



2022 | 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 meginmarkmið 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 peningastefnuneftar Seðlabankans byggjast á. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Útgefandi:

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

88. rit. 4. maí 2022 ISSN 1670-4371, vefrit

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

Yfirlýsing peningastefnunefndar

4. maí 2022

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 1 prósentu. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánum, verða því 3,75%.

Efnahagshorfur hafa heldur versnað frá febrúarspá Seðlabankans vegna neikvæðra áhrifa innrásar Rússlands í Úkraínu. Á hinn bóginn eru vísbendingar um talsverðan þrótt innlendra umsvifa. Slakinn í þjóðarbúinu virðist horfinn og spenna tekin að myndast á vinnumarkaði. Gert er ráð fyrir 4,6% hagvexti í ár en að hann verði tæplega 3% á næstu tveimur árum.

Verðbólga mældist 7,2% í apríl og horfur hafa versnað verulega. Enn sem fyrr vegur hækkun húsnæðisverðs og annarra innlendra kostnaðarliða þungt auk þess sem alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð hefur hækkað mikið. Verðhækkningar eru því á breiðum grunni sem endurspeglast í hraðri aukningu undirliggjandi verðbólgu sem mælist nú ríflega 5%. Þá hafa verðbólguvæntingar hækkað á alla mælikvarða. Samkvæmt spá Seðlabankans eru horfur á að verðbólga aukist í rúmlega 8% á þriðja fjórðungi ársins sem er 2,8 prósentum meiri verðbólga en spáð var í febrúar. Gert er ráð fyrir að samspil vaxtahækkana og hertra lánþegaskilyrða muni hægja á verðhækkun húsnæðis og innlendri eftirspurn.

Peningastefnunefnd telur líklegt að herða þurfi taumhald peningastefnunnar enn frekar á næstu mánuðum til að tryggja að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum munu skipta miklu um hversu hátt vextir þurfa að fara.

Merking tákna:

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

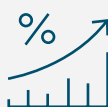
Efnisyfirlit

	Peningamál í hnotskurn	6
I	Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör	7
	Alþjóðleg efnahagsmál	7
	Útflutningsverð og viðskiptakjör	12
II	Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir	15
	Peningastefnan og markaðsvextir	15
	Gengi krónunnar	16
	Peningamagn og útlán	18
	Eignaverð	19
III	Eftirspurn og hagvöxtur	22
	Innlend eftirspurn einkaaðila	22
	Hið opinbera	25
	Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður	27
	Hagvöxtur	31
IV	Vinumarkaður og nýting framleiðslupátta	33
	Vinumarkaður	33
	Vísbendingar um nýtingu framleiðslupátta	35
V	Verðbólga	36
	Nýleg verðbólguþróun	36
	Vísbendingar um verðbólguþrýsting	37
	Verðbólguvæntingar	39
	Verðbólguhorfur	40
	Rammagreinar	42
	1 Fráviksdæmi og óvissuþættir	42
	2 Efnahagsleg áhrif innrásarinnar í Úkraínu	49
	Viðauki	57
	Spátöflur	57

Peningamál í hnotskurn



Innrás Rússa í Úkraínu hefur leitt til hækkunar á verði orkugjafa og annarrar hrá- og matvöru. Hætt er við að átökin og hertar sóttvarnaraðgerðir í Kína valdi því einnig að lengur taki að vinda ofan af þeim framleiðsluhnökrum sem hrjáð hafa heimsbúskapinn undanfarin tvö ár. Efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum, sérstaklega í Evrópu, hafa því versnað nokkuð frá spá bankans í *Peningamálum* í febrúar. Verðbólga hefur jafnframt aukist mikið um allan heim og ekki mælst meiri í áratugi. Stríðsátökin leiða einnig til þess að alþjóðlegar verðbólguhorfur versna verulega.



Pótt mikil hækkun verðs sjávar- og álafurða vegi á móti neikvæðum viðskiptakjaraáhrifum hækkunar olíu- og hrávöruverðs, hafa efnahagshorfur hér á landi versnað frá því í febrúar. Lakari hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum valda því að spád er minni vexti útflutnings auk þess sem meiri óvissa og hækkun aðfangaverðs og framfærslukostnaðar hægja á vexti einkaneyslu og fjárfestingar. Á móti koma m.a. vísbendingar um nokkurn þrótt umsvifa það sem af er ári. Spád er að hagvöxtur í ár verði 4,6% í stað 4,8% í febrúarspá bankans. Líkt og þá er talið að þjóðarþúið starfi nú við full afköst og takmörkuð afkastageta mun líklega hægja á hagvexti er líða tekur á spátímann.



Störfum heldur áfram að fjölga hratt og eru orðin fleiri en þau voru fyrir farsóttina. Lausum störfum hefur einnig fjölgað mikið. Æ fleiri fyrirtæki segjast skorta starfsfólk og erlendu vinnuafli fjölga hratt. Atvinnuleysi hefur minnkað hraðar en gert var ráð fyrir í febrúar og er talið vera minna en áætlað er að samræmist jafnvægi á vinnumarkaði.



Verðbólga mældist 7,2% í apríl og hefur ekki mælst meiri síðan árið 2010. Sem fyrr vegur hækkun húsnæðisverðs þungt en því til viðbótar koma áhrif mikilla hækkana alþjóðlegs olíu- og hrávöruverðs. Þá gætir einnig áhrifa töluverðs innlends verðbólguþrýstings sem m.a. birtist í miklum hækkunum launa. Undirliggjandi verðbólga hefur því aukist hratt og mældist 5,3% í apríl. Verðbólguvæntingar hafa jafnframt haldið áfram að hækka. Talið er að verðbólga haldi áfram að aukast og verði að meðaltali 8,1% á þriðja fjórðungi ársins sem er 2,8 prósentum meiri verðbólga en spád var í febrúar. Ekki er talið að verðbólga verði komin undir 3% fyrr en seint árið 2024. Lakari verðbólguhorfur má að mestu rekja til áhrifa stríðsátakanna í Úkraínu auk þess sem hækkun langtímaverðbólguvæntinga undanfarið hægir á hjöðnun hennar er frá líður.



Óvissa í efnahagsmálum hefur aukist mikið í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu. Átökin hafa valdið miklu umróti á alþjóðlegum hrávörumörkuðum og sett viðskiptasambönd og aðfangakeðjur í uppnám. Erfitt er að sjá fyrir hve djúpstæð og langvinn þau áhrif verða. Hið sama á við um áhrif átakanna á alþjóðlega fjármálamarkaði og útgjalda- og fjárfestingarákvarðanir heimila og fyrirtækja. Við bætist óvissa um áhrif hertra sóttvarnaraðgerða í Kína á mikilvægar aðfangakeðjur. Í ljósi hækkunar langtímaverðbólguvæntinga undanfarið er aukin hætta á því að verðbólguhorfur í spá bankans séu of bjartsýnar. Þá gætu miklar launahækkningar í kjarasamningum næsta vetur aukið hættuna á víxlverkun launa og verðlags sem gæti valdið því að mikil verðbólga festist enn frekar í sessi.

Greiningin í þessum *Peningamálum* byggist á gögnum sem lágu fyrir í lok apríl.

Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör



Alþjóðleg efnahagsmál

Kröftugur efnahagsbati í fyrra þótt hægt hafi á hagvexti er nær dró áramótum

Alþjóðlegur efnahagsbati tók kröftuglega við sér í fyrra eftir því sem bólusetningu við COVID-19 vatt fram og slakað var á sóttvarnaðgerðum (mynd I-1). Hægja tók þó á hagvexti í helstu iðnríkjum er leið á árið. Skýrist það að hluta af vaxandi vandamálum tengdum framleiðslu- hnökrum vegna áhrifa farsóttarinnar á sama tíma og vörueftirspurn var kröftug. Þrálátur skortur myndaðist á mikilvægum aðföngum, vöruflutningar töfðust og vaxandi vandamál urðu við að fá fólk til starfa. Bakslag í baráttunni við farsóttina og hertar sóttvarnir hægðu einnig á vexti efnahagssumsvifa undir lok ársins. Til viðbótar komu neikvæð áhrif mikillar hækkunar orkuverðs frá sl. hausti. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist 5,6% í fyrra eftir 5% efnahagssamdrátt á árinu 2020. Framleiðslustigið í nær öllum viðskiptalöndum Íslands var orðið hærra undir lok síðasta árs en fyrir farsóttina.

Batinn í fyrra drifinn áfram af viðsnúningi í innlendri eftirspurn

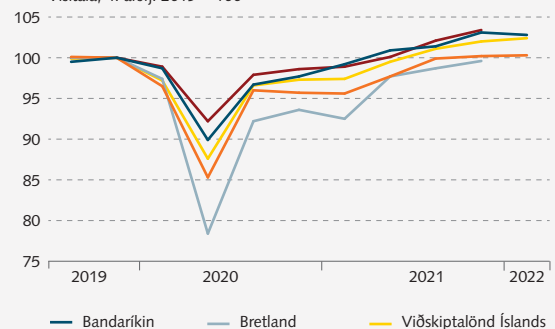
Stóran hluta alþjóðlegs efnahagsbata í fyrra má rekja til viðsnúnings í einkaneyslu sem hafði dregist mikið saman árið á undan vegna áhrifa farsóttarinnar (mynd I-2). Kröftugur vöxtur mældist einnig í annarri innlendri eftirspurn í helstu iðnríkjum. Þá jókst útflutningur en á móti vó mikill vöxtur innflutnings samhliða batanum í innlendri eftirspurn. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var því ýmist lítið eða neikvætt.

Mynd I-1

Landsframleiðsla í kjölfar heimsfaraldurs¹

3. ársfj. 2019 - 1. ársfj. 2022

Vísitala, 4. ársfj. 2019 = 100



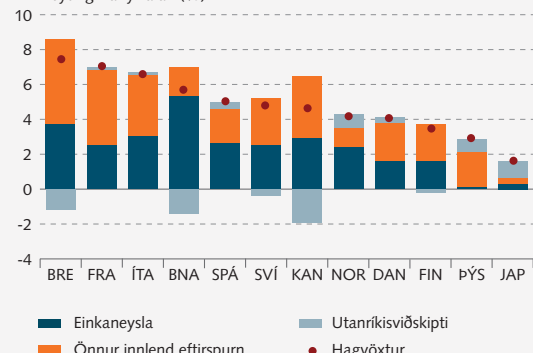
1. Árstíðarleiðréttar tölur. Norðurlönd eru meðaltal Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2022 fyrir viðskiptalönd Íslands.

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2

Stærð og samsetning alþjóðlegs efnahagsbata 2021¹

Breyting frá fyrra ári (%)



1. Framlag annarrar innlestrar eftirspurnar er samtala framlags samneyslu, fjármuna- myndunar og birgðabreytingar, auk mögulegs skekkjuliðar þar sem samtala framlags undirliða þarf ekki að vera jöfn hagvexti vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Tölur fyrir Noreg eru án vinnslu og flutnings á olíu og gasi.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Noregsbanki, OECD.

Viða verið slakað á sóttvarnaraðgerðum og hafa efnahagsleg áhrif farsóttarinnar dvínað

Mikil fjölgun smita og hertar sóttvarnaraðgerðir í kjölfar útbreiðslu Ómíkrón-afbrigðis veirunnar hægðu enn frekar á alþjóðlegum hagvexti í upphafi þessa árs. Efnahagssumsvif tóku hins vegar fljótlega við sér eftir að ljóst var að Ómíkrón-afbrigðið olli síður alvarlegum veikindum en fyrri afbrigði. Stjórnvöld í helstu viðskiptalöndum hófu því að slaka á sóttvörnum á ný þrátt fyrir mikinn fjölda smita og hefur nú víða verið dregið mikið úr þeim eða þær aflagðar að öllu leyti. PMI-vísitölur í helstu iðnríkjum hækkuðu í kjölfarið, einkum í þjónustugreinum, og smásala jókst á ný (myndir I-3 og I-4). Atvinnuleysi minnkaði einnig áfram í takt við aukin efnahagssumsvif og vísbendingar eru um aukna spennu á vinnumarkaði. Þótt álag á alþjóðlegar aðfangakeðjur sé enn mikið voru jafnframt vísbendingar um að framleiðslutruflanir væru í rénun eftir að hafa náð hámarki undir lok síðasta árs (sjá einnig rammagrein 1). Endurspeglast það í könnunum meðal forsvarsmanna fyrirtækja sem segja að heldur hafi dregið úr skorti á hrávörum og afhendingartími styst auk þess sem iðnframleiðsla hafði aukist (mynd I-4). Fjölgun smita í Kína undanfarna tvo mánuði og hörð sóttvarnariðbrögð stjórnvalda þar kunna þó að hafa valdið bakslagi í úrlausn framleiðsluökra.

Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur hefur hins vegar aukist í kjölfar stríðsátakanna í Úkraínu ...

Alþjóðlegar efnahagshorfur hafa versnað mikið og óvissa aukist í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu seint í febrúar sl. og þeirra viðskiptapvingana sem Vesturlönd hafa beitt gegn Rússlandi. Þrátt fyrir að Úkraína og Rússland vegi ekki þungt í heimsbúskapnum, alþjóðaviðskiptum eða í hinu alþjóðlega fjármálakerfi eru þau veigamiklir framleiðendur á ýmissi hrávöru (sjá nánar síðar í kaflanum og í rammagrein 2). Stríðið og refsiaðgerðirnar hafa því aukið óvissu um framboð hrávöru sem leitt hefur til mikillar hækkunar hrávöruverðs. Átökin hafa einnig valdið auknu álagi á aðfangakeðjur og truflunum í sjó- og loftflutningum, m.a. sakir lokunar lofthelgi Rússlands. Sjóflutningar um Svartahaf hafa nú þegar raskast og kostnaður við að flytja hrávöru aukist. Átökin munu því hafa viðtæk áhrif á heimsbúskapinn.

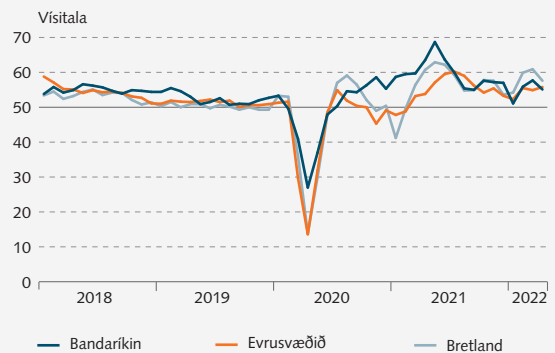
... og hagvaxtarhorfur í heimsbúskapnum versnað

Eins og rakið er í rammagrein 2 koma neikvæð efnahagsleg áhrif innrásarinnar á heimsbúskapinn líklega fyrst og fremst fram í formi mikilla verðhækkana á hrávöru. Verðhækkun þeirra mun leiða til hækkunar innflutningsverðs og aukins verðbólguþrýstings sem var þegar orðinn mikill. Kostnaður heimila og fyrirtækja mun því aukast sem hefur neikvæð áhrif á innlenda eftirspurn.

Mynd I-3

PMI-framleiðsluvísitala¹

Janúar 2018 - apríl 2022



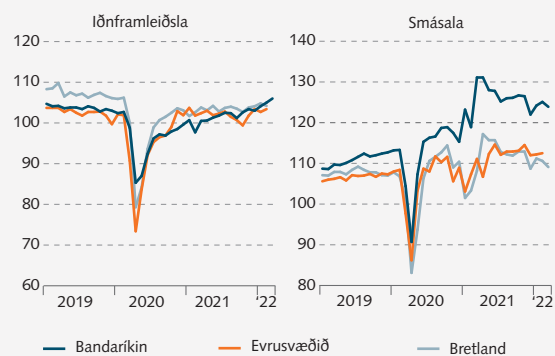
1. PMI-framleiðsluvísitala IHS Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Output Purchasing Managers' Index). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölnnar er yfir 50 gefur það vísbendingar um vöxt í framleiðslu milli mánaða en samdrátt ef hún er undir 50.

Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-4

Iðnframleiðsla og smásala¹

Janúar 2019 - mars 2022



1. Árstíðarleiðréttar magnvísitölur (2016 = 100).

Heimild: Refinitiv Datastream.

Áhrifin verða einna mest í þeim löndum Evrópu sem reiða sig í miklum mæli á orkuinnflutning frá Rússlandi, einkum á jarðgasi. Hækkun orkuverðs og skert framboð á orku kann einnig að leiða til framleiðsluskerðingar hjá fyrirtækjum, einkum í orkufrekum iðnaði. Til viðbótar hafa væntingar heimila til efnahagshorfa dalað og fjármálaleg skilyrði versnað. Á móti vegur hins vegar mikill uppsafnaður sparnaður sem heimili hafa byggt upp á undanförunum tveimur árum. Víða hafa stjórnvöld einnig aukið opinbera fjárfestingu, m.a. til varnarmála, og gripið til mótvægisáðgerða til að draga úr áhrifum hækkandi orkuverðs á ráðstöfunartekjur heimila. Fyrir ríki sem flytja út hrávöru vegur hækkun eigin útflutningsverðs jafnframt á móti neikvæðum áhrifum sem hækkun innflutningsverðs hefur í för með sér fyrir innlenda eftirspurn.

Horfur á minni heimshagvexti í ár og á næsta ári ...

Í nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var um miðjan apríl er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði 3,6% í ár. Það er 0,8 prósentum minni hagvöxtur en sjóðurinn spáði í janúar sl. Skýrist það að mestu leyti af áhrifum sem stríðsátökin í Úkraínu og refsiaðgerðir gegn Rússlandi hafa í för með sér fyrir heimsbúskapinn. Sjóðurinn hefur fært niður hagvaxtarspá sína í þróuðum ríkjum heims um 0,6 prósentur í ár og um 1 prósentu í nýmarkaðs- og þróunarríkjum. Þá er einnig spáð 3,6% heimshagvexti á næsta ári sem er 0,2 prósentum minna en í janúarspánni. Horfur um alþjóðaviðskipti hafa einnig versnað að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

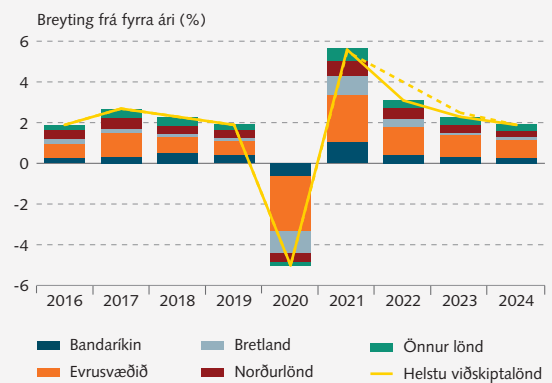
... og er spáð minni hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands

Í grunnspá Seðlabankans er gert ráð fyrir 3,1% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár (mynd I-5). Það er 0,9 prósentum minni hagvöxtur en spáð var í febrúar og skýrist fyrst og fremst af neikvæðum áhrifum stríðsátakanna. Hagvaxtarhorfur hafa versnað í öllum helstu viðskiptalöndum en einkum á evrusvæðinu. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað og er nú gert ráð fyrir 2,3% hagvexti í viðskiptalöndunum í stað 2,5% í febrúarspánni. Horfur um innflutning viðskiptalanda hafa einnig versnað í takt við verri hagvaxtarhorfur.

Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur er hins vegar mikil. Efnahagsframvindan ræðst að miklu leyti af því hversu langvarandi stríðsátökin verða og hvort gripið verði til enn frekari viðskiptaþvingana gagnvart Rússum. Horfurnar gætu versnað enn frekar dragist stríðið á langinn eða ef veruleg skerðing verður á orkuinnflutningi til Evrópu. Þá ræðst þróunin einnig að miklu leyti af framvindu heimsfaraldursins og hversu hratt tekst að vinda ofan af þrálátum framleiðsluhnökrum.

Mynd I-5

Hagvöxtur í viðskiptalöndum Íslands og framlag einstakra landa 2016-2024¹

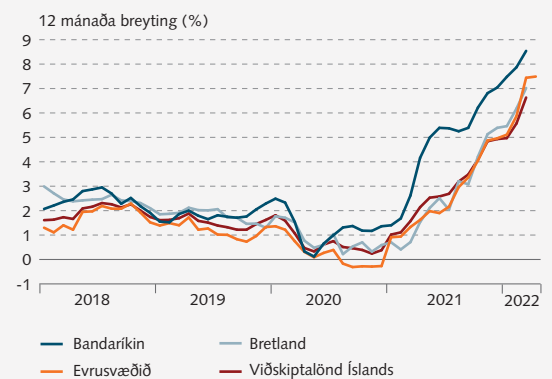


1. Viðskiptavegið framlag einstakra landa. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotlína sýnir spá frá PM 2022/1. Norðurlöndin eru meðaltal Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar.

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-6

Alþjóðleg verðbólga
Janúar 2018 - apríl 2022



Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga í viðskiptalöndum Íslands hefur ekki verið meiri í ríflega þrjá áratugi ...

Verðbólga hefur aukist mikið um allan heim og mun meira en almennt var spáð. Hún var 1,2% að meðaltali í helstu viðskiptalöndum Íslands á fyrsta fjórðungi í fyrra en var komin í 5,8% á sama fjórðungi í ár (mynd I-6). Það er 1,4 prósentum meiri verðbólga en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans og sú mesta í viðskiptalöndunum í meira en þrjá áratugi. Mikil hækkun orkuverðs á undanförunum misserum vegur þungt. Þannig má t.d. rekja rúmlega fjórðung ársverðbólgunnar í Bandaríkjunum til hækkunar orkuverðs og um helming hennar á evrusvæðinu. Kröftugur efnahagsbati og mikil vörueftirspurn samhlíða þrálátum framleiðsluflunum vegna farsóttarinnar hafa einnig stuðlað að verðhækkunum til neytenda. Endurspeglast það í mikilli hækkun flutningskostnaðar og almennri hækkun hrávöruverðs (mynd I-7). Hefur þetta haft í för með sér töluverða aukningu undirliggjandi verðbólgu, einkum í Bandaríkjunum og Bretlandi. Án sveiflukenndra liða eins og orku og matvöru var verðbólga t.d. 3,3% að meðaltali í viðskiptalöndunum á fyrsta fjórðungi en var rúmlega 1% á sama tíma fyrir ári.

... og hafa alþjóðlegar verðbólguhorfur versnað enn frekar

Alþjóðlegar verðbólguhorfur hafa versnað enn frekar í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu, einkum vegna viðbótarhækkunar á verði orkugjafa og annarrar hrávöru (sjá rammagrein 2). Stríðsátökin og hertar sóttvarnaraðgerðir í Kína munu líklega einnig valda því að lengri tíma tekur að ráða fram úr þrálátum framleiðsluþökrum sem haldið hafa aftur af efnahagssumsvifum og leitt til verðhækkana undanfarnar misseri. Talið er að verðbólga verði 5,8% að meðaltali í viðskiptalöndunum í ár sem er 2,3 prósentum meira en í febrúarspánni. Verðbólguhorfur versna einkum á evrusvæðinu sem reiðir sig í miklum mæli á orkuinnflutning frá Rússlandi. Einnig er spáð meiri verðbólgu í viðskiptalöndunum á næsta ári.

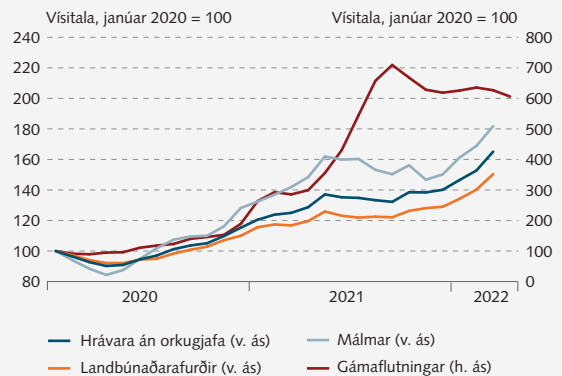
Seðlabankar þróaðra ríkja hafa dregið enn frekar úr stuðningsaðgerðum sínum ...

Þrátt fyrir að hagvaxtarhorfur hafi versnað og óvissa aukist hafa seðlabankar helstu iðnríkja haldið ótrauðir áfram að draga úr lausu taumhaldi peningastefnunnar. Nú er búist við enn meiri vaxtahækkunum á komandi misserum en áður var vænst enda hafa verðbólguhorfur versnað og vísbendingar eru um aukna spennu á vinnuþryggingu (mynd I-8). Seðlabanki Evrópu (ECB) tilkynnti snemma í mars sl. að hann hygðist draga hraðar úr skuldabréfakaupum og að þeim yrði líklega hætt á þriðja ársfjórðungi í ár. Seðlabanki Bandaríkjanna gekk

Mynd I-7

Alþjóðlegt flutninga- og hrávöruverð¹

Janúar 2020 - apríl 2022



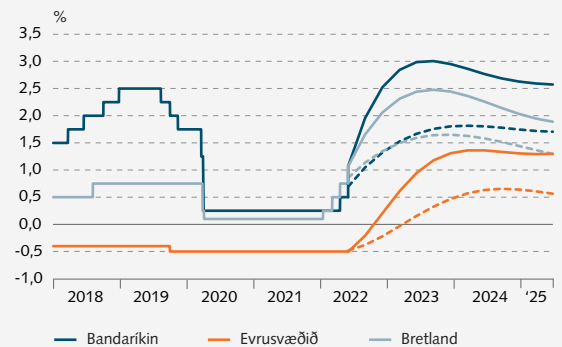
1. Landbúnaðarafurðir skiptast í matvæli (62%), drykkjarvörur (13%) og hráefni (25%). Verðvísitala gámaflutninga er Freightos Global Container Index. Gögn til og með 29. apríl 2022.

Heimildir: Alþjóðabankinn, Refinitiv Datastream.

Mynd I-8

Meginvextir seðlabanka¹

Janúar 2018 - júní 2025

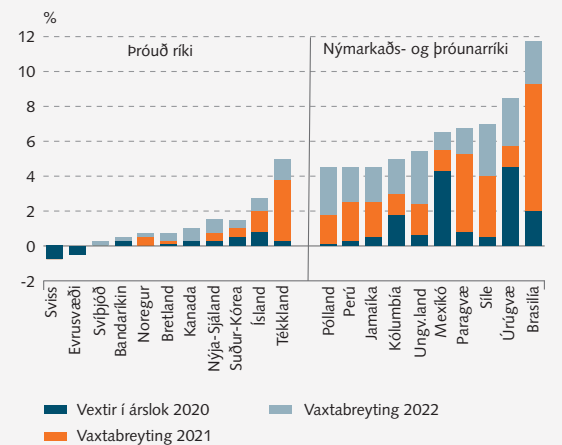


1. Daglegar tölur 1. janúar 2018 til 29. apríl 2022 og ársfjórðungslegar tölur 2. ársfj. 2022 til 2. ársfj. 2025. Bandarísku vextirnir eru efri mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru innlámsvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á vaxtaskiptasamningum (e. overnight index swaps, OIS). Heilar línur byggjast á framvirkum ferlum í lok apríl 2022 en brotalínur í byrjun febrúar 2022.

Heimildir: Bloomberg, Refinitiv Datastream.

Mynd I-9

Seðlabankavextir í ýmsum ríkjum¹



1. Gögn til og með 29. apríl 2022.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Refinitiv Datastream.

skrefinu lengra um miðjan mars og hækkaði vexti sína í fyrsta skipti síðan árið 2018. Hann gaf einnig til kynna að vextir yrðu hækkaðir meira en hann hafði áður sagt. Auk þess hefur bankinn hætt skuldabréfakaupum og mun taka að minnka skuldabréfasafn sitt á næstu mánuðum. Englandsbanki hækkaði einnig vexti sína í mars og er það þriðja hækkun bankans frá því í desember sl. Þá hafa seðlabankar nokkurra annarra þróaðra ríkja haldið áfram að hækka vexti líkt og seðlabankar fjölda nýmarkaðsríkja (mynd I-9).

... og langtímavextir hafa hækkað um allan heim

Ávöxtunarkrafa langra skuldabréfa þróaðra ríkja hækkaði hratt undir lok síðasta árs og hélt sú þróun áfram í upphafi þessa árs (mynd I-10). Eftir tímabundna lækkun í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu hefur krafan hækkað enn frekar og er nú töluvert hærri en fyrir farsóttina. Hækkandi ávöxtunarkrafa endurspeglar væntingar um að seðlabankar helstu iðnríkja herði hraðar á taumhaldi sínu í ljósi versnandi verðbólguhorfa þrátt fyrir að hagvaxtarhorfur hafi einnig versnað. Hækkun verðbólguálags á fjármálamarkaði bendir jafnframt til þess að verðbólguvæntingar hafi hækkað, einkum til skemmri tíma lítið, en langtímaálagið hefur einnig hækkað (mynd I-11). Hækkun álagsins kann þó einnig að endurspeglar hækkun líftímaálags ríkisbréfa (e. term premium) vegna aukinnar óvissu um framtíðarþróun verðbólgu og vaxta, einkum um þróun næstu ára. Líftímaálag á tíu ára ríkisbréf Bandaríkjanna er nú jákvætt í fyrsta sinn síðan seint á árinu 2018. Álag styttri ríkisbréfa hefur hækkað meira og hefur t.d. ekki verið hærra á tveggja ára bréfum í næstum tvo áratugi. Endurspeglast það í meiri hækkun ávöxtunarkröfu styttri ríkisbréfa en lengri og er munurinn á kröfu tíu ára og tveggja ára bréfa orðinn nánast enginn í Bandaríkjunum.

