



2024 | 4

PENINGAMÁL

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

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

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

Útgefandi:

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

98. rit. 20. nóvember 2024 ISSN 1670-4371, vefrit

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

Yfirlýsing peningastefnunefndar 20. nóvember 2024

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 8,5%.

Verðbólga hefur hjaðnað undanfarið og mældist 5,1% í október. Hjöðnun verðbólgu er á breiðum grunni og undirliggjandi verðbólga hefur einnig minnkað. Þá hafa verðbólguvæntingar almennt lækkað og raunvextir því hækkað.

Áhrifa þétts peningalegs taumhalds gætir áfram í efnahagssumsvifum og hægt hefur á vexti innlendar eftirspurnar. Atvinnuleysi heldur áfram að þokast upp og horfur eru á að það dragi úr spennu í þjóðarbúinu þótt það gerist hægar en áður var talið.

Þrálát verðbólga og verðbólguvæntingar yfir markmiði kalla þó á varkárni. Áfram þarf því að viðhalda hæfilegu aðhaldsstigi til þess að koma verðbólgu í markmið innan ásættanlegs tíma.

Mótun peningastefnunnar næstu misseri mun sem fyrr ráðast af þróun efnahagsumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Merking tákna:

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

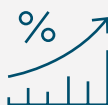
Efnisyfirlit

	Peningamál í hnotskurn	6
I	Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör	7
	Alþjóðleg efnahagsmál	7
	Útflutningsverð og viðskiptakjör	12
II	Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir	16
	Peningastefnan og markaðsvextir	16
	Gengi krónunnar	18
	Peningamagn og útlán	19
	Eignaverð	20
	Fjármálaleg skilyrði	23
III	Eftirspurn og hagvöxtur	26
	Innlend eftirspurn einkaaðila	26
	Hið opinbera	30
	Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður	32
	Hagvöxtur	37
IV	Vinumarkaður og nýting framleiðslupátta	39
	Vinumarkaður	39
	Vísbendingar um nýtingu framleiðslupátta	41
V	Verðbólga	44
	Nýleg verðbólguþróun	44
	Vísbendingar um verðbólguþrýsting	45
	Verðbólguvæntingar	47
	Verðbólguhorfur	48
	Rammagreinar	50
	1 Frávíksdæmi og óvissuþættir	50
	2 Efnahagsbati í skugga áfalla undanfarinna ára	57
	3 Breyting á aðferðafræði við útreikning á húsnæðislið vísitölu neysluverðs	63
	4 Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2025	68
	5 Spár Seðlabankans um efnahagsþróun ársins 2023	73
	Viðauki	82
	Spátöflur	82

Peningamál í hnotskurn



Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum hefur þróast í takt við það sem gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála* og hagvaxtarhorfur hafa því lítið breyst. Talið er að hagvöxtur aukist smám saman úr 1,4% í ár í 1,7% árið 2026. Sem fyrr vegur kröftugur hagvöxtur í Bandaríkjunum þungt en hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu eru áfram tiltölulega daprar. Alþjóðleg verðbólga hefur haldið áfram að minnka. Hún var 2,2% að meðaltali á þriðja fjórðungi þessa árs en líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að hún verði komin niður í 2% seint á næsta ári.



Landsframleiðsla hér á landi jókst á ný milli fjórðunga á öðrum fjórðungi þessa árs en vegna mikils samdráttar á fyrsta fjórðungi sem rekja má til neikvæðra áhrifa birgðabreytinga vegna loðnubrests var landsframleiðsla enn 1,9% minni á fyrri helmingi ársins en á sama tíma í fyrra. Það er mikill viðsnúningur í hagvexti sem var 5% í fyrra og um 9% árið áður. Talið er að landsframleiðslan standi í stað milli ára í ár en í ágúst var spáð 0,5% hagvexti. Lakari horfur litast fyrst og fremst af því að samdrátturinn á fyrri hluta ársins reyndist meiri en áður var spáð. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að hagvöxtur taki við sér á ný á næsta ári og verði um 2% og um 2½% að meðaltali á seinni hluta spátímans. Eins og í ágúst er hagvöxtur á spátímanum að meginhluta drifinn áfram af innlendri eftirspurn, sérstaklega vexti einkaneyslu.



Samkvæmt staðgreiðslugögnum hefur störfum fækkað og atvinnuleysi heldur áfram að þokast upp. Spennan í þjóðarþúinu minnkar því áfram þótt endurskoðun Hagstofunnar á hagvaxtar-tölum síðasta árs geri það að verkum að meiri framleiðsluspenna mælist nú en áður var talið. Talið er að spennan snúist í slaka undir lok næsta árs sem er aðeins seinna en áður var spáð.



Verðbólga mældist 5,1% í október og hefur því minnkað um tæplega 1 prósentu frá því í ágúst og næstum 3 prósentur frá því í október í fyrra. Verðbólga án húsnæðis hefur minnkað enn meira og undirliggjandi verðbólga þokast áfram niður. Verðbólguvæntingar hafa að sama skapi lækkað á flesta mælikvarða. Verðbólga var heldur minni á þriðja fjórðungi þessa árs en spáð var í ágúst og hagstæðari upphafsstaða gerir það að verkum að verðbólguhorfur út næsta ár hafa batnað. Við bætast áhrif heldur hærra gengis krónunnar en á móti vegur meiri spenna í þjóðarþúinu. Verðbólguhorfur á seinni hluta spátímans eru því svipaðar og í ágúst. Spáð er að verðbólga fari undir 3% á fyrri hluta árs 2026 og verði komin í markmið um mitt það ár.



Hætta á harðri lendingu bandaríks efnahagslífs hefur minnkað en áfram er töluverð óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur. Þar vega þungt áhyggjur af langvinnnum stríðsátökum í Úkraínu og fyrir botni Miðjarðarhafs sem hafa stigmagnast. Alþjóðlegt hrávöruverð gæti því hækkað meira en nú er spáð og innfluttur verðbólguþrýstingur hér á landi reynst meiri. Þá gætu áhrif hærra hrávöruverðs og nýlegra launhækkana hér verið vanmetin í spá bankans í ljósi þess að kjölfesta verðbólguvæntinga hefur laskast. Framvinda innlendra efnahagssumsvifa mun einnig lita verðbólguhorfur. Verðbólga gæti t.d. reynst þrálátari en nú er spáð ef heimilin ganga hraðar á þann sparnað sem byggst hefur upp undanfarin ár. Verðbólga gæti hins vegar hjaðnað hraðar t.d. ef umsvif í ferðaþjónustu gefa meira eftir en nú er spáð.

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

Alþjóðleg efnahagsmál og viðskiptakjör



Alþjóðleg efnahagsmál

Alþjóðlegur hagvöxtur jókst á öðrum ársfjórðungi ...

Landsframleiðsla í helstu viðskiptalöndum Íslands jókst um 0,4% að meðaltali milli fjórðunga á öðrum fjórðungi í ár (mynd I-1). Það er heldur meiri vöxtur en var á fjórðungunum þar á undan en í samræmi við það sem gert var ráð fyrir í ágústspá Seðlabankans. Árshagvöxtur í viðskiptalöndunum mældist 1,4% og jókst milli fjórðunga þótt hann sé enn töluvert undir meðalvexti undanfarinna áratuga.

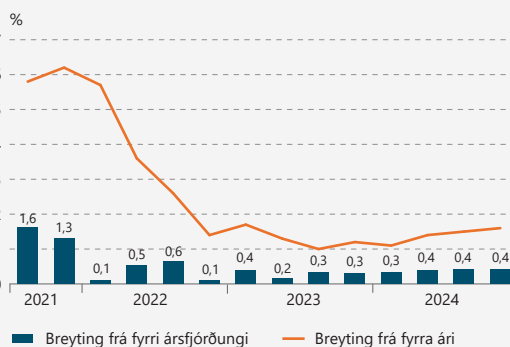
... en áfram munar miklu á hagvaxtarþróun í Bandaríkjunum og Evrópu ...

Þótt hagvöxtur í viðskiptalöndunum hafi aukist á öðrum fjórðungi munar enn miklu á þróuninni milli landa (mynd I-2). Hagvöxtur í Bandaríkjunum jókst á ný og hafði árshagvöxtur þar þá haldist í kringum 3% fimm ársfjórðunga í röð sem er talsvert umfram mat á langtímahagvaxtargetu bandarísks þjóðarbúskapar. Landsframleiðsla í Danmörku tók einnig töluvert við sér á fjórðungnum en það má að mestu leyti rekja til umsvifa þarlands lyfjaiðnaðar sem er orðinn afar stór í hlutfalli við þjóðarbúskapinn. Þá varð framhald á viðsnúningi efnahagsumsvifa í Bretlandi á öðrum fjórðungi eftir lítinn vöxt í fyrra en árshagvöxtur var þó enn lítill eða 0,7%. Árshagvöxtur á evrusvæðinu var einnig lítill eða 0,6% á öðrum fjórðungi. Þar vegur samdráttur þýsks efnahags áfram þungt en í öðrum helstu kjarnaríkjum svæðisins, einkum á Spáni, mældist meiri vöxtur. Hagvöxtur í Noregi og Svíþjóð var jafnframt áfram lítill á fjórðungnum. Þá gaf hagvöxtur í Kína meira eftir en almennt var búist við.

Mynd I-1

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands¹

3. ársfj. 2021 - 4. ársfj. 2024

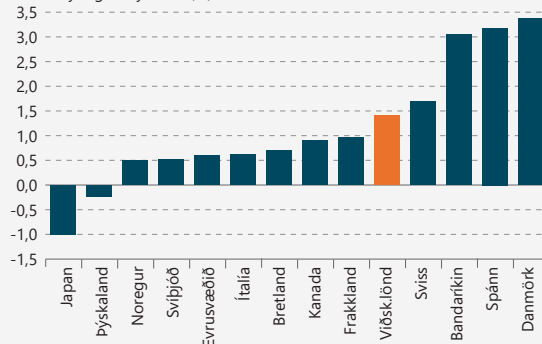


1. Árstíðarleiðréttar tölur. Grunnspá Seðlabankans 3. og 4. ársfj. 2024.
Heimildir: LSEG Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-2

Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum á 2. ársfj. 2024¹

Breyting frá fyrra ári (%)



1. Árstíðarleiðréttar tölur. Tölur fyrir Noreg eru án vinnslu og flutnings á olíu og gasi.
Heimildir: LSEG Datastream, Seðlabanki Íslands.

... sem litast fyrst og fremst af ólíkri þróun innleन्द्रar eftirspurnar

Ólík efnahagsþróun í viðskiptalöndunum skýrist sem fyrr að verulegu leyti af mismunandi þróun innleन्द्रar eftirspurnar. Á það einkum við um vöxt einkaneyslu sem hefur verið kröftugur í Bandaríkjunum á meðan neysluútgjöld heimila í Evrópu hafa lítið aukist eða jafnvel dregist saman (mynd I-3). Þar vegur ólík þróun raunlauna þungt en þau gáfu mun meira eftir í Evrópu í kjölfar stríðsátakanna í Úkraínu (mynd I-4). Átökin og aukin óvissa um stöðu orkumála í Evrópu hefur líklega einnig aukið varkárni í útgjalda- og fjárfestingarákvörðunum evrópskra heimila og fyrirtækja. Þá hefur eignaverð hækkað meira í Bandaríkjunum og stuðningsaðgerðir þarlendrar stjórnvalda verið umfangsmeiri. Bandarísk heimili hafa því áfram eytt hærra hlutfalli ráðstöfunartekna en evrópsk heimili sem eru enn að leggja meira til hliðar en þau gerðu fyrir farsóttina (mynd I-5). Eins og fjallað var um í málefni *Peningamála* kann hækkun vaxta jafnframt að hafa haft hraðari og meiri áhrif á ráðstöfunartekjur heimila í Evrópu en í Bandaríkjunum vegna ólíks fyrirkomulags fasteignalána.

Áhyggjur af efnahagshorfum í Bandaríkjunum hafa minnkað ...

Vinumarkaðstölur í Bandaríkjunum ollu miklum vonbrigðum í sumar og jukust áhyggjur yfir því að þarlend efnahagssumsvif gætu verið að gefa hraðar eftir en áður var talið. Mikil fjölgun nýrra starfa í september og hagfelldari atvinnuleysistöður á haustmánuðum ásamt öðrum vísbendingum um stöðu efnahagsmála hafa hins vegar slegið á þessar áhyggjur. Hagvaxtarhorfur í þessu stærsta hagkerfi heims hafa því heldur batnað síðan í ágúst. Þar vegur áframhaldandi hækkun raunlauna og rýmri fjármálaleg skilyrði líklega þungt. Spenna á vinnumarkaði í Bandaríkjunum, líkt og í öðrum helstu iðnríkjum, hefur þó minnkað og iðnaðarframleiðsla gefið eftir. Áfram er því talið að hægja muni á hagvexti í Bandaríkjunum á komandi fjórðungum.

... en hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu hafa heldur versnað

Leiðandi vísbendingar gefa einnig til kynna að hagvaxtarhorfur í Bretlandi hafi heldur batnað frá ágústspánni. PMI-framleiðsluvísitölur hafa haldið ágætlega velli og benda smásölutölur til þess að eftirspurn breskra heimila sé loksins að taka við sér í takt við hækkanandi raunlaun (myndir I-6 og I-7).

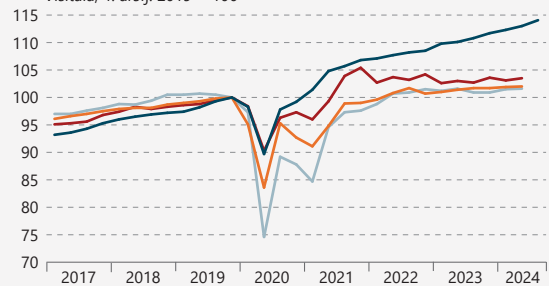
Smásala á evrusvæðinu hefur einnig tekið við sér að undanförunu í takt við hagfelldari þróun kaupmáttar heimila. PMI-framleiðsluvísitölur hafa hins vegar gefið

Mynd I-3

Einkaneysla í helstu viðskiptalöndum¹

1. ársfj. 2017 - 3. ársfj. 2024

Visitala, 4. ársfj. 2019 = 100



— Bandaríkin — Evrusvæðið
— Bretland — Norðurlönd

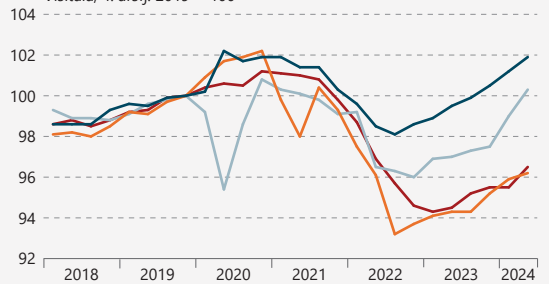
1. Árstíðarleiðréttar tölur. Norðurlönd eru einfalt meðaltal Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar.
Heimild: OECD.

Mynd I-4

Raunlaun í helstu viðskiptalöndum¹

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2024

Visitala, 4. ársfj. 2019 = 100



— Bandaríkin — Evrusvæðið
— Bretland — Norðurlönd

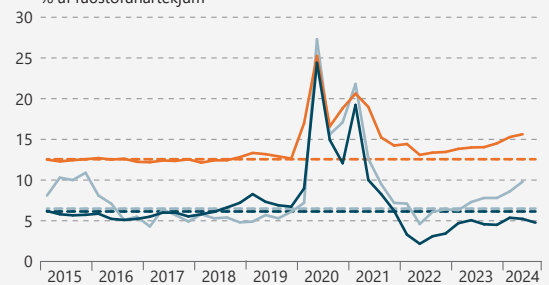
1. Árstíðar- og almanaksleiðrétt laun á vinnustund í framleiðslugreinum. Norðurlönd er einfalt meðaltal Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar.
Heimild: OECD.

Mynd I-5

Sparnaður heimila¹

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2024

% af ráðstöfunartekjum



— Bandaríkin — Evrusvæðið — Bretland

1. Brotalínur sýna meðaltal 2015-2019.
Heimild: LSEG Datastream.

eftir og iðnaðarframleiðsla verið veikburða, einkum í bílaiðnaði. Þá benda kannanir til þess að hægt hafi enn frekar á eftirspurn eftir vinnuafli. Hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu hafa því heldur versnað.

Áfram er spáð hægfara aukningu hagvaxtar í viðskiptalöndunum á spátímanum

Áætlað er að landsframleiðsla í helstu viðskiptalöndum hafi aukist um 0,4% að meðaltali á milli fjórðunga á þriðja fjórðungi og að árshagvöxtur hafi verið 1,5% (mynd I-1). Það er 0,1 prósentu meiri hagvöxtur en í ágústspá bankans og skýrist fyrst og fremst af meiri vexti í Bandaríkjunum í krafti áframhaldandi aukningar í einkaneyslu. Einnig er búist við lítillega meiri hagvexti í viðskiptalöndunum á fjórða fjórðungi og að hann verði 1,4% á árinu í heild í stað 1,3% í ágústspánni (mynd I-8).

Hagvaxtarhorfur eru hins vegar lítið breyttar frá því í ágúst og áfram er talið að hagvöxtur verði líðlega 1½% á næstu tveimur árum. Þó er búist við meiri hagvexti í Bandaríkjunum, Bretlandi og Danmörku á næsta ári en á móti er spáð hægari vexti á evrusvæðinu og í Noregi. Hagvaxtarhorfur í Kína eru hins vegar áþekkar og í ágúst en þar vegast á veikari vöxtur á öðrum og þriðja fjórðungi í ár og auknar stuðningsaðgerðir þarlendrar stjórnvalda. Nýleg hækkun á tollum Evrópusambandsins (ESB) og Bandaríkjanna á vöruinnflutning frá Kína mun líklega einnig hafa neikvæð áhrif á þarlend efnahagssumsvif og bætast við vandamál tengd innlendum fasteignamarkaði og veikburða einkaneyslu.

Hagvaxtarhorfur í heimsbúskapnum hafa lítið breyst ...

Grunnspá bankans fyrir hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands er í ágætu samræmi við nýja spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir heimsbúskapinn. Sjóðurinn gerir ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum minnki úr 3,3% í fyrra og verði 3,2% í ár. Það er jafn mikill vöxtur og í bæði apríl- og júlispá sjóðsins. Talið er að heimshagvöxtur verði einnig 3,2% á næsta ári. Að mati sjóðsins hafa hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum þó batnað í ár og á næsta ári en versnað í öðrum þróuðum ríkjum, einkum í Þýskalandi og Japan.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir enn ráð fyrir því að alþjóðaviðskipti með vörur og þjónustu taki við sér í ár og enn frekar á því næsta eftir lítinn vöxt í fyrra. Áfram er þó búist við að vöxtur þeirra verði undir meðalvexti undanfarinna áratuga í takt við minni heimshagvöxt og vaxandi verndarstefnu ríkja. Sjóðurinn gerir jafnframt ráð fyrir því að vöxtur inn- og útflutnings þróaðra ríkja verði heldur minni en í síðustu spá sjóðsins.



... en óvissa um efnahagshorfur er enn mikil

Þótt áhyggjur af efnahagshorfum í Bandaríkjunum hafi minnkað á ný og alþjóðlegar hagvaxtarhorfur lítið breyst er óvissa um efnahagsframvinduna enn mikil. Hún ræðst sem fyrr af þróun alþjóðlegrar verðbólgu og hvernig tekst til við að koma henni í markmið og halda henni þar. Efnahagsþróunin ræðst einnig af því hvernig heimilum og fyrirtækjum tekst til við að vinna úr áföllum og kostnaðarhækkunum undanfarinna ára. Áhrif vaxtahækkana sl. ára á neyslu- og fjárfestingarákvarðanir þeirra gætu t.d. verið vanmetin og hagvöxtur því orðið minni en gert er ráð fyrir. Vaxtalækkunir seðlabanka og væntingar um frekari lækkun þeirra gætu þó unnið á móti og stuðlað að kraftmeiri hagvexti en spáð er. Þá gætu frekari brotalamir í fjármálakerfi heimsins komið fram í dagsljósið, t.d. ef verðbólguhorfur myndu versna og seðlabankar þyrftu að halda vöxtum hærra og í lengri tíma en nú er vænst.

Efnahagshorfur í heiminum ráðast jafnframt sem fyrr að miklu leyti af framvindu og áhrifum stríðsátakanna fyrir botni Miðjarðarhafs og í Úkraínu, m.a. í gegnum áhrif þeirra á alþjóðaviðskipti, hrávöruverð og verðbólgu. Auk þess gæti brotamyndun í alþjóðstjórn- málum og aukin verndarstefna undanfarinna ára undið enn frekar upp á sig með tilheyrandi truflunum alþjóð- legra virðisdeðja, auknum kostnaði við alþjóðaviðskipti og neikvæðum áhrifum á alþjóðleg efnahagssumsvif. Enn fremur ríkir töluverð óvissa um horfur í opinberum fjármálum víða um heim. Staða margra nýmarkaðs- og þróunarriktja er áfram erfið vegna mikillar skuldsetningar og hás vaxtastigs. Þá er áfram óvissa um efnahagsþróun í Kína og áhrif stuðningsaðgerða þarlendrar stjórnvalda.

Verðbólga í viðskiptalöndunum hefur minnkað áfram ...

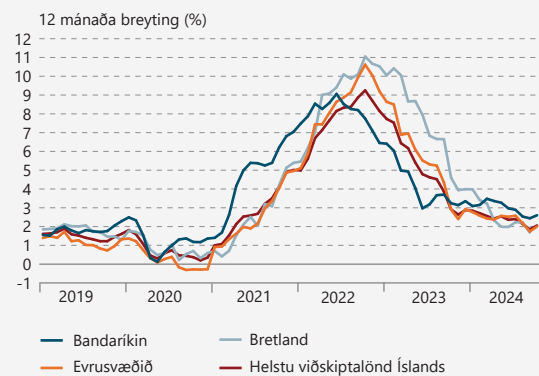
Verðbólga í viðskiptalöndunum minnkaði enn frekar í haust og var komin niður í 1,9% að meðaltali í september en áætlað er að hún hafi aukist á ný í 2,1% í október (mynd I-9). Árslækkun orkuverðs er enn að halda aftur af verðbólgu í viðskiptalöndunum í ljósi grunnáhrifa fyrri hækkana og lækkunar olíuverðs að undanfögnu en hækkun orkuverðs á árunum 2021-2022 var ein megin- ástæða þess að verðbólga jókst jafn mikið og raun bar vitni (mynd I-10). Mikil árshækkun matvæla- verðs í kjölfar stríðsátakanna í Úkraínu hefur einnig hjáðnað og haldist um og við 2% að undanfögnu. Þá hefur framlag vöruverðs til ársverðbólgu viðskiptalanda minnkað að sama skapi og verið hverfandi að undanfögnu.

Minni framleiðslu- og vaxtarhorfur, hagfelldari þróun á hrávöruverði og hjöðnun orkuverðs heldur að öllum líkindum aftur af hækkun framleiðslukostnaðar og

Mynd I-9

Alþjóðleg verðbólga¹

Janúar 2019 - október 2024



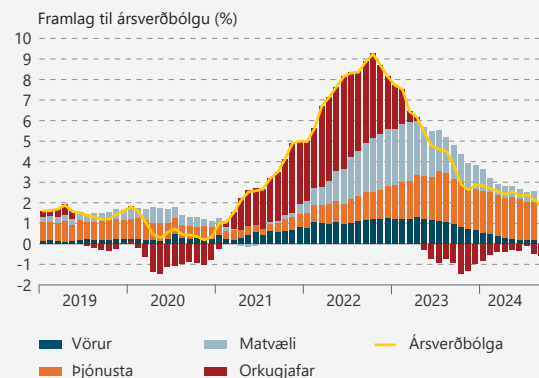
1. Áætlun Seðlabankans fyrir meðaltal viðskiptalanda í október 2024.

Heimildir: LSEG Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-10

Verðbólga í helstu viðskiptalöndum og framlag helstu undirliða¹

Janúar 2019 - september 2024



1. Viðskiptavegið meðaltal helstu viðskiptalanda. Vægi hvers kostnaðarliðar er nálgað með vægi þeirra í neyslukörfu evrusvæðisins.

Heimildir: LSEG Datastream, Seðlabanki Íslands.

stuðlar að lægra vöru- og matvælavæðri en ella. Lækkun framleiðsluverðs í Kína vegur einnig þungt í þessari þróun. Aðlögun í neyslumynstri heimila frá vörum yfir í þjónustu eftir farsóttartímann heldur líklega jafnframt enn aftur af hækkun vöruverðs. Hækkun flutningskostnaðar á árinu, m.a. vegna áhrifa stríðsátakanna í Mið-Austurlöndum, hefur þó líklega vegið á móti og stuðlað að meiri verðhækkunum en ella.

... en þjónustuverðbólga er enn mikil ...

Þótt hægt hafi á árhækkun þjónustuverðs í viðskiptalöndunum er hún enn mikil og meginástæða þess að verðbólga hefur reynt jafn þrálát undanfarin misseri og raun ber vitni (mynd I-11). Miklar nafnlauna- og kostnaðarhækkanir í bland við uppsafnaða eftirspurn eftir þjónustu frá farsóttartímanum og spennu á vinnumörkuðum vega líklega þyngst í þessari þróun. Kjarnaverðbólga í viðskiptalöndunum (þ.e. verðbólga án beins framlags orku- og matvælavæðs) er því áfram meiri en almenn verðbólga og almennt yfir verðbólgu-markmiði þessara landa.

... og hafa verðbólguhorfur í viðskiptalöndunum lítið breyst

Meðalverðbólga í viðskiptalöndunum mældist 2,2% á þriðja ársfjórðungi eða 0,3 prósentum minni en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Þar vó minni verðbólga í Bandaríkjunum og á Norðurlöndunum þyngst en hún reyndist hins vegar meiri í Bretlandi. Betri upphafsstaða gerir það að verkum að spáð er heldur minni verðbólgu að meðaltali í löndunum í ár eða 2,5% í stað 2,6% í ágúst. Verðbólguhorfur næstu tveggja ára eru hins vegar lítið breyttar. Áfram er talið að meðalverðbólga í viðskiptalöndunum aukist á ný á fjórða fjórðungi í ár samhliða því sem grunnáhrif fyrri orkuverðshækkana fjara út og að hún verði ekki komin aftur niður í 2% fyrr en seint á árinu 2025.

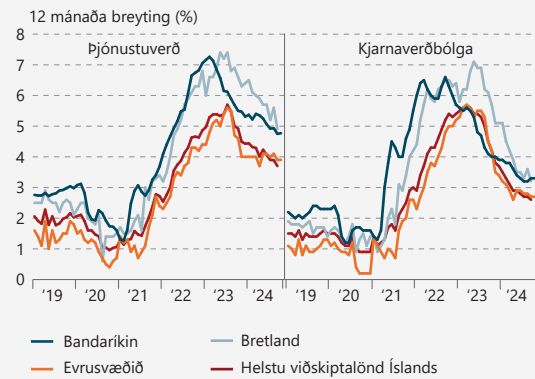
Seðlabankar nær allra þróaðra ríkja hafa lækkað vexti ...

Seðlabankar nær allra þróaðra ríkja hafa lækkað vexti undanfarið í ljósi minnkandi verðbólgu og minni óvissu um framtíðarþróun hennar (mynd I-12). Í sumum þeirra endurspeglar það einnig veika stöðu efnahagssumsvifa, lakari hagvaxtarhorfur og aukna óvissu um atvinnu- horfur. Seðlabanki Evrópu (ECB) hefur til að mynda lækkað vexti í þriggung síðan í sumar um samtals 0,75 prósentur og Englandsbanki í tvígang. Þá lækkaði Seðlabanki Bandaríkjanna vexti í september sem er fyrsta vaxtalækkun bankans í ríflega fjögur ár. Lækkaði bankinn vexti um 0,5 prósentur og svo um 0,25 pró-

Mynd I-11

Alþjóðlegt þjónustuverð og kjarnaverðbólga¹

Janúar 2019 - október 2024

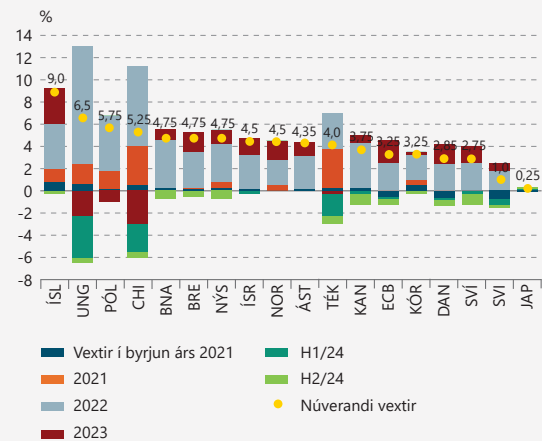


1. Án orku- og matvælavæðs.

Heimildir: LSEG Datastream, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-12

Meginvextir seðlabanka OECD-ríkja og breyting þeirra frá ársbyrjun 2021¹



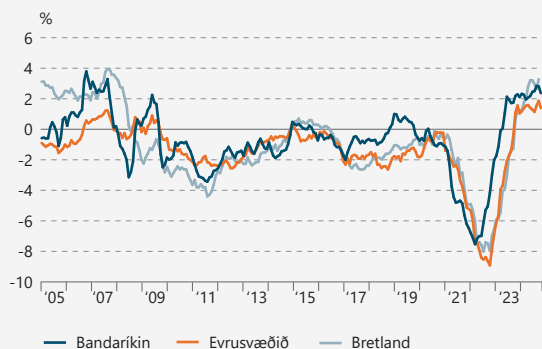
1. Vextirnir í Bandaríkjunum eru efri mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru innlánsvextir Seðlabanka Evrópu.

Heimild: LSEG Datastream.

Mynd I-13

Raunvextir seðlabanka helstu iðnríkja¹

Janúar 2005 - október 2024



1. Mánaðarlegt meðaltal. Raunvextir út frá meginvöxtum seðlabanka og 12-mánaða hækkun vísitölu neysluverðs. Meginvextir í Bandaríkjunum eru efri mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru innlánsvextir Seðlabanka Evrópu.

Heimild: LSEG Datastream.

sentur til viðbótar í nóvember. Þá hafa seðlabankar Svíþjóðar, Sviss og Kanada lækkað vexti sína enn frekar að undanfögnu. Noregsbanki hefur hins vegar haldið vöxtum sínum óbreyttum.

Þrátt fyrir lækkun undanfarið eru vextir í helstu iðnríkjum enn hærrí en þeir hafa verið um langt skeið, hvort sem horft er til nafn- eða raunvaxta þeirra (mynd I-13). Þá eru seðlabankar þeirra áfram varkárir og gefa lítil fyrirheit um næstu skref sín enda undirliggjandi verðbólguþrýstingur enn nokkur eins og sést t.d. á þrá-látri þjónustuverðbólgu og ríflegum hækkunum launa undanfarið.

... og búast markaðsaðilar við áframhaldandi lækkun vaxta

Samkvæmt framvirkum vöxtum á markaði og könnunum á meðal markaðsaðila er búist við að seðlabankar helstu iðnríkja haldi áfram að lækka vexti á komandi mánuðum og misserum (mynd I-14). Markaðsaðilar virðast þó ekki gera ráð fyrir alveg jafn miklum vaxtalækkunum í Bandaríkjunum og þeir væntu í ágúst og september sl. Endurspeglar það að hluta aukna bjart-sýni á ný um atvinnu- og hagvaxtarhorfur sem komið var inn á hér að framan. Svipuð þróun hefur einnig orðið á væntingum til seðlabankavaxta í Bretlandi.

Þessar væntingar endurspeglast í þróun ávöxtunarkröfu ríkisbréfa þessara landa sem hefur hækkað á ný eftir lækkun undir lok sumars og byrjun hausts (mynd I-15). Hækkun kröfunnar í helstu iðnríkjum má þó líklega einnig rekja að hluta til hærri verðbólguvæntinga, aukinnar óvissu um framtíðarþróun verðbólgu og vaxta, og auknum áhyggjum af stefnu opinberra fjármála. Endurspeglast það í hækkun verðbólgu- og líf-tímaálags (e. term premium) ríkisbréfa. Hlutabréfaverð þróaðra ríkja hefur hins vegar tekið við sér á ný eftir lækkunina í ágúst, aðallega í Bandaríkjunum, og sveiflur í verði þeirra minnkað þótt þær séu áfram meiri en þær voru fyrr á þessu ári (mynd I-16). Mikil hækkun hefur einnig orðið á hlutabréfaverði í Kína sakir fyrrnefndra stuðningsaðgerða þarlendrar stjórnvalda. Þá hefur álag á áhættumeiri fjáreignir í helstu iðnríkjum og nýmarkaðsríkjum minnkað. Fjármálaskilyrði virðast því heldur hafa batnað frá því í ágúst.

Útflutningsverð og viðskiptakjör

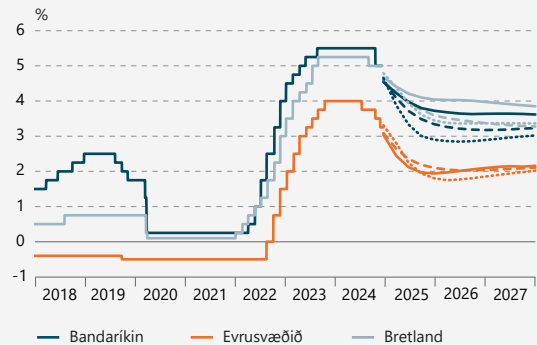
Horfur á minni verðlækkun sjávarafurða í ár ...

Útflutningsverð íslenskra sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum byrjaði að gefa eftir í byrjun árs 2023 í takt við minni eftirspurn á erlendum mörkuðum (mynd I-17). Verðið gaf áfram eftir á fyrri hluta þessa árs og var 1,8%

Mynd I-14

Meginvextir seðlabanka¹

Janúar 2018 - desember 2027



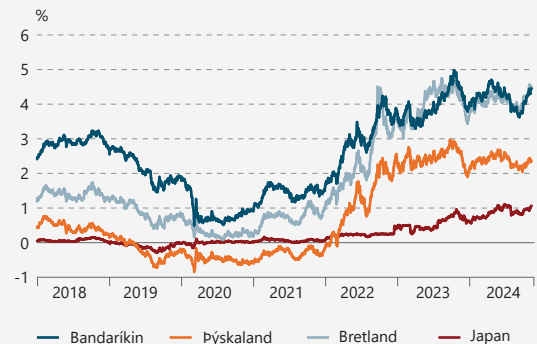
1. Daglegar tölur 1. janúar 2018 til 15. nóvember 2024 og ársfjórðungslegar tölur 4. ársfj. 2024 til 4. ársfj. 2027. Meginvextir í Bandaríkjunum eru efri mörk vaxtabils Seðlabanka Bandaríkjanna og vextirnir fyrir evrusvæðið eru innlámsvextir Seðlabanka Evrópu. Framvirkir vextir byggjast á vaxtaskiptasamningum (e. overnight index swaps, OIS). Heilar línur byggjast á framvirkum ferlum í byrjun nóvember 2024, punktalínur frá því í lok september og brotalínur frá því um miðjan ágúst 2024.

Heimildir: Bloomberg, LSEG Datastream.

Mynd I-15

Vextir 10 ára ríkisskuldabréfa

1. janúar 2018 - 15. nóvember 2024

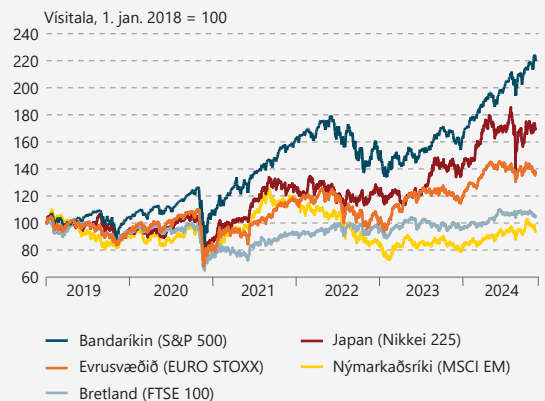


Heimild: LSEG Datastream.

Mynd I-16

Alþjóðlegt hlutabréfaverð

1. janúar 2019 - 15. nóvember 2024



Heimild: LSEG Datastream.

lægra en á sama tíma í fyrra. Sjávarafurðaverð tók hins vegar við sér á ný á þriðja fjórðungi og hækkaði meira milli fjórðunga en áætlað var í ágúst. Hækkunina má m.a. rekja til nýrra innflutningstolla Evrópusambandsins (ESB) og herts innflutningsbanns Bandaríkjanna á rússneskar sjávarafurðir sem fluttar eru inn frá Kína og tóku gildi snemma á þessu ári. Nú er talið að útflutningsverð sjávarafurða lækki um 0,3% milli ára í ár en í ágúst var spáð 1% lækkun. Horfur fyrir seinni hluta spátímans hafa hins vegar lítið breyst og áfram er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða fari hækandi, einkum þar sem útlit er fyrir minna framboð af þorski á heimsvísu vegna minni aflaheimilda í Barentshafi.

... en að álverð hækki meira en spáð var í ágúst

Miklar sveiflur hafa einkennt heimsmarkaðsverð áls undanfarin misseri. Það lækkaði nær samfelld frá miðju ári 2022 og fram á fjórða fjórðung í fyrra eftir að hafa náð sögulegu hámarki í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu (mynd I-17). Heimsmarkaðsverðið hélt tiltölulega stöðugt á fyrsta fjórðungi þessa árs en hækkaði skarpt í apríl í kjölfar viðskiptabanns Bretlands og Bandaríkjanna á nýja málma frá Rússlandi. Hækkunin gekk að hluta til baka á þriðja ársfjórðungi m.a. vegna minni eftirspurnar frá Kína í ljósi áframhaldandi vandræða á þarlandum fasteignamarkaði og frá Evrópu sakir veikburða iðnaðarframleiðslu, einkum bílaiðnaðar. Heimsmarkaðsverðið var þó enn að meðaltali um 8% hærra á þriðja fjórðungi en á þeim fyrsta.

Útflutningsverð áls frá Íslandi hefur mestmegnis þróast í takt við heimsmarkaðsverð síðustu misseri og lækkaði það um fjórðung í fyrra. Það stóð nánast í stað á fyrsta fjórðungi í ár en hækkaði nokkuð á öðrum fjórðungi. Verðið mældist þó enn að meðaltali um 7% lægra á fyrri helmingi ársins en á sama tíma árið á undan. Þrátt fyrir lækkun á heimsmarkaðsverði virðist útflutningsverð áls hafa hækkað meira á þriðja ársfjórðungi en áætlað var í ágúst. Því er talið að útflutningsverð áls frá Íslandi verði 1,4% hærra að meðaltali í ár en í fyrra sem er um 1 prósentu meiri hækkun en spáð var í ágúst. Verð í framvirkum samningum benda einnig til þess að álverð hækki meira á næstu tveimur árum en áætlað var í síðustu spá.

