefur kjölfesta verðbólguvæntinga laskast og því hætta á auknum áhrifum gengis- og launabreytinga á verðbólgu og að víxlverkun launa og verðlags fari af stað.

Greiningin í þessum *Peningámálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir um miðjan maí.

# Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör



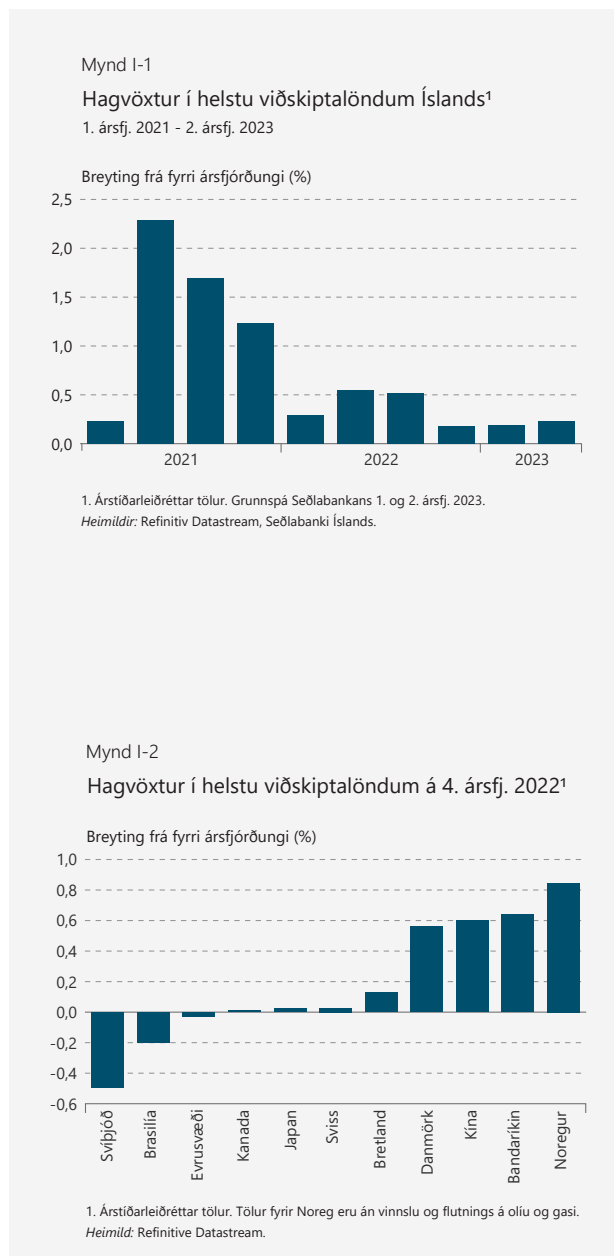
## Alþjóðleg efnahagsmál

**Alþjóðlegur hagvöxtur gaf eftir undir lok síðasta árs** Landsframleiðsla í helstu viðskiptalöndum Íslands jókst að meðaltali um 0,2% milli fjórðunga á fjórða fjórðungi í fyrra (mynd I-1). Það er talsvert minni vöxtur en var á fjórðungunum þar á undan. Hægari aukning efnahags- umsvifa skýrist að miklu leyti af áhrifum mikillar verðbólgu og hækkandi fjármagnskostnaðar sem dregið hefur úr ráðstöfunartekjum heimila, þrengt að fjármálalegum skilyrðum þeirra og haft neikvæð áhrif á eftirspurn. Hátt orkuverð og óvissa um orkuframboð í Evrópu í vetur hafði einnig neikvæð áhrif á efnahags- umsvif á fjórðungnum.

Hagvöxtur gaf einkum eftir í Svíþjóð þar sem landsframleiðslan dróst saman um 0,5% frá fyrri fjórðungi (mynd I-2). Einnig var lítillegur samdráttur á evrusvæðinu en þar vó 0,5% samdráttur í Þýskalandi þungt. Í flestum öðrum viðskiptalöndum Íslands var jafnframt lítill eða enginn hagvöxtur á fjórðungnum. Þá hægði mikið á efnahagsumsvifum í Kína vegna mikillar fjölgunar COVID-19-smita í landinu. Ágætur hagvöxtur mældist hins vegar í Bandaríkjunum og efnahagsumsvif jukust töluvert meira en búist var við í Danmörku og Noregi. Er það meginástæða þess að meðalhagvöxtur í viðskiptalöndunum var lítilllega meiri á fjórða ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans.

**Efnahagsumsvif hafa reynst þróttmeiri það sem af er ári ...**

Alþjóðleg efnahagsumsvif hafa reynst þróttmeiri það sem af er þessu ári en almennt var búist við. Landsframleiðslan í Bandaríkjunum jókst um 0,3% milli fjórðunga á fyrsta ársfjórðungi þar sem einkaneysla



jókst mikið þótt minni birgðir hafi vegið á móti. Landsframleiðslan á evrusvæðinu jókst um 0,1% milli fjórðunga og áþekkur vöxtur var í Bretlandi og á Norðurlöndum. Kraftmikill viðsnúningur var jafnframt í Kína í kjölfar slökunar á sóttvarnaaðgerðum. Talið er að landsframleiðslan í helstu viðskiptalöndum hafi aukist að meðaltali um 0,2% milli fjórðunga á fyrsta ársfjórðungi en í febrúar var búist við lítillægum samdrætti.

Efnahagsumsvif reyndust þróttmeiri í nær öllum viðskiptalöndunum en mest munar um meiri hagvöxt á evrusvæðinu. Þar vegur þungt hagfelldari þróun orkumála í Evrópu í vetur í ljósi óvenju milds veðurs, orkusparnaðar og aukins innflutnings á jarðgasi frá öðrum ríkjum en Rússlandi. Sést það í sögulega sterkri birgðastöðu jarðgass í álfunni og hefur verið þess lækk-að niður fyrir það sem var fyrir innrás Rússa í Úkraínu (myndir I-3 og I-17).

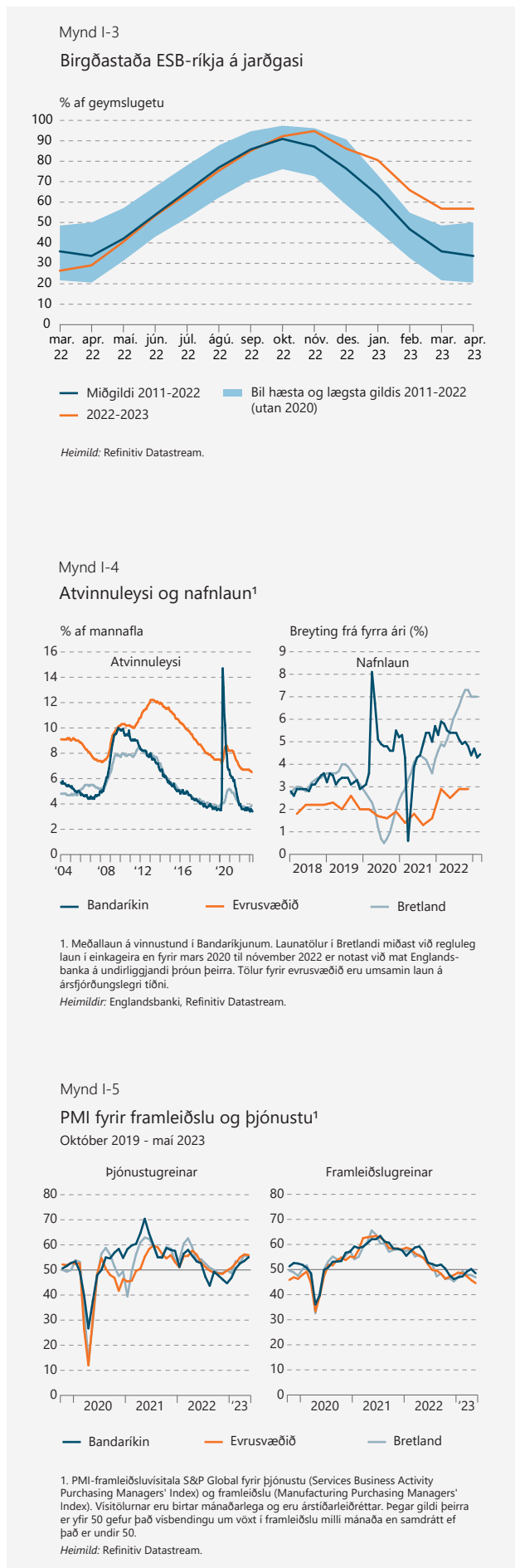
Atvinnuástand í helstu iðnríkjum hefur einnig verið betra en vænst var og eftirspurn eftir vinnuafli haldist mikil, atvinnuleysi verið sögulega lágt og nafn-laun hækkað (mynd I-4). Þótt merki séu um að spenna á vinnumarkaði sé tekin að minnka er hún enn mikil, einkum í Bandaríkjunum þar sem enn er sögulega mikill fjöldi lausra starfa í boði. Væntingar almennings og forsvarsmanna fyrirtækja til efnahagsástandsins í helstu iðnríkjum hafa því batnað og aukin bjartsýni ríkir um að það takist að forðast almennan efnahagsamdrátt í ár.

### ... sem má að miklu leyti rekja til aukinna umsvifa í þjónustugreinum

Aukin efnahagsumsvif í helstu iðnríkjum það sem af er ári má einkum rekja til bata í þjónustugreinum á meðan framleiðslugreinar virðast áfram eiga undir högg að sækja (mynd I-5). Kann það að skýrast að hluta af óvenju mildu veðri í upphafi ársins en einnig breyttu neyslumynstri og uppsafnaðri eftirspurn eftir þjónustu frá farsóttartímanum. Á það einkum við í Bandaríkjunum þar sem smásöluþjónusta jókst mikið í upphafi árs (mynd I-6). Aukin bjartsýni virðist þó ríkja meðal forsvarsmanna framleiðslufyrirtækja um að umsvif taki við sér á ný í ljósi betri stöðu í orkumálum og væntinga um áframhaldandi hjöðnun verðbólgu. Þá hafa framleiðsluvandræðin sem hrjád hafa heimsbyggðina undanfarin misseri verið á undanhaldi (sjá umfjöllun síðar í þessum kafla). Iðnaðarframleiðsla hefur því þokast upp á við að undanfögnu (mynd I-6).

### Hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild hafa batnað ...

Leiðandi vísbendingar og alþjóðlegar spár benda til þess að hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands fyrir annan ársfjórðung séu áþekkar og spáð var



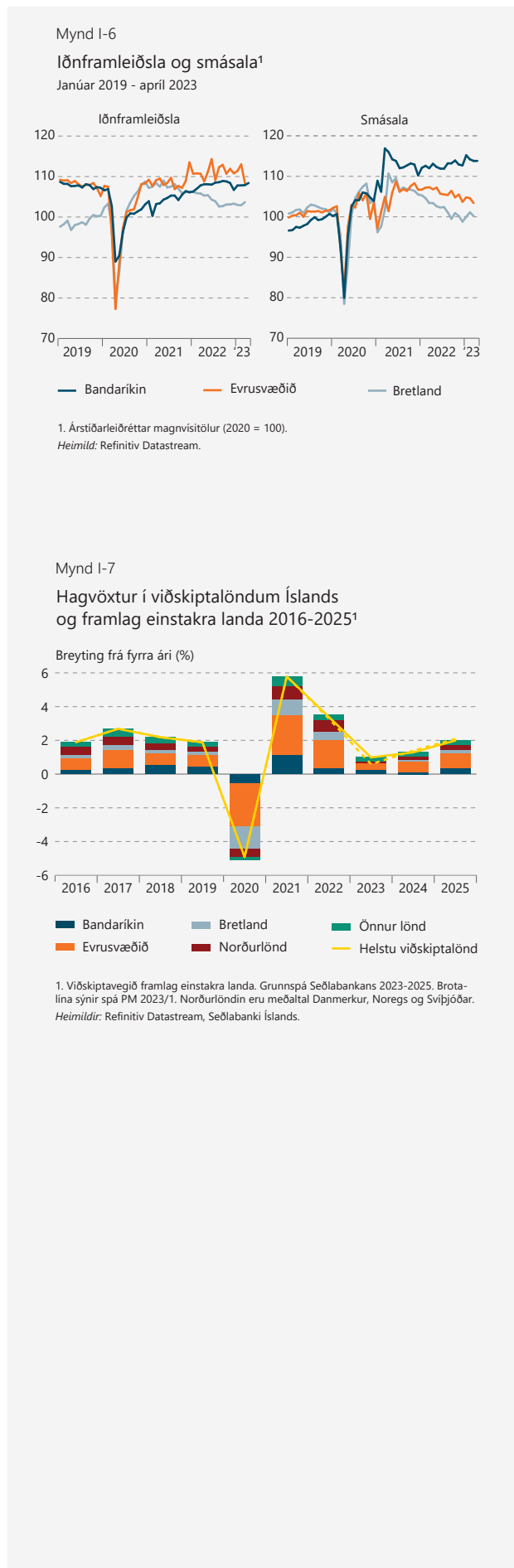


í febrúar. Horfur fyrir seinni hluta ársins hafa hins vegar heldur versnað. Þar veða þungt áframhaldandi hækkun vaxta og mikil verðbólga sem hefur neikvæð áhrif á eftirspurn heimila og fyrirtækja. Þrátt fyrir það er spáð heldur meiri hagvexti á árinu öllu en spáð var í febrúar sem endurspeglar fyrst og fremst þróttmeiri vöxt á fyrsta fjórðungi ársins. Talið er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði 1% að meðaltali í ár (mynd I-7). Þótt það sé enn vel undir meðalhagvexti undanfarinna áratuga er það 0,4 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar. Horfur fyrir næstu tvö ár eru hins vegar lítillaga lakari. Gert er ráð fyrir að innflutningur helstu viðskiptalanda þróist með áþekkingu hætti.

Þessar horfur eru í takt við nýja spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í apríl. Samkvæmt henni minnkar hagvöxtur í heiminum úr 3,4% í fyrra í 2,8% í ár en þokast upp í 3% á næsta ári. Það er svipaður hagvöxtur og sjóðurinn spáði bæði í janúar og október sl. en vel undir meðalhagvexti undanfarinna tveggja áratuga. Hagvöxtur minnkar einkum í þróuðum ríkjum í ár eða úr 2,7% í fyrra í 1,3% í ár. Þótt hagvaxtarhorfur hafi batnað á evrusvæðinu frá síðustu spám sjóðsins eru þær áfram lakar fyrir árið í ár. Þá er áfram talið að samdráttur verði í Bretlandi en spáin um hagvöxt í Bandaríkjunum hefur hins vegar verið endurskoðuð upp í 1,6%. Að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins mun hægja mikið á vexti alþjóðaviðskipta í ár í takt við hægari heimshagvöxt.

### ... en mikil óvissa er um framhaldið

Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur er áfram mikil. Efnahagsframvindan ræðst að miklu leyti af því hversu mikið fjármálaskilyrði versna og hvort frekari brotalamir í fjármálakerfi heimsins eigi eftir að koma fram í dagsljósið í kjölfar nýlegra vandræða á alþjóðlegum bankamarkaði (sjá umfjöllun síðar í kaflanum). Efnahagsframvindan mun einnig ráðast af þróun verðbólgunnar og áhrifum kostnaðarhækkana um allan heim á fjárhagslega stöðu heimila og fyrirtækja. Þá skiptir miklu máli hversu hratt heimili ganga á uppsafnaðan sparnað sinn frá farsóttartímanum. Horfur ráðast jafnframt af þróun og áhrifum stríðsátakanna í Úkraínu og hversu langvinn þau verða. Þá ríkir enn óvissa um orkuframboð í Evrópu fyrir komandi vetur þótt hún hafi vissulega minnkað. Efnahagsþróun í heiminum ræðst að auki að miklu leyti af efnahagsframvindunni í Kína en þar hefur ekki enn verið undið ofan af veikleikum á innlendum fasteignamarkaði. Til viðbótar ríkir óvissa um stöðu ríkisfjármála í Bandaríkjunum og skuldapaks bandaríska ríkisins. Þá er staða margra nýmarkaðsríkja áfram erfið í ljósi vaxtahækkana í Bandaríkjunum



og sterkrar stöðu Bandaríkjadals, sérstaklega meðal ríkja með miklar skuldbindingar í Bandaríkjadal og brothættar efnahagslegar undirstöður. Hætta er því á að hagvaxtarhorfur í heiminum séu of bjartsýnar (sjá nánari umfjöllun um óvissuþætti í rammagrein 1).

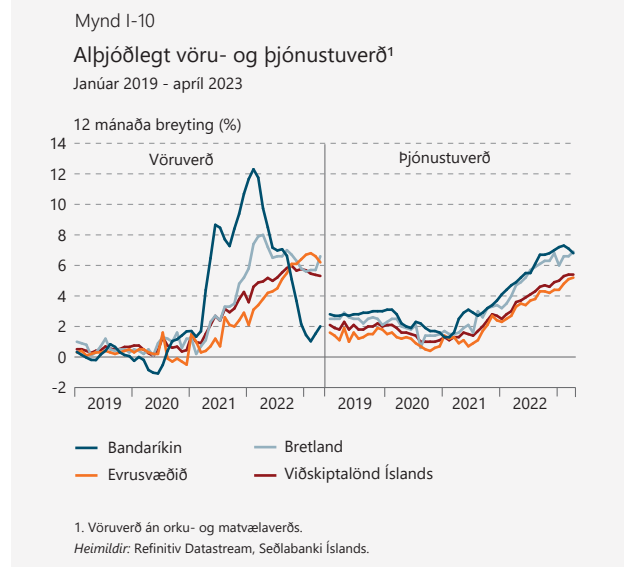
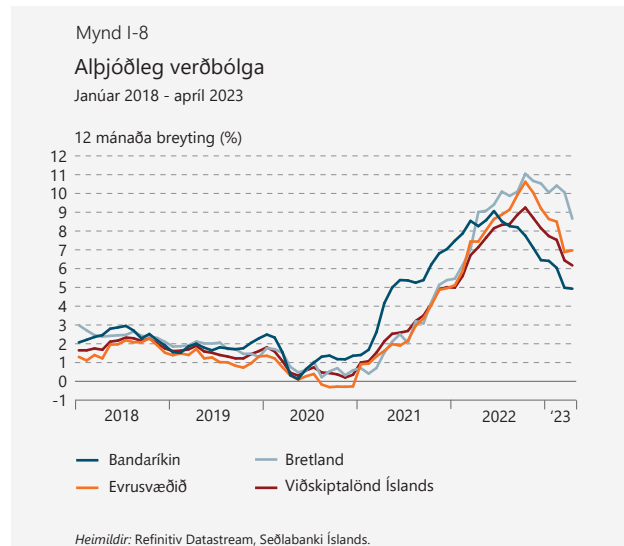
### Alþjóðleg verðbólga er tekin að hjaðna ...

Verðbólga hefur aukist mikið um allan heim frá miðju ári 2021 og mun meira en almennt var spáð. Þótt verðbólga sé enn mikil í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur hún minnkað á undanförunum mánuðum (mynd I-8). Skýrist það að mestu leyti af hjöðnun orkuverðs sem hækkaði verulega í fyrra í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu (mynd I-9). Einnig er farið að hægja á ársþækkun matvæla-verðs sem er þó enn afar mikil. Auk þess hefur hægt á hækkingu almenns vöruverðs á ný samhliða aðlögun í neyslumynstri heimila frá vörum og yfir í þjónustu eftir takmarkað aðgengi að ýmissi þjónustu í heimsfaraldrinum (mynd I-10). Þá hefur dregið úr framleiðsluhnökrum og hrávöruverð lækkað sem einnig hægir á hækkingu vöruverðs. Það mun þó líklega taka einhvern tíma til viðbótar fyrir áhrifin að koma fram að fullu í verðlagi. Einkum hefur hægt á hækkingu vöruverðs í Bandaríkjunum en þar hækkaði það líka bæði fyrr og meira á farsóttartímanum. Mikil styrking Bandaríkjadals gagnvart mörgum öðrum gjaldmiðlum í fyrra vegur líklega einnig þungt í að halda aftur af hækkingu þarlands innflutningsverðlags samanborið við önnur ríki. Þrálátari hækkanir vöruverðs á evrusvæðinu og í Bretlandi má líklega jafnframt rekja til þess að miklar hækkanir orkuverðs í fyrra eru enn að koma fram í almennu vöruverði.

Verðhækkanir á þjónustu hafa hins vegar lítið hjaðnað eða jafnvel sótt enn frekar í sig veðrið (mynd I-10). Uppsöfnuð eftirspurn frá farsóttartímanum, áframhaldandi spennan á vinnumarkaði og miklar nafnlaunahækkanir vega þar líklega þyngst. Er það meginástæða þess að undirliggjandi verðbólguþrýstingur hefur reynst þrálátari en almennt var búist við. Mældist kjarnaverðbólga, þ.e. verðbólga án beinna áhrifa orku- og matvæla-verðs, 5,6% að meðaltali í viðskiptalöndum í apríl sl.

### ... en útlit er fyrir að hún verði þrálátari en áður var spáð

Meðalverðbólga í viðskiptalöndum Íslands mældist 7,2% á fyrsta ársfjórðungi. Það er 1,4 prósentum minna en á fjórða ársfjórðungi í fyrra og 0,4 prósentum minna en spáð var í febrúar. Fráviknið má rekja til hraðari hjöðnunar orkuverðs en þá var búist við. Mæld verðbólga mun því halda áfram að hjaðna en þrálátari undirliggjandi verðbólga vinnur á móti og gerir það að verkum



að verðbólguhorfur versna er lengra líður á spátímann. Spáð er 2,6% verðbólgu í helstu viðskiptalöndum á næsta ári í stað 2,3% í febrúar og að hún verði ekki komin niður í 2% fyrr en á fyrri hluta ársins 2025 eða hálfu ári seinna en spáð var í febrúar.

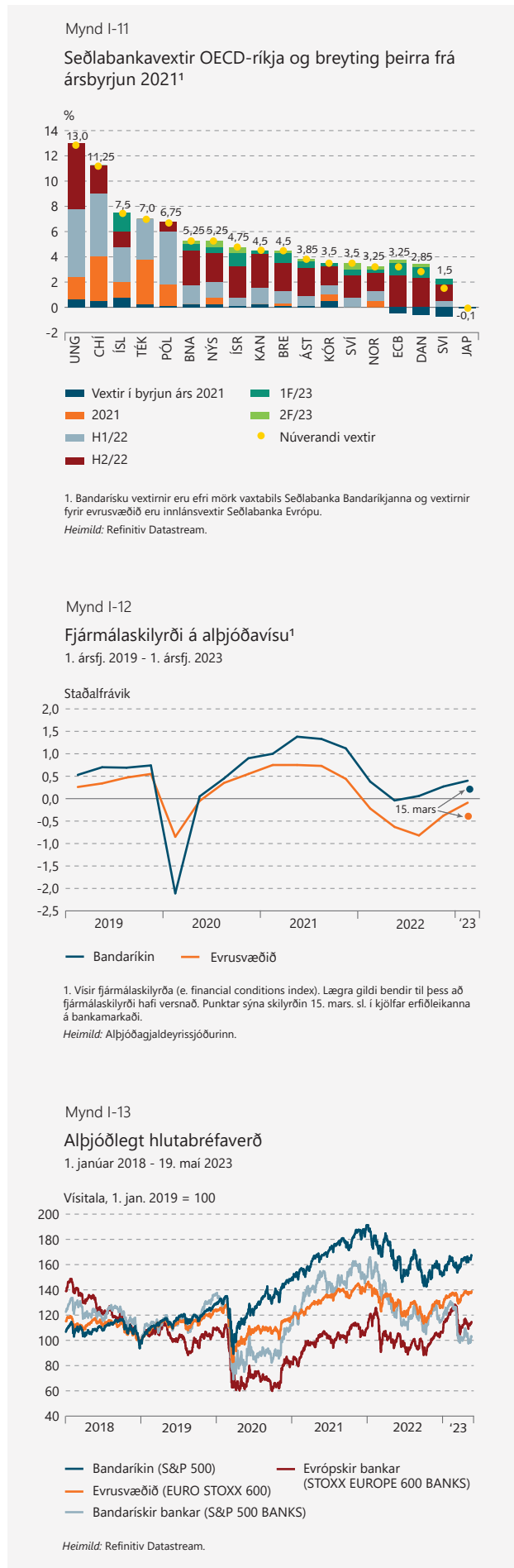
### Seðlabankavextir halda áfram að hækka ...

Seðlabankar helstu iðnríkja hafa haldið áfram að herða á peningalegu aðhaldi sínu í ljósi þróttmeiri efnahags- umsvifa í upphafi þessa árs, áframhaldandi spennu á vinnumarkaði og þrálátari undirliggjandi verðbólgu (mynd I-11). Hafa vextir þeirra ekki verið hærri síðan í aðdraganda fjármálakreppunnar árið 2008. Þeir hafa þó hægt á vaxtahækkunum sínum undanfarið eftir sögu- lega hraðar og miklar hækkanir í fyrra.

### ... en umrót voru á alþjóðlegum bankamarkaði í mars ...

Fjármálaskilyrði versnuðu víða um heim í fyrra í takt við lakari efnahagshorfur, aukna óvissu og sögulega hraðar vaxtahækkanir helstu seðlabanka (mynd I-12). Skilyrðin tóku hins vegar að batna á ný undir lok síð- asta árs. Hélt sú þróun í meginatriðum áfram í upphafi þessa árs samhliða aukinni bjartsýni um að það takist að forðast almennan efnahagssamdrátt í þróuðum ríkj- um í ár. Alþjóðlegt hlutabréfaverð rétti því úr kútnum, álag á áhættumeiri fjáreignir hjaðnaði og mikil styrking Bandaríkjadals í fyrra gekk að hluta til baka (mynd I-13).

Fjármálaleg skilyrði versnuðu hins vegar snögg- lega og óvissa jókst í kjölfar falls tveggja meðalstórra bandarískra svæðisbanka og yfirtökunnar á svissneska stórbankanum Credit Suisse í mars sl. Miklar áhyggjur sköpuðust um möguleg smitáhrif atburðanna og hvort frekari brotalamir væru til staðar í fjármálakerfinu sem sett gætu fjármálastöðugleika í hættu. Áhyggjur snerust mikið til að því hvort of mikil vaxtaáhætta hafi safnast upp hjá fjármálastofnunum á tímum lágra vaxta sem leiða muni til taprekstrar nú í ljósi herts peningalegs aðhalds. Þær snerust einnig um áhættu sem kynni að liggja hjá einstaka fjármálastofnunum vegna einsleitni innlánsseigenda og hárrar hlutdeildar ótryggðra innlána. Traust á fjármálastofnunum minnk- aði því í kjölfarið, einkum á minni og staðbundnari bönkum í Bandaríkjunum, með tilheyrandi lækkun hlutabréfaverðs og hækking áhættuálags. Þá færðist umtalsvert magn af innlánnum frá minni bönkum yfir í stærri fjármálastofnanir og peningamarkaðssjóði. Aðgerðir stjórnvalda þessara landa virðast þó hafa náð að róa markaði á ný þrátt fyrir tímabundið bakslag í byrjun maí þegar þriðji svæðisbankinn í Bandaríkjunum féll.



### ... sem hefur aukið óvissuna um næstu skref helstu seðlabanka

Umrót á alþjóðlegum fjármálamarkaði hefur gert næstu skref seðlabanka flóknari. Auknar áhyggjur hafa skapast af neikvæðum áhrifum herts peningalegs aðhalds á fjármálastöðugleika í ljósi atburðanna og að frekari brotalamir kunni að eiga eftir að koma fram í dagsljósið. Vandamál í bankakerfinu gætu smitast út í raunhagkerfið ef bankar herða að lántökuskilyrðum og hækka áhættuálag. Aðgengi heimila og fyrirtækja að lánsfé gæti þá minnkað og fjármálaleg skilyrði þröngst. Seðlabankar gætu þá þurft að hækka vexti sína minna en ella til að ná fram tilteknu peningalegu aðhaldi með það að leiðarljósi að ná verðbólgu niður í markmið innan ásættanlegs tíma. Þetta má sjá í framvirkum vöxtum sem benda til þess að markaðsaðilar vænti þess að seðlabankavextir fari ekki eins hátt og þeir bjuggust við fyrir umrötið á fjármálamarkaði snemma í mars (mynd I-14). Þá hefur ávöxtunarkrafa lengri ríkisskuldabréfa víða lækkað síðan í byrjun mars þótt hún sé enn með því hæsta sem verið hefur í meira en áratug (mynd I-15).

## Útflutningsverð og viðskiptakjör

### Horfur á minni verðlækkun sjávarafurða í ár ...

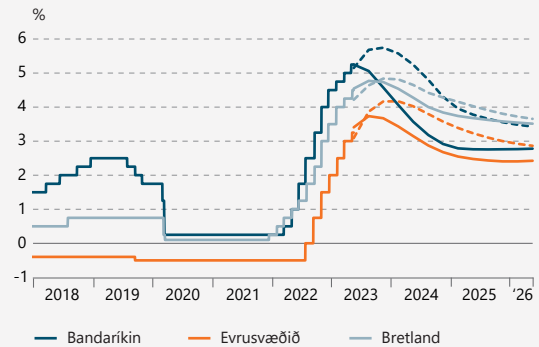
Útflutningsverð á íslenskum sjávarafurðum hefur hækkað um 36% í erlendum gjaldmiðlum talið frá fyrsta ársfjórðungi 2021 þegar það var lægst í kjölfar heimsfaraldursins (mynd I-16). Í fyrra hækkaði það um 21% milli ára sem skýrist að hluta af aukinni óvissu um framboð sjávarafurða í kjölfar viðskiptaþvingana Vesturlanda gegn Rússlandi sem er mikilvægur útflytjandi sjávarafurða. Þrátt fyrir vísbendingar um að sjávarafurðaverð á erlendum mörkuðum hafi almennt gefið eftir á ný á seinni helmingi síðasta árs hélt útflutningsverð íslenskra sjávarafurða áfram að hækka. Verðið tók hins vegar að lækka lítillega í byrjun þessa árs en það var þó áfram hærra en spáð var í febrúar.

Alþjóðlegt sjávarafurðaverð hækkaði á ný í upphafi þessa árs og eftirspurn eftir íslenskum sjávarafurðum hefur verið kröftugri en búist var við. Á móti vegur að meira veiddist af loðnuhrognum hér á landi en í fyrra og líkur á að verð þeirra lækki nokkuð milli ára. Líkt og í febrúar er því áfram talið að útflutningsverð sjávarafurða lækki enn frekar þegar líður á árið en um minna en áætlað var þá eða um 1% á árinu í heild í stað 4% í febrúarspá bankans. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst.

Mynd I-14

### Meginvextir seðlabanka<sup>1</sup>

Janúar 2018 - júní 2026



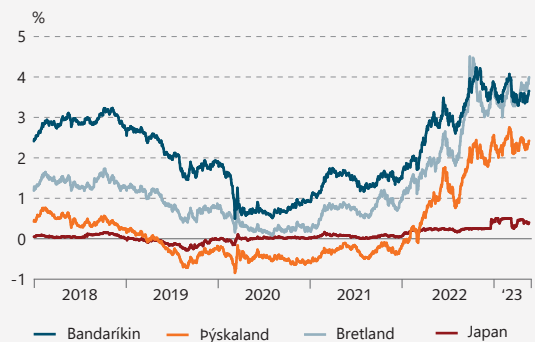
1. Daglegar tölur 1. janúar 2018 til 19. maí 2023 og ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2023 til 2. ársfj. 2026. Bandarísku vextirnir eru efri mörk vaxtabilis Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru innlámsvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á vaxtaskiptasamningum (e. overnight index swaps, OIS). Heilar línur byggjast á framvirkum ferlum um miðjan maí 2023 en brotalínur frá því snemma í mars 2023.

Heimildir: Bloomberg, Refinitiv Datastream.