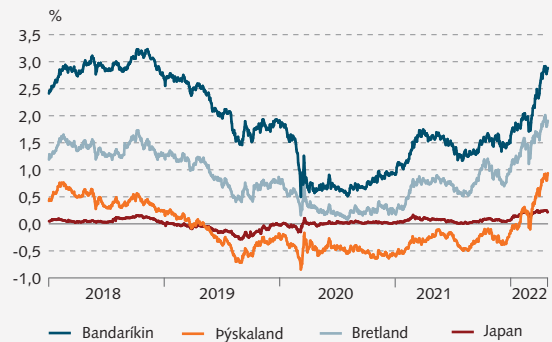
Fjármálaleg skilyrði hafa versnað

Það sem af er ári hefur eignaverð á alþjóðlegum fjármálamörkuðum gefið eftir og óvissa aukist. Lækkunin í upphafi árs skýrðist einkum af áhyggjum af hraðari hækkun seðlabankavaxta helstu iðnríkja en áður var búist við. Hlutabréfaverð hækkaði enn frekar í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu (mynd I-12). Ásókn í öruggari fjáreignir, eins og gull og bandarísk ríkisskuldabréf, jókst og sveiflur á fjármálamörkuðum jukust. Áhættu- og vaxtaálag hækkaði einnig, einkum á áhættumeiri fjáreignir nýmarkaðsríkja. Þá hefur hlutabréfaverð í Kína lækkað mikið undanfarna mánuði sem að hluta má rekja til hertra sóttvarnaðgerða þar í landi. Fjármálaleg skilyrði á heimsvísu hafa því versnað.

Mynd I-10

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa

1. janúar 2018 - 29. apríl 2022

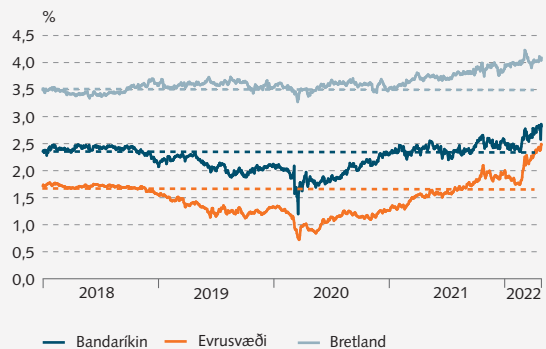


Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-11

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

1. janúar 2018 - 29. apríl 2022



1. Verðbólguálag fimm ár eftir fimm ár. Brotalínur sýna meðaltal frá 2012. Álagið í Bretlandi miðast við verðvísitölu smásölu (e. Retail Price Index, RPI).

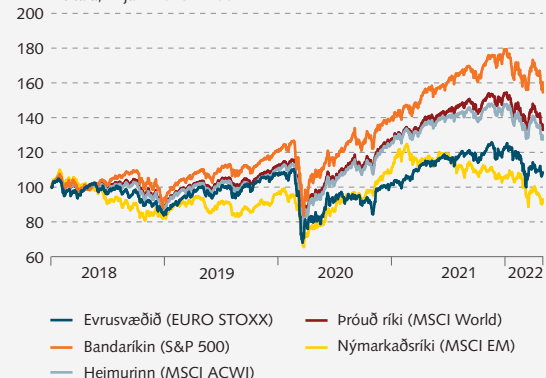
Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-12

Alþjóðlegt hlutabréfaverð

1. janúar 2018 - 29. apríl 2022

Vísitala, 1. jan. 2018 = 100



Heimild: Refinitiv Datastream.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

Horfur á meiri verðhækkun sjávarafurða ...

Verð á íslenskum sjávarafurðum hækkaði hratt á seinni hluta síðasta árs í takt við batnandi markaðsaðstæður eftir mikla lækkun vegna áhrifa farsóttarinnar á árinu 2020 (mynd I-13). Verð í erlendum gjaldmiðlum var orðið um 5% hærra en fyrir faraldurinn undir lok síðasta árs. Það er í takt við það sem búist var við í febrúarspá bankans. Ólíkt því sem þá var búist við hækkaði sjávarafurðaverð hins vegar áfram í byrjun þessa árs og útlit er fyrir töluvert meiri hækkun í ár en áður var spáð. Skýrist það einkum af betri horfum um verð botnfiskafurða, bæði sakir meiri hækkana í ársbyrjun en ekki síður vegna áhrifa refsiaðgerða gagnvart Rússlandi. Rússland er mikilvægur útflytjandi á botnfiski og hefur heft aðgengi þeirra að mörkuðum leitt til aukinnar eftirspurnar eftir íslenskum sjávarafurðum sem að öðru óbreyttu mun leiða til enn frekari verðhækkunar á botnfiskafurðum á árinu. Þá eru einnig horfur á að verð loðnuafurða lækki ívið minna en áður var áætlað þar sem ekki var unnt að veiða allan útgefinn kvóta. Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að útflutningsverð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækki um 9% í ár í stað 4% eins og spáð var í febrúar. Á móti er búist við heldur meiri verðlækkun á næsta ári en að það verði þó heldur hærra undir lok spátímans en spáð var í febrúar.

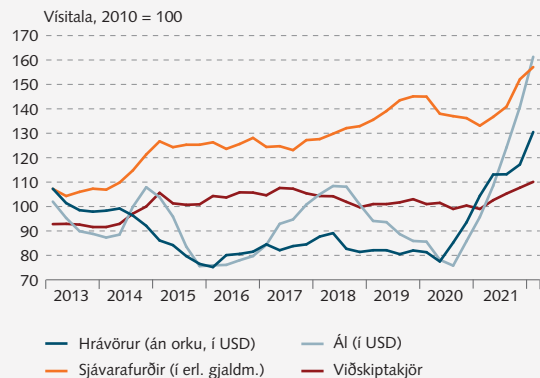
... og enn meiri hækkun álverðs

Útflutningsverð áls í Bandaríkjadöllum hefur hækkað verulega á undanförunum misserum og nam árshækkun þess um 44% í fyrra (mynd I-13). Skýrist það að hluta af skertri framleiðslu í Kína vegna stefnu þarlendrar stjórnvalda í umhverfismálum. Þá hefur skortur á orku og hækkun aðfangaverðs einnig leitt til framleiðsluskerðingar víða um heim. Á sama tíma hefur eftirspurn farið vaxandi í takt við alþjóðlegan efnahagsbata. Heimsmarkaðsverð á áli hækkaði enn frekar í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu. Það fór hæst í tæplega 3.900 Bandaríkjadali á tonnið í byrjun mars og hafði aldrei mælst hærra. Skýrist það einkum af aukinni óvissu um áhrif átakanna og refsiaðgerða á framboð en hlutdeild Rússlands í heimsframleiðslunni er 6%. Einnig eru vísbendingar um að mikil hækkun orkuverðs í kjölfar átakanna hafi leitt til enn frekari framleiðsluskerðingar álfyrirtækja, einkum í Evrópu. Þá hefur verð á súráli, sem er notað til álframleiðslu, einnig hækkað mikið sem hefur ýtt undir verðhækkun áls. Talið er að útflutningsverð áls í Bandaríkjadöllum verði því um 37% hærra í ár en það var í fyrra í stað 16% hærra í febrúarspá bankans. Á móti eru horfur á heldur meiri lækkunum á næstu tveimur árum.

Mynd I-13

Hrávöruverð og viðskiptakjör¹

1. ársfj. 2013 - 1. ársfj. 2022



1. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2022 fyrir verð sjávarafurða og viðskiptakjör.
Heimildir: Alþjóðabankinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Oliuverð hefur hækkað enn frekar ...

Heimsmarkaðsverð á hráolíu hefur hækkað nær samfleytt undanfarin tvö ár eftir mikla lækkun þegar farsóttin skall á (mynd I-14). Verðið lækkaði tímabundið í desember sl. vegna áhyggna af þróun farsóttarinnar og hertum sóttvarnaraðgerðum en hækkaði á ný í janúar og hafði þá ekki verið hærra í átta ár. Skýrðist það af betri horfum um olíueftirspurn, minnkandi birgðastöðu og áhyggjum af olíuframleiðslu OPEC-ríkja og nokkurra annarra tengdra olíuframleiðenda. Oliuverð fór áfram hækkanandi um miðjan febrúar vegna vaxandi vísbendinga um að Rússar hygðust ráðast inn í Úkraínu og enn frekar þegar það raungerðist. Mikil óvissa ríkir um olíuframboð vegna árásarinnar og refsiaðgerða Vesturlanda enda Rússar annar stærsti olíuútflytjandi heims. Endurspeglast það í óvenju miklum verðsveiflum á markaði en dagslokaverð á Brent-hráolíu fór hæst í um 130 Bandaríkjadali á tunnu snemma í mars og hafði ekki verið hærra síðan árið 2008. Þá hækkaði verð á öðrum orkugjöfum einnig skarpt, ekki síst á jarðgasi í Evrópu enda vegur innflutningur frá Rússlandi þungt í orkunotkun þeirra.

Hækkun oliuverðs hefur að hluta gengið til baka síðan í mars þótt það sé enn töluvert hærra en fyrir stríðsátökin. Aukin framleiðsla í Bandaríkjunum ásamt ákvörðun þarlendrar stjórnvalda og allra annarra aðildarríkja Alþjóðaorkumálastofnunarinnar að setja fordæmalaust magn af olíuvarasjóðum sínum á markað hefur dregið úr óvissu og stuðlað að verðlækkun. Þá ríkir einnig aukin bjartsýni um að Bandaríkjastjórn dragi úr viðskiptaþvingunum á Íran sem hafa haldið aftur af olíuútflytningi þeirra undanfarin ár. Auknar áhyggjur af áhrifum hertra sóttvarnaraðgerða í Kína á olíueftirspurn hefur jafnframt leitt til verðlækkana að undanfögnu. Brent-hráolíuverð mældist 106 Bandaríkjadali á tunnu að meðaltali í apríl sem er um 24% hærra verð en í janúar sl. og 63% hærra en í apríl í fyrra. Þótt verð í framvirkum samningum bendi til þess að oliuverð lækki á spátímanum er útlit fyrir að það verði töluvert hærra á honum öllum í samanburði við febrúarspá bankans.

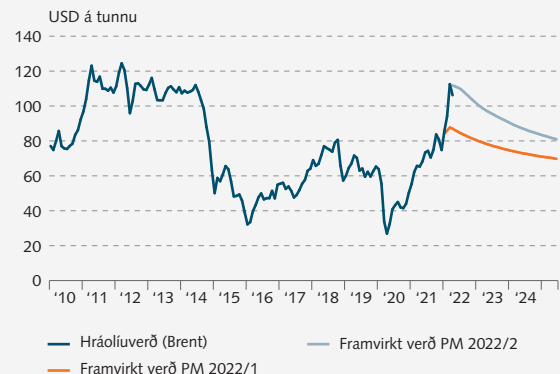
... og hefur verð á annarri hrávöru einnig hækkað mikið

Verð á annarri hrávöru en orkugjöfum hækkaði einnig mikið milli ára í fyrra og var verð margra þeirra nálægt eða við sögulegt hámark (myndir I-7 og I-13). Eftirspurn hefur aukist samhliða auknum efnahagssumsvifum á sama tíma og framboðshnökrar hafa haldið aftur af framleiðslu margra hrávara. Verðhækkun þeirra hafði stöðvast á seinni árhelmingi í fyrra og var búist við að hrávöruverð myndi hjaðna lítilliga í ár. Það tók hins vegar að hækka á ný í upphafi þessa árs samhliða hækkun orkuverðs og

Mynd I-14

Alþjóðlegt oliuverð

Janúar 2010 - júní 2025



Heimildir: Refinitiv, Seðlabanki Íslands.

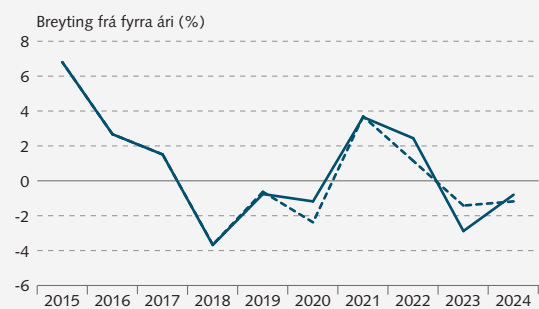
enn frekar vegna stríðsátakanna. Hrávöruverð mældist um 18% hærra í mars en undir lok síðasta árs og hafði aldrei mælst hærra. Endurspeglar þróunin miklar áhyggjur af áhrifum átakanna og viðskiptaþvingana á framboð hrávöru þar sem bæði Rússland og Úkraína eru mikilvægir framleiðendur á mörgum hrávörum, m.a. á málmum, landbúnaðarafurðum og áburði (sjá ramma-grein 2). Útlit er fyrir að verð á annarri hrávöru en orku-gjöfum hækki um 15,4% að meðaltali í ár en í febrúarspá bankans var gert ráð fyrir ríflega 1% lækkun. Hins vegar er búist við meiri verðlækkun á næstu tveimur árum en að það verði talsvert hærra á öllum spátímanum en spáð var í febrúar.

Útlit fyrir meiri bata viðskiptakjara

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötunðu um 3,7% í fyrra líkt og spáð var í febrúar (myndir I-13 og I-15). Skýrist batinn að mestu leyti af mikilli hækkun álverðs en verð sjávarafurða og annars vöruútflutnings, einkum kísilafurða, hækkaði einnig. Útlit er fyrir að viðskiptakjör hafi batnað enn frekar á fyrsta fjórðungi í ár og er talið að þau muni batna um 2,3% á árinu öllu sem er 1,2 prósentum meiri bati en spáð var í febrúar. Horfur um viðskiptakjör hafa því batnað þrátt fyrir mikla hækkun olíu- og hrávöruverðs í kjölfar stríðsátakanna í Úkraínu. Talið er að útflutningsverð helstu viðskiptalanda hækki um tæplega 10% í ár sem er tvöfalt meiri hækkun en spáð var í febrúar. Meiri hækkun útflutningsverðlags Íslands vegur hins vegar þyngra vegna töluvert meiri verðhækkana á ál- og sjávarafurðum. Þótt búist sé við meiri rýrnun viðskiptakjara á næsta ári verða þau samt sem áður heldur hagfelldari en gert var ráð fyrir í febrúar á öllum spátímanum.

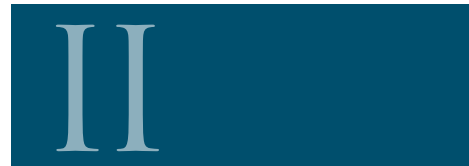
Mynd I-15

Viðskiptakjör vöru og þjónustu 2015-2024¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2022/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir



Peningastefnan og markaðsvextir

Meginvextir hækkaðir enn frekar

Meginvextir Seðlabankans (vextir á bundnum innlán-um til sjö daga) voru 2,75% fyrir útgáfu þessara *Peningamála* (mynd II-1). Þeir voru hækkaðir um 1,25 prósentur á síðasta ári og um 0,75 prósentur í febrúar sl. Stuttir markaðsvextir hafa hækkað með sama hætti.¹

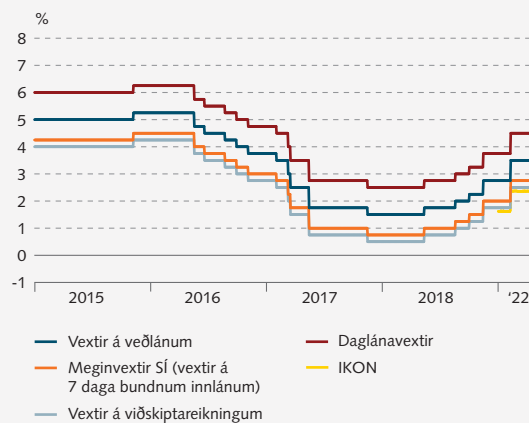
Vextir bankans eru nú þeir sömu og þeir voru áður en COVID-19-farsóttin barst til landsins í febrúar 2020. Raunvextir bankans eru hins vegar lægri þar sem verðbólga er töluvert meiri og skammtímaverðbólguvæntingar hærri nú en í aðdraganda farsóttarinnar. Raunvextir bankans eru nú -3,3% miðað við meðaltal raunvaxta sem eru reiknaðir út frá mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs en í febrúar 2020 voru þeir 0,4%. Þeir eru einnig 0,7 prósentum lægri nú en þeir voru áður en vextir voru hækkaðir í febrúar í ár. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur hins vegar aukist og skammtímaraunvextir eru 1,9 prósentum hærri hér á landi en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum.

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

Samkvæmt könnun bankans frá því í apríl búast markaðsaðilar við að meginvextir bankans verði hækkaðir enn frekar og verði 4,5% í lok árs og 4,75% um

Mynd II-1

Vextir Seðlabanka Íslands og skammtímamarkaðsvextir
2. janúar 2018 - 29. apríl 2022



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Seðlabankinn hóf að birta svokallaða IKON-vexti (Icelandic Króna OverNight) í byrjun apríl sl. Þetta nýja vaxtaviðmið byggist á markaðsvöxtum á ótryggðum innlánnum til einnar nætur hjá viðskiptabönkunum og er talið betra viðmið fyrir stutta vexti í íslenskum krónum en hefðbundnir millibankavextir þar sem mun meiri velta er á bak við þessa samninga en á millibankamarkaði.

mitt næsta ár en taki þá að lækka á ný (mynd II-2). Þetta er meiri hækkun vaxta en þeir væntu í síðustu könnun. Framvirkir vextir gefa sömuleiðis til kynna að búist sé við meiri hækkun vaxta en í febrúar. Þá hefur dreifing svara markaðsaðila um vexti, verðbólgu og gengi aukist frá síðustu könnun sem endurspeglar aukna óvissu þessi misserin.

Langtímanafnvextir hafa ekki verið hærri í þrjú ár ...

Ávöxtunarkrafa tíu ára óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað um 1,1 prósentu frá áramótum og var 5,3% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* (mynd II-3). Langtímanafnvextir hafa ekki verið hærri síðan í mars 2019. Krafa fimm ára óverðtryggðra bréfa hefur hækkað heldur meira eða um 1,4 prósentur og halli vaxtaferilsins minnkað lítillega. Ávöxtunarkrafa tíu ára verðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað um 0,1 prósentu frá áramótum og var 0,8% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála*.

... sem má að mestu leyti rekja til hækkunar verðbólguálags

Hækkun ávöxtunarkröfu óverðtryggðra skuldabréfa frá síðasta hausti má að mestu leyti rekja til hækkandi verðbólguvæntinga og aukinnar óvissu um verðbólguhorfur. Þetta endurspeglast í þróun verðbólguálagsins sem hækkaði töluvert fram að vaxtaákvörðun bankans í febrúar, sérstaklega eftir birtingu vísitölu neysluverðs í janúar sem hækkaði umfram væntingar fjárfesta (mynd II-4). Álagið hækkaði síðan enn frekar eftir innrás Rússa í Úkraínu þann 24. febrúar sem hefur aukið verðbólguþrýsting um allan heim (sjá rammagrein 2).

Eftirspurn eftir verðtryggðum skuldabréfum hefur verið mikil að undanförunu en framboð þeirra er takmarkað og er að mestu leyti í eigu lífeyrissjóða. Þá hefur óvissa um þróun verðbólgu aukist á árinu sem birtist t.a.m. í auknum breytileika í svörum markaðsaðila um væntingar þeirra til þróunar verðbólgu og vaxta í síðustu könnun Seðlabankans. Hluti hækkunar verðbólguálagsins endurspeglar því líklega aukið áhættuálag fjárfesta vegna mikillar óvissu um verðbólguhorfur auk áhrifa takmarkaðs framboðs af verðtryggðum skuldabréfum. Hækkun álagsins endurspeglar hins vegar einnig nokkra hækkun verðbólguvæntinga (sjá kafla V).

Gengi krónunnar

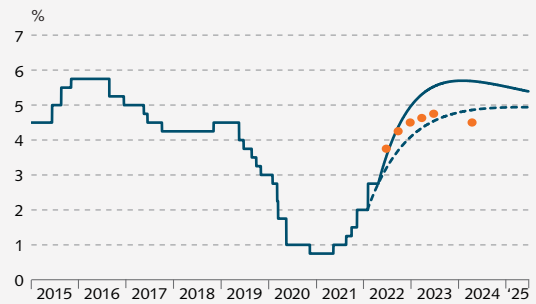
Gengi krónunnar hefur hækkað frá áramótum...

Eftir nokkra lækkingu fram eftir síðasta ári tók gengi krónunnar að hækka gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda undir lok ársins. Sú hækkun hélt áfram í byrjun þessa árs allt fram til innrásar Rússa í Úkraínu

Mynd II-2

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

1. janúar 2015 - 30. júní 2025



— Meginvextir Sí (vextir á 7 daga bundnum innlánum)
● Væntingar markaðsaðila²

1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við meginvexti Seðlabankans og vexti ríkisbréfa. Brotalínan sýnir framvirka vaxtaferilinn fyrir útgáfu PM 2022/1. 2. Áætlað út frá miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila til veðlávaxta. Könnunin var framkvæmd dagana 19. til 22. apríl 2022.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-3

Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa¹

2. janúar 2015 - 29. apríl 2022



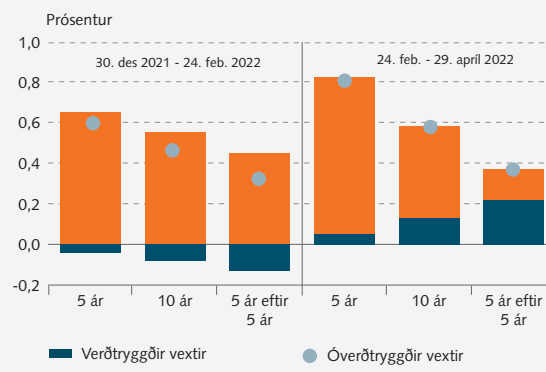
— Óverðtryggð 5 ára — Verðtryggð 5 ára
— Óverðtryggð 10 ára — Verðtryggð 10 ára

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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-4

Sundurgreining breytingar nafnvaxta skuldabréfa¹



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

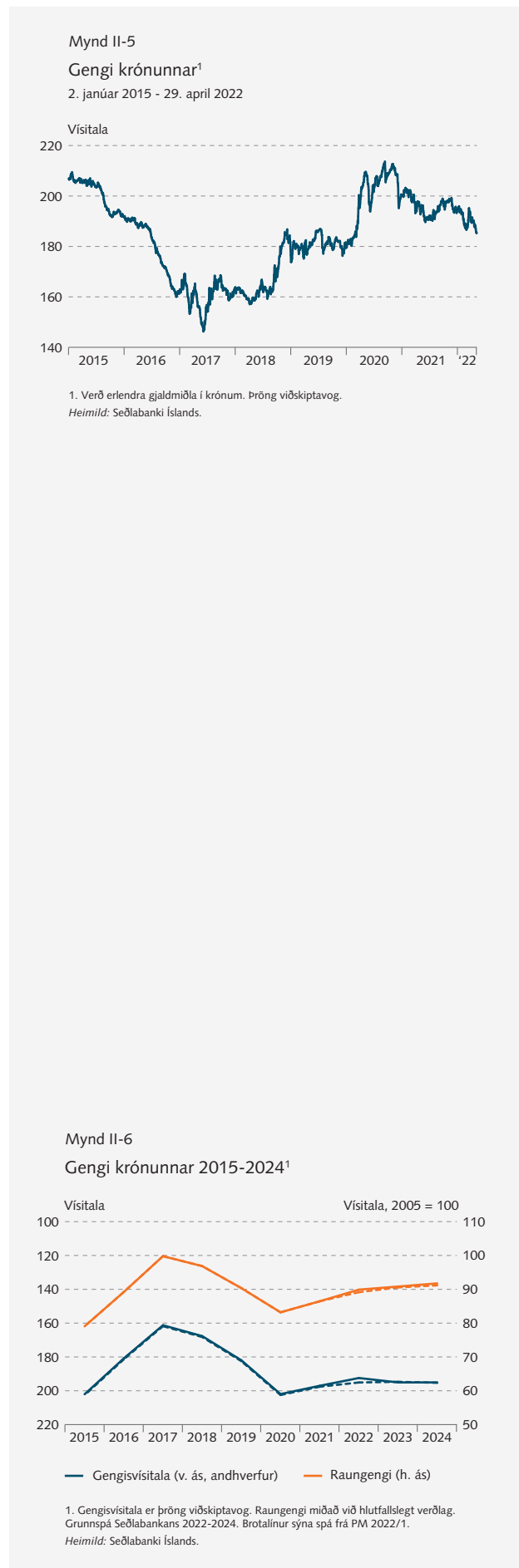
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Þegar það lækkaði skarpt á ný (mynd II-5). Hækkun á gengi krónunnar fram að innrásinni endurspeglar að hluta aukna bjartsýni um slökun sóttvarnaraðgerða og bjartari horfur í efnahagsmálum. Aukin framvirk sala á gjaldeyri studdi enn frekar við gengi krónunnar en heimildir til afleiðuviðskipta með krónuna voru auknar töluvert um mitt síðasta ár. Útflutningsfyrirtæki hafa nýtt þetta aukna svigrúm til að selja framtíðargjaldeyrstekjur sínar framvirkt en líklega hefur spákaupmennska með krónuna einnig aukist. Innrásin í Úkraínu olli hins vegar mikilli óvissu á fjármálamörkuðum og um tíma sóttu fjárfestar í öruggar fjáreignir og gjaldmiðla sem eru eftirsóttir á óvissutímum. Í kjölfarið var töluverður þrýstingur til lækkunar á gengi krónunnar og Seðlabankinn seldi umtalsvert af gjaldeyri í lok febrúar og á fyrstu dögum marsmánaðar í samræmi við inngripastefnu sína. Skörp gengislækkun í kjölfar stríðsátakanna kann þó einnig að skýrast af því að hluti þeirra fjárfesta sem höfðu selt gjaldeyri framvirkt hafi lokað samningum sínum þegar óvissa jókst. Gengi krónunnar tók þó að hækka á ný snemma í mars en hafði þá lækkað um 3,3% frá upphafi innrásarinnar. Það er nú 1% hærra en fyrir innrásina og 3,9% hærra en á sama tíma fyrir ári. Það er nú á svipuðum stað og það var rétt áður en farsóttin barst til landsins seint í febrúar 2020.

Fjármagnsflæði vegna nýfjárfestingar var tiltölulega takmarkað frá miðju síðasta ári fram í mars sl. þegar það jókst lítillega, að hluta vegna sölu ríkissjóðs á hluta í Íslandsbanka en einnig vegna aukinna kaupa á ríkisbréfum. Ekki er útilokað að fjármagnsinnflæði aukist enn frekar er líður á árið þar sem innlendir hlutabréfmarkaður verður færður í flokk nýmarkaðsríkja hjá FTSE-Russell í september nk. Hrein gjaldeyriskaup innlendra lífeyrissjóða námu 14,6 ma.kr. á fyrstu þremur mánuðum ársins en gjaldeyriskaup þeirra hafa minnkað frá því sem var fyrir faraldurinn þar sem erlendar eignir þeirra hafa aukist töluvert og hluti lífeyrissjóða nálgast fjárfestingarmarkmið um hlutfall erlendra eigna.

... og helst svipað út spátímann

Gengisvísitala krónunnar var um 191 stig á fyrsta fjórðungi ársins sem er rúmlega 1% hærra meðalgengi en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Samkvæmt grunnsþánni helst hún svipuð út spátímann (mynd II-6) og verður raungengið því tæplega 6% hærra árið 2024 en það var að meðaltali árið 2021 en ríflega 8% lægra en það var hæst árið 2017.



Peningamagn og útlán

Vöxtur peningamagns drifinn áfram af auknum innlánum fyrirtækja

Ársvöxtur peningamagns mældist 11,8% á fyrsta fjórðungi ársins sem er nokkru meiri vöxtur en á árinu 2021 (mynd II-7). Vöxturinn sótti heldur í sig veðrið er leið á síðasta ár í takt við aukin innlán fyrirtækja. Innlán fyrirtækja hafa aukist í nær öllum atvinnugreinum samhliða aukinni veltu en meginþorra aukningarinnar má þó rekja til þjónustufyrirtækja. Aukin umsvif í ferðþjónustu kunna að skýra þá þróun að hluta en það er þó fjölbreyttur hópur fyrirtækja sem heyrir undir þjónustu. Þá hafa innlán annarra fjármálafyrirtækja í innlánsstofnunum aukist á ný en þau drógust saman nánast allt síðasta ár. Vöxtur innlána heimila er enn töluverður eða um 6,9% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins þó að dregið hafi úr honum frá fyrsta fjórðungi síðasta árs þegar hann var tæplega 11%. Helst það í hendur við hægari vöxt íbúðalána undir lok síðasta árs, minnkandi áhrif faraldursins á neyslugetu einstaklinga og minnkandi sparnað þeirra (sjá kafla III).