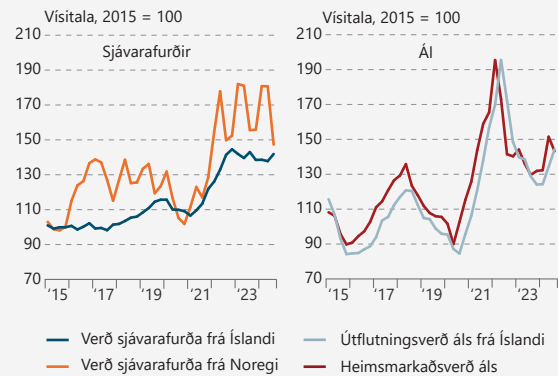
Olíuverð hefur lækkað síðan í sumar ...

Heimsmarkaðsverð á olíu tók að lækka um mitt sl. sumar og enn frekar í september (mynd I-18). Auknar áhyggjur af þróun olíueftirspurnar í heimsbúskapnum vega þar þungt, einkum vegna hægari efnahagsumsvifa í Kína. Aukin tiltrú markaðsaðila um að bandalag flestra helstu olíuframleiðsluríkja (OPEC+) muni standa

Mynd I-17

Verð helstu útflutningsafurða¹

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2024



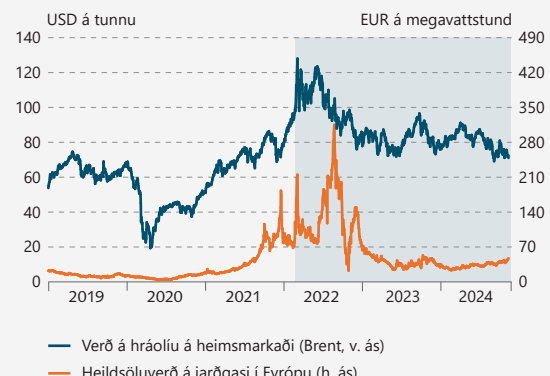
1. Útflutningsverð sjávarafurða á föstu gengi, verðvísitala Noregs er árstíðarleiðrétt. Heimsmarkaðsverð á áli og útflutningsverð áls frá Íslandi í Bandaríkjadal.

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

Mynd I-18

Verð á olíu og jarðgasi¹

1. janúar 2019 - 15. nóvember 2024



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

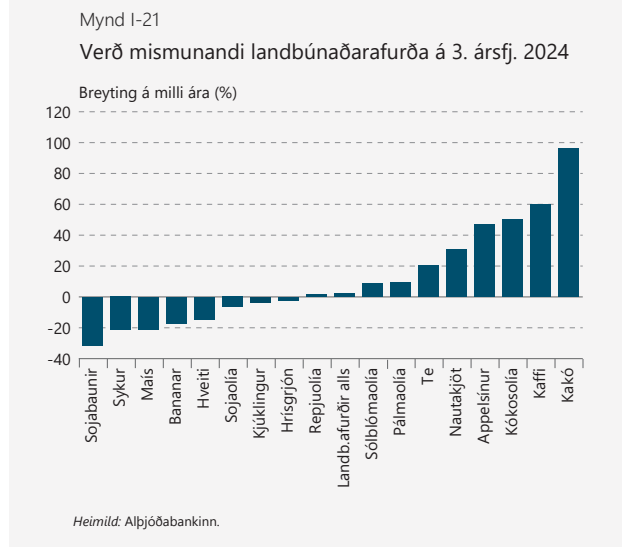
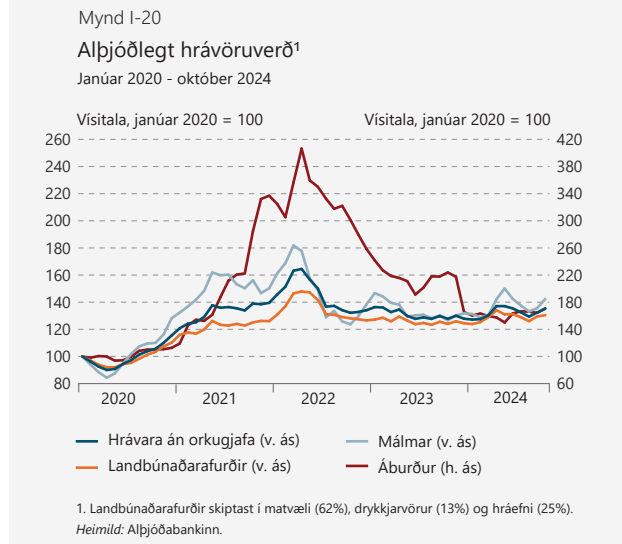
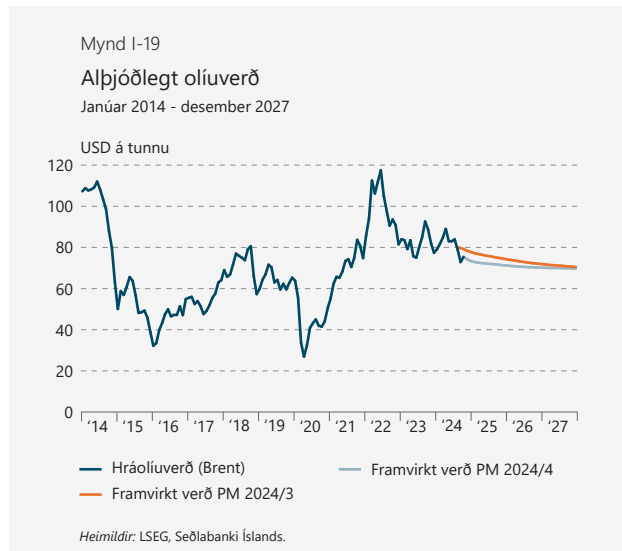
við áform sín og draga úr framleiðsluskerðingum á ný undir lok þessa árs hefur líklega lagst á sömu sveif en ríkin höfðu áður frestað þessum fyrirætlunum. Mikil svigrúm þeirra til að auka framleiðslu sína, áframhaldandi aukning annarra olíuframleiðsluríkja og horfur á minni vexti olíueftirspurnar hefur því aukið líkur á að töluvert offramboð myndist á komandi miss-erum með tilheyrandi verðáhrifum. Aukinn óróleiki í Mið-Austurlöndum vegna stríðsátakanna fyrir botni Miðjarðarhafs hefur þó vegið á móti. Þótt áhrif á olíuútflutning frá svæðinu hafi enn sem komið er verið takmörkuð eru áhyggjur af því að svo verði, einkum vegna mögulegra árása Ísraels á mikilvæga olíuinnviði í Íran. Skert olíuframleiðsla Bandaríkjanna í Mexíkóflóa vegna óvenju slæms veðurfars í haust hefur einnig stuðlað að hærra olíuverði en ella.

Meðalverð á Brent-hráolíu var ríflega 75 Bandaríkjadalir á tunnu í október. Það er 15% lægra verð en í október í fyrra og um 5% lægra en búist var við í ágústspá bankans. Framvirkir samningar benda til þess að olíuverð muni þokast hægt niður í um 70 dali á tunnu á spátímanum og haldast lægra en í síðustu spá bankans (mynd I-19).

... en verð á jarðgasi í Evrópu hefur hins vegar hækkað

Verð á jarðgasi í Evrópu hefur hækkað það sem af er ári þótt það sé enn umtalsvert lægra en það fór hæst í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu árið 2022 (mynd I-18). Hækkunina í ár má rekja til aukinnar orku eftirspurnar í sumar sakir þess að það var óvenju heitt í veðri ásamt auknum áhyggjum af því að flutningi þess jarðgass sem enn berst frá Rússlandi til Evrópu verði hætt. Veikburða vöxtur efnahagssumsvifa í Evrópu og sterk birgðastaða vögu hins vegar á móti og stuðluðu að minni verðhækkun en ella.

Verð á annarri hrávöru lækkaði á þriðja ársfjórðungi Eftir hækkun á öðrum ársfjórðungi tók meðalverð helstu tegunda hrávara, annarra en orkugjafa, að lækka á ný í sumar (mynd I-20). Nam lækkunin um 3½% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi líkt og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans en það var þó enn ríflega 2% hærra en á sama fjórðungi í fyrra. Verð á málmum lækkaði mest milli fjórðunga í takt við minnkandi eftirspurn frá Kína og Evrópu. Verð á landbúnaðarafurðum lækkaði einnig en áfram munar miklu á ársþækkun ólíkra flokka matvæla, líkt og komið var inn á í málflehti *Peningamála* (mynd I-21). Verð á áburði hækkaði hins vegar milli fjórðunga á þriðja fjórðungi en var enn u.þ.b. fjórðungi lægra en á sama tíma í fyrra.



Talið er að meðalverð á annarri hrávöru en orku-
gjöfum verði ríflega 1% hærra í ár en í fyrra. Það er
svipuð hækkun og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans.
Horfur um þróun hrávöruverðs á næstu tveimur árum
eru einnig áþekkar og því sem þá var gert ráð fyrir.

Horfur á hagfelldari þróun viðskiptakjara en spáð var í ágúst

Viðskiptakjör vöru og þjónustu rýrnuðu um 5,6% á
milli ára í fyrra en um 0,5% án áhrifa ál- og súrálsvæðs.
Álverð hefur haft minni áhrif á þróun viðskiptakjara í
ár enda hefur dregið úr sveiflum þess. Rýrnuðu við-
skiptakjör í heild um 0,6% á fyrri hluta ársins sem er
ívið minna en áætlað var í ágúst en án áhrifa ál- og
súrálsvæðs bötnuðu þau lítillega eða um 0,2% (mynd
I-22). Verðvísitölur helstu afurða vöruútflutnings lækk-
uðu milli ára á fyrri hluta ársins, einkum útflutnings-
verð sjávarafurða, kísiljárns og eldisfisks, en á móti vó
verðhækkun þjónustuútflutnings. Verð annars vöruinn-
flutnings var hins vegar óbreytt á milli ára.

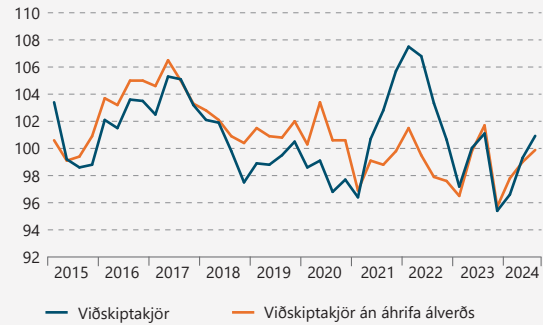
Horfur um viðskiptakjör í ár hafa batnað frá því
í ágúst. Nú er talið að þau batni um 1,1% en í ágúst
var gert ráð fyrir að þau myndu standa nánast í stað
(mynd I-23). Breytingin skýrist einkum af minni hækkun
innflutningsverðs á seinni hluta ársins og hagstæðari
þróun á verði ál- og sjávarafurða. Án áhrifa verð-
breytinga áls og súrálsvæðs er talið að viðskiptakjör batni
um 0,9% í ár. Spáð er enn frekari viðskiptakjarabata á
næsta ári og hafa horfur fyrir það sem eftir lifir spá-
tímans batnað frá því í ágúst.

Mynd I-22

Viðskiptakjör með og án áhrifa álverðs¹

1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2024

Vísitala, 2015 = 100



1. Viðskiptakjör vöru og þjónustu án áhrifa álverðs á útflutningsverð og áhrifa súrálsvæðs á innflutningsverð. Grunnspá Seðlabankans 3. ársfj. 2024.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-23

Viðskiptakjör vöru og þjónustu 2015-2027¹

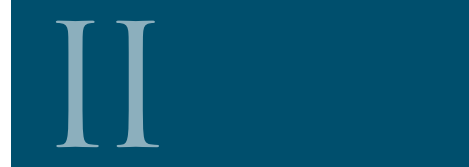
Vísitala, 2015 = 100



1. Grunnspá Seðlabankans 2024-2027. Brotalína sýnir spá PM 2024/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir



Peningastefnan og markaðsvextir

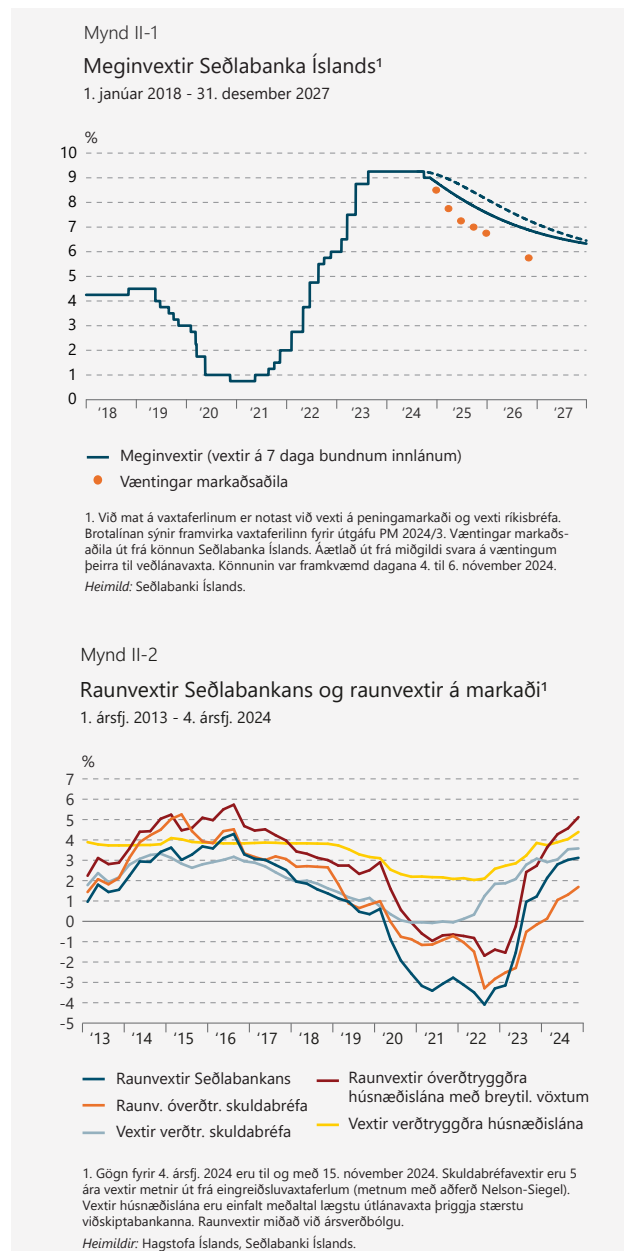
Meginvextir lækkaðir í fyrsta sinn í fjögur ár

Peningastefnunefnd Seðlabankans ákvað á fundi sínum í október að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans (vextir á bundnum innlánnum til sjö daga) voru því 9% fyrir útgáfu þessara *Peningamála* (mynd II-1). Fyrir þessa vaxtalækkun höfðu vextir bankans verið óbreyttir í liðlega ár og var þetta fyrsta vaxtalækkun bankans frá því í nóvember 2020 þegar meginvextir voru lækkaðir í 0,75%.

Raunvextir hafa hins vegar hækkað áfram (mynd II-2). Raunvextir bankans eru nú 4,4% miðað við meðaltal raunvaxta sem eru reiknaðir út frá mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og hafa hækkað um 1,5 prósentur frá áramótum. Þrátt fyrir lækkun meginvaxta í október eru raunvextir bankans 0,2 prósentum hærrí nú en við útgáfu *Peningamála* í ágúst enda hefur verðbólga hjaðnað og skammtímaverðbólguvæntingar lækkað á flesta mælikvarða. Þetta er áþekk þróun og sjá má í öðrum iðnríkjum (sjá kafla I).

Grunnsþáin 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.¹ Skammtímavextir til lengri tíma en sjö daga lækkuðu heldur meira en meginvextir í október sem bendir

1. Samkvæmt peningastefnureglu líkansins ákvarðast meginvextir m.a. af þróun hlutlausra raunvaxta bankans en það eru þeir raunvextir sem að öðru óbreyttu þarf til að halda verðbólgu í markmiði og tryggja fulla nýtingu framleiðsluþátta. Talið er að þessir vextir hafi hækkað á ný undanfarið eftir nokkra lækkun í kjölfar fjármálakreppunnar (sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2019/4) og eru nú taldir vera um 2¼%. Mikil óvissa er hins vegar um matið.



til þess að fjárfestar vænti frekari lækkunar vaxta á komandi misserum. Framvirkir vextir hafa því lækkað og benda til væntinga á markaði um að vextir bankans lækki hraðar en talið var í ágúst. Það er einnig í takt við nýja könnun bankans frá því í nóvember en samkvæmt henni búast markaðsaðilar við að meginvextir lækki um 0,5 prósentur til viðbótar á síðasta fjórðungi ársins, lækki áfram á næsta ári og verði 5,75% eftir tvö ár (mynd II-1).

Langtímanafnvextir hafa lækkað frá því í ágúst ...

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hækkaði nokkuð fram eftir sumri enda óttuðust fjárfestar að verðbólga yrði þrálátari en áður var talið auk þess sem tilkynnt var um aukið framboð ríkisbréfa á árinu í lok júní. Krafan tók hins vegar að lækka í ágúst, að hluta vegna væntinga um hraðari lækkun vaxta í helstu viðskiptalöndum okkar, en frá þeim tíma hefur verðbólga hér á landi einnig minnkað meira en væntingar voru um. Fjárfestar vænta því hraðari lækkunar vaxta en áður auk þess sem innflæði erlendra fjárfesta í ríkisbréf hefur aukist á haustmánuðum sem ýtir undir lækkun ávöxtunarkröfunnar.

Ávöxtunarkrafa tíu ára óverðtryggðra ríkisbréfa var 6,2% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og hefur lækkað um 0,5 prósentur frá því í ágúst (mynd II-3). Eftir lækkun meginvaxta í október hafa skammtímavextir lækkað umfram lengri kröfur og halli óverðtryggðra ávöxtunarferilsins er því minna neikvæður: munur á kröfum tíu og tveggja ára óverðtryggðra ríkisbréfa er nú um 1,5 prósentur eftir að hafa verið um 2 prósentur allt frá lokum síðasta árs.

... en lengri verðtryggðir vextir hafa lítið breyst

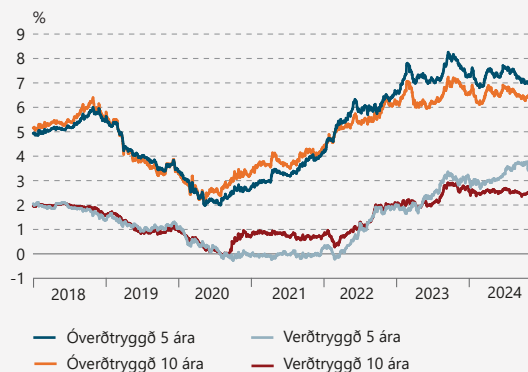
Þótt lengri óverðtryggðir vextir hafi lækkað undanfarið hefur lítil breyting orðið á lengri verðtryggðum vöxtum. Ávöxtunarkrafa tíu ára verðtryggðra bréfa var 2,5% rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* og er svipuð og í ágúst sl.

Ávöxtunarkrafa styttri verðtryggðra bréfa hefur hins vegar sveiflast nokkuð undanfarið. Krafan hækkaði talsvert sl. sumar þegar stjórnvöld tilkynntu um innleiðingu kílómetragjalds um næstu áramót fyrir öll ökutæki í stað olíu- og bensínjalds. Hækkun kröfunnar endurspeglar væntingar um að breytingin myndi leiða til töluverðrar lækkunar á vísitölu neysluverðs í byrjun næsta árs. Sú hækkun gekk hins vegar að miklu leyti til baka í lok október þegar Hagstofa Íslands tilkynnti að kílómetragjaldið myndi vega á móti lækkun olíu- og bensínsgjaldsins í mælingu vísitölu neysluverðs. Með þessu varð ljóst að breytingin myndi hafa lítil áhrif á

Mynd II-3

Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa¹

2. janúar 2018 - 15. nóvember 2024



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

mælda verðbólgu sem er í takt við það sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Um miðjan nóvember var hins vegar ákveðið að alhliða kílómetragjald yrði ekki innleitt í stað olíu- og bensíngjalda um næstu áramót.

Miklar breytingar á skammtímaverðbólguálagi

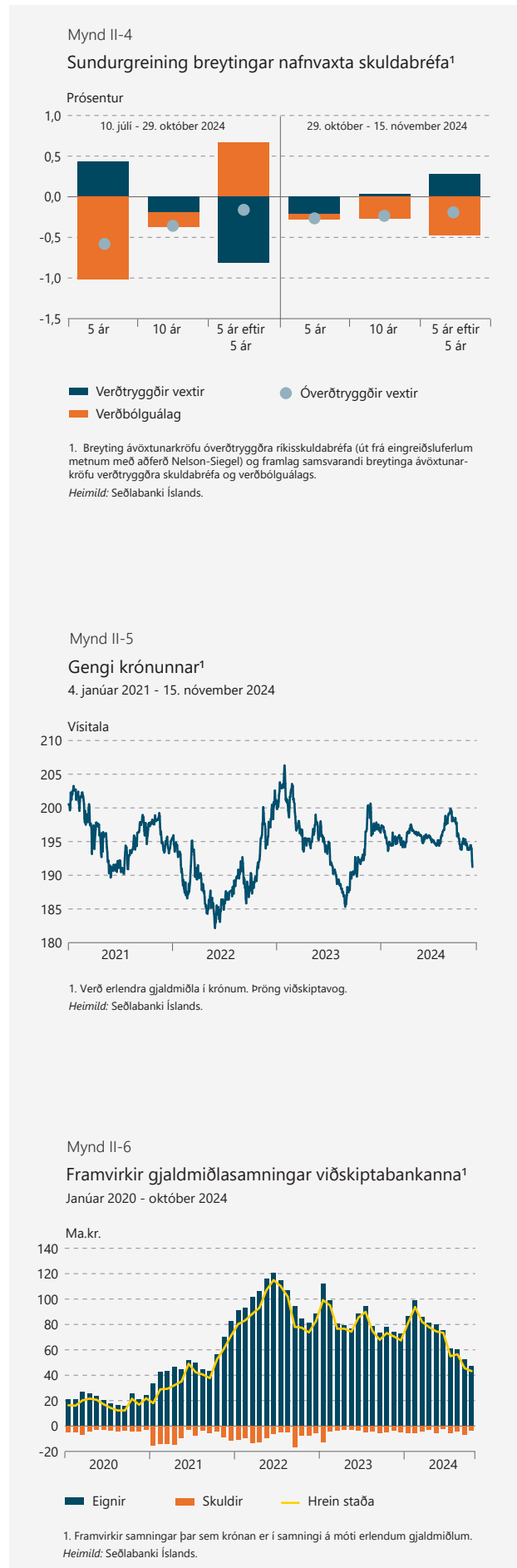
Þessar miklu sveiflur styttri verðtryggðra vaxta hafa valdið verulegum breytingum á skammtíma verðbólguálagi. Það lækkaði töluvert í kjölfar tilkynningar stjórnvalda sl. sumar en sú lækkun gekk að hluta til baka í kjölfar tilkynningar Hagstofunnar um meðhöndlun kílómetragjaldsins. Verðbólguálagið er þó enn lægra en fyrir tilkynningu stjórnvalda í júlí enda hefur verðbólga minnkað hraðar en markaðsaðilar væntu og verðbólguhorfur því batnað.

Verðbólguálagið til næstu tíu ára breyttist hins vegar lítið framan af ári en hefur lækkað lítillega að undanförmu. Þetta hefur valdið því að verðbólguálagið til fimm ára eftir fimm ár, sem inniheldur seinni helminginn af álaginu til tíu ára, hækkaði frá júlí en það hefur heldur lækkað á ný (mynd II-4). Ólíklegt er að þessar sveiflur endurspegli breytingar á lengri tíma verðbólguvæntingum fjárfesta. Líklegt er að þær megi frekar rekja til stöðutöku fjárfesta á skuldabréfamarkaði tengdrar óvissunni um meðferð Hagstofunnar á kílómetragjaldinu í vísitölu neysluverðs.

Gengi krónunnar

Gengi krónunnar hefur hækkað í haust

Gengi krónunnar var fremur stöðugt framan af ári en tók að lækka í ágúst sl. (mynd II-5). Fjárfestar höfðu þá að hluta lokað framvirkum stöðum sínum en vöxtur í ferðaþjónustu gaf eftir á öðrum fjórðungi ársins og nokkurrar svartsýni gætti varðandi útflutningstekjur tengdar henni (mynd II-6). Í byrjun september tók gengi krónunnar hins vegar að hækka aftur og hækkaði svo enn frekar um miðjan nóvember. Líklegt er að ofangreint innflæði í innlend ríkisbréf skýri hluta af hækkuninni en vextir hér á landi eru töluvert hærrir en í helstu viðskiptalöndum okkar og lánshæfiseinkunn ríkissjóðs var hækkuð í september. Auk þess tóku umsvif í ferðaþjónustu við sér á ný á þriðja ársfjórðungi og gjaldeyriskaup lífeyrissjóða hafa einnig verið minni það sem af er ári miðað við sama tíma í fyrra. Væntingar um greiðslur til lífeyrissjóðanna vegna yfirtökutilboðs bandaríska félagsins John Bean Technologies (JBT) á Marel kunna að leika þar hlutverk en innlendir lífeyrissjóðir eiga samanlagt rúmlega 40% í fyrirtækinu. Einnig voru flestir lífeyrissjóðir komnir nærri eigin markmiði um hlutfall gjaldeyriseigna af heildareignum sam-



kvæmt fjárfestingastefnu sinni um mitt árið. Á móti vegur þó að áfram hefur dregið úr framvirkri stöðutöku með krónunni sem gæti endurspeglað væntingar fjárfesta um lækkun á gengi hennar.

Gengi krónunnar var rétt fyrir útgáfu þessara *Peningamála* 3,7% hærra gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda en í ágúst og um 4,7% hærra en fyrir ári. Það sem af er ári hefur Seðlabankinn einu sinni beitt inngripum á gjaldeyrismarkaði þegar hann keypti gjaldeyri fyrir um 9,2 ma.kr. í febrúar sl. til að bregðast við áhrifum mikils innflæðis á skuldabréfamarkað á verðmyndun á gjaldeyrismarkaði. Velta á gjaldeyrismarkaði hefur minnkað miðað við síðustu tvö ár sem bendir til þess að ágætt jafnvægi sé á inn- og útlæði gjaldeyris á meðal aðila á gjaldeyrismarkaði og þurfa þeir því að leita á markaðinn í minni mæli.

Gert er ráð fyrir að gengi krónunnar verði lítillega hærra á spátímanum en spáð var í ágúst

Gengisvísitala krónunnar var tæplega 197 stig á þriðja fjórðungi ársins sem er tæplega 1% lægra en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í ágúst. Meðalgengi krónunnar hefur hækkað það sem af er fjórða fjórðungi og gerir grunnsþá bankans ráð fyrir að það hækki áfram á spátímanum og verði ríflega 2% hærra í lok spátímans en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans (mynd II-7).

Peningamagn og útlán

Innlán heimila halda áfram að aukast

Ársvöxtur víðs peningamagns var 10% á þriðja fjórðungi ársins og minnkaði nokkuð milli fjórðunga (mynd II-8). Innlán heimila jukust þó áfram af miklum krafti og það sem af er ári hefur ársvöxtur þeirra verið um 17% að meðaltali. Það endurspeglar m.a. töluverðar launahækkanir undanfarin ár á sama tíma og hægt hefur á vexti einkaneyslu og sparnaður heimila haldið áfram að byggjast upp (sjá kafla III og V). Aukning í innlánnum er þó mismikil eftir samfélagshópum en ólíkt þróuninni t.d. í Bandaríkjunum hafa heimili hér á landi ekki gengið að neinu ráði á innlán til að fjármagna neysluútgjöld sín. Þá hækkuðu innlánsvextir mikið samhliða vaxtahækkunum Seðlabankans og því líklegt að stærra hlutfall sparnaðar heimila hafi ratað í innlán á undanförunum misserum í stað þess að fara í áhættusamari fjárfestingu.

Innlán fyrirtækja jukust hins vegar aðeins um tæplega 3% milli ára á þriðja ársfjórðungi og hefur vöxturinn minnkað frá fyrri hluta ársins í takt við minnkandi umsvif í þjóðarþúskaðum. Miklar kostnaðarhækkanir undanfarið og minni ný lántaka fyrirtækja skýra líklega einnig þróunina.

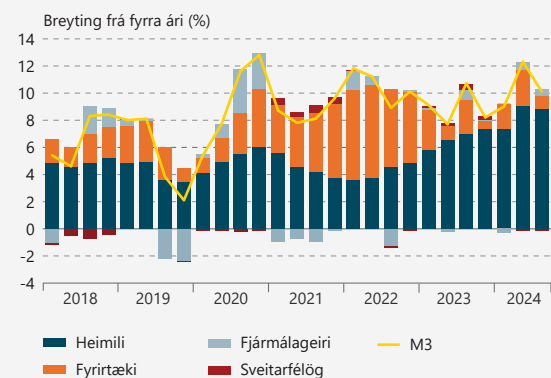
Mynd II-7
Gengi krónunnar 2015-2027¹



1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Þróng viðskiptavog. Grunnsþá Seðlabankans 2024-2027. Brotalína sýnir spá PM 2024/3.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8
Peningamagn¹

1. ársfj. 2018 - 3. ársfj. 2024



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

Vöxtur útlána til heimila hefur verið stöðugur undanfarið ár ...

Útlánavöxtur lánakerfisins var 8,1% í september og hefur heldur aukist frá því sem hann var á fyrri hluta ársins (mynd II-9). Ársvöxtur útlána lánakerfisins til heimila var um 6% í september sem er svipaður vöxtur og hefur verið frá því í ágúst í fyrra. Hrein ný útlán til heimila hafa verið um 15 ma.kr. á mánuði að meðaltali frá þeim tíma en töluverð velta hefur verið á fasteignamarkaði á árinu (mynd II-10). Hluti af umsvifum á fasteignamarkaði frá því í vor var vegna kaupa ríkisins á húsnæði í Grindavík og flutnings Grindvíkinga í önnur sveitarfélög. Þau kaup kláruðust þó að miklu leyti í lok sumars.

Ný lán til heimila hafa að mestu verið verðtryggð en á sama tíma hafa uppgreiðslur óverðtryggðra lána haldið áfram. Samkvæmt útlánakönnun Seðlabankans frá því í byrjun október greindu viðskiptabankarnir litlar breytingar í eftirspurn eftir íbúðalánum á síðustu þremur mánuðum en minni eftirspurn eftir bílálánum. Þeir búast þó við lítillga meiri eftirspurn eftir íbúðalánum á næstu sex mánuðum.

... en lán til fyrirtækja hafa sótt í sig veðrið

Ársvöxtur útlána lánakerfisins til fyrirtækja hefur aukist það sem af er ári og nam vöxturinn tæplega 12% í september samanborið við 5% ársvöxt í febrúar sl. Í byrjun árs var vöxturinn nánast einungis drifinn áfram af útlánnum til fasteignafélaga og fyrirtækja í byggingastarfsemi en útlán til fyrirtækja í þjónustu og sjávarútvegi hafa einnig aukist. Það hefur þó dregið úr hreinum nýjum útlánnum til fyrirtækja frá því í vor sem gæti bent til þess að brátt hægi á vexti útlánastofnsins (mynd II-11). Samkvæmt útlánakönnuninni búast viðskiptabankarnir þó við lítils háttar aukningu í eftirspurn eftir fyrirtækjalánnum á næstu sex mánuðum.

Um mitt ár í fyrra tóku verðtryggð útlán til fyrirtækja að aukast nokkuð og í byrjun þessa árs var stærstur hluti hreinna nýrra útlána verðtryggður. Þegar leið á árið jukust einnig útlán í erlendum gjaldmiðlum. Á undanföllum mánuðum hefur fjármögnun fyrirtækja í auknum mæli verið í gegnum viðskiptabankana fremur en með markaðsskuldabréfum eða í gegnum fagfjárfestasjóði.

Eignaverð

Kaupsamningum fjölgaði mikið fram eftir ári ...

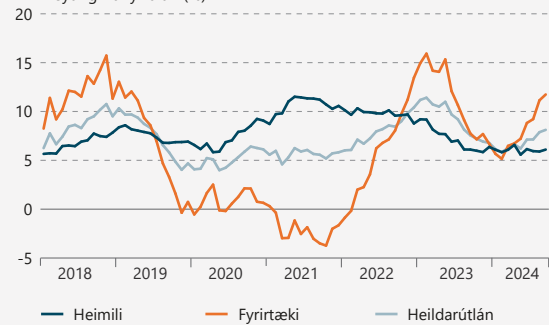
Íbúðaverð á landinu öllu hækkaði haustið 2023 með aukinni veltu á fasteignamarkaði. Hækkunin hélt áfram á fyrri hluta þessa árs og var mest 11% milli ára í júlí

Mynd II-9

Útlán lánakerfis¹

Janúar 2018 - september 2024

Breyting frá fyrra ári (%)



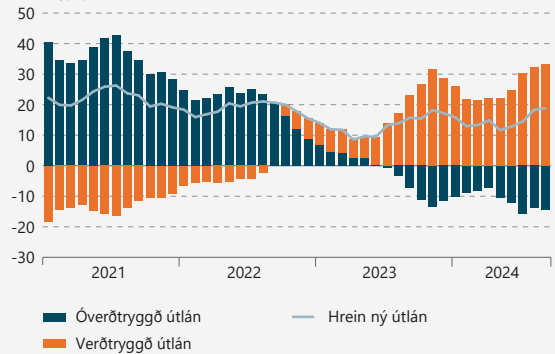
1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Án útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálfyrirtækja og ríkissjóðs. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10

Hrein ný útlán til heimila¹

Janúar 2021 - september 2024

Ma.kr.



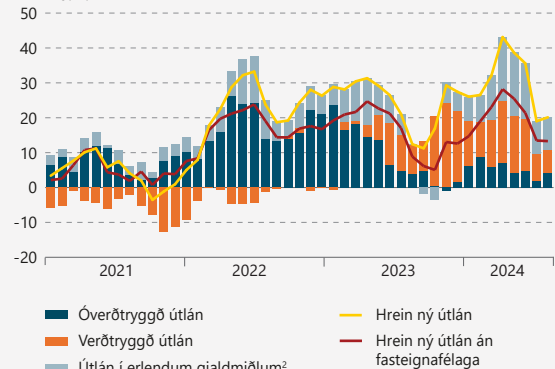
1. Hrein ný útlán samanstanda af nýjum útlánnum að frádregnum umfram- og uppgreiðslum eldri lána. Útlán innlánsstofnana, lífevrisjóða, húsnæðis- og mannvirkjastofnunar og ÍL-sjóðs. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-11

Hrein ný útlán til atvinnufyrirtækja¹

Janúar 2021 - september 2024

Ma.kr.



1. Hrein ný útlán samanstanda af nýjum útlánnum að frádregnum umfram- og uppgreiðslum eldri lána. Útlán innlánsstofnana og ÍL-sjóðs. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal. 2. Hér undir falla einnig eignaleigusamningar en vægi þeirra er lítið.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

sl. Þróunin það sem af er ári litast þó að töluverðu leyti af miklum umsvifum í tengslum við jarðhræringar og eldsumbrot á Reykjanesi sem hófust undir lok síðasta árs.

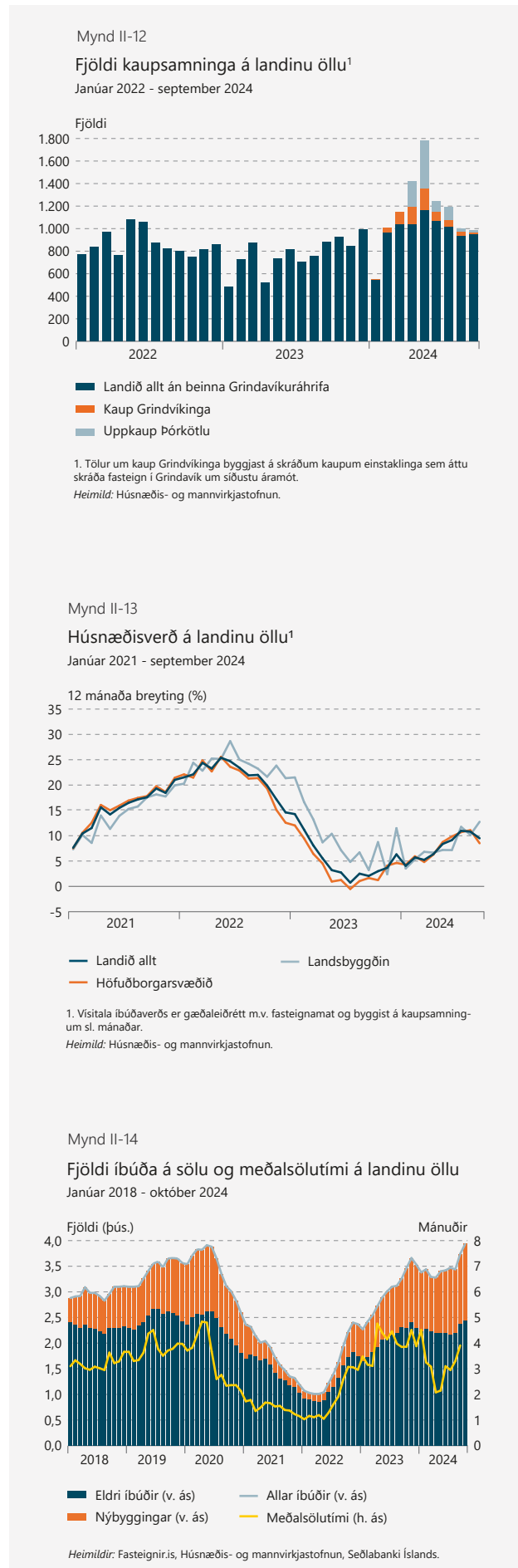
Kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 59% á fyrstu níu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra (mynd II-12). Alls hefur rúmlega 900 samningum verið þinglýst í tengslum við uppkaup fasteignafélagsins Þórkötlum á fasteignum Grindvíkinga frá áramótum og um 700 samningum vegna afleiddra kaupa þeirra.² Án þessara fasteignaviðskipta hefur samningum fjölgað um þriðjung milli ára. Fasteignaviðskiptum hefur því fjölgað á árinu, ekki síst vegna fyrstu kaupa sem að hluta til má rekja til mikillar eftirspurnar eftir hlutdeildarlánum í byrjun ársins. Mikill uppsafnaður sparnaður heimila og aukin aðstoð foreldra hefur einnig gert auknum fjölda fyrstu kaupenda kleift að komast inn á húsnæðismarkað.