Mynd I-15

### Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa

1. janúar 2018 - 19. maí 2023

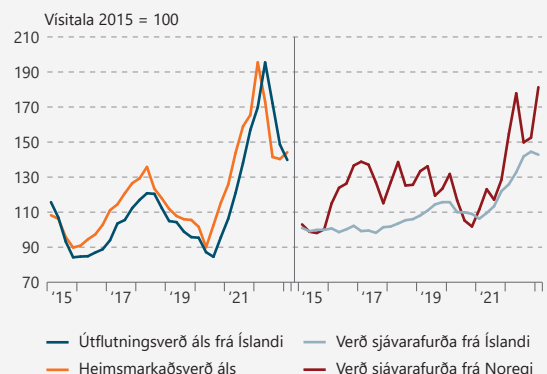


Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-16

### Verð helstu útflutningsafurða<sup>1</sup>

1. ársfj. 2015 - 1. ársfj. 2023



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

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

### ... en svipaðri lækkun álverðs

Heimsmarkaðsverð á áli tók að lækka á öðrum ársfjórðungi í fyrra eftir að hafa náð sögulegu hámarki í marsmánuði í kjölfar aukinnar óvissu um heimsframboð vegna innrásarinnar í Úkraínu (mynd I-16). Verðið hélt áfram að lækka á seinni hluta ársins og var meðalverðið í desember orðið töluvert lægra en fyrir innrásina. Þar vó þungt aukin svartsýni um efnahagshorfur í heimsbúskapnum og minni eftirspurn frá Kína. Útflutningsverð áls frá Íslandi þróaðist með svipuðum hætti og heimsmarkaðsverð. Það náði hámarki á öðrum ársfjórðungi í fyrra og lækkaði hratt á seinni helmingi ársins. Á árinu í heild lækkaði verðið um tæplega þriðjung milli ára.

Þrátt fyrir nokkrar verðsveiflur í byrjun þessa árs, m.a. í tengslum við óvissu um áhrif efnahagsbatans í Kína á álmarkað, hefur heimsmarkaðsverð áls í meginatriðum þróaðist í samræmi við febrúarspá Seðlabankans. Talið er að útflutningsverð áls frá Íslandi verði liðlega 16% lægra í ár en í fyrra sem er um 1 prósentu meiri lækkun en spáð var í febrúar. Á móti er gert ráð fyrir meiri lækkun á næsta ári. Ólíkt því sem var búist við í febrúar virðist innflutningsverð á súráli hafa lækkað töluvert á ný á fyrsta fjórðungi eftir lækkun á seinni árshelmingi í fyrra. Horfur eru því á minni verðlækkun súrals milli ára í ár en í febrúar.

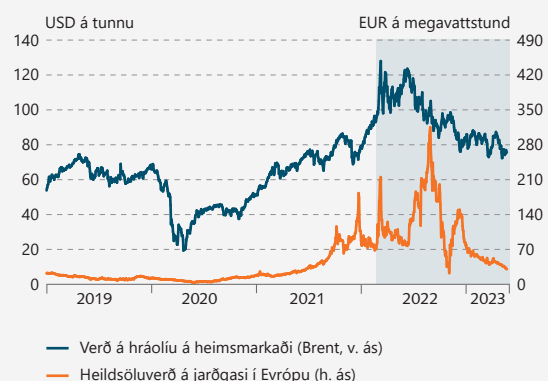
### Olíuverð lækkaði á seinni árshelmingi í fyrra ...

Heimsmarkaðsverð á hráolíu lækkaði mikið í aðdraganda og í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu snemma í fyrra (mynd I-17). Það fór hins vegar lækkandi á seinni helmingi ársins í takt við vaxandi áhyggjur af efnahagshorfum í heiminum og minni olíueftirspurn frá Kína. Aukin olíuframleiðsla í Bandaríkjunum og ákvörðun OECD-ríkja um að setja hluta af olíuvarasjóði sínum á markað stuðlaði jafnframt að auknu olíuframboði og lækkun olíuverðs. Á móti vó hins vegar minni olíuframleiðsla OPEC-ríkja og nokkurra annarra olíuframleiðsluríkja (svokallaðra OPEC+). Þá studdi óvissa um áhrif viðskiptaþvingana Vesturlanda á olíuútflutning Rússlands líklega við verð á hráolíu. Innflutningsbann og verðþak G7-ríkja á olíuútflutning þess sem komu til framkvæmda í byrjun desember sl. virðast þó hafa haft minni áhrif á olíuframboð í heiminum en búist var við. Skýrist það af auknum útflutningi Rússlands til ríkja sem standa utan þvingunaraðgerða, einkum Indlands og Kína, en á töluverðum afslætti þó. Nýleg tilkynning um lítillegan samdrátt í olíuframleiðslu Rússlands gefur þó vísbendingar um að aðgerðirnar séu farnar að bíta fastar.

Mynd I-17

### Verð á olíu og jarðgasi<sup>1</sup>

1. janúar 2019 - 19. maí 2023



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

### ... og hefur lækkað lítillega til viðbótar í ár

Olíuverð tók að hækka á ný undir lok síðasta árs og í byrjun þessa árs. Þar vó þungt minnkandi svartsýni um alþjóðlegar efnahagshorfur og horfur á snörpum efnahagsbata í Kína sem er stærsti innflytjandi olíu í heiminum. Óvænt tilkynning aðildarlanda OPEC+ í apríl sl. um enn frekari skerðingu á olíuframleiðslu leiddi einnig til hækkunar olíuverðs. Auknar áhyggjur af efnahagshorfum í heiminum, m.a. vegna umrótisins á bankamarkaði hafa hins vegar vegið á móti. Meðalverð á Brent-hráolíu hefur verið um 76 Bandaríkjadalir á tunnu það sem af er maí. Það er um 10% lægra en það var að meðaltali í janúar sl. og um þriðjungum lægra verð en í maí 2022. Verð í framvirkum samningum bendir til þess að olíuverð muni lækka enn frekar á spátímanum og að það verði lægra á honum öllum en í síðustu spá bankans (mynd I-18).

### Verð á jarðgasi í Evrópu hefur einnig lækkað

Verð á jarðgasi í Evrópu hækkaði gríðarlega framan af síðasta ári samhliða auknum áhyggjum og óvissu um orkuframboð í álfunni í kjölfar stríðsátakanna í Úkraínu og skerts gasflæðis frá Rússlandi (mynd I-17). Verðið tók hins vegar að lækka á ný undir lok sumars í fyrra og er nú orðið svipað og það var um mitt ár 2021. Verðlækkunina má einkum rekja til minni orkunotkunar sakir óvenju milds veðurs í vetur og aukins orkusparnaðar ásamt auknum innflutningi á jarðgasi frá öðrum ríkjum en Rússlandi. Endurspeglast það í sögulega sterkri birgðastöðu jarðgass í álfunni eins og fjallað var um fyrr í þessum kafla. Samkvæmt framvirku verði er jafnframt búist við að verð á jarðgasi verði lægra á næstu árum en búist var við í febrúar.

### Annað hrávöruverð orðið lægra en fyrir innrásina í Úkraínu

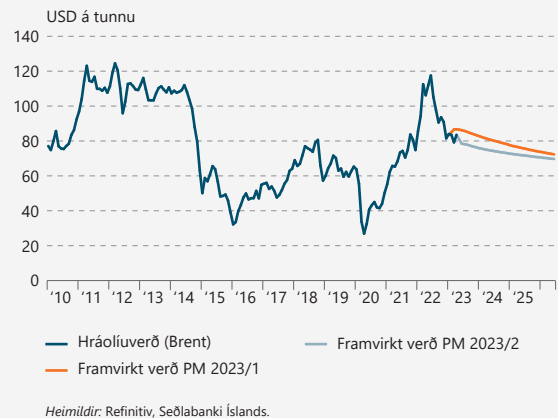
Verðhækkun annarrar hrávöru en orkugjafa í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu gekk einnig til baka á seinni hluta síðasta árs (mynd I-19). Lækkaði verð á málum mest í takt við minni eftirspurn frá Kína og aukna svartsýni um heimshagvöxt. Aukið framboð á landbúnaðarafurðum stuðlaði einnig að verðlækkun hrávöruverðs. Það má að miklu leyti rekja til aukins útflutnings á korni og öðrum landbúnaðarafurðum frá Úkraínu eftir að samkomulag náðist við Rússa um flutning þess um Svartahaf. Þá ýtti hátt verð á kornmeti undir framleiðslu annarra ríkja. Verð á áburði hefur einnig haldið áfram að lækka.

Hrávöruverð utan orkugjafa hækkaði á ný á fyrsta fjórðungi í ár og heldur meira en spáð var í febrúar. Skýrist það einkum af verðhækkun málma. Hrávöruverð er þó enn töluvert lægra en rétt fyrir innrásina í Úkraínu.

Mynd I-18

### Alþjóðlegt olíuverð

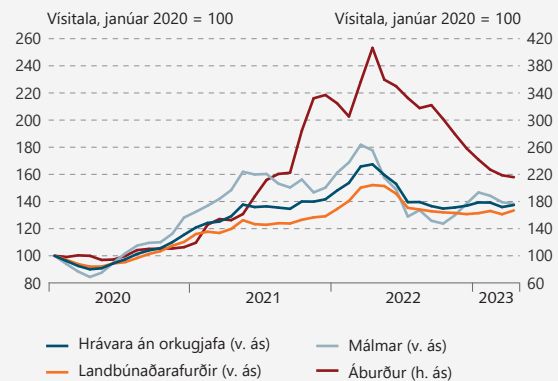
Janúar 2010 - júní 2026



Mynd I-19

### Alþjóðlegt hrávöruverð<sup>1</sup>

Janúar 2020 - apríl 2023



Framleiðsluflulanir, sem hrjád hafa heimsbyggðina frá farsóttartímanum, hafa hins vegar minnkað áfram eftir stutt bakslag seint í fyrra. Álag á alþjóðlegar virðisikeðjur er t.d. orðið svipað og það var fyrir farsóttina og það sama á við um flutningskostnað (mynd I-20). Það ætti að öðru óbreyttu að stuðla að frekari lækkun hrávöruverðs. Útlit er fyrir að meðalverð á annarri hrávöru en orkugjöfum lækki um liðlega 7% milli ára í ár sem er svipað og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Hins vegar er talið að það muni lækka heldur meira á næsta ári en spáð var í febrúar.

### Horfur á lítilla meiri rýrnun viðskiptakjara í ár

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötnuðu um 3% milli ára í fyrra sem er meiri bati en spáð var í febrúar. Frávikið skýrist nánast að öllu leyti af endurskoðun Hagstofu Íslands á verðvísitölum utanríkisviðskipta á fyrstu þremur fjórðungum ársins, einkum á almennum vöruinnflutningi sem hækkaði minna en áður birtar tölur gáfu til kynna.

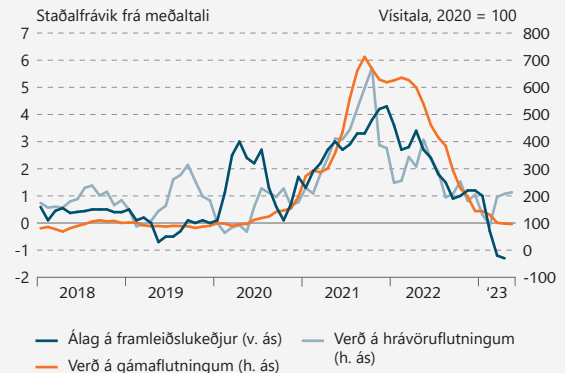
Verðhækkun álafurða á fyrri hluta ársins vó þungt í viðskiptakjarabatanum í fyrra og bötnuðu viðskiptakjör einungis um 0,7% milli ára að þeim undanskildum (mynd I-21). Verð kísil- og sjávarafurða hækkaði einnig á fyrri hluta ársins en verðhækkunar á flestum flokkum vöruútflutnings gengu síðan til baka á seinni helmingi ársins. Innflutningsverð hélt hins vegar áfram að hækka er leið á árið.

Nú er talið að viðskiptakjör rýrni um 5,5% í ár en þar vega óhagstæð grunnáhrif mikillar hækkunar álverðs í fyrra þungt (mynd I-22). Án álafurða er útlit fyrir að viðskiptakjör rýrni um 2,2% og hafa horfur fyrir árið versnað nokkuð frá því í febrúar. Þar vegur þungt óhagstæðari verðþróun á öðrum vöruútflutningi vegna meiri lækkunar undir lok síðasta árs. Við bætast horfur á hærra verði súrals en á móti vegur að útlit er fyrir hagstæðari þróun sjávarafurðaverðs. Horfur eru um að viðskiptakjör haldist nánast óbreytt á næstu tveimur árum í stað þess að rýrna um riflega 1½% eins og spáð var í febrúar.

Mynd I-20

### Vísendingar um framboðshnökra<sup>1</sup>

Janúar 2018 - maí 2023

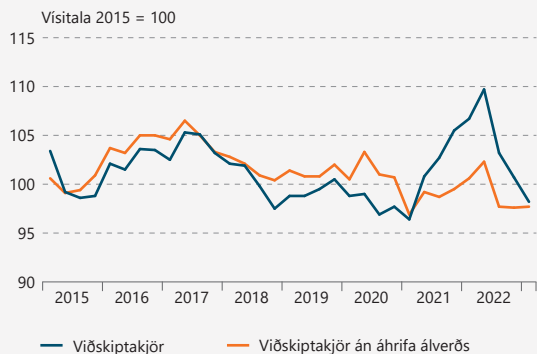


1. Mælikvarðinn á álag framleiðslukeðja (GSCPI) tekur saman áhrif 27 mismunandi mælikvarða á flutningskostnaði og afhendingartíma þar sem búið er að hreinsa út eftirspurnaráhrif. Verðvísitala gámaflutninga er Freightos Global Container Index. Verðvísitala hrávöruflutninga er Baltic Dry Index. Gögn til og með 19. maí 2023. Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-21

### Viðskiptakjör með og án áhrifa álverðs<sup>1</sup>

1. ársfj. 2015- 1. ársfj. 2023

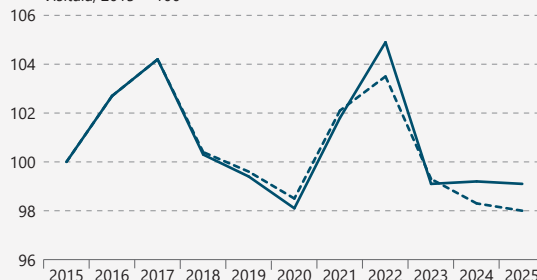


1. Viðskiptakjör vöru og þjónustu án áhrifa álverðs á útflutningsverð og áhrifa súralverðs á innflutningsverð. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2023. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-22

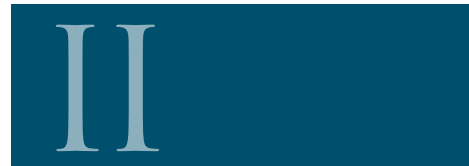
### Viðskiptakjör vöru og þjónustu 2015-2025<sup>1</sup>

Vísitala, 2015 = 100



1. Grunnspá Seðlabankans 2023-2025. Brotalína sýnir spá PM 2023/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir



## Peningastefnan og markaðsvextir

### Meginvextir hækka áfram ...

Peningastefnunefnd Seðlabankans ákvað á fundum sínum í febrúar og mars að hækka meginvexti bankans (vexti á bundnum innlánnum til sjö daga) um samtals 1,5 prósentur (mynd II-1). Vextir bankans voru því 7,5% fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hafa ekki verið hærri síðan um mitt ár 2010. Skammtíamarkaðsvextir hafa þróast í takt við meginvexti bankans.

Raunvextir bankans hafa hækkað samhliða hækkun meginvaxta. Þeir eru nú 0,2% miðað við meðaltal raunvaxta sem eru reiknaðir út frá mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og eru jákvæðir í fyrsta sinn síðan í febrúar 2020. Frá útgáfu *Peningamála* í febrúar hafa þeir hækkað um 0,9 prósentur og eru nú 3,6 prósentum hærri en þegar þeir voru lægstir fyrir rúmu ári. Hratt dró úr vaxtamun gagnvart útlöndum á seinni hluta síðasta árs samhliða snarpri hækkun alþjóðlegra vaxta en munurinn hefur aukist aftur á þessu ári enda hafa skammtíamavextir hækkað hraðar hér á landi undanfarið.

### ... og markaðsaðilar vænta frekari hækkun þeirra ...

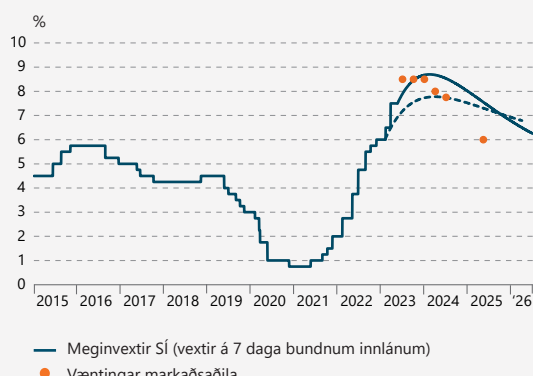
Samkvæmt könnun bankans frá því í maí búast markaðsaðilar við að meginvextir hækki í 8,5% á yfirstandandi fjórðungi en að þeir taki að lækka snemma á næsta ári og verði komnir niður í 6% eftir tvö ár (mynd II-1). Þetta eru töluvert hærri vextir en þeir væntu í síðustu könnun. Framvirkir vextir hafa einnig hækkað en samkvæmt þeim er þess vænst að vextir bankans verði komnir í tæplega 9% snemma á næsta ári.

Grunnspá Seðlabankans byggist á þeirri forsendu að meginvextir þróist í takt við peningastefnureglu

Mynd II-1

### Meginvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

1. janúar 2015 - 30. júní 2026



1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotalínan sýnir framvirka vaxtaferlinn fyrir útgáfu PM 2023/1. Væntingar markaðsaðila út frá könnun Seðlabanka Íslands. Áætlað út frá miðgildi svara á væntingum þeirra til veðlávaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 8.-10. maí 2023.

Heimild: Seðlabanki Íslands.



Þjóðhagslíkans bankans sem tryggir að spáð verðbólga sé í samræmi við markmið bankans til meðallangs tíma.<sup>1</sup>

### ... en langtímavextir hafa lækkað frá því í mars

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hækkaði nánast samfleytt frá miðju ári 2020 en frá því í byrjun mars hefur hún hins vegar lækkað nokkuð. Ávöxtunarkrafa tíu ára óverðtryggðra ríkisbréfa var 6,2% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hafði þá lækkað um 0,9 prósentur frá hámarki sínu síðasta vor (mynd II-2). Þar sem skammtímavextir hafa haldið áfram að hækka hefur halli óverðtryggðra ávöxtunarkerfilsins orðið enn neikvæðari og er ávöxtunarkrafa ríkistryggðra bréfa til eins árs nú um 2,5 prósentum hærrí en krafa tíu ára bréfa.

Ávöxtunarkrafa tíu ára verðtryggðra ríkisbréfa breyttist lítið framan af ári en tók að lækka lítillega um miðjan apríl og var 2% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*. Stærstan hluta hækkunar ávöxtunarkröfu lengri óverðtryggðra skuldabréfa á sama tíma mátti því rekja til herra verðbólguálags enda jókst ársverðbólga í byrjun ársins og óvissa ríkti um niðurstöðu kjarasamninga (mynd II-3). Verðbólguálagið tók hins vegar að lækka á ný í lok febrúar og lækkaði enn frekar í kjölfar snarprar hækkunar meginvaxta seint í mars (sjá nánari umfjöllun um verðbólguvæntingar í kafla V).

## Gengi krónunnar

### Gengi krónunnar er svipað og í febrúar ...

Gengi krónunnar tók að hækka í lok janúar eftir að hafa lækkað frá lokum septembermánaðar. Vó þar þyngst hækkun gagnvart Bandaríkjadal enda lækkaði gengi Bandaríkjadals gagnvart helstu gjaldmiðlum eftir mikla hækkun í fyrra. Í lok apríl tók gengi krónunnar hins vegar að lækka á ný og er nú svipað og við útgáfu *Peningamála* í febrúar sl. (mynd II-4).

### ... þrátt fyrir hagstætt undirliggjandi flæði og aukinn vaxtamun við útlönd

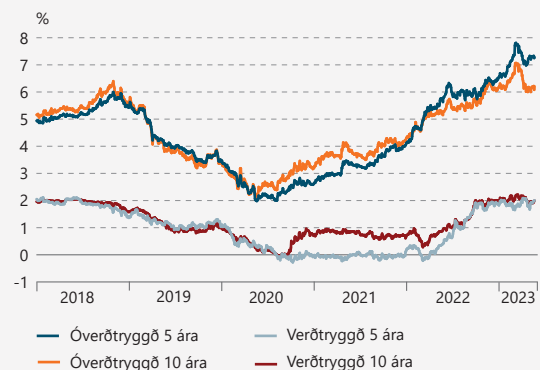
Fjármagnsflæði vegna nýfjárfestingar hefur verið jákvætt síðan í fyrra haust. Stóran hluta þess má rekja til beinnar erlendar fjárfestingar í innlendum tækni-

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

Mynd II-2

### Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa<sup>1</sup>

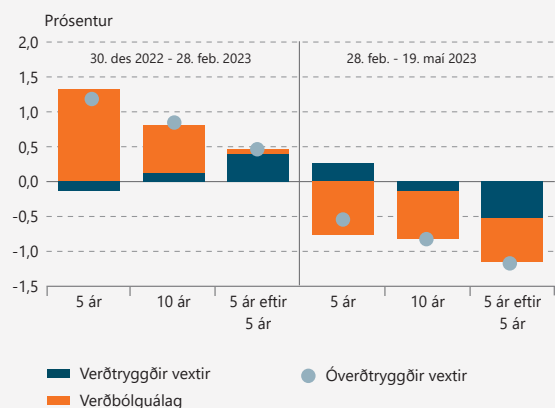
2. janúar 2018 - 19. maí 2023



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

Mynd II-3

### Sundurgreining breytingar nafnvaxta skuldabréfa<sup>1</sup>



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-4

### Gengi krónunnar<sup>1</sup>

2. janúar 2015 - 19. maí 2023



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

og fjarskiptafyrirtækjum og innflæðis á innlendan hlutabréfamarkað, m.a. vegna þess að Ísland var fært upp í flokk nýmarkaðsríkja hjá vísitölufyrirtækinu FTSE-Russell. Þá hefur skammtímavaxtamunur við útlönd aukist á árinu. Á móti vega áframhaldandi gjaldeyris-kaup lífeyrissjóða.

Nokkur viðsnúningur hefur einnig orðið í hreinu greiðslukortaf læði tengdu ferðapjónustu og var árstíðarleiðrétt hreint innflæði gjaldeyris vegna greiðslukortanotkunar jákvætt á fyrstu fjórum mánuðum ársins en það hafði að mestu leyti verið neikvætt frá því að heimsfaraldurinn skall á (mynd II-5). Þjartsýni um komur erlendra ferðamanna á árinu hefur einnig aukist og útflutningsfyrirtæki mögulega selt hluta væntra gjaldeyristekna framvirkt (mynd II-6).

### Gert er ráð fyrir hærra gengi krónunnar en í febrúarspánni

Gengisvísitala krónunnar var um 200 stig á fyrsta fjórðungi ársins. Gengi krónunnar var því um 1½% hærra gagnvart meðaltali helstu gjaldmiðla en gert var ráð fyrir í *Peningamálam* í febrúar. Það hækkaði er leið á fjórðunginn eins og áður hefur verið rakið og það sem af er öðrum fjórðungi er það ríflega 3% hærra en spáð var í febrúar. Samkvæmt núverandi spá helst gengi krónunnar á svipuðu stigi út spátímann og er heldur hærra en gert var ráð fyrir í febrúar (mynd II-7).

## Peningamagn og útlán

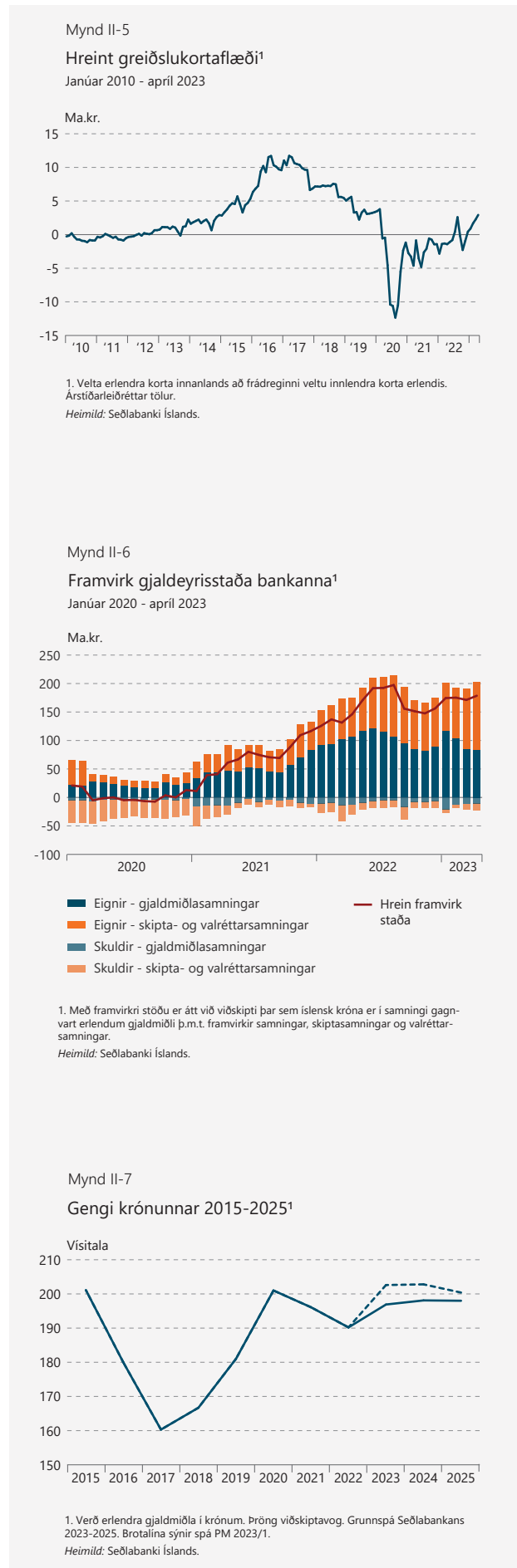
### Vöxtur innlána heimila sækir í sig veðrið á ný ...

Ársvöxtur peningamagns mældist um 9% á fyrsta fjórðungi ársins sem er minni vöxtur en á ársfjórðungnum þar á undan (mynd II-8). Vægi innlána heimila í ársvextinum hefur aukist á ný en dregið hefur úr vexti innlána fyrirtækja þótt hann sé enn töluverður.

Innlán fyrirtækja jukust umtalsvert á síðasta ári samhliða auknum efnahagssumsvifum og auknum vexti fyrirtækjalána en nýlegar launahækkningar og eingreiðslur tengdar afturvirkni þeirra hafa líklega haft áhrif á tilfærslu innlána frá fyrirtækjum til heimila (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 2).

### ... en tekið er að hægja á vexti íbúðalána

Ársvöxtur útlána lánakerfisins hefur aukist áfram og mældist 11,3% á fyrsta fjórðungi ársins (mynd II-9). Heldur hefur hægt á ársvexti útlána lánakerfisins til heimila þótt vöxturinn mælist enn nokkur eða líðlega 9% á fyrsta ársfjórðungi. Skýrari merki um áhrif hækkandi vaxta og hertra lánþegaskilyrða má hins vegar sjá í minni hreinum nýjum íbúðalánunum bankakerfisins



(mynd II-10). Það er í takt við niðurstöður útlána-könnunar Seðlabankans frá því í apríl en samkvæmt henni greindu viðskiptabankarnir minnkandi eftirspurn eftir íbúðalánnum á síðustu þremur mánuðum og gerðu ráð fyrir að sú þróun héldi áfram. Aukin hlutdeild lífeyrissjóða hefur vegið á móti en þar má einnig sjá merki um hægarí umsvif.

### Áframhaldandi kröftugur vöxtur fyrirtækjalána

Útlán til fyrirtækja hafa verið megindrífkraftur útlána lánakerfisins að undanförunu en þau hafa vaxið hratt sl. ár eftir samfelldan samdrátt frá ársbyrjun 2021. Á móti vó bein markaðsfjármögnun og fjármögnun utan bankakerfisins eins og rakið er í rammagrein 2. Þrátt fyrir umtalsverða hækkun vaxta mældist ársvöxturinn 14,8% á fyrsta fjórðungi ársins en 13,3% að teknu tilliti til áhrifa gengisbreytinga á fyrirtækjalán í erlendum gjaldmiðlum (mynd II-9). Útlánvöxturinn hefur haldið áfram að aukast til nær allra atvinnugreina en útlán til byggingarfyrirtækja og fyrirtækja í þjónustu þó sýnu mest (mynd II-11). Líklegt er að fjárfestingarþörf fyrirtækja hafi byggst upp eftir samdrátt í útlánum til fyrirtækja í kjölfar faraldursins og fjárfestingarkönnun Seðlabankans bendir til áframhaldandi aukningar fjárfestingarútgjalda (sjá kafla III). Niðurstöður útlána-könnunar Seðlabankans sýna að þrátt fyrir aukinn vöxt fyrirtækjalána hefur eftirspurn eftir þeim hjá viðskipta-bönkunum dregist lítillega saman og gera bankarnir ráð fyrir að sú þróun haldi áfram á næstu mánuðum á sama tíma og heldur dragi úr framboði fyrirtækjalána.

## Eignaverð

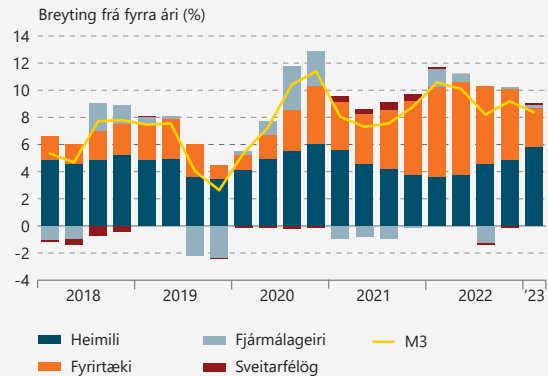
### Framboð íbúða hefur aukist töluvert og dregið hefur úr hækkun húsnæðisverðs

Umsvif á fasteignamarkaði jukust um mitt ár 2020 og náðu hámarki í byrjun árs 2021 enda höfðu vextir lækkað mikið, laun hækkað töluvert og verulegur óráðstafaður sparnaður byggst upp hjá heimilum í farsóttinni. Húsnæðisverð hækkaði því hratt á tímabilinu. Samhliða því að vaxtahækkunarferli Seðlabankans hófst um mitt ár 2021 tók að draga úr umsvifum á húsnæðismarkaði. Húsnæðisverð hækkaði þó enn frekar og fór árshækkunin mest í 25,5% á höfuðborgarsvæðinu í júlí í fyrra (mynd II-12). Það skýrist líklega af miklu misræmi milli framboðs og eftirspurnar eftir húsnæði enda annaði sá fjöldi íbúða sem byggður var á árunum fyrir heimsfaraldurinn ekki aukinni eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði í kjölfar hans. Í apríl 2022 voru eingöngu um 1.000 íbúðir á sölu á landinu öllu þegar þær voru fæstar og meðalsölutíminn mældist einungis um mánuður

Mynd II-8

### Peningamagn<sup>1</sup>

1. ársfj. 2018 - 1. ársfj. 2023



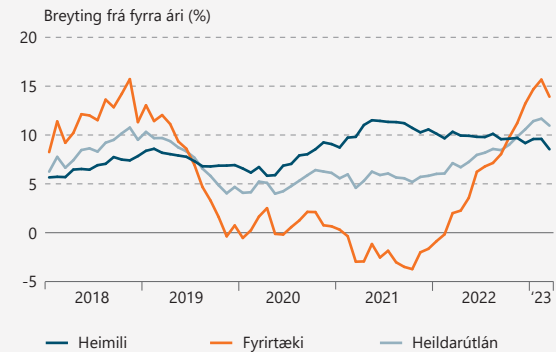
1. M3 er leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálafyrirtækja. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-9

### Útlán lánakerfis<sup>1</sup>

Janúar 2018 - mars 2023



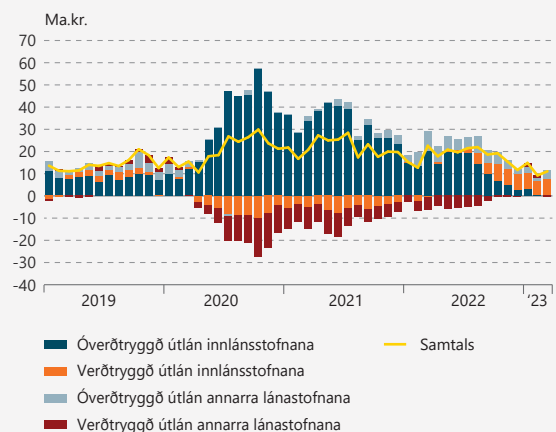
1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Án útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálafyrirtækja og ríkissjóðs. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10

### Hrein ný útlán til heimila<sup>1</sup>

Janúar 2019 - mars 2023



1. Hrein ný útlán samanstanda af nýjum útlánum að frádragnum umfram- og uppgreiðslum eldri lána. Aðrar lánastofnanir eru lífeyrissjóðir, HMS og ÍL-sjóður.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

(mynd II-13). Framboðið tók þó að aukast er leið á árið vegna fjölgunar nýbygginga á sölu og minni umsvifa. Í apríl sl. voru um 3.200 íbúðir til sölu á landinu öllu og meðalsöluþíminn því töluvert lengri eða 6 mánuðir. Árshækkun húsnæðisverðs hefur því heldur gefið eftir og var hún komin í 8,6% í apríl sl. sem felur í sér að raunverð húsnæðis er nú lægra en fyrir ári.