Hægt hefur á vexti íbúðalána ...

Ársvöxtur útlána lánakerfisins hefur verið nokkuð stöðugur í um 6% undanfarið ár (mynd II-8). Útlán til heimila skýra sem fyrr bróðurpart aukningarinnar þó að tekið sé að hægja á vexti þeirra. Áætlað er að ársvöxtur útlána lánakerfisins til heimila hafi verið rúmlega 10% á fyrsta fjórðungi ársins en hægt hefur á vextinum frá miðju síðasta ári þegar hann náði hámarki og nam tæplega 11½%. Því er áhrifa vaxtahækkana á vöxt íbúðalána líklega farið að gæta og heimilin virðast í minna mæli nýta aukið veðrymi til að fjármagna önnur neysluútgjöld. Niðurstaða nýrrar útlánakönnunar Seðlabankans frá því í apríl bendir einnig til þess að eftirspurn eftir íbúðalánum muni standa í stað eða minnka á árinu (sjá umfjöllun í rammagrein 3 í *Fjármálastöðugleika 2022/1*). Samfara því að hægt hefur á vexti íbúðalána viðskiptabankanna hafa uppgreiðslur á sjóðsfélagalánum lífeyrissjóða minnkað enda bjóða sumir þeirra nú betri kjör en viðskiptabankarnir.

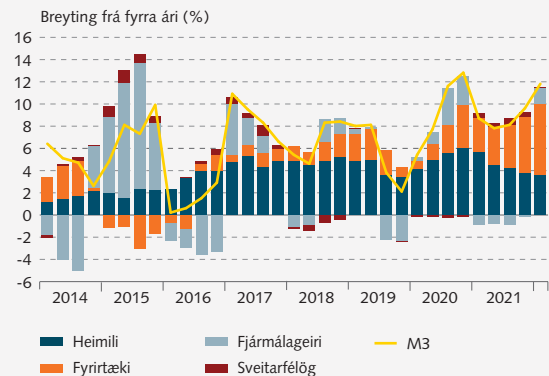
... og samdráttur útlána til fyrirtækja hefur stöðvast

Útlán lánakerfisins til fyrirtækja stóðu nánast í stað milli ára á fyrsta fjórðungi ársins en jukust lítillega að teknu tilliti til áhrifa gengisbreytinga á fyrirtækjalán í erlendum gjaldmiðlum. Hrein ný útlán til fyrirtækja hafa aukist að undanförmu og kann vöxtur útlána til þeirra því að vera að taka við sér eftir samfelldan samdrátt frá ársbyrjun 2021. Endurspeglar það líklega aukna fjárfestingarþörf

Mynd II-7

Peningamagn¹

1. ársfj. 2014 - 1. ársfj. 2022



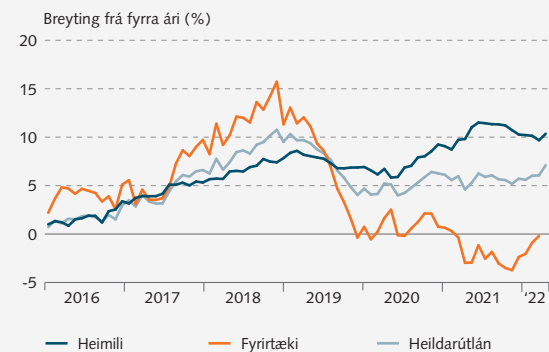
1. M3 er leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálafyrirtækja. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8

Útlán lánakerfis¹

Janúar 2016 - mars 2022



1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Án útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálafyrirtækja og ríkissjóðs. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum. Tölur fyrir mars 2022 eru áætlun Seðlabankans en gögn um útlán fyrirtækja liggja ekki fyrir þann mánuð.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

í takt við aukin efnahagsumsvif og sjást nú fyrstu merki um aukin útlán til byggingargeirans (sjá kafla III). Þá hefur bjartsýni stjórnenda fyrirtækja aukist þótt á móti vegi aukin óvissa vegna stríðsátaka í Evrópu og vaxandi áhrif framboðshnökra. Þrátt fyrir það búast viðskipta-bankarnir ekki við mikilli breytingu á eftirspurn eftir fyrirtækjalánum á árinu. Þá hefur hluti fyrirtækja sótt fjármögnun beint á markað eða í gegnum sérstaka fag-fjárfestasjóði.

Sterk staða heimila og fyrirtækja

Skuldir heimila hafa heldur aukist frá því fyrir faraldurinn en skuldsetning heimila er þó enn hófleg (mynd II-9). Vanskil heimila hafa einnig minnkað og eru lítil í sögulegu samhengi. Þá hefur eignastaða heimila batnað í gegnum faraldurinn og sparnaðarhlutfall þeirra er enn yfir sögulegu meðaltali (sjá kafla III). Því má ætla að við-námsþróttur heimila sé heilt yfir nokkur, m.a. til að mæta áhrifum hærri vaxta og hækkun verðlags.

Væntingar um frekari hækkun vaxta virðast hafa beint fleiri heimilum í óverðtryggð lán með föstum vöxtum þótt vextir þeirra séu hærri en á lánum með breytilegum vöxtum. Vaxtaálag á óverðtryggð húsnæðislán hefur auk þess minnkað lítillega þar sem vextir á nýjum húsnæðislánum hafa hækkað minna en innlánsvextir og meginvextir Seðlabankans (mynd II-10).

Þrátt fyrir efnahagssamdráttinn hafa skuldir fyrirtækja minnkað lítillega frá því fyrir faraldurinn og staða fyrirtækja virðist betri en útlit var fyrir við upphaf farsóttarinnar. Þótt þau fyrirtæki sem urðu fyrir mestum áhrifum af farsóttinni standi enn höllum fæti hefur rekstur fyrirtækja sem urðu fyrir minni áhrifum af faraldurinn í mörgum tilfellum gengið vel. Sum af stærri fyrirtækjum landsins nýttu betra aðgengi að fjármagni og lægri vexti til endurfjármögnunar á betri kjörum þótt vaxtaálag á ný útlán hafi almennt heldur hækkað miðað við þá innlánsvexti sem þeim standa til boða (mynd II-10). Þá hafa útlánatöp bankanna vegna fyrirtækjalána verið minni en gert var ráð fyrir í upphafi faraldursins og vanskil fyrirtækja minnkuðu á síðasta ári.

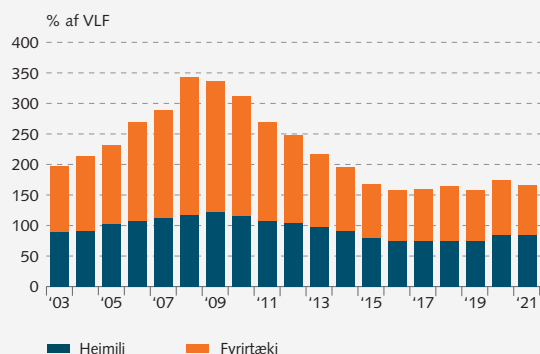
Eignaverð

Lítið framboð íbúða og áframhaldandi hækkun húsnæðisverðs ...

Húsnæðisverð hefur hækkað mikið undanfarið en umsvif á fasteignamarkaði tóku að aukast seint á árinu 2020 og náðu hámarki á fyrri hluta síðasta árs. Lægri vextir, mikill uppsafnaður sparnaður og meiri ráðstöfunartekjur auðvelduðu kaup á stærra húsnæði og gerðu fleiri fyrstu kaupendum kleift að kaupa sína fyrstu eign. Í

Mynd II-9

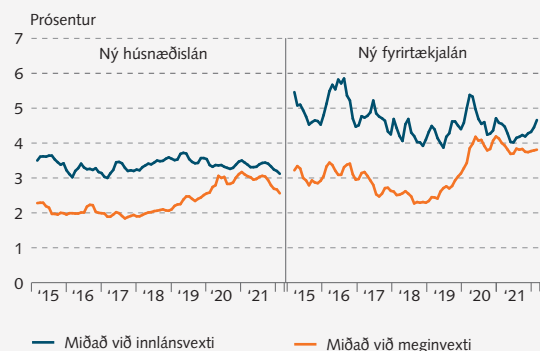
Skuldir heimila og fyrirtækja¹
2003-2021



1. Skuldir við fjármálafyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Án fjármálafyrirtækja og eignarhaldsfélaga.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10

Vaxtaálag á útlánum¹
Mars 2015 - mars 2022



1. Mismunur á vegnum meðalvöxtum á óverðtryggðum útlánum stóru viðskipta-bankanna þriggja og meginvöxtum Seðlabankans annars vegar og vegnum meðalvöxtum á nýjum innlánum hins vegar. Þriggja mánaða hreyfanleg meðaltöl.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

kjölfar hækkunar vaxta frá miðju síðasta ári dró heldur úr umsvifum á markaðnum og er fjöldi kaupsamninga á hverja 1.000 íbúa nú orðinn svipaður og hann var á árunum fyrir faraldurinn (mynd II-11). Húsnæðisverð hefur hins vegar hækkað enn frekar og nam ársþækkun íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu 22,2% í mars sl. sem er sú næst mesta síðan hún náði hámarki í maí 2017 (mynd II-12). Þar vegur lítið framboð íbúða líklega þungt en í apríl voru einungis um 1.000 íbúðir til sölu á landinu öllu samanborið við tæplega 2.200 fyrir ári og hafa ekki verið færri frá upphafi mælinga. Þetta mikla misræmi milli framboðs og eftirspurnar endurspeglast einnig í óvenjuháu hlutfalli íbúða sem seldar eru yfir ásettu söluverði en hlutfallið hefur ríflega fjórfaldast frá miðju ári 2020 og ekki verið hærra frá því að mælingar hófust (mynd II-13). Þá hefur meðalsölutími íbúða jafnframt verið með stysta móti en í mars mældist hann um 1,2 mánuðir.

... sem hefur verið umfram þróun grunnþátta frá miðju síðasta ári

Leiguverð hefur tekið hraustlega við sér á árinu og var 6,3% hærra í mars en í sama mánuði fyrir ári (mynd II-12). Skýrist hækkunin að einhverju leyti af fjölgun innflytjenda og yngra fólki sem leitar í auknum mæli á leigumarkað á ný en hlutfall fyrstu kaupenda er nú aftur tekið að lækka eftir mikla hækkun undanfarin ár. Hækkun íbúðaverðs er þó enn töluvert meiri en hækkun leiguverðs og hlutfall íbúða- og leiguverðs hefur því haldið áfram að hækka og er vel yfir sögulegu meðaltali. Áþekkt þróun hefur átt sér stað í mörgum öðrum þróuðum ríkjum þar sem mikið fjármagn hefur leitað inn á húsnæðismarkað vegna lægri vaxta og ríflegra stuðningsaðgerða á tímum farsóttarinnar (mynd II-14). Líkt og í mörgum þessara ríkja eru merki um að hækkun húsnæðisverðs hafi frá miðju síðasta ári verið umfram það sem skýra megi með þróun þeirra efnahagslegu grunnþátta sem til lengri tíma ráða mestu um þróun þess (mynd II-15).²

Hert fjármálaleg skilyrði og aukið framboð ættu að hægja á hækkun húsnæðisverðs

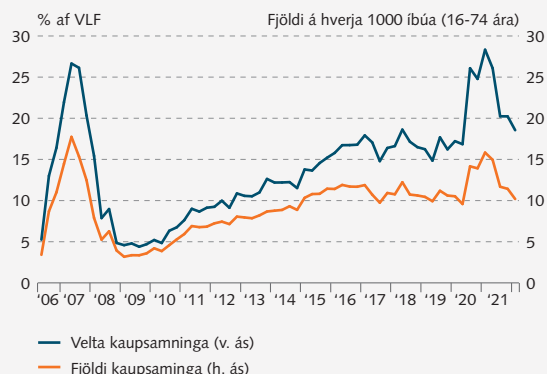
Ljóst virðist að sá fjöldi íbúða sem byggður var á árunum fyrir faraldurinn hafi ekki annað aukinni eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði í kjölfar faraldursins. Eins og rakið er í kafla III hafa byggingarframkvæmdir hins vegar verið að glæðast að undanförunu sem ætti að auka framboð húsnæðis á næstu misserum og létta á verðþrýstingi á markaðnum. Þá ættu lækkan hámarksveðsetningarhlutfalls á nýjum fasteignalánnum og reglur um hámark greiðslu-

2. Miðað við kvika spá út frá húsnæðisverðsjöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans. Sjá nánari umfjöllun í kafla II í *Peningamálaum* 2021/4.

Mynd II-11

Fjöldi og velta kaupsamninga á landinu öllu¹

2. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2022



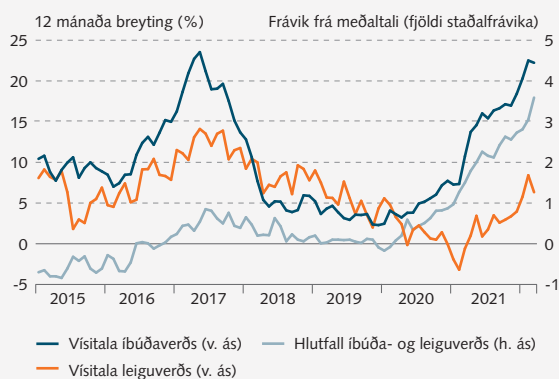
1. Fjöldi og velta kaupsamninga á kaupdegi íbúða. Fjöldi og velta kaupsamninga árstíðarleiðrétt af Seðlabanka Íslands en VLF af Hagstofu Íslands. Grunnspá Seðlabankans fyrir VLF á 1. ársfj. 2022.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12

Húsnæðis- og leiguverð¹

Janúar 2015 - mars 2022



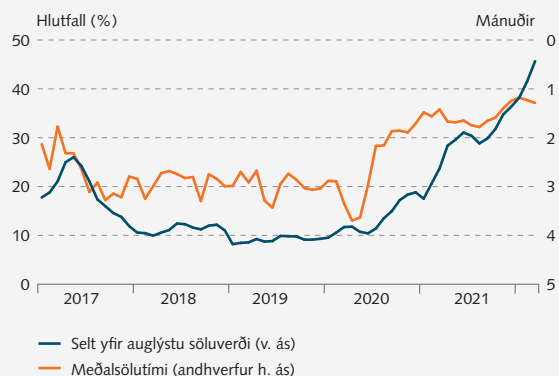
1. Húsnæðis- og leiguverð á höfuðborgarsvæðinu. Frávik hlutfalls húsnæðis- og leiguverðs frá meðaltali 2011-2022 mælt í fjölda staðalfrávika.

Heimildir: Þjóðskrá Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-13

Íbúðir seldar yfir auglýstu söluverði og meðalsölutími á landinu öllu¹

Janúar 2017 - mars 2022



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

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

byrðar þeirra ásamt vaxtahækkunum Seðlabankans einnig að hægja á hækkun húsnæðisverðs.

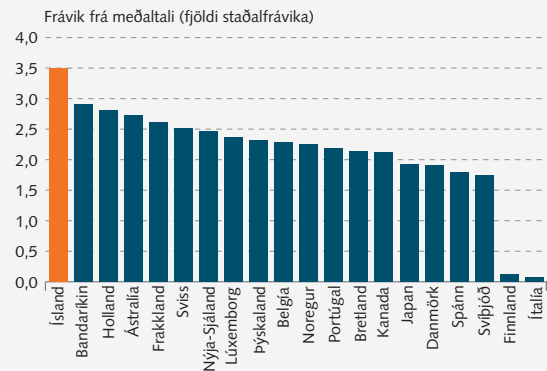
Samkvæmt grunnsþá bankans eru horfur á að það hægi á verðhækkun húsnæðis á seinni hluta þessa árs en nokkur óvissa er þó til staðar. Þannig hafa stríðsátök í Evrópu leitt til mikillar verðhækkunar fjölda hrávara og skortur gæti orðið á aðföngum. Það gæti gert byggingarverktökum erfitt fyrir og leitt til bakslags í framboði húsnæðis og frekari hækkunar húsnæðiskostnaðar. Þá er einnig nokkur óvissa um áhrif komandi kjarasamninga og efnahagshorfur almennt. Mikil fjölgun innflytjenda og aukin skammtímaleiga húsnæðis fyrir erlenda ferðamenn gæti einnig sett meiri þrýsting á húsnæðisverð en nú er gert ráð fyrir.

Sveiflur á hlutabréfamarkaði í kjölfar innrásar

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI10, hefur lækkað um tæp 11% frá áramótum (mynd II-16). Líkt og víða erlendis var töluverður órói á hlutabréfamarkaði eftir innrás Rússa í Úkraínu sem olli því að hlutabréfaverð skráðra félaga í kauphöll Nasdaq lækkaði þegar fjárfestar leituðu í öruggari eignir. Lækkunin í kjölfar innrásarinnar varð mest 12% snemma í mars og virðist mikið hafa verið um kröfur um auknar tryggingar og að framvirkum samningum hafi verið lokað að fullu eða að hluta. Lækkunin hefur að stórum hluta gengið til baka en hlutabréfaverð er þó enn tæplega 7% lægra en það var fyrir innrásina. Velta á hlutabréfamarkaði var 357 ma.kr. á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er 35% meiri velta en á sama tíma í fyrra.

Mynd II-14

Húsnæðisverð í hlutfalli við leiguverð í völdum OECD-ríkjum¹



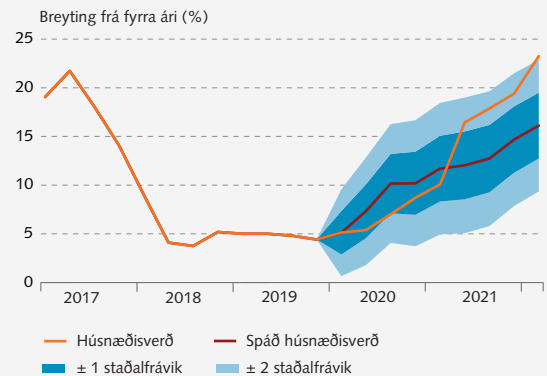
1. Tölur fyrir Ísland á 1. ársfj. 2022 en 4. ársfj. 2021 fyrir önnur lönd nema Holland og Nýja-Sjáland á 3. ársfj. 2021 og Japan á 2. ársfj. 2021.

Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Þjóðskrár Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-15

Raunverulegt og spáð húsnæðisverð¹

1. ársfj. 2017 - 1. ársfj. 2022



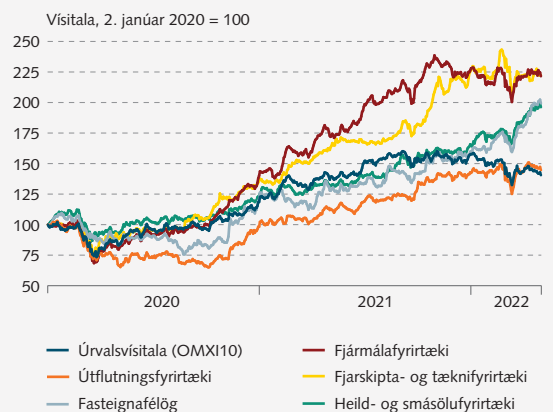
1. Spáð ársbreyting húsnæðisverðs út frá kvikri (e. dynamic) spá frá 1. ársfj. 2020 til 1. ársfj. 2022 með húsnæðisverðsjöfnu áþekkrri húsnæðisverðsjöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans metinni fyrir tímabilið 3. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2017.

Heimildir: Þjóðskrár Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-16

Gengi hlutabréfa fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar¹

2. janúar 2020 - 29. apríl 2022



1. Meðaltal breytinga gengis hlutabréfa skráðra fyrirtækja eftir tegund atvinnurekstrar, leiðrétt fyrir arðgreiðslum og hlutafjárþækkunum.

Heimildir: Kodiak Pro, Nasdaq Ísland.

Eftirspurn og hagvöxtur



Innlend eftirspurn einkaaðila

Kröftugur vöxtur einkaneyslu á fjórða ársfjórðungi í fyrra ...

Neysluútgjöld heimila jukust allt síðasta ár og færðist vöxturinn í aukana seinni hluta ársins (mynd III-1). Heimilin héldu áfram að ganga á sparnað sem byggst hafði upp eftir að faraldurinn skall á og sparnaðarhlutfallið hefur því færst nær því sem það var fyrir farsóttina. Útgjaldasamsetning einkaneyslu hefur einnig færst nær því sem hún var fyrir farsóttina en samsetning hennar árið 2020 litaðist að miklu leyti af áhrifum sóttvarnaaðgerða stjórnvalda á útgjaldamöguleika heimila (mynd III-2).

Einkaneysla jókst um 12,9% milli ára á fjórða fjórðungi síðasta árs og hefur álíka vöxtur ekki mælst síðan á öðrum ársfjórðungi 2005. Vöxturinn reyndist því meiri en sá 11% vöxtur sem gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Á árinu öllu jókst einkaneysla um 7,6% en í febrúar hafði verið gert ráð fyrir 6,8% vexti. Þessi mikli bati einkaneyslu endurspeglar að hluta veruleg grunnáhrif eftir 2,9% samdrátt árið áður en einnig áhrif lækkunar vaxta, fjölgunar starfa og vaxandi kaupmáttar heimila ásamt aukinni bjartsýni þeirra.

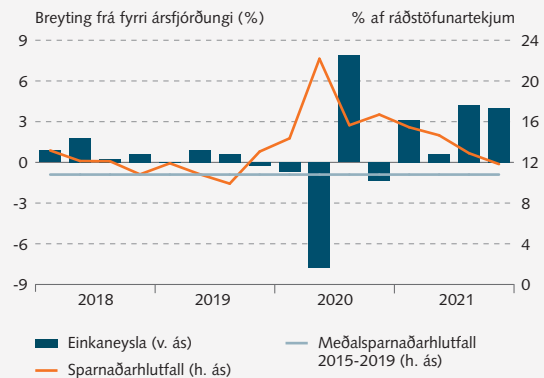
... en vísbendingar eru um að vöxturinn hafi gefið eftir á fyrsta fjórðungi þessa árs ...

Smitum tók verulega að fjölga eftir því sem leið á haustið og um miðjan nóvember sl. var aftur hert á sóttvörnum. Í lok febrúar var öllum sóttvarnaaðgerðum innanlands og við landamæri aflétt þótt smitum hafi haldið áfram að fjölga í byrjun árs enda greinilegt að skaðleg áhrif farsóttarinnar fóru minnkandi. Fólk virðist hins vegar hafa farið hægt af stað m.a. vegna viðtækra veikinda

Mynd III-1

Einkaneysla og sparnaður heimila¹

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2021

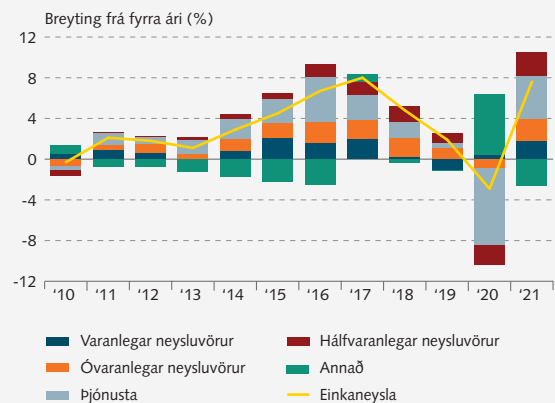


1. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur. Árstíðarleiðrétt gögn.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-2

Einkaneysla og framlag undirlíða 2010-2021¹



1. „Annað“ er starfsemi samtaka og útgjöld Íslendinga erlendis umfram útgjöld erlendra ferðamanna á Íslandi.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

og slæms veðurfars og endurspeglast það í tölum um umferð sem var minni á fyrstu þremur mánuðum þessa árs en á sama tíma í fyrra. Litill vöxtur var jafnframt í veltu greiðslukorta innanlands en þess í stað hefur vöxtur í greiðslukortaveltu í heild verið keyrður áfram af kröftugri aukningu í kortaveltu Íslendinga erlendis (mynd III-3). Þessi þróun rímar við tölur frá Rannsóknarsetri verslunarinnar þar sem mikil aukning hefur verið í kortaveltu hjá ferðaskrifstofum en einnig við vísitölu Gallup um fyrirhugaðar utanlandsferðir. Nýskráningar bifreiða (án bílaleigna) benda einnig til aukinna neysluútgjalda en nýskráningum fjölgaði um tæp 16% á fyrstu tveimur mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Heimilin virðast hins vegar ekki jafn bjartsýn og þau voru í fyrrihaust þótt þau séu enn töluvert bjartsýnni en þau voru seint á árinu 2020. Grunnspá bankans gerir því ráð fyrir að einkaneysla hafi aukist um 3,8% milli ára á fyrsta fjórðungi sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en spáð var í febrúar enda var slakað hraðar á sóttvarnaraðgerðum en þá var áætlað.

... og horfur fyrir árið í heild hafa versnað frá því í febrúar

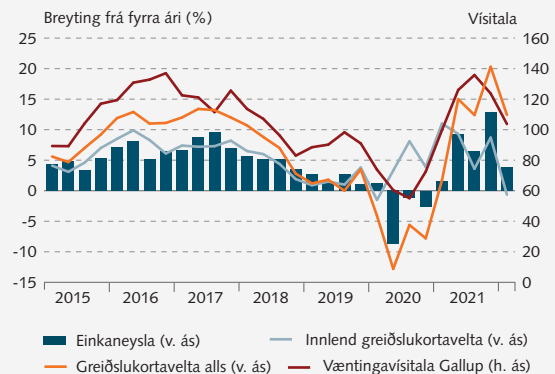
Horfur um vöxt einkaneyslu í ár hafa heldur versnað frá febrúarspá bankans. Stríðsátökun í Evrópu gætu aukið varkárni heimila í útgjaldaákvörðunum þar sem mikil aukning verðbólgu dregur úr kaupmætti þeirra. Sterk staða flestra heimila og hátt sparnaðarstig vega þó á móti. Þessu til viðbótar eru áhrifin á framfærslukostnað heimila vegna hækunar orkuverðs minni hér á landi en á meginlandi Evrópu þar sem vatnsafl og jarðvarmi er notað hér til húshitunar fremur en olía og jarðgas (sjá rammagrein 2).

Samkvæmt grunnsþá bankans er gert ráð fyrir að vöxtur einkaneyslu verði 3,1% í ár sem er 0,4 prósentum minni vöxtur en spáð var í febrúar (mynd III-4). Þar vegast á kröftugri vöxtur á fyrsta fjórðungi og lakari horfur það sem eftir lifir ársins. Þá bætast við grunnáhrif vegna meiri vaxtar einkaneyslu í fyrra. Horfur fyrir næstu tvö ár eru einnig heldur lakari en talið var í febrúar: spáð er 3% vexti á næsta ári og 2,7% árið 2024.

Kröftugur vöxtur atvinnuvegafjárfestingar í fyrra ...

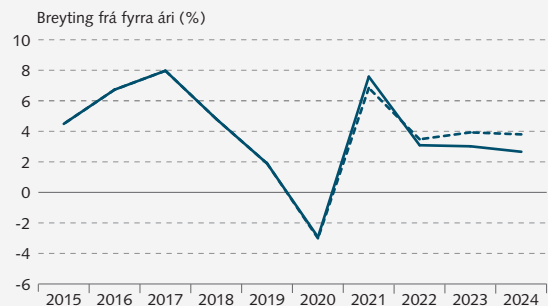
Fjárfesting atvinnuveganna jókst um 23,1% á síðasta ári eftir að hafa dregist saman á milli ára þrjú ár þar á undan. Almenn atvinnuvegafjárfesting (þ.e. atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla) jókst um 19,7% en framlag fjárfestingar í skipum og flugvélum var einnig mikið (mynd III-5). Ársvöxturinn náði hámarki á öðrum fjórðungi ársins þegar mikið var flutt inn af flugvélum en á seinni hluta ársins jókst framlag almennrar atvinnu-

Mynd III-3
Einkaneysla og vísendingar¹
1. ársfj. 2015 - 1. ársfj. 2022



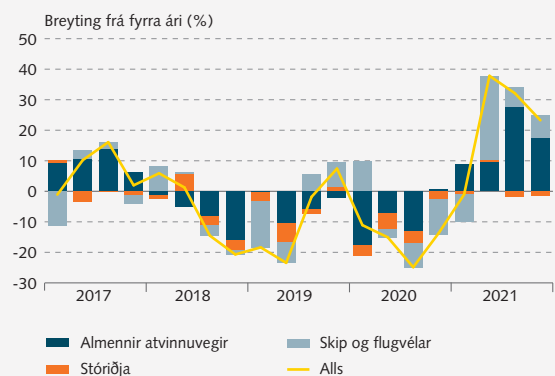
1. Væntingavísitala Gallup er árstíðarleiðrétt. Grunnspá Seðlabankans 1. ársfj. 2022 fyrir einkaneyslu.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-4
Einkaneysla 2015-2024¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2021-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2022/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5
Fjárfestingarmyndun atvinnuvega og framlag undirliða
1. ársfj. 2017 - 4. ársfj. 2021



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

vegafjárfestingar. Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar í fyrra var heldur meiri en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans.