... en tekið er að hægja á árshækkun húsnæðisverðs Heldur dró úr árshækkun íbúðaverðs í ágúst og í september var árstakturinn kominn í 9,5% (mynd II-13). Minni verðþrýstingur skýrist að líkindum að miklu leyti af því að bein áhrif umbrotanna í Grindavík eru að nær öllu leyti um garð gengin en þau voru mest í apríl og maí sl. (mynd II-12). Þá er líklegt að áhrifa herts taumhalds peningastefnunnar sé farið að gæta í vaxandi mæli.

Framboð íbúða á sölu á landinu öllu hefur einnig aukist á síðustu sex mánuðum, einkum þó í september og október. Um 4 þúsund íbúðir eru nú skráðar á sölu og er það svipaður fjöldi og var á sölu í maí 2020 þegar hann var mestur á fyrstu mánuðum farsóttarinnar hér á landi (mynd II-14). Þá hefur hlutdeild nýbygginga á sölu aukist áfram og ekki mælst meiri eða 38%, enda hafa byggingaverktakar lagt áherslu á að fullklára íbúðir að undanfögnu (sjá kafla III). Aukningin kann þó einnig að skýrast af því að úthlutun hlutdeildarlána stöðvaðist að mestu leyti yfir mitt árið en þau eru eingöngu til kaupa á nýjum íbúðum. Meðalsölutíminn hefur því lengst og var um 3,9 mánuðir í september sl. sem þó er svipað og í sama mánuði í fyrra en um tveimur mánuðum lengri en hann var stystur sl. vor.

Nýjar tölur Hagstofunnar fyrir þriðja ársfjórðung benda einnig til þess að heldur hafi hægt á fólksfölgun frá því að hún náði hámarki á fyrsta ársfjórðungi í fyrra. Jafnframt benda nýjar tölur fyrir september til þess að dregið hafi úr hækkun kaupmáttar launa á síðustu mánuðum og er hann nú nær óbreyttur frá fyrra ári (sjá

2. Í byrjun ársins keypti leigufélagið Bríet að auki um 70 íbúðir sem ætlaðar voru Grindvíkingum til leigu.



kafla IV og V). Raunverð húsnæðis er þó áfram 3,9% hærra en fyrir ári.

Einnig hefur hægt á hækkun leiguverðs

Leiguverð á höfuðborgarsvæðinu lækkaði heldur milli mánaða í ágúst og september en það var þó enn 10,5% hærra en í september í fyrra. Mikil hækkun leiguverðs undanfarið skýrist að öllum líkindum af aukinni eftirspurn eftir leiguhúsnæði sem m.a. má rekja til mikillar hækkunar húsnæðisbóta í tengslum við kjarasamninga sem undirritaðir voru á árinu en einnig mikils aðflutnings erlends vinnuafls og fjölgunar ferðamanna undanfarin þrjú ár. Vísendingar eru þó um að áfram muni hægja á árshækkun leiguverðs í kjölfar þess að dregið hefur úr fjölgun ferðamanna og aukningu erlends vinnuafls að undanfögnu. Þó er óvissa um áhrif breytinga á húsaleigulögum sem tóku gildi í september sl. á framboð leiguhúsnæðis en með þeim eru m.a. settar auknar kröfur á leigusala og takmarkanir á hækkun leiguverðs.

Hlutfall húsnæðisverðs og launa hefur hækkað

Hlutfall íbúða- og leiguverðs hefur farið lækkanði á síðustu tveimur árum. Hlutfall íbúðaverðs gagnvart launum hefur hins vegar hækkað og ráða áhrif flutninga Grindvíkinga þar vafalaust miklu en um fimmtungur íbúða selst nú yfir ásettu söluverði og er hlutfallið nokkru hærra en það var fyrir ári (mynd II-15). Hlutfall nýbygginga sem seljast yfir ásettu söluverði hefur þó verið nokkru lægra enda mikið af slíkum eignum á sölu (sjá kafla III).

Horfur á meiri hækkun húsnæðisverðs á þessu og næsta ári en spáð var í ágúst

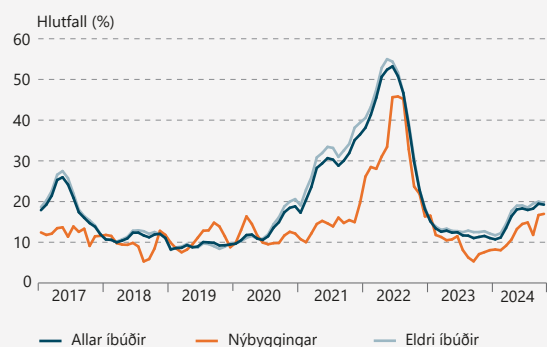
Grunnsþá bankans gerir ráð fyrir að húsnæðisverð hækki í ár og á næstu þremur árum samtals um nærri 17%. Spáð er heldur meiri hækkun í ár en spáð var í ágúst enda hækkaði húsnæðisverð meira á milli ára á þriðja ársfjórðungi en þá var gert ráð fyrir sem má líklega rekja til vanmats á áhrifum umbrotanna í Grindavík. Einnig er spáð heldur meiri hækkun húsnæðisverðs á næsta ári en líkt og í ágúst er þó áfram gert ráð fyrir að árshækkun húsnæðisverðs hafi náð hámarki og að raunverð húsnæðis lækki lítillega á næstu tveimur árum. Óvissan er þó mikil, bæði er varðar áframhaldandi þrótt eftirspurnar en einnig um áætlanir um frekari byggingu á nýju íbúðarhúsnæði.

Viðsnúningur á hlutabréfamarkaði

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMX115, hefur hækkað um 10,3% frá áramótum. Um miðjan september tók

Mynd II-15

Íbúðir seldar yfir ásettu söluverði á landinu öllu¹
Janúar 2017 - október 2024



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

Heimildir: Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

vísitalan að hækka eftir að hafa lækkað jafnt og þétt frá því í febrúar. Úrvalsvísitalan hefur hækkað um 15,6% frá útgáfu síðustu *Peningamála* og nær hækkunin til meiri-hluta skráðra félaga. Þessi hækkun endurspeglar líklega að hluta til breyttar væntingar fjárfesta um lækkun vaxta. Velta á hlutabréfamarkaði nam rúmlega 800 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins og jókst um þriðjung milli ára. Frá síðustu *Peningámálum* hefur mest velta verið með bréf Arion banka sem skýrist að hluta til af endurkaupum bankans á eigin bréfum. Fyrirgreint yfirtökutilboð bandaríska félagsins JBT á Marel hefur líklega einnig haft áhrif til hækkunar hlutabréfavísitölnunnar og ýtt undir veltu á markaðnum.

Fjármálaleg skilyrði

Lántökuskilyrði heimila hafa þrengst

Á heildina lítið er fjárhagsleg staða heimila áfram sterk. Eignastaða þeirra er rúm og skuldir í hlutfalli við landsframleiðslu eða ráðstöfunartekjur eru lágar í sögulegu samhengi og hafa lítið breyst (mynd II-16).

Viðskiptabankarnir hófu að lækka fasta vexti óverðtryggðra íbúðalána snemma á árinu, að öllum líkindum vegna væntinga þeirra um yfirvofandi vaxtalækkunar (mynd II-17). Breytilegir vextir óverðtryggðra íbúðalána lækkuðu síðan í október í takt við lækkun meginvaxta Seðlabankans en þeir eru þó enn talsvert hærri en fastir vextir óverðtryggðra íbúðalána enda hækkuðu þeir meira á sínum tíma. Innlánsvextir hafa einnig farið lækkanði.

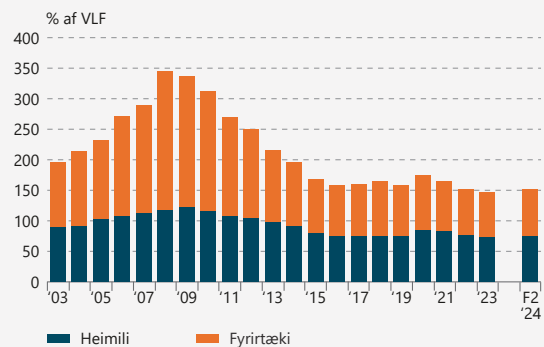
Vextir verðtryggðra íbúðalána hafa hins vegar hækkað undanfarið líkt og aðrir raunvextir. Í september sl. hækkuðu þeir enn frekar og hafa ekki verið hærri síðan árið 2012. Þessu til viðbótar ákváðu stóru viðskiptabankarnir að þrengja lántökuskilyrði íbúðalána en á mismunandi hátt, t.d. með því að stytta hámarkslánstíma verðtryggðra lána úr 40 árum í 25 ár, lækka hámarksveðhlutfall grunnlána og takmarka verðtryggð jafngreiðslulán við fyrstu kaupendur. Þessi þrenging lántökuskilyrða er til þess fallin að auka áhrif ofangreindrar hækkunar verðtryggðra vaxta á greiðslu-byrði nýrra íbúðalána.

Vaxtagjöld heimila aukast áfram en vaxtatekjur hækka enn meira

Innlán heimila hafa aukist mikið á undanförunum tveimur árum líkt og kom fram að framan. Þar sem innlánsvextir hækkuðu í meginatriðum í takt við hækkun meginvaxta Seðlabankans hafa vaxtatekjur heimila aukist töluvert. Á sama tíma hafa vaxtagjöld heimila aukist í takt við hækkun útlánsvaxta en þó hægar en vaxtatekjur, m.a.

Mynd II-16

Skuldir heimila og fyrirtækja 2003-2024¹



1. Skuldir við fjármálfyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Án fjármálfyrirtækja og eignarhaldsfélaga. VLF fyrir annan ársfjórðung 2024 er summa síðustu fjögurra ársfjórðunga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-17

Íbúðalánavextir viðskiptabanka¹

1. janúar 2012 - 11. nóvember 2024



1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta Arion banka, Íslandsbanka og Landsbankans. 2. Vextir fastir í 3-5 ár.

Heimildir: Seðlabanki Íslands.

vegna þess að hluti útlána heimila bera fasta vexti til skamms tíma og að hluta vegna mikillar ásóknar heimila í verðtryggð lán að undanfögnu (mynd II-18). Það gæti þó breyst á næstunni þegar vextir á stórum hluta óverðtryggðra íbúðalána sem bera fasta vexti koma til endurskoðunar. Þeir vextir eru mun lægri en bjóðast í dag og viðbúið að greiðslubyrði þeirra lána aukist og vaxtagjöld heimila þá einnig.

Þrátt fyrir aukin vaxtagjöld eru vanskil heimila minni en þau voru fyrir farsóttina. Fjöldi einstaklinga á vanskilaskrá Creditinfo hefur lítið breyst undanfarnin tvö ár en vanskil við viðskiptabankana hafa aukist lítillega og vísbendingar eru um aukningu annarra vanskila þótt þau séu enn takmörkuð í sögulegu samhengi.

Skuldir fyrirtækja aukast lítillega

Skuldir fyrirtækja í hlutfalli við landsframleiðslu hafa aukast lítillega á árinu enda hefur hagvöxtur gefið eftir á meðan útlán til fyrirtækja hafa aukast eins og áður hefur verið fjallað um (mynd II-16). Þær eru þó enn lágar í sögulegu samhengi. Óverðtryggðir vextir inn- og útlána fyrirtækja hafa lítið breyst undanfarið ár en samkeppni um innlán fyrirtækja virðist hafa aukast á allra síðustu mánuðum. Vextir nýrra verðtryggðra útlána til fyrirtækja hafa hins vegar hækkað líkt og aðrir raunvextir og nemur hækkunin 1,5 prósentum frá miðju síðasta ári þegar fyrirtæki fóru að sækja verðtryggð lán í auknum mæli.

Vanskil fyrirtækja hafa aukast lítillega á árinu. Þróunin er ólík milli atvinnugreina en vanskil hafa aukast mest meðal fyrirtækja í gisti- og veitingarekstri. Fyrirtækjum á vanskilaskrá Creditinfo hefur þó fækkað í ár og líkt og hjá heimilum eru vanskil fyrirtækja áfram minni en fyrir faraldurinn. Fyrirtækjum sem fóru í gjaldþrot á fyrstu níu mánuðum ársins fækkaði milli ára en óvenju mörg gjaldþrot voru í fyrra, líklega að hluta vegna þess að stuðningsaðgerðum í tengslum við heimsfaraldurinn lauk. Fjöldi gjaldþrota það sem af er ári hefur verið svipaður eða minni en á árunum fyrir faraldurinn í flestum atvinnugreinum nema í byggingageiranum og einkennandi greinum ferðaþjónustu þar sem þau hafa verið fleiri. Þá hafa nýskráningar fyrirtækja á fyrstu níu mánuðum ársins verið með svipuðu móti og frá árinu 2021 en töluvert fleiri en fyrir faraldurinn.

Fjármálaleg skilyrði halda áfram að batna

Fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa á heildina lítið batnað það sem af er ári þótt þau séu ekki sérstaklega rúm í sögulegu samhengi (mynd II-19). Rýmri skilyrði má að miklu leyti rekja til væntinga um lækkun raunvaxta á næstu misserum sem endurspeglast í

Mynd II-18

Vaxtagjöld og vaxtatekjur heimila

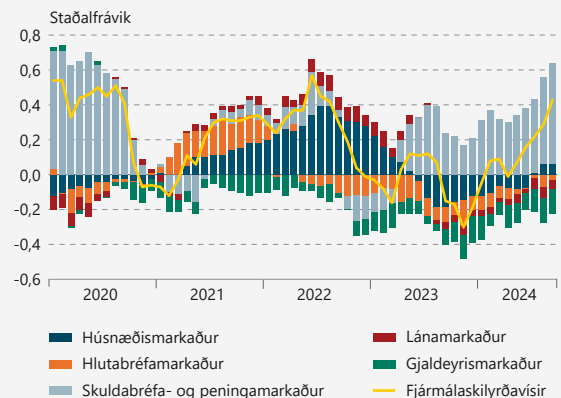
1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2024



Mynd II-19

Fjármálaleg skilyrði¹

Janúar 2020 - september 2024



1. Fjármálaleg skilyrði mæld með fjármálaskilyrðisvísir sem eru fyrstu þrjú frumbættir valinna vísbendinga um fjármálaleg skilyrði sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Lægra gildi bendir til þess að fjármálaskilyrði hafi versnað. Matstímabil vísisins er frá 2002 til 2024. Ítarlegri lýsingu má finna í rammagrein *Fjármálastöðugleika* 2023/1.

enn meira niðurrhallandi ávöxtunarferli verðtryggðra skuldabréfa frá miðju sumri. Sú þróun gekk þó að hluta til baka í lok október þegar ljóst varð að innleiðing kílómetragjalds hefði lítil áhrif á mælda verðbólgu. Hækkun húsnæðisverðs, minni langtímavaxtamunur við útlönd ásamt hækkun á gengi krónunnar undanfarið hafa einnig leitt til bættra fjármálalegra skilyrða. Þá kemur nýleg þrenging lántökuskilyrða heimila sem var fjallað um að ofan ekki inn í mælikvarðann á fjármálaleg skilyrði með beinum hætti, nema ef hún leiðir til minni útlánvaxtar. Þróun fjármálalegra skilyrða héraendis er áþekk og sjá má í öðrum iðnríkjum (sjá kafla I).

Eftirspurn og hagvöxtur



Innlend eftirspurn einkaaðila

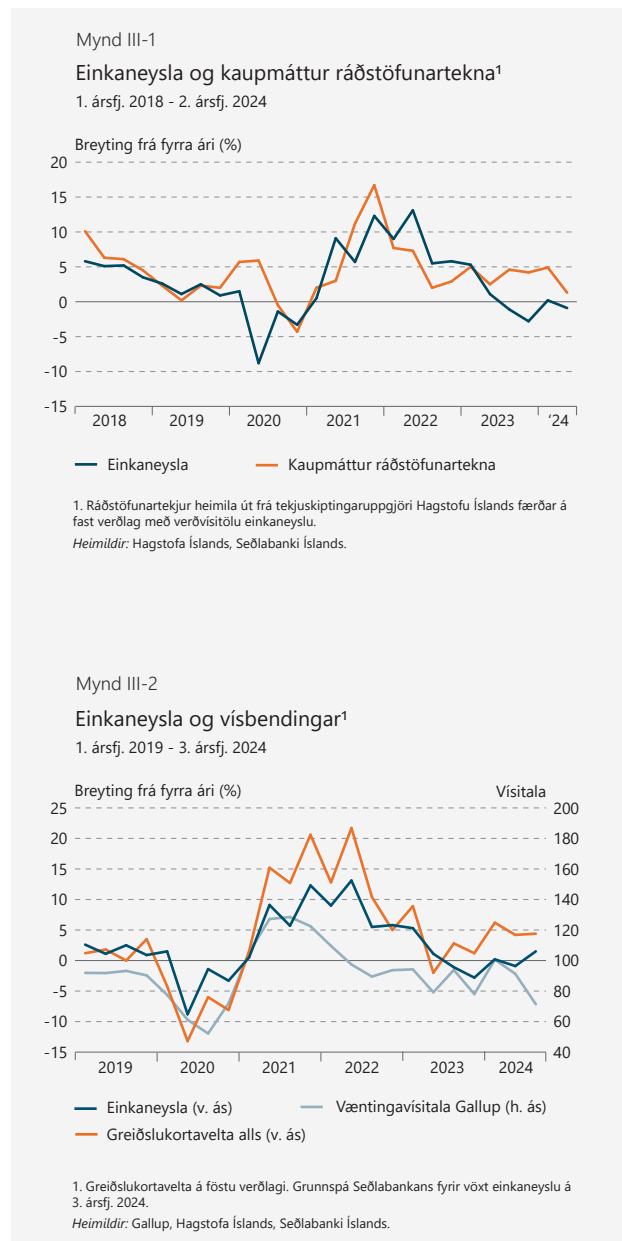
Einkaneysla dróst lítillega saman á fyrri hluta ársins ...

Verulega hefur hægt á vexti einkaneyslu undanfarin misseri. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands jókst einkaneysla einungis um 0,2% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins og á öðrum fjórðungi dróst hún saman um 0,9% milli ára. Á fyrri hluta ársins mældist því 0,3% árssamdráttur en í ágústspá bankans var spáð 0,1% vexti á árshelmingnum.

Hægt hefur því hraðar á vexti einkaneyslu en spáð hafði verið og mikill viðsnúningur orðið frá því snemma á síðasta ári þegar einkaneysla jókst um meira en 5% milli ára. Viðsnúningurinn endurspeglar m.a. áhrif aukins aðhalds peningastefunnar og hægari vaxtar kaupmáttar ráðstöfunartekna heimila (mynd III-1). Viðsnúninginn má einnig sjá í hægari vexti í kortaveltu heimilanna og aukinni svartsýni þeirra (mynd III-2).

... en vísbendingar eru um að hún hafi aukist aftur á þriðja fjórðungi ársins

Svo virðist hins vegar sem einkaneysla hafi tekið að aukast á ný á þriðja fjórðungi ársins. Greiðslukortavelta jókst um 4,4% milli ára á fjórðungnum sem er svipaður ársvöxtur og var undir lok árs 2022. Vöxturinn endurspeglar að mestu aukna kortaveltu erlendis sem jókst um 13% á milli ára en innlend kortavelta jókst einungis um 0,6%. Þá drógust bifreiðakaup heimila saman um 34% frá sama fjórðungi í fyrra en það er þó minni samdráttur en var fjórðungana tvo á undan. Þrátt fyrir aukna kortaveltu hélt væntingavísitala Gallup áfram að lækka á þriðja fjórðungi ársins og hefur ekki verið lægri síðan á seinni hluta árs 2020. Þótt hún hafi hækkað



aftur í október mælist hún enn undir 100 stigum. Nú er talið að einkaneysla hafi aukist um 1,5% milli ára á þriðja fjórðungi ársins en í ágúst var spáð 1,9% vexti.

Hraðari tekjuvöxtur gerir það að verkum að nú er spáð meiri vexti einkaneyslu á næsta ári en í ágúst Hagstofan birti nýlega endurskoðun á ráðstöfunartekjum heimilanna sem bendir til þess að kaupmáttur ráðstöfunartekna hafi aukist töluvert meira á síðustu tveimur árum og það sem af er ári en áður hafði verið áætlað. Sparnaðarstig heimila mælist því nokkru hærra en áður hafði verið áætlað. Þá hefur hreinn auður heimila haldið áfram að vaxa (mynd III-3).

Þessi endurskoðun á fjárhagsstöðu heimila gerir það að verkum að nú er gert ráð fyrir að einkaneysla aukist nokkru meira á síðasta fjórðungi ársins en spáð var í ágúst og það vegi á móti hægari vexti það sem af er ári. Spáin fyrir árið í heild hefur því ekki breyst: eins og í ágúst er spáð að einkaneysla aukist um 1% milli ára. Gangi það eftir drægist einkaneysla á mann saman milli ára annað árið í röð.

Þótt endurskoðun á vaxtakjörum húsnæðislána hjá fjölda heimila sé fram undan er fjárhagsstaða þeirra á heildina lítið góð. Því er spáð 2,9% vexti einkaneyslu á næsta ári sem er líðlega 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Horfur fyrir seinni hluta spátímans breytast hins vegar lítið (mynd III-4).

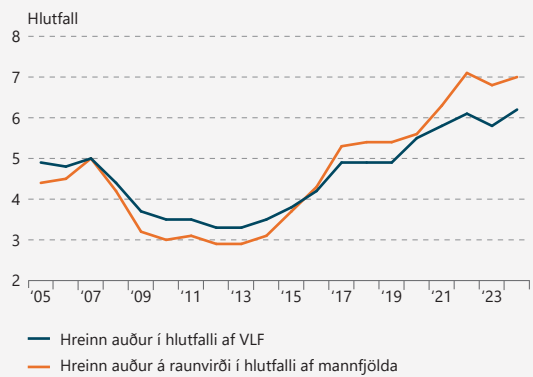
Meiri vöxtur atvinnuvegafjárfestingar á fyrri hluta ársins en spáð var í ágúst ...

Fjárfesting atvinnuveganna jókst um ríflega 5% milli ára á fyrri hluta ársins sem er nokkru meiri vöxtur en spáð var í ágúst (mynd III-5). Það var einkum almenn atvinnuvegafjárfesting, þ.e. fjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla, sem reyndist kröftugri en þar að auki jókst fjárfesting í skipum og flugvélum nokkru meira en spáð var. Frávikið litast að hluta af endurskoðun Hagstofunnar á fjárfestingu á fyrsta fjórðungi ársins sem hefur nú verið færð nokkuð upp. Vöxturinn á fyrri hluta ársins reyndist þannig mun nær því sem gert var ráð fyrir í maíspá bankans sem var gerð áður en bráðabirgðamat Hagstofunnar fyrir fyrsta fjórðung lá fyrir. Þá var einnig nokkur endurskoðun á tölum fyrir síðasta ár en bráðabirgðatölur Hagstofunnar hafa haft tilhneigingu til að vanmeta fjárfestingarútgjöld eins og rakið er í rammagreinum 1 og 5.

... en vísbendingar um hægari vöxt á seinni hluta ársins

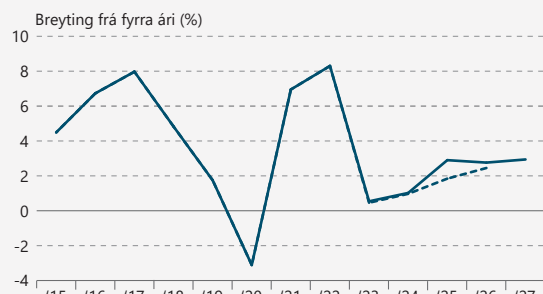
Niðurstöður fjárfestingarkönnunar Seðlabankans frá því í september sl. benda til þess að fyrirtæki ætli að

Mynd III-3
Hreinn auður heimila 2005-2024¹



1. Hreinn auður heimila samanstendur af hreinum fjármálalegum eignum og húsnæðisauð heimila. Myndin sýnir ársmeðaltöl og spá Seðlabankans fyrir árið 2024. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

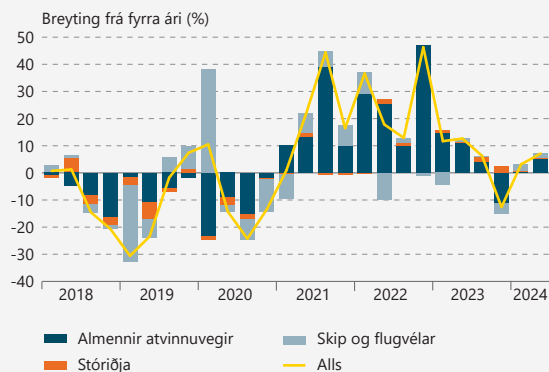
Mynd III-4
Einkaneysla 2015-2027¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2024-2027. Brotalína sýnir spá PM 2024/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5
Fjármunamyndun atvinnuvega og framlag undirlíða¹

1. ársfj. 2018 - 2. ársfj. 2024



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirlíða og fjármunamyndunar atvinnuvega vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

auka fjárfestingarútgjöld sín um 7,5% að nafnvirði í ár. Þetta eru lakari horfur en í marskönnun bankans en samkvæmt henni áformuðu þau að auka fjárfestingu um tæplega fimmting. Líkt og í fyrri könnunum bankans vegur fjárfesting í landeldi (flokkuð undir sjávarútvegi) og gagnaverum (flokkuð undir fjölmiðlun og upplýsingatækni) þungt í heildaraukningunni en án þeirra væri fjárfesting fyrirtækja að dragast nokkuð saman í ár (mynd III-6).

Niðurstöður fyrirtækjakönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins sem framkvæmd var í ágúst og september gefur svipaða niðurstöðu þegar horft er fram hjá ofangreindri fjárfestingu í landeldi og gagnaverum í könnun bankans. Samkvæmt könnun Gallup ætla fyrirtæki að eyða minna í fjárfestingu í ár en í fyrri og hefur stjórnendum sem búast við minni fjárfestingu fjölgað frá vorkönnun Gallup og eru nú nokkru fleiri en þeir sem áforma aukna fjárfestingu. Horfur versna eða eru óbreyttar milli kannana í öllum atvinnugreinum nema sjávarútvegi og fjármála- og tryggingarstarfsemi.

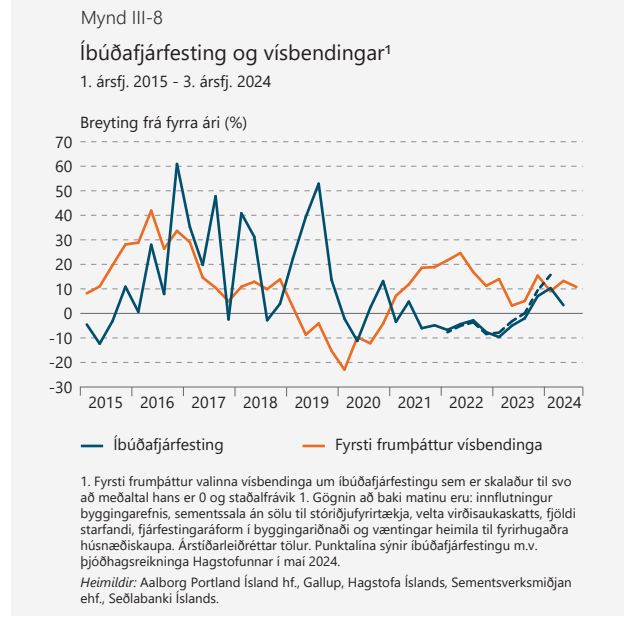
Hátíðnivísendingar gefa jafnframt til kynna að hægt hafi aftur á vexti atvinnuvegafjárfestingar á þriðja fjórðungi ársins. Innflutningur á fjárfestingarvörum gaf t.d. eftir á þriðja fjórðungi eftir mikla aukningu á fyrri helmingi ársins (mynd III-7). Þá benda tölur um fjölda starfandi í byggingarstarfsemi til lítillar veltuaukningar á þriðja ársfjórðungi. Talið er að almenn atvinnuvegafjárfesting hafi aukist um 1,5% á fjórðungnum sem er um helmingi minni vöxtur en spáð var í ágúst. Vöxtur ársins í heild er þó tæplega 1 prósentu meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá eða 2,6% sem skýrist aðallega af meiri vexti á fyrri helmingi ársins.

Íbúðafjárfesting jókst minna á fyrri hluta ársins en spáð var í ágúst

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst íbúðafjárfesting um 6,6% milli ára á fyrri hluta ársins en í ágúst var gert ráð fyrir 13,3% aukningu. Hagstofan endurskoðaði tölur á fyrsta ársfjórðungi nokkuð niður vegna minni umsvifa í endurbótum og viðhaldi íbúða en áður var áætlað. Aukningin á fyrsta ársfjórðungi var í takt við það sem helstu skammtíma vísendingar úr byggingariðnaði gáfu til kynna en á öðrum fjórðungi reyndist hún þó nokkru minni en vísendingarnar höfðu gefið til kynna (mynd III-8).

Áraun hefur verið mikil í byggingariðnaði og aukin áhersla lögð á að klára framkvæmdir framan af ári ...

Samkvæmt fasteignaskrá Húsnæðis- og mannvirkjastofnunar (HMS) voru um 7.800 íbúðir í byggingu á



landinu öllu í nóvember sem er það mesta sem verið hefur frá árinu 2006 (mynd III-9). Niðurstöður úr talningum HMS á árinu benda til þess að byggingaraðilar hafi lagt aukna áherslu á að klára framkvæmdir sem ráðist hefur verið í en hlutdeild nýbygginga af íbúðum á sölu hefur aukist nokkuð það sem af er ári.

Samkvæmt haustkönnun Gallup taldi rúmlega helmingur stjórnenda fyrirtækja í byggingariðnaði sig búa við skort á starfsfólki og um þrír af hverjum fjórum sögðust eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn (sjá nánar í kafla IV). Jafnframt vildu heldur fleiri stjórnendur fjölga starfsfólki en þeir sem vildu fækka því. Áraun á framleiðsluþætti í byggingariðnaði er því enn mikil en hefur þó minnkað frá því í sumar.

Eins og í síðustu spá bankans er gert ráð fyrir að álika margar íbúðir komi á markað á þessu ári og í fyrra. Áætlun HMS fyrir þetta ár er einnig óbreytt frá fyrri áætlun í apríl en á næsta ári er hins vegar búist við lítills háttar fjölgun nýrra íbúða frá talningunni í apríl.

... en nýframkvæmdum hefur þó fjölgað á ný

Nýframkvæmdum fækkaði töluvert milli ára í fyrra og fóru framkvæmdir jafnframt hægt af stað á fyrri hluta þessa árs. Þó virðist sem umsvif hafi tekið að glæðast á ný á síðustu mánuðum. Talning HMS sýnir að nýjum framkvæmdum hafi fjölgað um 48% milli ára í september eftir nokkurn samdrátt í talningunum á undan. Því er útlit fyrir að fjöldi nýframkvæmda verði lítilllega meiri í ár en gert var ráð fyrir í síðustu spá og meiri en í fyrra samkvæmt tölum úr fasteignaskrá HMS (mynd III-9).

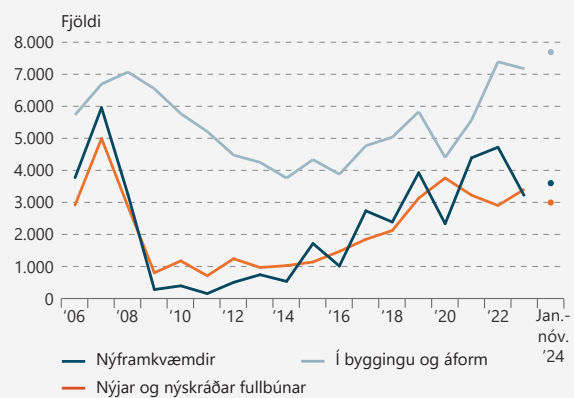
Nú er gert ráð fyrir að íbúðafjárfesting aukist um 4,2% á þessu ári sem er heldur minna en spáð var í ágúst. Þar vegur minni vöxtur á fyrri hluta ársins þungt en helstu skammtímavísbendingar í byggingariðnaði benda auk þess til að hægt hafi á vexti umsvifa eftir því sem liðið hefur á árið (mynd III-9). Horfurnar á næstu tveimur árum eru þó hagfelldari og endurspeгла að miklu leyti aukinn fjöldi nýframkvæmda á þessu ári og meiri hækkun húsnæðisverðs í kjölfar eldsumbrotanna á Reykjanesi en spáð var í ágúst (sjá kafla II). Gangi spáin eftir verður hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframléiðslu rétt yfir 5% í lok spátímans sem er um 1 prósentu yfir meðaltali undanfarins aldarfjórðungs.

Vöxtur fjármunamyndunar í takt við væntingar í ár en horfur á hægari vexti á næstu árum

Grunnspá bankans gerir ráð fyrir 1,6% aukningu heildarfjármunamyndunar í ár sem er svipaður vöxtur og í ágústspá bankans (mynd III-10). Horfur fyrir næsta ár hafa hins vegar heldur versnað en þar vega þungt lakari horfur um fjárfestingu atvinnuveganna. Nú er spáð

Mynd III-9

Staða framkvæmda við íbúðabyggingu á landinu öllu 2006-2024¹

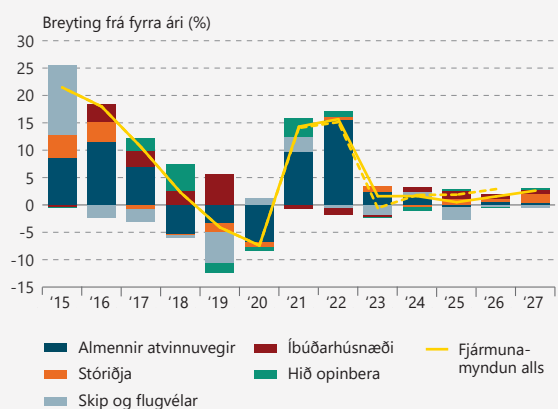


1. Nýjar og nýskráðar fullbúnar íbúðir er samtala nýrra fullbúinna íbúða, fasteigna sem breytt hefur verið í íbúðir og áður óskráðra íbúða. Tölur fyrir árið 2024 m.v. stöðuna frá 1. janúar til 15. nóvember 2024.

Heimildir: Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-10

Fjármunamyndun og framlag helstu undirliða 2015-2027¹



1. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án fjárfestingar í orkufrækum iðnaði og í skipum og flugvélum. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og heildarfjármunamyndunar vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Grunnspá Seðlabankans 2024-2027. Brotalína sýnir spá frá PM 2024/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

0,6% samdrætti almennrar atvinnuvegafjárfestingar en í ágúst var gert ráð fyrir að hún myndi aukast um ríflega 2% á árinu. Endurskoðunina má fyrst og fremst rekja til minni fjárfestingarþarfar eftir mikinn vöxt á undanföllum árum enda hefur Hagstofan endurskoðað almenna atvinnuvegafjárfestingu síðasta árs upp um sem nemur 0,4% af landsframleiðslu. Minni fjárfestingarþörf skýrir jafnframt horfurnar á hægari vexti fjármunamyndunar á seinni hluta spátímabilsins, þótt á móti vegi að hluta aukinn kraftur í fjárfestingu orku- og stóriðjufyrirtækja.

Eftir mikinn vöxt fjármunamyndunar undanfarin ár var hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu komið í 24,2% í fyrra sem er ríflega 2 prósentum yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs. Samkvæmt grunnsþá bankans hækkar hlutfallið lítillega til viðbótar í ár en tekur síðan smám saman að lækka en er þó áfram tæplega 2 prósentum yfir sögulegu meðaltali í lok spátímans.

Hið opinbera

Hægir á vexti eftirspurnar hins opinbera

Samneysla jókst um 2,3% á fyrri hluta þessa árs en á móti vó 4,6% samdráttur fjárfestingar hins opinbera. Eftirspurn hins opinbera jókst því um 1,4% milli ára sem er áþekkt vexti hennar á síðasta ári. Hann var þó heldur meiri en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans sem má að miklu leyti rekja til endurskoðunar þjóðhagsreikninga fyrir fyrsta fjórðung ársins þar sem samneysla og fjárfesting hins opinbera var endurskoðuð talsvert upp á við.

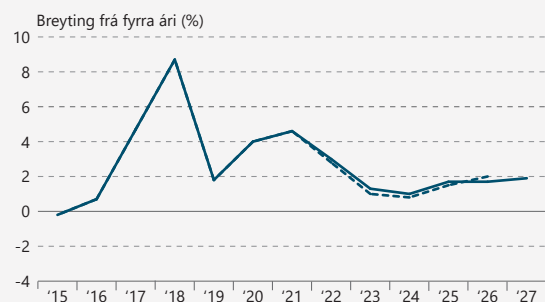
Búist er við hægari vexti eftirspurnar hins opinbera á seinni hluta ársins og að hún aukist um 1% á árinu í heild. Talið er að fjárfesting hins opinbera dragist saman um 5,5% milli ára en samneysla aukist um 2,1%. Í samanburði við ágústspá bankans eru horfur á heldur meiri aukningu eftirspurnar hins opinbera samkvæmt grunnsþá bankans (mynd III-11). Á næstu árum er áætlað að aukning samneyslu verði að jafnaði um 1,8% á ári og að fjárfesting hins opinbera aukist að jafnaði um rúmlega 1% á ári. Þetta felur í sér að eftirspurn hins opinbera muni vaxa um 1,7% á ári að jafnaði á næstu þremur árum.

Búist við lítilli breytingu í afkomu ríkissjóðs í ár

Eftir mikinn viðsnúning í afkomu á árinu 2022 hélt afkoma ríkissjóðs áfram að batna á síðasta ári samhliða því að mikil efnahagssumsvif studdu við ríkisbúskapinn. Leiðrétt fyrir óreglulegum liðum var afkoma ársins þó neikvæð um sem nemur 1,5% af landsframleiðslu en

Mynd III-11

Eftirspurn hins opinbera 2015-2027¹



1. Eftirspurn hins opinbera í ráðstöfunaruppgjöri þjóðhagsreikninga er samtala samneyslu og fjárfestingar hins opinbera. Grunnsþá Seðlabankans 2024-2027. Brotalína sýnir spá PM 2024/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

frumjöfnuður var jákvæður um sem nemur 0,4% af landsframleiðslu en það er í fyrsta sinn síðan árið 2019 sem afgangur mælist á frumjöfnuði (mynd III-12).¹

Á fyrri hluta þessa árs litast afkoma ríkissjóðs að umtalsverðu leyti af uppkaupum ríkisins á íbúðarhúsnæði í Grindavík í gegnum Fasteignafélagið Þórkötlur. Í tölum Hagstofunnar eru uppkaupin færð undir tilfærsluútgjöld ríkissjóðs og nema um 57 ma.kr. Halli ríkissjóðs á tímabilinu er því umtalsvert meiri en á undanförunum misserum eða um 65 ma.kr. sem svarar til 3% af landsframleiðslu tímabilsins. Litið fram hjá þessum áhrifum var afkoma fyrri hluta ársins neikvæð um 8 ma.kr. eða um 0,4% af landsframleiðslu en frumjöfnuður ríkissjóðs var jákvæður um tæplega 37 ma.kr. eða um 1,7% af landsframleiðslu. Fyrir árið í heild er áætlað að frumjöfnuður án óreglulegra liða verði jákvæður um 1,6% af landsframleiðslu og batnar hann nokkuð milli ára. Nokkuð hægir þó á vexti skatttekna ríkissjóðs samhliða því að verulega hægir á hagvexti í ár. Aukning arðgreiðslna til ríkissjóðs ásamt því að einnig hægir á vexti frumgjalda ríkissjóðs valda því að frumjöfnuðurinn batnar þó milli ára. Áfram verður halli á heildarjöfnuði ríkissjóðs um sem nemur 1% af landsframleiðslu en á móti bata í frumjöfnuði verður meiri halli á vaxtajöfnuði en á síðasta ári.