### Misvægi á húsnæðismarkaði hefur minnkað ...

Leiguverð á höfuðborgarsvæðinu hefur hækkað nokkuð það sem af er ári og nam árshækkun þess 6,9% í apríl sl. (mynd II-12). Hækkunin skýrist að einhverju leyti af fjölgun innflytjenda og aukinni verðbólgu en til viðbótar hefur hlutfall fyrstu kaupenda lækkað frá því að það var hæst á fyrsta ársfjórðungi 2021. Því má ætla að yngri fólk hafi í auknum mæli leitað á leigumarkað á ný, einkum í kjölfar þess að lánþegaskilyrði voru hert í júní í fyrra. Hlutfall húsnæðis- og leiguverðs er þó enn töluvert hátt í sögulegu samhengi þótt það hafi lækkað nokkuð frá því í júlí í fyrra. Misvægið sem myndaðist milli íbúðaverðs og launa á tímum faraldursins virðist einnig hafa minnkað og svo virðist sem húsnæðisverð sé farið að þróast betur í takt við undirliggjandi efnahagslega grunnþætti.

### ... og horfur eru á að áfram dragi úr verðhækkunum á húsnæðismarkaði

Eins og áður var rakið hefur framboð íbúða til sölu aukist töluvert og eru nú fleiri íbúðir í byggingu en verið hefur um langt skeið (sjá kafla III). Framboð kann því að aukast enn frekar á næstu misserum og létta áfram á verðþrýstingi á markaðnum. Á sama tíma hefur hægt á eftirspurn eftir húsnæði í takt við hækkun vaxta og strangari lánþegaskilyrði (mynd II-14). Horfur eru því á áframhaldandi hjöðnun árshækkunar húsnæðisverðs og að raunverð lækki út spátímann. Nokkur óvissa er þó um horfurnar en meiri fjölgun innflytjenda og aukin skammtímaleiga húsnæðis fyrir erlenda ferðamenn gæti sett meiri þrýsting á húsnæðisverð en nú er gert ráð fyrir.

### Lækkarir á hlutabréfamarkaði

Úrvalsvisitala kauphallarinnar, OMXI10, hefur lækkað um 10,9% frá útgáfu síðustu *Peningamála* og lækkaði heildarvisitala aðallistans, OMXI, um 14,9% á sama tíma. Þótt verðmæti meirihluta skráðra fyrirtækja hafi lækkað á tímabilinu má rekja stærstan hluta lækkunar heildarvísitölunnar til 37% lækkunar á bréfum lyfjafyrirtækisins Alvotech. Skörp lækkun þess kom í kjölfar tilkynningar Matvæla- og lyfjaeftirlits Bandaríkjanna (e. FDA) um miðjan apríl sl. þess efnis að markaðsleyfi



sem fyrirtækið bíður eftir fengist ekki enn sem komið er. Fyrir það var Alvotech orðið verðmætasta félagið á íslenskum hlutabréfamarkaði.

## Fjármálaleg skilyrði

### Greiðslubyrði lána heimila hefur aukist en skuldsetning þeirra hefur lítið breyst ...

Skuldir heimila í hlutfalli við landsframléiðslu hafa lítið breyst á undanförunum árum. Þá eru vanskil þeirra enn lítil í sögulegu samhengi þrátt fyrir hækkandi greiðslubyrði sökum hærra vaxtastigs. Vextir nýrra óverðtryggðra útlána heimila hafa hækkað samhliða vaxtahækkunum Seðlabankans en vextir innlána þeirra hafa hækkað hraðar undanfarna mánuði, líklega vegna aukinnar samkeppni um innlán heimila (mynd II-15). Vextir verðtryggðra íbúðalána hafa einnig hækkað í takt við almennt hækkandi raunvexti.

Hlutdeild verðtryggðra lána í nýjum útlánnum heimila hefur aukist undanfarið enda er greiðslubyrði þeirra lána að jafnaði lægri.<sup>2</sup> Óverðtryggð útlán veða þó enn um 55% af stofni íbúðalána. Horfur eru því á að greiðslubyrði lántakenda sem festu vexti á þeim íbúðalánnum þegar vextir voru í sögulegu lágmarki mun að öðru óbreyttu aukast þegar tímabil fastra vaxta rennur út.

### ... og hið sama á við um fyrirtæki

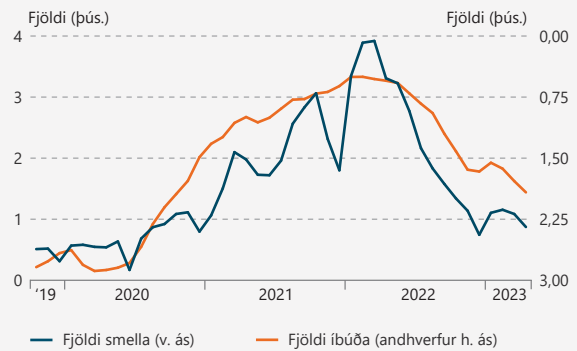
Eins og hjá heimilum hafa vextir nýrra inn- og útlána fyrirtækja hækkað undanfarið, útlánvextirnir þó sýnu hraðar. Mikill meirihluti fyrirtækjalána er óverðtryggður og á breytilegum vöxtum og eru þau því almennt næm fyrir vaxtahækkunum. Til viðbótar við hærri vaxtakostnað hafa laun og verð aðfanga hækkað mikið undanfarið en á móti eru efnahagssumsvif enn kröftug. Þrátt fyrir hækkandi kostnað hafa vanskil fyrirtækja haldið áfram að minnka enda ætti viðnámsþróttur þeirra í sögulegu samhengi að vera góður þar sem skuldsetning virðist enn vera hófleg og hafa skuldahlutföll þeirra ekki hækkað. Aðstæður til fjármögnunar á alþjóðlegum mörkuðum hafa þó verið krefjandi og líkur eru á að dýrari markaðsfjármögnun bankanna muni hafa áhrif á fjármögnunarkjör fyrirtækja.

### Fjármálaleg skilyrði hafa þengst

Seðlabankinn hefur þróað nýjan fjármálaskilyrðavísi í þeim tilgangi að hafa mælikvarða sem nær utan um

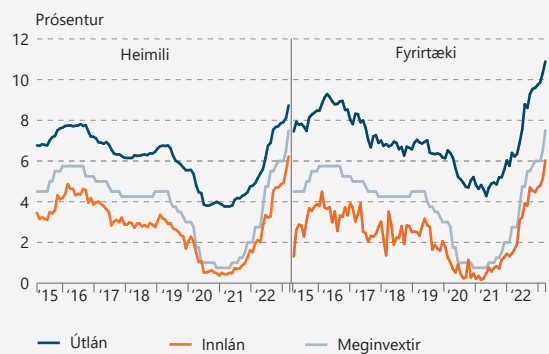
2. Eins og rakið er í rammagrein 3 má að hluta rekja aukna ásókn í verðtryggð lán til vaxtahækkana undanfarið en þó er ekki að sjá að þessi breyting hafi haft marktæk áhrif á það hvernig áhrif peningastefunnar miðlast út í þjóðarþúið.

Mynd II-14  
Fjöldi íbúða á sölu og smellir<sup>1</sup>  
Október 2019 - apríl 2023



1. Meðalfjöldi smella á hverja auglýsingu á fasteignir.is og íbúða á sölu á höfuðborgarsvæðinu.  
Heimildir: Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-15  
Vextir inn- og útlána<sup>1</sup>  
Mars 2015 - mars 2023



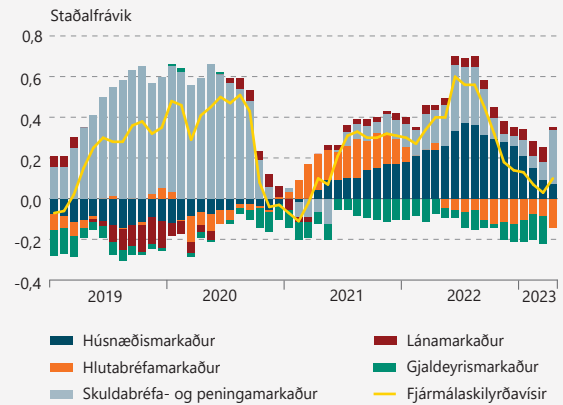
1. Ný óverðtryggð inn- og útlán. Meðalvextir hjá kerfislega mikilvægum bönkum vegnir eftir fjárhæð. Útlán heimila eru húsnæðislán.  
Heimil: Seðlabanki Íslands.

ólíkar vísbendingar um fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja (mynd II-16).<sup>3</sup> Samkvæmt honum voru fjármálaleg skilyrði óvenju hagstæð fram eftir síðasta ári en hafa þrengst töluvert frá þeim tíma. Munar þar fyrst og fremst um áhrif hærrí vaxta og hægari umsvif á fasteignamarkaði en einnig hefur veiking krónunnar áhrif. Fjármálaskilyrðavísirinn bendir þó ekki til þess að fjármálaleg skilyrði séu óvenju þröng í sögulegu samhengi.

Mynd II-16

Fjármálaleg skilyrði<sup>1</sup>

Janúar 2019 - apríl 2023



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Fjármálaskilyrðavísirinn er ætlað að fanga stöðu fjármálalegra skilyrða heimila og fyrirtækja út frá 14 mismunandi mælikvörðum sem tengjast vaxtastigi, gengi krónunnar, eignaverði, flökti og skuldaþróun. Nánari lýsingu á vísirnum er að finna í rammagrein 2 í *Fjármálastöðugleika 2023/1*.

# Eftirspurn og hagvöxtur



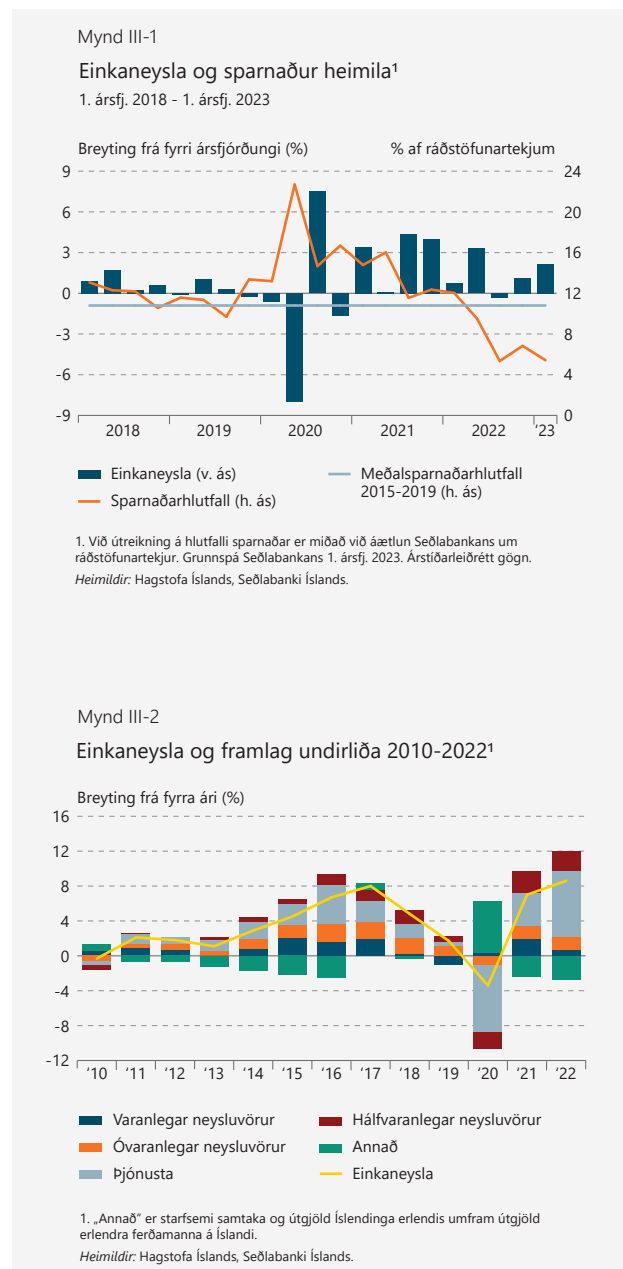
## Innlend eftirspurn einkaaðila

**Nokkuð hæðgi á vexti einkaneyslu er leið á síðasta ár ...**

Einkaneysla jókst um 1,1% milli fjórðunga á síðasta ársfjórðungi í fyrra eftir um 2% vöxt milli fjórðunga að meðaltali fjóra fjórðunga þar á undan (mynd III-1). Nokkuð dró því úr ársvexti einkaneyslu er leið á árið. Á síðasta fjórðungi þess jókst hún um 4,7% milli ára en að meðaltali var vöxtur hennar liðlega 10% á fyrstu þremur fjórðungum ársins.

Vöxtur einkaneyslu á fjórða ársfjórðungi var meiri en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans en á móti vó endurskoðun Hagstofu Íslands á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Vöxturinn á árinu öllu var því í takt við það sem gert var ráð fyrir í febrúar en Hagstofan áætlað að hann hafi verið 8,6% sem er mesti vöxtur einkaneyslu á einu ári síðan árið 2005. Líkt og árið 2021 var vöxtur einkaneyslu í fyrra að mestu drifinn áfram af auknum kaupum á þjónustu en sóttvarnaaðgerðum stjórnvalda í tengslum við heimsfaraldurinn var að fullu aflétt í febrúar í fyrra (mynd III-2).

Kaupmáttur ráðstöfunartekna heimila hefur aukist umtalsvert undanfarin ár vegna mikilla launahækkana. Endurskoðun á fyrri tölum bendir þó til þess að vöxtur kaupmáttar ráðstöfunartekna hafi verið nokkru hægari en áður var áætlað eða tæplega 3% að meðaltali undanfarin þrjú ár í stað ríflega 4% í fyrri áætlun. Endurskoðunina má rekja til hækkunar Hagstofunnar á verðvísitölu einkaneyslu en einnig lækkunar á ráðstöfunartekjum undanfarinna ára. Sparnaðarlutfall heimila er því talið hafa lækkað hraðar undanfarin þrjú ár og var í fyrra orðið svipað og árið 2015 og nokkuð undir því sem það var að meðaltali árin fyrir heimsfaraldurinn (mynd III-1).



### ... en vísendingar um kröftugan vöxt á fyrsta fjórðungi í ár ...

Greiðslukortavelta Íslendinga erlendis jókst töluvert á fyrsta fjórðungi þessa árs. Við bætist ágætur vöxtur í kortaveltu innanlands og ársvöxtur heildarkortaveltunnar jókst því nokkuð á ný á fjórðungnum (mynd III-3). Á móti miklum kortaútgjöldum vega nýskráningar bifreiða (án bílaleigna) sem fækkaði um rúmlega 7% á fyrstu tveimur mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Rímar það við stórkaupavísitölu Gallup um fyrirhuguð bifreiðakaup sem lækkaði bæði frá fyrri mælingu og frá fyrra ári. Neytendur eru þó ekki eins svartsýnir og á seinni hluta síðasta árs ef marka má væntingavísitölu Gallup.

Samkvæmt grunnsþá bankans er talið að neysluútgjöld heimila hafi aukist um 2,2% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins sem er litlu minni vöxtur en þegar hann var mestur síðustu tvö ár. Milli ára jókst einkaneysla því um 6,8% sem er svipaður vöxtur og var á þriðja ársfjórðungi í fyrra. Þetta er töluvert meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúarsþá bankans en þá var nokkur óvissa um hversu mikil áhrif ríflegra launahækkana í nýgerðum kjarasamningum yrðu á sama tíma og fjármálaleg skilyrði hafa þrengst og svartsýni heimila aukist (sjá einnig kafla II). Sparnaðarhlutfall heimila hélt því áfram að lækka í byrjun þessa árs (mynd III-1).

### ... en hægari vöxtur eftir því sem líður á árið

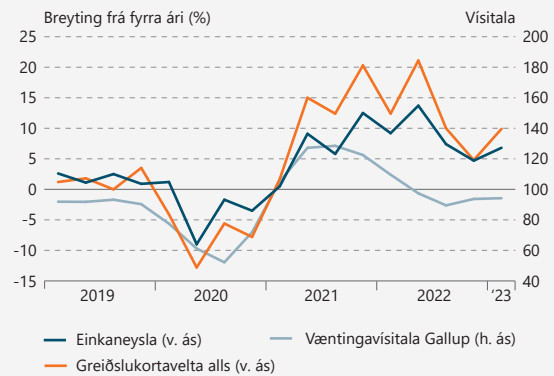
Talið er að heldur hægi á ársvexti einkaneyslu á öðrum fjórðungi ársins og að hann verði um 3% að meðaltali það sem eftir lifir ársins og 3,6% á árinu öllu. Það er 1,1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar (mynd III-4). Betri horfur fyrir árið má rekja til kröftugri vaxtar einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi annars vegar og betra atvinnuástands út árið hins vegar (sjá kafla IV).

Líkt og í febrúar er talið að nokkuð hægi á vexti einkaneyslu á næstu tveimur árum enda hafa fjármálaleg skilyrði þrengst, sparnaðarhlutfall heimila lækkað og horfur eru á hægari vexti ráðstöfunartekna í samanburði við undanfarin ár. Þá er framundan endurskoðun á vaxtakjörum fjölda íbúðalána sem tekin voru þegar vextir voru í sögulegu lágmarki.

### Töluverður vöxtur atvinnuvegafjárfestingar í fyrra ...

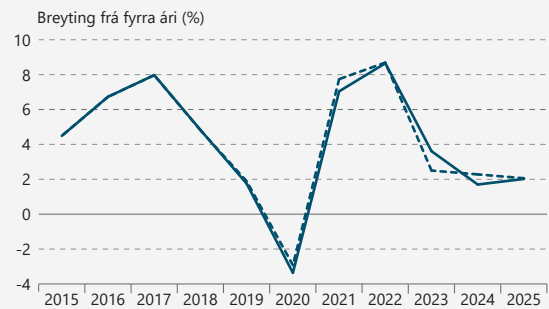
Fjárfesting atvinnueganna jókst um 15,2% á síðasta ári sem er meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúarsþá bankans. Frávikið má að mestu rekja til þess að innflutningur á fjárfestingarvörum á árinu reyndist meiri en bráðabirgðatölur Hagstofunnar höfðu bent til. Almenn atvinnuvegafjárfesting (þ.e. atvinnuvegafjárfesting án

Mynd III-3  
Einkaneysla og vísendingar<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2019 - 1. ársfj. 2023



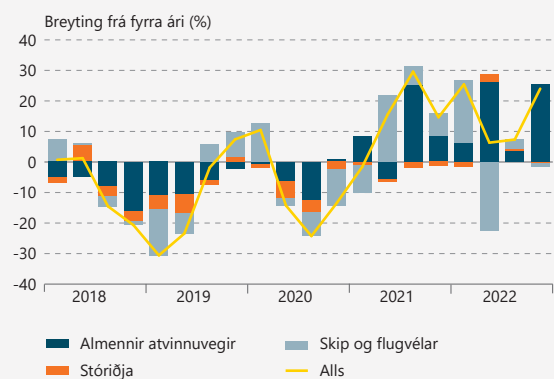
1. Greiðslukortavelta á föstu verðlagi. Grunnsþá Seðlabankans fyrir vöxt einkaneyslu á 1. ársfj. 2023.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4  
Einkaneysla 2015-2025<sup>1</sup>



1. Grunnsþá Seðlabankans 2023-2025. Brotalína sýnir spá PM 2023/1.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5  
Fjármunamyndun atvinnuvega og framlag undirliða  
1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2022



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



stóriðju, skipa og flugvéla) jókst um 18,5% milli ára og skýrir hún meginþorra aukningar í fjárfestingu atvinnuveganna í fyrra (mynd III-5). Breyting hefur einnig orðið á sögulegum tölum um fjárfestingu í skipum og flugvélum frá síðustu útgáfu *Peningamála* vegna breyttrar meðhöndlunar Hagstofunnar á leigusamningum flugvéla í þjóðhagsreikningum (sjá umfjöllun síðar í þessum kafla).

... og útlit fyrir áframhaldandi en þó hægari vöxt í ár  
Tölur um innflutning á fjárfestingarvörum og veltu í byggingarstarfsemi gefa til kynna að atvinnuvegafjárfesting hafi áfram verið sterk á fyrsta fjórðungi þessa árs (mynd III-6) og að hún hafi aukist um 13% frá sama ársfjórðungi í fyrra. Stærsta hluta þess vaxtar má rekja til liðlega 15% aukningar almennrar atvinnuvegafjárfestingar á fjórðungnum.

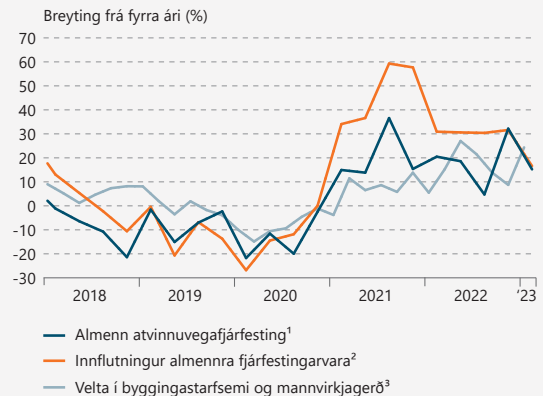
Samkvæmt niðurstöðum fjárfestingarkönnunar Seðlabankans frá því í mars áætla innlend fyrirtæki að auka fjárfestingarútgjöld sín í ár um 8% frá fyrra ári. Mestu munar þar um stór áform í landeldi (flokkuð með sjávarútvegi á mynd III-7), en án þeirra hefði könnunin bent til samdráttar í fjárfestingu fyrirtækja milli ára. Fyrirtæki í ferðapjónustutengdum greinum og verslun gera ráð fyrir lítills háttar aukningu í fjárfestingu á árinu en fyrirtæki í iðnaði, upplýsingatækni og annarri þjónustu áforma að draga útgjöld til fjárfestingar saman milli ára. Fyrirtækjakönnun Gallup á meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins frá því í febrúar og mars er svart-sýnni en fjárfestingarkönnun Seðlabankans. Samkvæmt henni búast fleiri fyrirtæki við því að draga saman fjárfestingu í ár en áætla að auka hana. Svartsýni á fjárfestingaráform eykst frá haustkönnun Gallup í fyrra og hefur ekki verið meiri síðan í mars 2021.

Í ljósi þess hversu ólíkar niðurstöður þessara kannana eru þá eru horfur um fjárfestingarumsvif atvinnuveganna í ár nokkuð óvissar. Rétt er þó að hafa í huga að könnun Seðlabankans nær til færri fyrirtækja auk þess sem niðurstöður hennar eru vegnar eftir umfangi fjárfestingar viðkomandi fyrirtækja. Þá er ekki víst að fyrirhuguð áform um fjárfestingu í landeldi endurspeglar nægilega vel í könnun Gallup þar sem mörg fyrirtækin ná ekki inn í könnunina vegna smæðar þeirra.

Gert er ráð fyrir að almenn atvinnuvegafjárfesting aukist um 7,3% í ár sem er ríflega 2 prósentum meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Við bætast áætlanir fyrirtækja í orkufrekum iðnaði um tölverða fjárfestingu í ár. Fjárfesting atvinnuveganna er því talin aukast um 6,9% milli ára en í febrúar var spáð 2,5% vexti.

Mynd III-6

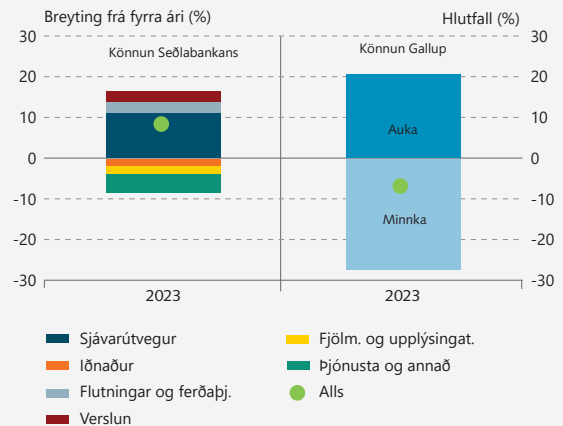
Almenn atvinnuvegafjárfesting og vísbendingar  
1. ársfj. 2018 - 1. ársfj. 2023



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnufjárfesting án stóriðju, skipa og flugvéla. Grunnspá Seðlabankans fyrir vöxt almennrar atvinnuvegafjárfestingar á 1. ársfj. 2023. 2. Samanlagt innflutningsverðmæti almennra fjárfestingarvara og flutningatækja til atvinnurekstrar, þó ekki skipa og flugvéla, staðvirk með gengisvísitölu. 3. Samanlögð velta í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð. Gögnin eru eftir tveggja mánaða virðisaukaskattstímabilum og staðvirk með byggingavísitölu.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Fjárfestingaráform fyrirtækja 2023<sup>1</sup>



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

## Minni íbúðafjárfesting í ár en gert var ráð fyrir í febrúar en meiri er líður á spátímann

Íbúðafjárfesting dróst saman um 6,3% milli ára í fyrra sem er meiri samdráttur en spáð var í febrúar. Þessi mikli samdráttur kemur nokkuð á óvart þar sem tæplega 7.400 íbúðir voru í byggingu á landinu öllu um síðustu áramót samkvæmt tölum Húsnæðis- og mannvirkjastofnunar. Hefur fjöldinn ekki verið meiri frá upphafi mælinga en tölurverð aukning var í byrjunum á síðustu tveimur árum (mynd III-8). Skammtímaþróing hafa jafnframt bent til meiri fjárfestingar og vöxtur útlána lánakerfisins til byggingaraðila verið tölurverður undanfarið ár og það sem af er þessu ári (sjá kafla II). Samkvæmt fyrirtækjakönnun Gallup í mars sl. starfa langflest fyrirtæki í byggingariðnaði við full afköst, þ.e. búa við skort á starfsfólki og eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn. Meirihluti þeirra vill því fjölga starfsfólki. Flestir vænta þess að fjárfesting verði svipuð og í fyrra en færri telja að eftirspurn aukist á næstu misserum en í undanförunum þremur könnunum. Nú er gert ráð fyrir að vöxtur íbúðafjárfestingar verði litlu minni á þessu ári en spáð var í febrúar eða rúm 11% en nokkru meiri er líður á spátímann. Gangi spáin eftir verður hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu um 6½% í lok spátímans sem er nokkru yfir meðaltali undanfarins áratugar.

## Horfur á meiri vexti fjármunamyndunar á spátímanum en spáð var í febrúar

Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að heildarfjármunamyndun verði 5,7% meiri í ár en í fyrra (mynd III-9) sem er tæplega 3 prósentum meiri vöxtur en í síðustu spá. Frávikið skýrist af bjartari horfum um atvinnuvegafjárfestingu en lakari horfum um íbúðafjárfestingu og fjárfestingu hins opinbera vega á móti.

Talið er að heildarfjármunamyndun aukist um 5% á ári að meðaltali á næstu tveimur árum í stað tæplega 4% í febrúar. Betri horfur á næsta ári skýrast fyrst og fremst af aukinni fjárfestingu í orkufrekum iðnaði en árið 2025 vegur aukin íbúðafjárfesting þyngst. Litlar breytingar verða þó á hlutfalli fjárfestingar af landsframleiðslu sem er rétt yfir 23% í lok spátímans.

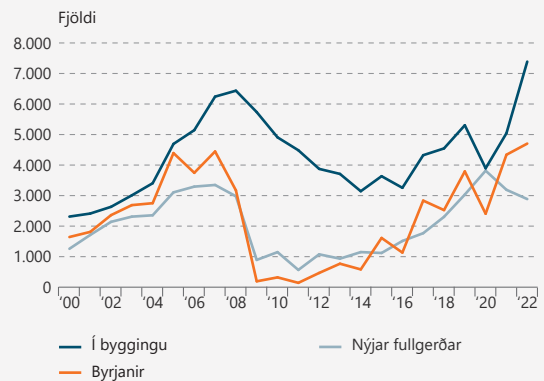
## Hið opinbera

### Aukinn vöxtur samneyslu í ár en opinber fjárfesting dregst saman

Á síðasta ári jókst samneysla um 1,6% en fjárfesting hins opinbera dróst saman um 0,9%. Samanlagt jókst

Mynd III-8

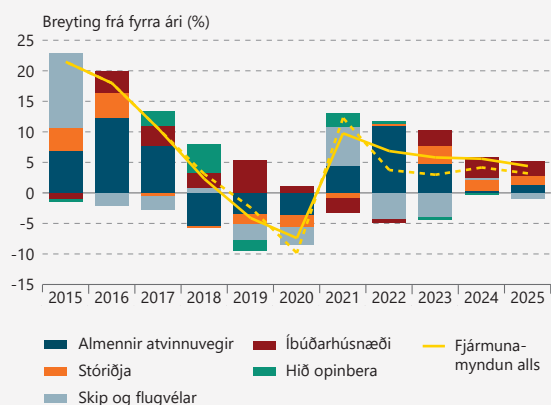
Staða framkvæmda við íbúðabyggingu á landinu öllu<sup>1</sup>  
2000 - 2022



1. Tölur Hagstofu Íslands frá 2000 - 2021 en HMS fyrir árið 2022.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Húsnæðis- og mannvirkjastofnun.

Mynd III-9

Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða  
2015-2025<sup>1</sup>



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2023-2025. Brotlína sýnir spá frá PM2023/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

eftirspurn hins opinbera því um 1,3% á árinu.<sup>1</sup> Þetta er minni aukning en á árinu á undan sem má einkum rekja til minni fjárfestingar ríkissjóðs.

Í ár er áætlað að vöxtur samneyslu verði heldur meiri en í fyrra en að fjárfesting hins opinbera dragist saman frá fyrra ári. Samanlagður vöxtur samneyslu og fjárfestingar hins opinbera verður samkvæmt spánni 1,2% í ár en um 1½% á ári á næstu tveimur árum þegar vöxtur samneyslu verður tæplega 2% á ári og fjárfesting stendur svo til í stað. Gangi spáin eftir fer vægi samneyslu og fjárfestingar hins opinbera úr tæplega 30% á síðasta ári í um 29½% árið 2025.

### Frumjöfnuður ríkissjóðs stefnir í jafnvægi eftir mikinn hallarekstur síðustu ára

Í kjölfar mikils hallarekstrar í farsóttinni batnaði afkoma ríkissjóðs á síðasta ári. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar nam hallinn 3,5% af landsframleiðslu sem er ríflega 4 prósentum minna en á árinu á undan. Þróunin í afkomu ríkissjóðs hefur á síðustu árum vegið þyngst í þróun afkomu hins opinbera í heild sem batnaði um sem nemur 4,1 prósentu af landsframleiðslu í fyrra. Batinn á síðasta ári var meiri en hann var að jafnaði á meðal annarra þróaðra ríkja enda var hagvöxtur meiri hér. Á móti kemur hins vegar að afkomubattinn var almennt seinna á ferðinni hér á landi (mynd III-10).