... og útlit fyrir áframhaldandi vöxt í ár

Horfur eru á að fjármunamyndun hafi einnig verið sterk á fyrsta fjórðungi þessa árs þrátt fyrir að vísbendingar séu um að dregið hafi úr ársvextinum frá fyrri fjórðungi. Innflutningur almennra fjárfestingarvara jókst t.d. minna milli ára á fjórðungnum en á sama tíma í fyrra (mynd III-6). Þá kunna umsvif í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð að hafa verið minni á fyrsta ársfjórðungi en í venjulegu árferði vegna slæms tíðarfars.

Könnun Seðlabankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja sem framkvæmd var í febrúar og mars bendir til þess að þau áformi að auka við fjárfestingu í ár um u.þ.b. 30% að nafnvirði frá fyrra ári (mynd III-7). Það er mun meiri aukning fjárfestingarútgjalda en kom fram í samsvarandi könnun frá því í september. Niðurstöðurnar benda til þess að vöxtur verði í flestum atvinnugreinum en framlag fjármunamyndunar í ferðapjónustu og flutningastarfsemi vegur þyngst. Niðurstöður fyrirtækjakönnunar Gallup á meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sem framkvæmd var í febrúar og mars benda einnig til þess að stjórnendur séu bjartsýnir um fjárfestingu ársins. Samkvæmt þeirri könnun telur um þriðjungur stjórnenda að fjárfesting í ár verði meiri en í fyrra, tvöfalt fleiri en þeir sem telja að fjárfesting verði minni í ár.

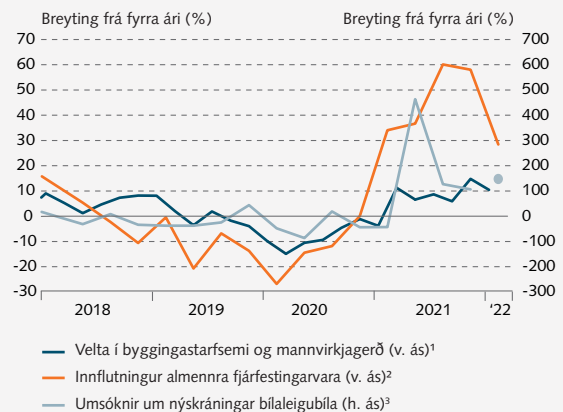
Þessar kannanir voru ýmist gerðar fyrir innrás Rússa í Úkraínu eða stuttu eftir að hún hófst en óvíst er hver áhrif hennar verða á fjárfestingaráform fyrirtækja (sjá rammagrein 2). Einhver fyrirtæki kunna þó að fresta áformum sínum vegna aukinnar óvissu um innlenda og erlenda eftirspurn, hækkandi aðfangaverðs eða skorts á aðföngum.

Vísbendingar gefa engu að síður tilefni til að ætla að fjárfesting atvinnuveganna verði meiri í ár en talið var í febrúarspá bankans. Nú er gert ráð fyrir 9,5% vexti milli ára sem er liðlega 6 prósentum meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúar. Talið er að almenn atvinnuvegafjárfesting hafi aukist um 12,7% á fyrsta ársfjórðungi sem er minni vöxtur en í síðustu spá en að vöxtur á árinu öllu verði ívið meiri en í febrúar eða 10,8%. Við þetta bætist kröftugur vöxtur stóriðjufjárfestingar en samkvæmt áætlunum fyrirtækja í orkufrekum iðnaði eykst hún um 43% á árinu. Þá er búist við minni samdrætti atvinnuvegafjárfestingar á næsta ári en í fyrri spá en mikil fjárfesting í flugvélum og skipum í ár veldur því að fjárfestingarstigið lækkar milli ára.

Mynd III-6

Vísbendingar um almenna atvinnuvegafjárfestingu

1. ársfj. 2018 - 1. ársfj. 2022

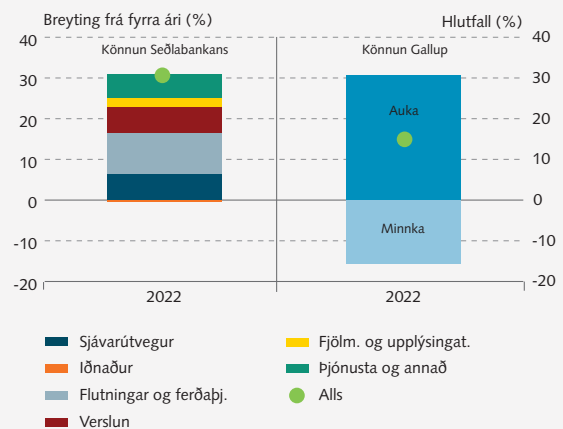


1. Samanlögð velta í byggingastarfsemi og mannvirkjagerð. Gögnin eru eftir tveggja mánaða virðisaukaskattstímabilum og staðvirt með byggingavísitölu. 2. Samanlagt innflutningsverðmæti almennra fjárfestingarvara og flutningatækja til atvinnurekstrar, þó ekki skipa og flugvéla, staðvirt með gengisvísitölu. 3. Punkturinn sýnir áætlun fyrir fyrsta ársfj.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Fjárfestingaráform fyrirtækja 2022¹



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 vöxtur íbúðafjárfestingar í ár en spáð var í febrúar

Íbúðafjárfesting dróst saman um 4,4% milli ára í fyrra sem er svipað og gert var ráð fyrir í febrúar. Vísbendingar eru um að nokkur kraftur hafi færst í nýframkvæmdir á undanföllum mánuðum og sýnir ný talning Samtaka iðnaðarins og Húsnæðis- og mannvirkjastofnunar að íbúðum á fyrri byggingarstigum hafi fjölgað nokkuð frá sl. hausti (mynd III-8). Óvissa er þó um horfurnar vegna stríðsátakanna sem hafa nú þegar haft í för með sér mikla hækkun á verði nauðsynlegra aðfanga til byggingariðnaðar sem framleidd eru í Austur-Evrópu. Einnig kann skortur á mikilvægum aðföngum að valda töfum á byggingarframkvæmdum. Við þetta bætast áhyggjur stjórnenda af hækkandi launakostnaði í byggingariðnaði samkvæmt vorkönnun Gallup. Horfur um íbúðafjárfestingu á þessu ári eru nokkrum lakari en í febrúarspánni og er nú gert ráð fyrir 5,5% vexti í stað tæplega 10% vaxtar í febrúar. Horfurnar út spátímamann eru þó betri en í febrúar. Gangi spá bankans eftir verður hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu komið í 6½% í lok spátímans sem er rúmum 2 prósentum umfram meðaltal undanfarins aldarfjórðungs.

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

Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að fjármunamyndun verði 6,9% meiri í ár en í fyrra (mynd III-9). Fjárfesting í ár er að mestu drifin af aukinni almennri atvinnuvegafjárfestingu og fjárfestingu í orkufrekum iðnaði en á móti vegur samdráttur í fjárfestingu í flugvélum og skipum sem rekja má til grunnáhrifa vegna mikils innflutnings skipa og flugvéla í fyrra. Horfur eru á að fjármunamyndun vaxi hraðar á öllum spátímanum og verður hlutfall fjárfestingar og landsframleiðslu komið í tæplega 23% í lok hans sem er 1 prósentu hærra hlutfall en spáð var í febrúar.

Hið opinbera

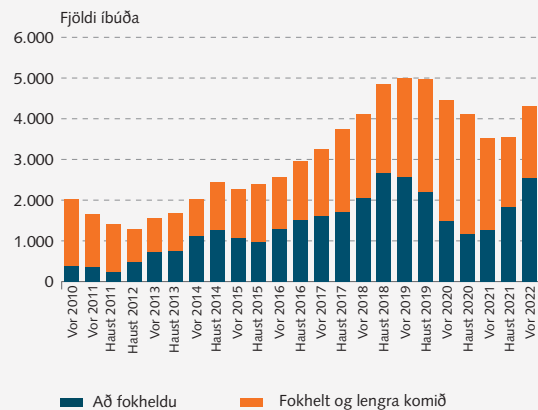
Hóflægur vöxtur eftirspurnar hins opinbera á spátímanum

Eftirspurn hins opinbera jókst um rúm 3% á síðasta ári en rekja mátti vöxtinn til jafns til samneyslu og fjárfestingar. Í ár er áætlað að eftirspurnin vaxi umtalsvert hægar eða um 1,6% þar sem talið er að fjárfesting standi svo til í stað milli ára.

Í kjölfar farsóttarinnar jókst vægi samneyslu og fjárfestingar hins opinbera í landsframleiðslunni töluvert. Í ár gengur þessi aukning að hluta til baka og á næstu árum er búist við heldur minni vexti eftirspurnar hins opinbera

Mynd III-8

Íbúðir í byggingu á höfuðborgarsvæðinu¹

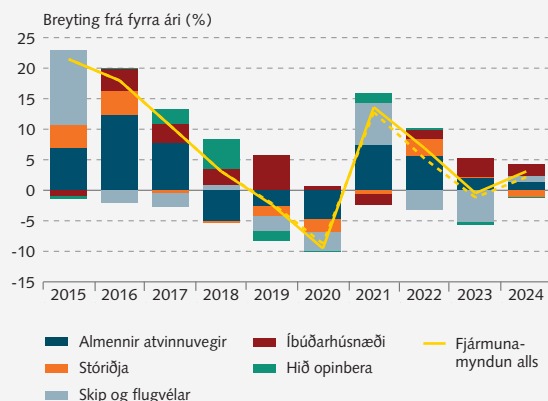


1. Samkvæmt íbúðatalningum Samtaka iðnaðarins og HMS.

Heimildir: Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Samtök iðnaðarins.

Mynd III-9

Fjármunamyndun og framlag helstu undirlíða 2015-2024¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotlina sýnir spá frá PM 2022/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

en á undanförnum árum. Í spánni er búist við að vöxtur samneyslu verði milli 1½-2% á ári á sama tíma og að fjárfesting hins opinbera dragist lítillega saman. Gangi þetta eftir verður hlutdeild samneyslu og fjárfestingar hins opinbera í landsframleiðslunni nálægt 30% við lok spátímans sem þó er mun hærra en meðaltal síðasta aldarfjórðungs.

Verulega dregur úr hallarekstri ríkissjóðs í ár þegar mótvægisáðgerðir renna sitt skeið

Halli á rekstri ríkissjóðs á síðasta ári nam 8,2% af landsframleiðslu sem er álíka mikill halli og árið 2020 (mynd III-10). Auk áhrifa efnahagssamdráttarins í kjölfar farsóttarinnar vógu mótvægisáðgerðir stjórnvalda þungt í hallarekstrinum.

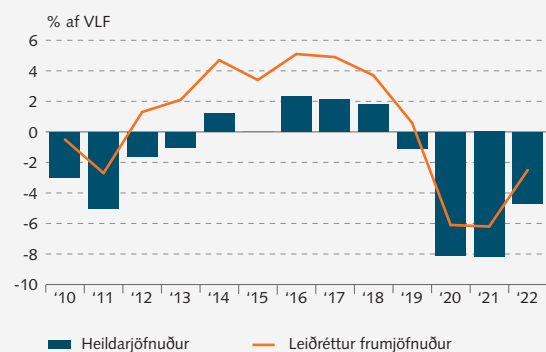
Í grunnspá bankans er áætlað að halli ríkissjóðs verði 4,7% af landsframleiðslu í ár og má rekja afkomubata frá fyrra ári til þess að verulega dregur úr mótvægisáðgerðum tengdum farsóttinni auk þess sem tekjustofnar ríkissjóðs halda áfram að styrkjast samhliða vaxandi efnahagsumsvifum. Þessu til viðbótar er í ár búist við mikilli aukningu arðgreiðslna frá fyrirtækjum í eigu ríkissjóðs. Á móti þessu kemur útgjaldaaukning fjárlaga, endurgreiðsla virðisaukaskatts vegna átaksins „Allir vinna“ auk annarra minni breytinga á tekjuhlíð ríkisfjármálanna í fjárlögum sem samanlagt má ætla að auki halla ríkissjóðs um ríflega ½% af landsframleiðslu.

Mikill viðsnúningur í aðhaldsstigi ríkisfjármála

Á sama tíma og áhrifa farsóttarinnar og sóttvarnaaðgerða hefur gætt hefur ríkisfjármálum verið beitt til þess að styðja við heimili og fyrirtæki. Á síðustu tveimur árum er áætlað að stuðningur ríkisfjármálanna mældur í breytingu hagsveifluleiðréttrar afkomu hafi samtals numið tæplega 6% af landsframleiðslu sem að miklu leyti má rekja til tímabundinna mótvægisáðgerða vegna farsóttarinnar (sjá *Peningamál 2021/2* og *2021/4*). Í ár rennur stór hluti mótvægisáðgerðanna sitt skeið eins og fyrr segir. Aðhaldsstig ríkisfjármálanna eykst fyrir vikið og nemur sú aukning rúmlega 3% af landsframleiðslu (mynd III-11).

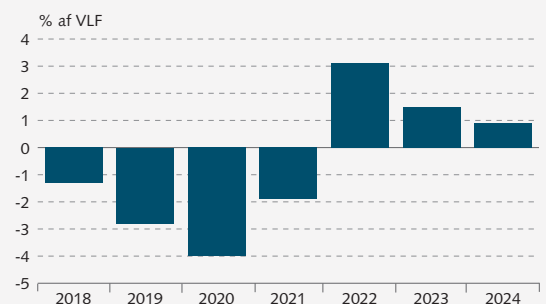
Á næstu tveimur árum er áætlað að tekjur ríkissjóðs vaxi í takt við landsframleiðsluna og þróun undirliggjandi tekjustofna. Samhliða því að þjóðarbúið vinnur sig úr þeim aðstæðum sem farsóttin skapaði minnkar þrýstingur á útgjöld hins opinbera. Í grunnspánni er því gert ráð fyrir að útgjöld ríkissjóðs lækki lítillega í hlutfalli við landsframleiðslu á næstu árum. Aðhald í rekstri ríkissjóðs heldur því áfram að aukast á næstu tveimur árum en þó minna en í ár.

Mynd III-10
Afkoma ríkissjóðs 2010-2022¹



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

Mynd III-11
Breyting á hagsveifluleiðréttrum frumjöfnuði ríkissjóðs 2018-2024¹



1. Leiðrétt er fyrir óreglulegum og einskiptisliðum. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Uppsafnaður halli í nýrri fjármálaáætlun stjórnvalda minnkar verulega frá fyrri áætlun

Í nýlega birtri fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar er að finna uppfært mat á afkomu ársins í ár og er þar búið við minni halla um sem nemur ½% af landsframleiðslu en kveðið var á um í fjárlögum ársins eða 4,6% (A-hluti samtals). Afkoma ríkissjóðs fer batnandi milli ára og gerir fjármálaáætlunin ráð fyrir að aukning skulda ríkissjóðs sem hlutfall af landsframleiðslu stöðvist árið 2025. Veruleg breyting er á afkomuhorfum frá síðustu fjármálaáætlun sem að mestu leyti endurspeglar breyttar efnahagshorfur. Þannig er uppsafnaður halli ríkissjóðs yfir tímabilið 2021-2026 nú talinn verða minni um sem nemur rúmum 6% af landsframleiðslu samanborið við fjármálaáætlun ríkisstjórnarinnar frá síðasta ári (mynd III-12).

Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

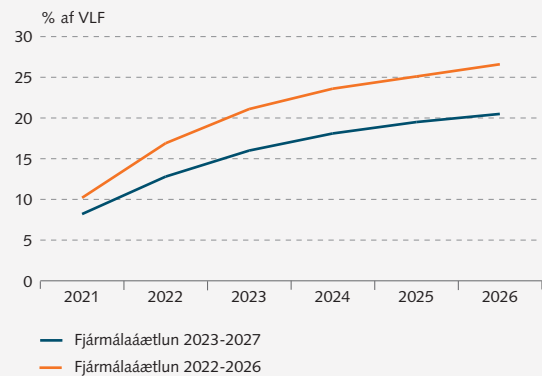
Áframhaldandi bati í ferðapjónustu á fjórða ársfjórðungi en á móti vó samdráttur annarrar þjónustu

Útflutningur vöru og þjónustu jókst um 8,6% milli fjórðunga á fjórða fjórðungi síðasta árs (mynd III-13). Á árinu í heild nam ársvöxturinn 12,3% sem er tæpum 2 prósentum undir því sem gert var ráð fyrir í febrúar. Þjónustuútflutningur jókst um 36% milli ára á fjórðungnum, sem er nokkru hægari vöxtur en fjórðungana á undan, og um 20,3% á árinu í heild. Hann er þó enn um fjórðungi minni en í lok árs 2019 áður en COVID-19-faraldurinn hófst. Vöxtur þjónustuútflutnings á fjórðungnum skýrist einkum af bata í ferðapjónustu líkt og gert var ráð fyrir. Það hægði þó lítillega á batanum í kjölfar fjölgunar smita og útbreiðslu Ómíkrón-afbrigðis veirunnar og námu heildartekjur af ferðapjónustu um 62% af tekjum sama tímabils á árinu 2019 á föstu gengi. Meðalútgjöld á hvern ferðamann jukust töluvert í kjölfar faraldursins en dregið hefur úr þeim áhrifum eftir því sem ferðamönnum hefur fjölgað og á fjórða ársfjórðungi voru meðalútgjöld þeirra um fimmtungi hærra en þau voru að jafnaði áður en faraldurinn hófst.

Önnur útflutt þjónusta hélt aftur á móti áfram að dragast saman á fjórðungnum og nam samdrátturinn 9,2% á árinu í heild sem má einkum rekja til um fjórðungs samdráttar í útflutningi tengdum afnotatekjum af hugverkum lyfjafyrirtækja auk tæplega þriðjungs samdráttar rannsókn- og þróunarþjónustu. Frávikðið frá spá bankans í febrúar um vöxt útflutnings mátti að mestu leyti rekja til þess að búið var við minni samdrætti þessara liða.

Mynd III-12

Uppsafnaður halli ríkissjóðs árána 2021-2026 í Fjármálaáætlun

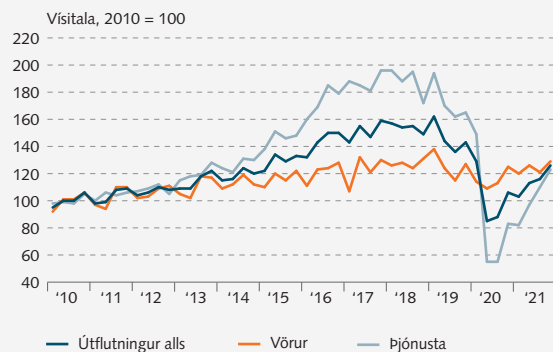


Heimildir: Fjármálaáætlun 2022-2026, Fjármálaáætlun 2023-2027.

Mynd III-13

Útflutningur vöru og þjónustu¹

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2021



1. Árstíðarleiðréttar magnvísitölur.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Ómíkrón-bylgjan hægði á bata í ferðaþjónustu í byrjun árs ...

Í takt við febrúarspá bankans hægði mikil fjölgun smita á fjölgun ferðamanna á fyrsta fjórðungi ársins. Voru þeir tæplega 245 þúsund á fjórðungnum eða líðlega helmingur af fjölda þeirra á sama tíma árið 2019. Erlend kortavelta bendir til þess að meðalútgjöld ferðamanna hafi verið aðeins lægri en á fjórðungnum á undan. Vísbendingar eru aftur á móti um að tekjur innlendra flugfélaga hafi dregist nokkru meira saman milli fjórðunga en áætlað var en skiptifarþegum fækkaði töluvert meira en öðrum farþegum sem einnig má rekja til truflana á flugumferð yfir landinu vegna slæms veðurfars í febrúar. Hins vegar hefur dregið hratt úr hömlum á ferðalög milli landa á fyrstu mánuðum ársins og er bólusettum farþegum nú frjálst að ferðast til stærstu markaðssvæða Evrópu án þess að sæta sóttkví eða sýna niðurstöðu COVID-prófs.

... og stríðsátök setja svip sinn á horfurnar þótt áfram sé gert ráð fyrir kröftugum bata í ferðaþjónustu

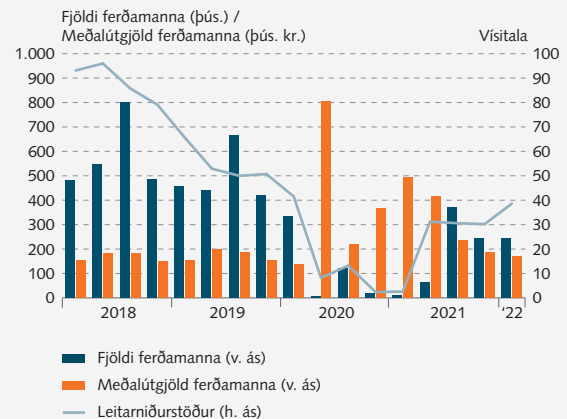
Þrátt fyrir minni hömlur á ferðalög og bætтар horfur um farsóttina hafa horfur fyrir árið í ár versnað frá því í febrúar vegna innrásar Rússa í Úkraínu og áhrifa hennar á alþjóðlegar verðbólgu- og hagvaxtarhorfur (sjá umfjöllun í kafla I og rammagrein 2). Enn sem komið er hefur ekki borið á áhrifum stríðsins á ferðaþjónustu aðila héraendis og eru áætlanir innlendra flugfélaga í ár áþekkar og í febrúar. Áfram eru horfur á mikilli aukningu flugframboðs þegar líður á annan ársfjórðung og útlit er fyrir að það verði svipað í vor og sumar og það var árið 2019. Þá hefur leitum að gistingu og flugi til Íslands á leitarvél Google fjölgað frá seinni hluta síðasta árs og er fjöldinn orðinn sambærilegur og áður en faraldurinn hófst (mynd III-14).

Áfram er því gert ráð fyrir kröftugum bata í ferðaþjónustu í ár þótt áætlað sé að áhrifa aukinnar óvissu og minnkandi kaupmáttar í helstu viðskiptalöndum auk herra farmiðaverðs sakir hækkandi olíuverðs fari að gæta þegar líður á árið. Batinn verður því heldur hægari en áður var spáð. Gert er ráð fyrir að 1,4 milljónir erlendra ferðamanna komi hingað til lands í ár og að meðalútgjöld þeirra verði lítillega minni en áður var áætlað (mynd III-15). Búist er við að áhrifanna gæti fram á fyrri hluta næsta árs en hversu mikil og langvarandi þau verða fer eftir því hversu hratt horfur í heimsbúskapnum batna á ný. Líkt og áður er áætlað að bati ferðaþjónustu haldi áfram á næsta ári og ferðamönnum fjölgi milli ára þótt vöxturinn verði lítillega minni en áður var spáð. Samkvæmt spánni verður heildarfjöldi ferðamanna tæplega 1,7 milljónir á árinu í heild.

Mynd III-14

Vísbendingar um umsvif í ferðaþjónustu¹

1. ársfj. 2018 - 1. ársfj. 2022



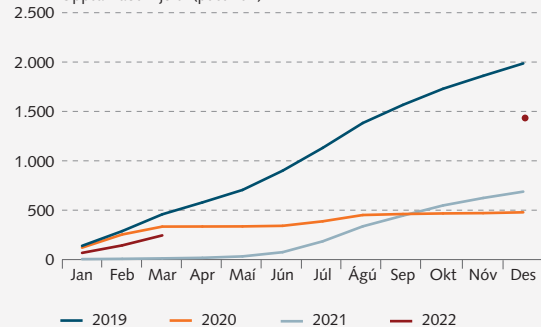
1. Meðalútgjöld miðað við útlutning ferðalaga á föstu gengi, 1. ársfj. 2022 áætlaður út frá erlendra kortaveltu. Fjöldi ferðamanna út frá brottförum erlendra farþega um Keflavíkurlugvöll. Leitarniðurstöður út frá þáttalkani sem tekur saman tíðni fimm ólíkra leitarniðurstöðna sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google-leitarvélinni (árstíðarleiðrétt).

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

Mynd III-15

Brottfarir erlendra farþega um Keflavíkurlugvöll 2019-2022¹

Uppsafnaður fjöldi (þúsundir)



1. Uppsafnaður fjöldi hvers árs. Punkturinn sýnir heildarfjölda 2022 samkvæmt grunnsþá Seðlabankans.

Heimildir: Ferðamálastofa, Isavia, Seðlabanki Íslands.

Vegna heldur lakari horfa í ferðapjónustu og verri horfa annarrar þjónustu í kjölfar samdráttarins í fyrra er gert ráð fyrir nokkru hægari vexti þjónustuútflutnings á árinu eða tæplega 35% í stað rúmlega 39% í febrúar. Vegna grunnáhrifa er vöxturinn þá nokkru meiri á næsta ári eða um 15% í stað 11% í febrúar.

Lítills háttar vöxtur í vöruútflutningi á fjórða ársfjórðungi líkt og áætlað var ...

Vöruútflutningur jókst um 2,8% milli ára á fjórða ársfjórðungi í fyrra og um 7,6% á árinu í heild líkt og áætlað var í febrúarspá bankans. Útflutningur sjávarafurða jókst um 9,7% á árinu sem mátti einkum rekja til aukins loðnuútflutnings en á móti vó samdráttur í þorskútflutningi, aðallega á fjórða ársfjórðungi, vegna minni aflaheimilda á núverandi fiskveiðiári. Þá jókst útflutningur kísilafurða einnig áfram á fjórða fjórðungi en álútflutningur stóð nánast í stað milli ára á fjórðungnum og á árinu í heild.

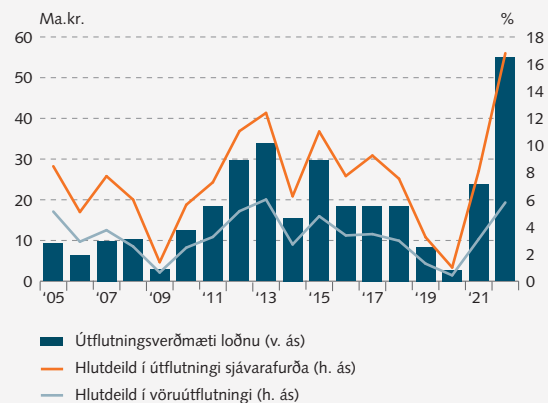
... en horfur fyrir árið í ár hafa batnað vegna mikils vaxtar annars vöruútflutnings á fyrsta ársfjórðungi

Horfur eru áfram á auknum útflutningi sjávarafurða í ár vegna sögulega stórs loðnukvóta en útlit er fyrir lítills háttar minni vöxt en gert var ráð fyrir í febrúar þar sem ekki náðist að veiða allan kvótann sökum erfiðrar vertíðar og slæmra veðurskilyrða. Þrátt fyrir það er loðnuafllinn sá stærsti síðan á vertíðinni 2011-2012 (mynd III-16). Líkt og fjallað er um í kafla I hefur verðlækkun afurðanna aftur á móti verið ívið minni en áætlað var og heildarverðmæti vertíðarinnar því áþekkt því sem áður var spáð. Áætlað er að bein áhrif innrásarinnar í Úkraínu á vöruútflutning verði takmörkuð og ef viðskipti við Rússland, Hvíta-Rússland og Úkraínu stöðvast, verði sjávarafurðir sem ætlaðar voru á þessa markaði að miklu leyti seldar annað (sjá rammagrein 2). Útlit er fyrir að álframleiðsla verði einnig ívið minni í ár en spáð var í febrúar og að skerðing á orkusölu hafi heldur dregið úr framleiðslu kísilafurða á fyrstu mánuðum ársins. Óvenju mikill útflutningur annarra iðnaðarvara á fyrsta ársfjórðungi vegur þó á móti aðeins verri horfum í öðrum greinum og því er áætlað að vöruútflutningur í heild aukist um 4,4% í ár í stað 3,7% í febrúar. Vegna grunnáhrifa er talið að meiri samdráttur verði á næsta ári en áfram er gert ráð fyrir auknum lyfjaútflutningi frá og með næsta ári.

Horfur á minni vexti heildarútflutnings í ár en horfur á næsta ári svipaðar og spáð var í febrúar

Talið er að heildarútflutningur aukist um tæplega 16% í ár sem er minni vöxtur en spáð var í febrúar en þar vegur minni þjónustuútflutningur þyngst þótt einnig séu horfur á lítilliga minni vexti útflutnings sjávar- og álafurða (mynd

Mynd III-16
Útflutningsverðmæti loðnuveiða 2005-2022¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2022.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

III-17). Horfur eru á liðlega 5% vexti á næsta ári sem er svipað og spáð var í febrúar. Líkt og í febrúar er áætlað að heildarmagn útflutnings verði svipað í lok spátímans og það var árið 2019.