Dregur úr halla ríkissjóðs á næsta ári

Á næsta ári er áætlað að afkoma ríkissjóðs batni enn frekar og verði neikvæð um 0,7% af landsframleiðslu. Þar vegast á annars vegar áhrif aukins slaka í hagarferfinu og hins vegar aðgerðir stjórnvalda sem boðaðar eru í fjárlagafrumvarpi næsta árs. Fyrir vikið breytist frumjöfnuður lítið milli ára en áætlað er að halli á vaxtajöfnuði ríkissjóðs minnki á árinu.

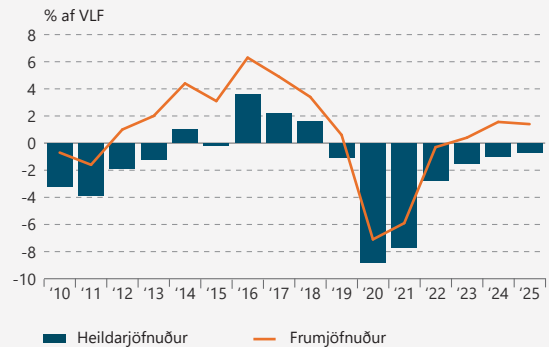
Afkomubætandi aðgerðir sem stjórnvöld hafa boðað felast í ýmsum aðhaldsaðgerðum á útgjaldahlið auk þess sem boðaðar hafa verið ýmsar skattabreytingar. Fyrirhuguðum breytingum á næsta ári í tengslum við skattlagningu á notkun ökutækja og eldsneyti hefur þó verið frestað.

Ætla má að skattabreytingarnar skili ríkissjóði tekjuauka um sem nemur 0,3% af landsframleiðslu á næsta ári (sjá nánari umfjöllun um aðgerðir í ríkissjáfárlagum í rammagrein 4).

1. Hér er átt við afkomu A-hluta ríkissjóðs byggt á gögnum Hagstofunnar leiðrétt fyrir óreglulegum og einskiptisliðum samkvæmt upplýsingum frá fjármála- og efnahagsráðuneyti. Sé ekki leiðrétt fyrir þeim liðum nam halli síðasta árs 1,2% af landsframleiðslu.

Mynd III-12

Afkoma ríkissjóðs 2010-2025¹



1. Leiðrétt er fyrir óreglulegum og einskiptisliðum, þ.m.t. áhrifum uppkaupa ríkisins á fasteignum í Grindavík. Grunnspá Seðlabankans 2024-2025.
Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Aðhaldsstig ríkisfjármála eykst umtalsvert í ár en minna á næstu árum

Eins og segir að framan er áætlað að frumjöfnuður ríkissjóðs batni á þessu ári sé lítið fram hjá óreglulegum þáttum á borð við uppkaup ríkissjóðs á húsnæði í Grindavík. Á sama tíma dregur verulega úr framleiðslu-spennu líkt og fjallað er um í kafla IV. Samspil þessara þátta felur í sér að aðhald ríkisfjármála eykst milli ára og er breytingin talin nema rúmlega 2% af landsframleiðslu (mynd III-13).

Á næsta ári er talið að aðhaldsstigið aukist áfram um rúmlega 0,8% af landsframleiðslu og má rekja það nokkurn veginn jafnt til aðgerða á tekju- og gjaldahlíð. Á árunum 2026-2027 er spáð að afkoma ríkissjóðs leiðrétt fyrir áhrifum hagsveiflunnar breytist lítið og því reiknað með svo til óbreyttu aðhaldsstigi þau ár.

Utanríkisviðskipti og viðskiptajöfnuður

Þjónustuútflytningur gaf töluvert eftir á öðrum ársfjórðungi ...

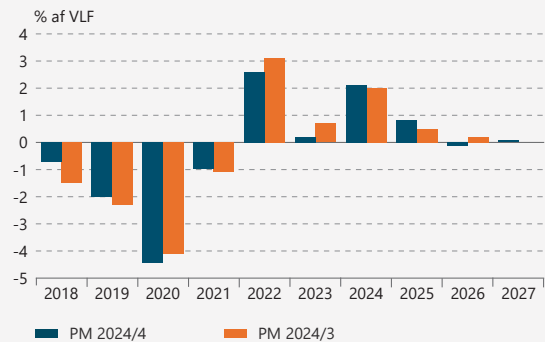
Útflutningur vöru og þjónustu dróst saman um 2,1% á fyrri hluta ársins en í ágúst var gert ráð fyrir 0,4% samdrætti. Samdrátturinn skýrist að miklu leyti af rúmlega 10% samdrætti þjónustuútflytninga á öðrum fjórðungi en á móti vó mikill vöxtur útflutnings á öðrum vörum en ál- og sjávarafurðum (mynd III-14). Er þetta í fyrsta skipti sem þjónustuútflytningur dregst saman milli ára síðan í upphafi árs 2021. Verðmæti útflutnings tengt ferðaþjónustu dróst saman um 5% milli ára á föstu gengi á fjórðungnum í takt við fækkun á komum erlendra ferðamanna til landsins. Á sömu sveif lagðist annar þjónustuútflytningur að undanskildum samgöngum og ferðalögum sem var töluvert veikari en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og dróst hann saman um 13% frá fyrra ári þrátt fyrir kröftugan vöxt rannsóknar- og þróunarþjónustu tengdan lyfjaútflytningi.

... en endurskoðun fyrri talna vekur efasemdir um áreiðanleika bráðabirgðatalna

Meiri samdráttur á fyrri hluta ársins en gert var ráð fyrir skýrist einnig að hluta af grunnáhrifum kröftugri útflutnings í fyrra. Samhliða birtingu annars ársfjórðungs voru áður birtar tölur um þjónustuútflytning endurskoðaðar upp á við fyrir fyrsta ársfjórðung í ár og allt árið 2023. Samkvæmt þeim jókst þjónustuútflytningur um 13,1% í fyrra í stað 9,8%. Breyting á ferðalagalið þjónustuútflytninga vegna nýrra kortavelutalna skýrir hluta endurskoðunarinnar en hana má þó að mestu leyti rekja til annars þjónustuútflytninga. Nýjar

Mynd III-13

Breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2018-2027¹



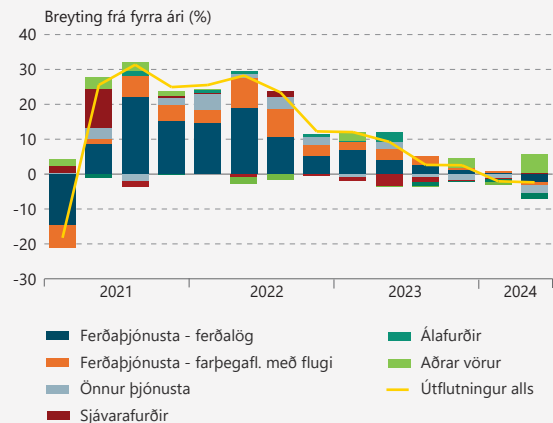
1. Leiðrétt er fyrir óreglulegum og einskiptislíðum, þ.m.t. áhrifum uppkaupa ríkisins á fasteignum í Grindavík. Grunnspá Seðlabankans 2024-2027.

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

Mynd III-14

Útflutningur og framlag undirliða¹

1. ársfj. 2021 - 2. ársfj. 2024



1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og heildarútflytninga vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Álflytningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

tölur gefa til kynna að verðmæti hans hafi verið um 19 ma.kr. meira árið 2023 en áður var talið og jókst hann því um 4% milli ára í stað þess að dragast saman um álíka mikið. Mestu munaði um endurskoðun annarrar viðskiptaþjónustu og fjarskipta-, tölvu- og upplýsingaþjónustu.² Í ljósi þess vekur mikill samdráttur annars þjónustuútflytninga á öðrum fjórðungi í ár upp spurningar um hvort hann sé áfram vanmetinn í nýbirtum bráðabirgðatölum.

Ferðamönnum fjölgaði lítillega aftur á þriðja ársfjórðungi ...

Eftir fækkun milli ára á öðrum ársfjórðungi komu lítillega fleiri ferðamenn til landsins á þriðja ársfjórðungi en á sama tíma í fyrra og hefur komum þeirra fjölgað um 1,4% milli ára á fyrstu tíu mánuðum ársins (mynd III-15). Gistinóttum erlendra ferðamanna á hótélum fækkaði áfram milli ára í júlí en á seinni hluta ársfjórðungsins var þróunin ólík milli landshluta. Gistinóttum á höfuðborgarsvæðinu fjölgaði en þeim fækkaði víða annars staðar.³ Breytingin gæti að einhverju leyti endurspeglad breyttan farþegahóp en ferðamönnum frá Kína hefur fjölgað í takt við alþjóðlega þróun á meðan Bandaríkjamönnum hefur fækkað. Meðalútgjöld ferðamanna í erlendum gjaldmiðlum virðast þó hafa heldur aukist miðað við sama tíma í fyrra. Útflutningstekjur innlendra flugfélaga af farþegaflutningum héldu áfram að dragast saman milli ára þrátt fyrir fjölgun farþega en hlutdeild skiptifarþega jókst áfram. Þá eru vísbendingar um að annar þjónustuútflytningur hafi aukist á ný í júlí og ágúst miðað við veltu samkvæmt virðisaukaskatts-skýrslum.

... en horfur um flugframboð á næsta ári versna og aukin óvissa er um annan þjónustuútflytning

Áfram eykst flugumferð á alþjóðavísu þótt hægt hafi á vexti hennar eftir að umfangið náði sama stigi og var fyrir faraldurinn. Þótt vísbendingar séu um að neytendur sæki fremur í ferðalög til ódýrari svæða hefur áfram verið nokkur vöxtur í ferðalögum til flestra Evrópulanda (mynd III-16).⁴

Horfur í ferðaðþjónustu hér á landi hafa aftur á móti heldur versnað. Útlit er fyrir minna flugframboð til

2. Endurskoðunin skýrist af nýjum upplýsingum frá litlum og meðalstórum fyrirtækjum sem einungis eru könnuð árlega í gagnasöfnun Hagstofunnar um þjónustuviðskipti.

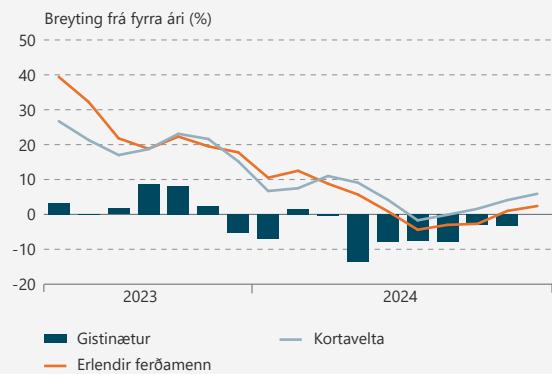
3. Miðað við mikla fjölgun gistinóttu Íslendinga undanfarið, einkum í ákveðnum landshlutum, gæti verið að hlutdeild útlendinga í heildarfjölda gistinóttu sé vanmetin.

4. Sjá The International Air Transport Association, *Air Passenger Market Analysis*, september 2024, og European Travel Commission, *European Tourism – Trends & Prospects (Q3/2024)*, nóvember 2024.

Mynd III-15

Vísbendingar um umsvif í ferðaðþjónustu¹

Júní 2023 - október 2024



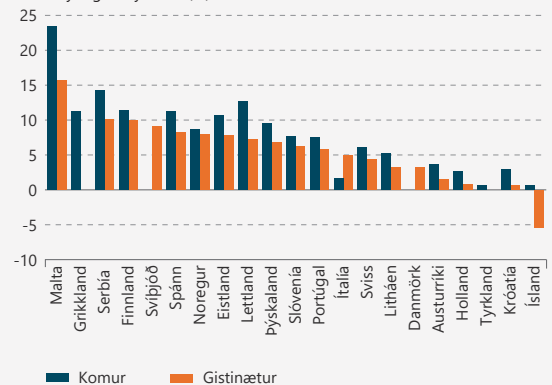
1. Fjöldi gistinóttu erlendra ferðamanna miðað við gistinætur á hótélum. Kortavelta miðað við mánaðarlega heildarveltu erlendra greiðslukorta á Íslandi á föstu gengi. Fjöldi ferðamanna miðað við mánaðarlegar brottfarir um Keflavíkflugvöll. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal kortaveltu og ferðamannatalna.

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

Mynd III-16

Komur og gistinætur erlendra ferðamanna 2024¹

Breyting frá fyrra ári (%)



1. Tiltæk gögn fyrir 2024 eru mismunandi eftir löndum.

Heimildir: Evrópska Ferðamálaráðið, TourMIS.

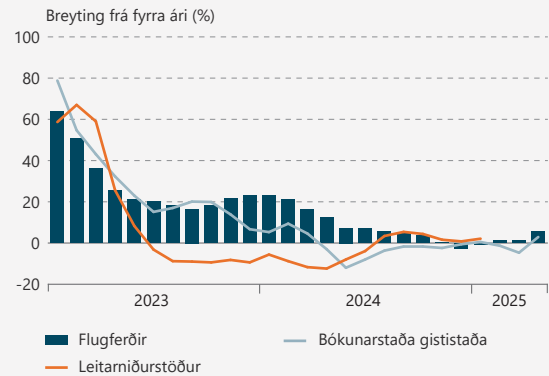
og frá landinu á næsta ári en gert var ráð fyrir í ágúst eftir að flugfélagið Play tilkynnti um breyttar áherslur í rekstri félagsins en það hyggst fækka flugvélum sem fljúga til og frá landinu á næsta ári og draga úr framboði til Bandaríkjanna. Minna sætaframboð mun þó líklega hafa hlutfallslega minni áhrif á fjölda erlendra ferðamanna sem heimsækir landið enda mun vægi skiptifarþega hjá félaginu minnka nokkuð við þessar breytingar. Aðrar vísbendingar eru þó ekki einhlítar. Bókunarstaða hótela virðist áfram vera heldur verri næstu mánuði en á sama tíma árið á undan en undanfarna mánuði virðist gisting hafa verið bókuð með skemmri fyrirvara en áður (mynd III-17). Þá hafa leitir að gistingu og flugi til Íslands á leitarvél Google aðeins þokast upp undanfarið.

Horfur í ferðapjónustu hafa lítið breyst fyrir árið í ár og er áfram gert ráð fyrir liðlega 2,2 milljónum erlendra ferðamanna og lítilega neikvæðs framlags ferðapjónustu til útflutnings á árinu í heild. Vegna meiri samdráttar annarrar þjónustu á öðrum ársfjórðungi en áætlað var og vegna grunnáhrifa meiri vaxtar í fyrra er þó útlit fyrir að þjónustuútflutningur dragist saman um 3% en í ágúst var spáð 1,1% samdrætti. Í ljósi endurskoðunar fyrra árs gætu birtar tölur fyrir fyrri hluta ársins verið vanmetnar eins og áður var nefnt. Vegna breyttra horfa um flugframboð er nú jafnframt gert ráð fyrir hægari fjölgun ferðamanna á næsta ári eða tæplega 2,3 milljónum á árinu í heild. Talið er að þjónustuútflutningur aukist um 2,5% samanborið við ríflega 4% í ágúst. Sem fyrr er þetta mat háð tölverðri óvissu enda útlit fyrir breytta samsetningu framboðsins á næsta ári með minni áherslu á skiptifarþega. Í fráviksdæmi í rammagrein 1 er fjallað um áhrif þess ef þróunin í ferðapjónustu verður enn lakari en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Kröftugur vöruútflutningur á öðrum fjórðungi eftir samdrátt á fyrsta ársfjórðungi ...

Vöruútflutningur jókst um 5,7% á milli ára á öðrum ársfjórðungi eftir að hafa dregist saman á fyrsta fjórðungi ársins. Þó að hluta megi rekja aukninguna til ein-skriptisáhrifa vegna útflutnings skipa mældist einnig tölverður vöxtur í öðrum vöruútflutningi. Annar vöruútflutningur en útflutningur ál- og sjávarafurða og skipa og flugvéla jókst um 29% á milli ára á öðrum ársfjórðungi og um 15% á milli ára á fyrri helmingi ársins. Aukinn útflutningur annarra vara var á breiðum grunni og mældist tölverður vöxtur í útflutningi fiskeldisafurða, annarra iðnaðarvara og lyfja- og lækningatækja. Útflutningur sjávarafurða jókst um 1,4% á milli ára á öðrum fjórðungi vegna aukins útflutnings botnfisk-

Mynd III-17
Ferðalög til Íslands¹
Mars 2023 - apríl 2025



1. Heildarfjöldi mánaðarlegra koma og brottfara farþegafluga til og frá landinu, nóvember 2024-apríl 2025 miðað við flugáætlun Isavia í október 2024. Leitarniðurstöður út frá þáttalíkani sem tekur saman tíðni fimm ólíkra leitarniðurstæða sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google-leitarvélinni, tafðar um þrjú mánuði. Fjöldi bókaðra gistingu í gegnum netbókunarþjónustuaðila (online travel agents) samkvæmt gögnum frá Godo hugbúnaðarhúsi, paraður samanburður fyrir nóvember 2024-apríl 2025, miðað við bókunarstöðu 18. nóvember 2024. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal.
Heimildir: Godo hugbúnaðarhús, Google trends, Isavia, Seðlabanki Íslands.

safurða. Raforkuskerðing Landsvirkjunar til stórnotenda setti aftur á móti svip sinn á álframleiðslu á fyrri helmingi ársins og mældist 9,6% samdráttur í útflutningi álafurða á milli ára á öðrum ársfjórðungi.

... en horfur um seinni helming ársins hafa versnað. Horfur um vöruútflutning fyrir árið í ár hafa versnað frá því í ágúst. Útlit er fyrir að útflutningur sjávarafurða verði veikari á árinu en gert var ráð fyrir vegna minni útflutnings á makríl þar sem ekki náðist að veiða allan útgefinn kvóta. Fyrir vikið er talið er að útflutningur sjávarafurða dragist saman um 1,8% í ár en í ágúst var gert ráð fyrir lítills háttar vexti. Þá hafa horfur um útflutning álafurða einnig versnað frá því í ágúst. Útflutningur á þriðja ársfjórðungi virðist hafa verið veikari en áætlað var og eftirspurn eftir áli frá Íslandi hefur verið dræm, einkum vegna veikburða bílaframleiðslu í Evrópu. Horfur á fjórða fjórðungi hafa einnig versnað vegna raforkuskerðingar Landsvirkjunar til stórnotenda á suðvestur hluta landsins. Því er gert ráð fyrir að útflutningur áls dragist saman um 4,4% í ár sem er nokkru meiri samdráttur en áætlað var í ágúst. Horfur í öðrum vöruútflutningi eru áþekkar og í ágúst og áfram er gert ráð fyrir töluverðum vexti á seinni hluta ársins, einkum í útflutningi lyfja. Vegna horfa um veikari útflutning ál- og sjávarafurða er nú áætlað að vöruútflutningur aukist um 1,3% í ár en í ágúst var gert ráð fyrir ríflega 3% vexti.

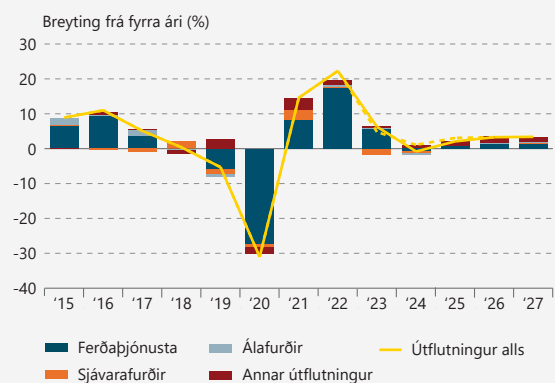
Horfur fyrir útflutning ál- og sjávarafurða á næsta ári hafa að sama skapi versnað. Verri horfur í sjávarútvegi má rekja til þess að Íslandi er ekki úthlutað þorskkvóta í Barentshafi en einnig er útlit fyrir minni aflaheimildir makrils og kolmunna vegna ráðgjafar alþjóðlegu hafrannsóknarstofnunarinnar. Þá var enginn loðnukvóti gefinn út annað árið í röð í takt við forsendur ágústspárinnar. Þessu til viðbótar hefur skerðing Landsvirkjunar, sem áætlað er að gildi út maí á næsta ári, áhrif á fyrirhugaða álframleiðslu ársins. Talið er því að vöruútflutningur í heild aukist um 1,8% á næsta ári sem er lítilllega minni vöxtur en spáð var í ágúst.

Horfur um lítillsháttar samdrátt heildarútflutnings í ár og hægar vöxt á næsta ári

Talið er að heildarútflutningur dragist saman um 0,8% í ár en í ágúst var spáð liðlega 1% vexti (mynd III-18). Útlit er fyrir bæði meiri samdrátt þjónustuútflutnings vegna annarrar þjónustu og minni vöxt vöruútflutnings vegna verri horfa um útflutning sjávar- og álafurða. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað. Spáð er 2,1% vexti heildarútflutnings í stað liðlega 3% og vega lakari horfur í ferðaþjónustu og í útflutningi ál- og sjávaraf-

Mynd III-18

Útflutningur og framlag undirliða 2015-2027¹



1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og heildarútflutnings vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga. Ferðaþjónusta er samtala á „ferðalögum“ og „farþegaflutningum með flugi“. Álútflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Grunnspá Seðlabankans 2024-2027. Brotalína sýnir spá 2024/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

urða þungt. Áfram eru horfur á auknum útflutningi lyfja og fiskeldisafurða á spátímanum.

Innflutningur jókst á ný á fyrri hluta ársins

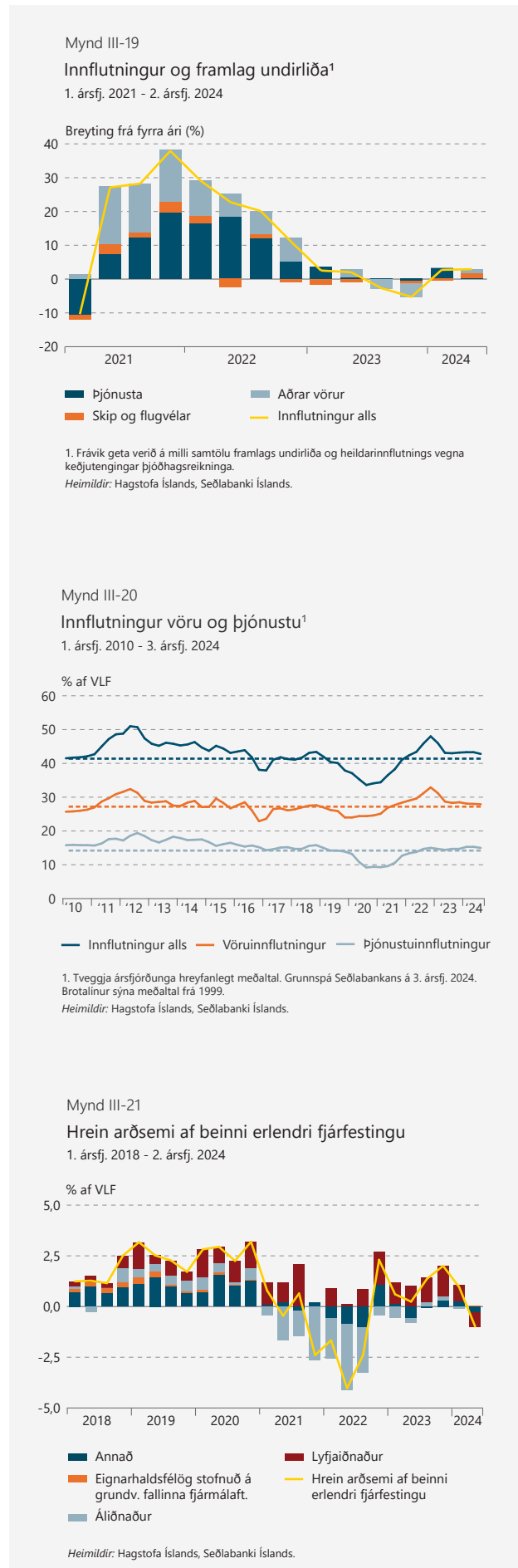
Innflutningur vöru og þjónustu jókst um 2,9% á milli ára á öðrum ársfjórðungi sem er í takt við það sem spáð var í ágúst (mynd III-19). Aukningin skýrðist að miklu leyti af skipainnflutningi en annar vöruinnflutningur jókst einnig á ný eftir töluverðan samdrátt á seinni hluta síðasta árs. Vísbendingar eru aftur á móti um að þriðji ársfjórðungur í ár hafi verið veikari en áætlað var þar sem innflutningur fjárfestingarvara minnkaði meira á milli fjórðunga en gert var ráð fyrir en hann hefur sveiflast nokkuð undanfarin misseri. Talið er því að vöruinnflutningur aukist um 1,1% í stað 2,5% líkt og spáð var í ágúst og að verðmæti innflutnings í hlutfalli af landsframleiðslu þekist áfram í sögulegt meðaltal (mynd III-20).

Þjónustuinnflutningur var nánast óbreyttur á milli ára á öðrum ársfjórðungi líkt og gert var ráð fyrir í ágúst en þar vógust á áframhaldandi mikill vöxtur fjármálaþjónustu og samdráttur í flestum öðrum undirliðum. Þjónustuinnflutningur var aftur á móti endurskoðaður nokkuð upp á við fyrir fyrsta ársfjórðung og árið 2023 m.a. vegna nýrra talna um kortaveltu Íslendinga erlendis. Á seinni hluta ársins er gert ráð fyrir áframhaldandi kröftugum vexti innflutnings fjármálaþjónustu en að öðru leyti eru horfurnar óbreyttar. Vegna aukins innflutnings fjármálaþjónustu og endurskoðunar fyrsta fjórðungs er spáð að þjónustuinnflutningur aukist um 3% á árinu öllu sem er lítilliga meiri vöxtur en spáð var í ágúst. Horfur á hægari vexti vöruinnflutnings gera það hins vegar að verkum að nú er spáð að innflutningur í heild aukist um 1,7% samanborið við 2,4% í ágúst. Útlitið fyrir næstu ár hefur hins vegar lítið breyst.

Horfur á lítilliga meiri viðskiptahalla í ár en spáð var í ágúst

Halli á viðskiptajöfnuði nam 3,6% á fyrri helmingi ársins sem er töluvert meiri halli en áætlað var í *Peningamálum* í ágúst þegar gert var ráð fyrir 1,9% halla. Munurinn skýrist bæði af áðurnefndum samdrætti annars þjónustuútflutnings á öðrum ársfjórðungi en einnig af óhagstæðari frumþáttatekjufjöfnuði en áætlað var en þar vegur þungt snarpur viðsnúningur á framlagi lyfjafyrirtækja til frumþáttatekna (mynd III-21). Áhrif aukinna tekna af lyfjasölu á jöfnuð frumþáttatekna komu fyrr fram og voru umfangsmeiri en áætlað var í spánni.

Viðskiptajöfnuður var einnig endurskoðaður aftur til ársins 2021. Betri afkoma innlendra félaga í erlendri



eigu (annarra en ál- og lyfjafyrirtækja) gerir það að verkum að frumpáttajöfnuður er nú talinn óhagstæðari en áður og vó það á móti áðurnefndri endurskoðun þjónustujafnaðar upp á við. Halli á viðskiptajöfnuði á árinu 2022 í heild reyndist um 0,4 prósentum meiri en áður var talið eða 2,1%. Afgangurinn á árinu 2023 var hins vegar um 0,2 prósentum meiri eða 1,1% (mynd III-22).

Horfur um viðskiptajöfnuð fyrir árið í ár hafa versnað lítillega frá því í ágúst sem má einkum rekja til lakari frumpáttatekjujafnaðar vegna áðurnefnds framlags lyfjafyrirtækja. Aftur á móti er útlit fyrir minni halla á vöru- og þjónustujöfnuði sem endurspeglar að einhverju leyti endurskoðun þjónustujafnaðar fyrra árs en einnig hagfelldari þróun viðskiptakjara sem vegur á móti verri útflutningshorfum (sjá kafla I). Aukin bjartsýni um þróun viðskiptakjara skýrir einnig af hverju nú er spáð hagfelldari þróun viðskiptajafnaðar út spátímam þrátt fyrir verri útflutningshorfur.

Hagvöxtur

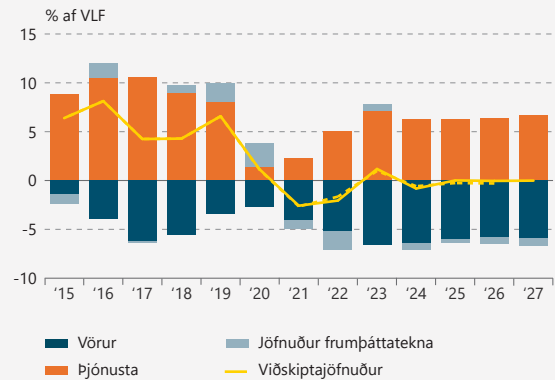
Minni hagvöxtur á fyrri hluta ársins en gert var ráð fyrir í ágúst ...

Hægja tók á hagvexti er líða tók á síðasta ár og á fyrsta fjórðungi þessa árs mældist verulegur samdráttur vegna neikvæðs framlags birgðabreytinga sem rekja má til loðnubrests sem olli því að engar loðnubirgðir söfnuðust upp á fjórðungnum. Árstíðarleiddrett landsframlæiðsla dróst saman um 1% frá fjórðungnum á undan og 3,5% frá sama fjórðungi árið áður. Það er þó lítillega minni samdráttur en fyrri tölur Hagstofunnar höfðu gefið til kynna.

Par sem þessi birgðaaáhrif koma að mestu fram á fyrsta ársfjórðungi var viðbúið að landsframlæiðsla myndi aukast aftur á öðrum fjórðungi ársins enda jókst hún þá um 1,7% milli fjórðunga að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Hún var hins vegar enn 0,3% minni en á sama fjórðungi í fyrra (mynd III-23). Þetta er nokkru hægari vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá bankans sem má að miklu leyti rekja til neikvæðara framlags utanríkisviðskipta eins og rakið var fyrr í kaflanum. Þróun innlendrar eftirspurnar var aftur á móti að mestu leyti í takt við ágústspána. Þannig jukust þjóðarútgjöld um 2% milli ára sem er litlu minna en spáð var í ágúst.

Samhliða birtingu bráðabirgðatalna fyrir annan fjórðung ársins birti Hagstofan endurmat á hagvexti síðasta árs sem er nú talinn hafa verið 5% en ekki 4,1%. Aukninguna má að hluta rekja til endurskoðunar á þjónustuútflutningi og fjármunamyndun sem rakin er fyrr í kaflanum.

Mynd III-22
Viðskiptajöfnuður 2015-2027¹

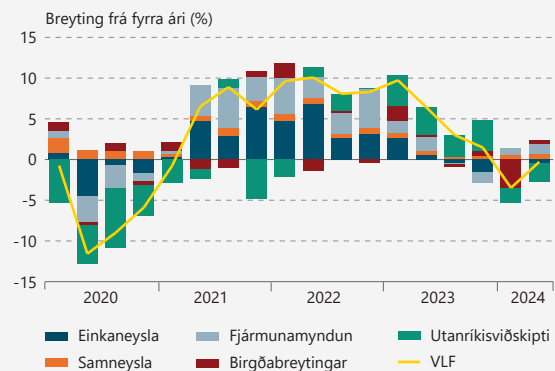


1. Viðskiptajöfnuður án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja árið 2015. Jöfnuður rekstrarframlaga talinn með frumpáttajöfnuði. Grunnspá Seðlabankans 2024-2027. Brotalína sýnir spá PM 2024/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-23
Hagvöxtur og framlag undirliða¹

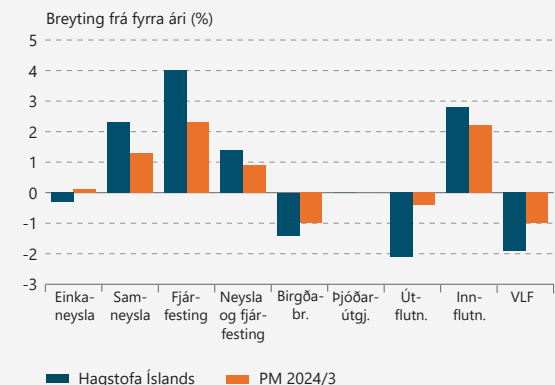
1. ársfj. 2020 - 2. ársfj. 2024



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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-24
Þjóðhagsreikningar fyrir hluta 2024



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Á fyrri hluta þessa árs dróst landsframleiðsla saman um 1,9% milli ára (mynd III-24). Þetta er nokkru meiri samdráttur en spáð var í ágúst en þar var gert ráð fyrir að hann yrði 1%. Samdrátturinn litast nokkuð af áðurnefndu neikvæðu framlagi birgðabreytinga en við bætist neikvætt framlag utanríkisviðskipta sem endurspeglar fyrst og fremst 2,1% samdrátt útflutnings. Þjóðarútgjöld stóðu í stað á fyrri hluta ársins en sé litið fram hjá áhrifum birgðabreytinga jókst innlend eftirspurn um 1,4%. Þróun þjóðarútgjalda var þannig í takt við spána en framlag utanríkisviðskipta reyndist nokkru lakara. Það gæti hins vegar litast af mögulegu vanmati á útflutningstekjum á tímabilinu eins og fjallað hefur verið um fyrr í kaflanum og því gæti þróunin á endanum orðið í betra samræmi við ágústspána.

... og horfur á lítillega minni hagvexti á árinu öllu

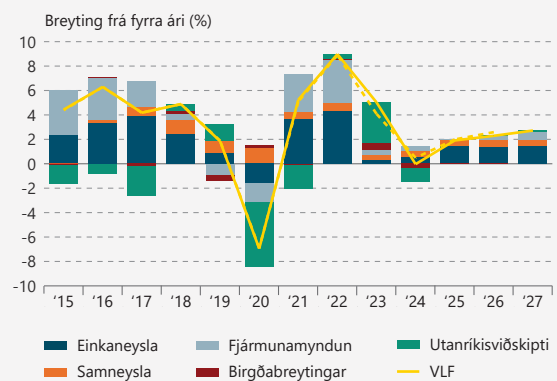
Talið er að landsframleiðsla hafi aukist um 2,5% milli ára á þriðja fjórðungi sem er áþekkt því sem gert var ráð fyrir í ágúst. Samhliða hægari vexti innlendrar eftirspurnar dró úr innflutningi á fjórðungnum sem varð þess valdandi að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var meira en þá var spáð.

Samkvæmt nýrri grunnspá er áætlað að landsframleiðslan standi í stað milli ára í ár en í ágústspánni var spáð 0,5% hagvexti (mynd III-25). Munar þar mest um lakari horfur í utanríkisviðskiptum. Nokkrar breytingar eru í undirliðum innlendrar eftirspurnar eins og fjallað hefur verið um fyrr í kaflanum en í heild eru horfurnar fyrir þróun innlendrar eftirspurnar fyrir árið lítið breyttar. Talið er að þjóðarútgjöld aukist um 1,1% milli ára en í ágúst var spáð 1% vexti þeirra.

Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að hagvöxtur taki við sér á ný á næsta ári

Eins og í ágúst er talið að hagvöxtur taki aftur við sér á næsta ári. Spáð er að hann verði 1,9% á árinu öllu sem er áþekkt því sem gert var ráð fyrir í ágúst. Eins og þá er talið að hagvöxtur aukist áfram á seinni hluta spátímans og verði um 2½% að meðaltali á ári. Sem fyrr er hagvöxtur á spátímanum að meginhluta drifinn áfram af innlendri eftirspurn, sér í lagi vexti einkaneyslu. Töluverð óvissa er þó um þessar horfur. Þær gætu verið of svartsýnar ef heimilin kjósa að eyða stærri hluta þess sparnaðar sem byggst hefur upp á síðustu árum. Þær gætu hins vegar reynst of bjartsýnar ef komur ferðamanna til landsins næstu ár eru færri en grunnspáin gerir ráð fyrir eins og rakið er í rammagrein 1.

Mynd III-25
Hagvöxtur og framlag undirliða 2015-2027¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2024-2027. Brotalína sýnir spá frá PM 2024/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Vinnumarkaður og nýting framleiðslupáttá



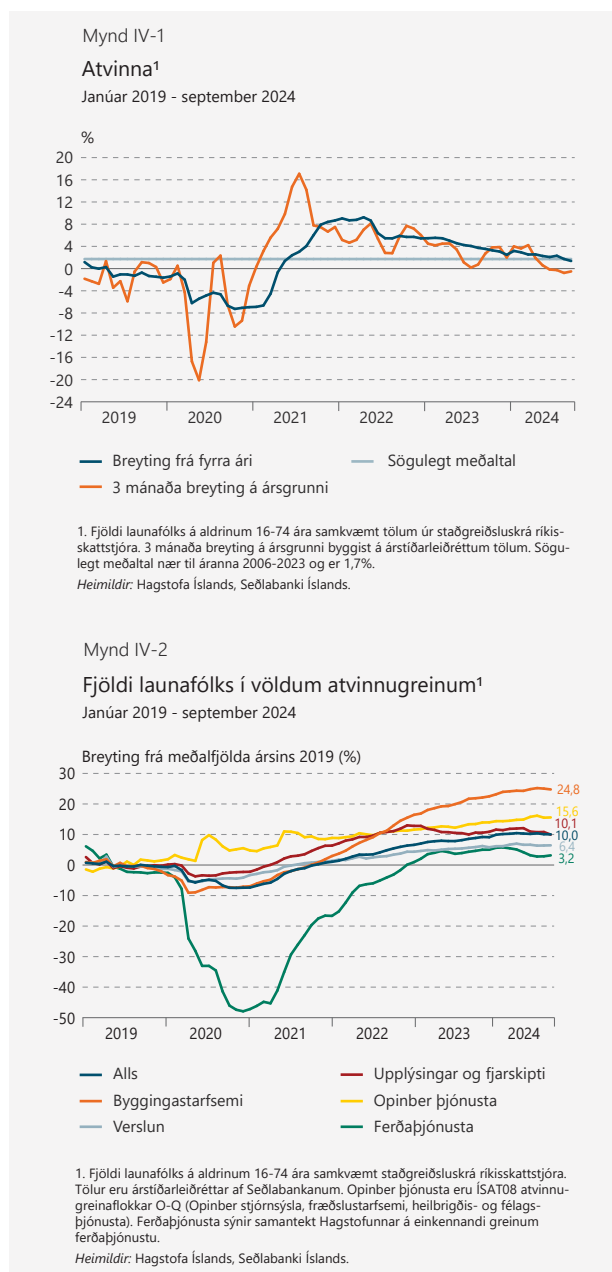
Vinnumarkaður

Störfum fækkaði lítillega á þriðja ársfjórðungi

Samkvæmt tölum úr staðgreiðsluskrá fjölgaði launafólki um 1,8% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Ársfjölgun starfa var því nálægt sögulegu meðaltali en nær stöðugt hefur dregið úr fjölguninni frá því að mest lét á vormánuðum ársins 2022. Sé hins vegar litið til þriggja mánaða tímabils má sjá að frá því í júní sl. hefur störfum fækkað lítillega og var þriggja mánaða fækkun þeirra 0,5% á ársgrunni í september (mynd IV-1).