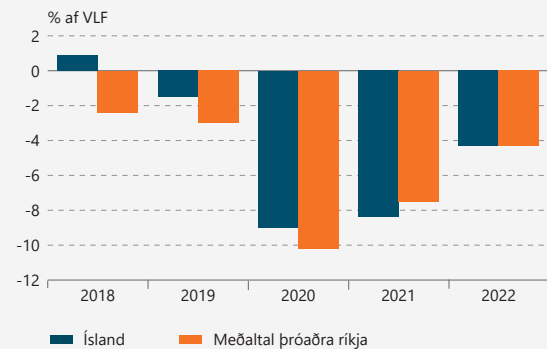
Frumtekjur ríkissjóðs jukust um 18,6% á síðasta ári en skýringin á þeim mikla vexti felst einkum í auknum efnahagsumsvifum á árinu auk áhrifa verðbólgu á tekjur ríkissjóðs. Einnig var mikil aukning arðgreiðslna til ríkissjóðs á árinu ásamt því að bæði fjármagnstekjuskattur og tekjuskattur lögðila jukust en þessir skattar gáfu eftir á meðan farsóttin gekk yfir. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar námu frumtekjur rúmlega 28% af landsframleiðslu og jókst hlutfallið um rúmlega ½ prósentu frá fyrra ári.

Útgjöld ríkissjóðs jukust um 6,6% á síðasta ári sem endurspeglar m.a. íþyngjandi áhrif aukinnar verðbólgu sem komu fram í auknum vaxtakostnaði og útgjaldaliðum sem heyra til samneyslu ríkissjóðs. Á móti vógu áhrif þess að mótvægisáðgerðir vegna farsóttarinnar fjöruðu út. Frumgjöld ríkissjóðs sem hlutfall af landsframleiðslu lækkuðu um 3,8 prósentur í fyrra en vegna áhrifa hærra vaxtakostnaðar og verðbóta var lækkun heildarútgjalda minni eða 3 prósentur.

Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs batni áfram í ár (mynd III-11). Á tekjuhlíð

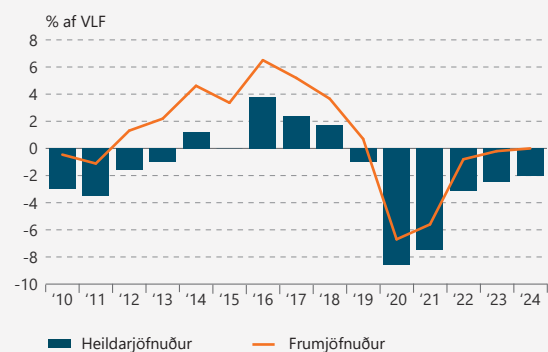
1. Með eftirspurn hins opinbera er átt við samtölu samneyslu og fjárfestingar hins opinbera í ráðstöfunaruppgjöri þjóðhagsreikninga. Til að meta framlag hins opinbera til efnahagsumsvifa þarf hins vegar einnig að taka tillit til tekjuöflunar- og tilfærsluáðgerða ríkis og sveitarfélaga.

Mynd III-10  
Afkoma hins opinbera 2018-2022



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd III-11  
Afkoma ríkissjóðs 2010-2024<sup>1</sup>



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

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

munar mestu um kröftugan hagvöxt og sterkan vinnu-  
markað ásamt því að nokkrar aðgerðir sem kynntar  
voru í fjárlögum ársins og í nýrri fjármálaáætlun auka  
tekjur ríkissjóðs lítillega á árinu. Þar að auki ýtir mikil  
verðbólga undir nafnvöxt tekna ríkissjóðs. Við bætist  
kröftugur útgjaldavöxtur en aukningin er þó minni  
en sem nemur vexti tekna og því dregur úr hallanum.  
Áætlað er að jafnvægi verði á frumjöfnuði ríkissjóðs í ár  
en vegna mikils vaxtakostnaðar verður heildarjöfnuður  
neikvæður um 2,3% af landsframleiðslu.<sup>2</sup>

Á næsta ári er gert ráð fyrir að hægari vöxtur  
helstu tekjustofna vegi á móti auknum tekjum vegna  
aðgerða sem boðaðar hafa verið í fjármálaáætlun.  
Áætlað er að frumgjöld ríkissjóðs aukist í hlutfalli við  
landsframleiðslu, m.a. vegna áhrifa verðbólgu á ýmsa  
útgjaldaliði.<sup>3</sup> Á heildina er spáð lítilli breytingu á frum-  
jöfnuði ríkissjóðs á næsta ári en áfram er reiknað með  
að dragi úr halla á vaxtajöfnuði og dregur því úr halla  
á heildarjöfnuði.

### Aðhald ríkisfjármála á spátímanum áþekkt því sem búist var við í nóvemberspá bankans

Mikinn bata í afkomu ríkissjóðs á síðasta ári má eins og  
fyrir segir að miklu leyti rekja til þess að stuðningsaðgerð-  
ir stjórnvalda runnu út á árinu. Fyrir vikið jókst aðhalds-  
stig ríkisfjármála og er sú aukning talin hafa numið um 3  
prósentum af landsframleiðslu (mynd III-12).

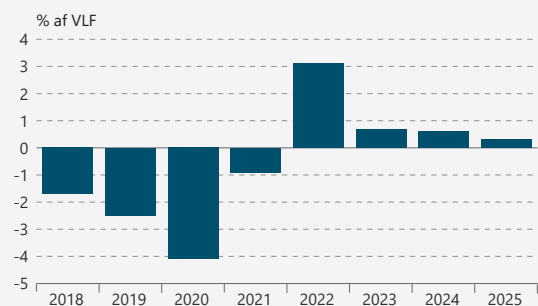
Í ár er búist við því að aðhaldið aukist um 0,8% af  
landsframleiðslu til viðbótar en það má að hluta rekja  
til tekjuaukandi aðgerða stjórnvalda í síðustu fjárlögum  
og nýrri fjármálaáætlun ásamt því að hagsveifluleiðrétt  
frumgjöld ríkissjóðs í ár lækka í hlutfalli við landsfram-  
leiðslu. Þetta er lítillega meira aðhald en gert var ráð  
fyrir í nóvember þegar síðast var lagt mat á aðhalds-  
stigið. Í núverandi grunnsþá er þó búist við meiri vexti  
útgjalda en í nóvemberspá bankans en á móti kemur að  
nafnvöxtur landsframleiðslunnar er talsvert meiri sem  
gerir það að verkum að útgjaldahlutfallið lækkar meira  
en spáð var í nóvember.

Eins og áður hefur verið rakið leiðir aukin verð-  
bólga í ár til þess að útgjöld ríkissjóðs verða meiri  
á næsta ári sem vegur á móti þeim aðgerðum sem  
ríkisstjórnin boðar í nýrri fjármálaáætlun. Spáð er að  
aðhaldið á næsta ári verði áþekkt því sem búist var

- Leiðrétt fyrir áhrifum óreglulegra liða á afkomu ríkissjóðs en þar munar  
mestu um tekjuskatt af sölu Landsvirkjunar á Landsneti til ríkisins 2023  
auk tilfærslu tekna ríkissjóðs til sveitarfélaga frá árinu 2023.
- Þessi þróun, þar sem aukin verðbólga skilar sér fyrst um sinn í jákvæðum  
áhrifum á afkomu þar sem stærrí hluti tekna en gjalda verður fyrir  
samtímaáhrifum af verðbólgu áður en útgjaldaþrýstingur eykst vegna  
raunlækkunar ýmissa útgjaldaliða, er í takt við alþjóðlega reynslu (sjá  
t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2023, *Fiscal Monitor*, apríl 2023).

Mynd III-12

Breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs  
2018-2025<sup>1</sup>



1. Leiðrétt er fyrir óreglulegum og einskiptisliðum. Grunnsþá Seðlabankans  
2023-2025.

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

við í nóvember eða um 0,7% af landsframleiðslu þrátt fyrir að nú sé gert ráð fyrir umfangsmeiri aðgerðum á tekjuhlið en í fyrri spá. Árið 2025 eykst aðhaldið lítillega til viðbótar en þó minna en spáð var í nóvember sem endurspeglar aukin útgjaldaáform nýrrar fjármálaáætlunar. Yfir tímabilið 2022-2025 er aðhalds aukningin því áþekkt því sem gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans.

### Afgangur á ríkissjóði næst ekki fyrir en árið 2028 samkvæmt nýrri fjármálaáætlun

Nýlega var lögð fram fjármálaáætlun fyrir árin 2024-2028. Í áætluninni er að finna nýtt mat á afkomuhorfum yfirstandandi árs en í samanburði við síðustu fjármálaáætlun er nú búist við umtalsvert meiri bata í afkomu ársins og er áætlað að afkoma ríkissjóðs verði neikvæð um 1,3% af landsframleiðslu (mynd III-13). Á næsta ári vegast á nokkur útgjaldaaukning annars vegar og afkomubætandi aðgerðir sem miðað er við að skili um 33 ma.kr. afkomubata á árinu. Áætlunin gerir því ráð fyrir að hallinn á árinu verði 1,1% af landsframleiðslu. Hallinn minnkar í 0,8% af landsframleiðslu árið 2025 samkvæmt áætluninni og á seinni hluta tímabilsins er gert ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs færist í jafnvægi og afgangur á ríkissjóði myndast ekki fyrir en árið 2028. Í rammagrein 1 er sýnt fráviksdæmi sem sýnir möguleg áhrif metnaðarfillri aðhaldsaðgerða á þjóðarþúskapinn.

## Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

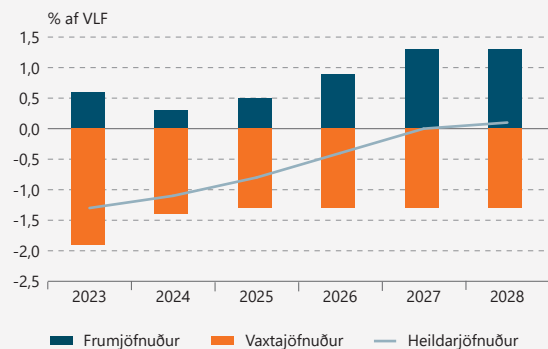
### Breytt meðhöndlun á hugverkaútflytningi litar utanríkisviðskiptatölur síðasta árs

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um 10,7% milli ára á fjórða ársfjórðungi en í febrúar var gert ráð fyrir ríflega tvöfalt meiri vexti (mynd III-14). Frávikid skýrist að öllu leyti af því að Hagstofan breytti meðhöndlun á þjónustuviðskiptum með hugverk og taldi þau ekki með í gögnum um utanríkisviðskipti þar sem hún taldi ekki ljóst að þau uppfylli skilyrði þjóðhagsreikninga um viðskiptafærslur. Þjónustuútflytningur jókst því um 25% milli ára á fjórðungnum eða helmingi minna en áætlað hafði verið í febrúar. Spáð hafði verið töluverðum vexti í tekjum lyfjafyrirtækja af hugverkum á fjórðungnum út frá upplýsingum frá viðkomandi fyrirtækjum. Afgangur á þjónustujöfnuði var því um 50 ma.kr. minni en ella.

### Mikill vöxtur ferðaþjónustu í fyrra ...

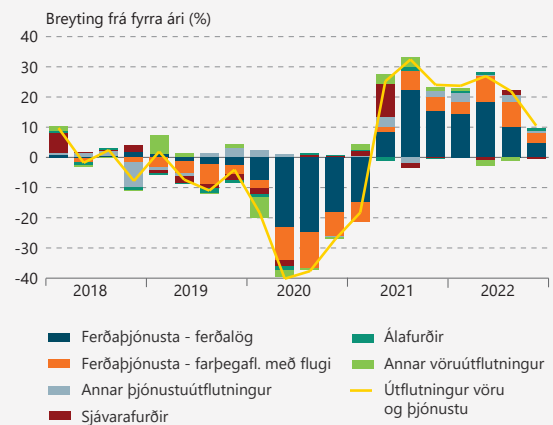
Útflutningur jókst um 20,6% milli ára í fyrra og var orðinn álíka mikill á seinni hluta ársins og hann var á sama tíma árið 2019. Þessi mikli vöxtur endurspeglar fyrst og fremst hraðan bata í ferðaþjónustu á árinu. Á

Mynd III-13  
Afkoma ríkissjóðs 2023-2028<sup>1</sup>



1. Afkoma A-1 hluta ríkissjóðs í Fjármálaáætlun 2024-2028.  
Heimild: Fjármálaáætlun 2024-2028.

Mynd III-14  
Útflutningur og framlag undirliða<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2022



1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og heildarútflytninga vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Áiútflytningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

seinni hluta ársins voru heildartekjur af ferðapjónustu á föstu gengi orðnar áþekkar og árið 2019 samhliða því að komur erlendra ferðamanna til landsins nálg- uðust fyrri fjölda. Meðalútgjöld á hvern ferðamann hafa mælst óvenju há eftir heimsfaraldur en á fjórða ársfjórðungi virtust þau hafa færst nær því sem áður var samhliða því að meðaldvalartími ferðamanna færðist í fyrra horf (mynd III-15).

Annar þjónustuútflytningur en ferðalög og sam- göngur jókst um 6% milli ára á fjórða ársfjórðungi og um 8% á árinu í heild en nokkuð hægði á vexti fraktflutninga sem jukust um 5% milli ára en um 20% á árinu í heild.

### ... og nýtt ár fer kröftuglega af stað

Komur erlendra farþega frá Keflavíkurlflugvelli fjölgaði lítillega milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og voru þær 419 þúsund samanborið við 481 þúsund á sama tíma árið 2018 þegar þær voru flestar. Það eru fleiri ferðamenn en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans, einkum í mars. Vísendingar um útgjöld ferðamanna hér á landi á fjórðungnum benda til þess að meðalútgjöld þeirra í erlendum gjaldmiðlum hafi heldur lækkað frá sama tíma í fyrra en nokkur óvissa er um þróun þeirra. Þá er útlit fyrir að meðaldvalarlengd þeirra hafi áfram verið áþekkt og var fyrir faraldurinn (mynd III-15). Horfur eru aftur á móti á að útflytningstekjur innlendra flugfélaga af farþegaflutningum hafi minnkað milli fjórðunga m.a. sökum áhrifa slæms veðurfars á flug- framboð en nýtingarhlutföll voru þó áfram góð. Umsvif innlendra flugfélaga eru áfram minni en var þegar ferðamannafjöldinn var sem mestur fyrir faraldurinn þótt þau fari vaxandi en samsetning farþega er ólík því sem þá var. Hlutfall skiptifarþega hefur haldist töluvert lægra og hlutfall komufarþega hærra en á þeim tíma (mynd III-16).<sup>4</sup>

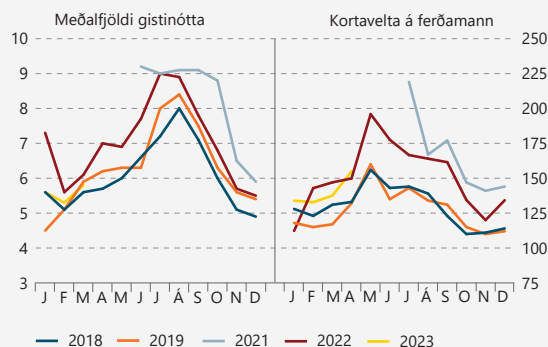
### Horfur í ferðapjónustu hafa því batnað

Efnahagsumsvif í helstu viðskiptalöndum gáfu eftir undir lok síðasta árs og alþjóðlegar hagvaxtarhorfur eru heilt yfir lakar. Þar vegur þungt mikil hækkun framfærslukostnaðar sem dregið hefur úr kaupmætti ráðstöfunartekna heimila (sjá umfjöllun í kafla I). Enn gætir þó lítilla áhrifa þess á ferðalög hingað til lands. Miðað við áform innlendra flugfélaga virðist ekkert lát á eftirspurn eftir ferðalögum til landsins og er útlit fyrir að framboðið verði meira á seinni hluta ársins en áður var talið. Auk þess virðist leitum að gistingu og flugi til Íslands á leitarvél Google hafa fjölgað það sem af er

4. Þá var Wow Air starfandi en hlutfall skiptifarþega hjá þeim var almennt mjög hátt.

Mynd III-15

### Gistinætur og kortavelta erlendra ferðamanna 2018-2023<sup>1</sup>



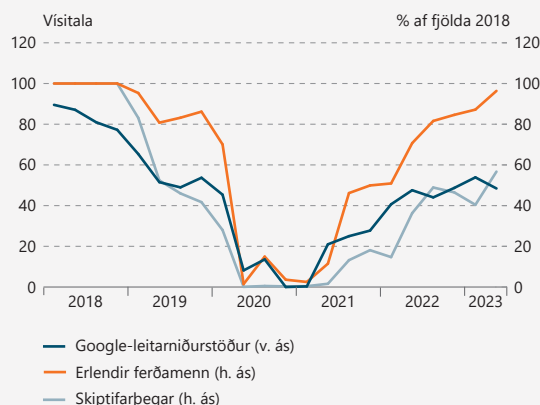
1. Meðalfjöldi gistinotta erlendra ferðamanna skv. landamærakönnun á Keflavíkurlflugvelli. Kortavelta miðað við mánaðarlega heildarveltu erlendra greiðslukorta á Íslandi og mánaðarlegar brottfarir erlendra ferðamanna um Keflavíkurlflugvöll, þúsundir króna á föstu gengi apríl 2023.

Heimildir: Ferðamálastofa, Isavia, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-16

### Google-leitir og farþegar<sup>1</sup>

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2023



1. Leitarniðurstöður út frá þáttalíkani sem tekur saman tíðni fimm ólíkra leitarniðurstöðna sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google-leitarvélinni (árstíðar-leiðrétt). Fjöldi skiptifarþega sem fóru um Keflavíkurlflugvöll og fjöldi brottfara erlendra farþega. Gögn til og með apríl 2023.

Heimildir: Ferðamálastofa, Google Trends, Isavia, Seðlabanki Íslands.

ári (mynd III-16). Alþjóðleg bókunarstaða samkvæmt tölum Alþjóðasambands flugfélaga er enn áþekkt því sem var á seinni helmingi síðasta árs en bati í ferðaþjónustu á Íslandi í fyrra var einn sá hraðasti á meðal Evrópulanda (mynd III-17).<sup>5</sup>

Vegna horfa um meira framboð á seinni hluta ársins, aukins áhuga á komum til landsins og vís-bendinga um góða bókunarstöðu hefur spá bankans um komur erlendra ferðamanna í ár verið færð upp frá því sem spáð var í febrúar. Nú er gert ráð fyrir að tæplega 2,2 milljónir erlendra ferðamanna komi hingað til lands en í febrúar var spáð að þeir yrðu næstum 2,1 milljón. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir hægari vexti í ferðaþjónustu á næsta ári vegna horfa um minni framboðsaukningu milli ára. Þetta mat er þó háð töluverðri óvissu. Líkt og fjallað er um í fráviksdæmi í rammagrein 1 gæti ferðamönnum til landsins fjölgað hraðar á spátímanum en hér er gert ráð fyrir, t.a.m. ef hlutfall skiptifarþega helst lágt, nýtingarhlutföll haldast óvenju há líkt og í fyrra og áætlanir flugfélaga ganga að fullu eftir fyrir seinni hluta þessa árs. Á hinn bóginn gæti ferðamönnum einnig fjölgað hægari en gert er ráð fyrir ef áhrif hækkandi framfærslukostnaðar í viðskiptalöndunum verða meiri, eftirspurn minnkar og áætlanir flugfélaga breytast.

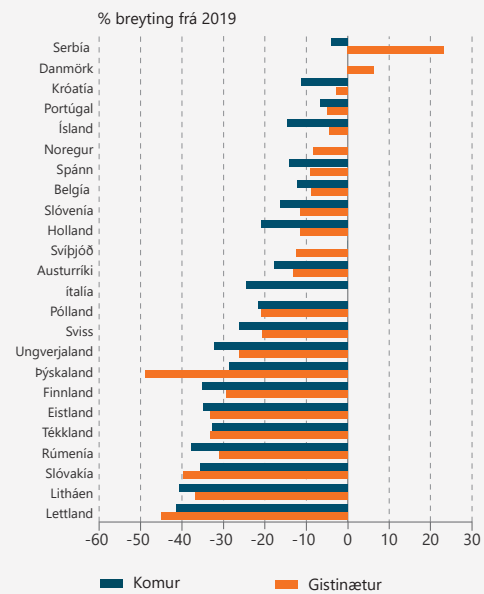
Horfur eru á meiri vexti þjónustuútflytninga í ár en spáð var í febrúar þar sem jákvæð grunnáhrif vegna ofangreindrar breytingar á meðferð hugverka í lyfja-iðnaði bætast við betri horfur í ferðaþjónustu. Nú er spáð 12,9% vexti í ár í stað 7% í febrúar. Eins og áætlað var í febrúar hægir nokkuð á vexti þjónustuútflytninga á næsta ári samhliða hægari fjölgun ferðamanna.

### Þróun vöruútflytninga í fyrra í takt við febrúarspána ...

Vöruútflytningur jókst um 1,4% milli ára í fyrra sem er 0,4 prósentum minni vöxtur en spáð var í febrúar. Mismuninn má rekja til endurskoðunar á áður birtum tölum fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins. Útflytningur sjávarafurða jókst um 0,6% milli ára en þar vegast á minni útflytningur botnfisksafurða vegna minni aflaheimilda, einkum á þorski, en meiri útflytningur uppsjávarafurða vegna sögulega mikils loðnukvóta. Útflytningur áls jókst um liðlega 2% milli ára líkt og spáð var í febrúar. Hins vegar var vöxtur annars vöruútflytninga 2 prósentum minni en gert var ráð fyrir vegna endurskoðunar á fyrri fjórðungum ársins en þar mældist töluverður vöxtur í útflytningi eldisafurða og annarra iðnaðarvara en á móti vó samdráttur í útflytningi kísiljárns.

5. Sjá The International Air Transport Association, *Air Passenger Market Analysis*, mars 2022.

Mynd III-17  
Komur og gistinætur erlendra ferðamanna 2022<sup>1</sup>



1. Tiltæk gögn fyrir 2022 eru mismunandi eftir löndum.  
Heimildir: Evrópska Ferðamálaráðið, TourMIS.

### ... og horfur fyrir árið í ár hafa batnað

Horfur um vöruútflutning fyrir árið í ár hafa batnað frá því í febrúar sem einkum má rekja til aukins loðnukvóta. Enn er þó gert ráð fyrir samdrætti í útflutningi sjávarafurða milli ára vegna minni aflaheimilda en í fyrra en samdrátturinn er áætlaður minni en spáð var í febrúar. Áfram er talið að annar vöruútflutningur aukist nokkuð í ár, einkum útflutningur eldisafurða, lyfja og annarra iðnaðarvara. Vöxturinn er jafnframt meiri en spáð var í febrúar sem endurspeglar leiðréttingar á áður birtum tölum fyrir síðasta ár og kröftugan vöxt á fyrsta ársfjórðungi. Líkt og þá er talið að útflutningur álafurða muni aukast lítillega milli ára. Spáð er að vöruútflutningur aukist um 1,4% í ár í stað þess að dragast saman um 0,4% líkt og talið var í febrúar. Horfur fyrir næstu tvö ár eru að mestu óbreyttar og er gert ráð fyrir um 2% vexti á ári.

### Spáð er meiri vexti heildarútflutnings í ár en horfur fyrir næstu tvö ár breytast lítið

Talið er að heildarútflutningur aukist um 6,3% í ár sem er 3½ prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Munurinn skýrist að mestu leyti af meiri vexti þjónustu-útflutnings vegna betri horfa í ferðapjónustu og þess að samdráttur í hugverkaútflutningi í ár vegur ekki á móti líkt og hann gerði í febrúarspánni (mynd III-18). Þá eru horfur um vöruútflutning einnig betri. Á næstu tveimur árum er gert ráð fyrir líðlega 3% vexti heildarútflutnings á ári sem er svipað og spáð var í febrúar.

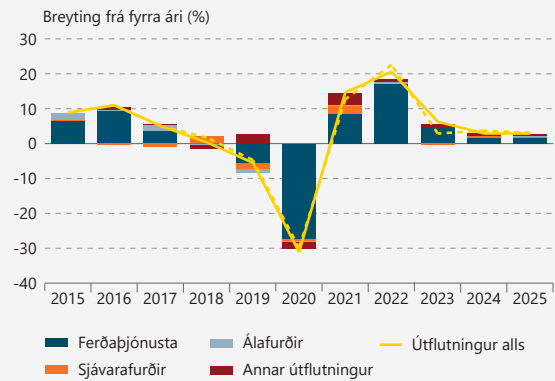
### Hægir á vexti innflutnings í ár

Innflutningur vöru og þjónustu jókst um 10,5% milli ára á fjórða ársfjórðungi í fyrra og um 19,7% á árinu í heild (mynd III-19). Vöruinnflutningur hefur aukist mikið undanfarin misseri og jókst hann um 11,5% milli ára í fyrra sem er tæplega 3 prósentum meiri vöxtur en spáð var í febrúar (mynd III-20). Munurinn skýrist af endurskoðun á fyrstu þremur fjórðungum ársins sem reyndust sterkari en áður birtar tölur gáfu til kynna en mest munaði um meiri innflutning eldsneytis og fjárfestingarvara. Vísbendingar eru um að fyrsti ársfjórðungur í ár hafi verið heldur veikari en áætlað var í febrúar sökum óvenju lítills innflutnings flutningatækja á fjórðungnum. Útlit er aftur á móti fyrir kröftugri vöxt innlendrar eftirspurnar í ár en þá var gert ráð fyrir og því búist við að vöruinnflutningur verði meiri á seinni hluta ársins en áætlað var. Því er talið að vöruinnflutningur aukist um 2,6% í ár í stað 1,8% í febrúar.

Þjónustuinnflutningur jókst um 12,8% milli ára á fjórða ársfjórðungi og var kröftugri en áætlað var, einkum innflutningur annarrar viðskiptaþjónustu. Milli

Mynd III-18

### Útflutningur og framlag undirliða 2015-2025<sup>1</sup>

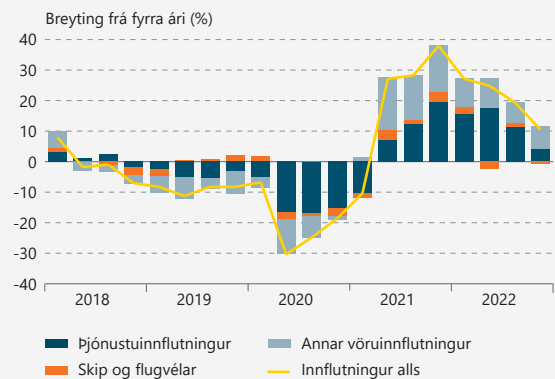


1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og heildarútflutnings vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Ferðapjónusta er samtala á „ferðalögum“ og „farþegaflutningum með flugi“. ÁÚtflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Grunnspá Seðlabankans 2023-2025. Brotalína sýnir spá PM 2023/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-19

### Innflutningur og framlag undirliða<sup>1</sup>

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2022

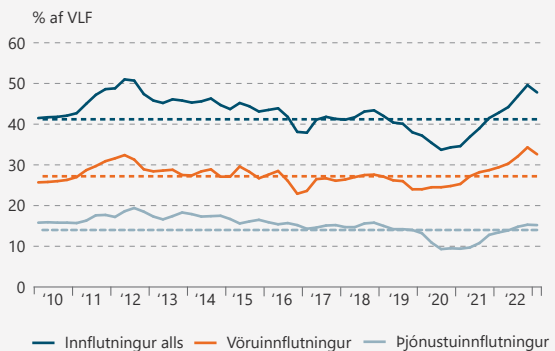


1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og heildarinnflutnings vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-20

### Innflutningur vöru og þjónustu<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2023



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



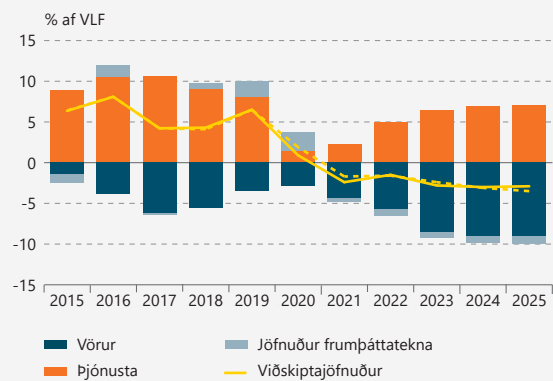
ára jókst hann um 39,8% en vegna áðurnefndrar endurskoðunar Hagstofunnar var þjónustuinflutningur tengdur hugverkaútlutningi tekinn út úr mældum tölum og hefði ársvöxturinn mælst meiri að honum meðtöldum. Vöxtinn má að miklu leyti rekja til aukinna útgjalda Íslendinga á ferðalögum erlendis en annar þjónustuinflutningur en samgöngur, flutningar og ferðalög jókst um 14% milli ára. Vísbendingar eru um að vöxtur þjónustuinflutnings á fyrsta fjórðungi þessa árs hafi að mestu þróast í takt við það sem áætlað var í febrúar þótt utanlandsferðir Íslendinga í mars hafi verið heldur færri en þá var talið. Fyrir árið í heild eru horfur um ferðalög Íslendinga þó svipaðar og áætlað var. Talið er að þjónustuinflutningur aukist um 5,4% í ár sem er lítillega meira en spáð var í febrúar en breytingin skýrist einkum af aðferðafræðibreytingunni með hugverk. Spáð er að innflutningur í heild aukist um 3,5% samanborið við 2,6% í febrúar. Á næsta ári er áfram spáð svipuðum vexti sem litast m.a. af auknum innflutningi skipa.

**Horfur á lítillega meiri viðskiptahalla í ár en spáð var í febrúar en að hann minnki á seinni hluta spátímans** Halli á viðskiptajöfnuði nam 2,1% af landsframleiðslu á fjórða ársfjórðungi sem er töluvert meiri halli en gert var ráð fyrir í febrúar en þar hefur endurskoðun Hagstofunnar á hugverkum mikil áhrif (mynd III-21). Á móti vó að afgangur á jöfnuði frumpáttatekna var töluvert meiri en áætlað var eða 5,2% af landsframleiðslu og sá mesti sem mælst hefur á einum fjórðungi síðan árið 2010. Skýrist það einkum af miklum viðsnúningi í afkomu álfyrirtækja vegna lækkunar á heimsmarkaðsverði áls undanfarið en það er hraðari breyting en gert hafði verið ráð fyrir. Þá jókst tap lyfjafyrirtækja einnig milli fjórðunga.

Á síðasta ári nam halli á viðskiptajöfnuði 1,5% af landsframleiðslu en töluverðar breytingar voru gerðar á fyrstu þremur fjórðungum ársins og fyrri árum vegna endurskoðunar Hagstofunnar á hugverkum og meðhöndlun rekstrarleigu flugvéla auk endurskoðunar á frumpáttatekjum.<sup>6</sup> Halli á viðskiptajöfnuði mældist því 2,4% af landsframleiðslu árið 2021 í stað 1,7% líkt og áður var talið og 0,9% í stað 1,9% árið 2020 (mynd III-22).

6. Meðferð eignaleigusamninga flugvéla í þjóðhagsreikningum var endurskoðuð á þann veg að flugvélar sem voru áður skráðar í fjárfestingu og vöruinnflutning voru teknar út og skráðar í rekstrarleigu í þjónustuinflutningi. Breytingin leiddi til þess að viðskiptajöfnuður batnar um samtals 40 ma.kr. á árunum 2018-2022. Aðferðafræðin hefur verið til skoðunar hjá Hagstofunni um nokkurt skeið og var þessu því breytt aftur í fyrra horf eins og það var áður en upphaflega breytingin var gerð í ágúst 2021.