Hægir á vexti innflutnings

Innflutningur vöru og þjónustu jókst um 8,9% milli fjórðunga á fjórða ársfjórðungi í fyrra og um 20,3% milli ára á árinu í heild (mynd III-18). Á seinni hluta ársins var heildarinnflutningur orðinn meiri en fyrir faraldurinn. Þar vó aukinn vöruinnflutningur þungt en hann jókst um 21% milli ára á árinu líkt og spáð var í febrúar. Aukinn innflutningur skipa og flugvéla vó þungt en annar innflutningur var einnig óvenju mikill. Vísbendingar eru um áframhaldandi hraðan vöxt vöruinnflutnings á fyrsta ársfjórðungi en nú er gert ráð fyrir að hraðar dragi úr honum á seinni hluta ársins en spáð var í febrúar. Breytinguna má m.a. rekja til þess að horfur eru á aðeins hægari bata í ferðaþjónustu auk þess sem líkur eru á töfum í innflutningi ákveðinna vara vegna áhrifa áttakanna í Úkraínu. Talið er því að vöruinnflutningur aukist um 6,4% á árinu í stað 8,2% í febrúar.

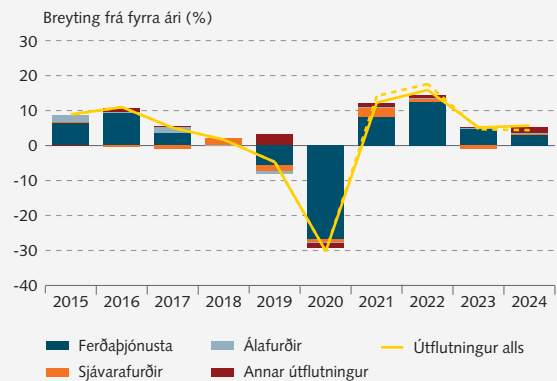
Þjónustuinnflutningur jókst um 55% milli ára á fjórða ársfjórðungi síðasta árs, sem er töluvert meiri vöxtur en fjórðungana á undan, og um 18,6% milli ára á árinu í heild eða rúmum 3 prósentum meira en spáð var í febrúar. Munurinn skýrist að miklu leyti af einkis-áhrifum aukins innflutnings á fjarskipta- og upplýsingaþjónustu á fjórða ársfjórðungi. Vöxtinn má að mestu leyti rekja til aukinna útgjalda Íslendinga á ferðalögum erlendis en utanlandsferðum Íslendinga fjölgaði hratt á þriðja og fjórða fjórðungi í fyrra. Aðrir undirlíðir þjónustuinnflutnings jukust þó einnig töluvert. Vísbendingar eru um að vöxtur þjónustuinnflutnings á fyrsta fjórðungi þessa árs hafi einnig verið meiri en áætlað var í febrúar þar sem utanlandsferðum Íslendinga fjölgaði áfram hraðar enda virðast áhrif Ómíkrón-bylgju faraldursins á ferðavilja hafa verið minni en gert var ráð fyrir. Horfur eru því á að ferðum Íslendinga til útlanda fjölgi enn meira á árinu en áætlað var og að þjónustuinnflutningur aukist því meira. Talið er að innflutningur í heild aukist heldur hægar en spáð var í febrúar eða um 12,4% í ár og 3,5% á næsta ári.

Horfur á viðvarandi halla á viðskiptajöfnuði út spátímamann

Halli á viðskiptajöfnuði nam 5,1% af landsframleiðslu á fjórða ársfjórðungi í fyrra og 2,8% á árinu öllu. Er það í fyrsta sinn síðan árið 2008 sem halli mælist á heilu ári. Mikil breyting varð á samsetningu viðskiptajafnaðar frá árinu á undan sem má rekja til aukins halla á vöru-skiptajöfnuði og viðsnúnings á jöfnuði frumþáttatekna

Mynd III-17

Útflutningur og framlag undirlíða 2015-2024¹

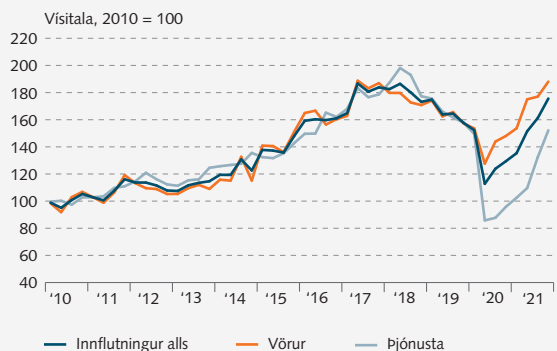


1. Vegna keðjutengingar getur verið að summa undirlíðanna sé ekki jöfn heildar-útflutningi. Ferðaþjónusta er samtala á „ferðalögum“ og „farþegaflutningum með flugi“. Áútflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2022/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-18

Innflutningur vöru og þjónustu¹

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2021



1. Árstíðarleiddréttar magnvísitölur.
Heimild: Hagstofa Íslands.

en afgangur á þjónustujöfnuði var lítillaga meiri en árið á undan (mynd III-19). Skýrist minni afgangur á jöfnuði frumpáttatekna fyrst og fremst af auknum hagnaði innlendra félaga í eigu erlendra aðila og útlit er fyrir að sú þróun haldi áfram næstu misseri í ljósi mikillar hækkunar á verði álafurða.

Halli á viðskiptajöfnuði í fyrra var töluvert meiri en gert var ráð fyrir í febrúar sem rekja má annars vegar til minni afgangur á þjónustuviðskiptum tengds fyrrgreindum liðum annarra þjónustuviðskipta og meiri halla á jöfnuði frumpáttatekna á fjórða ársfjórðungi en áætlað var.

Horfur hafa einnig versnað fyrir árið í ár en þar vegast annars vegar á minni afgangur af þjónustuviðskiptum og meiri halli á jöfnuði frumpáttatekna og rekstrarframlaga og hins vegar minni halli á vöruviðskiptum. Talið er að áfram verði halli á viðskiptajöfnuði í ár sem nemur 0,9% af landsframleiðslu en í febrúar var spáð 0,5% afgangi. Horfur hafa einnig versnað fyrir næstu tvö ár og er nú gert ráð fyrir að halli verði á viðskiptajöfnuði á öllum spátímanum.

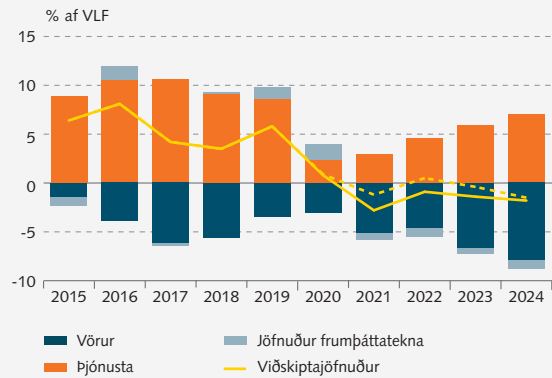
Hagvöxtur

Minni hagvöxtur í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúar Þrátt fyrir að innlend eftirspurn hafi vaxið meira á fjórða fjórðungi síðasta árs en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans reyndist hagvöxtur minni samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands (mynd III-20). Skýrist það af töluvert neikvæðara framlagi utanríkisviðskipta til hagvaxtar en gert var ráð fyrir. Óhagstæðari utanríkisviðskipti mátti m.a. rekja til meiri samdráttar í útflutningi annarrar þjónustu en áætlað var og á sömu sveif lögðust áður nefnd einkisáhrif aukins innflutnings á fjarskipta- og upplýsingaþjónustu. Landsframleiðsla mældist 4,4% meiri á fjórða fjórðungi miðað við árið á undan og er það þriðji fjórðungurinn í röð þar sem hagvöxtur mælist á milli ára (mynd III-21).

Hagvöxtur var 4,3% í fyrra þar sem þjóðarútgjöld jukust um 7,2% en á móti kom 2,9 prósentna neikvætt framlag utanríkisviðskipta. Talsverð aukning var í öllum undirliðum innlendar eftirspurnar en framlag birgðabreytinga var þó lítillaga neikvætt. Hagvöxtur ársins reyndist 0,6 prósentum minni en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans og skýrist sá munur helst af neikvæðara framlagi utanríkisviðskipta. Landsframleiðslan var enn 3% minni en hún var að meðaltali árið 2019 og 1 prósentu undir því sem áætlað var í febrúar. Í viðbót við lakari hagvöxt í fyrra endurskoðaði Hagstofan tölur fyrir árið 2020 og reyndist samdráttur landsframleiðslu hafa verið 7,1% í stað 6,5% í fyrri tölum.

Mynd III-19

Viðskiptajöfnuður 2015-2024¹

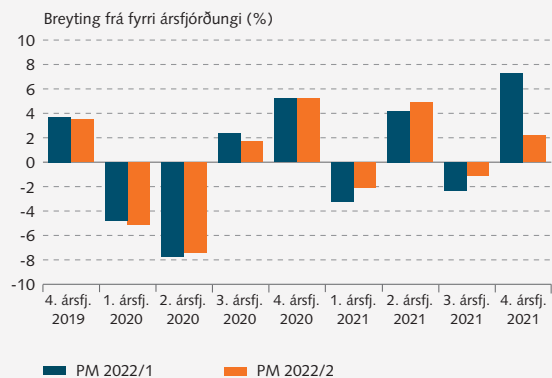


1. Viðskiptajöfnuður án áhrifa fallinna fjármálagfyrirtækja árið 2015. Jöfnuður rekstrarframlaga talinn með frumpáttajöfnuði. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2022/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-20

Ársfjórðungsleg breyting landsframleiðslu¹

4. ársfj. 2019 - 4. ársfj. 2021

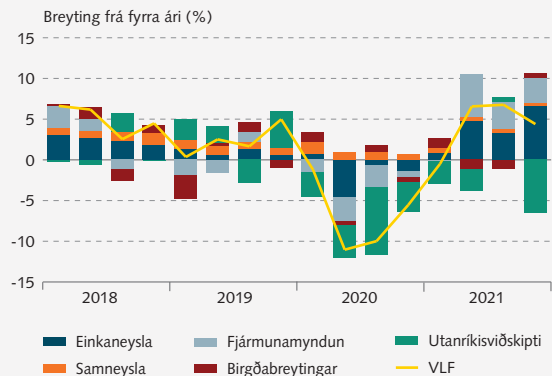


1. Árstíðarleidd gögn. Gögn fyrir PM 2022/2 sýna mælingu Hagstofu Íslands frá febrúar 2022 en gögn fyrir PM 2022/1 sýna mælingu Hagstofunnar frá nóvember 2021 að 4. ársfjórðungi undanskildum sem sýnir grunnspá PM 2022/1.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-21

Hagvöxtur og framlag undirliða¹

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2021



1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og hagvaxtar vegna keðju-tengingar þjóðhagsreikninga.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Framleiðsluaukning í flestum atvinnugreinum eftir talsverðan samdrátt í kjölfar farsóttarinnar

Framleiðsla jókst í meirihluta atvinnugreina í fyrra samkvæmt framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga eftir töluverðan samdrátt árið 2020 (mynd III-22). Þótt ágætur hagvöxtur hafi verið í fyrra var framleiðslustigið í þriðjungu atvinnugreina enn undir því sem það var fyrir farsóttina. Þær atvinnugreinar sem urðu mest fyrir barðinu á sóttvarnaraðgerðum stjórnvalda eru þær sem eiga enn nokkuð í land að ná því stigi sem mældist árið 2019 og er það helst starfsemi tengd ferðapjónustu. Töluverð framleiðsluaukning var hins vegar í greinum tengdum menningu og tómstundum og nam hún tæplega 10%. Þessi þróun endurspeglar að talsverðu leyti í ráðstöfunaruppgjöri þjóðhagsreikninga sem sýnir mikinn vöxt einkaneyslu en hægari vöxt þjónustuútflytninga.

Horfur á minni hagvexti í ár en spáð var í febrúar

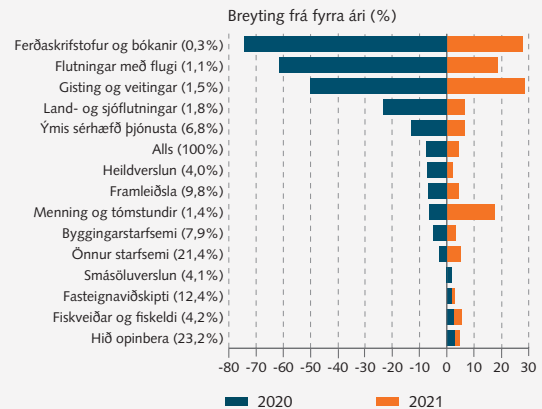
Talið er að landsframleiðslan hafi aukist um 5,5% á milli ára á fyrsta fjórðungi ársins sem er ríflega 1 prósentu minni vöxtur en gert var ráð fyrir í febrúar. Á fjórðungnum var hraðar létt á sóttvarnaraðgerðum en búist hafði verið við og eykst einkaneysla því meira en samkvæmt síðustu spá en á móti vegur talsvert neikvæðara framlag utanríkisviðskipta. Á öðrum ársfjórðungi er talið að hagvöxtur sæki enn frekar í sig veðrið en að nokkuð hægi á vextinum á seinni hluta ársins.

Eins og rakið er í rammagrein 2 er líklegt að stríðsátökin í Úkraínu hafi neikvæð áhrif á efnahagsumsvif um allan heim. Hægari vöxtur alþjóðlegrar eftirspurnar og aukin óvissa í heimsbúskapnum gera það því að verkum að hagvaxtarhorfur hér á landi versna einnig. Við bætast neikvæð áhrif aukinna framleiðsluhnökra, mögulegur skortur á framleiðsluáðföngum og hækkun hrávöruverðs. Á móti kemur að átökin leiða til nokkurs viðskiptakjarabata auk þess sem hækkun orkuverðs hefur minni áhrif hér á landi en víða á meginlandi Evrópu (sjá kafla I). Þá bætast við vísbendingar um nokkurn þrótt umsvifa það sem af er ári og jákvæð grunnáhrif vegna þess að hagvöxtur síðasta árs reyndist minni en gert var ráð fyrir í febrúar. Samkvæmt grunnspánni vex innlend eftirspurn um 3,5% í ár og verður framlag utanríkisviðskipta jákvætt í fyrsta sinn frá því árið 2019. Talið er að 4,6% hagvöxtur verði í ár sem er 0,2 prósentum minni vöxtur en spáð var í febrúar (mynd III-23). Horfur fyrir næstu tvö ár batna hins vegar lítillega og er gert ráð fyrir um 2½% hagvexti hvort ár.

Gangi spá bankans eftir verður landsframleiðslan í ár 1½% meiri en hún var að meðaltali árið 2019 en hún verður þó út spátímann undir því sem spáð var í febrúar. Sem fyrr eru hagvaxtarhorfur háðar töluverðri óvissu eins og nánar er fjallað um í rammagrein 1.

Mynd III-22

Breyting einstaka atvinnugreina 2020 og 2021¹

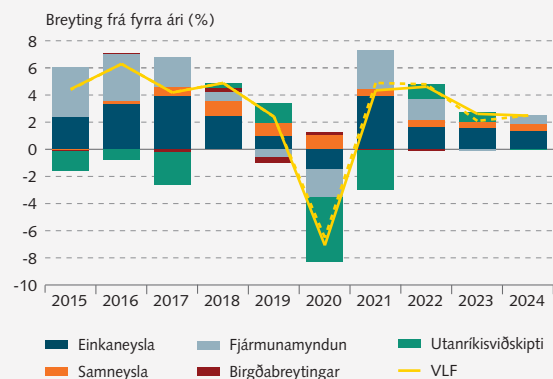


1. Breyting vergra þáttatekna (VPT) árið 2020 og 2021 eftir einstaka atvinnugreinum. VPT mæla tekjur allra aðila sem koma að framleiðslunni og eru jafnar vergri landsframleiðslu (VLF) leiðrétt fyrir óbeinum sköttum og framleiðslustyrkjum. Tölur í svigum sýna hlutdeild atvinnugreina í nafnvirði VPT árið 2020.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-23

Hagvöxtur og framlag undirliða 2015-2024¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2022/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vinumarkaður og nýting framleiðslupáttá



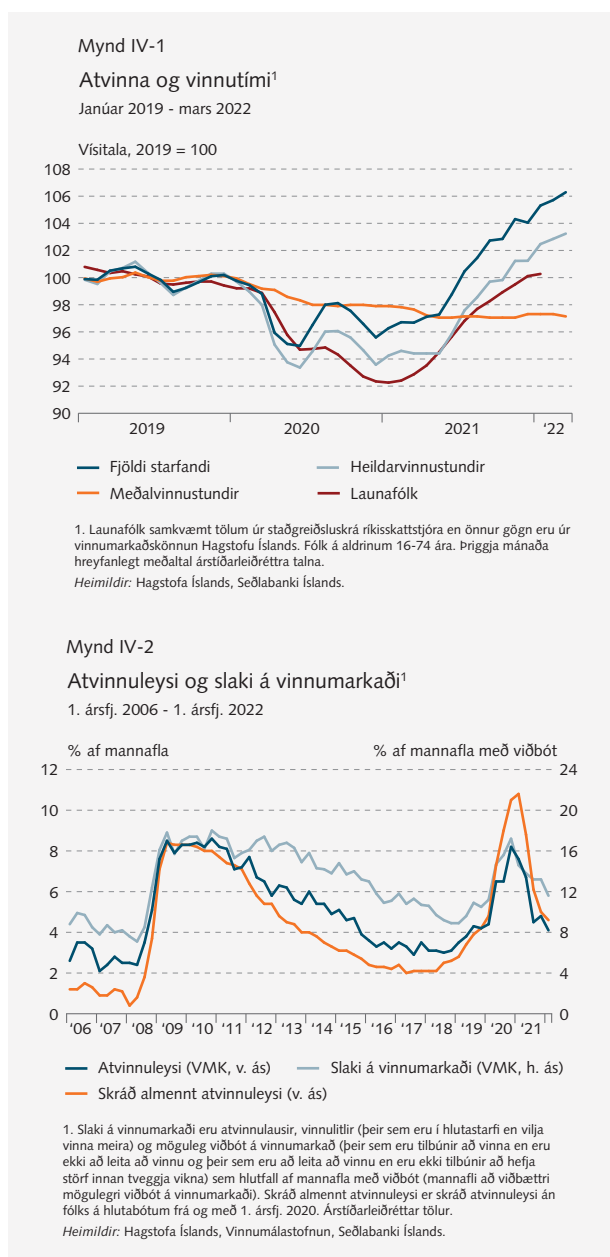
Vinumarkaður

Störfum fjölgar en meðalvinnustundum fækkar ...

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 9% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins. Störfum fjölgaði um 10% en á móti kom 1% stytting meðalvinnutíma. Fjöldi starfandi var um 6% fleiri að meðaltali á fyrsta ársfjórðungi en að jafnaði árið 2019 en meðalvinnustundir voru enn 3% færri (mynd IV-1). Heildarvinnustundir voru því um 3% fleiri en þær voru að jafnaði árið 2019. Störfum samkvæmt staðgreiðsluskrá hefur einnig fjölgað en ekki jafn mikið: árstíðarleiðrétt gögn fyrir janúarmánuð benda til þess að starfandi einstaklingar séu nú um ½% fleiri en að jafnaði árið 2019. Fjöldi starfa er því orðinn meiri en hann var árið 2019 þó að samsetning þeirra hafi breyst. Þannig voru enn um fimmtungi færri starfandi í ein-kennandi greinum ferðaþjónustu í janúar en að jafnaði árið 2019.

... og atvinnuleysi er nú orðið svipað og í upphafi faraldurs

Árstíðarleiðréttar niðurstöður VMK benda til þess að atvinnuþátttaka hafi aukist um 1 prósentu milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og hlutfall starfandi um 1½ prósentu. Atvinnuleysi minnkaði því um tæplega 1 prósentu milli fjórðunga og mældist 4,1% sem er lítillega minna en það var á fjórða ársfjórðungi 2019 (mynd IV-2). Febrúarspá bankans gerði ráð fyrir því að árstíðarleiðrétt atvinnuleysi yrði 5% á fyrsta ársfjórðungi og því hefur atvinnuleysi hjaðnað hraðar en þar var gert ráð fyrir. Svipaða sögu má segja af mælikvarða VMK á slaka á vinnumarkaði sem mælist nú svipaður og í byrjun árs 2020 en þar er tekið tillit til þeirra sem vinna minna en þeir



vildu og þeirra sem teljast ekki á vinnumarkaði en gætu bæst við vinnuaflið með litlum fyrirvara. Skráð atvinnuleysi var 4,6% á fyrsta fjórðungi að teknu tilliti til árstíðar. Það hefur lækkað um liðlega 6 prósentur milli ára og er nú orðið svipað og það var á fyrsta ársfjórðungi 2020.

Draga tók úr langtímaatvinnuleysi þegar stjórnvöld komu á sérstökum ráðningarstærkjum í apríl í fyrra. Þótt stór hluti þeirra styrkja hafi runnið sitt skeið undir lok síðasta árs er ekki að sjá að það hafi dregið úr hjöðnun atvinnuleysis. Langtímaatvinnuleysi náði hámarki í 3,4% af vinnuafli í apríl 2021 en var komið niður í 1,7% í mars sl. Það er þó enn nokkuð hátt í sögulegu samhengi en á árunum 2013-2019 var það 0,7% að meðaltali. Til samanburðar varð það mest 2,8% í kjölfar fjármálakreppunnar fyrir ríflega áratug en það var töluvert þrálátara þá en nú og var yfir 2% fram á mitt ár 2012.

Eftirspurn eftir vinnuafli áfram mikil ...

Samkvæmt árstíðarleiðrétum niðurstöðum vorkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins vilja 39% stjórnenda fjölga starfsfólki á næstu sex mánuðum en aðeins 9% vilja fækka því. Munurinn er því 30 prósentur og hefur verið svipaður undanfarnar fjórar kannanir. Þá voru 5.400 laus störf á fjórða ársfjórðungi síðasta árs samkvæmt fyrirtækjakönnun Hagstofunnar (mynd IV-3). Lausum störfum fækkaði milli ársfjórðunga en voru þó fleiri en á sama tíma fyrir ári. Þeim hefur einnig fjölgað töluvert frá því sem þau voru fyrir farsóttina.

... og aðflutningur vinnuafli eykst enn

Íbúum landsins fjölgaði um 2% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins og hefur vöxturinn sótt í sig veðrið frá miðju ári í fyrra (mynd IV-4). Liðlega helming fjölgunarinnar má rekja til fjölgunar erlendra ríkisborgara en lægst fór framlag þeirra í 0,1 prósentu í faraldrinum. Útlit er fyrir að erlendum ríkisborgurum fjölgi áfram samhliða bata í þjóðarbúskapnum og vaxandi skorti á starfsfólki.

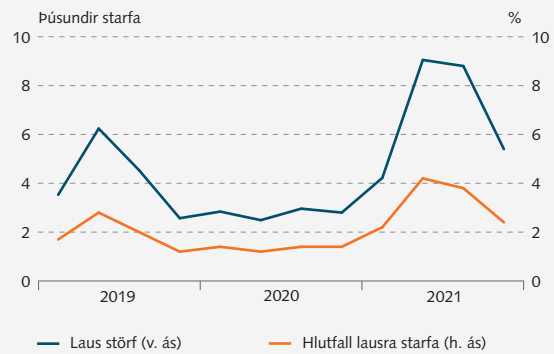
Horfur á áframhaldandi hjöðnun atvinnuleysis

Eftirspurn eftir vinnuafli hefur verið mikil undanfarið og atvinnuleysi hefur haldið áfram að hjaðna og er nú undir því stigi sem talið er samræmast jafnvægi á vinnumarkaði. Áætlað er að heildarvinnustundum fjölgi um 5½% í ár sem er heldur meiri fjölgun en spáð var í febrúar. Störfum fjölgar einnig hraðar en áður var spáð og því minnkar atvinnuleysi hraðar þótt langtímahorfur hafi lítið breyst. Talið er að það verði 4,3% að meðaltali í ár samkvæmt VMK og hjaðni áfram lítillaga á næstu tveimur árum. Skráð atvinnuleysi hjaðnar hins vegar hraðar og er áætlað að það verði komið í 3,6% í lok spátímans.

Mynd IV-3

Laus störf

1. ársfj. 2019 - 4. ársfj. 2021

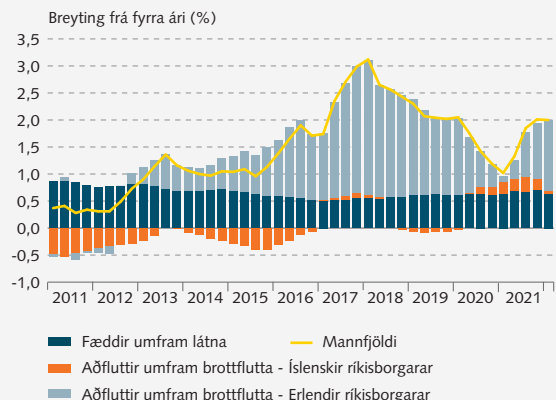


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-4

Mannfjöldi

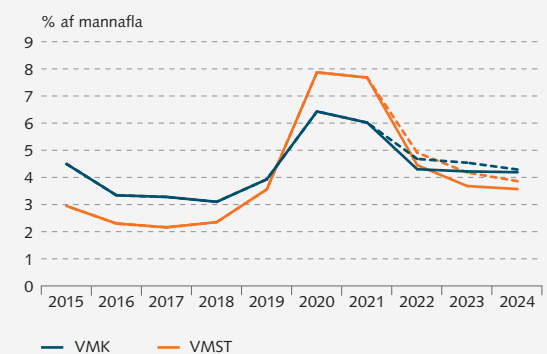
1. ársfj. 2011 - 1. ársfj. 2022



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-5

Atvinnuleysi 2015-2024¹



1. Atvinnuleysi miðað við vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) og skráð atvinnuleysi Vinnuálastofnunar án hlutabóta (VMST). Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotalinur sýna spá frá PM 2022/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Vísbendingar um nýtingu framleiðslupátta

Framleiðnivöxtur í fyrra eftir samdrátt árið á undan

Framleiðni vinnuafis jókst um 1,6% milli ára í fyrra ef miðað er við verga landsframleiðslu á vinnustund samkvæmt VMK eftir 2,3% samdrátt árið áður. Framleiðniaukningin í fyrra mælist enn meiri ef miðað er við vergar þjóðartekjur á vinnustund samkvæmt þjóðhagsreikningum en á þann mælikvarða var vöxturinn 3,4% og kemur í kjölfar 0,2% samdráttar árið 2020. Viðsnúningurinn milli ára var því tæplega 4 prósentur á báða mælikvarða.

Vaxandi áraun á framleiðslupætti

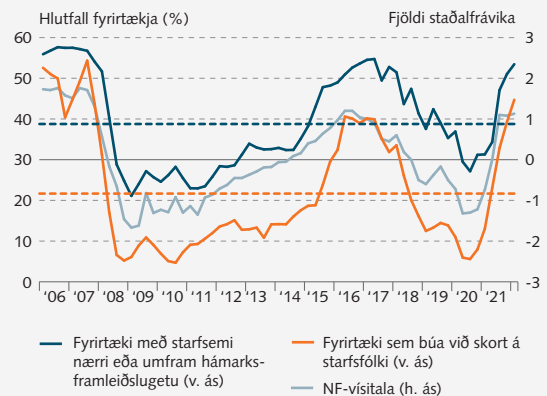
Samkvæmt árstíðarleiðrétum niðurstöðum vorkönnunar Gallup taldi tæplega helmingur stjórnenda sig búa við skort á vinnuafli og líðlega helmingur taldi sig eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn (mynd IV-6). Bæði hlutföllin hækkuðu lítillega frá vetrarkönnuninni en þau hafa hækkað mikið undanfarið ár og eru hærri en þau voru á árunum 2016-2017 þegar mikill uppgangur var í þjóðarbúinu. NF-vísitalan, sem tekur saman fjölda vísbendinga um nýtingu framleiðslupátta, hefur einnig hækkað mikið og bendir til þess að nýting framleiðslupátta sé umfram það sem hún er að jafnaði.

Nýjustu tölur þjóðhagsreikninga Hagstofunnar benda þó til þess að slakinn í þjóðarbúinu hafi verið heldur meiri undanfarin tvö ár en áður var talið. Slakinn snýst því lítillega seinna yfir í spennu á þessu ári en áður var áætlað (mynd IV-7). Um þetta mat er hins vegar óvenju mikil óvissa vegna áhrifa farsóttarinnar og alþjóðlegra framleiðsluhnökra á framleiðslugetu þjóðarbúsins. Við bætast miklar sveiflur í hlutfallslegu verði sem gera matið á framleiðslugetunni enn erfiðara (sjá einnig rammagrein 1).