Fækkun starfa er mest áberandi í ferðapjónustu en þar hófst þessi þróun í mars í ár og höfðu tæplega 800 störf tapast í atvinnugreininni í september. Þá fækkaði um vel á annað hundrað störf í upplýsinga- og fjarskiptapjónustu frá því í vor og annað eins í verslun. Þetta er áhugavert í ljósi þess hve fjölgun starfa hefur verið hófleg í ferðapjónustu og verslun frá því fyrir farsóttina. Frá meðaltali ársins 2019 hefur störfum fjölgað um 3,2% í ferðapjónustu og um 6,4% í verslun. Á sama tíma hefur störfum fjölgað um líðlega 10% á vinnumarkaðnum í heild (mynd IV-2). Í byggingastarfsemi er hins vegar meira viðnám gagnvart hægari umsvifum í þjóðarbúskapnum. Þar hefur störfum fjölgað um nærri fjórðung frá því fyrir farsóttina en þrátt fyrir það eru enn ekki skýr merki um að störfum fækki þótt verulega hafi hægt á fjölgun þeirra. Þróunin endurspeglar því m.a. mikla eftirspurn og spennu á fasteignamarkaði og ruðningsáhrif þess á aðrar atvinnugreinar.

Tölur um vinnuáhrif samkvæmt þjóðhagsreikningum segja áþekka sögu en hægt hefur á fjölgun starfa og heildarvinnustunda á fyrri hluta ársins samanborið við síðasta ár. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands (VMK) litast hins vegar áfram af nokkrum vanda tengdum versnandi svarhlutfalli og



vanda við mat á nýlegri mannfjöldaþróun sem virðist leiða til töluverðs ofmats á störfum og heildarvinnustundum.

Atvinnuleysi eykst hægt skrefum

Árstíðarleiðrétt skráð atvinnuleysi mældist 3,6% í október og stóð í stað milli mánaða (mynd IV-3). Það hefur því aukist um 0,4 prósentur frá því í maí 2023 þegar það mældist minnst eftir farsóttina eða sem nemur fjölgun um 1.700 manns á atvinnuleysissskrá. Aukningin er þó hægfara eða nærri 0,1 prósentu á hverjum ársfjórðungi frá þeim tíma. Um 0,6% af vinnuaflinu hafði verið atvinnulaust lengur en eitt ár samkvæmt tölum Vinnuálastofnunar. Það hlutfall hefur ekkert breyst frá því um mitt síðasta ár og er áþekkt og það var fyrir farsóttina. Atvinnuleysi samkvæmt VMK mældist 3,5% á þriðja ársfjórðungi og hefur aukist aftur í svipað stig og skráð atvinnuleysi eftir að hafa minnkað nokkuð mánuðina á undan.

Í fyrsta sinn í næstum fjögur ár vilja fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki en fjölga því

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum haustkönnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins hefur dregið enn frekar úr ráðningaráformum fyrirtækja. Munur á hlutfalli fyrirtækja sem vilja fjölga starfsfólki og þeirra sem vilja fækka því var neikvæður um 1 prósentu í könnuninni en munurinn hafði verið jákvæður um 9 prósentur í sumarkönnuninni. Munurinn er jafnframt um 10 prósentum undir sögulegu meðaltali og var hann síðast neikvæður í árslok 2020 (mynd IV-4). Aðeins í byggingastarfsemi eru ráðningaráform enn yfir sögulegu meðaltali, jafnvel þótt þau hafi gefið töluvert eftir frá sumarkönnuninni. Í öllum öðrum atvinnugreinum eru þau undir sögulegu meðaltali og útlit er fyrir fækkun starfa í öðrum atvinnugreinum en byggingastarfsemi og ýmissi sérhæfðri þjónustu.

Þá voru tæplega 6 þúsund laus störf á öðrum ársfjórðungi samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum fyrirtækjakönnunar Hagstofunnar. Þeim fækkaði milli ársfjórðunga og voru þau orðin nærri helmingi færri en um mitt ár 2022. Hlutfall lausra starfa og atvinnulausra mældist 0,8 á öðrum ársfjórðungi og hefur að sama skapi nærri helmingast á undanförunum tveimur árum (mynd IV-5).

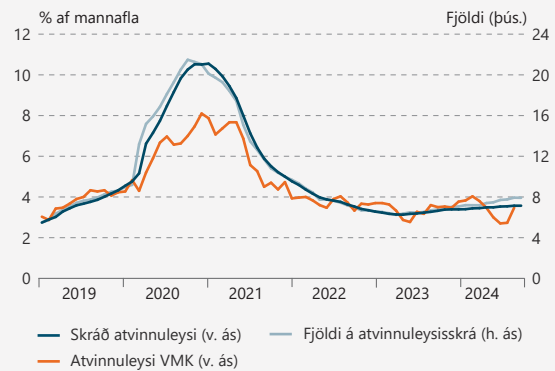
Áfram hægir á íbúafjölgun

Íbúum landsins fjölgaði um 1,7% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Hægst hefur á íbúafjölgun frá því um mitt síðasta ár samhliða því að færri erlendir ríkisborgarar flytjast til landsins og fleiri flytjast af landi brott (mynd

Mynd IV-3

Atvinnuleysi¹

Janúar 2019 - október 2024



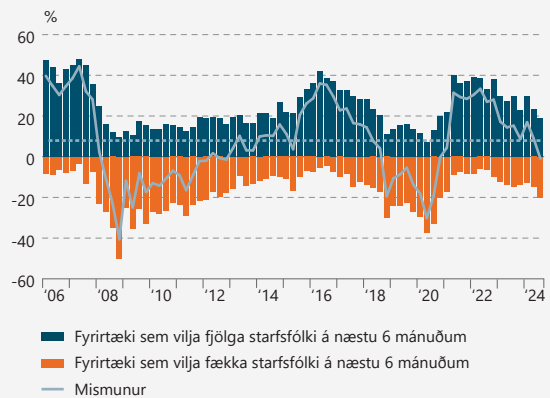
1. Tölur fyrir skráð atvinnuleysi og fjölda á atvinnuleysissskrá eru árstíðarleiðréttar af Seðlabankanum. Atvinnuleysi skv. vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) sýnir 3 mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiðréttara tölva.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-4

Ráðningaráform fyrirtækja¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2024



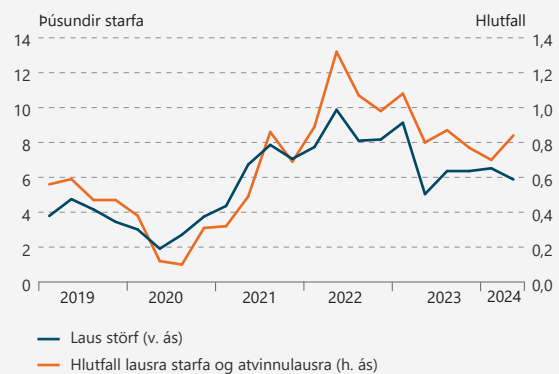
1. Hlutfall fyrirtækja sem vilja fækka starfsfólki sýnt með neikvæðu formerki. Brota-lína sýnir meðaltal tímabilsins. Árstíðarleiðréttar tölur.

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Laus störf¹

1. ársfj. 2019 - 2. ársfj. 2024



1. Laus störf skv. fyrirtækjakönnun Hagstofu Íslands og fjöldi atvinnulausra samkvæmt vinnumarkaðskönnun sömu stofnunar. Tölurnar eru árstíðarleiðréttar af Seðlabankanum en vegna þess hve stuttar tímaraðirnar eru ríkir nokkur óvissa um þá leiðréttingu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

IV-6). Að hluta til skýrist þróunin af því að dregið hefur úr komu flóttafólks til landsins. Á fyrstu tíu mánuðum ársins bárust tæplega 1.700 umsóknir um alþjóðlega vernd en á sama tíma í fyrra voru þær rúmlega tvöfalt fleiri.

Spenna á vinnumarkaði fer minnkandi og útlit er fyrir að slaki myndist á næsta ári

Vísbendingar gefa ýmist til kynna að smávægileg spenna sé enn til staðar á innlendum vinnumarkaði eða þá að hún hafi þegar fjarð út. Útlit er fyrir að áfram dragi úr vinnuafseftirspurn næsta misserið og því eru horfur á að slaki taki við af spennu. Grunnspá bankans gerir ráð fyrir að heildarvinnustundum á mælikvarða VMK fjölgi um tæplega 5% milli ársmeðaltala í ár eins og í fyrra en að þeim fækki lítillega á næstu tveimur árum áður en þeim tekur að fjölga á ný. Í ljósi ofmats á heildarvinnustundum í VMK er spáin háð töluverðri óvissu en hún tekur ekki tillit til mögulegrar leiðréttingar á sögulegum tölum.

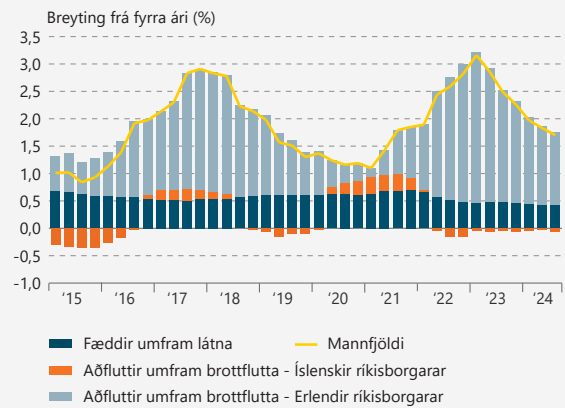
Talið er að atvinnuleysi samkvæmt VMK verði 3,6% í ár og aukist í 4,4% á næsta ári þegar smávægilegur slaki myndast á vinnumarkaði sem varir út árið 2026. Þetta er minna atvinnuleysi en var spáð í ágúst enda útlit fyrir að spennan í þjóðarbúinu sé meiri en áður var talið eins og rakið er síðar í þessum kafla. Þá eru vísbendingar um að ofmat á atvinnuþátttöku í VMK sé töluvert meira en áður var áætlað sem leggst á sömu sveif. Áfram er talið að atvinnuleysi þokist niður þegar líður frá næsta ári og að það verði komið niður fyrir 4% á síðasta ári spátímans (mynd IV-7).

Vísbendingar um nýtingu framleiðsluþátta

Framleiðni vinnuafls minnkaði töluvert á fyrri hluta ársins

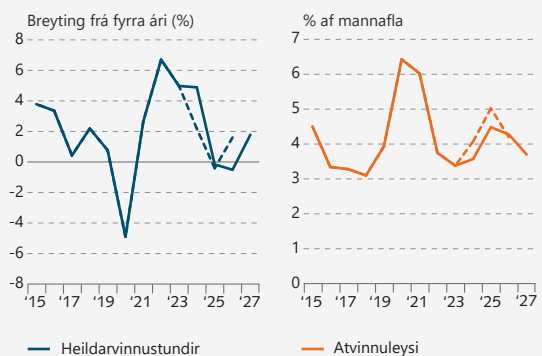
Miðað við landsframleiðslu á heildarvinnustund úr vinnuafli þjóðhagsreikninga hefur framleiðni vinnuafls minnkað frá fyrsta ársfjórðungi í fyrra. Mismunandi tímasetningar páska í ár og í fyrra höfðu mikil áhrif á vinnutímamælingarnar og því er gagnlegt að horfa á þróunina út frá árshelmingum. Á fyrri hluta þessa árs var framleiðni vinnuafls á þennan mælikvarða orðin 3,7% minni en á sama tíma í fyrra. Það er nokkru meiri samdráttur en mældist á síðari hluta farsóttarársins 2020 (mynd IV-8). Tölurnar benda til þess að minni fjölpáttaframleiðni skýri þessa þróun en atburðir lítt tengdir hagsveiflunni gætu haft þar áhrif. Má þar t.d. nefna loðubrest og jarðhræringar á Reykjanesskaga. Horfur á meiri hagvexti á seinni hluta ársins gæti þó

Mynd IV-6
Mannfjöldi
1. ársfj. 2015 - 3. ársfj. 2024



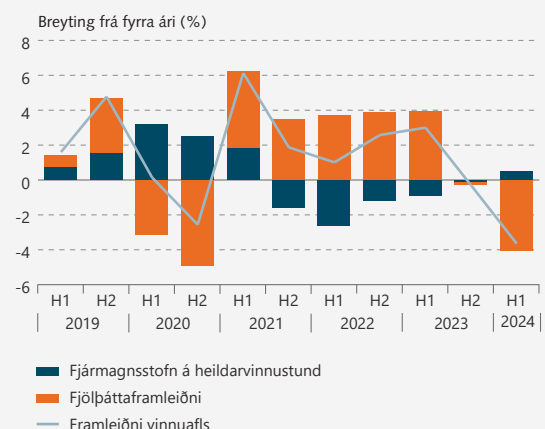
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-7
Heildarvinnustundir og atvinnuleysi 2015-2027¹



1. Heildarvinnustundir og atvinnuleysi miðað við vinnuafliþróun Hagstofu Íslands. Grunnspá Seðlabankans 2024-2027. Brotalínur sýna spá PM 2024/3.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8
Framleiðni vinnuafls¹
1. árshelmingur 2019 - 1. árshelmingur 2024



1. Framleiðni vinnuafls er magn VLF á heildarvinnustund úr vinnuafli þjóðhagsreikninga. Stuðst er við fjármagnsstofn eins og hann birtist í QMM-þjóðhagslíkani bankans og fast 60% launahlutfall.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

að einhverju marki snúið þróuninni við. Þá hefur verið stígandi í framlagi fjármagnsstofns á heildarvinnustund sem gæti haldið áfram samhliða því að áfram hægi á innlendum vinnumarkaði.

Spá bankans um framleiðni vinnuafis byggist á heildarvinnustundum út frá VMK en sá mælikvarði ofmetur fjölda þeirra eins og áður hefur verið rakið. Framleiðniþróun miðað við VMK dregur því upp heldur dekkri mynd. Á þennan mælikvarða dregst landsframleiðsla á vinnustund saman um 4,7% milli ársmeðaltala í ár en á næsta ári snýst þetta við og eru horfur á að framleiðni aukist að jafnaði um 2% árlega á næstu þremur árum.

Meiri framleiðsluspenna í fyrra og minni slaki á spátímanum en í ágústspánni

Samkvæmt árstíðarleiðrétum niðurstöðum haustkönnunar Gallup taldi um fjórðungur stjórnenda sig búa við skort á starfsfólki sem er áþekkt sögulegu meðaltali hlutfallsins. Það er 5 prósentum lægra hlutfall en í síðustu könnun og meira en helming lækkun frá því að hlutfallið var hæst á seinni hluta árs 2022. Þá fækkaði einnig fyrirtækjum sem eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn þótt hlutfallið sé enn yfir sögulegu meðaltali. NF-vísitalan, sem tekur saman fjölda vísbendinga um nýtingu framleiðslupátta, lækkaði því áfram og mælist rétt undir sögulegu meðaltali í fyrsta sinn síðan um mitt ár 2021 sem bendir til þess að spenna í þjóðarbúskapnum sé að snúast í slaka (mynd IV-9).

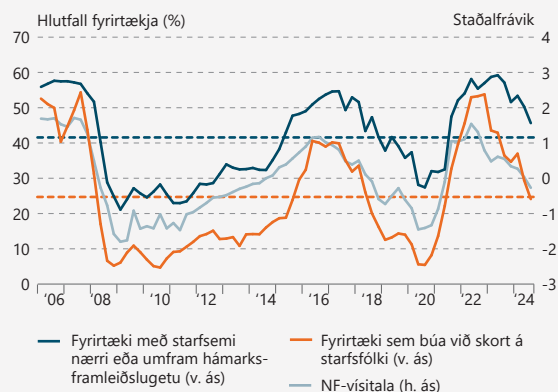
Könnun Gallup bendir til þess að enn sé mikið álag á framleiðslupáttum í byggingastarfsemi og veitum (mynd IV-10). Um 84% fyrirtækja í þessum atvinnugreinum á erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn og rúman helming þeirra skortir starfsfólk og eru bæði þessi hlutföll vel yfir sögulegu meðaltali. Þótt hlutföllin hafi lækkað frá síðustu könnun virðist því enn mikil spenna í byggingageiranum. Á hinn bóginn er útlit fyrir að nokkur slaki hafi myndast í verslun, í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu og í fjármála- og tryggingastarfsemi. Svo virðist sem hækkun raungengis undanfarin misseri hafi mögulega dregið úr samkeppnishæfni innlendar ferðaþjónustu (sjá rammagrein 1) og beint eftirspurn út úr landinu. Það hægir jafnframt á innlendra verslun en einnig er mögulegt að tækniframfarir skýri hluta af þróuninni í atvinnugreininni þar sem t.d. fjölgun sjálfsafgreiðslumöguleika gæti minnkað eftirspurn fyrirtækja eftir vinnuafli og aukið framleiðslugetu þeirra á sama tíma.

Nýjustu tölur þjóðhagsreikninga Hagstofunnar benda til þess að meiri spenna hafi verið í þjóðarþínu í fyrra og á fyrri hluta þessa árs en áður var talið. Þar

Mynd IV-9

Nýting framleiðslupátta¹

1. ársfj. 2006 - 3. ársfj. 2024

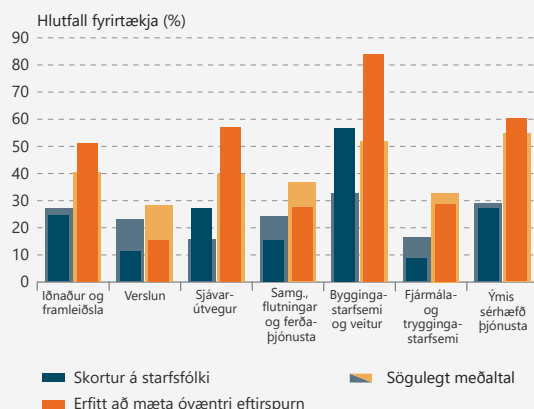


1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðslupátta byggjast á viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Vísitala nýtingar framleiðslupátta (NF-vísitalan) er fyrsti frumbáttur valinna vísbendinga um nýtingu framleiðslupátta sem er skalaður til svo að meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1.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

Mynd IV-10

Nýting framleiðslupátta eftir atvinnugreinum¹

Haustkönnun Gallup 2024



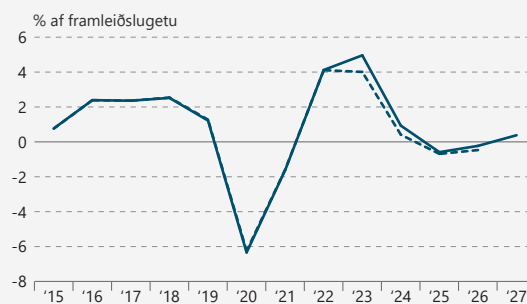
1. Sögulegt meðaltal er frá árinu 2006. Árstíðarleiðrétta tölur. Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

munar mest um endurskoðun á fjárfestingu og framlagi utanríkisviðskipta á síðasta ári en endurmat á framleiðslugetu hagkerfisins í ár vegna ofmats VMK á heildarvinnustundum leggst á sömu sveif.

Talið er að framleiðsluspenna verði 1% af framleiðslugetu í ár í stað ½% í ágústspánni en að hún snúist í ½% slaka á næsta ári sem er heldur minni slaki en áður var spáð. Talið er að hraðar dragi úr slakanum á síðari hluta spátímans og að undir lok hans myndist smávægileg spenna í þjóðarþúskapnum (mynd IV-11). Um þetta mat ríkir sem fyrr töluverð óvissa en nánar er fjallað um óvissuþætti spárinnar og fráviksdæmi í rammagrein 1.

Mynd IV-11

Framleiðsluspenna 2015-2027¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2024-2027. Brotalína sýnir spá frá PM 2024/3.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Verðbólga



Nýleg verðbólguþróun

Verðbólga minnkaði á þriðja ársfjórðungi ...

Verðbólga hefur verið yfir verðbólguþröngu miðaði í meira en fjögur ár. Hún mældist að meðaltali 5,9% á þriðja ársfjórðungi þessa árs og var 0,4 prósentum minni en spáð var í síðustu *Peningamálum* en í takt við það sem spáð var í maí. Hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis hafði mest áhrif á vísitölu neysluverðs á fjórðungnum en umsvif á húsnæðismarkaði voru áfram mikil sem mátti að hluta rekja til áhrifa eldsumbrotanna í Grindavík. Á móti vó að verð á almennri þjónustu lækkaði einkum vegna lækkunar flugfargjalda og niðurfellingar á gjöldum vegna skólamáltíða í grunnskólum sem var einkisþáttur ákveðin af stjórnvöldum í tengslum við kjarasamninga fyrr á þessu ári.

... og hefur ekki mælst minni í þrjú ár ...

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,28% milli mánaða í október og mældist ársverðbólga 5,1% (mynd V-1). Verðbólga minnkaði því um 0,3 prósentur milli mánaða og hefur ekki verið minni síðan í lok árs 2021. Hækkun á matvöruverði og flugfargjöldum hafði mest áhrif á októbermælinguna.

Ef horft er fram hjá húsnæðislið vísitölunnar hefur verðbólga hjaðnað meira en mæld verðbólga undanfarid og var 2,8% í október eins og í september. Verðbólga miðað við samræmdu neysluverðsvísitöluna hefur þróast á áþekkan hátt og mældist 3,4% í september.

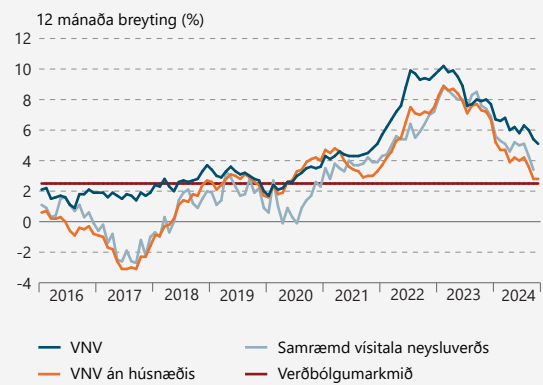
... og hefur undirliggjandi verðbólga einnig hjaðnað

Undirliggjandi verðbólga var 4,7% í október sé miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og hefur minnkað um 0,6 prósentur frá því í júlí sl. og 1,6 prósentur frá því í október í fyrra (mynd V-2). Áfram virðist einnig draga

Mynd V-1

Verðbólga á ýmsa mælikvarða

Janúar 2016 - október 2024

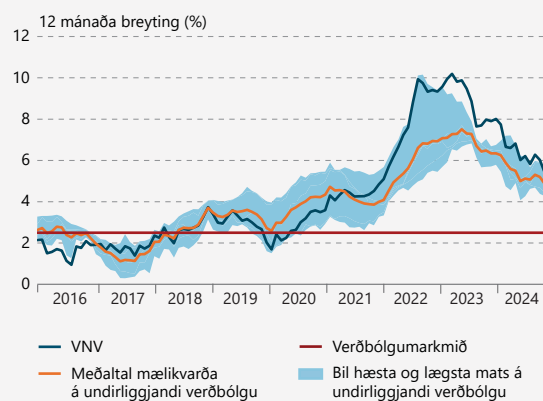


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2

Mæld og undirliggjandi verðbólga¹

Janúar 2016 - október 2024



1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruverða, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðis-lána eru undanskilin) og tölfraðilegum mælikvörðum (vegð miðgildi, klípt meðaltal, kvikt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

úr umfangi og tíðni verðhækkana í takt við minnkandi verðbólgu og hefur hlutfall neyslukörfunnar sem hefur hækkað um minna en 5% frá fyrra ári hækkað (mynd V-3).

Hækkun húsnæðisverðs hefur verið einn af megin-drifkröftum aukinnar verðbólgu undanfarin ár. Þótt framlag húsnæðisliðarins til ársverðbólgu hafi minnkað skýrir hann enn rúmlega helming af verðbólgu (mynd V-4). Í júní sl. breytti Hagstofa Íslands um aðferð við útreikning á reiknaðri húsaleigu og tók upp aðferð húsaleiguígildis (sjá rammagrein 3). Sú aðferð felst í því að leggja mat á upphæð leigu sem húsnæðiseigendur þyrftu að greiða fyrir fasteignina ef þeir væru á leigumarkaði. Eins og rakið er í kafla II hefur markaðsverð húsnæðis hækkað nokkuð síðan breytt var um aðferð en sú hækkun hefur ekki haft bein áhrif á þróun vísitölu neysluverðs ólíkt fyrri aðferðinni. Einnig er raunvaxtakostnaður húsnæðislána ekki lengur hluti af útreikningnum sem auðveldar framkvæmd peningastefnunnar. Áhrif hækkunar kostnaðar vegna eigin húsnæðis hafa því verið minni síðan ný aðferð var tekin upp en þau hefðu verið samkvæmt fyrri aðferðinni. Hins vegar hafa almennar breytingar á húsaleigu nú bein áhrif á mælda verðbólgu.

Samsetning verðbólgu hefur því breyst nokkuð undanfarin misseri. Framlag innlendrar vöru og þjónustu auk innfluttrar vöru hefur einnig farið minnkandi. Að húsnæðisliðnum undanskildum má þó enn rekja stærstan hluta verðbólgu til verðhækkunar þjónustu.

Vísbendingar um verðbólguþrýsting

Innlend verðbólga hefur þokast niður en þjónustuverðbólga er enn mikil ...

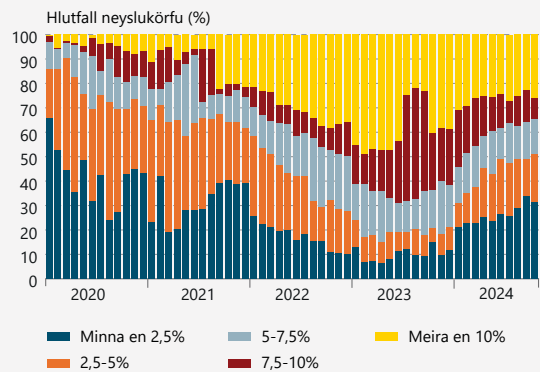
Áfram hefur dregið úr vexti efnahagssumsvifa og er útlit fyrir að á fyrstu þremur fjórðungum ársins hafi einkaneysla lítið aukist frá sama tíma í fyrra (sjá kafla III). Einnig sjást merki þess að tekið sé að hægja á umsvifum á íbúðamarkaði. Verð á innlendri vöru hafði í október hækkað um 3,6% sl. tólf mánuði og árshækkunin minnkað töluvert undanfarið (mynd V-5). Dregið hefur bæði úr árshækkun matvöru og annarrar vöru síðan í júlí sl. Þótt hluta þess megi líklega rekja til innkomu nýs samkeppnisaðila á dagvörumarkaði.

Verð á almennri þjónustu hefur hækkað um 4,4% sl. tólf mánuði og hefur árshækkunin hjaðnað síðustu mánuði. Að miklu leyti má rekja það til þess að gjöld á skólamáltíðir voru afnumin sem hafði töluvert áhrif til lækkunar á vísitölu neysluverðs. Árshækkun opinberrar þjónustu nam 6,6% í október en ákvörðun stjórnvalda um að afnema hluta skólagjalda í háskóla hafði jafnframt áhrif til lækkunar á verði opinberrar þjónustu sl.

Mynd V-3

Umfang verðhækkana¹

Janúar 2020 - október 2024

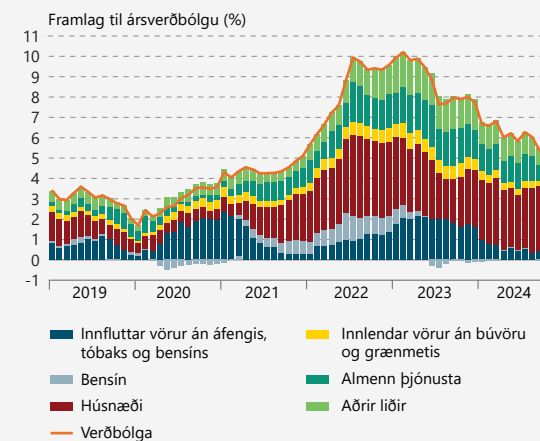


1. Hlutfall af neyslukörfu VNV flokkað eftir árshækkun.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-4

Undirlíðir verðbólgu

Janúar 2019 - október 2024

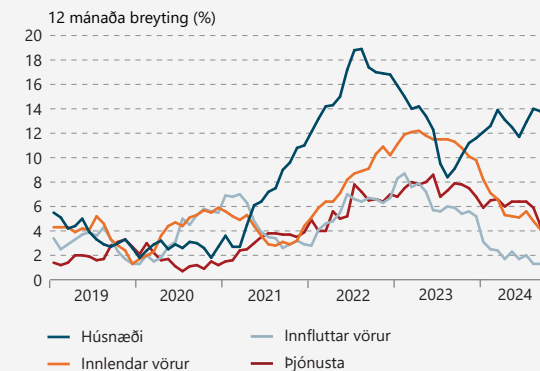


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5

Innlend og innflutt verðbólga¹

Janúar 2019 - október 2024



1. Þjónusta er vegið meðaltal af undirlíðunum almennri og opinberri þjónustu.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

haust. Meðalverð þjónustu í október hækkaði því um 5% milli ára og er þjónustuverðbólga því enn mikil.

... og verðhækkunir á innfluttri matvöru þrálátar

Á heildina litið hefur innflutt verðbólga haldið áfram að minnka og var árshækkun innfluttrar vöru komin niður í 1% í október. Verðhækkunir á innfluttri mat- og drykkjarvöru hafa hins vegar verið þrálátar undanfarin misseri en hægt hefur lítillega á þeim og nam árshækkunin 5,1%. Verð á nýjum bílum og annarri innfluttri vöru hefur hins vegar hækkað lítið undanfarið.

Eins og fjallað er um í kafla I hefur alþjóðleg verðbólga þokast áfram niður. Þá hefur innlent bensínverð lækkað síðustu mánuði í kjölfar lækkunar olíuverðs á heimsmarkaði auk þess sem annað hrávöruverð hefur einnig lækkað. Eins og mynd V-6 sýnir jókst framlag hækkunar orkuverðs til verðbólgu töluvert í helstu viðskiptalöndum Íslands þegar efnahagsbatinn hófst í kjölfar heimsfaraldursins og enn meira í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu ólíkt því sem gerðist hér á landi. Framlag orkuverðs til verðbólgu á Íslandi hefur verið fremur lítið undanfarin ár enda hafa sveiflur í verði orkugjafa minni áhrif á kostnað við húshitun hér á landi. Því má rekja drjúgan hluta hjöðnunar alþjóðlegrar verðbólgu til þess að áhrif þessara orkuverðshækkana fjöruðu út. Hér á landi voru megindrifkraftar mikils verðbólguþrýstings undanfarin ár að miklu leyti af öðrum toga og verðbólga því verið þrálátari.

Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu töluvert umfram það sem samræmist verðstöðugleika

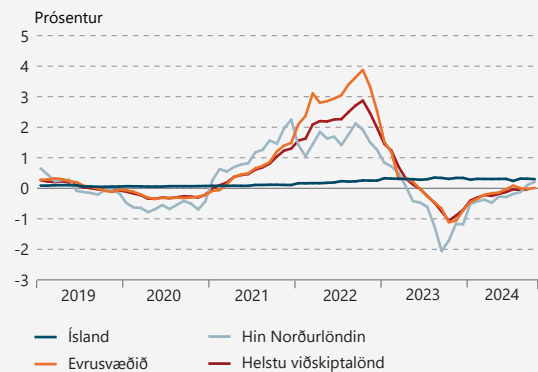
Samkvæmt þjóðhagsreikningum sem birtust í september sl. var launahlutfallið, þ.e. hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum, endurskoðað lítillega frá og með árinu 2018. Nú er talið að það hafi verið 60% í fyrra sem er í samræmi við meðaltal undanfarinna tuttugu ára.

Launavísitalan hækkaði um 0,9% milli fjórðunga og um 6,3% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Þróunin er í takt við ágústspá bankans en þar var hins vegar búist við að hraðar gengi að ganga frá nýjum kjarasamningi fyrir opinbera starfsmenn. Samkvæmt vísitölu launakostnaðar hækkaði launakostnaður á unna stund um tæplega 5% á fyrri hluta ársins. Það er tæplega 2 prósentum minni hækkun milli ára en launavísitalan sýnir yfir sama tímabil og jafnframt minni aukning launakostnaðar en mælst hefur á undanförunum þremur árum. Á sama tíma benda tölur Hagstofunnar til þess að dregið hafi úr framleiðni vinnuaflds en ætla má að hún hafi minnkað um 3,7% milli ára á fyrri hluta ársins

Mynd V-6

Framlag orkuverðs til verðbólgu¹

Janúar 2019 - október 2024



1. Framlag rafmagns, gass og annarra orkugjafa í húsnæðislið vísitölu neysluverðs til ársverðbólgu. Viðskiptavegið meðaltal helstu viðskiptalanda. Hin Norðurlöndin eru einfalt meðaltal Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

(sjá nánar í kafla IV). Því eru vísbendingar um að árs-hækkun launakostnaðar á framleidda einingu hafi lítið minnkað og sé um 9% á fyrri hluta ársins líkt og á seinni hluta síðasta árs (mynd V-7).

Grunnspá bankans gerir ráð fyrir að það hægi á hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á síðari hluta ársins og að hann hækki um 7,1% á árinu í heild. Þá er búist við að sú þróun haldi áfram samhliða því að verðbólga minnkar og framleiðni vinnuafis nær sér á strik á ný. Spáin er að launakostnaður á framleidda einingu hækki að jafnaði um 4% á ári næstu þrjú ár. Hækkun launakostnaðar verður því áfram umfram það sem samræmist verðstöðugleika. Spáin byggist á því að sú launastefna sem mörkuð var í upphafi yfirstandandi kjarasamningslotu haldi á spátímanum. Óvissa um þá forsendu hefur aukist í ljósi þeirrar stöðu sem upp er komin í viðræðum hins opinbera við kennara og lækna.

Verðbólguvæntingar

Verðbólguvæntingar markaðsaðila hafa lækkað ...

Verðbólga hefur minnkað hraðar undanfarið en markaðsaðilar væntu í ágúst. Skammtímaverðbólguvæntingar þeirra hafa því lækkað samkvæmt nýlegri könnun og gera þeir ráð fyrir að verðbólga verði um 3,5% bæði eftir eitt og tvö ár (mynd V-8). Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila hafa einnig lækkað og búast þeir við að verðbólga verði að meðaltali 3,3% á næstu fimm árum og 3% á næstu tíu árum sem er ½ prósentu lægra en þeir gerðu ráð fyrir í ágúst.

... en væntingar heimila og fyrirtækja breytast lítið ...

Samkvæmt haustkönnunum Gallup voru verðbólguvæntingar stjórnenda fyrirtækja og heimila hins vegar óbreyttar til tveggja ára og vænta stjórnendur fyrirtækja að verðbólga verði 4% eftir tvö ár og heimilin búast við að hún verði 5%. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra eru einnig óbreyttar milli kannana: fyrirtæki vænta þess að verðbólga verði 4% á næstu fimm árum en heimili búast við 5% verðbólgu. Þar sem verðbólga hefur minnkað nokkuð undanfarið þarf að hafa í huga að kannanirnar voru framkvæmdar í september sl.

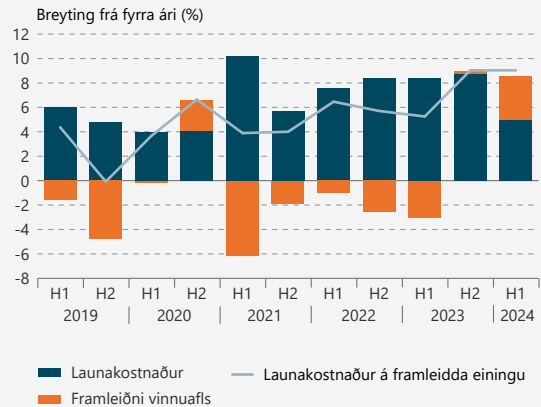
... og töluverðar sveiflur hafa verið í verðbólguálaginu undanfarið

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til skamms tíma hefur sveiflast undanfarið vegna óvissu um hvernig Hagstofan myndi meðhöndla boðaðar breytingar á gjaldtöku vegna bifreiðanotkunar sem fólu m.a. í sér að olíu- og bensíngjald yrði afnumið en alhliða kílómetra-gjald tekið upp í staðinn (sjá kafla II). Álagið lækkaði

Mynd V-7

Vísbendingar um launakostnað á framleidda einingu¹

1. ársþelmingur 2019 - 1. ársþelmingur 2024

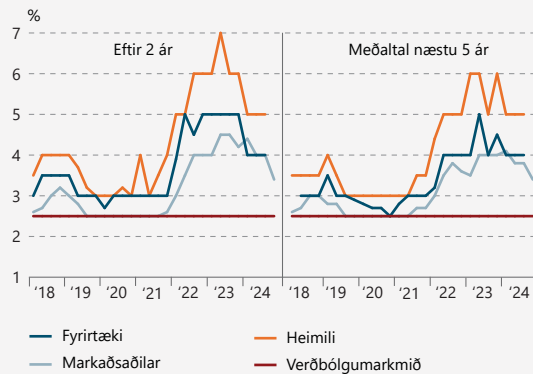


1. Launakostnaður á unna stund skv. birtingu Hagstofunnar á vísitölu launakostnaðar en framleiðni vinnuafis er VLF á heildarvinnustundir skv. vinnumagnni þjóðhagsreikninga. Launakostnaður á framleidda einingu er fenginn sem hlutfall þessara mælikvarða. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Atvinnugreinaflokkun er ekki að fullu samrýmð þar sem launakostnaður á unna stund nær yfir atvinnugreinar B-S skv. ISAT08 atvinnugreinaflokkuninni en framleiðni vinnuafis nær yfir allar atvinnugreinar.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-8

Verðbólguvæntingar til 2 og 5 ára¹

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2024



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

skarpt sl. sumar vegna væntinga um að vísitala neysluverðs myndi lækka töluvert vegna þessara breytinga. Það hækkaði hins vegar aftur í lok október þegar Hagstofan tilkynnti að kílómetragjaldið yrði tekið inn í vísitöluna og myndi vega upp á móti afnámi olíugjaldsins í samræmi við það sem gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Verðbólguálagið til tveggja ára nam tæplega 3% um miðjan nóvember sl. og hafði lækkað um 1 prósentu síðan í ágúst (mynd V-9).