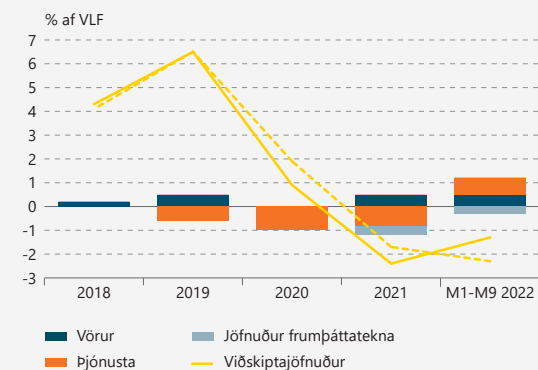
Mynd III-21  
Viðskiptajöfnuður 2015-2025<sup>1</sup>



1. Viðskiptajöfnuður án áhrifa fallinna fjármálfyrirtækja árið 2015. Jöfnuður rekstrarframlaga talinn með frumpáttajöfnuði. Grunnspá Seðlabankans 2023-2025. Brotalína sýnir spá PM 2023/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-22  
Endurskoðun á viðskiptajöfnuði 2018-M9 2022<sup>1</sup>



1. Viðskiptajöfnuður eftir endurskoðun, brotalína sýnir viðskiptajöfnuð fyrir endurskoðun. Framlag undirliða til breytingar við endurskoðun.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Útlit er fyrir svipaðan halla á jöfnuði frumpáttatekna í ár og í febrúarspánni en þar vegast á breyttar horfur um afkomu álfyrirtækja og endurskoðun á áður birtum tölum um afkomu annarra innlendra fyrirtækja í erlendri eigu. Aftur á móti er gert ráð fyrir meiri halla á vöru- og þjónustujöfnuði þrátt fyrir bjartari horfur í ferðaþjónustu og skýrist það einkum af meiri rýrnun viðskiptakjara (sjá kafla I) og endurskoðun á hugverkum í þjónustuviðskiptum. Horfur eru því á að halli á viðskiptajöfnuði verði 2,8% af landsframleiðslu í ár en ekki 2,4% eins og áður var spáð (mynd III-21). Talið er að hallinn minnki lítillega er líður á spátímam og verði minni í lok spátímans en spáð var í febrúar.

## Hagvöxtur

### Minni vöxtur landsframleiðslu í fyrra en spáð var í febrúar

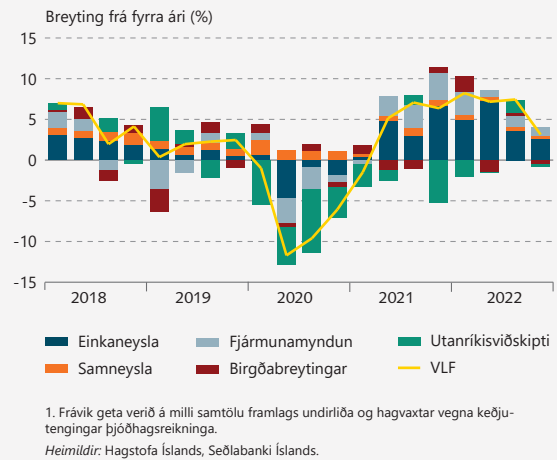
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst landsframleiðsla um 2,2% milli fjórðunga á fjórða fjórðungi síðasta árs. Milli ára mældist 3,1% hagvöxtur sem er minni vöxtur en fjórðungana þar á undan (mynd III-23). Vöxturinn á fjórðungnum var einnig töluvert undir þeim 6,3% vexti sem gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Þar vegur þungt fyrrnefnd breyting Hagstofunnar á meðferð útfluttra hugverka í lyfjaiðnaði en án hennar hefði hagvöxtur mælst 6,7% á fjórðungnum.

Á árinu öllu mældist 6,4% hagvöxtur en í febrúar var gert ráð fyrir 7,1% vexti (mynd III-24). Hægari vöxtur endurspeglar óhagstæðari utánríkisviðskipti þar sem saman fór minni vöxtur útflutnings og kröftugri innflutningur. Á móti kemur meiri vöxtur innlendar eftirspurnar þar sem kröftugri fjármunamyndun vegur þyngst. Án breytingar á meðferð útflutnings hugverka hefði hagvöxtur ársins mælst 6,6%. Endurskoðunin hefur því mun minni áhrif á árs-hagvöxt enda vega þá á móti áhrif á þjónustuinnflutning á þremur fyrstu fjórðungum ársins. Hagvöxtur ársins var sá mesti síðan árið 2007 og næstum tvöfalt meiri en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum.

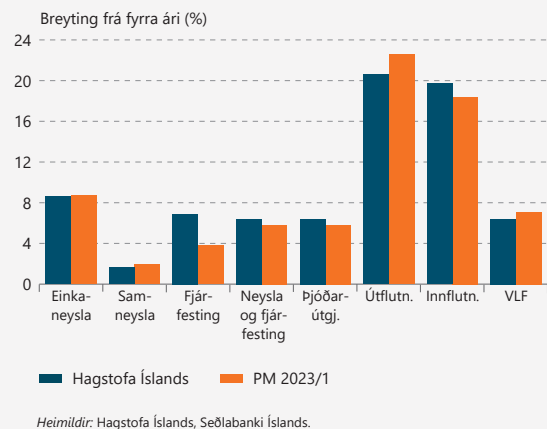
### Hagvöxtur síðustu tveggja ára á breiðum grunni

Hagvöxtur í fyrra var fyrst og fremst drifinn áfram af kröftugum vexti innlendar eftirspurnar en vöxtur innflutnings vó á móti miklum vexti þjónustuútflutnings. Það endurspeglast einnig í framleiðsluuppjöri þjóðhagsreikninga en það sýnir mikinn vöxt í innlendum framleiðslu- og þjónustugreinum (mynd III-25). Vöxtur mælist þó í öllum atvinnugreinum og því virðist hagvöxtur síðasta árs byggjast á tiltölulega breiðum grunni

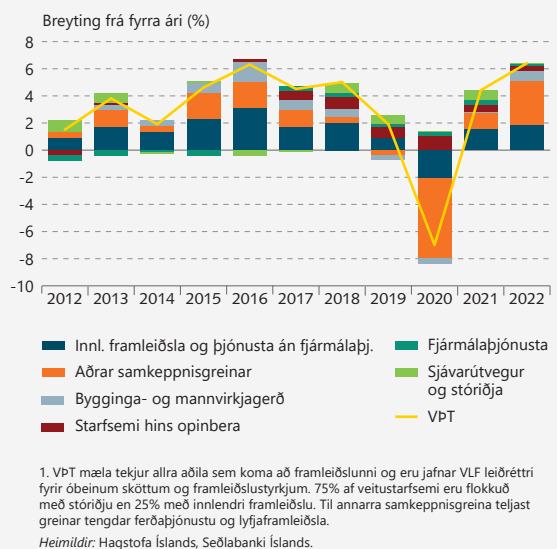
Mynd III-23  
Hagvöxtur og framlag undirliða<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2022



Mynd III-24  
Þjóðhagsreikningar 2022



Mynd III-25  
Vergar þáttatekjur og framlag geira 2012-2022<sup>1</sup>



líkt og árið 2021. Aðrar samkeppnisgreinar, þar sem ferðaþjónusta vegur þungt, lögðu nokkru meira til hagvaxtar á síðasta ári en árið á undan en hlutdeild þeirra í landsframleiðslu hefur þó enn ekki náð sama stigi og árið 2019.

### Horfur á meiri hagvexti í ár en spáð var í febrúar

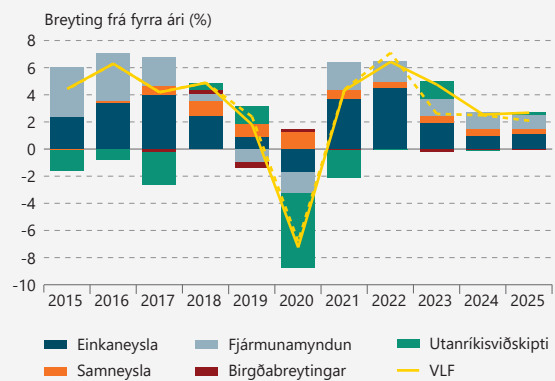
Útlit er fyrir að landsframleiðsla hafi aukist umtalsvert meira á milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi þessa árs en áætlað var í febrúarspá bankans. Innlend eftirspurn var talsvert sterkari og vegur þar þungst meiri aukning einkaneyslu og almennrar atvinnuvegafjárfestingar sem hafa verið aðaldrifkraftar hagvaxtar undanfarin tvö ár. Talið er að ríflega 9% hagvöxtur hafi verið á fyrsta fjórðungi ársins sem væri mesti hagvöxtur á einum fjórðungi síðan á fjórða ársfjórðungi 2007 þegar hann mældist 11,6%.

Á öðrum ársfjórðungi er talið að hagvöxtur verði áfram kröftugur en að heldur hægi á vextinum eftir því sem líður á árið. Á árinu öllu verður hann að meðaltali 4,8% sem er 2,2 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar (mynd III-26). Horfur á meiri vexti einkaneyslu og fjármunamyndunar vega þungt en á sömu sveif leggst jákvæðara framlag utanríkisviðskipta vegna bjartari horfa í ferðaþjónustu. Þá bætast við áhrif fyrrnefndrar aðferðafræðibreytingar sem talin er leiða til þess að hagvöxtur ársins er 0,6 prósentum meiri en ella. Líkt og í síðustu spá er gert ráð fyrir að það hægi á hagvexti út spátímamann og að hann verði um 2¾% á ári á næstu tveimur árum. Talið er að hægja muni á vexti innlendra eftirspurnar vegna grunnáhrifa mikils vaxtar í ár og þá halda fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja áfram að þrengjast.

Gangi grunnspá bankans eftir nær hagvöxtur á mann ekki sama stigi og árið 2019 fyrr en árið 2025. Um þessar horfur er nokkur óvissa og í rammagrein 1 eru sýnd fráviksdæmi þar sem áhrifum harðara aðhalds ríkisfjármála og hraðari fjölgunar á komum ferðamanna til landsins er lýst.

Mynd III-26

### Hagvöxtur og framlag undirliða 2015-2025<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2023-2025. Brotalína sýnir spá frá PM 2023/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Vinnumarkaður og nýting framleiðsluþátta



## Vinnumarkaður

### Heildarvinnustundum fjölgaði á fyrsta fjórðungi ...

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 4,4% milli ára á fyrsta ársfjórðungi. Þar af fjölgaði starfandi fólki um 4% og meðalvinnuvikan lengdist um 0,4%. Ef lítið er fram hjá árstíðarsveiflu fjölgaði störfum og vinnustundum einungis lítillega milli fjórðunga en sú þróun kemur í kjölfar mikillar fjölgunar starfa á fjórða ársfjórðungi í fyrra (mynd IV-1). Þá getur verið að nýlegar launahækkningar og verkföll sem stóðu yfir á fjórðungnum hafi dregið úr vinnuafleifisþrengingum.

Launafólki á staðgreiðsluskrá fjölgaði með áþekkingum hætti. Samkvæmt árstíðarleiddréttum tölum um fjölda launafólks hafa flestar atvinnugreinar náð samþæflegu atvinnustigi og á árinu fyrir farsóttina en sumum hefur vegnað betur en öðrum. Í byggingastarfsemi, fasteignaviðskiptum, upplýsingum og fjarskiptum og hjá hinu opinbera fjölgaði launafólki um 11-16% ef fjöldinn í mars sl. er borinn saman við atvinnustig ársins 2019. Fjöldi starfa í ferðaþjónustu og framleiðslu var hins vegar svipaður og hann var árið 2019 en störf í sjávarútvegi voru færri en þá.

### ... og atvinnuleysi var lítið ...

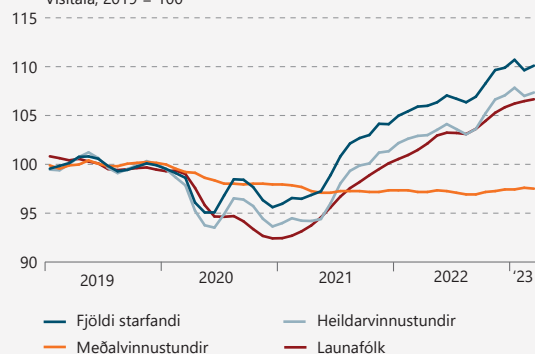
Undir lok árs í fyrra var atvinnuþátttaka 1,6 prósentum meiri en á árinu fyrir farsóttina og sú mesta síðan á öðrum fjórðungi ársins 2017 ef miðað er við árstíðarleiddréttar tölur VMK. Hún minnkaði hins vegar lítillega á fyrsta fjórðungi í ár en hlutfall starfandi lækkaði sýnu meira og því jókst atvinnuleysi um 0,1 prósentu. Það mældist 3,7% á fyrsta ársfjórðungi en það hefur lítið breyst undanfarið ár (mynd IV-2). Árstíðarleiddrétt skráð

Mynd IV-1

### Atvinna og vinnutími<sup>1</sup>

Janúar 2019 - mars 2023

Visitala, 2019 = 100



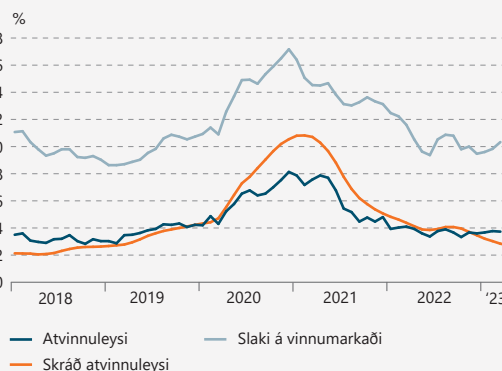
1. Launafólk samkvæmt tölum úr staðgreiðsluskrá ríkisskattstjóra en önnur gögn eru úr vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Fólk á aldrinum 16-74 ára. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiddréttara talna.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2

### Atvinnuleysi og slaki á vinnumarkaði<sup>1</sup>

Janúar 2018 - apríl 2023



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 með viðbót (mannafli að viðbætti mögulegri viðbót á vinnumarkaði). Skráð atvinnuleysi er án fólks á hlutabótum frá og með mars 2020. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiddréttara talna.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

atvinnuleysi minnkaði hins vegar áfram og var orðið 2,6% í apríl og hefur ekki mælst minna síðan um sumarið 2018. Mælikvarði VMK á slaka á vinnumarkaði jókst hins vegar milli fjórðunga. Þrátt fyrir það er hann, líkt og atvinnuleysi, enn ½ prósentu minni en stuttu áður en farsóttin barst til landsins. Þá er langtímaatvinnuleysi lítið. Í apríl höfðu um 0,8% mannaflans verið á atvinnuleysisrángur lengur en í ár sem er áþekkt hlutfall og var fyrir farsóttina.

### ... þar sem mikilli eftirspurn eftir vinnuafli ...

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum vorkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins vilja 30% stjórnenda fjölga starfsfólki en aðeins 12% vilja fækka því. Munurinn er því 18 prósentur sem er enn liðlega 10 prósentum yfir sögulegu meðaltali þótt hann hafi minnkað frá vetrarkönnuninni (mynd IV-3). Tæplega 7.600 störf voru laus á fyrsta ársfjórðungi samkvæmt fyrirtækjakönnun Hagstofunnar sem eru 120 fleiri störf en á sama tíma í fyrra. Þar með voru laus störf 10% færri en fjöldi atvinnulausra sem verður að teljast hátt hlutfall á þessum tíma ársins. Til samanburðar voru laus störf helmingi færri en fjöldi atvinnulausra á fyrsta fjórðungi ársins 2019, ári áður en farsóttin barst til landsins.

### ... var mætt með sögulegri fjölgun erlends vinnuafls

Á síðasta ári fjölgaði íbúum landsins um 3,1% þegar tæplega 10.500 fleiri erlendir ríkisborgarar fluttu til landsins en frá því. Þetta er mesta fjölgun íbúa á einu ári frá því að mælingar hófust árið 1734. Fjölgunin er einnig mikil í alþjóðlegum samanburði og langt um meiri en í öðrum þróuðum ríkjum. Hún hefur sífelld reynst umfram væntingar en spá bankans um fjölgun fólks á vinnualdri hefur ítrekað verið endurmetin til hækkunar (mynd IV-4). Þá eru einnig horfur á mikilli fjölgun landsmanna í ár en þeim fjölgaði um 3,6% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins og fólki á vinnualdri um 3,7% sem er mesta fjölgun frá upphafi VMK. Horfur eru á meiri framleiðsluspennu hér en í viðskiptalöndum okkar á spátímanum og því eru forsendur fyrir áframhaldandi fjölgun íbúa í ár og á spátímanum í heild. Þá var flóttafólk stór hluti þeirra sem settust hér að í fyrra og hefur töluverður fjöldi umsókna um alþjóðlega vernd borist það sem af er ári. Samkvæmt mati Útlendingastofnunar má gera ráð fyrir að fjöldi þeirra verði ekki færri í ár en í fyrra.

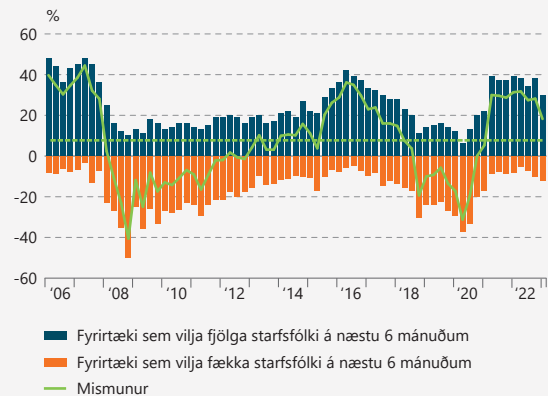
### Útlit er fyrir að hægja muni á fjölgun heildarvinnustunda á næstu árum

Töluverð spenna er enn á vinnumarkaði og kannanir á ráðningaráformum fyrirtækja benda til þess að störfum fjölgi áfram næsta misserið. Líklega verða þau að miklu

Mynd IV-3

#### Ráðningaráform fyrirtækja<sup>1</sup>

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2023

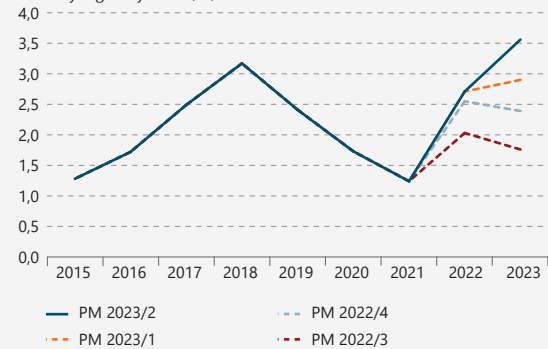


1. Hlutfall fyrirtækja sem vilja fækka starfsfólki sýnt með neikvæðu formerki. Brotalína sýnir meðaltal tímabilsins. Árstíðarleiðréttar tölur. Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

#### Mannfjöldi á vinnualdri í spám Seðlabankans<sup>1</sup>

Breyting frá fyrra ári (%)



1. Fólk á aldrinum 16-74 ára. Grunnspár Seðlabankans. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

leyti mönnum með aðfluttu vinnuafli sem mun áfram vera megindrífur fjölgunar heildarvinnustunda.

Samkvæmt grunnsþá mun heildarvinnustundum fjölga um 4,6% í ár sem er meiri fjölgun en febrúarsþá bankans gerði ráð fyrir (mynd IV-5). Hins vegar er talið að þeim fjölgi hægar á næstu tveimur árum eða um tæplega 1% að meðaltali á ári. Horfur eru á heldur minna atvinnuleysi en í síðustu spá en talið er að það verði 3,7% í ár en aukist í 4,3% á næsta ári og verði þar út spátímann.

## Vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta

### Lítill framleiðniaukning í efnahagsbatanum

Framleiðni vinnuafis dróst saman um 0,2% milli ára í fyrra ef miðað er við verga landsframleiðslu á heildarvinnustund út frá VMK. Samdrátturinn varð heldur meiri eða 0,5% samkvæmt birtingu Hagstofunnar fyrir framleiðni vinnuafis, sem byggist á vergum þáttatekjum á heildarvinnustund út frá vinnumagni þjóðhagsreikninga (mynd IV-6). Í þeim tölum má merkja töluverð áhrif af breyttri atvinnugreinasamsetningu m.a. vegna kröftugs bata í ferðapjónustu eftir mikinn samdrátt í farsóttinni en framleiðni er almennt lítil í vinnuafisfrekum greinum eins og ferðapjónustu.

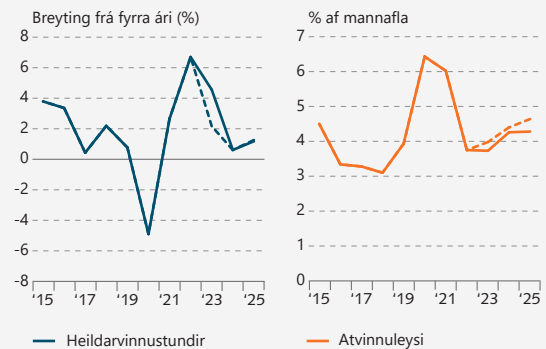
Miðað við mestu sundurliðun sem opinberar tölur Hagstofunnar bjóða upp á voru átta af þeim tíu atvinnugreinum eða atvinnugreinahópum sem lögðu mest til fjölgunar heildarvinnustunda í fyrra með framleiðnistig undir meðaltali þjóðarbúsins í heild. Án samsetningaráhrifa hefði framleiðni aukist um 0,4% en hafa verður í huga að samsetningaráhrif juku framleiðnivöxt á árinu 2020. Horft á tímabil farsóttarinnar og efnahagsbatans sem fylgdi í heild, þ.e. árin 2020-2022, jókst framleiðni vinnuafis á þennan mælikvarða aðeins um að jafnaði 0,6% á ári óháð því hvort tekið er tillit til samsetningaráhrifa eða ekki. Þróun landsframleiðslu á heildarvinnustund VMK var enn óhagfelldari en á þann mælikvarða dróst framleiðni saman um 0,4% að meðaltali á ári yfir sama tímabil.

### Áfram mikil spenna í þjóðarbúskapnum

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum vorkönnunar Gallup töldu 44% stjórnenda sig búa við skort á vinnuafli og 58% töldu fyrirtæki sitt eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn. NF-vísitalan, sem tekur saman fjölda vísbendinga um nýtingu framleiðsluþátta, hefur verið yfir sögulegu meðaltali frá miðju ári 2021 en hún lækkaði þriðja fjórðunginn í röð (mynd IV-7). Það eru því áfram vísbendingar um töluverða spennu í þjóðar-

Mynd IV-5

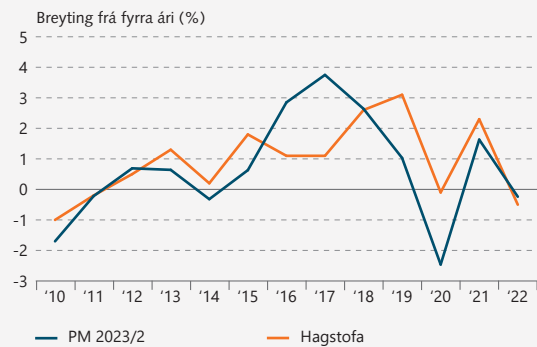
### Heildarvinnustundir og atvinnuleysi 2015-2025<sup>1</sup>



1. Heildarvinnustundir og atvinnuleysi miðað við vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Grunnsþá Seðlabankans 2023-2025. Brotalínur sýna spá PM 2023/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

### Framleiðni vinnuafis 2010-2022<sup>1</sup>

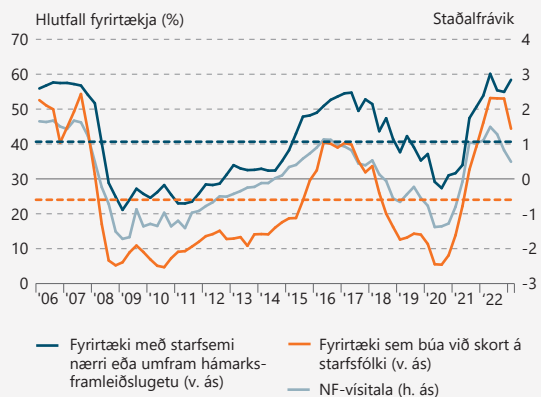


1. Framleiðni vinnuafis úr þjóðhagslíkani Seðlabankans er mæld sem verg landsframleiðsla á vinnustund þar sem byggt er á heildarvinnustundum út frá vinnu- markaðskönnun Hagstofunnar (VMK). Framleiðni vinnuafis skv. birtingu Hagstofunnar er hins vegar mæld sem vergar þáttatekjur á vinnustund þar sem byggt er á heildarvinnustundum út frá vinnumagni þjóðhagsreikninga. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

### Nýting framleiðsluþátta<sup>1</sup>

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2023



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

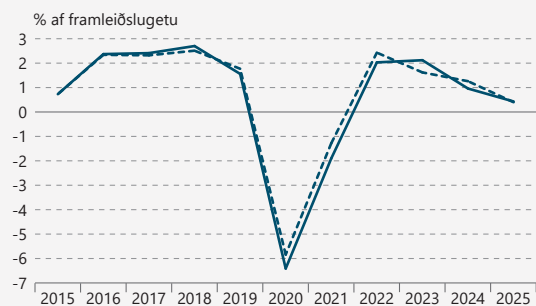
búskapnum þótt einhverjir mælikvarðar bendi til þess að það gæti verið að draga úr henni.

Í nýbirtum þjóðhagsreikningum Hagstofunnar var landsframleiðsla áráanna 2019-2021 endurskoðuð niður á við um samtals liðlega 1%. Þá reyndist hagvöxtur í fyrra heldur minni en spáð hafði verið í febrúar sem að hluta til má rekja til aðferðafræðibreytingar við mælingu á hugverkaútflutningi í lyfjaiðnaði. Þá varð einnig breyting á meðferð eignaleigusamninga flugvéla sem hefur áhrif á fjármagnsstofn þjóðarbúsins (sjá nánar í kafla III). Þessar aðferðafræðibreytingar hafa ekki áhrif á framleiðslugetu þjóðarbúsins en þær gera matið á henni erfiðara en ella.

Talið er að slakinn í kjölfar farsóttarinnar hafi verið heldur meiri en áður var talið. Framleiðsluspennan í fyrra var því lítillega minni en gert var ráð fyrir í febrúar eða um 2% af framleiðslugetu (mynd IV-8). Gert er ráð fyrir svipaðri spennu í ár en í febrúar var talið að hún myndi minnka milli ára. Þrálátari spenna endurspeglar horfur á kraftmeiri eftirspurn en áður var spáð en á móti vega horfur á hraðari vexti mannfjölda á vinnualdri. Líkt og í febrúar er talið að spennan minnki smám saman er líður á spátímann. Um þetta mat ríkir sem fyrr töluverð óvissa en nánar er fjallað um óvissuþætti spárinnar og fráviksdæmi í rammagrein 1.

Mynd IV-8

Framleiðsluspenna 2015-2025<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2023-2025. Brotalína synir spá PM 2023/1.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

# Verðbólga



## Nýleg verðbólguþróun

### Verðbólga jókst töluvert á fyrsta ársfjórðungi ...

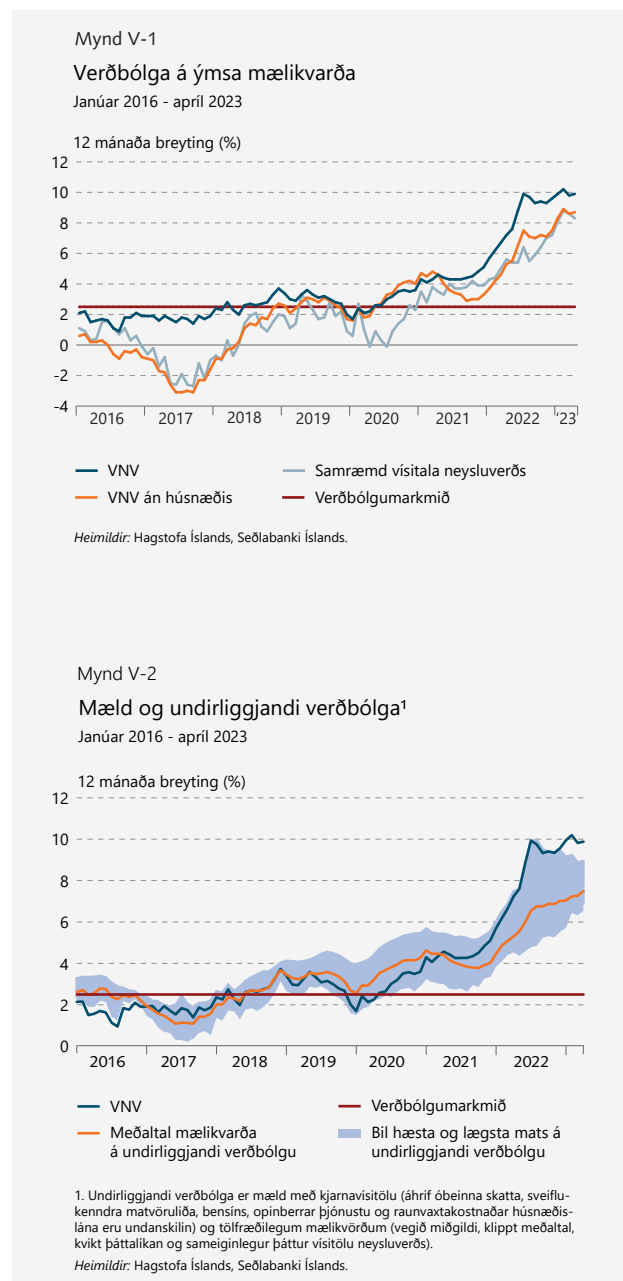
Verðbólga mældist að meðaltali 10% á fyrsta ársfjórðungi en í síðustu *Peningamálum* var spáð að hún yrði 9,5%. Hún jókst skarpt í febrúar og mældist 10,2% og hafði þá ekki verið meiri síðan haustið 2009. Verðhækkningar á matvöru, þjónustu og nýjum bílum höfðu mest áhrif á vísitölu neysluverðs á fjórðungnum. Jafnframt hækkaði húsnæðisliður vísitölnunnar áfram. Eldsneytisverð hefur lækkað frá áramótum og var einn af fáum undirliðum sem lækkaði í verði á fyrsta fjórðungi.

### ... og hafa verðhækkningar verið útbreiddar ...

Verðbólga mældist 9,9% í apríl (mynd V-1). Vísitala neysluverðs hækkaði um 1,3% milli mánaða og höfðu verðhækkningar á húsnæði, matvöru og flugfargjöldum mest áhrif. Dregið hefur smám saman úr framlagi húsnæðisliðar vísitölnunnar til verðbólgu frá því á síðasta ári þar sem hægt hefur á umsvifum á húsnæðismarkaði (sjá kafla II). Hins vegar hækkaði markaðsverð húsnæðis talsvert í apríl, bæði á höfuðborgarsvæðinu og landsbyggðinni, og höfðu áhrif húsnæðisliðarins á vísitölu neysluverðs ekki verið meiri síðan í júní 2022. Verðbólga án húsnæðis var 8,7% og hefur aukist um 0,4 prósentur frá því í janúar. Verðbólga miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna (sem einnig undanskilur kostnað vegna eigin húsnæðis) hefur einnig aukist frá því í janúar og mældist hún 8,3% í apríl.

### ... sem endurspeglast í vaxandi undirliggjandi verðbólgu

Undirliggjandi verðbólga hefur aukist áfram og var 7,5% í apríl sé miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða (mynd V-2). Flestir mælikvarðar hafa hækkað talsvert





frá því í janúar. Verðbólga er því í vaxandi mæli á afar breiðum grunni og í apríl hafði tæplega helmingur neyslukörfunnar hækkað um meira en 10% frá fyrra ári og tæplega 40% hennar hækkað í verði um á bilinu 5-10% (mynd V-3).