Mynd IV-6

Nýting framleiðslupátta¹

1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2022

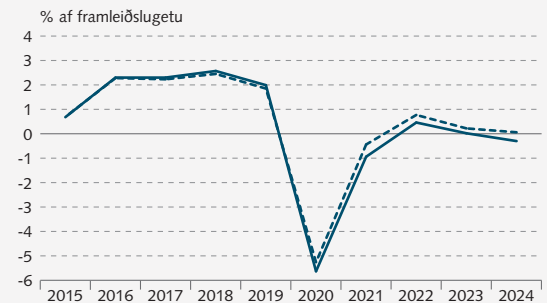


1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðslupátta byggjast á viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Vísitala nýtingar framleiðslupátta (NF-vísitalan) er fyrsti frumþáttur valinna vísbendinga um nýtingu framleiðslupátta sem er skalabur til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1.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

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

Framleiðsluspenna 2015-2024¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2022/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga



Nýleg verðbólguþróun

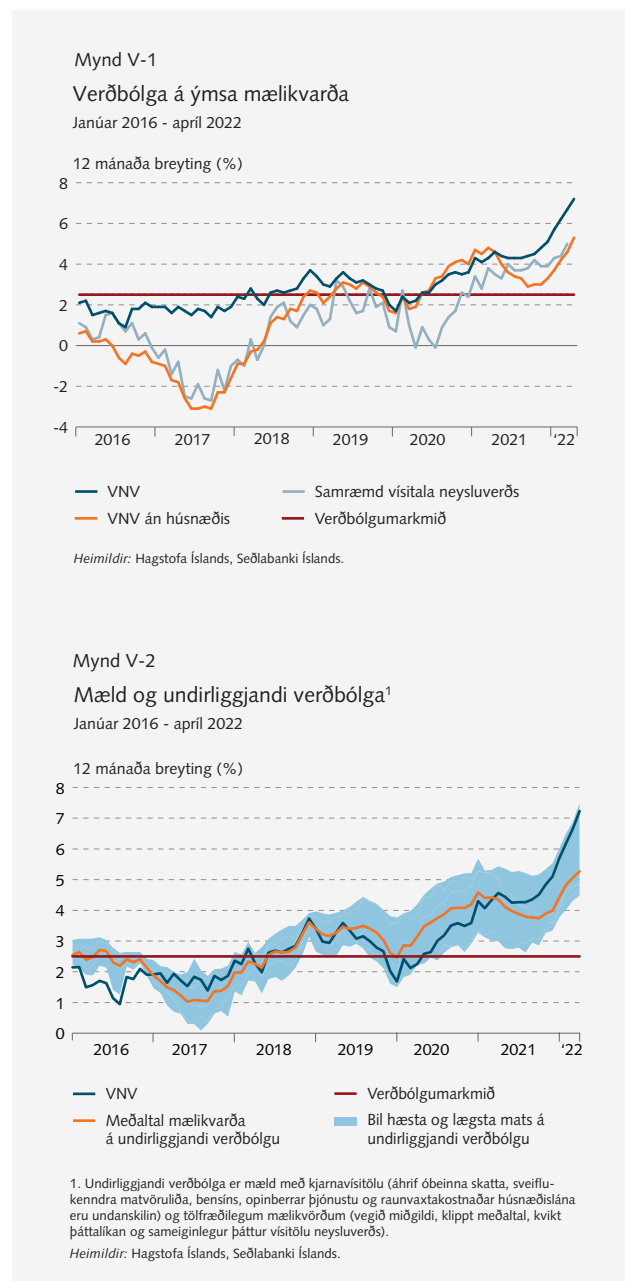
Verðbólga hefur ekki verið meiri síðan árið 2010 ...

Verðbólga hefur aukist töluvert að undanfögnu og mældist 6,2% á fyrsta ársfjórðungi en í febrúar var spáð að hún yrði 5,8%. Hækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs hafði líkt og í fyrra mest áhrif á þróun verðlags á fjórðungnum enda hefur húsnæðisverð áfram hækkað hratt. Verðhækkun innfluttrar vöru hafði þó nánast álíka mikil áhrif og húsnæðisliðurinn sem mátti einkum rekja til verðhækkunar eldsneytis, húsgagna og heimilisbúnaðar. Innlent eldsneytisverð hafði í mars hækkað um tæplega fjórðung frá því á sama tíma í fyrra en það hækkaði verulega á heimsmarkaði í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu (sjá kafla I og rammagrein 2).

Verðbólga mældist 7,2% í apríl og hafði aukist úr 5,7% í janúar sl. (mynd V-1). Rekja mátti rúmlega þriðjung mánaðarhækkunar vísitölunnar til hækkunar kostnaðar vegna eigin húsnæðis. Verðbólga án húsnæðis var 5,3% og hefur einnig aukist hratt. Verðbólga miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna (sem einnig undanskilur kostnað vegna eigin húsnæðis) sýnir sömu þróun en á þann mælikvarða var 5% verðbólga í mars.

... og undirliggjandi verðbólga hefur jafnframt aukist undanfarið

Undirliggjandi verðbólga var 5,3% í apríl sé miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og jókst úr 4,4% í janúar sl. (mynd V-2). Vísendingar eru um að verðbólguþrýstingur sé orðinn almennari en hann var í fyrra. Allir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu hafa hækkað að undanfögnu en munurinn á milli þeirra hefur jafnframt aukist sem bendir til meiri óvissu um matið. Á sama tíma er hlutfall undirlíða sem hækka mánaðarlega í verði komið vel yfir sögulegt meðaltal (mynd V-3).



Samsetning verðbólgu hefur þar að auki breyst frá því í byrjun þessa árs. Þótt enn mætti rekja stóran hluta ársverðbólgu í apríl til húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs jókst framlag innfluttrar vöru, bæði eldsneytis og annarrar innfluttrar vöru. Þá jókst framlag verðhækkunar innlestrar vöru og almennrar þjónustu frá því í ársbyrjun (mynd V-4).

Vísbendingar um verðbólguþrýsting

Hækkun húsnæðisverðs áfram meginþrífraftur verðbólgu ...

Eins og rakið er í kafla II hefur húsnæðisverð hækkað hratt frá ársbyrjun 2021 og verið meginþrífraftur aukinnar verðbólgu. Þróunin á húsnæðismarkaði er því ein birtingarmynd aukins innlests verðbólguþrýstings. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hafði í apríl hækkað um 17,2% sl. tólf mánuði.

... en alþjóðleg verðbólga hefur aukist hratt ...

Innflutt verðbólga hjaðnaði á síðasta ári en horfur hafa versnað á ný í ljósi alþjóðlegra vendinga. Áhrif alþjóðlegra framboðshnökra vegna farsóttarinnar eru enn til staðar og flutningskostnaður hár þótt hann hafi lækkað frá því í haust. Hröð útbreiðsla Ómíkrón-afbrigðis veirunnar hefur víða sett strik í reikninginn þótt framleiðsluflanir vegna þessa virðast hingað til hafa verið minni en í fyrri bylgjum farsóttarinnar þar sem stjórnvöld og fyrirtæki hafa í einhverjum mæli reynt að laga sig að aðstæðum. Framboðsvandinn hefur hins vegar magnast á ný í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu og olíu- og hrávöruverð hefur hækkað enn frekar (sjá rammagrein 2). Þá kann fjölgun smita og hertar sóttvarnir í Kína að undanförunu að hafa stuðlað að frekara bakslagi í úrlausn framleiðsluhnökra.

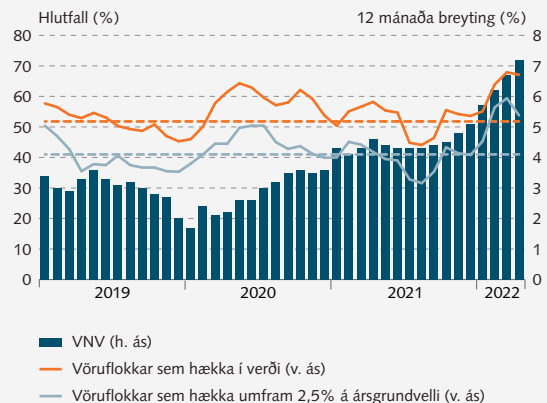
Verðbólga í viðskiptalöndum Íslands hefur því einnig aukist verulega að undanförunu. Hún mælist nú svipuð og hér á landi í mörgum ríkjum evrusvæðis en nokkru meiri í Bandaríkjunum (mynd V-5). Þegar horft er fram hjá miklum hækkunum orku- og matvælavæðis mælist verðbólga í Bandaríkjunum hins vegar áþekk og hér á landi en töluvert minni á evrusvæðinu (sjá einnig kafla I).

... og innflutt verðbólga fer því vaxandi

Innflutt verðbólga hefur því aukist undanfarna mánuði og hækkaði verð innfluttrar vöru um 4,8% milli ára í apríl samanborið við 2,9% í lok síðasta árs. Hækkunir á hrávöruverði og aukin alþjóðleg verðbólga koma einnig fram í innleendu vöruverði vegna hækkunar aðfangaverðs og hefur verð innlestrar vöru hækkað um 6,4% milli ára. Á móti vegur ríflega 5% hækkun á gengi krónunnar frá áramótum.

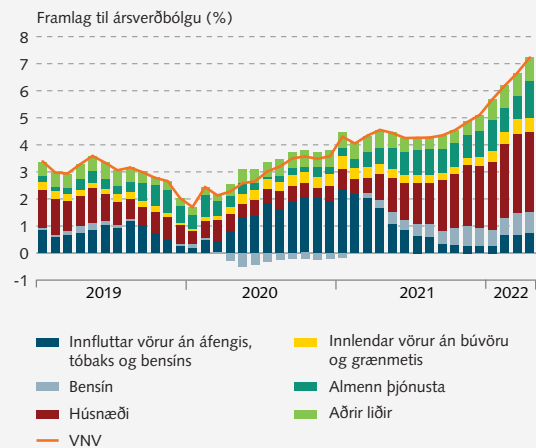
Mynd V-3

Dreifing verðhækkana vísitölu neysluverðs¹
Janúar 2019 - apríl 2022



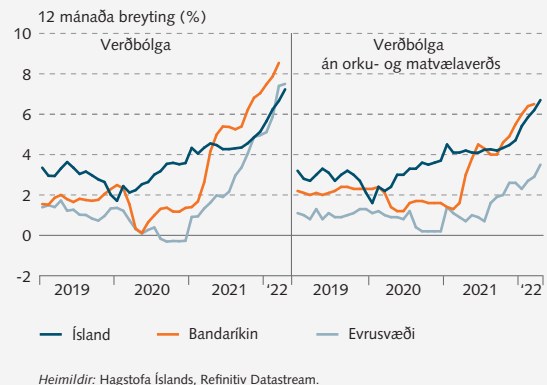
Mynd V-4

Undirliðir verðbólgu
Janúar 2019 - apríl 2022



Mynd V-5

Verðbólga á Íslandi og í alþjóðlegum samanburði
Janúar 2019 - apríl 2022



Pótt innflutt verðbólga hafi aukist hafa áhrif framboðshnökra og aukinnar alþjóðlegrar verðbólgu komið hægar fram í innlendu verðlagi en búist hafði verið við. Að því leyti virðast áhrifin ólík því sem gerðist snemma árs 2020 þegar gengi krónunnar lækkaði í kjölfar þess að COVID-19-farsóttin barst til landsins en þá jókst innflutt verðbólga mjög á skömmum tíma (myndir V-6 og V-7). Að einhverju leyti kann það að endurspegla að áhrif hækkunar innflutningsverðs á verðákvarðanir fyrirtækja geta verið ólík eftir því hvort þær megi rekja til gengislækkunar eða hækkunar á erlendu vöruverði. Lækkun á gengi krónunnar hefur áhrif þvert á innfluttar vörur en framboðshnökrar og verðhækkanir á heimsmarkaði beinast fremur að tilteknum vörum. Einnig getur tekið tíma fyrir áhrif hækkunar flutningskostnaðar að koma fram í verðlagi og vera má að fyrirtæki meti sem svo að alþjóðlegrar verðhækkanir séu tímabundnar og séu því tregari til að velta þeim út í verðlag.¹

Verð á þjónustu hækkar áfram

Verð á almennri þjónustu hækkaði nokkuð er leið á síðasta ár en hægt hafði á verðhækkunum á fyrsta ársfjórðungi. Flugfargjöld til útlanda hækkuðu hins vegar skarpt í apríl enda hefur olíuverð hækkað og ferðavilji aukist töluvert að undanfögnu. Verð almennrar þjónustu hefur hækkað um 5,7% milli ára sem er nokkru meiri árshækkun en var í lok síðasta árs.

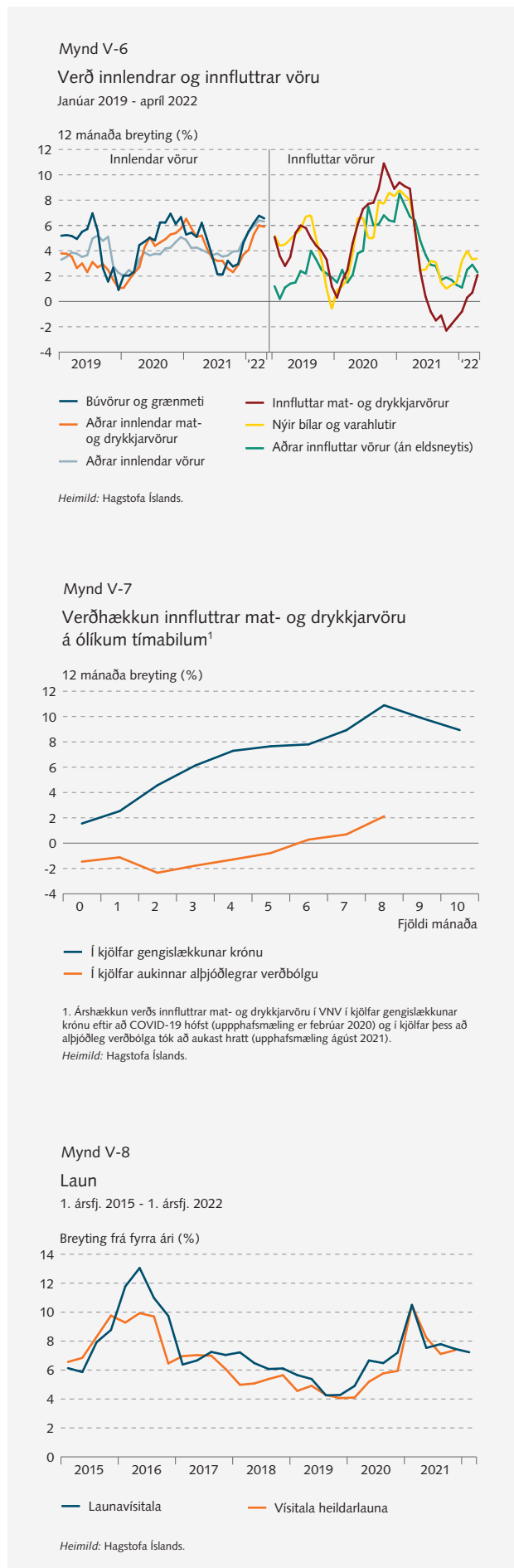
Stjórnendur fyrirtækja búast við frekari verðhækkunum

Niðurstöður vorkönnunar Gallup á væntingum stjórnenda fyrirtækja benda til þess að mikil hætta sé á að aukinn kostnaðarþrýstingur haldi áfram að skila sér út í verðlag. Um 70% stjórnenda búast við því að verð á eigin vöru og þjónustu hækki á næstu sex mánuðum og um 90% þeirra búast við hækkun aðfangaverðs og er það veruleg fjölgun frá haustkönnuninni. Í ljósi þess að könnunin var framkvæmd að hluta til eftir að innrásin hófst í Úkraínu koma niðurstöðurnar ekki alfarið á óvart. Væntingar fyrirtækja endurspegla þó líklega einnig mikla hækkun launakostnaðar að undanfögnu.

Laun hafa hækkað töluvert

Próun launavísitölunnar og vísitölu heildarlauna hefur verið nokkuð áþekk undanfarið og hækkuðu báðar vísitölur um 8,3% að meðaltali í fyrra (mynd V-8). Á fyrsta fjórðungi ársins hækkaði launavísitalan um 7,2% milli ára en frá því í mars 2019, áður en kjarasamningar á almennum markaði tóku gildi, hefur vísitalan hækkað

1. Sjá t.d. Carrière-Swallow o.fl. (2022), „Shipping costs and inflation“, Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, IMF Working Paper nr. 2022/061.



um 24,3%. Þar sem landsframleiðsla á mann jókst um liðlega 2,5% milli ára í fyrra samkvæmt áætlun Hagstofu Íslands virkjast ákvæði kjarasamninga um svokallaðan hagvaxtarauka og hækka laun því enn frekar í ár. Útlit er fyrir að ákvæðið virkjist einnig á næsta ári (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 1). Samkvæmt grunnspá bankans hækkar launakostnaður á framleidda einingu um 7½% í ár sem yrði mesta hækkun á einu ári síðan árið 2011. Gert er ráð fyrir um 5% hækkun á ári að jafnaði á næstu tveimur árum. Töluverð óvissa er þó um launaþróun þar sem kjarasamningar á almennum markaði renna út undir lok þessa árs.

Verðbólguvæntingar

Skammtímaverðbólguvæntingar hafa hækkað ...

Verðbólguvæntingar til skemmri tíma hafa hækkað hratt undanfarið en þær litast jafnan af þróun mældrar verðbólgu. Markaðsaðilar vænta að verðbólga verði 5% að ári liðnu og 3,5% eftir tvö ár eða 0,5 prósentum meira en kom fram í janúarkönnuninni (mynd V-9). Niðurstöður úr vorkönnunum Gallup benda til þess að stjórnendur fyrirtækja eigi von á að verðbólga verði tæplega 4% eftir tvö ár og hafa væntingar þeirra hækkað að um tæplega 1 prósentu frá vetrarkönnuninni. Heimili búast að jafnaði við meiri verðbólgu en fyrirtæki og hækka verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára einnig um 1 prósentu og nema 5%. Á flesta þessa mælikvarða hafa skammtímaverðbólguvæntingar ekki verið hærri í um eða yfir áratug.

... og aukin hætta er á að kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið hafi veikst

Langtímaverðbólguvæntingar hafa einnig hækkað undanfarna mánuði. Markaðsaðilar vænta að verðbólga verði að meðaltali 3,5% á næstu fimm árum og 3% á næstu tíu árum og hafa þær ekki verið svo háar síðan árið 2016. Eins og mynd V-10 sýnir hafa verðbólguvæntingar markaðsaðila hliðrast upp bæði til skamms og lengri tíma þótt hækkunin sé mun meiri til skemmri tíma en lengri.² Staðalfrávik svara þeirra hefur einnig hækkað frá fyrri könnun sem gefur til kynna meiri óvissu um langtímaverðbólguhorfur. Væntingar stjórnenda fyrirtækja og heimila um meðalverðbólgu til fimm ára hafa einnig hækkað og búast fyrirtæki við að hún verði 3,2% en heimili vænta 4,4% verðbólgu.

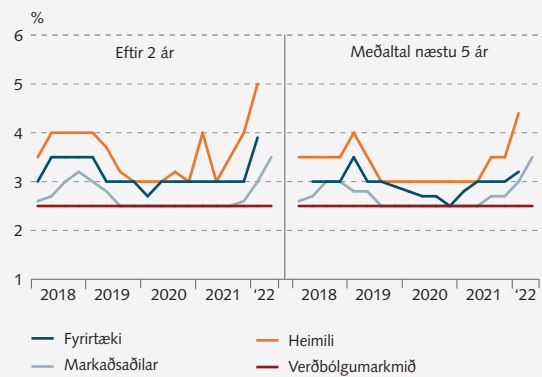
Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig hækkað frá því í febrúar (mynd V-11). Álagið til tíu

2. Hafa verður í huga að könnun á væntingum markaðsaðila í janúar sl. var framkvæmd áður en Hagstofa Íslands birti vísitölu neysluverðs fyrir janúarmánuð.

Mynd V-9

Verðbólguvæntingar til 2 og 5 ára¹

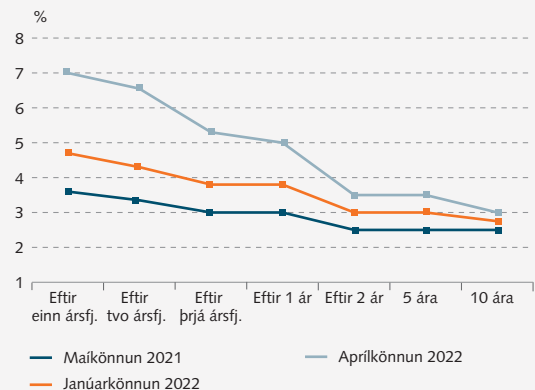
1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2022



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

Mynd V-10

Verðbólguvæntingar markaðsaðila á ólíkum tímarpunktum



Heimild: Seðlabanki Íslands.

ára var 4,4% í lok apríl og hefur hækkað um u.þ.b. 0,7 prósentur frá því í byrjun febrúar. Fimm ára álag eftir fimm ár hafði hækkað minna eða í 3,4%, en það gefur jafnan betri mynd af verðbólguvæntingum til langs tíma og kjölfestu þeirra. Þó verður að hafa í huga að hækkun verðbólguálagsins endurspeglar líklega að hluta hækkun áhættuálags vegna aukinnar óvissu um verðbólgu. Jafnframt má líklega rekja hluta hækkunar álagsins til tæknilegra atriða á skuldabréfamarkaði eins og t.d. skorts á verðtryggðum bréfum (sjá kafla II). Þrátt fyrir það er hætta á að kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið hafi veikt í ljósi þess að allir mælikvarðar á væntingar hafa hækkað nokkuð undanfarið.

Verðbólguhorfur

Verðbólguhorfur hafa versnað enn frekar ...

Verðbólga á fyrsta fjórðungi ársins var meiri en gert var ráð fyrir í febrúarspánni, einkum vegna meiri hækkunar húsnæðis- og eldsneytisverðs. Nærhorfur hafa versnað umtalsvert vegna aukinnar alþjóðlegrar verðbólgu og hækkunar hrávöruverðs í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu. Einnig eru áframhaldandi vandkvæði vegna framboðs-hnökra í heiminum sem hafa aukist enn frekar vegna stríðsátakanna. Því til viðbótar er búist við meiri hækkun húsnæðisverðs á næstunni en áður var vænst. Spáð er 7,5% verðbólgu á öðrum ársfjórðungi og 8,1% á þriðja fjórðungi sem er 2,8 prósentum meiri verðbólga en spáð var í febrúar. Gert er ráð fyrir að verðbólga taki þá að minnka á ný þegar það hægir á hækkun húsnæðisverðs og dregur úr áhrifum aukinnar innfluttrar verðbólgu.

Verðbólguhorfur lengra fram í tímann eru einnig lakari sem skýrist af meiri innfluttri verðbólgu auk þess sem hækkun langtímaverðbólguvæntinga leiðir jafnframt til þess að lengri tíma tekur að ná verðbólgu niður en ella. Spáð er að verðbólga verði ekki komin niður fyrir 4% fyrr en í lok næsta árs og verði að meðaltali 2,9% árið 2024 en komin í grennd við markmið um mitt ár 2025.

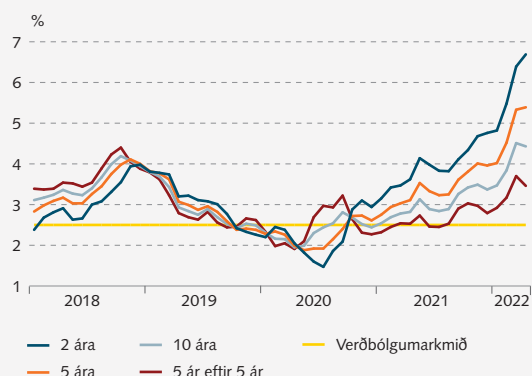
... og óvissa aukist

Eins og fjallað er um í rammagrein 1 hefur óvissa um verðbólguhorfur aukist verulega. Einkum er óvíst hvernig alþjóðleg verðbólga og hrávöruverð þróast á næstunni og hversu langvarandi áhrifin verða í ljósi stríðsátakanna í Austur-Evrópu í viðbót við hversu langan tíma tekur að vinda ofan af framleiðsluflunum í heiminum. Í ljósi þess hversu lengi verðbólga hefur verið yfir markmiði og að verðbólguvæntingar eru teknar að hækka er auk þess vaxandi hætta á að kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið hafi veikt. Þá mun niðurstaða komandi

Mynd V-11

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

Janúar 2018 - apríl 2022

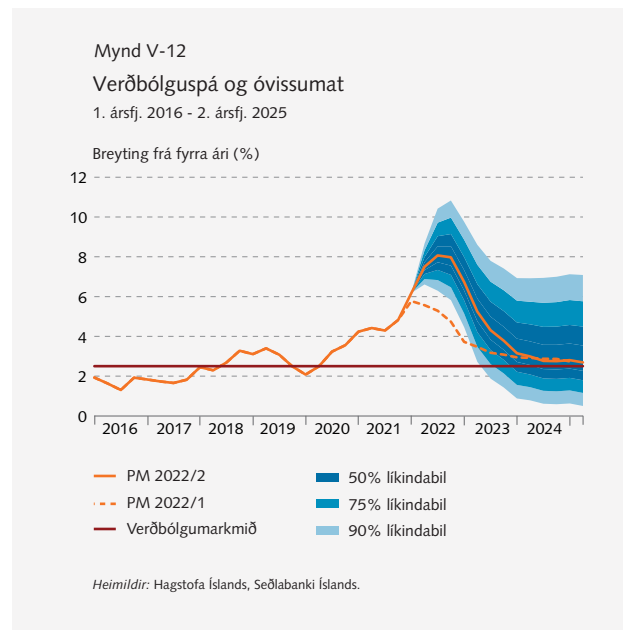


1. Meðaltal mánaða.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

kjarasamningsviðræðna hafa mikil áhrif á verðbólguþróun á spátímanum. Miklar launahækkningar undanfarið og spennan á vinnumarkaði í aðdraganda samninganna auka hættuna á víxlverkun launa og verðlags sem gæti valdið því að verðbólga festist í sessi og kostnaðarsamt geti verið að koma henni niður í markmið á ný.

Áfram er talið að meiri líkur séu á að verðbólga á næstunni sé vanmetin í grunnspánni en að hún sé ofmetin og óvissa hefur aukist. Taldar eru helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 4¼-6½% að ári liðnu og á bilinu 1¾-4½% í lok spátímans (mynd V-12).



Frávíksdæmi og óvissuþættir

Grunnspá Seðlabankans endurspeglar það sem talin er vera líklegasta framvinda efnahagsmála á spátímanum. Efnahagshorfur eru hins vegar háðar óvissu og geta breyst verði breytingar á lykilforsendum spárinnar. Þar vegur m.a. þungt mat á kjarasamningsbundnum launahækkunum á spátímanum. Nú liggur fyrir að ákvæði kjarasamninga frá vorinu 2019 um viðbótarhækkunir launa tengdar þróun hagvaxtar á mann muni virkjast. Það hefur áhrif á innlenda efnahagsframvindu eins og rakið er í þessari rammagrein.

Töluverð óvissa er þó um hver endanleg hækkun launa verður á spátímanum þar sem flestir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði eru lausir í nóvember nk. Við bætist fjöldi annarra óvissuþátta sem geta haft áhrif á efnahagshorfur, sem m.a. tengjast stríðsátökum í Austur-Evrópu, framvindu heimsfaraldursins og hversu hratt tekst að vinda ofan af þeim framleiðsluþröflunum sem hafa skekið heimsbúskapinn undanfarið.

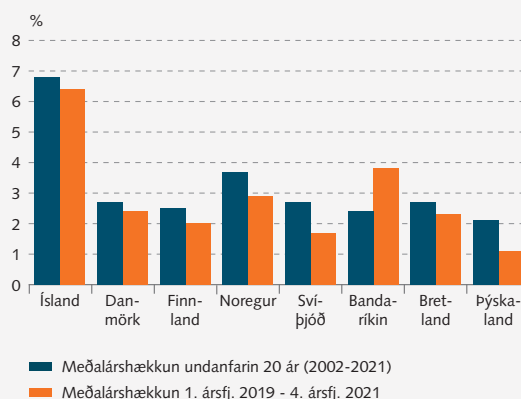
Frávíksdæmi: Efnahagsleg áhrif hagvaxtarauka kjarasamninga

Laun hafa hækkað mikið hér á landi í alþjóðlegum samanburði ...

Launavísitala Hagstofu Íslands hækkaði um tæplega 20% frá því að kjarasamningar á almennum vinnumarkaði tóku gildi í byrjun apríl 2019 fram til loka síðasta árs. Það samsvarar 6,7% árhækkun að meðaltali á þessu tæplega þriggja ára tímabili. Hækkun launa á almennum markaði er áþekkt og hið sama á við um launahækkunir í framleiðslugreinum sem gjarnan er horft til í alþjóðlegum samanburði. Eins og sést á mynd 1 er það töluvert meiri hækkun launa en hefur verið á sama tíma í öðrum þróuðum ríkjum: hækkunin var þrefalt meiri hér á landi en að meðaltali á hinum Norðurlöndunum og Bretlandi og næstum sexfalt meiri en í Þýskalandi. Svipaða sögu er að segja þegar horft er yfir lengra tímabil: á undanförunum tuttugu árum hafa laun í framleiðslugreinum einnig hækkað um tæplega 7% að meðaltali á ári hér á landi sem er hátt í þrefalt meira en að meðaltali í öðrum þróuðum ríkjum.¹

1. Launatölfræði fyrir framleiðslugreinar á Íslandi nær eingöngu aftur til ársins 2005 en önnur launatölfræði sem nær yfir allt tuttugu ára tímabilið gefur sömu niðurstöðu. Launavísitalan hefur t.d. hækkað um 6,8% að meðaltali á ári undanfarna tvo áratugi og launavísitala fyrir almenna markaðinn um 6,9%.