Verðbólguálag til lengri tíma hefur jafnframt lækkað lítillega undanfarið og var álagið til tíu ára 3,6% um miðjan nóvember. Þar sem verðbólguálagið til skamms tíma lækkaði skarpt en álagið til tíu ára breyttist lítið hækkaði fimm ára álagið eftir fimm ár nokkuð á haustmánuðum. Eins og rakið er í kafla II er ólíklegt að þetta endurspegli hækkun verðbólguvæntinga til lengri tíma heldur frekar áhrif vegna stöðutöku fjárfesta á styttri enda skuldabréfamarkaðarins. Í kjölfar fyrrgreindrar tilkynningar Hagstofunnar hefur fimm ára álagið eftir fimm ár lækkað á ný og var 4,1% um miðjan nóvember. Þá var hins vegar ákveðið að alhliða kílómetragjald yrði ekki innleitt í stað olíu- og bensíngjalda um áramótin.

Verðbólguhorfur

Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa batnað ...

Verðbólga reyndist 0,4 prósentum minni á þriðja ársfjórðungi en spáð var í ágúst. Frávikið má einkum rekja til þess að áhrif vegna fyrrnefndra einkiptisaðgerða stjórnvalda voru meiri en gert var ráð fyrir auk þess sem almennur verðbólguþrýstingur virðist hafa verið heldur minni. Spáð er að verðbólga verði 4,8% á fjórða ársfjórðungi sem er 1 prósentu minna en búist var við í ágúst. Horfur eru á að verðbólga minnki áfram og verði 4,1% á fyrsta fjórðungi næsta árs. Verðbólguhorfur fyrir næstu fjórðunga hafa því batnað. Nokkur óvissa er þó um nærhorfurnar og önnur spálíkön bankans benda til þess að verðbólga gæti orðið meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir (mynd V-10).

Gert er ráð fyrir að það hægi áfram á efnahagsumsvifum og að slaki myndist í þjóðarbúskapnum undir lok næsta árs. Verðbólga verður komin í 3,2% undir lok ársins sem er heldur minna en spáð var í ágúst sem endurspeglar bjartsýnni horfur um gengi krónunnar og minni innfluttan verðbólguþrýsting en þá var spáð.

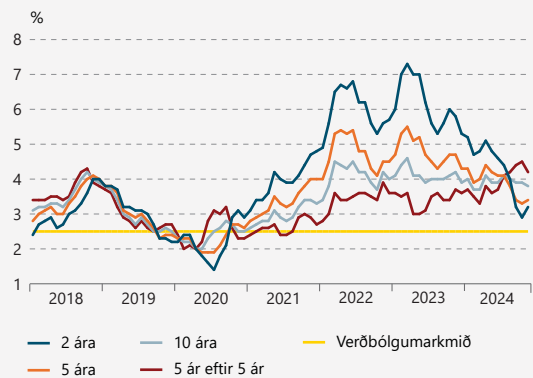
... en til lengri tíma litið eru verðbólguhorfur svipaðar og þær voru í ágúst ...

Eins og rakið er í kafla IV virðist hafa verið meiri spenna í þjóðarúinu í fyrra og horfur eru á að hægar dragi úr henni en spáð var í ágúst. Slakinn sem myndast á næstu

Mynd V-9

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

Janúar 2018 - nóvember 2024

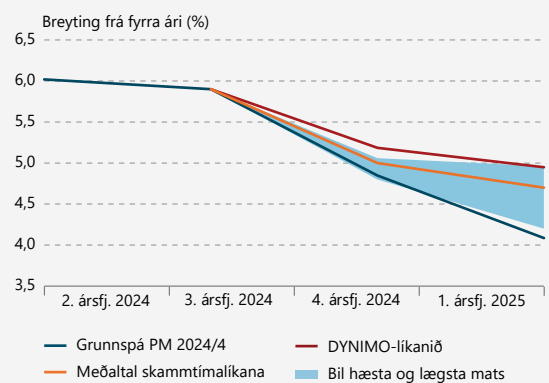


1. Meðaltal mánaða. Gögn til og með 15. nóvember 2024.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-10

Verðbólguþspá til skamms tíma¹

2. ársfj. 2024 - 1. ársfj. 2025



1. Samanburður á grunnspá og spám heildarjafnvægislíkans bankans (DYNIMO) og meðaltals 5 tölfraeðlegra metinna verðbólgu líkana sem bankinn notar við að gera verðbólguþspár til skamms tíma.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

tveimur árum er jafnframt lítillega minni en þá var spáð. Verðbólguhorfur á seinni hluta spátímans hafa því lítið breyst frá því í ágúst. Búist er við að verðbólga verði komin niður fyrir 3% á fyrri hluta árs 2026 sem er heldur fyrr en spáð var í ágúst en hún fer í markmið um mitt það ár líkt og í ágústspánni. Verðbólga helst síðan við markmið út spátímann, skilyrt á vaxtaferil spárinnar.

... en taldar álíka miklar líkur á að verðbólga sé vanmetin á spátímanum og að hún sé ofmetin

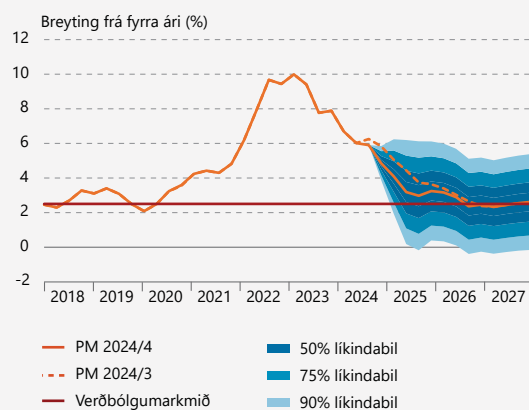
Eins og rakið er í rammagrein 1 eru verðbólguhorfur óvissar. Alþjóðlegar efnahagshorfur eru brothættar í ljósi vaxandi stríðsátaka og verndarstefnu í alþjóðaviðskiptum. Innflutningsverð gæti því hækkað meira en gert er ráð fyrir. Óvissa hefur einnig aukist undanfarið um þá kjarasamninga sem eftir standa á vinnumarkaði og óljóst hvort niðurstaða þeirra hafi áhrif á þegar gerða samninga. Spennan í þjóðarbúinu gæti einnig verið vanmetin og áhrif nýlegra kostnaðarhækkana reynst meiri en gert er ráð fyrir. Ef launaskrið eykst á spátímanum gæti verðbólguþrýstingur frá vinnumarkaði jafnframt aukist. Á hinn bóginn gæti slaki í þjóðarbúskapnum reynst meiri á spátímanum en gert er ráð fyrir auk þess sem áhrif hækkunar raunvaxta undanfarið gætu verið vanmetin. Verðbólga gæti af þeim sökum minnkað hraðar.

Að þessu samanteknu er álíka mikil hættu á að verðbólga sé vanmetin á spátímanum og að hún sé ofmetin. Taldar eru helmingslíkur á að verðbólga verði á bilinu 2-4½% að ári liðnu og á bilinu 1¼-3½% eftir tvö ár (mynd V-11).

Mynd V-11

Verðbólguþrýstingur og óvissumat

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2027



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Fráviksdæmi 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.

Vöxtur efnahagssumsvifa undanfarið gæti t.d. verið vanmetinn í ljósi ítrekaðs vanmats Hagstofu Íslands á vexti atvinnuvegafjárfestingar undanfarin ár. Hagvöxtur í fyrra og það sem af er þessu ári gæti því í raun verið meiri en nú er talið og spennan í þjóðarbúinu og undirliggjandi verðbólguþrýstingur því meiri. Mögulegum áhrifum þess að nýlegar fjárfestingartölur verði endurskoðaðar upp á við er lýst í sérstöku fráviksdæmi.

Þróun efnahagsmála mun einnig ráðast af horfum í ferðapjónustu á spátímanum. Grunnspáin gerir ráð fyrir að komum ferðamanna til landsins fjölgi áfram á næstu árum. Sú spá gæti hins vegar reynst of bjartsýn ef áhugi á ferðum til landsins fer minnkandi, t.d. í ljósi hækkunar raungengis undanfarin ár. Mögulegum áhrifum slíkrar sviðsmyndar á þjóðarbúskapinn er lýst í sérstöku fráviksdæmi.

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

Fráviksdæmi: Atvinnuvegafjárfesting meiri í fyrra og í ár en nú er gert ráð fyrir

Áætlanir Hagstofunnar um atvinnuvegafjárfestingu hafa reglulega verið endurskoðaðar upp á við

Þegar Hagstofan birti í febrúar í ár fyrstu tölur um fjárfestingu atvinnuveganna í fyrra var áætlað að hún hefði aukist um 0,9% milli ára. Við endurskoðun þjóðhagsreikninga í maí var fjárfestingin hins vegar endurskoðuð upp um 3% og hún talin hafa aukist um 3,6% milli ára. Endurskoðunin var enn meiri fyrir árið 2022 en samkvæmt fyrstu áætlun var talið að atvinnuvegafjárfesting hafi þá aukist um 15,2% en nú telur Hagstofan vöxtinn hafa verið 27,4% sem samsvavar endurskoðun upp á 63,5 ma.kr. á föstu verði á fjárfestingarstigi ársins eða 16,6% umfram það sem upphaflega hafði verið áætlað. Eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamálum 2024/2* hafði endurskoðunin veruleg áhrif á mat Hagstofunnar á hagvexti ársins sem nú er áætlað að hafi verið 9% en var áður talinn hafa verið 7,2%.

Þótt þessi endurskoðun á fjárfestingu á árinu 2022 hafi verið óvenju mikil er hún ekki einsdæmi (sjá einnig

umfjöllun í rammagrein 5). Eins og sést á mynd 1 hafa upphaflegar áætlanir Hagstofunnar um fjárfestingu atvinnuveganna verið endurskoðaðar upp á við fyrir sjö af síðustu tíu árum. Að meðaltali nemur hækkunin frá upphaflegri áætlun á fjárfestingarútgjöldunum 4,5% eða sem samsvarar tæplega 15 ma.kr. á föstu verði eða 0,6% af meðaltali landsframléiðslu tímabilsins. Eins og sést á mynd 1 hefur endurskoðunin jafnframt tilhneingingu til að fylgja hagsveiflunni: í uppsveiflu eru fjárfestingartölurnar jafnan endurskoðaðar upp á við en þegar slaki er í þjóðarþúinu eru þær frekar endurskoðaðar niður á við. Undantekningin er árið 2018 en þá var fjárfestingarstigið lækkað við þriðju endurskoðun talnanna snemma árs 2020 en eftir það var fjárfestingin smám saman endurskoðuð upp á við þótt núverandi mat hennar sé enn undir því sem upphaflega var áætlað.

Áætlanir Hagstofunnar um fjárfestingu atvinnuveganna byggjast á endanum á upplýsingum úr skattframtölum fyrirtækja. Þær upplýsingar liggja hins vegar fyrir með nokkurri töf og því byggjast fyrstu áætlanir á öðrum upplýsingum eins og gögnum um virðisaukaskattsveltu og innflutning á fjárfestingarvöru auk kannana meðal fyrirtækja. Vanáætlanir Hagstofunnar endurspeglar því að einhverju leyti skort á greinargóðum upplýsingum frá atvinnulífinu. Vandinn virðist einnig hafa ágerst undanfarin ár í kjölfar aukinna umsvifa nýrra atvinnugreina eins og fiskeldis og gagnavera en í þeim tilvikum virðist Hagstofan ekki hafa náð að byggja upp gagnaflokkun sína í takt við hraðan vöxt þessara atvinnugreina.

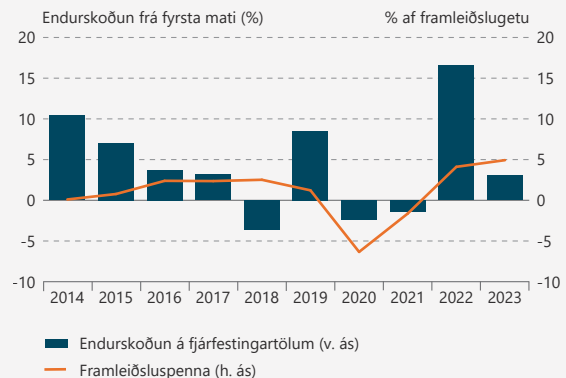
Spennan í þjóðarþúinu gæti verið vanmetin ef fjárfesting reynist meiri en fyrstu áætlanir bentu til

Við mat á stöðu efnahagsmála og horfum fram á við byggist grunnspá bankans á sögulegum þjóðhagsreikningum Hagstofunnar auk fjölda annarra vísbendinga. Ofangreind reynsla gæti hins vegar gefið tilefni til að halda að núverandi mat á nýlegri þróun fjárfestingarútgjalda vanmeti umsvifin og að útgjöldin eigi eftir að verða endurskoðuð upp á við sem gæti haft áhrif á mat bankans á efnahagsumsvifum, spennunni í þjóðarþúskapnum og þar með undirliggjandi verðbólguþrýstingi.

Til að leggja mat á möguleg áhrif slíkrar endurskoðunar á efnahagsþróunina er notast við QMM-líkan bankans. Gert er ráð fyrir að almenn atvinnvegafjárfesting (þ.e. atvinnvegafjárfesting utan fjárfestingar í stóriðju, skipum og flugvélum) hafi í fyrra verið um 5% meiri en nú er áætlað og að Hagstofan muni gera áþekka endurskoðun á fjárfestingarumsvifum á fyrri hluta þessa árs. Fjárfesting atvinnuveganna í heild er því áætluð að hafa aukist um 4 prósentum meira í fyrra en samkvæmt núverandi tölum Hagstofunnar

Mynd 1

Endurskoðun Hagstofunnar á tölum um atvinnvegafjárfestingu 2014-2023¹



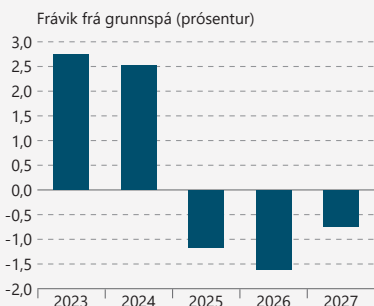
1. Breyting á mati Hagstofunnar á ársögnum fyrir atvinnvegafjárfestingu frá fyrsta mati til þess nýjasta.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

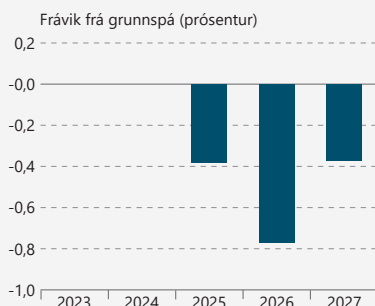
Mynd 2

Frávíksdæmi: Fjárfesting atvinnuveganna meiri en nú er áætlað

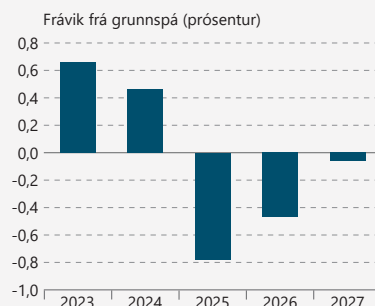
(a) Fjármunamyndun



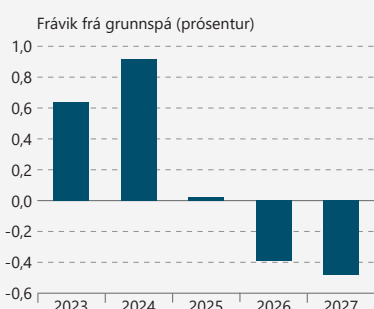
(b) Einkaneysla



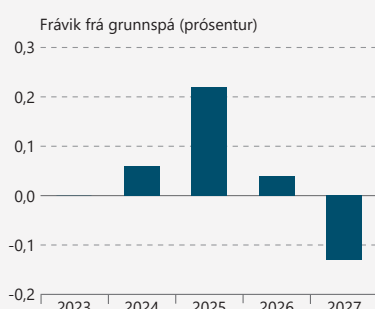
(c) Hagvöxtur



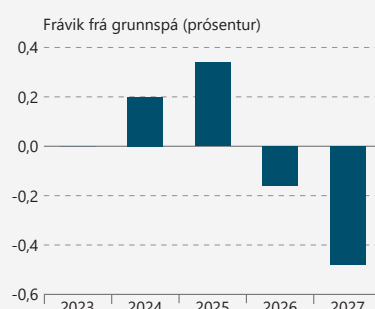
(d) Framleiðsluspenna



(e) Verðbólga



(f) Vextir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

og gert er ráð fyrir áþekkri endurskoðun á vexti atvinnuvega-fjárfestingar á fyrri hluta þessa árs.

Eins og sést á mynd 2a felur þetta í sér að fjármunamyndun í heild hafi aukist um tæplega 3 prósentum meira í fyrra en nú er áætlað. Þar sem frávíksdæmið gerir ekki ráð fyrir að aðrir útgjaldaliðir ráðstöfunaruppgjörs þjóðhagsreikninga séu endurskoðaðir felur þetta í sér að hagvöxtur síðasta árs er færður upp um 0,7 prósentur eða úr 5% í 5,7% (mynd 2c). Frávíksdæmið gerir ráð fyrir áþekkri endurskoðun á vexti fjárfestingarútgjalda á fyrri hluta þessa árs og heildarfjármunamyndun vex því um 2,5 prósentum meira á árinu öllu en í grunnspá bankans. Hagvöxtur á árinu öllu verður því 0,5 prósentum meiri eða 0,5% í stað þess að landsframleiðslan standi í stað eins og samkvæmt núverandi grunnspá.

Þótt aukin fjárfesting stækki fjármagnsstofn þjóðarbúsins og auki þannig framleiðslugetu þess gerir þessi endurskoðun á nýliðnum hagvexti það að verkum að meiri spenna mælist í þjóðarbúinu en núverandi grunnspá gerir ráð fyrir: í frávíksdæminu er framleiðsluspennan í fyrra um ½ prósentu meiri en núverandi grunnspá gerir ráð fyrir og í ár er munurinn orðinn rétt undir 1 prósentu (mynd 2d).

Möguleg endurskoðun á sögulegum fjárfestingartölum myndi því gera það að verkum að meiri áraun mælist á innlenda framleiðsluþætti. Verðbólga er því heldur meiri fram á næsta ár (mynd 2e). Til að tryggja að hún haldi áfram

að hjaðna í markmið þarf taumhald peningastefnunnar því að vera meira en ella. Miðað við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans eru meginvestir Seðlabankans um 0,2-0,3 prósentum hærri í ár og á næsta ári en samkvæmt grunnspánni (mynd 2f). Fjárfesting og einkaneysla vaxa því hægar en í grunnspánni það sem eftir lifir spátímans (myndir 2a og 2b) og hagvöxtur næstu þriggja ára er að meðaltali um ½ prósentu minni en í grunnspá (mynd 2c).

Frávíksdæmi: Færri ferðamenn koma til landsins en samkvæmt grunnspá

Mikil fjölgun ferðamanna til landsins á síðasta áratug þrátt fyrir töluverða raungengishækkun á tímabilinu

Gríðarleg fjölgun var á komum erlendra ferðamanna til landsins á síðasta áratug. Þannig komu liðlega 2,3 milljónir ferðamanna til landsins árið 2018 sem samsvarar næstum 250% aukningu frá árinu 2012 þrátt fyrir að raungengið hafi hækkað um 41% yfir sama tímabil (mynd 3). Á sama tíma fjölgaði ferðamönnum í heiminum um einungis 33%.

Bakslag varð í komum ferðamanna til landsins í kjölfar falls flugfélagsins WOW Air vorið 2019 en það breytti því ekki að yfir tímabilið frá árinu 2012 og fram að heimsfaraldrinum árið 2020 fjölgaði ferðamönnum til landsins langt umfram það sem gerðist alþjóðlega og það þrátt fyrir töluverða hækkun raungengis á tímabilinu.

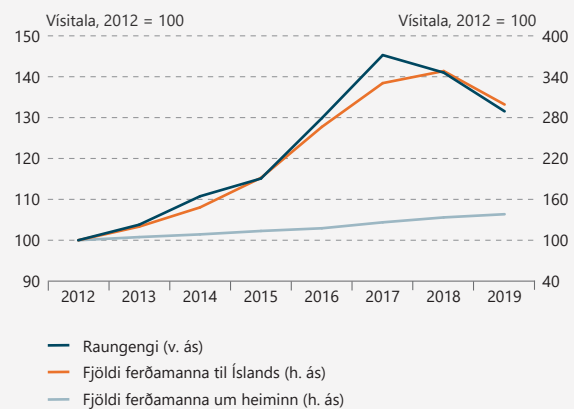
Nærtækast er að túlka þessa þróun sem breytingu á ferðavenjum erlendra ferðamanna sem endurspegladist í stórauknum áhuga á ferðum til Íslands. Þetta má sjá á mynd 4 sem sýnir stílfært dæmi af framboði og eftirspurn á innlendum ferðþjónustumarkaði. Eftirspurnarferillinn (*E*) er hefðbundinn niðurhallandi ferill sem lýsir því hvernig áhugi á ferðalögum til landsins minnkar eftir því sem dýrara er að koma til landsins, þ.e. eftir því sem raungengið (sem mælir hlutfallslegt verð hér á landi og erlendis mælt í sama gjaldmiðli) er hærra. Framboðsferillinn (*F*) er aftur á móti upphallandi, þ.e. eftir því sem raungengið er hærra því meiri ábati er af því að selja ferðir til landsins og því meira er framboðið á innlendra ferðþjónustu. Jafnvægi á ferðþjónustumarkaði áður en áhugi á ferðum til landsins eykst myndast þá í punktinum *A*. Þegar áhugi á ferðum til landsins eykst hliðrast eftirspurnarferillinn til hægri þangað til að nýtt jafnvægi í ferðþjónustu myndast í punktinum *B* þar sem ferðamönnum sem koma til landsins hefur fjölgað og raungengið hækkað.

Hagvaxtarhorfur gætu reynst of bjartsýnar gangi þessi aukni áhugi á ferðum til landsins til baka

Hvað gerist hins vegar ef þessi breyting gengur að hluta til baka, t.d. vegna þess að ekki er lengur sama nýlunda

Mynd 3

Raungengi og fjöldi ferðamanna 2012-2019¹

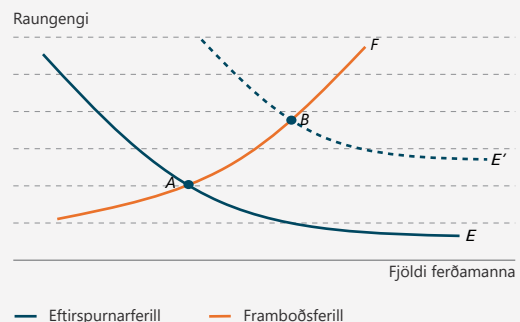


1. Alþjóðlegar komur ferðamanna til Íslands og í heiminum öllum.

Heimildir: Alþjóðaferðamálastofnunin (UNWTO), Ferðamálastofa, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Framboð og eftirspurn eftir ferðalögum til Íslands¹



1. Myndin sýnir stílfært dæmi af framboði og eftirspurn eftir ferðalögum til Íslands og hvernig aukinn áhugi á ferðum til landsins leiddi til hærri raungengis á sama tíma og ferðalögum til landsins fjölgaði.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

að koma til landsins og var áður? Ætla má að þá myndi eftirspurnarferillinn hliðrast að hluta aftur til baka þar sem nýtt jafnvægi myndast við lægra raungengi og færri komur ferðamanna til landsins.

Í grunnspá bankans er gert ráð fyrir að ferðamönnum fjölgi um rúmlega 1% milli ára í ár, um 2% á næsta ári og síðan um 3½% á ári það sem eftir lifir spátímans. Þetta er heldur hægari fjölgun en almennt er spáð í heiminum enda hefur fjölgunin hér á landi verið mun meiri undanfarin þrjú ár þar sem ferðaþjónusta náði sér hraðar á strik í kjölfar farsóttarinnar en í umheiminum. Fjölgunin hér á landi er þó orðin svipuð undir lok spátímans og Alþjóðasamband flugfélaga (IATA) gerir ráð fyrir um fjölgun farþega með flugi í Evrópu.¹

Eins og sést á mynd 5 eykst þjónustuútflytningur því á spátímanum og er orðinn svipaður í lok hans og hann var mestur árið 2017. Hraðari bati í ferðaþjónustu hér á landi í kjölfar farsóttarinnar gerði það að verkum að hlutdeild Íslands í alþjóðlegri ferðamennsku jókst nokkuð árin 2022-2023. Samkvæmt grunnspánni minnkar hún hins vegar aftur á spátímanum og er komin á svipað stig undir lok hans og árið 2019.

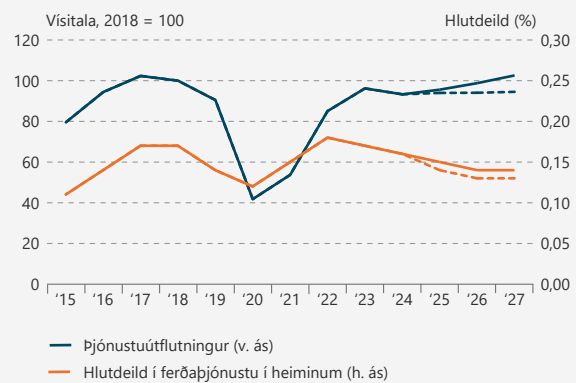
Frávíksdæmið gerir hins vegar ráð fyrir að markaðs-hlutdeild Íslands gefi enn frekar eftir frá næsta ári og verði orðin svipuð í lok spátímans og hún var að meðaltali árin 2015-2016. Í því felst að ferðamönnum fækki um tæplega 1% á næsta ári og 1½% á ári á seinni hluta spátímans og að þjónustuútflytningur haldist nánast óbreyttur frá því sem hann er áætlaður í ár. Mynd 6 tekur saman áhrif þessarar þróunar á þjóðarbúskapinn þar sem notast er við QMM-líkan bankans. Eins og sést á mynd 6a vex heildarútflytningur um 1 prósentu hægari en í grunnspánni á næsta ári en þar vegur þungt tæplega 2 prósentum hægari vöxtur þjónustuútflytninga. Útflytningur gefur enn frekar eftir frá árinu 2026 og er orðinn ríflega 4% minni árið 2027 en í grunnspánni.

Eins og fjallað var um hér að ofan leiðir minnkandi áhugi á ferðalögum hingað til lands einnig til lækkunar á raungengi sem er orðið tæplega 2% lægra en í grunnspá í lok spátímans (mynd 6b). Ytri jöfnuður þjóðarbúsins versnar einnig og er viðskiptajöfnuðurinn orðinn lakari um sem nemur 1½% af landsframleiðslu í lok spátímans (mynd 6c).

Hægari umsvif í ferðaþjónustu gera það einnig að verkum að hagvaxtarhorfur versna frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hagvöxtur á næsta ári er 0,3 prósentum minni en í grunnspá og um 0,5 prósentum minni á ári árin 2026-2027 (mynd 6d). Í lok spátímans er landsframleiðslan því 1¼% minni en grunnspáin gerir ráð fyrir. Atvinnuleysi

Mynd 5

Þjónustuútflytningur og fjöldi ferðamanna í grunnspá og frávíksdæmi¹



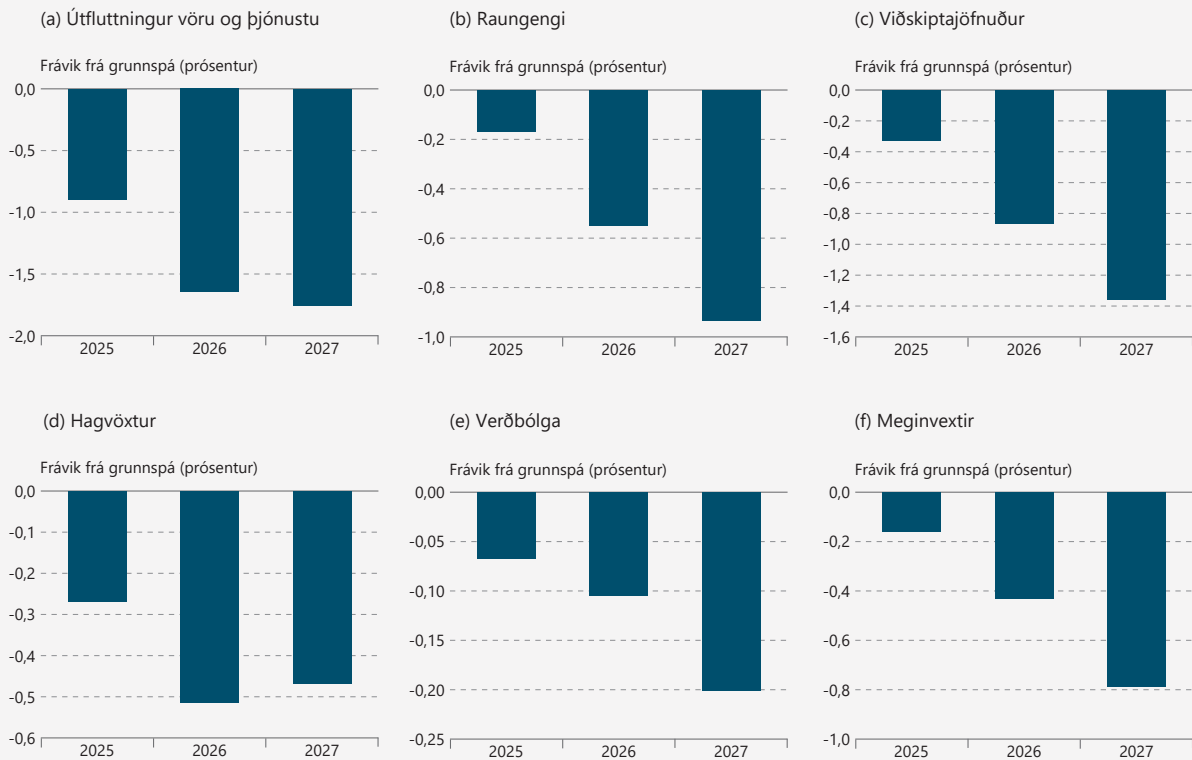
1. Hlutdeild í ferðaþjónustu í heiminum mælt sem hlutfall fjölda ferðamanna sem koma til Íslands og þeirra sem ferðast um heiminn. Grunnspá Seðlabankans 2024-2027 fyrir útflyttingu þjónustu og fjölda ferðamanna sem koma til landsins (frávíksdæmi sýnt sem brotalínur). Spá um fjölda ferðamanna í heiminum byggir á spá Alþjóðasambands flugfélaga (IATA) um heildarfjölda farþega með flugi í heiminum.

Heimildir: Alþjóðaferðamálastofnunin (UNWTO), Ferðamálastofa, Hagstofa Íslands, IATA, Seðlabanki Íslands.

1. Sjá IATA (2024), „Deep change“, *Global Outlook for Air Transport*, júní 2024.

Mynd 6

Frávíksdæmi: Færri ferðamenn koma til landsins en samkvæmt grunnspá



Heimild: Seðlabanki Íslands.

mælist einnig meira þótt á móti vegi hægari innflutningur á erlendu vinnuafli.

Hægari vöxtur efnahagssumsvifa léttir einnig á innlendum verðbólguþrýstingi þótt á móti vegi lægra gengi krónunnar. Samkvæmt frávíksdæminu er verðbólga um 0,1-0,2 prósentum minni á ári út spátímann (mynd 6e). Miðað við peningastefnureglu þjóðhagslíkans bankans eru meginvextir hans því lægri á öllum spátímanum og eru í lok hans næstum 1 prósentu lægri en í grunnspá (mynd 6f).

Aðrir óvissuþættir

Verðbólguhorfur eru óvissar ...

Alþjóðlegar efnahagshorfur eru sem fyrr háðar töluverðri óvissu. Stríðsátökin í Úkraínu hafa staðið yfir í næstum þrjú ár og stríðið fyrir botni Miðjarðarhafs hefur stigmagnast og vaxandi hættu er á að þau breiðist enn frekar út til nærliggjandi landa. Þá eiga frjáls alþjóðaviðskipti í vaxandi mæli undir högg að sækja og vísbendingar eru um aukna blokka- og brotamyndun í viðskiptum milli landa. Verð á ýmissi hrá- og matvöru gæti hækkað meira en gert er ráð fyrir í grunnspá og auknar framleiðsluflanir, hækkanði flutningskostnaður og auknar viðskiptahindranir milli landa

gætu leitt til meiri hækkunar innflutningsverðs en nú er spáð. Við bætist óvissa um þróun hrávöru- og matvæla- verðs vegna tíðari uppskerubresta í kjölfar aukinna öfga í veðurfari. Innfluttur verðbólguþrýstingur gæti því reynst vanmetinn en lakari efnahagsumsvif í helstu viðskipta- löndum myndu þó veða á móti.

Innlendur verðbólguþrýstingur gæti einnig reynst þrálátari ef meiri kraftur er í efnahagsumsvifum hér á landi en nú er gert ráð fyrir. Eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála* byggðist upp töluverður sparnaður hjá heimilum í farsóttinni sem þau hafa ekki ráðstafað nema að hluta (sjá t.d. rammagrein 2 í *Peningamálum* 2024/2). Einkaneysla gæti því aukist meira á spátímanum en nú er gert ráð fyrir og spennan í þjóðarbúinu reynst þrálátari. Það sama á við ef aðhaldið í opinberum fjármálum reynist minna en núverandi áætlanir gera ráð fyrir. Þá gætu yfirstandandi deilur á vinnumarkaði valdið því að launaþrýstingur verði meiri en nú er spáð.

Innlendur verðbólguþrýstingur gæti jafnframt reynst þrálátari en nú er spáð ef áhrif mikilla kostnaðarhækkana undanfarið eru vanmetin, hvort sem litið er til innfluttra kostnaðarhækkana eða mikilla launahækkana. Hættan á því er meiri þar sem kjölfesta verðbólguvæntinga hefur laskast (sjá t.d. rammagrein 1 í *Peningamálum* 2023/4). Veikari kjölfesta væntinga gæti einnig grafið undan gengi krónunnar og hamlað miðlun peningastefnunnar út í raunhagkerfið og þannig gert henni erfiðara að tryggja efnahagslegan stöðugleika. Auk þess gætu nýlegir þjóðhagsreikningar vanmetið fjárfestingarútgjöld fyrirtækja og undirliggjandi spenna í þjóðarbúinu því verið meiri en nú er gert ráð fyrir eins og rakið er fyrir í þessari rammagrein.

Innlend efnahagsumsvif gætu hins vegar gefið meira eftir og verðbólga því hjaðnað hraðar en nú er spáð. T.d. er líklegt að áhrif mikillar hækkunar raunvaxta undanfarna mánuði eigi enn eftir að koma að fullu fram. Mögulega eru þessi áhrif vanmetin í grunnspá bankans, sérstaklega í ljósi þess að framundan er endurskoðun á vaxtakjörum fjölda húsnæðislána sem tekin voru þegar vextir voru almennt mun lægri en þeir eru nú. Þá gætu horfur í ferðaþjónustu verið of bjartsýnar í grunnspá bankans eins og fjallað er um fyrir í þessari rammagrein.

... en hættan á að verðbólgu sé vanspáð er talin áþekk hættunni á að henni sé ofspáð

Um nokkra hríð hafa spár bankans falið í sér að talin var meiri hættan á að verðbólgu sé vanspáð en að henni sé ofspáð. Heldur hefur þó dregið úr þessum áhyggjum undanfarið og nú er áhættan á of- og vanspá talin álíka mikil. Óvissan er þó áfram töluverð.

Efnahagsbati í skugga áfalla undanfarinna ára

Það sem af er þessum áratug hefur fjöldi efnahagsáfalla skolið á heimsbúskapnum. Þar ber hæst COVID-19-farsóttina sem breiddist út um allan heim snemma árs 2020 og er stærsta efnahagsáfall sem heimsbúskapurinn hefur orðið fyrir frá lokum seinni heimsstyrjaldarinnar. Á þeim næstum fimm árum sem liðin eru frá því að heimsfaraldurinn hófst hafa önnur efnahagsáfall einnig skolið á heimsbúskapnum, eins og stríð í Úkraínu og fyrir botni Miðjarðarhafs og vaxandi hindranir á frjáls viðskipti milli landa. Þá hefur barátta seðlabanka við að ná tókum á aukinni verðbólgu einnig tekið sinn toll.