Þetta sést einnig þegar samsetning ársverðbólgu nú og í lok síðasta árs er borin saman en þá var verðbólga áþekk og hún er nú (mynd V-4). Framlag húsnæðisliðarins til verðbólgu hefur minnkað en samhliða því hefur framlag matvöru, þjónustu og ýmissar innfluttrar vöru aukist töluvert. Nú má rekja þriðjung ársverðbólgu til hækunar kostnaðar vegna eigin húsnæðis samanborið við tæplega 40% í lok síðasta árs. Verðbólga hefur því orðið enn útbreiddari á síðustu mánuðum og verðhækkunir í auknum mæli smitast á milli undirlíða vísitölu neysluverðs.<sup>1</sup>

## Vísbendingar um verðbólguþrýsting

### Kröftug eftirspurn og kostnaðarhækkunir fyrirtækja hafa leitt til aukins verðbólguþrýstings ...

Eins og rakið er í kafla III hefur krafturinn í einkaneyslu áfram verið mikill, að hluta til vegna nýlegra launahækkana en einnig vegna þess að heimilin hafa getað gengið á uppsafnaðan sparnað sem byggðist upp í farsóttinni. Í ljósi kröftugar eftirspurnar heimila, fjölgunar ferðamanna og mikillar spennu á vinnumarkaði um þessar mundir virðast fyrirtæki því hafa átt auðveldara um vik en ella að velta kostnaðarhækkunum út í verðlag. Verð innlendrar vöru hefur hækkað um 12,2% sl. tólf mánuði sem má að miklu leyti rekja til verðhækkunar matvöru.

Verð á almennri þjónustu hefur hækkað um rúmlega 8% frá því á sama tíma í fyrra en árshækkunin nam 6,6% í janúar sl. (mynd V-5). Verðhækkunir hafa verið dreifðar á ólíka undirlíði þjónustu þótt hækkun flugfar-gjalda og veitinga vegi þungt. Verð opinberrar þjónustu hefur jafnframt þokast upp og hafði í apríl hækkað um rúmlega 7% frá því á sama tíma í fyrra.

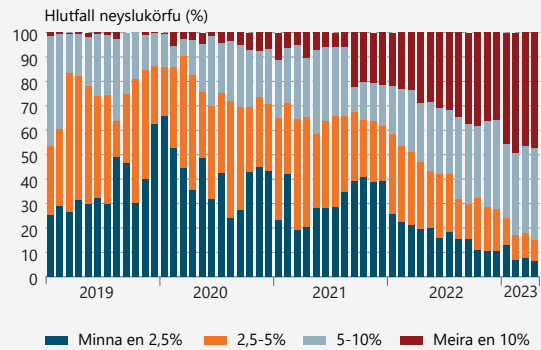
### ... og innflutt verðbólga er einnig mikil

Verð innfluttrar matvöru og annarrar innfluttrar vöru, líkt og á fatnaði og húsgögnum, hefur hækkað áfram undanfarna mánuði. Árshækkun á verði innfluttrar matvöru nam 10,6% í apríl og hefur aukist töluvert frá því í janúar. Við lok vetrarútsölu mátti sjá að á heildina hækkaði verð ýmissar innfluttrar vöru talsvert umfram útsöluáhrifin, einkum verð á húsgögnum og heimilisbúnaði (myndir V-5 og V-6). Að hluta má rekja það til

1. Sjá t.d. Þórarinn G. Pétursson (2022), „Af hverju hafa sveiflur í verðbólgu aukist á ný?“ Seðlabanki Íslands, *Kalkofninn*, 19. desember 2022.

Mynd V-3

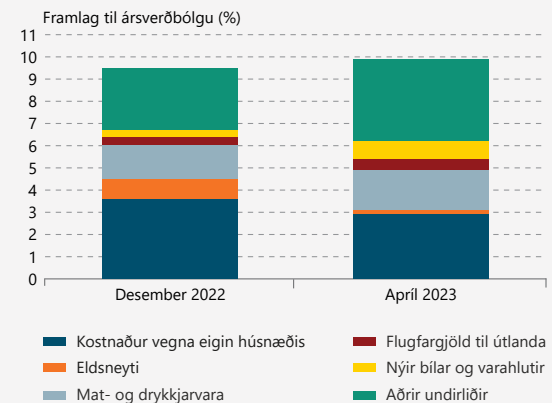
### Umfang verðhækkana<sup>1</sup> Janúar 2019 - apríl 2023



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

Mynd V-4

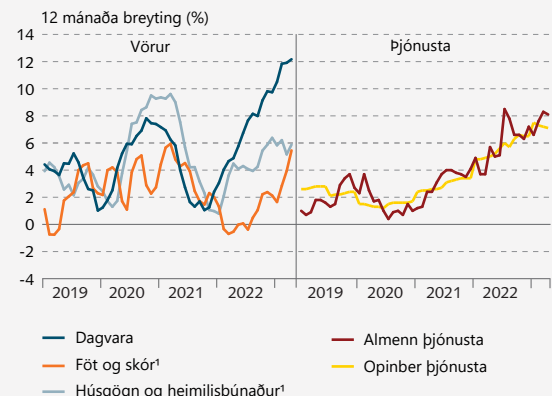
### Undirlíðir verðbólgu



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

### Verð á vöru og þjónustu Janúar 2019 - apríl 2023



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

Þess að gengi krónunnar hafði í lok janúar, þegar það var lægst það sem af er ári, lækkað um 8,5% frá því í september í fyrra. Einnig er alþjóðleg verðbólga enn mikil þótt olíu- og hrávöruverð hafi farið lækkandi frá því í fyrra (sjá kafla I).

Gengi krónunnar hefur hækkað um 4,2% frá því í lok janúar. Lítil merki eru þó um að áhrif gengishækkunar krónunnar og lækkunar hrávöruverðs séu farin að skila sér í lægra verðlagi. Innlent eldsneytisverð hefur lækkað um 2,2% frá því um áramótin en er ennþá 16,4% hærra en það var rétt fyrir innrásina í Úkraínu.

Líkt og nefnt var að framan er því ljóst að talsverður verðbólguþrýstingur er fyrir hendi og nær hann til flestra undirlíða vísitölu neysluverðs enda sprottinn af mikilli spennu í þjóðarbúskapnum. Aftur á móti benda niðurstöður vorkönnunar Gallup á væntingum stjórnenda fyrirtækja sem var framkvæmd í febrúar og mars sl. að áfram fækki þeim frá fyrri könnun sem eiga von á hækkuð eigin afurðaverðs. Hlutfallið er samt áfram hátt í sögulegu samhengi eða 60%. Hlutfall stjórnenda sem búast við hækkuð aðfangaverðs hefur hins vegar lítið breyst og er enn tæplega 80%.

### Mikil hækkun launakostnaðar í fyrra og í ár

Launahlutfallið, þ.e. hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum, mældist 59,2% í fyrra og lækkaði lítillega milli ára. Þá vógust á mikil aukning launakostnaðar og aukin verðbólga. Laun og launatengd gjöld á vinnustund hækkuðu um 8% milli ára en á sama tíma minnkaði framleiðni vinnuafis (sjá kafla IV). Launakostnaður á framleidda einingu jókst því um 8,2% en verðvísitala vergra þáttatekna hækkaði enn meira eða um 9,5%, og því lækkaði launahlutfallið milli ára.

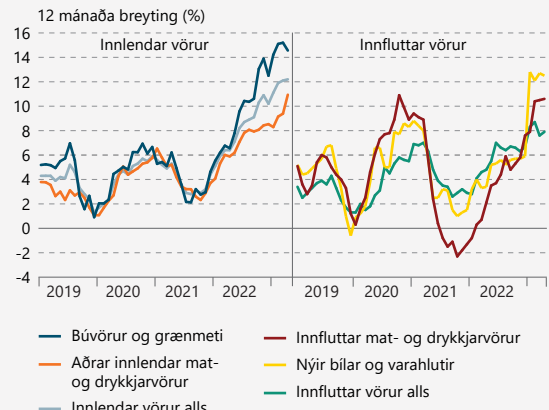
Kaupmáttur launa minnkaði einnig lítillega í fyrra þar sem almennt verðlag hækkaði umfram laun. Hann jókst hins vegar bæði meira á fyrstu tveimur árum farsóttarinnar og minnkaði mun minna í fyrra en í öðrum þróuðum ríkjum (mynd V-7). Á undanförunum þremur árum, þ.e. frá upphafi farsóttarinnar, jókst kaupmáttur launa um að meðaltali 2% á ári hér á landi en til samanburðar dróst hann saman um 1% á ári í öðrum Evrópuríkjum og um 0,3% í Bandaríkjunum.

Launavísitalan hækkaði um 3,5% milli fjórðunga og um 8,9% milli ára á fyrsta ársfjórðungi. Þrátt fyrir mikla hækkuð launa á fjórðungnum voru raunlaun 1% lægri en á sama fjórðungi í fyrra (mynd V-8). Miðlunartillaga ríkissáttasemjara í deilu Samtaka atvinnulífsins (SA) og verkálfélagsins Eflingar kom að miklu leyti til framkvæmda í mars en í tillögunni fólust einnig afturvirkar greiðslur sem ekki mælast í launavísitölu Hagstofunnar.

Mynd V-6

### Verð innlendarar og innfluttrar vöru

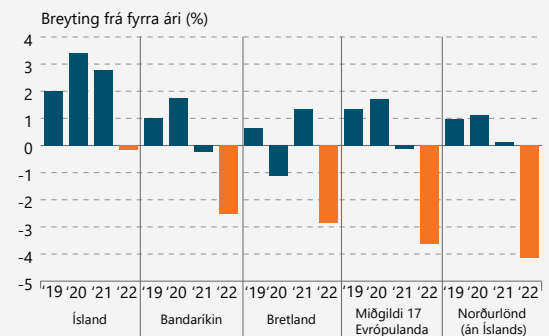
Janúar 2019 - apríl 2023



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd V-7

### Raunlaun í þróuðum ríkjum 2019-2022<sup>1</sup>



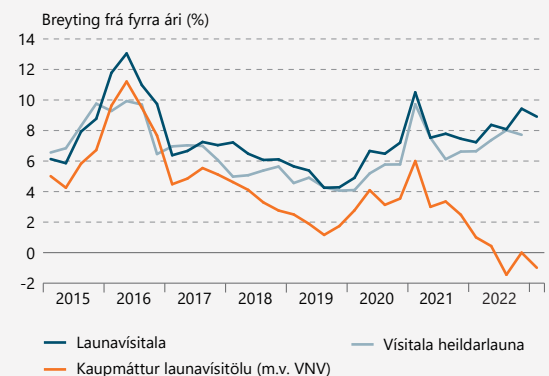
1. Meðaltekjur á vinnustund í framleiðslu staðvirk með vísitölu neysluverðs. Norðurlönd (án Íslands) sýnir einfalt meðaltal fyrir Danmörku, Finnland, Noreg og Svíþjóð. Miðgildi 17 Evrópulanda undanskilur Norðurlönd og Bretland.

Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

### Laun

1. ársfj. 2015 - 1. ársfj. 2023



Heimild: Hagstofa Íslands.

Þá náðust samningar hjá stórum hópum hjá hinu opinbera á yfirstandandi fjórðungi.

Bæði miðlunartillagan og nýgerðir samningar við starfsfólk hins opinbera voru í ágætu samræmi við febrúarspá bankans. Hins vegar eru horfur á meiri rýrnun viðskiptakjara í ár en þá var búist við sem hefur neikvæð áhrif á tekjur þjóðarbúsins og laun (sjá kafla I). Nú er gert ráð fyrir að laun á vinnustund hækki um 9% í ár en að síðan hægi á árshækkun launa sem verði að meðaltali um 6% á ári 2024-2025.

Eins og fjallað er um í kafla IV hefur framleiðni vinnuafli lítið aukist frá því að farsóttin skall á og áfram eru horfur á veikum vexti á spátímanum. Gangi spá bankans eftir mun launakostnaður á framleidda einingu aukast um 8,8% í ár en að meðaltali um 4¼% á ári á næstu tveimur árum. Þetta er umfram hækkun verðvísitölu landsframleiðslunnar og því hækkar launahlutfallið á ný í ár. Mikil óvissa er þó um launaþróun á spátímanum, sér í lagi þar sem nýgerðir kjarasamningar renna út snemma á næsta ári.

## Verðbólguvæntingar

### Væntingar markaðsaðila um verðbólgu til skamms tíma hafa hækkað ...

Samkvæmt nýlegri könnun á verðbólguvæntingum markaðsaðila hækkuðu væntingar þeirra um verðbólgu til tveggja ára og búast þeir við að verðbólga verði 4,5% eftir tvö ár. Verðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila til tveggja ára eru einnig vel yfir markmiði. Stjórnendur fyrirtækja gera ráð fyrir að verðbólga minnki í 5% eftir tvö ár en heimili búast við að hún verði 6% (mynd V-9).

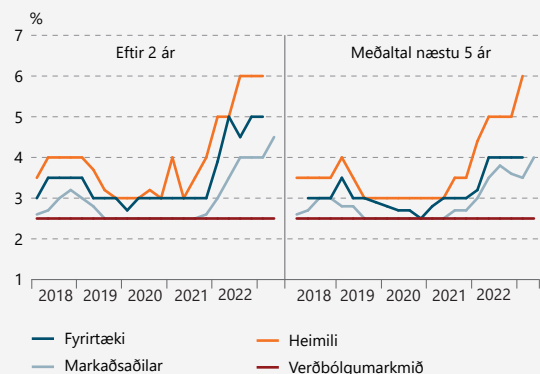
### ... og það sama á við um langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila

Verðbólguvæntingar markaðsaðila til fimm og tíu ára hækkuðu einnig frá janúarkönnuninni. Þeir gera ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali 4% á næstu fimm árum og hafa þær ekki mælst hærrí síðan árið 2013. Væntingar þeirra um meðalverðbólgu á næstu tíu árum mælast 3,5%. Verðbólguvæntingar stjórnenda fyrirtækja voru hins vegar óbreyttar milli kannana og búast þeir við að verðbólga verði 4% að meðaltali á næstu fimm árum. Heimili eru aftur á móti svartsýnni og hækkuðu langtímaverðbólguvæntingar þeirra í 6%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur sveiflast nokkuð undanfarna mánuði en það lækkaði í kjölfar vaxtaákvörðunarinnar í mars. Álagið til tíu ára var rúmlega 4% um miðjan maí sem er svipað og í byrjun febrúar. Fimm ára álag eftir fimm ár hefur hins vegar lækkað um ½ prósentu í 3,1% (mynd V-10).

Mynd V-9

### Verðbólguvæntingar til 2 og 5 ára<sup>1</sup>

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2023



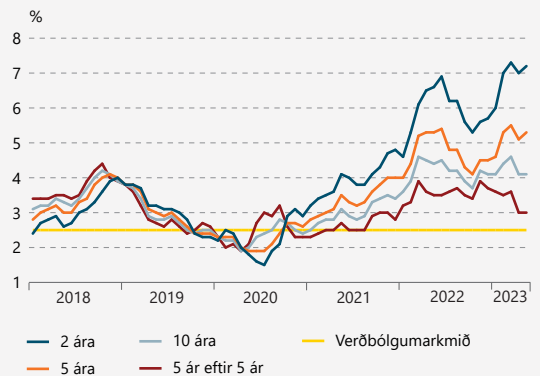
1. Kannanir Gallup á verðbólguvæntingum heimila og fyrirtækja og könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. Miðgildi svara.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-10

### Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði<sup>1</sup>

Janúar 2018 - maí 2023



1. Meðaltal mánaða. Gögn til og með 19. maí 2023.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vísbendingar eru um að kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið hafi veikt enda hefur verðbólga verið yfir markmiði síðan sumarið 2020 og aukist hratt undanfarið ár (sjá umfjöllun í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2022/4). Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila tóku að hækka á seinni hluta ársins 2021 og hafa haldist yfir markmiði síðan. Á hinn bóginn hafa verðbólguvæntingar í öðrum þróuðum ríkjum ekki aukist að ráði og svo virðist sem kjölfesta þeirra í markmiði sé betur tryggð (mynd V-11). Aukin hætta er því á að verðbólga reynist prálátari hér á landi en í öðrum þróuðum ríkjum og að lengri tíma taki að ná henni í markmið.

## Verðbólguhorfur

### Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa versnað ...

Verðbólga reyndist meiri á fyrsta ársfjórðungi en spáð var í febrúar. Rekja má fráviknið til þess að almennur verðbólguþrýstingur reyndist meiri og útbreiddari en gert var ráð fyrir. Nærhorfur hafa því versnað fyrst og fremst vegna lakari upphafsstöðu í byrjun spátímans. Spáð er að verðbólga verði 9,4% á öðrum ársfjórðungi en að hún minnki í 8% á þriðja fjórðungi sem er um 2 prósentum meira en spáð var í febrúar. Búist er við að spennan í þjóðarþúskapnum verði meiri á þessu ári en var áætlað sem birtist m.a. í því að spáð er að einkaneysla og fjárfesting verði meiri. Samkvæmt grunnsþánni hefur verðbólga þó náð hámarki og verður að meðaltali 8,8% á þessu ári.

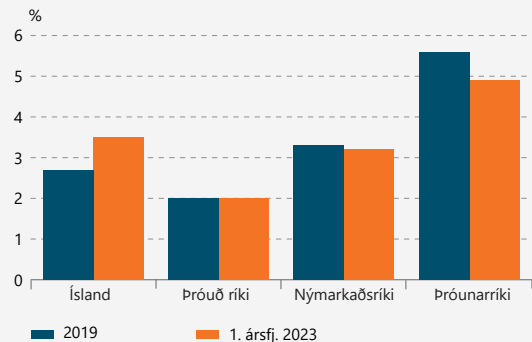
Þróun verðbólgu í ár samkvæmt grunnsþá er áþekkt því sem meðaltal skammtímaspálíkana bankans gefur til kynna en spá þeirra fyrir þriðja ársfjórðung liggur á bilinu 7¾-9½% (mynd V-12). Spáin er einnig í ágætu samræmi við það sem DSGE-líkan bankans DYNIMO gefur til kynna.

### ... og útlit er fyrir að verðbólga hjaðni hægt ...

Áfram er búist við að verðbólga minnki hægt. Talið er að hún verði enn yfir 8% á síðasta fjórðungi þessa árs og verði um 4% undir lok næsta árs (mynd V-13). Verðbólga hjaðnar því heldur hægur en spáð var í febrúar. Þar vega þungt vísbendingar um að verðbólga hafi grafið enn frekar um sig og að húsnæðisverð gefur minna eftir en áður var spáð. Á móti vegur þó heldur herra gengi krónunnar. Spáð er að verðbólga verði 3,4% að meðaltali á árinu 2025 og nálgist verðbólguþrýstinginn í lok spátímans skilyrt á vaxtaferil spárinnar. Það er heldur seinna en almennt er talið gerast í öðrum þróuðum ríkjum.<sup>2</sup>

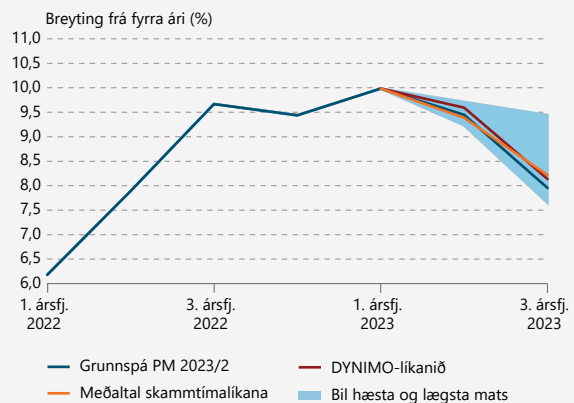
2 Sjá nánar kafla 1 í *World Economic Outlook*, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, apríl 2023.

Mynd V-11  
Langtímaverðbólguvæntingar í alþjóðlegum samanburði<sup>1</sup>



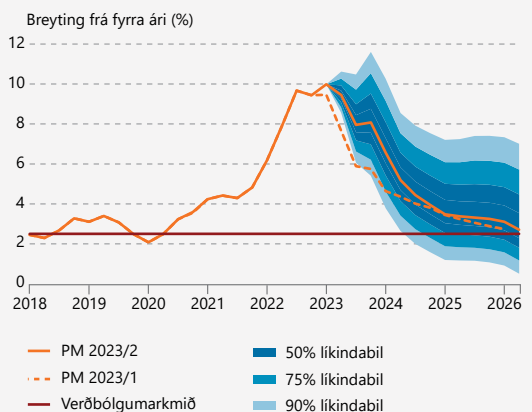
1. Miðað er við verðbólguvæntingar markaðs- og greiningaraðila til fimm ára.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-12  
Verðbólguþrýstingur til skamms tíma<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2022 - 3. ársfj. 2023



1. Samanburður á grunnsþá og spám heildarjafnvægislíkans bankans (DYNIMO) og meðaltals 5 tölfraðilegra metinna verðbólguþrýstinga sem bankinn notar við að gera verðbólguþrýsting til skamms tíma.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-13  
Verðbólguþrýstingur og óvissumat<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2026



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

**... og áfram eru taldar meiri líkur á að verðbólga sé vanmetin en að hún sé ofmetin**

Eins og fjallað er um í rammagrein 1 eru verðbólguhorfur háðar framvindu ólíkra óvissuþátta. Nýgerðir kjarasamningar losna í byrjun næsta árs og mun niðurstaða komandi viðræðna lita þróun verðbólgu á spátímanum. Einnig gæti alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð hækkað á ný eftir því hvernig stríðsátökin í Úkraínu þróast. Þótt hægt hafi á umsvifum á húsnæðismarkaði hefur þróunin verið hæg og því enn talsverð óvissa um hvernig húsnæðisverð mun þróast á næstunni. Umsvif í þjóðarbúinu gætu verið vanmetin og verðbólga þá hjaðnað hægar að öðru óbreyttu. Að þessu samanteknu er talin meiri hætta á að verðbólga á næstunni sé vanmetin í grunnspánni en að hún sé ofmetin. Taldar eru helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 4-6½% að ári liðnu og á bilinu 2½-5% eftir tvö ár en þá eru taldar meiri en 60% líkur á að verðbólga verði meiri en nú er spáð (mynd V-13).

## 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 lykilorðendum spárinnar.

Ein mikilvæg forsenda grunnspárinnar lýtur t.d. að þróun opinberra fjármála á spátímanum en spáin gerir ráð fyrir að aðhaldsstig opinberra fjármála verði í meginatriðum í takt við nýlega fjármálaáætlun stjórnvalda. Mögulegum áhrifum aðhaldsmeiri opinberra fjármála á þjóðarbúið er lýst í sérstöku frávíksdæmi.

Önnur mikilvæg forsenda grunnspárinnar lýtur að þróun fjölda ferðamanna sem munu koma til landsins á spátímanum. Spá bankans um fjöldann hefur verið færð upp í takt við nýjustu vísbendingar en spáin gæti samt sem áður verið of varkár. Mögulegum áhrifum meiri fjölgunar ferðamanna á þjóðarbúið er lýst í sérstöku frávíksdæmi.

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

### Frávíksdæmi: Meira aðhald ríkisfjármála

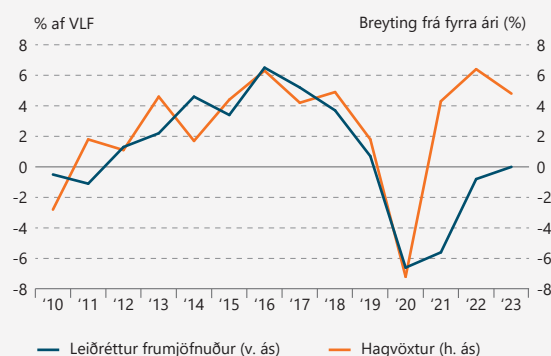
#### Afkoma ríkissjóðs hefur batnað hægar en ætla má út frá krafti efnahagssumsvifa

COVID-19-farsóttin hafði mikil áhrif á stöðu ríkisfjármála hér á landi sem og erlendis. Frumjöfnuður (heildarjöfnuður án fjármagnsjafnaðar) leiðréttur fyrir óreglulegum liðum fór úr afgangi sem nam að meðaltali tæplega 4% af landsframleiðslu síðustu fimm árin fyrir farsóttina í 6,6% halla árið 2020. Frá þeim tíma hefur hallinn minnkað eins og rakið er í kafla III. Afkomubattinn er hins vegar nokkru minni en búast hefði mátt við út frá sögulegu sambandi afkomu og efnahagssumsvifa (mynd 1).

Þessi hallarekstur samsvarar því að sparnaðarstig hins opinbera sé neikvætt og því nokkuð undir því að standa undir fjármögnun á fjárfestingarútgjöldum þess. Framlag hallarekstrarins til viðskiptajafnaðar þjóðarbúsins hefur verið neikvætt allt frá árinu 2019 (mynd 2). Þetta neikvæða framlag hefur vegið á móti jákvæðu framlagi hásparnaðarstigs heimila og fyrirtækja en eins og mynd 2 sýnir hefur sparnaðarhlutfall einkageirans lækkað undanfarin tvö ár og því hefur viðskiptahallinn lítið minnkað þrátt fyrir að dregið hafi úr hallarekstri hins opinbera.

Mynd 1

#### Afkoma ríkissjóðs og hagvöxtur 2010-2023<sup>1</sup>

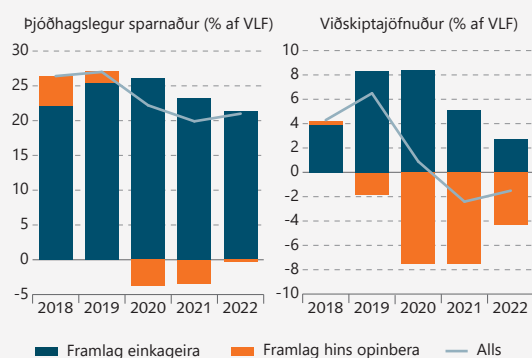


1. Afkoma ríkissjóðs leiðrétt fyrir óreglulegum og einkisþráliðum. Grunnspá Seðlabankans 2023.

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

Mynd 2

#### Þjóðhagslegur sparnaður og viðskiptajöfnuður 2018-2022<sup>1</sup>



1. Geirskipting þjóðhagslegs sparnaðar er fengin úr tekjuskiptingarruppgjöri Hagstofunnar. Framlag einkageirans til viðskiptajafnaðar er mismunur sparnaðar og fjármunamyndunar einkageirans (fjárfesting atvinnuvega, íbúðafjárfesting og birgðabreytingar). Framlag hins opinbera til viðskiptajafnaðar er mismunur sparnaðar hins opinbera og opinberra fjárfestingar. Áætlun Seðlabankans fyrir árið 2022.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Hraðari aukning aðhalds myndi styðja við peninga- stefnuna

Halli á heildarjöfnuði ríkissjóðs var 3,5% af landsframleiðslu í fyrra og nýlega samþykkt fjármálaáætlun gerir ráð fyrir að hallinn minnki í 1,3% í ár og haldist svipaður á næsta ári en snúist í lítillagan afgang árið 2025. Grunnspá Seðlabankans er heldur svartsýnni en samkvæmt henni verður hallinn í ár meiri um sem nemur 1 prósentu af landsframleiðslu (sjá kafla III).

Við núverandi aðstæður þar sem nokkur spenna er í þjóðarbúskapnum og verðbólga töluvert yfir markmiði væri æskilegt að aðhald ríkisfjármála væri meira. Það myndi draga úr spennunni í þjóðarbúskapnum og bæta ytri stöðu þjóðarbúsins en einnig léttu á álaginu sem er á peninga-  
stefnunni.

Til að sýna þetta betur sýnir mynd 3 möguleg áhrif hraðari aukningar á aðhaldi ríkisfjármála á þjóðarbúskapinn út frá QMM-líkani Seðlabankans. Gert er ráð fyrir að aðhald ríkissjóðs skili um 60 ma.kr. meiri bata á frumjöfnuði í ár en í grunnspánni og um 45 ma.kr. meiri bata á næsta ári. Það samsvarar afkomubata sem nemur um 2½% af landsframleiðslu yfir þetta tveggja ára tímabil. Gert er ráð fyrir að aðhaldsaðgerðirnar séu til jafns á tekju- og gjaldahlið ríkissjóðs.

Eins og sést á mynd 3a hefði aukið aðhald í för með sér að einkaneysla vex hægar en í grunnspánni. Endurspeglar það minni ráðstöfunartekjur heimila þar sem tilfærslur til þeirra yrðu minni og skattar hærri, þótt á móti vegi áhrif lægri vaxta (sjá hér á eftir). Einkaneysla myndi vaxa um ½ prósentu hægar í ár en í grunnspánni og um 1 prósentu hægar á næsta ári. Í lok spátímans væri einkaneysla orðin 2¼% minni en í grunnspánni. Hægari efnahagssumsvíf gera það einnig að verkum að fjárfesting vex hægar en á móti vega lægri vextir. Áhrifin á fjármunamyndun í ár yrðu lítil en á næstu tveimur árum myndi hún vaxa hraðar en í grunnspánni (mynd 3b). Aðhaldsaðgerðirnar hefðu einnig jákvæð áhrif á ytri jöfnuð þjóðarbúsins: viðskiptahallinn yrði um ¼% af landsframleiðslu minni í ár og um 1% minni árið 2025 (mynd 3c).

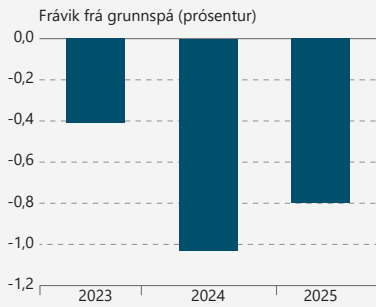
Áhrif aðhaldsaðgerðanna á hagvöxt yrðu ekki eins mikil og á innlenda eftirspurn þar sem hluti minni eftirspurnar beinist að innfluttri vöru og þjónustu og því „lekur“ hluti aðhaldsaðgerðanna út úr þjóðarbúskapnum. Hagvöxtur yrði um ¾ prósentu minni í ár og um ½ prósentu minni á næsta ári en árið 2025 snýst það við og þá er hann orðinn lítilliga meiri en í grunnspánni (mynd 3d). Landsframleiðslan væri því um 1% minni en í grunnspánni í lok spátímans.

Hægari vöxtur efnahagssumsvífa myndi léttu á innlendum verðbólguþrýstingi og yrði verðbólga orðin um

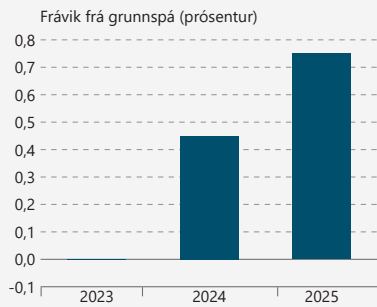
Mynd 3

Frávíkisdæmi: Aðhaldssamari ríkisfjármál en í grunnsþá

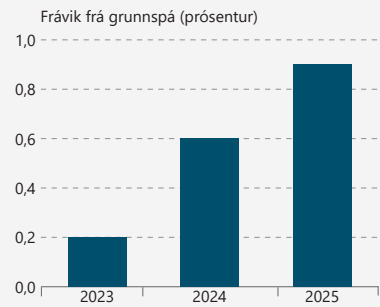
Mynd 3a Einkaneysla



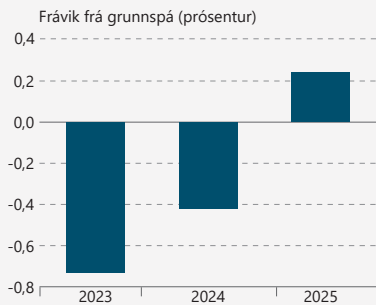
Mynd 3b Fjármunamyndun



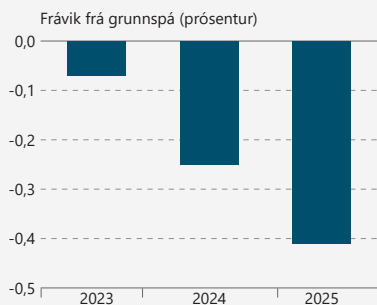
Mynd 3c Viðskiptajöfnuður



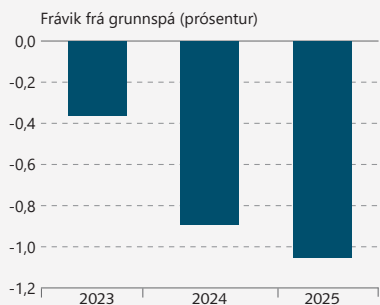
Mynd 3d Hagvöxtur



Mynd 3e Verðbólga



Mynd 3f Meginvextir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1/2 prósentu minni en í grunnsþánni árið 2025 (mynd 3e). Samkvæmt peningastefnureglu líkansins væru meginvextir Seðlabankans því orðnir um 1 prósentu lægri í lok spátímans (mynd 3f).