Mynd 1
Launahækkunir í framleiðslugreinum¹



1. Hækkun tímakaups í framleiðslugreinum. Ársfjórðungslegar tölur eru árstíðarleiðréttar. Tölur fyrir Ísland ná aftur til ársins 2005.

Heimild: OECD.

... og langt umfram framleiðnivöxt ...

Hækkun launa hér á landi er einnig töluvert umfram það sem raunhæft er að vænta að framleiðni vinnuafis vaxi að jafnaði um á ári. Eins og sést á mynd 2 hefur framleiðni vinnuafis aukist um $1\frac{1}{5}$ - $1\frac{1}{2}$ % á ári að meðaltali undanfarinn áratug eftir því hvort miðað er við verga landsframleiðslu á vinnustund út frá vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar eða vergar þáttatekjur á vinnustund út frá vinnumagnsmælingu þjóðhagsreikninga.² Á þessu sama tímabili hafa nafnlaun að jafnaði hækkað um $6\frac{1}{2}$ -7% á ári eftir því hvort miðað er við launavísitöluna eða vísitölu heildarlauna sem mælir öll laun á vinnustund en ekki einungis regluleg laun sem launavísitalan mælir (sjá rammagrein 4 í *Peningamálum* 2018/4).

... sem hefur skapað þrýsting á eftirspurn og verðbólgu

Til lengri tíma hækka nafnlaun að jafnaði í takt við verðbólgu og framleiðnivöxt. Hækkun nafnlauna umfram framleiðnivöxt á undanfönum áratugum hefur því skapað þrýsting á eftirspurn og verðbólgu enda hafa þau að jafnaði hækkað um $2\frac{1}{2}$ - $3\frac{1}{2}$ prósentu meira á ári en það sem samræmist $2\frac{1}{2}$ % verðbólgu markmiði Seðlabankans og þeim $1\frac{1}{5}$ - $1\frac{1}{2}$ % framleiðnivexti sem mælst hefur á tímabilinu.³

Eins og sést á mynd 2 hefur verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs verið um 2,9% á ári að meðaltali undanfarinn áratug. Miðað við verðvísitölu vergrar landsframleiðslu er hún heldur meiri eða 3,5%. Verðbólga hefur því verið tiltölulega hófleg á þessu tíu ára tímabili þótt laun hafi hækkað töluvert umfram framleiðnivöxt. Þar vegur ríflega 14% viðskiptakjarabati á árunum 2014-2017 þungt. Einnig hefur þurft að beita nokkru aðhaldi í peningastefnunni til að vega á móti þessum undirliggjandi verðbólguþrýstingi. Endurspeglast það í því að meginvextir Seðlabankans voru yfir hlutlausum vöxtum bankans stóran hluta tímabilsins. Lækkun langtímaverðbólguvæntinga og bætt kjölfesta þeirra í verðbólgu markmiðinu vó jafnframt á móti.⁴

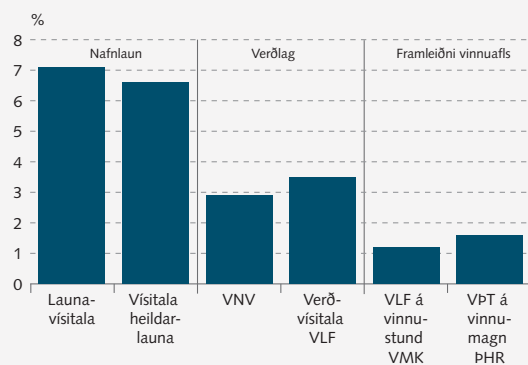
Hagvaxtarauki kjarasamninga

Kjarasamningar frá því í apríl 2019 fólu í sér nokkra hækkun launa á samningstímanum. Til viðbótar kváðu þeir á um viðbótarhækkunir launa ef hagvöxtur á mann árið áður færi yfir

2. Seinni framleiðnimælikvarðinn nær einungis aftur til ársins 2008. Hér er því miðað við undanfarinn áratug, þ.e. tímabilið 2012-2021 en það samsvarar u.þ.b. einni hagsveiflu sem spannar efnahagsbatann í kjölfar fjármálakreppunnar og samdráttarskeiðið í kjölfar heimsfaraldursins. Sé miðað við allt tímabilið frá árinu 2008 mælist árlegur framleiðnivöxtur 1,7% að meðaltali í stað 1,6% í mynd 2.
3. Þá eru visbendingar um að langtímaframleiðnivöxtur hafi hjaðnað hér undanfarin ár í um 1% eins og í öðrum þróuðum ríkjum (sjá rammagrein 3 í *Peningamálum* 2021/2).
4. Sjá t.d. Þórarinn G. Pétursson (2022), „Long-term inflation expectations and inflation dynamics“, *International Journal of Finance and Economics*, 27, 158-174.

Mynd 2

Þróun launa, verðlags og framleiðni undanfarinn áratug¹



1. Myndin sýnir meðalárshækkun sl. 10 ár (2012-2021) fyrir laun (launavísitölu og vísitölu heildarlauna), verðlag (vísitölu neysluverðs og verðvísitölu VLF) og framleiðni vinnuafis (VLF á vinnustund út frá vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar, VMK, og vergar þáttatekjur, VPT á vinnustund út frá vinnumagnri þjóðhagsreikninga, ÞHR).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ákveðið viðmið eins og sýnt er í töflu 1 (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 4 í *Peningamálum 2019/2*).

Tafla 1 Hagvaxtarauki kjarasamninga

Ársbreyting VLF á mann	Launaauki á kauptaxta (kr.)	Launaauki á mánaðarlaun (kr.)
1,00-1,50%	3.000	2.250
1,51-2,00%	5.500	4.125
2,01-2,50%	8.000	6.000
2,51-3,00%	10.500	7.875
Umfram 3%	13.000	9.750

Heimildir: Kjarasamningar á almennum vinnumarkaði.

Samkvæmt áætlun Hagstofunnar frá því í febrúar sl. dróst landsframleiðsla á mann saman um 8,6% árið 2020. Hún jókst hins vegar á ný um liðlega 2,5% í fyrra og miðað við grunnspá bankans er útlit fyrir 2,6% vöxt í ár (mynd 3). Það felur því í sér að hagvaxtarákvæðið virkjust í ár og á næsta ári þrátt fyrir að landsframleiðsla á mann í fyrra hafi enn verið ríflega 6% undir því sem hún var að meðaltali á samningsárinu 2019 og verði enn tæplega 4% undir því stigi í ár.

Efnahagsleg áhrif hagvaxtarauka

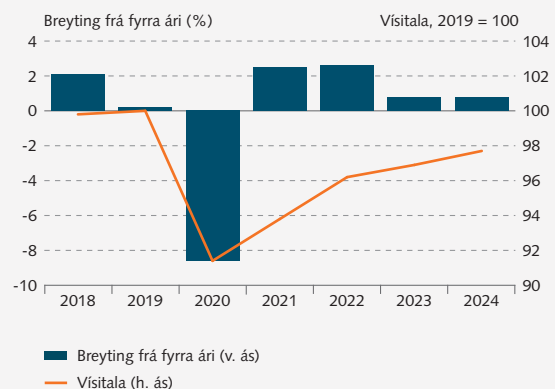
Til að leggja mat á áhrif hagvaxtaraukans á þjóðarþúskaðinn er notast við heildarjafnvægislíkan bankans, DYNIMO.⁵ Með því er hægt að skoða heildaráhrif þessara launahækkana á verðbólgu og heildareftirspurn, þ.m.t. eftirspurn eftir vinnuafli.

Miðað við áætlun Hagstofunnar um hagvöxt á mann í fyrra og hagvaxtarákvæði samninganna í töflu 1 sést að næst efsta þrep hagvaxtaraukans virkjust í ár og það sama gerist á næsta ári miðað við spá bankans um hagvöxt á mann í ár. Samkvæmt ákvæðum samninganna er launaaukinn greiddur í maí í ár og á næsta ári og er gert ráð fyrir að ákvæðið nái einnig til opinberra starfsmanna. Þetta samsvarar því að ársmeðaltal almennra launa hækki um 1 prósentu til viðbótar í ár vegna hagvaxtaraukans og um 1½ prósentu á næsta ári (mynd 4a). Yfir spátímann nemur heildarhækkun launa vegna hagvaxtaraukans tæplega 3 prósentum.

Hraðari hækkun launa eykur jaðarkostnað fyrirtækja sem leiðir til hækkunar á afurðaverði þeirra nema þau gangi á hagnaðarhlutdeild sína eða hagræði í rekstri á móti, m.a. með því að draga úr vinnuafseftirspurn með styttingu vinnutíma eða fækkun starfsfólks. Eins og sést á mynd 4b veldur hærri launakostnaður vegna hagvaxtaraukans því að heildarvinnustundum fjölgar um 1 prósentu hægar í ár en

5. Sjá Stefán Þórarinnsson (2020), „DYNIMO – Version III. A DSGE model of the Icelandic Economy“, Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 84. Stuttu umfjöllun um helstu eiginleika líkansins og samanburð við hitt þjóðhagslíkan bankans, QMM, er að finna í rammagrein 2 í *Peningamálum 2021/4*.

Mynd 3
Landsframleiðsla á mann 2018-2024¹



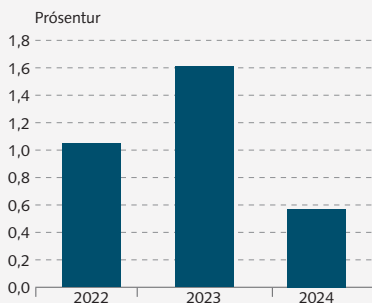
1. Keðjutengt verðmæti vergrar landsframleiðslu á meðalfjölda íbúa ársins. Meðalfjöldi íbúa ársins er áætlaður sem meðaltal íbúafjölda í upphafi viðkomandi árs og í upphafi þess næsta. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

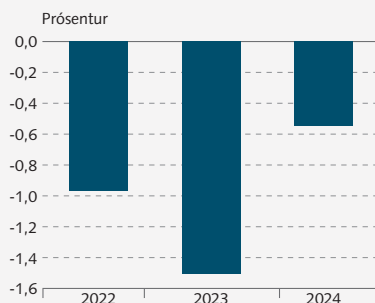
Mynd 4

Frávíksdæmi: áhrif viðbótarlaunahækkana vegna hagvaxtarauka¹

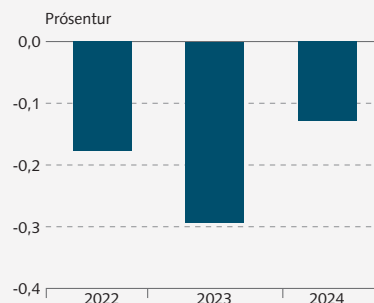
Mynd 4a Nafnlaun



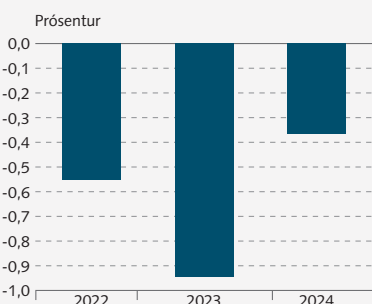
Mynd 4b Heildarvinnustundir



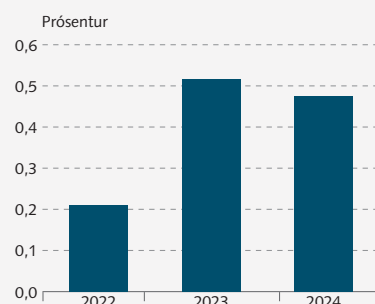
Mynd 4c Einkaneysla



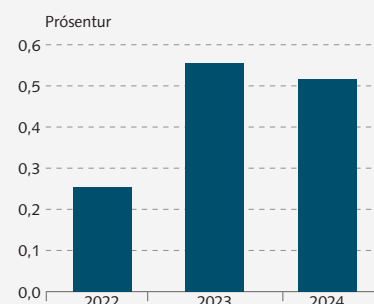
Mynd 4d Hagvöxtur



Mynd 4e Verðbólga



Mynd 4f Meginvextir



1. Myndir sýna frávík grunnspár frá spá sem gerir ekki ráð fyrir hagvaxtarauka.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

annars hefði verið og um 1½ prósentum hægar á næsta ári. Heildarvinnustundir eru því 2½% færri í lok spátímans en þær hefðu verið ef hagvaxtaraukinn hefði ekki virkjað. Lakari atvinnuhorfur vega því á móti meiri hækkun nafnlauna og við bætast neikvæð áhrif hærri vaxta og aukinnar verðbólgu (sjá hér á eftir) sem gera það að verkum að kaupmáttur ráðstöfunartekna heimila er 1% minni í lok spátímans. Neysluútgjöld heimila vaxa því hægar allt tímabilið og einkaneysla er ½% minni í lok spátímans en í spá þar sem hagvaxtaraukinn virkjað ekki (mynd 4c).

Hægari vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar (sem rekja má til herra innlends vaxtastigs) gera það að verkum að innlend eftirspurn vex hægar en ella. Hærra raungengi leiðir einnig til þess að utanríkisviðskiptin verða óhagstæðari þar sem útflutningur vex hægar og stærri hluti eftirspurnar beinist að innflutningi. Hagvaxtarhorfur eru því lakari en þær hefðu verið ef hagvaxtaraukinn hefði ekki virkjað: hagvöxtur í ár er ½ prósentu minni en ella og á næsta ári er hann tæplega 1 prósentu minni (mynd 4d). Landsframleiðslan er því 1½% minni en ella í lok spátímans.

Þótt efnahagsumsvif vaxi hægar en ella á spátímanum eykur hagvaxtaraukinn undirliggjandi verðbólguþrýsting og

veldur því að verðbólga hjaðnar hægar en ella að verðbólgu-
markmiði Seðlabankans. Verðbólga er ¼ prósentu meiri en
ella í ár og ½ prósentu meiri að meðaltali á næsta ári og
árið 2024 (mynd 4e). Þessum aukna verðbólguþrýstingi þarf
Seðlabankinn að bregðast við með því að herða á taumhaldi
peningastefnunnar til að tryggja að verðbólga sé í samræmi
við verðbólgu-markmið bankans er frá líður. Miðað við pen-
ingastefnureglu líkansins eru meginvextir Seðlabankans ¼
prósentu hærrí að meðaltali í ár og á næstu tveimur árum eru
þeir ½ prósentu hærrí (mynd 4f).

Aðrir óvissuþættir

Óvissa í alþjóðahagkerfinu hefur aukist verulega í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu

Eins og rakið er í rammagrein 2 hafa stríðsátökin í Úkraínu
haft veruleg áhrif á alþjóðlega efnahagsþróun, ekki síst vegna
mikilla hækkana á verði fjölda hrávara. Í grunnspánni er reynt
að taka tillit til mögulegra áhrifa átakanna á horfur á hrá-
vörumörkuðum og efnahagsþróun bæði í heimsbúskapnum
og hér á landi. Óvissa um áhrifin er hins vegar mikil. Erfitt
er að meta hversu lengi átökin muni vara og hve langvinn
áhrifin verða á alþjóðasamskipti og -viðskipti, m.a. hve lengi
viðskiptabannið gagnvart Rússlandi muni vara og hverjar
afleiðingarnar verða fyrir hrávörumarkaði þar sem vægi
Rússlands er mikið.

Víða slakað á sóttvörnum en bakslag í viðureign við farsóttina ekki útilokað

Stríðsátökin brutust út undir lok febrúar sl. þegar vonir stóðu
til að sæi fyrir endann á miklum sóttvarnaraðgerðum vegna
COVID-19-farsóttarinnar sem haldið hafði heimsbúskapnum
í gíslingu um tveggja ára skeið. Þótt smitum hafi víða haldið
áfram að fjölga – og jafnvel hraðar en í fyrri bylgjum farsótt-
arinnar – var greinilegt að skaðleg áhrif farsóttarinnar höfðu
minnkað. Því voru stór skref tekin í afléttingu sóttvarnartak-
markana í fjölda landa. Enn er þó líklega of snemmt að lýsa
yfir lokum farsóttarinnar enda fjöldi fólks enn óbólusettur í
fátækari hluta heimsins og fjöldi nýrra smita er enn mikill.
Áfram er því hætt á nýjum afbrigðum veirunnar og mögu-
legu bakslagi í viðureigninni við farsóttina sem hægt gæti á
alþjóðlegum hagvexti á ný.

Draga tók úr framboðshnökrum í byrjun árs en hætt á bakslagi

Slökun á sóttvörnum víða um heim jók vonir um að smám
saman færi að draga úr alvarlegum framleiðslu- og
sem hafa gert það að verkum að framboð á ýmsum hrá- og
neyslurvörum hefur ekki náð að halda í við mikinn vöxt vöru-

eftirspurnar undanfarið ár. Álagið á framleiðslukeðjur virðist hafa náð hámarki í lok síðasta árs en fjölgun smita í Kína og hörð sóttvarnarviðbrögð þar í landi kunna þó að hafa valdið bakslagi í úrlausn þessara framleiðsluhnökra (mynd 5). Þá hafa stríðsátökin í Úkraínu og viðskiptabann á Rússland valdið uppnámi á hrávörumörkuðum sem gæti haft áhrif á fjölda alþjóðlegra aðfangakeðja.

Mikil óvissa um verðbólguhorfur og hætta á vanspá hefur aukist

Þróun ofangreindra þátta hefur áhrif á þróun efnahagssumsvifa og verðbólgu í spá bankans. Hrávöruverð gæti t.d. hækkað enn meira og alþjóðleg verðbólga reynst meiri og þrálátari en gert er ráð fyrir. Innlendir verðbólguþrýstingur yrði þar af leiðandi meiri, eins og lýst er í frávíkisdæmi í rammagrein 1 í *Peningamálum 2021/4*.

Við bætist óvissa um framvindu kjaraviðræðna næsta vetur en verði samið um enn meiri launahækkanir en grunnspáin gerir ráð fyrir felur það óhjákvæmilega í sér að innlendir verðbólguþrýstingur verður meiri en gert er ráð fyrir. Þá er eins og alltaf óvissa um hvernig gengi krónunnar þróast á spátímanum. Verði viðskiptakjör lakari og halli á viðskiptajöfnuði meiri gæti forsenda grunnspárinnar um þróun gengis krónunnar reynst of bjartsýn. Hraðari bati útflutnings og aukinn vaxtamunur gagnvart útlöndum gætu hins vegar leitt til herra gengis en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* hefur verið óvenju erfitt að leggja mat á framleiðslugetu þjóðarþúsins í kjölfar farsóttarinnar og þeirra framleiðslutrufflana og breytinga í hlutfallslegu verði sem henni hafa fylgt. Þá bætast við enn frekari framboðsáfall í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu. Ekki er því útilokað að framleiðslugetan hafi beðið enn meiri hnekki en grunnspáin gerir ráð fyrir og að framleiðsluspennan sem tekin er að myndast í þjóðarþúinu, og þar með undirliggjandi verðbólguþrýstingur, sé því vanmetin. Þá getur spennan aukist hraðar en gert er ráð fyrir ef heimilin ganga hraðar á þann mikla sparnað sem myndaðist í kjölfar farsóttarinnar (sjá frávíkisdæmi í rammagrein 1 í *Peningamálum 2021/4*). Það sama á við ef slakað er hraðar á opinberum fjármálum en áætlað er í grunnspánni.

Verðbólga hefur verið yfir verðbólguþrýstingum Seðlabankans í um tvö ár og yfir 4% síðan í ársbyrjun 2021. Samkvæmt grunnspá bankans mun hún vera yfir markmiði allan spátímann og yfir 4% fram á seinni hluta næsta árs. Svo mikil frávik frá markmiði skapa áraun fyrir kjölfestu verðbólguvæntinga við markmiðið og eykur hættuna á að kjölfestan veikist sem gæti valdið því að aukin verðbólga vegna tímabundinna framboðsáfalla festist í sessi. Gerist það gæti verðbólga reynst þrálátari en nú er gert ráð fyrir. Þá

Mynd 5

Álag á alþjóðlegar framleiðslukeðjur¹

Janúar 2018 - febrúar 2022

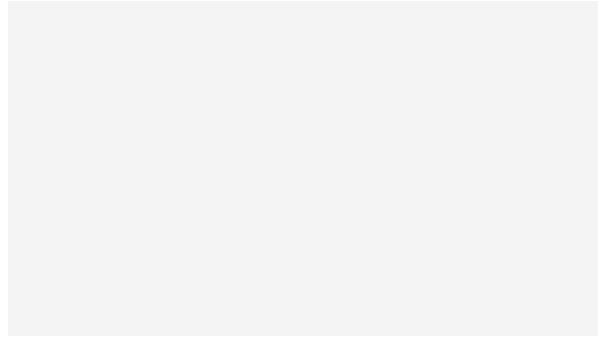


1. Mat á framboðsáhrifum fjölda mælikvarða á flutningskostnaði og afhendingartíma á framleiðslukeðjur.

Heimild: G. Benigno, o.fl. (2022), „Global supply chain pressure index: March 2022 update“, Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics.

eykur það óvissuna að verðbólga er mun meiri um allan hinn iðnvædda heim en hún hefur verið í áratugi.

Þótt sumir þessara áhættuþátta gætu þróast með haggfældari hætti en grunnspáin gerir ráð fyrir virðist meiri hættu á því að verðbólga verði meiri og þrálátari en grunnspáin gerir ráð fyrir en að hún hjaðni hraðar og meira en búist er við. Óvissa er jafnframt talin hafa aukist frá fyrri spám bankans og er líkindadreifing hennar orðin skekktaari upp á við en áður.



Efnahagsleg áhrif innrásarinnar í Úkraínu

Hinn 24. febrúar sl. réðst rússneski herinn inn í Úkraínu. Stríðsátökin hafa leitt miklar hörmungar yfir úkraínsku þjóðina og refsiaðgerðir Vesturlanda gagnvart Rússum munu leiða til mikilla þrenginga þar í landi. Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur hefur aukist og stríðsátökin gætu breiðst út til annarra landa. Eignaverð hefur víða gefið eftir og verð á fjölda hrávara hefur hækkað mikið. Því er ljóst að efnahagshorfur í heiminum hafa versnað og verðbólga verður bæði meiri og þrálátari en áður var búist við.

Í þessari rammagrein er fjallað um meginfarvegi efnahagslegra áhrifa átakanna á umheiminn og möguleg áhrif þeirra á efnahagsumsvif og verðbólgu.

Efnahagsleg áhrif stríðsátaka verða mest í Úkraínu og Rússlandi

Eftir linnulausar árásir rússneska hersins á borgir og innviði í Úkraínu er ljóst að úkraínsku þjóðarinnar bíður erfitt verk að byggja landið upp á ný þegar átökunum linnir. Fjöldi fólks hefur látið lífið og margar milljónir hafa neyðst til að yfirgefa heimili sín og flýja af landi brott. Borgir, framleiðslutæki og innviðir hafa verið eyðilagðir. Uppbyggingarstarfið mun því taka tíma og verður ekki unnið án aðkomu alþjóðasamfélagsins með beinum fjárframlögum og endurskipulagningu skulda.

Efnahagsleg áhrif á Rússland eru að sama skapi mikil þótt þau séu annars eðlis. Rússland er nú einangrað í alþjóðasamfélaginu í kjölfar viðamikils viðskiptabanns og útskúfunar úr samfélagi þjóða. Eignaverð þar í landi hríðféll og fjármálaleg skilyrði versnuðu verulega í kjölfar áraunar á innlent bankakerfi og lokunar á aðgengi að erlendri fjármögnun. Seðlabanki Rússlands greip til fjármagnshafta og hækkaði vexti verulega til að verja gengi rúblunnar þótt frysting á stórum hluta gjaldeyrisforða bankans hafi þrengt mjög að svigrúmi hans til þess. Þá hefur verið lokað fyrir aðgengi fjölda rússneskra banka að SWIFT-greiðsluskilaboðakerfinu sem torveldar þeim og rússneskum fyrirtækjum að stunda og gera upp viðskipti við önnur lönd. Fjöldi alþjóðlegra fyrirtækja hefur einnig hætt starfsemi í Rússlandi og fyrirtæki um allan heim hafa hætt viðskiptum við Rússa og skorið á tengsl við fyrirtæki þar í landi. Þá hafa Bandaríkjamenn lagt bann á innflutning jarðefnaeldsneytis frá Rússlandi og Bretar ætla að hætta innflutningi á olíu þaðan fyrir lok þessa árs. ESB-ríki hafa jafnframt í hyggju að banna innflutning á kolum frá Rússlandi og stefna að því að draga úr innflutningi á jarðgasi þaðan um tvo þriðju innan árs.

Erfitt er að meta hver áhrifin verða á efnahagssumsvif í Úkraínu og Rússlandi en ljóst er að þau verða veruleg. Samkvæmt mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2022) gæti landsframléiðslan í Rússlandi dregist saman um 8,5% í ár og verðbólga farið yfir 20%. Samdrátturinn í Úkraínu verður enn meiri eða um 35%.

Áhrif átaka í gegnum alþjóðaviðskipti

Einn farvegur áhrifa stríðsátakanna á heimshagkerfið er í gegnum viðskiptatengsl við Rússland og Úkraínu. Mikilvægir útflutningsmarkaðir gætu tapast vegna stríðsátakanna og viðskiptabannsins. Að sama skapi geta átökin leitt til hnökra í alþjóðaviðskiptum þar sem skortur verður á mikilvægum framleiðsluáðföngum frá Rússlandi og Úkraínu sem fyrirtæki í öðrum löndum reiða sig á.

Þótt áhrifin á einstaka fyrirtæki og atvinnugreinar geti orðið nokkur er líklegt að bein áhrif vegna tapaðra viðskipta við Rússland verði tiltölulega lítil. Rússneska hagkerfið vegur minna en 2% af heimshagkerfinu og er álíka stórt og það ástralska og einungis um 7% af því bandaríska. Vægi útflutnings þróaðra ríkja til Rússlands er að sama skapi tiltölulega lítið. Vægið er t.d. einungis 0,3% af vöruútflutningi Bandaríkjanna og 0,7% af vöruútflutningi Breta (mynd 1). Meðal iðnríkja eiga ESB-ríki líklega einna mest undir, einkum Þýskaland, en útflutningur til Rússlands vegur samt sem áður einungis 1,9% af vöruútflutningi Þjóðverja. Efnahagsleg áhrif á ýmis ríki í Austur-Evrópu verða þó líklega meiri enda vega viðskipti þeirra við Rússland þyngra. Þetta á sérstaklega við um Eystrasaltsríkin þrjú sem flytja að meðaltali um 10% af vöruútflutningi sínum til Rússlands.

Vægi útflutnings til Rússlands segir þó ekki alla söguna um möguleg efnahagsleg áhrif átakanna. Aðföng frá Rússlandi geta verið mikilvæg í aðfangakeðju einstakra landa þótt þau mælist ekki í beinum viðskiptum við Rússland þar sem þau fara í gegnum önnur lönd. Eins og sést á mynd 1 er vægi Rússlands í innlendra aðfangakeðju annarra ríkja jafnan meira en sem nemur beinu vægi Rússlands í utanríkisviðskiptum, sérstaklega í ýmsum ríkjum Austur-Evrópu og Finnlandi.¹ Heilt yfir er þó niðurstaðan sú að efnahagsleg áhrif átakanna í gegnum utanríkisviðskipti eru líklega ekki mikil, sérstaklega þegar haft er í huga að fyrirtæki geta jafnan leitað fanga í öðrum löndum þótt það geti kostað tíma og fyrirhöfn.

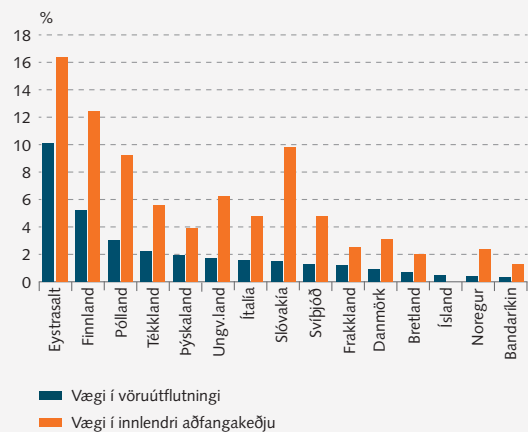
Áhrif átaka í gegnum alþjóðlega fjármálakerfið

Þrátt fyrir mikla áraun á rússneskt fjármálakerfi er líklegt að áhrifin á önnur lönd í gegnum alþjóðlega fjármálakerfið

1. Samsvarandi gögn um vægi einstakra landa í innlendra aðfangakeðju eru ekki til fyrir Ísland en ætla má að það sé áþekkt því sem það er t.d. í Noregi.