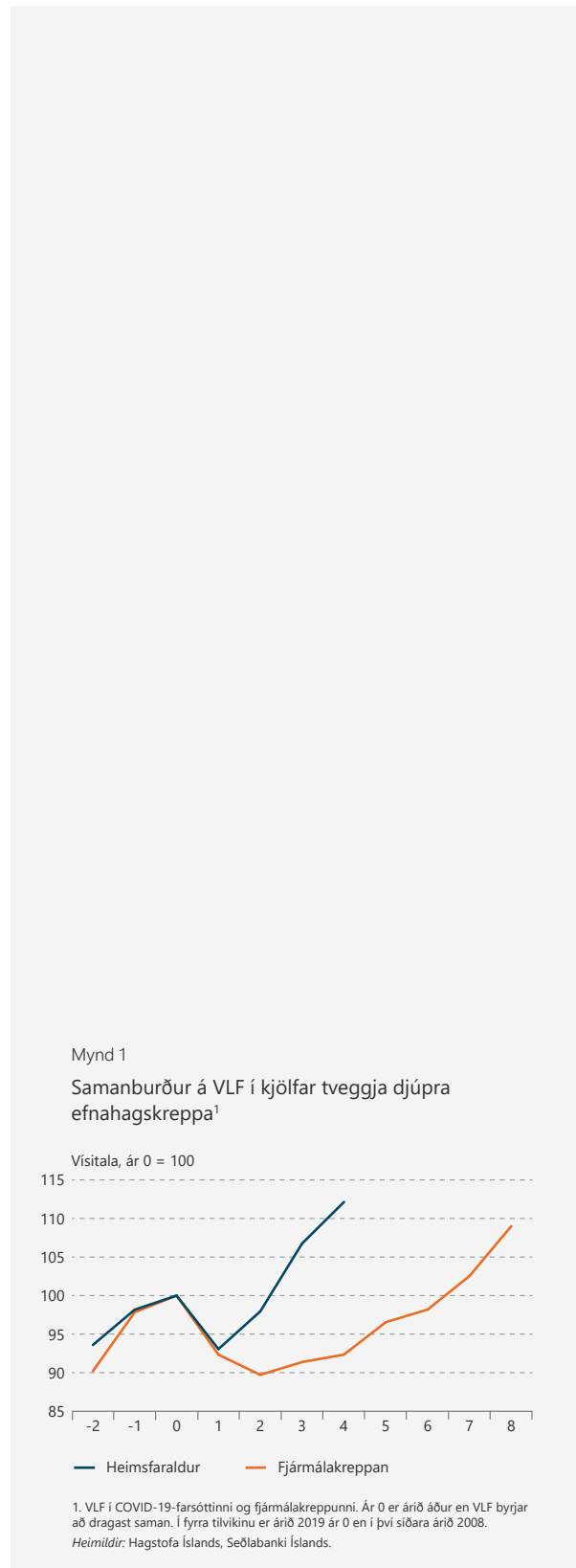
Í þessari rammagrein er fjallað um að hve miklu leyti innlendum þjóðarbúskapur hefur náð sér eftir efnahags-samdráttinn í kjölfar farsóttarinnar. Sé miðað við spá Seðlabankans sem gerð var rétt fyrir farsóttina árið 2020 má segja að þjóðarbúskapurinn hafi í fyrra náð að komast á þann leitniferil sem spáð var fyrir farsóttina. Þróunin hér á landi er ólík því sem hefur verið í öðrum löndum þar sem áhrifa efnahagsáfalla undanfarinna ára gætir enn.

Efnahagsumsvif hafa náð sér að fullu eftir samdráttinn í kjölfar heimsfaraldursins árið 2020 ...

COVID-19-farsóttin hafði veruleg áhrif á efnahagsumsvif hér á landi eins og um allan heim. Landsframleiðslan dróst saman um 6,9% árið 2020 sem er mesti samdráttur á einu ári síðan árið 2009 í kjölfar fjármálakreppunnar en það ár dróst hún saman um 7,7%. Samdrátturinn þessi tvö ár var því framan af áþekkur en efnahagsbatinn í kjölfar farsóttarinnar hófst mun fyrr en í kjölfar fjármálakreppunnar. Efnahagsumsvif tóku strax að aukast á ný árið 2021 og ári síðar náði landsframleiðslan því stigi sem hún var á fyrir farsóttina og þrátt fyrir áframhaldandi áföll í heimsbúskapnum var hún í fyrra orðin 12% meiri en hún var árið 2019 (mynd 1).

Viðsnúningurinn var hins vegar mun hægar í kjölfar fjármálakreppunnar og dróst landsframleiðslan enn frekar saman árið 2010. Samtals dróst hún saman um 10,3% árin 2009-2010 og náði ekki því stigi sem hún var á fyrir kreppuna fyrr en árið 2015 eða sex árum síðar.¹ Að hluta til endurspeglar hinn hægi viðsnúningur í kjölfar fjármálakreppunnar eðli alvarlegra fjármálaáfalla (sjá t.d. Bjarni G.

1. Rétt er að hafa í huga að ársmeðaltölin fela að hluta hversu djúpar þessar kreppur voru. Þannig dróst landsframleiðsla saman um 14,9% frá hátoppi fyrir fjármálakreppuna til lágpunkts eftir hana sé miðað við árstíðarleiddrett ársfjórðungsgögn. Samsvarandi samdráttur í kjölfar farsóttarinnar var 12,2%.

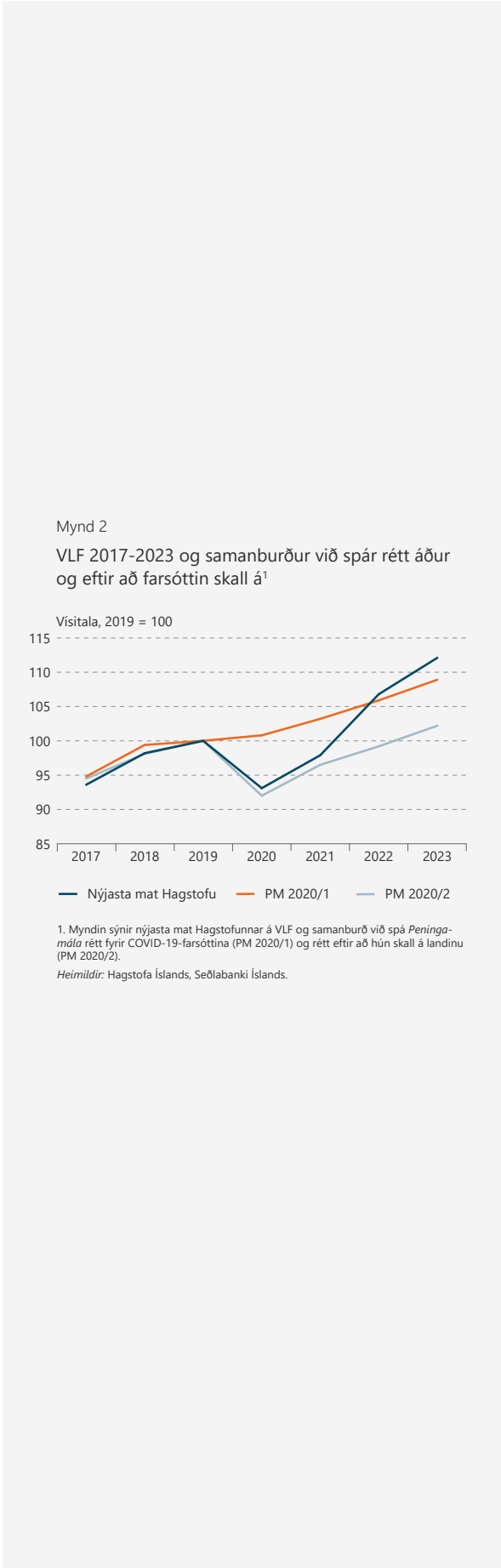


Einarsson o.fl., 2015) en að sama skapi er líklegt að aukið svigrúm hagstjórnar til að styðja við þjóðarbúið á meðan heimsfaraldurinn gekk yfir hafi leikið mikilvægt hlutverk í að koma í veg fyrir enn meiri samdrátt og að greiða fyrir viðspyrnu þjóðarbúsins. Þar vó þungt svigrúm peningastefnunnar til að lækka vexti verulega sem ekki var unnt að gera í kjölfar fjármálakreppunnar.²

... og umsvif hafa náð því stigi sem gert var ráð fyrir áður en farsóttin skall á

Það að efnahagsumsvif hafi náð því stigi sem þau voru á fyrir farsóttina segir þó ekki alla söguna þar sem ætla má að þau hefðu haldið áfram að aukast frá því sem þau voru árið 2019 hefði farsóttin ekki skolið á. Til að leggja mat á áhrif efnahagsáfalla undanfarinna ára á þjóðarbúið er því nærtækara að bera þróun efnahagsumsvifa saman við það sem gert var ráð fyrir áður en áföllin skullu á.

Mynd 2 sýnir slíkan samanburð. Notast er við spá *Peningamála* 2020/1 sem gerð var í febrúar 2020, þ.e. rétt áður en farsóttin barst til landsins. Sú spá gerði ráð fyrir hægum vexti umsvifa árin 2019 og 2020 en að hagvöxtur myndi síðan þokast upp í 2½% frá árinu 2021 sem samsvarar u.þ.b. langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins. Sú mynd breyttist hins vegar verulega með farsóttinni eins og áður hefur verið rakið. Það sést ágætlega á breytingunni sem verður á spá bankans milli febrúar og maí árið 2020, þ.e. fljótlega eftir að farsóttin barst til landsins. Mat maíspárinna á samdráttaráhrifum farsóttarinnar gekk ágætlega eftir og hið sama má segja um viðsnúninginn árið 2021.³ Krafturinn í efnahagsumsvifum árið 2022 var hins vegar verulega vanmetinn sem m.a. má rekja til þess að lítið lá fyrir um umfang stuðningsaðgerða stjórnvalda og hversu lengi þær myndu vara. Þeim var ætlað að verja tekjur heimila en í ljósi takmarkaðra neyslumöguleika vegna sóttvarnaaðgerða stjórnvalda safnaðist upp töluverður sparnaður heimila sem að lokum studdi við kröftugan bata þegar aðgerðunum var aflétt á ný (sjá t.d. rammagrein 2 í *Peningamálum* 2023/4). Árið 2022 mældist 9% hagvöxtur sem er sá mesti sem mælst hefur hér á landi síðan árið 1971 (sjá umfjöllun í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2024/2). Landsframleiðslan í fyrra var því orðin 2,9% meiri en gert var ráð fyrir í febrúarspánni árið 2020. Þessi kröftugi bati leiddi



2. Sjá t.d. Þórarinn G. Pétursson (2023). Umfjöllun um það hvernig umbætur á ramma peningastefnunnar í kjölfar fjármálakreppunnar juku trúverðugleika hennar og gerðu henni betur kleift að milda hagsveifluna er t.d. að finna í Þórarinn G. Pétursson (2019).

3. Hversu vel maíspáin gekk eftir varðandi árin 2020 og 2021 er sérstaklega áhugavert þegar haft er í huga að þegar hún var gerð náðu þjóðhagsreikningar Hagstofunnar einungis til síðasta fjórðungs ársins 2019.

síðan til viðvarandi verðbólguþrýstings sem enn er verið að vinda ofan af.

Eins og sést á mynd 3 hefur innlend eftirspurn aukist meira en spáð var fyrir farsóttina og á það sérstaklega við um fjármunamyndunina sem var í fyrra liðlega 15% meiri en spáð var í febrúar 2020. Bati innlestrar eftirspurnar endurspeglar einnig í þróun innflutnings sem hafði í fyrra náð svipuðu stigi og spáð var fyrir farsóttina. Hið sama má segja um þróunina á vinnumarkaði. Útflutningur hefur hins vegar ekki náð sama stigi og fyrir farsóttina.

Mikill vöxtur atvinnuvegafjárfestingar undanfarin ár en samdráttur íbúðafjárfestingar vegur á móti

Eins og sést á mynd 4 hafa flestir undirflokkar fjármunamyndunar vaxið töluvert umfram það sem spáð var fyrir farsóttina og á það sérstaklega við um fjárfestingu atvinnuveganna. Þar vegur þungt mikil fjárfesting landeldisfyrirtækja, hótela og gagnavera í mannvirkjum og ýmsum vélum og tækjum (sjá umfjöllun í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2024/2). Eini undirliður fjármunamyndunar sem ekki virðist hafa náð því stigi sem spáð var fyrir farsóttina er fjárfesting í íbúðarhúsnæði. Hún stóð nánast í stað milli ára árið 2020 og hefur síðan dregist saman um samtals ríflega 10% árin 2021-2023 samkvæmt þjóðhagsreikningum Hagstofu Íslands þótt vísbendingar af íbúðarmarkaði gefi nokkuð aðra mynd.

Mikill samdráttur í ferðapjónustu í kjölfar farsóttarinnar skýrir af hverju útflutningur á enn nokkuð í land

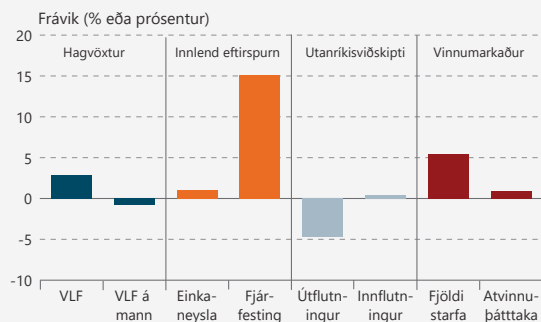
Heimsfaraldurinn hafði gríðarleg áhrif á ferðapjónustu hér á landi eins og annars staðar í heiminum. Útflutt þjónusta dróst saman um tæplega 54% milli ára árið 2020 og var í fyrra enn ríflega 6% undir því sem gert var ráð fyrir í spá bankans í febrúar 2020 (mynd 5). Vöruútflutningur dróst einnig saman í kjölfar farsóttarinnar en mun minna en þjónustuútflutningur. Þrátt fyrir auknar hindranir á viðskipti milli landa á undanförunum árum hafði vöruútflutningur í fyrra nokkurn veginn náð því stigi sem spáð var fyrir farsóttina. Útflutningur sjávar- og álafurða er enn undir því stigi sem spáð var fyrir farsóttina en kröftugur útflutningur annarra afurða vegur á móti.

Langtímaskaði farsóttar á vinnumarkaði virðist hafa verið ofmetinn

Eins og sést á mynd 6 er fjölgun starfa á undanförunum árum töluvert umfram það sem gert var ráð fyrir í aðdraganda farsóttarinnar. Þessi mikla fjölgun endurspeglar síðan í fjölgun fólks á vinnufærum aldri sem var í fyrra tæplega 4% fleira en gert var ráð fyrir í spá bankans frá því rétt

Mynd 3

Staða efnahagsmála árið 2023 í samanburði við spá frá því fyrir farsóttina árið 2020¹

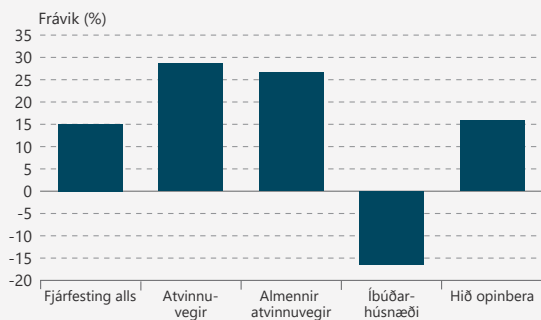


1. Samanburður á spá *Peningamála* rétt fyrir COVID-19-farsóttina (PM 2020/1) fyrir árið 2023 við nýjasta mat fyrir það ár. Leiðrétt er fyrir endurskoðun Hagstofunnar á haggögnum fyrir farsóttina. VLF á mann miðast við VLF á hvern vinnandi mann (á aldrinum 16-74 ára).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Fjármunamyndun árið 2023 í samanburði við spá frá því fyrir farsóttina árið 2020¹

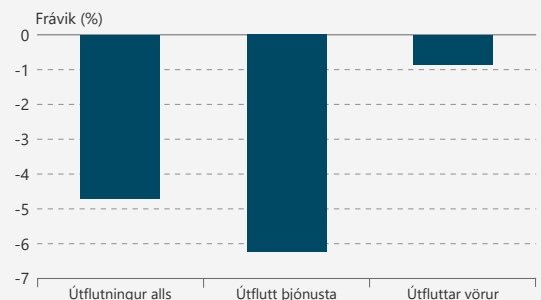


1. Samanburður á spá *Peningamála* um fjárfestingu rétt fyrir COVID-19-farsóttina (PM 2020/1) fyrir árið 2023 við nýjasta mat fyrir það ár. Leiðrétt er fyrir endurskoðun Hagstofunnar á haggögnum fyrir farsóttina. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnufjárfesting án stóriðu, skipa og flugvéla.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Útflutningur árið 2023 í samanburði við spá frá því fyrir farsóttina árið 2020¹



1. Samanburður á spá *Peningamála* um útflutning rétt fyrir COVID-19-farsóttina (PM 2020/1) fyrir árið 2023 við nýjasta mat fyrir það ár. Leiðrétt er fyrir endurskoðun Hagstofunnar á haggögnum fyrir farsóttina.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fyrir farsóttina. Hlutfall starfandi var því í fyrra komið yfir það sem spáð var. Þrátt fyrir að atvinnubátttaka hafi líka aukist umfram það sem búist var við var atvinnuleysi í fyrra orðið 0,5 prósentum lægra en spáð var fyrir farsóttina. Langtímaskaði farsóttarinnar (e. scarring effect) á vinnu- markaði, sem mikið var fjallað um hér á landi og erlendis, reyndist því að einhverju leyti ofmetinn þótt á móti hafi ýmsir aðrir búhnykkir og -skellir dunið á þjóðarbúinu sem flækja myndina.

Þótt landsframleiðsla hafi þegar náð fyrri leitniferli og gott betur en það sést á mynd 3 að landsframleiðsla á hvern vinnandi mann var í fyrra enn lítillega undir því sem spáð var í febrúar 2020. Endurspeglar það þá miklu mannfjölda- aukningu sem hefur orðið á tímabilinu. Það sést einnig í þróun framleiðni vinnuafslins sem var í fyrra orðin áþekk því sem spáð var eins og sést á mynd 6. Vanmat á landsfram- leiðslu ársins 2023 endurspeglar því fyrst og fremst vanmat á þeirri fólksfjölgun sem hefur orðið á tímabilinu.

Efnahagsbatinn almennt kröftugri hér á landi en í öðrum löndum

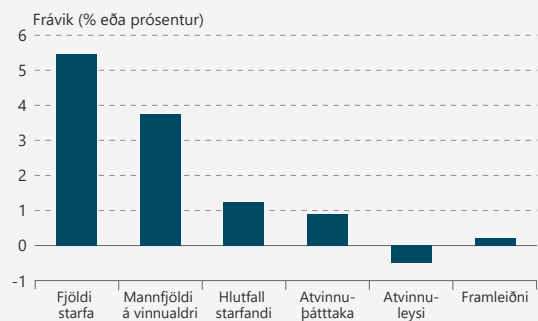
Á heildina litið hefur innlendir þjóðarbúskapur náð að vinna upp það framleiðslutap sem var í kjölfar farsóttar- innar árið 2020 og þeirra efnahagslegu áskorana sem heimsbúskapurinn hefur staðið frammi fyrir undanfarin ár. Eins og sést á mynd 7 hefur innlendir þjóðarbúskapur staðið þessi áföll betur af sér en búskapur annarra landa (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2023). Heimsframleiðslan var í fyrra enn ríflega 3% undir því sem gert var ráð fyrir að hún yrði í spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins rétt fyrir farsóttina. Á meðal annarra iðnríkja er batinn mestur í Bandaríkjunum þar sem landsframleiðsla var í fyrra nokkurn veginn komin á þann leitniferil sem spáð var fyrir farsóttina. Hins vegar var framleiðslustigið enn ríflega 2% undir því sem þá var spáð á evrusvæðinu enda leiddi stríðið í Úkraínu til mun alvarlegri viðskiptakjaraáfalls í löndum á meginlandi Evrópu en annars staðar. Áföll undanfarinna ára hafa síðan haft enn meiri áhrif á meðal nýmarkaðsríkja þar sem landsframleiðsla var í fyrra enn um 5% undir því sem spáð var að hún yrði fyrir farsóttina.

Líkt og í Bandaríkjunum var einkaneysla hér á landi í fyrra þegar komin yfir það sem spáð var fyrir farsóttina.⁴ Þar veða stuðningsaðgerðir stjórnvalda sem vörðu bæði störf og tekjur líklega þungt en einnig að efnahagssam- drátturinn hér á landi var í mun meira mæli drifinn áfram af útflutningsáfalli í samanburði við önnur OECD-ríki á meðan

4. Eins og í öðrum löndum vó mikil aukning í eftirspurn eftir ýmiss kon- ar þjónustu og afþreyingu þungt (sjá umfjöllun í kafla III í *Peninga- málum 2024/2*).

Mynd 6

Vinnumarkaður árið 2023 í samanburði við spá frá því fyrir farsóttina árið 2020¹

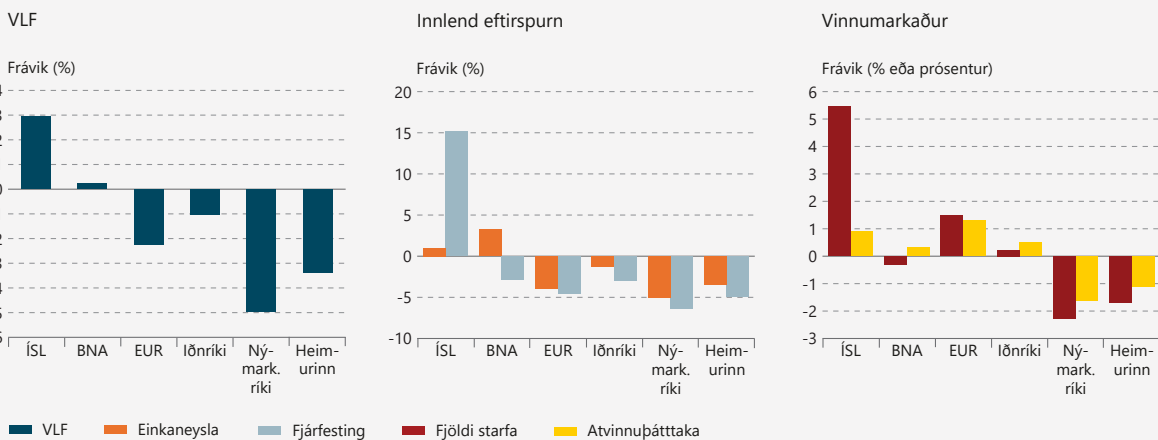


1. Samanburður á spá *Peningamála* um vinnumarkaðinn rétt fyrir COVID-19-farsóttina (PM 2020/1) fyrir árið 2023 við nýjasta mat fyrir það ár. Leiðrétt er fyrir endurskoðun Hagstofunnar á haggögnum fyrir farsóttina.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Alþjóðlegur samanburður á stöðu efnahagsmála árið 2023 í samanburði við spár frá því fyrir farsóttina 2020¹



1. Samanburður á spám frá því rétt fyrir COVID-19-farsóttina (PM 2020/1 fyrir Ísland og WEO í janúar 2020 fyrir önnur lönd) fyrir árið 2023 við nýjasta mat fyrir það ár. Íslensku gögnin eru leiðrétt fyrir endurskoðun Hagstofunnar á haggögnum fyrir farsóttina. ÍSL er Ísland, BNA eru Bandaríkin og EUR er evrusvæðið.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (*World Economic Outlook*, kafli 1, október 2023), Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

innlend eftirspurn hélt betur velli (sjá umfjöllun í ramma- grein 2 í *Peningamálum 2021/2*). Batinn á evrusvæðinu er veikari en það endurspeglar líklega meiri áhrif innrásarinnar í Úkraínu á ráðstöfunartekjur á svæðinu en bæði hér á landi og í Bandaríkjunum. Sem fyrr á einkaneysla í nýmarkaðs- ríkjum enn lengra í land að ná fyrri leitniferli en í iðnríkjum enda var bólusetning þar ekki eins víðtæk og því ekki hægt að opna eins fljótt fyrir efnahagsstarfseminu. Þá var hægt að grípa til mun víðtækari stuðningsaðgerða í iðnríkjum og fjarvinna var auðveldari en í fátækari löndum.

Ólíkt því sem hefur gerst í öðrum löndum hefur fjár- festing hér á landi vaxið töluvert umfram það sem spáð var fyrir farsóttina. Í iðnríkjum var fjárfestingarstigið í fyrra enn 3% undir því sem spáð var og í heiminum öllum vantaði enn 5% til að ná þeim leitniferli sem gert var ráð fyrir í byrjun árs 2020. Þar kann aukin skuldsetning fyrirtækja að vega þungt sem líklega hefur haldið aftur af fjárfestingu í heiminum. Hér á landi hafa skuldir fyrirtækja hins vegar ekki aukist með sama hætti. Þá er líklegt að aukin óvissa og hækkun vaxta hafi einnig átt hlut að máli þótt áhrif þeirra sjáist ekki hér á landi í sama mæli.

Eins og sést á mynd 7 er batinn í fjölda starfa hér á landi töluvert meiri en meðal annarra landa. Í Banda- ríkjunum var fjöldi starfa í fyrra enn lítillga undir því sem spáð var fyrir farsóttina en á evrusvæðinu voru þau orðin ríflega 1% fleiri. Að einhverju leyti endurspeglar það víð- tækari notkun á vinnumarkaðstengdum úrræðum þar sem fyrirtæki voru, líkt og hér á landi, studd til að halda fólki í vinnu en síður var gripið til slíkra úrræða í Bandaríkjunum. Almennt hefur atvinnuþátttaka náð fyrri leitniferli í iðn- ríkjum en í nýmarkaðsríkjum á bæði fjöldi starfa og atvinnu-

þátttaka enn nokkuð í land enda öryggisnet þessara landa almennt vanmáttugra og efnahagskreppan dýpri.

Samantekt

Tæplega fimm árum eftir alvarlegasta efnahagsáfall sem heimsbúskapurinn hefur orðið fyrir frá lokum seinna stríðs er hann enn að glíma við afleiðingarnar. Að hluta endurspeglar það langvinn áhrif farsóttarinnar en við bætast áhrif innrásar Rússa í Úkraínu, átaka fyrir botni Miðjarðarhafs, aukinnar brotamyndunar í alþjóðastjórnámálum og -viðskiptum og áhrif harðara taumhalds seðlabanka um allan heim við að ná tókum á verðbólgu. Þróunin hér á landi hefur hins vegar skorið sig nokkuð úr og hafði innlent framleiðslustig þegar í fyrra farið fram úr því stigi sem spáð var fyrir farsóttina.

Heimildir

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2023). *World Economic Outlook*, kafli 1. Október 2023.

Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2015). The long history of financial boom-bust cycles in Iceland. Part I: Financial crises. Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 68.

Þórarinn G. Pétursson (2019). Post-crisis monetary policy reform: Learning the hard way. Í bókinni *The 2008 Global Financial Crisis in Retrospect: Causes of the Crisis and National Regulatory Responses*, ritstjórar Robert Z. Aliber og Gylfi Zoëga. Palgrave Macmillan, 2019.

Þórarinn G. Pétursson (2023). Monetary transmission in Iceland: Evidence from a structural VAR. Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 94.

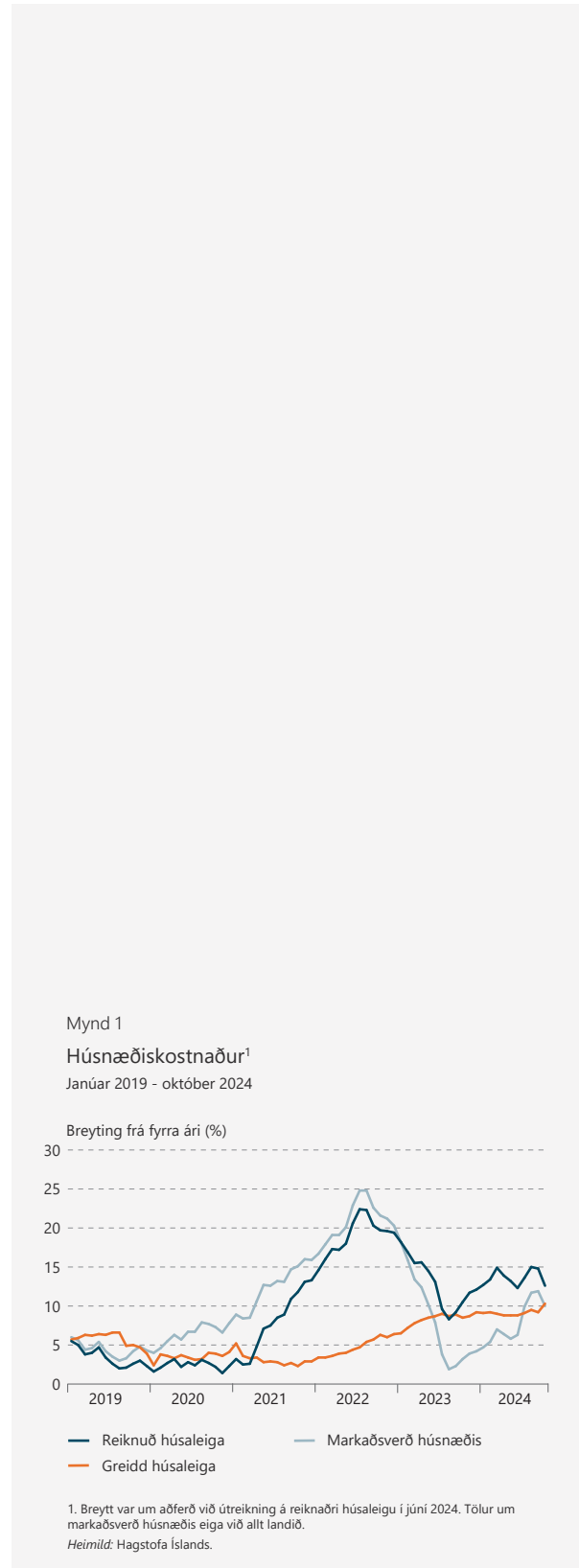
Breyting á aðferðafræði við útreikning á húsnæðislið vísitölu neysliverðs

Hagstofa Íslands reiknar út vísitölu neysliverðs og er henni ætlað að mæla verðbreytingar neysluútgjalda heimilanna í landinu. Hluti þessara neysluútgjalda endurspeglar kaup á húsnæðisþjónustu, þ.e. þá neyslu sem fylgir að búa í húsnæði. Fyrir þá sem leigja húsnæði endurspeglar húsaleigan verð þessarar húsnæðisþjónustu en fyrir þá sem búa í eigin húsnæði þarf hins vegar að áætla það. Ólíkar aðferðir eru til við útreikning á þessari reiknuðu húsaleigu (einnig nefnt kostnaður vegna eigin húsnæðis). Þar til nýlega notaði Hagstofan aðferð *einfalds notendakostnaðar* en í júní sl. var tekin upp ný aðferð sem felst í því að nota gögn um húsaleigu til að reikna húsaleiguígildi fyrir fasteignir sem eigendurnir búa í. Í þessari rammagrein er fjallað um þessar ólíku aðferðir og möguleg áhrif af því að breyta um aðferðafræði á vísitölu neysliverðs og mælda verðbólgu.

Ólík aðferðafræði við útreikning á reiknaðri húsaleigu

Nokkrar aðferðir hafa verið notaðar til að meta kostnað vegna eigin húsnæðis í vísitölu neysliverðs og er það háð gæðum gagna og eiginleikum húsnæðismarkaða hvaða aðferð hentar í hverju landi. Markmiðið hér á landi með að reikna út kostnað vegna eigin húsnæðis er að meta virði þjónustunnar við búsetu í eigin húsnæði í samræmi við það hvernig verðlag einkaneyslu er mælt og alþjóðlega þjóðhagsreikningastaðla (Rósmundur Guðnason, 2004). Útgjöld vegna húsnæðis eru yfirleitt stór hluti af heildarútgjöldum heimila, hvort sem þau velja að eignast eigið húsnæði eða vera á leigumarkaði. Í ljósi þess að mikilvægt er að vísitala neysliverðs endurspegli sem best öll neysluútgjöld heimila er almennt talið að kostnaður vegna húsnæðisþjónustu eigi að vera hluti þeirra útgjalda sem vísitalan mælir. Greidd húsaleiga er einnig hluti af vísitölunni og endurspeglar raunveruleg útgjöld til húsaleigu. Þar eru einnig meðtaldir leigusamningar sem eru niðurgreiddir af sveitarfélögum. Mynd 1 ber saman þróun þessara ólíku mælikvarða á húsaleigu og markaðsverðs húsnæðis.

Hagstofan hefur um langt skeið notað aðferð *einfalds notendakostnaðar* til að reikna út kostnað vegna eigin húsnæðis. Aðferðin byggðist á því að framreikna matsverð fasteigna með verðvísitölu seldra eigna í hverjum mánuði sem miðaðist við þriggja mánaða hlaupandi meðaltal á verðbreytingum íbúðaverðs. Að teknu tilliti til forsendu um afskrift eignarinnar og ávöxtunarkröfu gaf þetta svokallaða árgreiðslu húsnæðiseigandans sem lá til grundvallar á mati



á reiknaðri húsaleigu. Breytingar á húsnæðisverði höfðu því áhrif á þróun vísitölu neysluverðs í gegnum reiknaða húsaleigu. Fasteignamatið var núvirt á hverjum tíma miðað við ávöxtunarkröfu sem byggðist m.a. á forsendu um raunvexti húsnæðislána sem komu því einnig inn í útreikning á notendakostnaðinum. Þessi aðferð hafði þann ókost að breytingar á meginvöxtum Seðlabankans höfðu bein áhrif á húsnæðislið vísitölu neysluverðs í gegnum verðtryggða vexti húsnæðislána sem flækti framkvæmd peningastefnunnar.¹

Í byrjun þessa árs tilkynnti Hagstofan að hún hygðist breyta um aðferðafræði við útreikning á reiknaðri húsaleigu og taka upp aðferð svokallaðs *húsaleiguígildis*. Sú aðferð felst í því að leggja mat á fjárhæð leigu sem húsnæðiseigendur þyrftu að greiða fyrir fasteignina ef þau væru á leigumarkaði. Aðferðin hafði ekki verið notuð hér á landi áður fyrr þar sem leigumarkaðurinn hefur verið hlutfallslega lítill og ekki verið nægjanlega góð gögn fyrir hendi um hann. Hins vegar hefur Hagstofan í samvinnu við Húsnæðis- og mannvirkjastofnun (HMS) nú byggt upp gagnagrunn sem inniheldur yfir 20 þúsund virka húsaleigusamninga og notar gögnin til þess að reikna leiguígildi fyrir reiknaða húsaleigu í vísitölu neysluverðs (Hagstofa Íslands, 2024). Samkvæmt upplýsingum Hagstofunnar eru um 20-25% heimila í landinu á leigumarkaði. Þótt leigumarkaðurinn sé enn tiltölulega lítill í alþjóðlegum samanburði taldi Hagstofan að leigugögnin væru orðin nógu góð til að hægt sé að nota aðferð húsaleiguígildis til að leggja mat á reiknaða húsaleigu. Enn er þó óvissa um hversu fulla mynd gögnin veita af t.d. húsaleigu fyrir sérbyli og húsnæði á landsbyggðinni.

Þriðja aðferðin sem notuð hefur verið til að meta húsnæðiskostnað af eigin húsnæði kallast *nettókaupa-aðferð* (e. net acquisition) en samkvæmt þeirri aðferð eru verðbreytingar mældar út frá verði nýrra íbúða. Breytingar á vogum í verðvísitölunni geta orðið meiri og tengdari hagsveiflum þegar þessi aðferð er notuð þar sem það fer eftir ástandi í efnahagsmálum hversu mikið er byggt árlega af nýjum íbúðum.

Einnig hafa sum lönd notast við svokallaða *greiðslu-aðferð* en hún felst í því að meta breytingar á húsnæðiskostnaði þ.e. afborganir húsnæðislána, rekstrar- og viðhaldskostnað, fasteignaskatta og tryggingar. Mögulegur kostur við þá aðferð er að hún tengist raunverulegum útgjöldum heimila vegna húsnæðis. Gallinn er hins vegar sá að þá mælir hún ekki lengur verð einkaneyslu heldur einnig fjárfestingarkostnað húsnæðiseigandans.

1. Fram til ársins 2005 var miðað við hlaupandi meðaltal raunvaxta síðustu fimm ára en frá árinu 2005 var viðmiðunartímabilið stýtt í tólf mánuði sem jók á þennan vanda eins og Seðlabankinn varaði við á sínum tíma (sjá t.d. kafla IX í *Peningamálum 2005/2*).

Flest lönd nota aðferð húsaleiguígildis

Misjafnt er milli landa hvaða leið er farin í að leggja mat á reiknaða húsaleigu. Flest ríki nota aðferð húsaleiguígildis og má þar t.d. nefna Danmörku, Þýskaland, Noreg, Bandaríkin og Japan. Svíþjóð og Kanada hafa notað aðferð einfalds notendakostnaðar eins og gert var hér á landi þar til í júní sl. Þótt færa megi rök fyrir því að aðferðin sem notuð er í Kanada sé í reynd líkari greiðsluaðferðinni (þar sem tekið er tillit til afskrifta er hún hins vegar ekki hrein greiðsluaðferð). Nettókostnaðaraðferðin er notuð í Ástralíu, Nýja-Sjálandi, Tékklandi og Finnlandi auk þess sem Seðlabanki Evrópu (ECB) hefur lagt til að sú aðferð verði notuð til að meta verðbreytingar á eigin húsnæði í samræmdu neysluverðs-visitölunni (Hagstofa Íslands, 2024).

Eins og í öðrum Evrópulöndum mælir Hagstofan samræmda neysluverðsvisitölu (HICP) sem ætlað er að auðvelda samanburð á verðbólgu milli landa. Líkt og Eiglsperger o.fl. (2024) benda á hefur það hins vegar lengi verið talinn annmarki HICP-visitölnnar að kostnaður vegna eigin húsnæðis er ekki meðtalin. Í nýlegri úttekt á ramma peningastefnu Seðlabanka Evrópu er lögð áhersla á nauðsyn þess að þetta sé lagfært (European Central Bank, 2021). Eins og staðan er nú er eingöngu greidd húsaleiga hluti af HICP-visitölunni. Í ljósi þess að húsnæðis- og leigumarkaðir eru afar ólíkir í aðildarríkjum og leigumarkaðir misstórir endurspeglast þeir því á ólíkan hátt í visitölunni. ECB gerði því tillögu að leiðarvís til framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins og hagstofu sambandsins Eurostat, sem hefði það að markmiði að HICP-visitölin myndi innihalda reiknaða húsaleigu sem myndi byggjast á nettókostnaðaraðferðinni. Útlit er þó fyrir að það muni taka nokkurn tíma að innleiða þessar breytingar.

Kostir og mögulegir annmarkar við að nota aðferð húsaleiguígildis

Aðferð húsaleiguígildis við útreikning á reiknaðri húsaleigu hefur þann kost að í fræðilegum skilningi er verið að áætla beint þá stærð sem um ræðir þ.e. útgjöld fyrir þá þjónustu sem húsnæði veitir. Eins og fram kemur í Eiglsperger o.fl. (2024) leiðir aðferð húsaleiguígildis jafnan til minni sveiflna í verðbólguáætlunum samanborið við aðferðir sem byggjast á þróun húsnæðisverðs. Jafnframt er það kostur, samanborið við að nota fyrri aðferð einfalds notendakostnaðar, að útreikningur á húsaleiguígildi inniheldur ekki vaxtakostnað húsnæðislána.

Hins vegar er aðferð húsaleiguígildis háð umfangi og dýpt leigumarkaðarins og gæðum undirliggjandi gagna um húsaleigu (Riksbanken, 2021). Samkvæmt Hagstofu Íslands (2024) voru um 23% heimila á leigumarkaði árið 2021 sem er tiltölulega lágt hlutfall miðað við ásættanlega gagna-

þekju. Einnig eru hlutfallslega færri sérbylí á leigumarkaði en fjölbýli auk þess sem leigumarkaðurinn er umfangsminni á landsbyggðinni en á höfuðborgarsvæðinu. Mæld verðbólga gæti einnig orðið tregbreytanlegri þar sem tiltölulega stór hluti leigusamninga er verðtryggður. Greidd og reiknuð húsaleiga hafa hins vegar fylgst ágætlega að yfir lengri tímabil byggt á fyrri aðferðinni og því munu ólíkir mælikvarðar á kostnaði vegna eigin húsnæðis líklega gera það áfram.