**Áhrif aðhaldsaðgerða á útgjaldahlið eru jafnan meiri en áhrif aðgerða á tekjuhlið ríkisfjármála**

Frávíkisdæmið gerir ráð fyrir að aðhaldsaðgerðirnar beri jafnt niður á tekju- og gjaldahlið ríkissjóðs en efnahagsleg áhrif aðhaldsaðgerða geta verið ólík eftir því hvort aðhaldið beinist að tekjum eða útgjöldum ríkissjóðs.<sup>1</sup> Aukið aðhald á útgjaldahlið hefur jafnan meiri og hraðari áhrif á efnahagssumsvif þar sem eftirspurn hins opinbera eftir vörum og þjónustu hefur bein áhrif á hagvöxt. Aðhaldsaðgerðir á tekjuhlið, hvort sem er í formi hækkunar skatta eða lækkunar tilfærslutekna, hafa hins vegar einungis óbein áhrif í gegnum áhrif aðgerðanna á ráðstöfunartekjur heimila og útgjaldaákvæðanir þeirra. Hið sama á við um aðgerðir sem beinast að fyrirtækjum.

1. Eins og fjallað er um í kafla I í *Peningamálum 2019/4* yrðu áhrif aðhaldsaðgerðanna einnig meiri ef ekki kæmi á móti minna aðhald peningastefnunnar.



Mynd 4 ber saman áhrif mismunandi útfærslu ofangreindra aðhaldsaðgerða. Eins og sést á myndinni hefur aukid aðhald á gjaldahlið ríkissjóðs meiri og hraðari áhrif á hagvöxt en samsvarandi aðhaldsaðgerð á tekjuhlið. Áhrif aukins aðhalds á tekjuhlið á einkaneyslu eru hins vegar töluvert meiri enda virka þau fyrst og fremst með því að draga úr eftirspurn heimila. Frávíksdæmið sem sýnt er á mynd 3 er hins vegar blanda af þessu tvennu eins og áður hefur verið rakið.

## Frávíksdæmi: Hraðari fjölgun ferðamanna

### Forsenda grunnspár um fjölda ferðamanna gæti verið of varkár ...

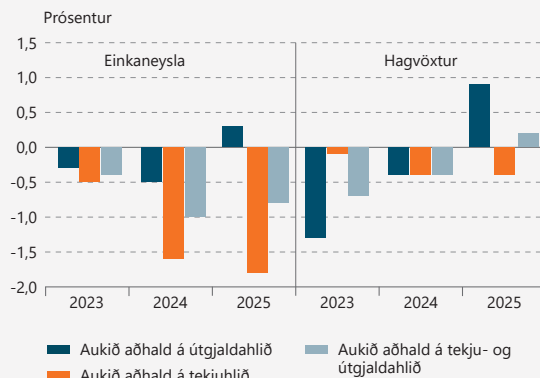
Kröftugur vöxtur hefur verið í ferðaþjónustu um allan heim í kjölfar þess að ferðahömlum vegna heimsfaraldursins var aflétt. Óttast var að bakslag yrði í batanum vegna mikillar hækkunar á framfærslukostnaði í kjölfar hækkunar á orku- og hrávöruverði eftir að stríðsátök brutust út í Úkraínu en áhrifin á ferðavilja almennings hafa verið minni en gert var ráð fyrir.

Um 1,7 milljónir ferðamanna komu til landsins í fyrra sem er meira en tvöfalt fleiri en heimsóttu landið árið áður. Vöxturinn í ferðaþjónustu hefur einnig verið kröftugur það sem af er þessu ári eins og rakið er í kafla III og gerir grunnspá bankans ráð fyrir að þeir verði tæplega 2,2 milljónir á árinu öllu sem er tæplega 4% fleiri en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Hlutdeild Íslands í evrópskri ferðaþjónustu hefur því aukist á ný eftir að hafa minnkað mikið í heimsfaraldrinum (mynd 5).

### ... og vöxtur efnahagssumsvifa á spátíma því mögulega vanmetinn

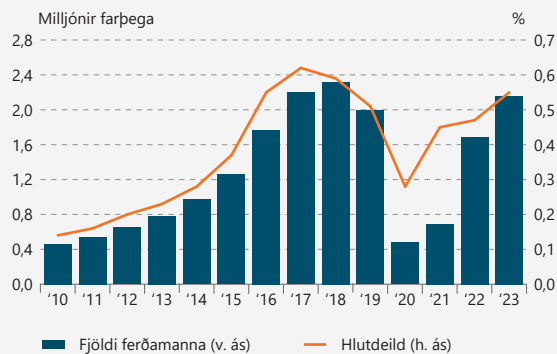
Þrátt fyrir að spáð sé að töluverður fjöldi ferðamanna komi til landsins í ár er ekki gert ráð fyrir að hámarki ársins 2018, þegar 2,3 milljónir ferðamanna komu til landsins, verði náð fyrr en árið 2025. Sumir greiningaraðilar eru þó bjartsýnni og telja að metfjöldi ársins 2018 náist þegar í ár. Ekki er því útilokað að grunnspá bankans sé of varkár og að batinn verði enn kröftugri en nú er gert ráð fyrir. Til að sýna möguleg áhrif þess á þjóðarbúið er notast við QMM-líkan Seðlabankans. Gert er ráð fyrir að um 2,3 milljónir ferðamanna komi til landsins í ár og að þeim fjölgi einnig heldur hraðar á næstu tveimur árum þannig að hlutdeild Íslands í evrópskri ferðaþjónustu nái því sem hún var mest árið 2017 í lok spátímans. Jafnframt er gert ráð fyrir hærri útgjöldum á hvern ferðamann en í grunnspánni en hún gerir ráð fyrir að þau lækki milli ára eftir að hafa mælst óvenju há í kjölfar faraldursins. Frávíksdæmið gerir auk þess ráð fyrir því að

Mynd 4  
Ólík áhrif mismunandi útfærslna aðhaldsaðgerða<sup>1</sup>



1. Samanburður á áhrifum aðhaldsmeiri ríkissjómála eftir því hvort aðhaldið er á gjalda- eða tekjuhlið.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5  
Umsvif í ferðaþjónustu 2010-2023<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2023. Hlutdeild Íslands í úttluttum ferðalögum (mælt í Bandaríkjadala) meðal Evrópuríkja.  
Heimildir: Ferðamálastofa, Isavia, Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD), Seðlabanki Íslands.

aukin umsvif í ferðapjónustu kalli á enn frekari innflutning á vinnuafli sem vegur á móti áhrifum aukinna efnahags- umsvifa á innlenda framleiðsluþætti. Mynd 6 sýnir möguleg áhrif á þjóðarþúið.

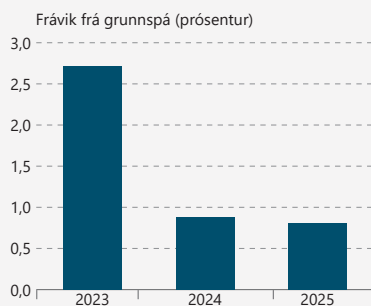
Fjölgi ferðamönnum í ár eins og gert er ráð fyrir í frá- viksdæminu gæti vöxtur þjónustuútflutnings í ár orðið 6½ prósentu meiri en í grunnspánni. Heildarútflutningur myndi aukast um 2¾ prósentum meira í ár og um tæplega 1 pró- sentu meira á ári næstu tvö ár (mynd 6a). Útflutningur væri þá orðinn 4½ prósentu meiri en í grunnspánni að magni til árið 2025. Kröftugri útflutningur, aukin efnahagsumsvif og hærri vextir (sjá síðar) hækka gengi krónunnar og er raun- gengi orðið 2½% hærra en í grunnspánni í lok spátímans (mynd 6b). Ytri jöfnuður þjóðarþúsins myndi einnig batna og væri viðskiptajöfnuður orðinn 2 prósentum hagstæðari í lok spátímans (mynd 6c).

Hraðari vöxtur útflutnings myndi jafnframt leiða til aukins hagvaxtar sem yrði um 1 prósentu meiri en í grunnspá í ár og um ½ prósentu meiri á næsta ári (mynd 6d). Landsframleiðslan væri því orðin 1½% meiri í lok spá- tímans. Aukin efnahagsumsvif valda því að verðbólga yrði heldur meiri á spátímanum en samkvæmt grunnspánni þótt á móti vegi hærra gengi krónunnar (mynd 6e). Hærri vexti

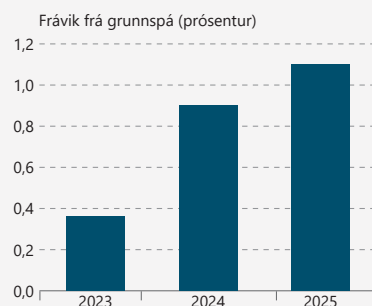
Mynd 6

Fráviksdæmi: Ferðamönnum fjölgar hraðar en í grunnspá

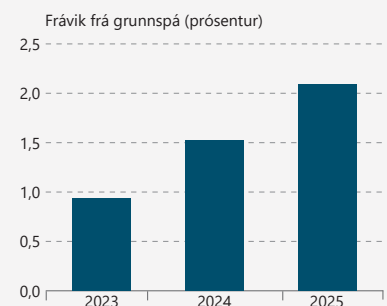
Mynd 6a Útflutningur



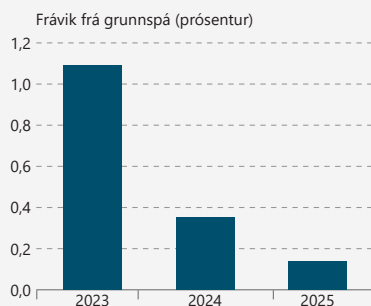
Mynd 6b Raungengi



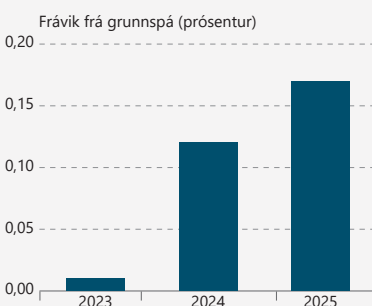
Mynd 6c Viðskiptajöfnuður



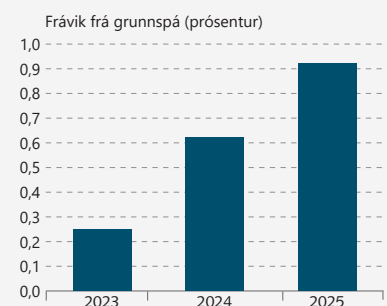
Mynd 6d Hagvöxtur



Mynd 6e Verðbólga



Mynd 6f Meginvextir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

þyrfti því til að veða á móti auknum verðbólguþrýstingi og væru vextir Seðlabankans orðnir 1 prósentu hærri en í grunnspánni í lok spátímans (mynd 6f).

## Aðrir óvissuþættir

### Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur gætu reynst of bjartsýnar

Óvenju mikil óvissa hefur verið í alþjóðlegum efnahagsmálum um nokkurt skeið. Áföll undanfarinna ára hafa verið mörg og án fordæma: heimsfaraldur og styrjöld í Evrópu leiddu til alvarlegra framboðshnökra og verulegrar hækkunar orku- og hrávöruverðs sem heimsbúskapurinn er enn að bíta úr nálinni með. Stríðsátökin hafa aukið svartsýni um alþjóðlegar efnahagshorfur og aukið spennu í samskiptum þjóða. Þá hafa nýleg vandamál í bankakerfum Bandaríkjanna og Sviss aukið áhyggjur af stöðugleika banka víða um heim og hættunni á að vandamál í bankakerfinu gætu smitast út í raunhagkerfið (sjá umfjöllun í kafla I).

Ekki er því útilokað að forsendur grunnspár um alþjóðleg efnahagssumsvif séu of bjartsýnar. Þannig gætu átökin í Úkraínu magnast enn frekar og orku- og hrávöruverð tekið að hækka á ný. Þá gæti undirliggjandi alþjóðleg verðbólga reynst þrálátari en gert er ráð fyrir og krafist harðari peningastefnuviðbragða og jafnvel almenns samdráttar í helstu viðskiptalöndum til að ná tökum á henni. Veikleikar í alþjóðlega fjármálakerfinu gætu einnig reynst alvarlegri og grafið undan raunhagkerfinu. Þá hefur hröð vaxtahækkun í Bandaríkjunum og hækkun á gengi Bandaríkjadals valdið áraun á fjármálakerfi ýmissa nýmarkaðsríkja sem eru skuldsett í Bandaríkjadal. Á móti vegur þó að heimili í helstu iðnríkjum virðast enn eiga nokkurt borð fyrir báru í uppsöfnuðum sparnaði frá tímum farsóttarinnar sem þau gætu gengið á til að mæta neikvæðum áhrifum hægari efnahagssumsvifa og þrálátari verðbólgu á fjárhag þeirra.

### Innlend verðbólga gæti reynst þrálátari en gert er ráð fyrir

Ofangreind óvissa um alþjóðlegar hagvaxtar- og verðbólguhorfur mun augljóslega lita innlendar verðbólguhorfur. Það á ekki síst við um þróun alþjóðlegs orku- og hrávöruverðs en einnig um hversu þrálát undirliggjandi verðbólga verður í helstu viðskiptalöndum Íslands.

Við bætist óvissa um innlendar verðbólguhorfur. Þar vegur óvissa um þróun launa á spátímanum þungt, ekki síst í ljósi þess að kjarasamningar renna sitt skeið á fyrri hluta næsta árs. Verði samið um meiri launahækkanir en nú er gert ráð fyrir í grunnspá er hætt við að verðbólga verði enn þrálátari en nú er spáð. Hættan á viðvarandi víxlverkun

launa og verðlags eykst þá verulega – ekki síst í ljósi þess að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólguþætti bankans hefur veikt (sjá rammagrein 2 í *Peningamálum* 2022/4). Meiri launahækkun myndu einnig þrýsta upp húsnæðisverði og hægja á hjöðnun verðbólgu í gegnum húsnæðislið vísitölu neysluverðs.

Undirliggjandi verðbólguþrýstingur gæti einnig verið vanmetinn ef innlend efnahagssumsvif reynast þróttmeiri en gert er ráð fyrir í grunnspánni, t.d. ef vöxtur í ferðaþjónustu reynist enn meiri en gert er ráð fyrir eða ef sparnaðarhlutfall heimila lækkar hraðar en spáð er (sjá fráviksdæmi í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2021/4). Þá gæti framleiðsluspennan sem myndast hefur í þjóðarbúinu verið vanmetin en afar erfitt hefur verið að leggja mat á framleiðslugetu þjóðarþúsins eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála*. Forsenda grunnspár um gengi krónunnar á spátímanum gæti einnig reynst of bjartsýn í ljósi mikillar óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum, óhagstæðrar þróunar viðskiptakjara og þess viðskiptahalla sem myndast hefur frá því að farsóttin skall á hér á landi snemma árs 2020.

Verðbólga gæti aftur á móti hjaðnað hraðar en grunnspáin gerir ráð fyrir ef alþjóðleg efnahagssumsvif gefa frekar eftir eða ef hagvöxtur hér á landi verður minni en spáð er, t.d. ef hraðar dregur úr umsvifum á húsnæðismarkaði eða vegna þess að aðhald ríkisfjármála verður meira en grunnspáin gerir ráð fyrir. Gengi krónunnar gæti einnig orðið hærra en í grunnspá í ljósi vaxandi vaxtamunar við útlönd.

Eins og í spám bankans undanfarið er á heildina litið talin meiri hættu á að verðbólga verði meiri og þrálátari en grunnspáin gerir ráð fyrir en að hún hjaðni hraðar og meira, ekki síst í ljósi þess að kjölfesta verðbólguvæntinga hefur veikt. Verðbólguhorfur samkvæmt grunnspá gætu því reynst of bjartsýnar.

## Peningamagn og útlán í kjölfar farsóttarinnar

Horfur í heimsbúskapnum virtust vera að glæðast í ársbyrjun 2020 en það breyttist á augabragði við útbreiðslu COVID-19-farsóttarinnar. Þegar fyrsta smitið greindist hér á landi í lok febrúar 2020 voru meginvextir Seðlabankans 2,75% og höfðu þá verið lækkaðir um 1,75 prósentur frá því í maí árið áður. Efnahagsleg áhrif farsóttarinnar voru mikil: landsframleiðsla dróst saman um ríflega 7% árið 2020, atvinnuleysi jókst mikið og gengi krónunnar lækkaði sem olli því að verðbólga tók að aukast. Meginvextir Seðlabankans voru lækkaðir enn frekar vorið 2020 og voru komnir í 0,75% undir lok ársins og höfðu aldrei verið lægri.

Frá því að öllum samkomutakmörkunum var aflétt í febrúar 2022 hefur efnahagsbúskapurinn sótt í sig veðrið, atvinnuleysi minnkað mikið og verðbólga aukist enn frekar. Þessar vendingar í efnahagsmálum birtust ekki einungis í miklum breytingum á vöxtum heldur endurspegluðust þær einnig í verulegum breytingum í þróun peningamagns og útlána. Í þessari rammagrein er fjallað nánar um þær vendingar, m.a. til að varpa ljósi á það hvernig aðgerðir í peningamálum endurspeglast í þróun peningamagns og útlána og það nána samband sem jafnan er á milli þessara stærða.

### Þegar farsóttin skall á lækkuðu vextir og útlán til heimila jukust mikið ...

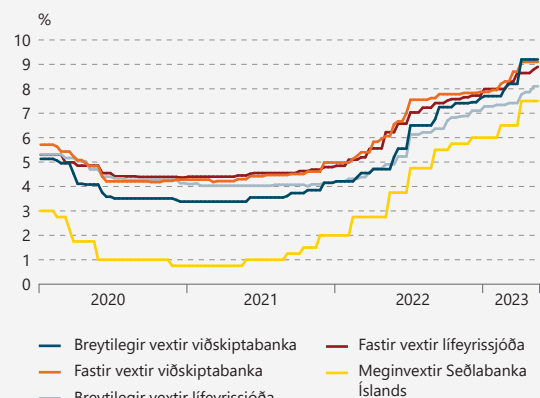
Útlán til heimila jukust umtalsvert í faraldrinum. Íbúðalánavextir bankanna lækkuðu samhliða lækkun meginvaxta Seðlabankans og vextir sjóðfélagalána lífeyrissjóðanna einnig, en þó í minni mæli (mynd 1). Líklegt er að uppgjörskrafa lífeyrissjóða hafi haft áhrif á vilja þeirra til að auka sjóðfélagalán þegar vextir voru í sögulegu lágmarki. Þá er mögulegt að lífeyrissjóðir hafi fremur litið til annarra fjárfestingarkosta en eignaverð hækkaði töluvert eftir mikla lækkun vaxta bæði hér á landi og erlendis.

Umsvif á íbúðamarkaði jukust umtalsvert í kjölfar vaxtalækkana og eftirspurn eftir húsnæði jókst en líklega höfðu bæði aukin heimavera vegna samkomutakmarkana og mikil aukning sparnaðar vegna takmarkaðra útgjaldamöguleika einnig áhrif. Hlutfall fyrstu kaupenda jókst og fasteignaverð hækkaði hratt. Endurfjármögnun íbúðalána jókst einnig verulega samhliða lækkun vaxta og hækkun fasteignaverðs, hluti heimila nýtti þannig aukið veðrymi til að fjármagna endurbætur á húsnæði og neysluútgjöld. Frá því að faraldurinn barst til landsins og þar til að öllum

Mynd 1

### Meginvextir Seðlabanka Íslands og vextir óverðtryggðra íbúðalána<sup>1</sup>

1. janúar 2020 - 11. maí 2023



1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta. Vextir fastir í 3-5 ár.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

samkomutakmörkunum var aflétt í febrúar 2022 jukust útlán til heimila um 20% að nafnvirði og innlán þeirra um 19% (mynd 2). Svipaða þróun mátti sjá víða erlendis enda var vaxtastig í heiminum í sögulegu lágmarki, seðlabankar heimsins kepptust við að tryggja nægt lausafé í umferð, m.a. með umfangsmiklum skuldabréfakaupum, og stjórnvöld fóru í víðtækar stuðningsaðgerðir vegna faraldursins.

### ... sem ýtti undir vöxt peningamagns ...

Náin tengsl eru á milli útlána og peningamagns, sem samanstandur að langmestu leyti af innlánnum heimila og fyrirtækja.<sup>1</sup> Það er engin tilviljun því að þegar viðskiptabanki veitir lán verður samtímis til nýtt samsvarandi innlán og þannig eykst peningamagn í umferð enda var innlánið ekki til áður en bankinn veitti lánið. Ekki er þar með sagt að bankar geti búið til ný út- og innlán án takmarkana. Með nokkurri einföldun má segja að banki veiti nýtt útlán að teknu tilliti til þriggja þátta. Lántaki, sem er í flestum tilfellum einstaklingur eða fyrirtæki, þarf að sækjast eftir láni, bankinn þarf að meta hversu líklegur lántakinn er til að greiða lánið til baka og að lokum ákvarða þá vexti sem bankinn er tilbúinn að lána út á. Hversu mikið bankar veita af útlánnum veltur að mestu á því síðastnefnda – þeim vöxtum sem bæði bankinn og lántaki samþykkja. Þeir vextir ákvarðast að miklu leyti af peningastefnunni sem ákvarðar skammtímavaxtastig í landinu þótt aðrir þættir, t.a.m. samkeppni við aðra lánveitendur, regluverk, möguleikar á markaðsfjármögnun og eiginfjár- og lausafjárkröfur hafi einnig áhrif. Á sama hátt og innlán verða til þegar útlán eru veitt þá dragast þau saman við afborganir og uppgreiðslur lána. Í hverjum mánuði dregst peningamagn því saman þegar innlán eru notuð í afborganir og uppgreiðslur lána en eykst þegar bankar veita ný útlán. Einungis innlánsstofnanir geta búið til ný innlán í tengslum við útlánastarfsemi sína og ofangreind lýsing á því ekki við um lánveitendur sem ekki taka við innlánnum eins og lífeyrissjóði.

### ... að hluta vegna breyttrar samsetningar lánveitenda

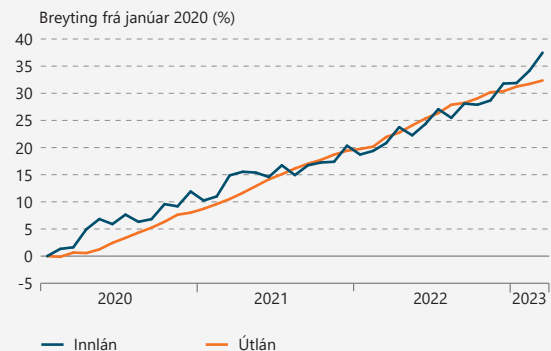
Mikil breyting varð á samsetningu íbúðalána á tímum faraldursins eftir að vextir tóku að lækka þar sem bankarnir buðu betri kjör á íbúðalánum en lífeyrissjóðir. Einstaklingar sóttu því í töluverðum mæli í óverðtryggð íbúðalán banka eins og sést á mynd 3 (sjá einnig umfjöllun í ramma-grein 3). Þannig varð umtalsverð breyting á samsetningu lánveitenda þegar uppgreiðslur sjóðfélagalána lífeyrissjóða

1. Samkvæmt skilgreiningu samanstandur peningamagn í umferð af seðlum og mynt í umferð og innlánnum í bankakerfinu. Peningamagn í umferð er því í raun krafa almennings og fyrirtækja á bankakerfið (innlánsstofnanir og Seðlabanka).

Mynd 2

### Inn- og útlán heimila<sup>1</sup>

Janúar 2020 - mars 2023

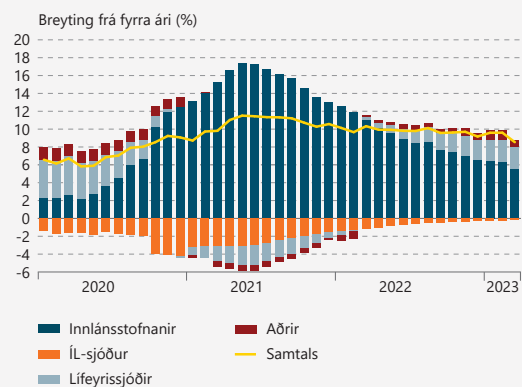


1. Útlán eru leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

### Útlán lánakerfis til heimila<sup>1</sup>

Janúar 2020 - mars 2023



1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

tóku að aukast á sama tíma og útlánastofn ÍL-sjóðs hélt áfram að dragast saman líkt og undanfarin ár. Þannig voru áhrif þessara auknu íbúðalána á peningamagn ekki ein- göngu vegna þess að útlán jukust heldur einnig þar sem þau færðust nú til viðskiptabankanna sem búa til ný innlán því tengd eins og áður var lýst.

Það sama á ekki við þegar lífeyrissjóðir veita lán þar sem sá peningur sem þeir lánuðu út var áður innlán sjóðs- ins í bankakerfinu eða bundinn í annarri fjárfestingu. Útlán þeirra hafa þ.a.l. ekki sömu áhrif á peningamagn í umferð og þegar bankar veita lán. Uppgreiðslur hafa að sama skapi mismunandi áhrif milli lánveitenda. Þegar sjóðfélagalán eru greidd upp stendur lífeyrissjóðurinn eftir með innlán en peningamagn dregst saman við uppgreiðslu bankaláns. Innlán heimila jukust því í faraldrinum af þessum völdum þótt skert neyslugeta vegna sóttvarnaraðgerða, stuð- ingsaðgerðir stjórnvalda og ríflegar kjarasamningsbundnar launahækkanir hafi einnig haft áhrif.

#### Útlán til fyrirtækja voru lengur að taka við sér

Ólíkt útlánunum til heimila stóðu útlán til fyrirtækja nánast í stað í kjölfar faraldursins (mynd 4). Þau höfðu aukist töluvert á árunum áður en farsóttin skall á en farið var að hægja á vextinum í aðdraganda faraldursins þar sem efnahagshorfur höfðu versnað og hluti bankanna hafði endurmetið þá arð- semiskrófu sem gerð var til fyrirtækjalána. Það var að hluta tengt söluferli bankanna en á þessum árum voru stigin stór skref í sölu kröfuhafa og íslenska ríkisins á Arion banka og Íslandsbanka í kjölfar fjármálakreppunnar. Að sama skapi er líklegt að efnahagsáhrif faraldursins og óvissan í kjölfarið hafi dregið verulega úr getu og vilja fyrirtækja til fjárfestingar.

Stjórnvöld gripu þó til stuðningsaðgerða til hjálpar fyrirtækjum sem urðu fyrir hvað mestum áhrifum af faraldri- num og þeim sóttvarnaraðgerðum sem fylgdu í kjölfarið. Þau fengu m.a. stuðningslán og farið var í aðgerðir innan bankanna til að lengja í lánunum og veita greiðslufrest. Þessar aðgerðir studdu við rekstur fyrirtækja, sérstaklega þeirra sem sóttvarnaraðgerðirnar höfðu mest áhrif á. Á sama tíma gekk rekstur annarra fyrirtækja vel og sum af stærri fyrirtækjum landsins nýttu betra aðgengi að fjármagni og lægri vexti til endurfjármögnunar á betri kjörum og réðust í ný verkefni.

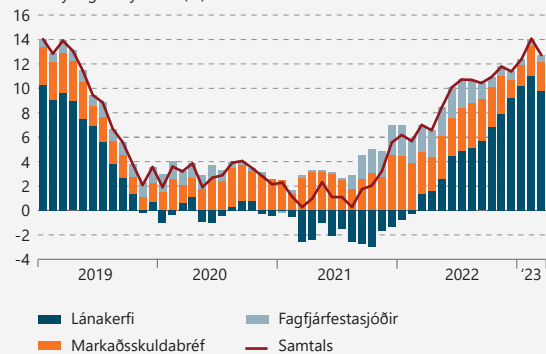
Þrátt fyrir þessar aðgerðir stóðu útlán lánakerfisins til fyrirtækja nánast í stað í tvö ár eftir að faraldurinn hófst. Á móti jukust útlán fagfjárfestasjóða til fyrirtækja auk þess sem útgáfa markaðsskuldabréfa tók við sér. Sum fyrirtæki gátu því tryggt sér fjármögnun á lágum vöxtum. Samsetning lánveitenda fyrirtækja breyttist því líkt og hjá

Mynd 4

#### Útlán til atvinnufyrirtækja

Janúar 2019 - mars 2023

Breyting frá fyrra ári (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

heimilum. Þótt aðgerðir stjórnvalda hafi stutt við rekstur fyrirtækja og þar með innlán þeirra dró tilfærsla útlána úr bankakerfinu til annarra lánveitenda úr vexti peningamagns á tímabilinu ólíkt þróuninni hjá heimilum (mynd 5).

### Hægt hefur á aukningu útlána til heimila undanfarið ...

Frá því að hækkunarferli meginvaxta hófst á vormánuðum ársins 2021 hafa meginvextir Seðlabankans verið hækkaðir um 6,75 prósentur. Í kjölfarið hefur tekið að hægja á vexti útlána til heimila. Minnkandi umsvif á fasteignamarkaði gefa vísbandingu um að sú þróun haldi áfram. Þá gæti hægt á vexti peningamagns í umferð ef ný útlán bankakerfisins ná ekki að halda í við uppgreiðslur og afborganir af eldri lánnum og ef hlutdeild lífeyrissjóða í útlánavextinum heldur áfram að aukast á kostnað lánveitinga úr bankakerfinu.

### ... en aukning útlána til fyrirtækja hefur sótt í sig veðrið

Þrátt fyrir töluverðar vaxtahækkanir tóku útlán lánakerfisins til fyrirtækja að aukast snemma á árinu 2022. Líklegt er að fjárfestingarþörf fyrirtækja hafi byggst upp eftir samdrátt útlána í kjölfar faraldursins. Þá hefur samsetning lánveitenda breyst á ný og standa viðskiptabankarnir nú að baki stærstum hluta aukningar útlána, en dregið hefur úr útlánnum fagfjárfestasjóða og útgáfu markaðsskuldabréfa. Aukin útlán og breytt samsetning lánveitenda styðja við innlán fyrirtækja og þar með vöxt peningamagns. Aukin efnahagsumsvif sem birtast m.a. í sterkum vexti einkaneyslu og auknum tekjum í ferðaþjónustu og útflutningsgreinum hafa þó einnig áhrif. Á móti vega launahækkanir vegna nýlegra kjarasamninga og afturvirkar greiðslur tengdar þeim sem höfðu líklega þau áhrif að tilfærsla varð á innlánum frá fyrirtækjum til heimila.

### Samantekt

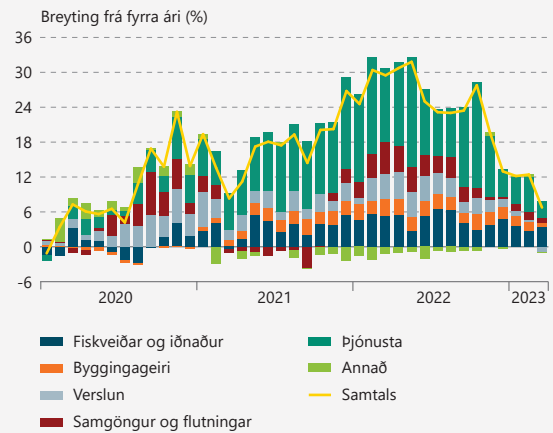
Farsóttin og viðbrögð stjórnvalda og peningastefnunnar við efnahagslegum afleiðingum hennar höfðu víðtæk áhrif á þjóðarþúið. Lækkun meginvaxta í sögulegt lágmark studdi við almenna eftirspurn og umsvif á fasteignamarkaði. Útlán til heimila jukust sem endurspegladist m.a. í áframhaldandi vexti innlána þeirra í bankakerfinu vegna náninna tengsla útlána og peningamagns. Þá var breytt samsetning lánveitenda einnig til þess fallin að ýta undir vöxt peningamagns þegar heimilin sóttu í auknum mæli lán til viðskiptabankanna, sem leiddi til aukins vaxtar innlána ólíkt því sem gerist þegar lífeyrissjóður veitir sjóðfélagalán. Samsetning lánveitenda fyrirtækja breyttist einnig í faraldrinum þegar fjármögnun á markaði og í gegnum fagfjárfestasjóði jókst en útlán bankanna drögust saman.