Mynd 1

Vægi útflutnings til Rússlands og mikilvægi í aðfangakeðju ýmissa OECD-ríkja¹



1. Vægi vöruútflutnings til Rússlands í heildarvöruútflutningi árið 2020 og vægi virðisauka innflutnings frá Rússlandi í öllum aðfangainnflutningi árið 2018 (tölu fyrir Ísland vantar). Eystrasalt stendur fyrir meðaltal Eistlands, Lettlands og Litháen. Heimildir: TIVA-gagnagrunnur OECD, UNCTAD-gagnagrunnur Sameinuðu þjóðanna.

verði takmörkuð. Fjármálaleg tengsl við rússneska banka og fyrirtæki eru hlutfallslega lítil og kröfur alþjóðlegra banka á rússneska aðila eru almennt litlar að umfangi (mynd 2) og hafa minnkað undanfarin ár, sérstaklega eftir innrás Rússa á Krímskaga árið 2014. Fjármálaleg skilyrði þróaðra ríkja hafa þó versnað í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu með lækkandi hlutabréfaverði og hefur áhættu- og vaxtaálag einhverra ríkja þokast lítillega upp. Þá hefur áhættuálag á fjármála-fyrirtæki einnig hækkað og mögulega gætu erfiðleikar rússneskra banka með alþjóðlega starfsemi haft neikvæð áhrif á þeim mörkuðum sem þeir starfa á. Heildaráhætta gagnvart rússneskum fjármálafyrirtækjum virðist þó ekki mikil. Aukin óvissa vegna átakanna og flótti í öruggar fjáreignir gæti þó magnað upp óstöðugleika í fjármálakerfi sumra ríkja.

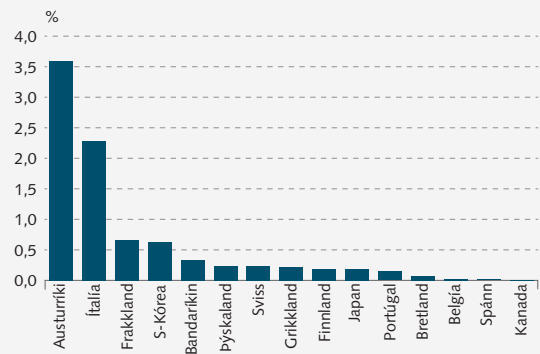
Áhrif átaka í gegnum alþjóðlega hrávörumarkaði

Tiltölulega lítið vægi Rússlands í alþjóðaviðskiptum og í hinu alþjóðlega fjármálakerfi segir þó ekki nema hluta sögunnar þegar reynt er að leggja mat á áhrif stríðsátakanna og viðskiptabannsins á heimshagkerfið. Rússland er einn mikilvægasti framleiðandi heimsins á fjölda hrávara og Úkraína er einnig mikilvægur matvælaframleiðandi. Það er því ljóst að stríðsátökin og viðskiptabannið munu hafa víðtæk áhrif á alþjóðlega hrávörumarkaði og þar með á heimshagkerfið.

Eins og sést á mynd 3 framleiða Rússar um 12% af olíu í heiminum og er Rússland næststærsti einstaki olíuútflytjandi heimsins á eftir Sádi-Arabíu. Vægi Rússlands í framleiðslu á jarðgasi er enn meira: um 17% af jarðgasi í heiminum koma þaðan og er landið stærsti einstaki útflytjandi þess. Vægi Rússlands í öðrum hrávörum og málum er einnig mikið. Hátt í helmingur framleiðslu á eðalmálmnum palladium í heiminum kemur t.d. þaðan en það er m.a. mikilvægt hráefni í framleiðslu á hvarfakútum í bíla. Rússland og Úkraína eru jafnframt veigamikil í framleiðslu á gastegundum á borð við neon sem er, auk palladiums, notað í framleiðslu á hálfleiðurum sem eru ómissandi í framleiðslu á alls kyns raftækjum og tölvustýrðum vörum. Þá er Rússland mikilvægur framleiðandi á nikkeli sem m.a. er notað í stálframleiðslu og í framleiðslu á rafhlöðum. Vægi Rússlands og Úkraínu í matvælaframleiðslu er ekki síður mikið en löndin tvö eru meðal fimm stærstu útflytjenda fjölda matvæla í heiminum. Tæplega 15% af heimsframleiðslu á hveiti kemur t.d. frá löndunum tveimur og samtals um fjórðungur af heimsútflytningi þess. Þau eru einnig mikilvægir framleiðendur áburðar sem notaður er við framleiðslu á fjölda matvæla og standa undir riflega helmingi heimsframleiðslunnar á sólblómaolíu.

Meginfarvegur efnahagslegra áhrifa stríðsátakanna á heimshagkerfið verður því í formi mikilla verðhækkana á hrávöru sem mun auka innflutta verðbólgu og auka útgjöld

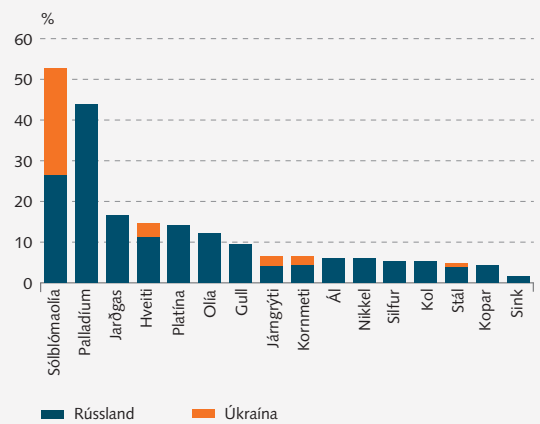
Mynd 2
Kröfur fjármálastofnana í völdum OECD-ríkjum á Rússland¹



1. Útstandandi kröfur banka á rússneska aðila á 3. ársfjórðungi 2021 í hlutfalli af heildarkröfum þeirra á erlenda aðila.

Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn (Consolidated banking statistics), OECD.

Mynd 3
Hlutdeild Rússlands og Úkraínu í hrávöruframleiðslu 2020

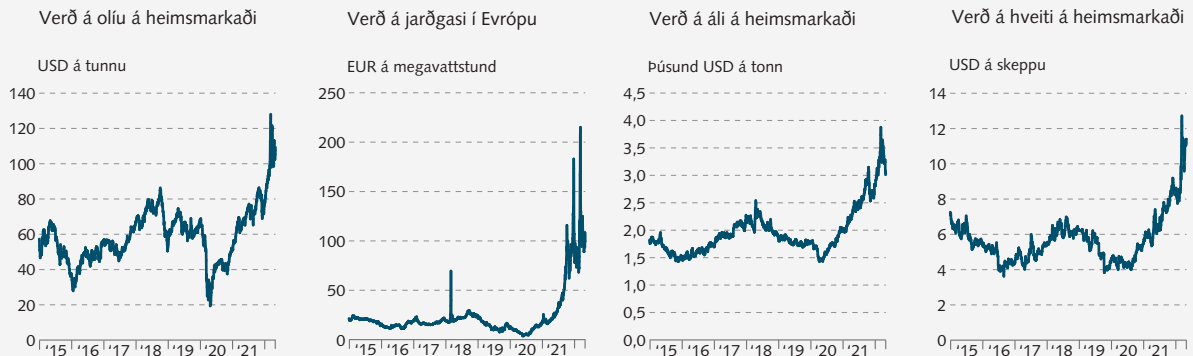


Heimild: J.P. Morgan Commodity Research, Matvæla- og landbúnaðarstofnun Sameinuðu þjóðanna (FAO), US Geological Survey.

Mynd 4

Alþjóðlegt hrávöruverð¹

1. janúar 2015 - 29. apríl 2022



1. Brent verð á hráolíu og álverð samkvæmt London Metal Exchange (LME).
Heimild: Refinitiv Datastream.

heimila og fyrirtækja. Þessi viðskiptakjararýrning hefur neikvæð áhrif á efnahagsumsvif en fyrir hrávöruútflutningur vegur verðhækkun útfluttra hrávara á móti. Viðskiptakjör gætu því batnað hjá sumum þeirra þótt á móti vegi neikvæð áhrif minni alþjóðlegrar eftirspurnar og aukinnar óvissu um efnahagshorfur í heiminum.

Eins og sést á mynd 4 hækkaði verð hrávöru mikið í kjölfar innrásarinnar þótt hækkunin hafi að hluta gengið til baka. Þannig er olíuverð nú um 13% hærra en það var rétt fyrir innrásina og verð á jarðgasi í Evrópu liðlega 18% hærra en mest varð hækkun þess ríflega 150% rúmlega viku eftir innrásina. Verð á hveiti hefur einnig hækkað mjög og hefur hækkun þess einungis að litlu leyti gengið til baka.

Haldist verð á hveiti áfram svo hátt gætu afleiðingarnar fyrir fátækari lönd heimsins orðið alvarlegar. Uppskerubrestur vegna viðvarandi skorts á áburði gæti jafnframt aukið enn frekar á vandann. Mikil hækkun á verði jarðgass mun þar að auki hafa áhrif á fjölda heimila og fyrirtækja í Evrópu sem reiða sig á innflutning þess frá Rússlandi. Þetta á sérstaklega við fjölda ríkja í Austur-Evrópu en einnig ríkja eins og Ítalíu og Þýskaland þar sem jarðgas frá Rússlandi vegur hátt í fimmtung af heildarorkunotkun þeirra. Fyrir ESB-ríkin í heild vegur innflutningur á jarðgasi frá Rússlandi samtals um 40% og þaðan kemur einnig um fjórðungur af olíuinnflutningi ríkjanna og um helmingur kolainnflutnings. Það hefði því viðtæk áhrif ef gripið yrði til frekari viðskiptaþvingana gagnvart Rússum og orkuinnflutningur frá Rússlandi til Evrópu myndi skerðast eða stöðvast algerlega. Áhrifin á Rússland yrðu ekki minni enda fara yfir 70% af gasútflutningi Rússa til Evrópu, um helmingur af olíuútflutningi þeirra og þriðjungur af kolaútflutningi. Líklegt er að verð þessara orkugjafa muni hækka enn frekar og mögulega þyrfti að grípa til takmarkana

og skömmtunar á orku til tiltekinna geira. Á móti vegur betri birgðastaða en útlit var fyrir í byrjun vetrar vegna tiltölulega milds veðurs í Evrópu. Þá gæti aukið framboð á olíu og gasi frá öðrum ríkjum, eins og Bandaríkjunum og Íran, létt á vandanum.

Efnahagsleg áhrif á heimsbúskapinn

Mikil óvissa er um stærðargráðu áhrifa stríðsátakanna á alþjóðlegar efnahagshorfur en líklegt er að þau verði töluverð – ekki síst á meginlandi Evrópu. Nýlegar greiningar benda t.d. til þess að átökin gætu valdið því að hagvöxtur í heiminum verði ½-1 prósentu minni í ár en ella hefði verið (sjá t.d. Liadze o.fl., 2022, og OECD, 2022). Áhrifin á hagvöxt á evrusvæðinu yrðu jafnvel meiri eða 1-1½ prósentu (mynd 5). Áhrifin á verðbólgu yrðu einnig veruleg: verðbólga í heiminum gæti aukist um hátt í 3 prósentur í ár og á evrusvæðinu gæti aukningin numið 2-2½ prósentu (mynd 6). Áhrifin gætu orðið meiri ef ástandið versnar enn frekar og orkuútflutningur Rússa skerðist meira. Gerist það er líklegt að hrávöruverð hækki enn meira og verðbólga aukist frekar með enn neikvæðari áhrifum á kaupmátt heimila og eftirspurn.²

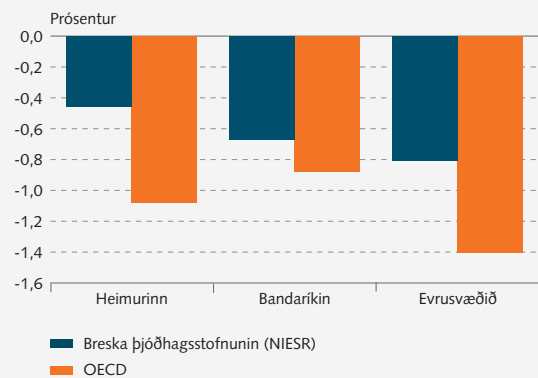
Átökin gætu einnig haft langtímaáhrif á heimsbúskapinn verði varanleg hliðrun á alþjóðlegum orkuviðskiptum og skipulagi mikilvægra aðfangakeðja. Aukin uppskipting alþjóðlegrar greiðslumiðlunar gæti gert alþjóðaviðskipti kostnaðarsamari og auknar alþjóðadeilur dregið enn frekar úr alþjóðaviðskiptum og dreifingu þekkingar sem gæti dregið varanlega úr langtímavaxtargetu heimshagkerfisins.

Efnahagsleg áhrif á Íslandi

Líkt og í öðrum þróuðum ríkjum eru viðskipti Íslands við Rússland tiltölulega lítil en eins og sést á mynd 1 fara um 0,5% af vöruútflutningi Íslands þangað (miðað er við árið 2020). Viðskiptin hafa minnkað töluvert frá því sem áður var í kjölfar innrásar Rússa á Krímskaga og þess gagnkvæma viðskiptabanns sem sett var á í kjölfarið og enn frekar eftir að heimsfaraldurinn skall á. Svipað hlutfall útflutnings fer til Hvíta-Rússlands og Úkraínu en útflutningur þangað hefur aukist undanfarin ár eftir viðskiptabann Rússa árið 2015, einkum vegna þess að sjávarafurðir sem áður fóru til Rússlands hafa í auknum mæli farið til þessara landa. Hlutfall vöruútflutnings til landanna þriggja er því samtals 1,7% (mynd 7). Samsvarandi hlutfall fyrir þjónustuútflutning er 1,1% og 1,5% fyrir vöru- og þjónustuútflutning alls (samtals

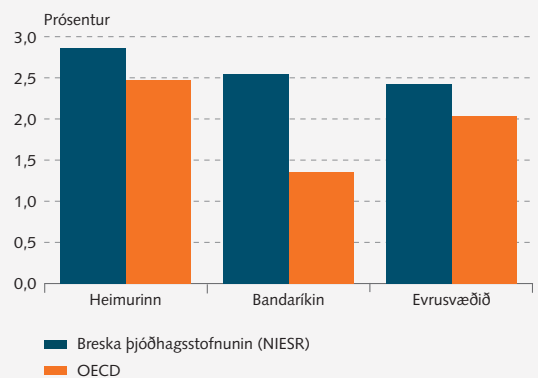
2. Samkvæmt greiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2022) gæti heimsframleiðslan dregist saman um allt að 2% til viðbótar fram á næsta ár verði gripið til viðtækari viðskiptaþvingana á Rússland en nú er gert ráð fyrir sem leiðir til enn frekari verðhækkunar hrávöru og meiri og langvinnari framleiðsluþrúflana. Verðbólga í heiminum gæti jafnframt aukist um allt að 1 prósentu til viðbótar í ár og á næsta ári.

Mynd 5
Áhrif stríðsins í Úkraínu á hagvöxt í heiminum¹



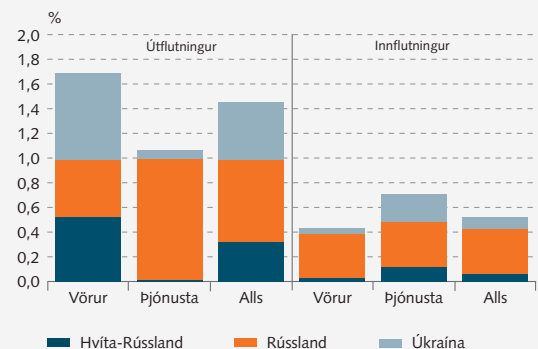
1. Mat á áhrifum stríðsátakanna á hagvöxt 2022 (NIESR) eða í heilt ár frá upphafi átaka (OECD).
Heimildir: Liadze o.fl. (2022), OECD (2022).

Mynd 6
Áhrif stríðsins í Úkraínu á verðbólgu í heiminum¹



1. Mat á áhrifum stríðsátakanna á verðbólgu 2022 (NIESR) eða í heilt ár frá upphafi átaka (OECD).
Heimildir: Liadze o.fl. (2022), OECD (2022).

Mynd 7
Viðskipti Íslands við Hvíta-Rússland, Rússland og Úkraínu¹



1. Út- og innflutningur til Hvíta-Rússlands, Rússlands og Úkraína í hlutfalli við viðkomandi út- og innflutning í heild 2020.
Heimild: Hagstofa Íslands.

14,5 ma.kr.). Fyrir vöru- og þjónustuinnflutning frá löndun- um þremur er hlutfallið 0,5% (5,5 ma.kr.). Meginuppistaða útflutnings til Rússlands hefur verið notuð skip, ýmsar iðnaðarvörur og tæki til matvælaframleiðslu en sjávarafurðir, einkum uppsjávar- og eldisfiskur, vega þyngst í útflutningi til Úkraínu og Hvíta-Rússlands. Þá vógu komur rússneskra ferðamanna þyngst í þjónustuútflutningi til þessara þriggja landa en verulega dró úr komum þeirra í kjölfar farsóttar- innar. Annar þjónustuútflutningur jókst hins vegar á móti, einkum tækniþjónusta og önnur viðskiptaþjónusta.

Stöðvist öll viðskipti við löndin þrjú gæti beint útflutn- ingstap því numið um 15-20 ma.kr. Tapið gæti mögulega orðið meira þar sem um 5 ma.kr. af sjávar- og eldisafurðum hafa verið fluttir árlega frá Íslandi til Úkraínu í gegnum Litháen undanfarin ár. Auk þess höfðu innlendir söluaðilar gert ráð fyrir að hluti af auknum loðnukvóta í ár myndi fara á Úkraínumarkað. Á móti vegur þó að líklega tæk- ist að koma afurðum á aðra markaði þótt það gæti tekið lengri tíma og mögulega fengist lægra verð fyrir þær. Þá er útlit fyrir að aðrar sjávarafurðir, einkum botnfiskafurðir, hækki í verði vegna aukinnar eftirspurnar eftir íslenskum sjávarafurðum í kjölfar fyrirhugaðrar hækkunar innflutn- ingstolla og skerts aðgengis rússneskra sjávarafurða að alþjóðamörkuðum. Þá hefur Rússum verið vikið tímabundið úr Alþjóðahafrannsóknarstofnuninni (ICES). Rússar gætu brugðist við með því að loka á aðgengi annarra þjóða að rússneskri lögsögu en Ísland hefur verið með tvíhliða samning við Rússa um veiðiheimildir í Barentshafi. Þær vega þó ekki þungt í heildarafla Íslendinga.

Þá má ætla að hægt sé að nálgast aðföng sem keypt hafa verið frá þessum löndum, eins og t.d. steypustyrktarjárn, timbur og krossvið, frá öðrum löndum þótt verðið gæti reynst hærra. Í einhverjum tilvikum gæti þó reynst erfitt að finna sambærilega vöru annars staðar frá og truflanir því varað lengur og verðhækkunar orðið meiri.

Erfitt er að meta hver áhrif átakanna verða á innlenda ferðaþjónustu. Þó er ólíklegt að bein áhrif verði mikil í ár þar sem áætlað er að langstærstur hluti þeirra ferðamanna sem heimsækja landið komi frá Bandaríkjunum og Vestur- Evrópu. Átökin kunna þó að draga úr ferðavilja einhverra þeirra. Einnig kann aukin verðbólga, minnkandi kaupmáttur og hærra farmiðaverð sakir hækkandi olíuverðs að draga úr komum til landsins þrátt fyrir aukinn ferðavilja í kjölfar afléttingar ferðatakmarkana vegna farsóttarinnar. Ekki er heldur líklegt að truflun á flugumferð vegna lokunar lofthelgi Rússlands í kjölfar stríðsins hafi víðtæk áhrif hér á landi enda er ekki gert ráð fyrir miklum fjölda ferðamanna til landsins frá Asíu í ár.

Að öllu samanteknu virðist ekki líklegt að stríðsátökin hafi mikil bein neikvæð áhrif á utanríkisviðskipti Íslands þótt þau geti orðið nokkur fyrir einstaka fyrirtæki og atvinnugreinar. Óbein áhrif í formi mikillar verðhækkunar á orku-gjöfum og annarri hrávöru verða hins vegar viðtæk hér á landi eins og víða annars staðar. Kostnaður fyrirtækja eykst, innflutningsverð hækkar og framfærslukostnaður heimila þar með einnig, sem hefur neikvæð áhrif á eftirspurn eftir vöru og þjónustu. Aukin óvissa um efnahagshorfur kann jafnframt að draga enn frekar úr útgjalda- og fjárfestingarvilja innlendra heimila og fyrirtækja. Á móti vegur hins vegar sterk eignastaða heimila og mikill uppsafnaður sparnaður sem þau geta gengið á til að mæta hækkun verðlags. Áhrifin á framfærslukostnað heimila verða einnig minni hér á landi en á meginlandi Evrópu þar sem vatnsafl og jarðvarmi eru notuð hér á landi til húshitunar og rafmagnsframleiðslu fremur en olía og jarðgas. Verðhækkun mikilvægra útflutningsafurða eins og áls og sjávarafurða vegur einnig á móti neikvæðum áhrifum mikillar hækkunar olíu- og hrávöruverðs á viðskiptakjör (sjá kafla I).

Þá er líklegt að áhrif átakanna á innlent fjármálakerfi verði takmörkuð enda eru fjármálaleg tengsl þess við Rússland og átakasvæðið hverfandi (sjá einnig rammagrein 1 í *Fjármálastöðugleika 2022/1*). Lausafjárstaða innlendra banka er auk þess góð, gjaldeyrisforði Seðlabankans rúmur og erlend staða þjóðarbúsins sterk. Innlent fjármálakerfi ætti því að vera vel í stakk búið til að takast á við mögulegar neikvæðar hliðarverkanir átakanna. Þrátt fyrir að skuldtryggingarálag á ríkissjóð hafi lítið breyst í kjölfar ástandsins hefur vaxtaálag á erlendar skuldbindingar hans sem og innlendra viðskiptabanka hækkað. Það ætti þó ekki að hafa mikil áhrif á ríkissjóð til skamms tíma lítið þar sem þörfin fyrir endurfjármögnun er ekki brýn. Áhrifin á innlend fyrirtæki og viðskiptabanka sem þurfa að endurfjármagna erlendar skuldabréfaútgáfur á komandi misserum gætu hins vegar orðið meiri. Þá kann gjaldmiðlaálag á íslensku krónuna að hækka vegna aukinnar óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum og gengi krónunnar því orðið heldur lægra en ella á næstu mánuðum.

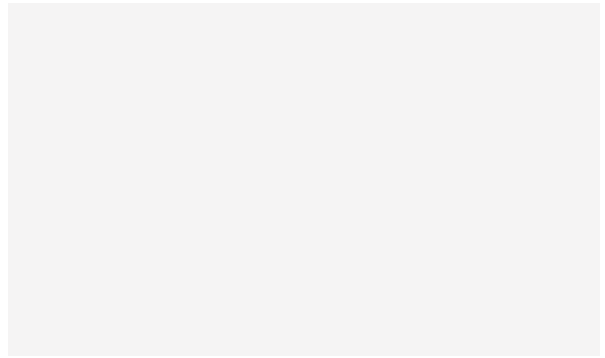
Á heildina lítið valda stríðsátökin því að verðbólga hér á landi verður meiri og þrálátari en hún hefði ella verið og vöxtur einkaneyslu minni. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verður einnig minni og útflutningur héðan eykst því hægar en ella þótt betri viðskiptakjör vegi þar á móti. Hagvöxtur hér á landi verður því minni en á horfðist áður en stríðið braust út. Óvissa um efnahagshorfur er hins vegar mikil og hversu mikil áhrifin verða mun ráðast af framvindu mála á alþjóðavísu.

Heimildir

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2022). *World Economic Outlook*, kafli 1. apríl 2022.

I. Liadze, C. Macchiarelli, P. Mortimer-Lee og P. S. Juanino (2022). The economic costs of the Russia-Ukraine conflict. National Institute of Economic and Social Research, *NIESR Policy Paper* nr. 32, mars 2022.

OECD (2022). *OECD Economic Outlook, Interim Report*, mars 2022.



Spátöflur

Tafla 1 Helstu hagstærðir¹

	2020	2021	2022	2023	2024
Einkaneysla	-2,9 (-3,0)	7,6 (6,8)	3,1 (3,5)	3,0 (3,9)	2,7 (3,8)
Samneysla	4,2 (4,5)	1,8 (2,0)	1,9 (1,8)	1,7 (1,7)	1,7 (1,6)
Fjármunamyndun	-9,5 (-8,7)	13,6 (12,8)	6,9 (5,2)	-0,5 (-1,2)	3,1 (2,2)
Atvinnuvegafjárfesting	-16,4 (-14,1)	23,1 (21,0)	9,5 (3,4)	-5,3 (-4,7)	1,8 (3,2)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	1,2 (1,2)	-4,4 (-4,9)	5,5 (9,7)	13,7 (10,2)	7,8 (4,1)
Fjárfesting hins opinbera	-2,2 (-5,2)	12,4 (14,2)	0,3 (5,2)	-3,5 (-6,0)	-0,1 (-4,5)
Þjóðarútgjöld	-2,4 (-2,2)	7,2 (6,8)	3,5 (3,3)	1,9 (2,2)	2,5 (2,9)
Útflutningur vöru og þjónustu	-30,2 (-30,2)	12,3 (14,2)	15,9 (17,6)	5,2 (4,7)	5,7 (4,4)
Innflutningur vöru og þjónustu	-21,6 (-22,5)	20,3 (19,2)	12,4 (13,3)	3,5 (4,9)	5,7 (5,1)
Verg landsframleiðsla (VLF)	-7,1 (-6,5)	4,3 (4,9)	4,6 (4,8)	2,6 (2,1)	2,5 (2,5)
VLF á verðlagi hvers árs (ma.kr.)	2.928 (2.941)	3.233 (3.257)	3.645 (3.595)	3.869 (3.779)	4.083 (3.981)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	-4,8 (-4,4)	-2,9 (-1,9)	1,1 (1,5)	0,8 (-0,1)	0,0 (-0,3)
Útflutningur á vörum	-8,6 (-8,5)	7,6 (7,7)	4,4 (3,7)	-1,7 (-0,6)	2,6 (1,4)
Útflutningur á þjónustu	-50,5 (-50,5)	20,3 (24,9)	34,6 (39,4)	14,7 (11,2)	9,2 (7,5)
Atvinnuleysi (VMK, % af mannafla) ²	6,4 (6,4)	6,0 (6,0)	4,3 (4,7)	4,2 (4,5)	4,2 (4,3)
Skráð almennt atvinnuleysi (% af mannafla) ³	7,9 (7,9)	7,7 (7,7)	4,5 (4,9)	3,7 (4,2)	3,6 (3,9)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-5,6 (-5,3)	-0,9 (-0,4)	0,5 (0,8)	0,0 (0,2)	-0,3 (0,1)
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)	0,8 (0,9)	-2,8 (-1,2)	-0,9 (0,5)	-1,4 (-0,4)	-1,8 (-1,5)
Vísitala meðalgengis ⁴	201,0 (201,0)	196,1 (196,1)	191,5 (193,6)	194,1 (193,2)	194,1 (193,8)
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	2,8 (2,8)	4,4 (4,4)	7,4 (5,3)	5,0 (3,4)	2,9 (2,9)
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ⁵	0,7 (0,7)	2,8 (2,8)	5,8 (3,5)	2,5 (2,0)	1,9 (1,9)
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ⁵	-5,0 (-5,0)	5,6 (5,5)	3,1 (4,0)	2,3 (2,5)	1,9 (1,9)

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

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

3. Skráð atvinnuleysi Vinnumálastofnunar án fólks á hlutabótum.

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

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

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

Tafla 2 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi	
2021:2	4,4 (4,4)	6,7 (6,7)
2021:3	4,3 (4,3)	3,8 (3,8)
2021:4	4,8 (4,8)	5,9 (5,9)
2022:1	6,2 (5,8)	8,3 (6,7)
	Spáð gildi	
2022:2	7,5 (5,6)	12,1 (5,9)
2022:3	8,1 (5,3)	6,0 (2,7)
2022:4	8,0 (4,7)	5,6 (3,7)
2023:1	6,7 (3,7)	3,5 (2,6)
2023:2	5,2 (3,5)	6,0 (4,8)
2023:3	4,3 (3,2)	2,3 (1,5)
2023:4	3,8 (3,1)	3,4 (3,4)
2024:1	3,2 (2,9)	1,0 (2,1)
2024:2	3,0 (2,9)	5,3 (4,7)
2024:3	2,8 (2,9)	1,4 (1,4)
2024:4	2,8 (2,9)	3,4 (3,3)
2025:1	2,8 (2,7)	1,2 (1,6)
2025:2	2,7	4,8

1. Tölur í svigum eru spá PM 2022/1.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