Hægt hefur á vexti útlána til heimila og umsvif á fasteignamarkaði hafa minnkað eftir að vaxtahækkunarferli

Mynd 5

### Innlán atvinnufyrirtækja

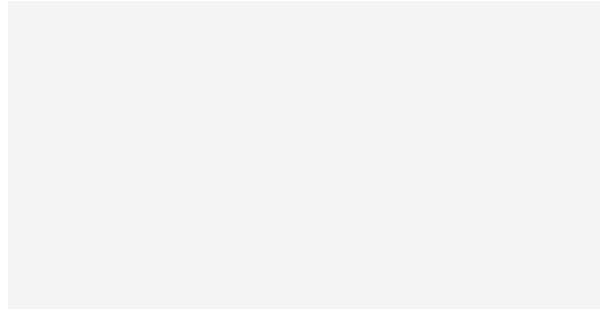
Janúar 2020 - mars 2023



Heimild: Seðlabanki Íslands.



Seðlabankans hófst. Sjóðfélagalán lífeyrissjóða hafa aukist á ný sem, ásamt hægari útlánavexti, ætti að draga úr vexti peningamagns. Á móti veða aukin útlán til fyrirtækja sem tóku við sér eftir að óvissa vegna faraldursins minnkaði í byrjun árs 2022. Þá hefur þáttur bankanna í útlánavexti til fyrirtækja aukist sem styður einnig við vöxt peningamagns vegna samspils út- og innlána sem hefur verið rakið í þessari grein.



## Peningastefnan og val heimila á formi húsnæðislána

Hlutfall heimila sem fjármagna húsnæðis kaup með óverðtryggðum lánum hefur hækkað undanfarin ár, sérstaklega eftir að vextir Seðlabankans lækkuðu mikið í efnahagsáfallinu í kjölfar heimsfaraldurs COVID-19 snemma árs 2020. Undanfarið ár hefur hlutfallið hins vegar lækkað á ný í kjölfar þess að vextir Seðlabankans tóku að hækka en það er þó enn hátt í sögulegu samhengi. Eins og rakið er í þessari rammagrein virðist lækkun hlutfallsins að undanfögnu að nokkru leyti endurspegla áhrif hækkandi vaxta. Ekki er þó að sjá að þessi þróun hafi haft áhrif á áhrifamátt peningastefnunnar.

### Hlutdeild óverðtryggðra húsnæðislána jókst í byrjun þessa áratugar en tók að minnka aftur í fyrra ...

Lengi vel voru húsnæðis kaup á Íslandi nánast að öllu leyti fjármögnuð með verðtryggðum lánum. Óverðtryggð húsnæðislán stóðu til boða en fáir nýttu sér þau.<sup>1</sup> Hlutdeild óverðtryggðra lána af heildarstofni lána til heimila hélst undir 10% fram eftir fyrsta áratug aldarinnar og náði ekki fimmtungi fyrr en um mitt ár 2018 en þá var ríflega þriðjungur nýrra lána óverðtryggður (mynd 1). Hlutdeild þeirra jókst hins vegar skarpt er leið á árið 2020 enda höfðu vextir húsnæðislána lækkað verulega eftir mikla lækkun vaxta Seðlabankans í kjölfar COVID-19-farsóttarinnar. Nærri 70% nýrra lána til heimila voru óverðtryggð í árslok 2020 og hlutfallið varð hæst næstum 80% um mitt árið 2022. Síðan tók það að lækka á ný en er enn langt yfir sögulegu meðaltali. Hið sama á við um hlutfall óverðtryggðra lána af lánastofni heimila.

### ... sem virðist að hluta mega rekja til áhrifa hækkandi vaxta Seðlabankans

Aukin hlutdeild óverðtryggðra húsnæðislána í kjölfar farsóttarinnar fór saman við mikla lækkun vaxta í kjölfar þess að Seðlabankinn slakaði á peningalegu aðhaldi til að vega á móti samdráttaráhrifum farsóttarinnar. Tilfærslan yfir í verðtryggð lán í fyrra fór að sama skapi saman við snarþa hækkun vaxta í kjölfar hraðrar aukningar verðbólgu undanfarin misseri.

Það er því eðlilegt að spyrja hvort peningastefnan hafi áhrif á val heimila á mismunandi lánaformum. Til að reyna að svara þeirri spurningu er notast við kerfisform VAR-líkans (e.



1. Gögn um íbúðalán heimila eru ekki til aðgreind frá öðrum lánum til heimila fyrir allt tímabilið og er því hér stuðst við gögn um verðtryggð og óverðtryggð útlán til þeirra en áætla má að stærsti hluti þeirra lána séu íbúðalán.

vector autoregression). VAR-líkanið er margvitt tímaraðalíkan sem hentar sérstaklega vel til að meta áhrif peningastefnunnar á þjóðarþúskapinn þar sem stærðum líkansins er leyft að hafa áhrif hverri á aðra og hægt er að aðgreina sérstaklega áhrif óvæntra vaxtabreytinga á aðrar hagstærðir.

VAR-líkanið er metið með ársfjórðungslegum gögnum fyrir tímabilið 2001-2022, þ.e. frá því að núverandi fyrirkomulag peningastefnunnar var tekið upp. Líkanið inniheldur hefðbundna áhrifaþætti einkaneyslu (sjá t.d. Ásgeir Daníelsson o.fl., 2019), þ.e. kaupmátt ráðstöfunartekna, atvinnuleysi, hreinan auð heimila að raunvirði, auk meginvaxta Seðlabankans. Þessu til viðbótar inniheldur líkanið vægi óverðtryggðra lána í heildarlánum heimila.<sup>2</sup> VAR-líkanið inniheldur 1 tímatöf (valda út frá Schwartz-gildi) og hefðbundin Cholesky-þáttun er notuð til að bera kennsl á peningastefnuskelli líkansins. Notast er við lógaripma af stærðunum (fyrir utan vexti, atvinnuleysi og hlutfall óverðtryggðra lána). Líkanið inniheldur einnig fasta, línulega leitni og árstíðargervibreytur.

Mynd 2 sýnir svokölluð viðbragðsföll (e. impulse responses), þ.e. áhrif óvæntrar hækkunar meginvaxta Seðlabankans á aðrar stærðir líkansins yfir 20 ársfjórðunga tímabil (þ.e. 5 ár). Myndin sýnir einnig 68% og 90% öryggisbil matsins. Meginvextir hækka um 1 prósentu á tímabili 1 en síðan taka þeir smám saman að lækka á ný og eru komnir aftur í upphaflegt gildi tveimur árum síðar miðað við öryggismörk matsins. Áhrifin á aðrar efnahagsstærðir eru í takt við væntingar (sjá t.d. Þórarinn G. Pétursson, 2001, Boivin o.fl., 2011, og Lane, 2022): hærri vextir rýra auð heimila þar sem þeir leiða að öðru óbreyttu til lægra eignaverðs (t.d. verðs hlutabréfa og húsnæðis), atvinnuleysi eykst og ráðstöfunartekjur heimila dragast saman. Allt þetta leiðir til þess að einkaneysla dregst saman. Áhrif vaxtahækkunarinnar ná hámarki eftir u.þ.b. tvö ár þegar einkaneyslan er um 2% undir því sem hún hefði ella verið en áhrifin hafa fjarð eftir um fjögur ár miðað við öryggismörk matsins.

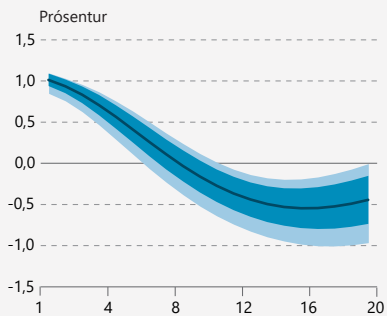
Mynd 2 sýnir einnig áhrif hærri vaxta á val heimila á lánaformi húsnæðislána. Eins og sjá má veldur vaxtahækkun því að heimilin færa sig frá óverðtryggðum lánum yfir í verðtryggð lán og hefur hlutfall óverðtryggðra lána lækkað um 1½ prósentu þegar áhrifin ná hámarki fjórum árum eftir vaxtahækkunina. Til að setja stærðargráðu áhrifanna í samhengi má nefna að hlutfall nýrra óverðtryggðra lána lækkaði um ríflega 10 prósentur í fyrra (sjá mynd 1) á sama tíma og meginvextir Seðlabankans hækkuðu um 4 prósentur.

2. Notast er við hlutdeild óverðtryggðra lána af lánastofninum þar sem gögn um hlutdeild í nýjum lánum ná einungis aftur til ársins 2015. Eins og sjá má á mynd 1 er þróun þessara tveggja hlutfalla áþekk.

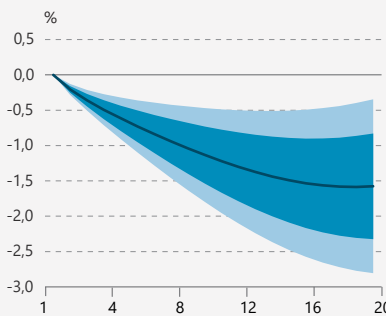
Mynd 2

Áhrif vaxtahækkunar á útgjaldaáform heimila og val þeirra á lánaformi<sup>1</sup>

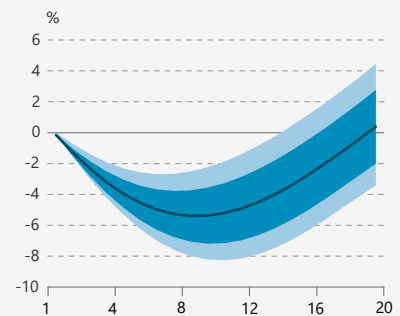
Mynd 2a Meginvextir



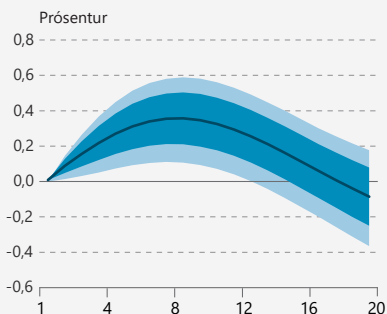
Mynd 2b Hlutfall óverðtryggðra lána



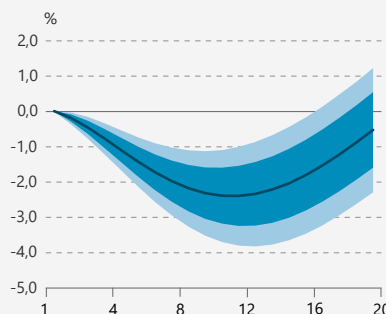
Mynd 2c Hreinn auður heimila



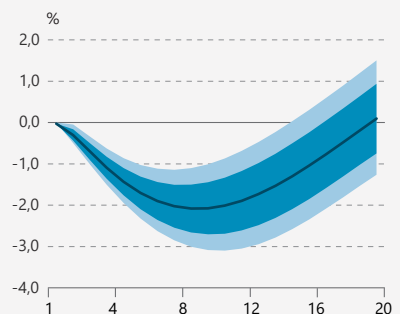
Mynd 2d Atvinnuleysi



Mynd 2e Ráðstöfunartekjur



Mynd 2f Einkaneysla



1. Myndin sýnir áhrif 1 prósentu hækkunar meginvaxta á hreinan auð heimila að raunverði, kaupmátt ráðstöfunartekna, atvinnuleysi og einkaneyslu yfir 20 ársfjórðunga tímabil. Áhrifin eru fengin með VAR-líkani metnu fyrir tímabilið 1. ársfj. 2001 til 4. ársfj. 2022. Einnig eru sýnd áhrif vaxtahækkunar á val heimila á milli verðtryggðra og óverðtryggðra húsnæðislána. Dekkra skyggða svæðið sýnir 68% öryggisbil matsins en það ljósara 90%. Peningastefnuskellirnir eru metnir með Cholesky-þáttun og er stærðum líkansins raðað í þeirri röð sem þær birtast á myndinni.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

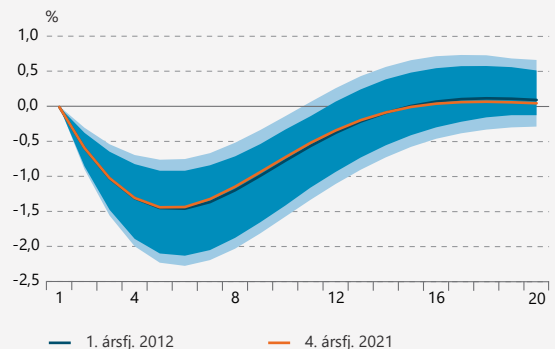
**Hefur val heimila á lánaformum áhrif á miðlunarferli peningastefnunnar?**

Í almennri umræðu er því gjarnan haldið fram að áhrifa-máttur peningastefnunnar sé mun minni og jafnvel enginn þegar notkun verðtryggðra húsnæðislána er víðtæk. Sé það rétt ætti áhrifamáttur peningastefnunnar að hafa aukist þegar hlutdeild óverðtryggðra húsnæðislána jókst í kjölfar farsóttarinnar árið 2020 og minnkað á ný þegar hlutdeildin tók að lækka aftur í fyrra.

Þetta er hægt að kanna með því að leyfa stikum VAR-líkansins að breytast yfir tíma og skoða hvort áhrifamáttur peningastefnunnar taki breytingum eftir því hve hlutdeild óverðtryggðra lána er mikil. Til að framkvæma þetta er VAR-líkanið endurmetið með Bayesískum aðferðum án lánahlutdeildarinnar (sjá t.d. Lubik og Matthes, 2015). Mynd 3 sýnir samanburð á áhrifum 1 prósentu óvæntar vaxtahækkunar á einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi 2012 og á fjórða ársfjórðungi 2021 en þessi ár er verðbólga að meðaltali áþekkt en samsetning lána heimila talsvert ólík: á fyrra tímabilinu er hlutfall óverðtryggðra lána einungis ríflega 10% af lánastofninum en á því seinna er hlutfallið komið í um 50%.

Mynd 3

Áhrif vaxtahækkunar á einkaneyslu á mismunandi tímum ólíks umfangs óverðtryggðra húsnæðislána<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir miðgildi og 68% líkindadreifingar mats á áhrifum 1 prósentu hækkunar meginvaxta á einkaneyslu yfir 20 ársfjórðunga tímabil fyrir tvö ólík tímabil mismikils umfangs óverðtryggðra húsnæðislána. Líkanið er metið með VAR-líkani þar sem stíkur líkansins fá að breytast yfir tíma metnu með Bayesískum aðferðum fyrir tímabilið 1. ársfj. 2003 til 4. ársfj. 2022. Dekkra skyggða svæðið sýnir 68% líkindadreifingar matsins fyrir 1. ársfj. 2012 en það ljósara fyrir 4. ársfj. 2021.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þrátt fyrir þennan mun á samsetningu lána á þessum tveimur tímabilum má sjá á mynd 3 að áhrif vaxtahækkunarinnar á einkaneyslu eru nánast nákvæmlega eins og hið sama á við um líkindadreifingu áhrifanna.<sup>3</sup> Framan af eru áhrif vaxtahækkunarinnar á einkaneyslu einnig svipuð og í hinu einfalda VAR-líkani á mynd 2, þótt hámarksáhrifin séu heldur minni og fjari hraðar út er frá líður en samkvæmt því líkani. Ekki er því að sjá út frá VAR-líkaninu að skipting húsnæðislána í verðtryggð og óverðtryggð lán hafi mikil áhrif á miðlunarfæri peningastefnunnar á þessu tímabili.

Önnur leið til að kanna áhrif vals heimila á lánaformi á áhrifamátt peningastefnunnar er að meta hefðbundna einkaneyslujöfnu og skoða hvort vaxtategni einkaneyslu taki breytingum í takt við hlutdeild óverðtryggðra lána. Jafnan sem er metin er á eftirfarandi formi:

$$(1) \quad c_t = \alpha + \beta y_t + \gamma wel_t - \delta UR_t - \phi R_t + \epsilon_t$$

þar sem  $c_t$  er lógariþmi einkaneyslu,  $y_t$  er lógariþmi kaupmáttar ráðstöfunartekna,  $wel_t$  er lógariþmi hreins auðs heimila að raunvirði,  $UR_t$  er atvinnuleysishlutfallið og  $R_t$  eru meginvextir Seðlabankans.

Líkanið er metið yfir sama tímabil og VAR-líkanið á mynd 2, þ.e. með ársfjórðungslegum gögnum yfir tímabilið 2001-2022. Þar sem gögnin eru ósístæð (e. non-stationary) en samþætt (e. cointegrated) er ekki hægt að nota hefðbundna aðfallsgreiningu við mat á stikum og staðalfrávikum þeirra. Hér er notast við FMOLS-aðferð Phillips og Hansen (1990).

Eins og sjá má í töflu 1 eru allar skýristærðirnar tölfraðilega marktækar og er formerki stika í takt við væntingar: hærri ráðstöfunartekjur og aukinn auður heimila auka einkaneyslu að öðru óbreyttu en meira atvinnuleysi og hærri vextir draga úr henni. Áhrif vaxta á einkaneyslu eru minni en samkvæmt VAR-líkaninu enda sýnir taflan eingöngu bein áhrif skýristærða að gefnum öðrum skýristærðum einkaneyslu (þ.e. horft er fram hjá óbeinum áhrifum vaxta á einkaneyslu í gegnum aðra ákvörðunarþætti einkaneyslu).

Til að kanna hvort hlutdeild óverðtryggðra lána hafi áhrif á vaxtategni einkaneyslu er margfeldi hlutfallsins og meginvaxta bætt við jöfnuna í seinni hluta töflunnar. Séu áhrif vaxta á einkaneyslu meiri þegar hlutfall óverðtryggðra lána er hátt ætti formerki þessarar viðbótarstærðar að vera neikvætt og tölfraðilega marktækt. Eins og sjá má í töflunni

3. Viðbragðsföll fyrir aðrar stærðir líkansins eru einnig nákvæmlega eins. Niðurstöðurnar eru einnig þær sömu ef önnur tímabil eru valin til samanburðar. Til að fá upphafsgildi Bayesíska VAR-líkansins með tímaháðum stikum er líkanið formetið sem einfalt Bayesískt VAR-líkan með gögnum fyrir tímabilið 1993-2002 en hið eiginlega matstímabil er 2003-2022. Myndin sýnir miðgildi dreifingar viðbragðsfallanna fenginna með 50 þúsund hermunum á hendingaúrtaki úr eftirá-dreifingu (e. posterior sample) stikanna með aðferð Gibbs.

er svo ekki: bein áhrif vaxta eru sem fyrr tölfræðilega marktæk en samspil vaxta við hlutdeild óverðtryggðra lána hefur ekki marktæk viðbótaráhrif.

Tafla 1 Vaxtateygni einkaneyslu og samsetning útlána heimila<sup>1</sup>

	Jafna (1)		Jafna (2)	
	Stikamat	t-gildi	Stikamat	t-gildi
Fasti	5,141	14,81	5,551	11,75
Ráðstöfunartekjur	0,342	5,12	0,286	3,69
Auður heimila	0,201	5,63	0,219	5,88
Atvinnuleysi	-0,512	-2,69	-0,608	-2,92
Meginvextir	-0,400	-4,08	-0,580	-3,12
Samspil vaxta og lánasamsetningar			1,280	1,28
R <sup>2</sup>	0,969		0,971	
Staðalfrávik jöfnu	0,030		0,029	

1. Taflan sýnir stikamat fyrir jöfnu (1). Í Jöfnu (2) er skýristærðinni  $H_t \times R_t$  bætt við jöfnu (1), þar sem  $H_t$  er hlutfall óverðtryggðra lána af heildarútlánastofni heimila. Jöfnur (1) og (2) eru metnar með ársfjórðungsgögnum yfir tímabilið 2001-2022. Jöfnurnar eru metnar með FMOLS-aðferð Phillips og Hansen (1990) þar sem gögnin eru ósístæð en samþætt. t-gildin eru leiðrétt með aðferð Newey-West. Jöfnumatíð inniheldur einnig árstíðargervibreytur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Samantekt

Niðurstöður tölfræðigreiningarinnar í þessari rammagrein benda til þess að aukið peningalegt aðhald leiði til þess að heimilin færi fjármögnun húsnæðisakaupa úr óverðtryggðum í verðtryggð húsnæðislán. Sú tilfærsla ætti að geta gert einhverjum heimilum mögulegt að lækka greiðslubyrði lána sinna til skamms tíma litið og þannig gert þeim kleift að viðhalda meiri eftirspurn en ella. Þrátt fyrir það virðist tilfærsla yfir í verðtryggð húsnæðislán ekki hafa sjáanleg áhrif á getu peningastefnunnar til að hafa áhrif á eftirspurn og útgjaldaákvæðanir heimila.

Margvíslegar ástæður geta verið fyrir því að umfang verðtryggðra húsnæðislána hafi ekki áhrif á miðlunarferli peningastefnunnar. Sum heimili geta t.d. dregið úr áhrifum aukinnar greiðslubyrði lána með því að ganga á eigin sparnað sem getur valdið því að áhrif peningastefnunnar verða áþekkt óháð vali á fjármögnunarkosti. Þá er einnig rétt að hafa í huga að á hverjum tíma er nokkur hluti heimila að taka ný lán og stendur þá frammi fyrir hærrí vöxtum – hvort sem það velur óverðtryggð eða verðtryggð lán (þar sem hærrí raunvextir Seðlabankans þrýsta að jafnaði upp verðtryggðum vöxtum – sjá t.d. umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2018/4).

Þá er ekki síður mikilvægt að hafa í huga að peningastefnan hefur ekki einungis áhrif á einkaneyslu og almenna eftirspurn með því að breyta húsnæðislánakjörum heimila.<sup>4</sup>

4. Rannsóknir hafa þó vissulega sýnt að áhrifin geta verið mismunandi eftir uppbyggingu fjármálakerfis í viðkomandi landi, hversu almennt sé að húsnæðislán beri breytilega vexti, hversu skuldsett heimili eru

Hærrí vextir leiða t.d. að jafnaði til þess að eignaverð lækkar frá því sem ella hefði verið (sbr. mynd 2) sem dregur úr útgjaldahvata heimila og getu þeirra til að fjármagna ný útgjöld þar sem veðrymi þeirra hefur minnkað. Hækkun vaxta hefur einnig áhrif á vilja og getu banka til að lána fé, t.d. vegna þess að lækkun eignaverðs rýrir þeirra eigið eignasafn og veðgæði lánþega þeirra.

Peningastefnan hefur einnig áhrif á stöðu fyrirtækja og ráðningar- og fjárfestingaráform þeirra, bæði í gegnum hærrí fjármagnskostnað og lækkun eignaverðs. Hærrí innlendir vextir leiða auk þess til hækkunar á gengi gjaldmiðils viðkomandi lands sem dregur úr samkeppnishæfni fyrirtækja í útflutningsstarfsemi. Skuldlausir einstaklingar eða einstaklingar með lán á föstum vöxtum til langs tíma gætu því þurft að endurskoða útgjaldaáform sín og draga úr neyslu ef þeir eru t.d. í vinnu hjá fyrirtæki sem þarf að draga saman umsvif og minnka vinnutíma starfsfólks þar sem fjárhagsstaða þess hefur versnað og eftirspurn eftir afurðum þess minnkað.

Þótt rétt sé að hafa í huga að skammur tími er liðinn frá því að hlutdeild óverðtryggðra lána hækkaði verulega, benda niðurstöður tölfræðigreiningarinnar í þessari rammagrein til þess að þegar öll þessi áhrif eru tekin saman hafi það lítil áhrif á miðlunarferli peningastefnunnar hversu víðtæk notkun verðtryggðra húsnæðislána er.

#### Heimildir

- Ásgeir Danielsson, Lúðvík Elíasson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Lilja S. Kro, Þórarinn G. Pétursson og Þorsteinn S. Sveinsson (2019), „A quarterly macroeconomic model of the Icelandic economy Version 4.0“, Seðlabanki Íslands, *Working Paper* nr. 82.
- Boivin, J., M. T. Kiley og F. S. Mishkin (2011), „How has the monetary transmission mechanism evolved over time?“, *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3A, 369-422 (ritstjórar B. M. Friedman og M. Woodford). Elsevier, Amsterdam.
- Calza, A., T. Monacelli og L. Stracca (2013), „Housing finance and monetary policy“, *Journal of the European Economic Association*, 11, 101-122.
- Flodén, M., M. Kilström, Jósef Sigurðsson og R. Vestman (2021), „Household debt and monetary policy: Revealing the cash-flow channel“, *Economic Journal*, 131, 1742-1771.
- Lane, P. R. (2022), „The transmission of monetary policy“, Seðlabanki Evrópu. Ræða flutt á ráðstefnu SUERF, CGEG/ Columbia/SIPA, EIB og Société Générale, 11. október 2022.
- Lubik, T. A., og C. Matthes (2015), „Time-varying parameter vector autoregressions: Specification, estimation, and an application“, Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, 101, 323-352.
- Phillips, P. C. B., og B. E. Hansen (1990), „Statistical inference in instrumental variables regression with I(1) processes“, *Review of Economics Studies*, 57, 99-125.
- Þórarinn G. Pétursson (2001), „Miðlunarferli peningastefnunnar“, *Peningamál* 2001/4, 59-74.

og hvort þau eigi sparnað sem þau geta gengið á til að draga úr sveiflum í útgjaldaákvörðunum (sjá t.d. Calza o.fl., 2013, og Flodén o.fl., 2021).

# Viðauki

## Spátöflur

Tafla 1 Landsframleiðsla og helstu undirliðir<sup>1</sup>

	2021	2022	2023	2024	2025
Einkaneysla	7,0 (7,7)	8,6 (8,7)	3,6 (2,5)	1,7 (2,3)	2,0 (2,1)
Samneysla	2,4 (2,2)	1,6 (1,9)	2,1 (2,2)	2,0 (1,7)	1,6 (1,8)
Fjármunamyndun	9,8 (12,3)	6,9 (3,8)	5,7 (3,0)	5,7 (4,2)	4,4 (3,2)
Atvinnuvegafjárfesting	14,4 (19,1)	15,2 (9,3)	6,9 (2,5)	3,8 (-0,6)	2,8 (4,6)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	-5,2 (-5,2)	-6,3 (-1,9)	11,1 (13,2)	15,5 (16,3)	10,1 (1,7)
Fjárfesting hins opinbera	18,9 (18,7)	-0,9 (-6,0)	-4,8 (-8,8)	-1,5 (2,5)	0,8 (1,0)
Þjóðarútgjöld	6,3 (7,1)	6,4 (5,8)	3,5 (2,4)	2,6 (2,5)	2,5 (2,3)
Útflutningur vöru og þjónustu	14,7 (12,7)	20,6 (22,6)	6,3 (2,9)	3,5 (3,7)	3,2 (3,1)
Innflutningur vöru og þjónustu	19,9 (20,3)	19,7 (18,4)	3,5 (2,6)	3,7 (3,6)	2,7 (3,3)
Verg landsframleiðsla (VLF)	4,3 (4,4)	6,4 (7,1)	4,8 (2,6)	2,6 (2,5)	2,7 (2,1)
VLF á verðlagi hvers árs (þús. ma.kr.)	3,24 (3,25)	3,77 (3,76)	4,16 (4,07)	4,49 (4,33)	4,77 (4,57)
Eftirspurn hins opinbera <sup>2</sup>	4,4 (4,2)	1,3 (0,8)	1,2 (0,8)	1,6 (1,8)	1,5 (1,7)
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	22,2 (22,7)	22,4 (22,3)	22,7 (22,7)	23,3 (23,2)	23,6 (23,3)

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

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur<sup>1</sup>

	2021	2022	2023	2024	2025
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	8,5 (8,5)	0,6 (0,6)	-1,6 (-3,1)	1,9 (1,1)	1,0 (2,3)
Útflutningsframleiðsla áls <sup>2</sup>	0,7 (0,7)	2,3 (2,3)	1,0 (0,4)	0,5 (0,8)	1,1 (1,1)
Vöruútflutningur alls	7,3 (7,3)	1,4 (1,8)	1,4 (-0,4)	2,1 (2,0)	1,9 (2,7)
Þjónustuútflutningur alls	28,5 (21,7)	53,8 (56,1)	12,9 (7,0)	5,1 (5,3)	4,5 (3,5)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-2,0 (-2,7)	-0,1 (1,3)	1,3 (0,2)	-0,1 (-0,1)	0,2 (-0,2)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	3,8 (3,6)	3,0 (1,4)	-5,5 (-4,0)	0,1 (-1,1)	-0,1 (-0,3)
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af VLF)	-2,0 (-1,8)	-0,7 (0,1)	-2,1 (-1,7)	-2,1 (-2,3)	-1,9 (-2,4)
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)	-2,4 (-1,7)	-1,5 (-1,6)	-2,8 (-2,4)	-2,8 (-3,1)	-2,5 (-3,5)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum <sup>3</sup>	2,8 (2,8)	7,6 (7,6)	5,0 (5,1)	2,6 (2,3)	2,1 (2,0)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum <sup>3</sup>	5,8 (5,8)	3,4 (3,3)	1,0 (0,6)	1,3 (1,4)	2,0 (2,1)

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

2. Samkvæmt utanríkisverslunargögnum Hagstofu Íslands.

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

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



Tafla 3 Atvinna, laun og nýting framleiðsluþátta<sup>1</sup>

	2021	2022	2023	2024	2025
Heildarvinnustundir <sup>2</sup>	2,7 (2,7)	6,7 (6,7)	4,6 (2,2)	0,6 (0,6)	1,2 (1,3)
Atvinnuleysi (% af mannafla) <sup>2</sup>	6,0 (6,0)	3,8 (3,8)	3,7 (4,0)	4,3 (4,4)	4,3 (4,6)
Landsframleiðsla á vinnustund <sup>3</sup>	1,6 (1,7)	-0,2 (0,4)	0,2 (0,4)	1,9 (1,9)	1,5 (0,9)
Launakostnaður á framleidda einingu <sup>4</sup>	4,3 (4,7)	8,2 (8,4)	8,8 (9,0)	4,8 (5,1)	3,8 (4,4)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna <sup>5</sup>	3,1 (5,7)	2,5 (4,9)	1,2 (1,0)	1,9 (2,3)	3,2 (2,9)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-1,9 (-1,3)	2,0 (2,4)	2,1 (1,6)	1,0 (1,3)	0,4 (0,4)

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

2. Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK).

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

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

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Gengi krónunnar og verðbólga<sup>1</sup>

	2021	2022	2023	2024	2025
Vísitala meðalgengis <sup>2</sup>	2,5 (2,5)	3,1 (3,1)	-3,5 (-6,1)	-0,5 (-0,1)	0,0 (1,2)
Raugengi (hlutfallslegt verðlag)	3,9 (3,9)	3,9 (3,9)	0,1 (-4,3)	1,7 (1,7)	1,2 (2,4)
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	4,4 (4,4)	8,3 (8,3)	8,8 (7,2)	5,0 (4,2)	3,4 (3,2)

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

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Ársfjórðungsleg verðbólguþátta (%)<sup>1</sup>

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi	
2022:2	7,9 (7,9)	13,7 (13,7)
2022:3	9,7 (9,7)	10,8 (10,8)
2022:4	9,4 (9,4)	5,0 (5,0)
2023:1	10,0 (9,5)	10,5 (8,5)
	Spáð gildi	
2023:2	9,4 (7,7)	11,5 (6,4)
2023:3	8,0 (5,9)	4,9 (3,7)
2023:4	8,1 (5,8)	5,5 (4,6)
2024:1	6,6 (4,6)	4,5 (3,8)
2024:2	5,2 (4,4)	5,9 (5,6)
2024:3	4,4 (4,0)	2,0 (1,9)
2024:4	3,9 (3,8)	3,5 (3,7)
2025:1	3,5 (3,4)	2,6 (2,4)
2025:2	3,4 (3,2)	5,5 (4,9)
2025:3	3,3 (3,1)	1,7 (1,3)
2025:4	3,3 (2,9)	3,3 (3,1)
2026:1	3,1 (2,7)	2,0 (1,7)
2026:2	2,7	3,8

1. Tölur í svigum eru spá PM 2023/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