Reiknuð húsaleiga hefur hækkað minna en ella undanfarna mánuði

Stuttur tími er liðinn síðan aðferð húsaleiguígildis var tekin í notkun hér á landi og því of snemmt að draga víðtækar ályktanir um hver áhrifin af breytingunni á mælda verðbólgu verða til lengri tíma lítið. Þó má sjá að reiknuð húsaleiga hefur hækkað minna síðustu mánuði en hún hefði gert með aðferð einfalds notendakostnaðar. Mánaðarleg áhrif hækkunar reiknaðrar húsaleigu á vísitölu neysluverðs hafa verið á bilinu 0,02-0,17 prósentur síðan aðferðinni var breytt (mynd 2). Ef miðað er við árstíðarleiðréttaðar tölur Hagstofunnar um húsnæðisverð á öllu landinu hækkaði það um 4,8% síðan í maí sl. Á sama tíma hækkaði húsaleiga um 2,7% samkvæmt gögnum HMS. Byggt á þróun markaðsverðs húsnæðis síðan í júní sl. og ef miðað er við meðalhækkun raunvaxtakostnaðar húsnæðislána á fyrri hluta ársins má áætla að verðbólga hefði verið tæplega 6% í október sl. ef Hagstofan hefði ekki breytt um aðferð í stað 5,1%. Svo virðist því sem aðferð húsaleiguígildis hafi a.m.k. dregið úr áhrifum hækkunar húsnæðisverðs á vísitölu neysluverðs undanfarið.

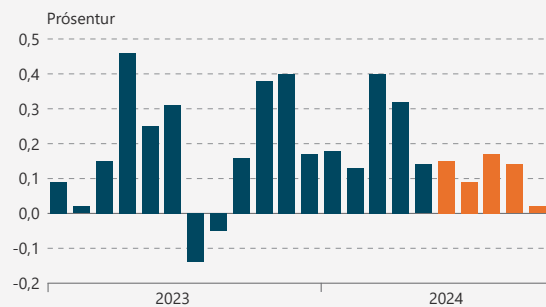
Samantekt

Hagstofan hefur breytt um aðferð við útreikning á húsnæðislið vísitölu neysluverðs og tekið upp aðferð svokallaðs húsaleiguígildis. Aðferðin felst í því að leggja mat á fjárhæð leigu sem þeir sem búa í eigin húsnæði þyrftu að greiða væru þeir á leigumarkaði og nota til þess upplýsingar úr virkum húsaleigusamningum. Leigumarkaðurinn á Íslandi er hins vegar tiltölulega lítill í alþjóðlegum samanburði og því álitaefni hversu góður mælikvarði hann er, sérstaklega hvað varðar sérbylí og húsnæði á landsbyggðinni. Það er hins vegar engin ein aðferð rétt við að meta kostnað vegna eigin húsnæðis eða þá þjónustu sem húsnæði veitir eiganda þess og fer eftir aðstæðum í hverju landi hvaða aðferð hentar best.

Síðan breytt var um aðferð í júní sl. hefur þróunin verið sú að reiknuð húsaleiga hefur hækkað áfram en áhrifin á vísitölu neysluverðs hafa verið minni en þau hefðu verið

Mynd 2

Mánaðarleg áhrif reiknaðrar húsaleigu á VNV
Janúar 2023 - október 2024



Heimild: Hagstofa Íslands.

með fyrri aðferð. Við fyrstu sýn virðist aðferð húsaleigu-ígildis því draga úr sveiflum á húsnæðislið vísitölu neysluverðs og skarpar breytingar á húsnæðisverði koma ekki jafn hratt fram í mældri verðbólgu. Einnig hafa breytingar á raunvaxtakostnaði húsnæðislána ekki lengur bein áhrif á vísitölu neysluverðs sem að öðru óbreyttu gerir framkvæmd peningastefnunnar auðveldari. Hins vegar munu umsvif á fasteignamarkaði áfram endurspeglast í mældri verðbólgu í gegnum þróun leiguverðs.

Heimildir

Eiglsperger, M., I. Ganoulis, B. Goldhammer, O. Kouvas, M. Roma, and A. Vlad (2024). Owner-occupied housing and inflation measurement. European Central Bank, *Statistics Paper Series*, No. 47.

European Central Bank (2021). Strategy review. Slóð: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/index.en.html>.

Hagstofa Íslands (2024). Húsnæðisliður í vísitölu neysluverðs. Innleiðing á nýrri aðferðafræði. *Hagtíðindi*.

Riksbanken (2021). Different methods of measuring housing costs in the consumer price index. *Monetary Policy Report*, 70-72.

Rósmundur Guðnason (2004). Hvernig mælum við verðbólgu? *Fjármálatíðindi*, 51, 33-54.

Stjórnarráð Íslands, forsætisráðuneytið (2020). Aðferðafræði við útreikning vísitölu neysluverðs. Skýrsla nefndar á vegum stjórnvalda, júní 2020.

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2025

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2025 var lagt fram á Alþingi í september sl. Samkvæmt frumvarpinu eins og það var þegar það var lagt fram munu tekjur ríkissjóðs á næsta ári nema 1.448,5 ma.kr. en heildargjöld 1.489,4 ma.kr. Afkoma A1-hluta ríkissjóðs yrði því neikvæð um rétt tæplega 41 ma.kr. eða sem svarar til 0,8% af landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir 36,4 ma.kr. afgangi á frumjöfnuði ríkissjóðs á næsta ári en áfram verður umtalsverður halli á vaxtajöfnuði sem áætlað er að muni nema 77,4 ma.kr.

Í samanburði við fjárlög ársins 2024 er halli á heildarafkomu fjárlagafrumvarps næsta árs 10,3 ma.kr. minni. Halli á rekstri yfirstandandi árs stefnir þó í að verða um 6 ma.kr. meiri en fjárlögin gerðu ráð fyrir vegna meiri halla á vaxtajöfnuði. Samanborið við uppfærða áætlun fyrir afkomu ársins 2024 batnar afkoma ríkissjóðs um 16,2 ma.kr. á næsta ári samkvæmt frumvarpinu (tafla 1).¹

Tafla 1 Yfirlit yfir afkomu samkvæmt fjárlögum ársins 2024 og fjárlagafrumvarpi ársins 2025

Þjóðhagsgrunnur				Breyting frá fjárlögum fyrra árs				Breyting frá fjárlögum fyrra árs	
	Fjárlög 2024	Áætlun 2024	Frumvarp 2025	Fjárlög 2024	Áætlun 2024	Frumvarp 2025	Fjárlög 2024	Áætlun 2024	Frumvarp 2025
Frumtekjur	1.315,1	1.332,3	1.409,2	94,1	29,1	29,1	28,8	28,8	-0,3
Frumgjöld	1.290,2	1.300,0	1.372,8	82,6	28,5	28,4	28,1	28,1	-0,5
Frumjöfnuður	24,9	32,3	36,4	11,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,2
Vaxtatekjur	41,4	41,2	39,3	-2,1	0,9	0,9	0,8	0,8	-0,1
Vaxtagjöld	117,6	130,6	116,6	-0,9	2,6	2,9	2,4	2,4	-0,2
Vaxtajöfnuður	-76,2	-89,4	-77,4	-1,2	-1,7	-2,0	-1,6	-1,6	0,1
Heildartekjur	1.356,5	1.373,5	1.448,5	92,0	30,0	30,0	29,6	29,6	-0,4
Heildargjöld	1.407,7	1.430,6	1.489,4	81,7	31,1	31,3	30,5	30,5	-0,7
Heildarjöfnuður	-51,2	-57,2	-41,0	10,3	-1,1	-1,2	-0,8	-0,8	0,3

Heimild: Fjárlagafrumvarp ársins 2025.

Þjóðhagsforsendur frumvarpsins byggjast á spá Hagstofu Íslands frá því í júní sl. Í töflu 2 má sjá spá Hagstofunnar og áætlun fjárlagafrumvarpsins samanborið við spá Seðlabankans frá því í maí sl. (*Peningamál 2024/2*). Lítil munur er á hagspánum þótt gert sé ráð fyrir heldur minni hagvexti og meira atvinnuleysi á næsta ári í spá bankans. Í samanburði við nýja grunnspá bankans er meiri hagvöxtur og verðbólga í forsendum frumvarpsins en minna atvinnuleysi.

1. Fasteignafélagið Þórkatla heyrir til A3-hluta stofnana ríkisins og hefur kostnaður vegna uppkaupa félagsins á húsnæði í Grindavík því ekki áhrif á áætlun ársins 2024 fyrir A1-hluta ríkissjóðs.

Tafla 2 Þjóðhagsforsendur fjárlagafrumvarps ársins 2025¹

	Spá Hagstofu Íslands (%)	PM 2024/2 (%)
Einkaneysla	2,4	2,1
Samneysla	0,9	1,8
Fjármunamyndun	3,0	1,4
Útflutningur	4,2	3,8
Innflutningur	2,9	2,4
Verg landsframleiðsla	2,6	2,3
Neysluverðisvísitala	3,9	3,9
Atvinnuleysi	4,2	4,9
Gengisvísitala	0,0	0,2
Laun	5,4	5,6

1. Taflan sýnir breytingar frá fyrra ári nema fyrir atvinnuleysi sem er hlutfall af vinnuafli.

Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2025, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðlags- launa- og gengisforsendur fjárlagafrumvarps fyrir árið 2025

- **Launaforsendur:** Miðað er við að meðalhækkun launataxta opinberra starfsmanna á næsta ári verði ríflega 4%. Áhrif þessa til viðbótar við endurmat á launaforsendum fyrra árs leiða til þess að útgjöld næsta árs aukast um sem nemur 29,8 ma.kr.
- **Verðlagsforsendur:** Almenn hækkun rekstrargjalda tekur mið af verðbólguþá Hagstofunnar. Verðbólga er talin verða 3,9% á næsta ári og áætlað er að útgjöld næsta árs aukist um 12,2 ma.kr. vegna þessa.
- **Gengisforsendur:** Miðað er við meðalgengi krónunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum í júní sl. Miðað við forsendur fjárlaga 2024 er gengisvísitalan nú 1,9% hærrí. Áætlað er að þessar breytingar leiði til um 1 ma.kr. hækkunar gjalda.
- **Atvinnuleysisbætur og bætur Almannatrygginga:** Áætlað er að þessar bætur hækki um 4,3% en sú hækkun endurspeglar spá um verðlagsþróun 2025 auk þess sem munurinn á nýrri spá um verðbólgu ársins 2024 og spánni í forsendum fjárlaga þess árs kemur til hækkunar þessara bóta. Útgjaldaaukningin er talin nema 11,4 ma.kr. vegna þessa.

Tafla 3 Launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar árið 2025

Rekstrargrunnur	Útgjaldaáhrif ma.kr.
Áhrif hækkunar launa	29,8
Atvinnuleysisbætur og bætur almannatrygginga	11,4
Almennar verðlagsforsendur	12,2
Gengisforsendur	1,0
Samtals launa-, bóta-, verðlags- og gengisbreytingar	54,4

Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2025.

Samtals nema launa-, bóta-, verðlags- og gengis- breytingar á fjárheimildum í fjárlagafrumvarpi ársins 2025 54,4 ma.kr. (tafla 3).

Útgjaldatefni fjárlagafrumvarpsins

Hækkun fjárheimilda rammasettra útgjalda milli ára umfram áhrif verðlagsuppfærslna nemur 78 ma.kr. samkvæmt frumvarpinu. Þar vegast á annars vegar meira útgjaldasvigrúm vegna nýrra og aukinna verkefna og vöxtur bundinna útgjalda og hins vegar aðhaldsaðgerðir og brottfall tíma- bundinna útgjalda. Aukinn kostnaður vegna bundinna útgjalda er til kominn vegna hagrænna og kerfislægra þátta. Á meðal aukinna og nýrra verkefna má nefna breytingar á lífeyriskerfi, kostnaður vegna aðkomu að kjarasamningum, útgjöld vegna samgöngumála, hækkun frítekjumarks ellilífeyris og aukinn stuðningur við Úkraínu. Á meðal tímabundinna aðgerða sem falla niður eru fjárfestingarverkefni sem er lokið ásamt ráðstöfunum vegna jarðhræringa við Grindavík. Að lokum er áætlað að 28,7 ma.kr. sparist í almennum og sértækum aðhaldsaðgerðum.

Tafla 4 Breyting rammasettra útgjalda eftir tilefnum

Útgjaldatefni	Breyting frá fyrri fjárheimildum (ma.kr.)
Aukið útgjaldasvigrúm í frumvarpi	61,2
Bundin útgjöld	6,5
Brottfall tímabundinna aðgerða	-12,2
Aðhaldsaðgerðir	-28,7
Launa- og verðlagsuppfærslur	51,2
Samtals	78

Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2025.

Breytingar á tekjuhlíð

Gert er ráð fyrir að breytingar á skattkerfi muni skila um 20,8 ma.kr. tekjuauka á næsta ári. Mestu munar um breytingar á skattlagningu eldsneytis og notkun ökutækja

Tafla 5 Tekjuáhrif skattabreytinga á ríkissjóð árið 2025

Rekstrargrunnur	Tekjur ma.kr.
Breytingar á skattkerfi	
Tekjuskattur lögðila hækkar úr 20% í 21%	6,7
Endurskoðun skattlagningar ökutækja og eldsneytis	8,0
Breytingar á gjaldtöku á ferðaþjónustu	1,9
Veiðigjald	2,0
Gjaldtaka á fiskeldi	0,3
Breyttar reglur um reiknað endurgjald	0,5
Hækkun krónutölugjalda um 2,5%	1,4
Samtals	20,8

Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2025.

auk tímabundinnar hækkunar tekjuskatts lögaðila vegna rekstrarársins 2024. Þá eru ýmsar minni breytingar sem skila samanlagt um fjórðungi tekjuauka næsta árs (tafla 5).

Endurskoðun afkomuáætlunar ársins 2024

Lítill breyting er á uppfærðri afkomuáætlun yfirstandandi árs frá fjárlögum sama árs. Áætlunin kveður á um 57,2 ma.kr. halla á rekstri ríkissjóðs í ár sem er um 6 ma.kr. meiri halli en í fjárlögum ársins. Afgangur á frumjöfnuði er þó meiri í áætluninni en í fjárlögum eða 32,2 ma.kr. samanborið við 24,9 ma.kr. í fjárlögum. Á móti vegur að nú er búist við meiri halla á vaxtajöfnuði en fjárlögin sögðu til um eða 89,4 ma.kr. í áætlun ársins á móti 76,2 ma.kr. í fjárlögum.

Afkoma ríkissjóðs á næsta ári batnar lítillega milli ára en verður aðeins lakari en áætlað var í fjármálaáætlun

Eins og áður hefur verið rakið er áætlað að afkoma ríkissjóðs verði neikvæð á næsta ári um 41 ma.kr. eða um sem nemur 0,8% af landsframleiðslu. Því dregur úr hallanum í hlutfalli við landsframleiðslu milli ára. Frumjöfnuður er talinn verða jákvæður um 0,7% af landsframleiðslu á næsta ári líkt og í ár en halli á vaxtajöfnuði minnkar úr 1,2% í 0,8% af landsframleiðslu (mynd 1).

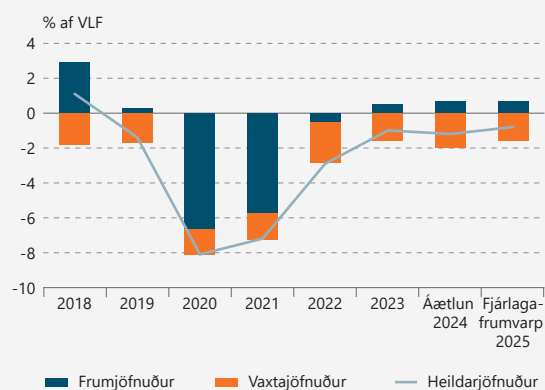
Afkoman í fjárlagafrumvarpinu er heldur lakari en áætlað var í fjármálaáætlun frá sl. sumri. Þar var áætlað að halli ársins 2025 næmi tæpum 25 ma.kr. eða 0,5% af landsframleiðslu. Í frumvarpinu er afgangur af frumjöfnuði um 4 ma.kr. minni en í áætluninni eða um sem nemur 0,1% af landsframleiðslu og áætlað er að halli á vaxtajöfnuði verði meiri um sem nemur 0,2 prósentum. Í kafla III er fjallað nánar um afkomuna þegar leiðrétt hefur verið fyrir áhrifum hagsveiflunnar en það metur hvert aðhaldsstig ríkisfjármála er hverju sinni.

Skuldahlutfall ríkissjóðs lækkar á næsta ári

Skuldir ríkissjóðs miðað við skuldaregluna sem kveðið er á um í lögum um opinber fjármál jukust úr 21,8% af landsframleiðslu árið 2019 í 33,2% árið 2021 þegar það fór hæst.² Í kjölfar þess lækkaði hlutfallið í 31,5% árið 2023 en í ár er talið að það hækki á ný í 32,1% af landsframleiðslu. Áætlað er að það lækki aftur á næsta ári í 31,4% sem er um 0,4 prósentum meira en síðasta fjármálaáætlun sagði til um (mynd 2).

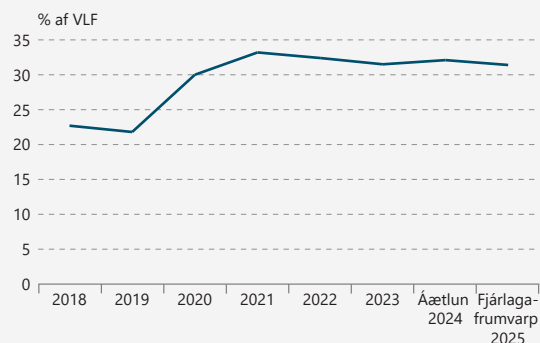
2. Miðað er við að heildarskuldir hins opinbera að frátöldum lífeyrisskuldbindingum og viðskiptaskuldum og að frádrögnum sjóðum og bankainnstæðum séu lægri en sem nemur 30% af landsframleiðslu.

Mynd 1
Afkoma ríkissjóðs 2018-2025¹



1. Afkoma A1-hluta ríkissjóðs.
Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2025, Fjármálaáætlun 2025-2029.

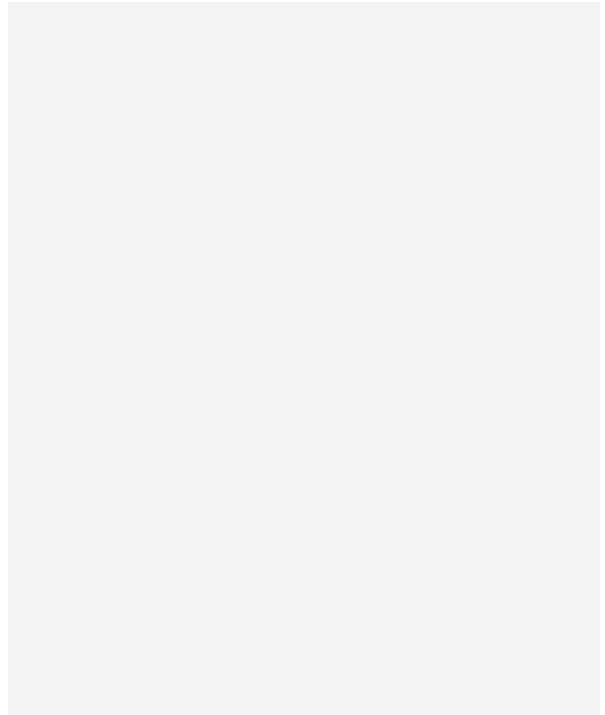
Mynd 2
Skuldir ríkissjóðs 2018-2025¹



1. Skuldir A1-hluta ríkissjóðs samkvæmt skuldareglu, þ.e. heildarskuldir að frádrögnum lífeyrisskuldbindingum, viðskiptaskuldum, sjóðum og bankainnstæðum.
Heimildir: Fjárlagafrumvarp ársins 2025, fjármála- og efnahagsmálaráðuneytið.

Halli næsta árs talinn verða meiri eftir aðra umræðu þingsins

Umfjöllunin hér að framan miðast við fjárlagafrumvarp næsta árs eins og það var þegar það var fyrst lagt fram. Alla jafnan tekur frumvarpið nokkrum breytingum í meðferð Alþingis auk þess sem þjóðhagsforsendur eru uppfærðar fyrir aðra umræðu þingsins sem kann að kalla á endurmat á tekjuþróun og þar með afkomuhorfum. Uppfærð tekjuáætlun með nýjum skattabreytingum var að þessu sinni um 23,8 ma.kr. lægri en tekjuáætlun upphaflegs frumvarps sagði til um. Hluti þessarar breytingar er vegna frestunar ákvörðunar um niðurfellingu olíu- og bensínsgjalds og innleiðingu kílómetragjalds á öll ökutæki. Á móti vegur að endurmat útgjalda er til lækkunar um 6,2 ma.kr. þar sem vegast á lækkun frumgjalda um 9,7 ma.kr. á móti áætlun um 3,5 ma.kr. hærrí vaxtagjöld. Horfur eru því á um 17,6 ma.kr. meiri halla á ríkissjóði en upphaflegt frumvarp kvað á um og hallinn verði því 58,6 ma.kr. eða sem nemur 1,2% af landsframleiðslu.



Spár Seðlabankans um efnahagsþróun ársins 2023

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

Þótt óvissu létti til muna voru áfram uppi áskoranir í spágerðinni

Á árinu 2022 gætti enn áhrifa COVID-19-faraldursins og mótvægisáðgerða stjórnvalda en um leið og faraldrinum lauk tók við kröftugur efnahagsbati sem sótti enn frekar í sig veðrið er kom fram á árið 2023. Verðbólga jókst samhlíða efnahagsbatanum og var sú mesta frá árunum eftir fjármálakreppuna enda var mikil spenna í þjóðarbúinu. Vextir voru því hækkaðir áfram eftir því sem leið á árið.

Erfiðlega gekk að sjá fyrir þann mikla hagvöxt sem varð á árinu og því var framleiðsluspenna vanmetin. Viðsnúningur í ferðaþjónustu reyndist hraðari en gert var ráð fyrir og mikil spenna var á vinnumarkaði á tímabilinu. Eldsumbrot á Reykjaneskaga gerðu á ný vart við sig undir lok ársins sem ógnuðu byggð og drógu úr áhuga erlendra ferðamanna á að koma til landsins. Ofan á það bættust ítrekaðar og umfangsmiklar endurskoðanir Hagstofu Íslands á áður birtum tölum.

Spár um hagvöxt voru of svartsýnar

Þegar maihefti *Peningamála* kom út vorið 2022 var COVID-19-farsóttin í rénun og alþjóðleg ferðalög voru smám saman að ná sér á strik. Stríð hafði hins vegar brotist út í Úkraínu undir lok febrúar 2022 og uppi var mikil óvissa um hver áhrif átakanna yrðu á heimsbúskapinn. Búist var við að þau gætu hægt á vexti alþjóðlegrar eftirspurnar, valdið skorti á framleiðsluáðföngum og leitt til hærra hrávöruverðs sem hefði neikvæð áhrif á efnahag fjölda iðnríkja. Hagvaxtarhorfur, bæði hérlendis og um heim allan, voru fyrir vikið álitnar lakari en áður. Spá um landsframleiðslu hér á landi fyrir árið 2023 var því lækkuð frá fyrri spá en þar sem matið fyrir árið 2022 var lækkað enn meira var búist við lítillega meiri hagvexti á árinu 2023.

Þegar leið á árið 2022 jókst verðbólga og einnig spenna á vinnumarkaði í aðdraganda kjarasamninga. Sterk staða flestra heimila og mikill vöxtur ráðstöfunartekna vógu þó á móti versnandi fjármálalegum skilyrðum. Innlend eftir-

spurn á árinu 2022 virtist vera sterkari en áður var talið og framleiðsluspenna var tekin að myndast. Á seinni helmingi ársins 2022 var því áfram búist við tæplega 2-3% hagvexti á árinu 2023 og að hann yrði helst drifinn áfram af vexti einkaneyslu (mynd 1).

Enn jukust teikn um vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum fram að maíútgáfu *Peningamála* 2023. Þar lögðust á eitt jákvæðari horfur um innlenda eftirspurn og utanríkisviðskipti. Þegar áætlun Hagstofunnar um landsframleiðslu á fyrsta fjórðungi 2023 lá fyrir var hins vegar ljóst að of mikillar bjartsýni hafði gætt um vöxt einkaneyslu og fjármunamyndunar í maíspánni. Að auki voru vísbendingar um hraðari viðsnúning innlendrar eftirspurnar á öðrum fjórðungi ársins en áður var spáð. Á móti vó örari bati í ferðaþjónustu. Hagvaxtarspár bankans á seinni hluta ársins 2023 og febrúarspá þessa árs (sem er síðasta spáin sem er birt fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar) gerðu allar ráð fyrir um 3½% hagvexti á árinu en matið á samsetningu hagvaxtar ársins tók breytingum: vaxandi vísbendingar voru um kröftugan bata utanríkisviðskipta en á móti var ljóst að innlend eftirspurn var að gefa hraðar eftir en talið var framan af árinu.

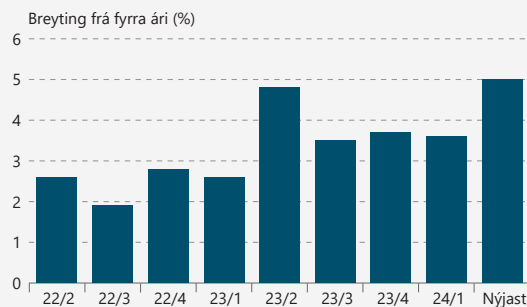
Samkvæmt fyrstu áætlun Hagstofunnar var 4,1% hagvöxtur á árinu 2023 sem er áþekkt því sem grunnspár bankans gerðu ráð fyrir á seinni hluta árs 2023 og í fyrstu spá ársins 2024. Frá þeim tíma hefur Hagstofan hins vegar endurskoðað hagvöxtinn upp í 5% sem er nokkuð umfram það sem spáð hafði verið ef frá er skilin spá bankans í maí 2023 þegar spáð var 4,8% hagvexti á árinu. Fráviknið frá spám bankans endurspeglar fyrst og fremst vanmat á framlagi utanríkisviðskipta en framlag innlendrar eftirspurnar var mun nær því sem spáð var þegar líða tók á árið.

Batinn í ferðaþjónustu var hraðari en spáð var í fyrstu

Þegar málihefti *Peningamála* árið 2022 var gefið út hafði verulega verið létt á hömlum vegna farsóttarinnar en á móti var óvissa um áhrif stríðsins í Úkraínu á ferðalög. Alþjóðlegar verðbólgu- og hagvaxtarhorfur höfðu þá tekið að versna og óttast var að hærra olíuverð kynni að leiða til hækkunar flugfargjalda. Þegar komið var fram á haustið 2022 tók bjartsýni á bata í ferðaþjónustu að aukast á ný þar sem faraldurinn og sóttvarnartakmarkanir þróuðust með hagstæðari hætti en spáð hafði verið. Til viðbótar hófst síðsumars eldgos í Meradölum á Reykjanesi sem virtist auka áhuga ferðamanna enn frekar á komum til landsins. Fljótlega varð því ljóst að fjöldi ferðamanna á árinu 2023 yrði svipaður og hann var árin fyrir farsóttina. Í málihefti *Peningamála* 2023 var því spáð tæplega 2,2 milljónum ferðamanna á landinu sem er í ágætu samræmi við þann fjölda sem á endanum kom til landsins (mynd 2).

Mynd 1

Spár um hagvöxt fyrir árið 2023¹

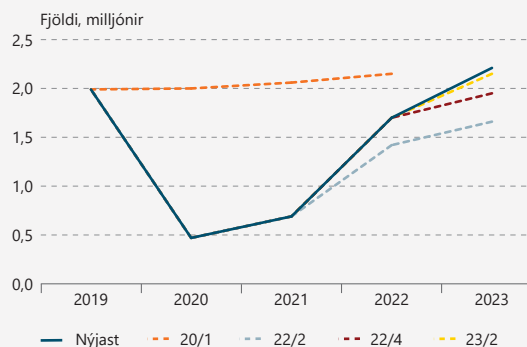


1. Spár PM 2022/2-2022/4 og 2023/1-2023/4 fyrir hagvöxt ársins 2023 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2024/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á hagvexti ársins 2023.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Spár um fjölda erlenda ferðamanna til landsins¹



1. Í spá *Peningamála* 2020/1, sem er síðasta spá bankans fyrir COVID-19-farsóttina, var ekki gerð sérstök farþegaspá fyrir árin 2021 og 2022 heldur var gert ráð fyrir tilteknum vexti í ferðalagalið þjónustuútlutnings; 3,2% árið 2021 og 4% árið 2022 og er sú spá notuð hér til að nálgast áætlun um fjölda ferðamanna. Brotalínur tákna spár en heil lína tákna rauntölur.

Heimildir: Ferðamálastofa, Seðlabanki Íslands.

Um haustið 2023 skapaðist enn á ný óvissa í greininni vegna eldhræringa á Reykjanesi. Fréttir um rýmingu Grindavíkur og að gos gæti ógnað byggð og mikilvægum innviðum mörkuðu síðustu tvo mánuði ársins og drógu úr eftirspurn eftir ferðalögum til Íslands. Síðasta spá bankans um fjölda ferðamanna á árinu sem birt var í nóvemberhefti *Peningamála* var þrátt fyrir það í góðu samræmi við nýjustu talningar Ferðamálastofu.

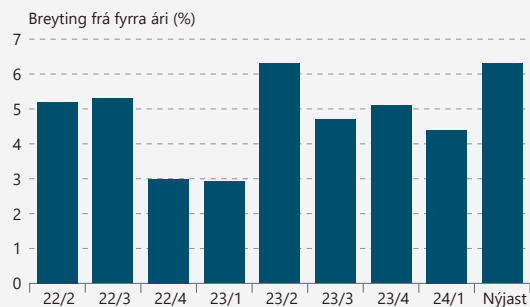
Frávik í útflutningsspám bankans litast af endurskoðunum og aðferðafræðibreytingum Hagstofunnar

Spár bankans um vöxt útflutnings voru í ágætu samræmi við nýjasta mat Hagstofunnar en viku þó um tíma af leið (mynd 3). Fyrir útgáfu nóvemberheftis *Peningamála* 2022 endurskoðaði Hagstofan umfang útfluttrar þjónustu til hækkunar á fyrri helmingi ársins 2022 á sama tíma og horfur fyrir seinni helming ársins bötnuðu til muna. Þótt horfur um útflutning á árinu 2023 væru óbreyttar öllu grunnáhrif því að spáð var minni vexti milli ára eða 3% í stað 5,3%.

Við útgáfu þjóðhagsreikninga í lok febrúar 2023 hætti Hagstofan að telja viðskipti með hugverk með í utanríkisviðskiptum og við það var magn útflutnings á árinu 2022 endurskoðað til lækkunar. Vegna grunnáhrifa hækkaði því spá um vöxt útflutnings á árinu 2023 í spá bankans í maí en auk þess féll út áætlaður samdráttur í útflutningstekjum af hugverkum á árinu 2023. Verðvísitölur vöruútflutnings voru endurskoðaðar á sama tíma og hafði það töluverð áhrif á túlkun eldri hagtalna.

Haustið 2023 var ljóst að sala loðnuhrogna var undir áætlunum. Fyrir vikið var í ágústspá bankans talið að vöruútflutningur myndi standa í stað milli ára í stað þess að aukast. Horfur um vöruútflutning versnuðu aftur í nóvemberspá bankans vegna vandamála við framleiðslu kísilafurða sökum viðhalds á stærsta ljósbogaofni Elkem auk þess sem eldisfiskar höfðu sloppið úr kví í Patreksfirði. Betri horfur um þjónustuútflutning vógu þó á móti. Í *Peningamálum* 2024/1, sem var síðasta spá bankans um útflutningsvöxt á árinu 2023, var gert ráð fyrir 4,4% aukningu milli ára. Það var í ágætu samræmi við bráðabirgðamat Hagstofunnar sem var birt í febrúar í ár en samkvæmt því var 4,8% vöxtur útflutnings á árinu 2023. Hagstofan hefur síðan endurskoðað þessar tölur og telur nú að vöxturinn á árinu hafi verið 6,3%. Vegur þar þyngst að þjónustuútflutningur lítilla og meðalstórra fyrirtækja var stórlega vanmetinn í fyrri tölum þar sem þau voru ekki í úrtaki könnunar Hagstofunnar um þjónustuviðskipti fyrir febrúarbirtingu þjóðhagsreikninga.

Mynd 3
Spár um útflutning fyrir árið 2023¹



1. Spár PM 2022/2-2022/4 og 2023/1-2023/4 fyrir vöxt útflutnings vöru og þjónustu ársins 2023 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2024/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á útflutningsvexti ársins 2023.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Spár um einkaneyslu reyndust of bjartsýnar og sparnaðarhlutfall heimila hækkaði á ný

Við upphaf ársins 2022 voru margar vísbendingar um aukna eftirspurn heimila eftir þrautir farsóttartímans. Mikil aukning var í nýskráningum bifreiða, væntingar heimila voru í hæstu hæðum og ríflægur vöxtur mældist í kortaveltu. Spá bankans í *Peningamálum 2022/2* var að einkaneysla myndi þrátt fyrir það vaxa um aðeins 3% á ári bæði árin 2022 og 2023 enda talið að nýlega hafið stríð í Úkraínu kynni að hafa neikvæð áhrif á neyslulivilja. Þegar leið á árið 2022 kom í ljós að mun meiri þungi var í vexti einkaneyslu, stutt af sterkri stöðu heimila, kröftugum vexti ráðstöfunartekna og miklum uppsöfnuðum sparnaði. Þessi sterka staða á árinu 2022 litaði einnig endurskoðun á spám fyrir árið 2023 og í maí það ár var búið að færa einkaneysluspána fyrir árið upp í 3,6% (mynd 4).

Þegar Hagstofan birti í lok maímánaðar 2023 fyrsta mat sitt á vexti einkaneyslu á fyrsta fjórðungi ársins 2023 varð hins vegar ljóst að einkaneysla á fjórðungnum hafði verið talsvert ofmetin í spá bankans. Þegar vísbendingar fyrir annan fjórðung ársins tóku að berast sást enn frekar að aukin verðbólga, hert aðhald peningastefnunnar og aukin svartsýni væru tekin að hafa áhrif. Í ágústspá bankans sama ár var vöxtur einkaneyslu því áætlaður mun minni en áður eða 1,6%. Spár bankans reyndust þó áfram vera of bjartsýnar. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar sem birtar voru í nóvember sýndu að einkaneysla hafði dregist saman milli ára á þriðja ársfjórðungi í stað þess að vaxa lítillega eins og spáð var. Í ljósi þessa var spáð í *Peningamálum 2024/1* að einkaneysla myndi einnig dragast saman milli ára á fjórða ársfjórðungi og að ársvöxtur yrði talsvert minni eða 0,5% sem er í samræmi við núverandi mat Hagstofunnar á vexti einkaneyslu á árinu.

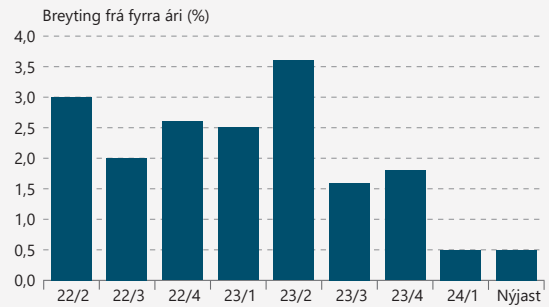
Eins og rakið hefur verið í fyrri heftum *Peningamála* hefur verið mikil óvissa um hvernig heimilin myndu ráðstafa þeim viðbótarsparnaði sem byggðist upp í kjölfar farsóttarinnar (sjá t.d. rammagrein 2 í *Peningamálum 2024/2*). Talið var að sparnaðarhlutfallið myndi lækka frá því sem það var hæst árið 2020 og annaðhvort leita í meðaltal árunna fyrir farsóttina eða jafnvel undir það á ný. Reyndin er hins vegar sú að sparnaðarhlutfallið tók að hækka töluvert á ný árið 2023 sem endurspeglar hversu hægur vöxtur einkaneyslu var það ár þrátt fyrir kröftugan vöxt kaupmáttar ráðstöfunartekna (mynd 5).

Þróttur atvinnuvegafjárfestingar var verulega vanmetinn ...

Spár um vöxt atvinnuvegafjárfestingar á árinu 2023 voru allt frá 5,3% samdrætti í *Peningamálum 2022/2* og upp í

Mynd 4

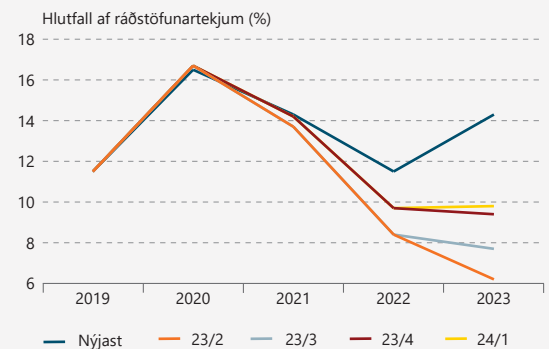
Spár um einkaneyslu fyrir árið 2023¹



1. Spár PM 2022/2-2022/4 og 2023/1-2023/4 fyrir vöxt einkaneyslu ársins 2023 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2024/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á einkaneysluxeiti ársins 2023. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Spár um sparnaðarhlutfall heimila 2019-2023¹

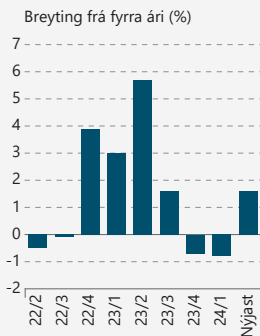


1. Spár PM 2023/2-2023/4 og 2024/1 fyrir hlutfall sparnaðar og ráðstöfunartekna ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

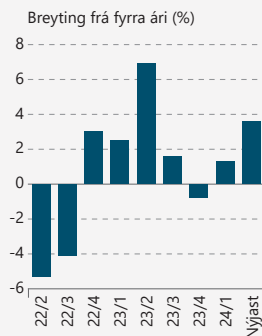
Mynd 6

Spár um fjárfestingu fyrir árið 2023¹

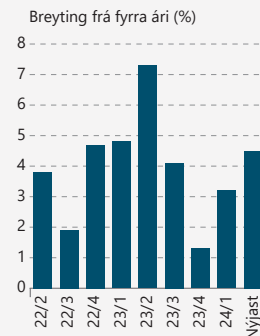
Fjárfesting alls



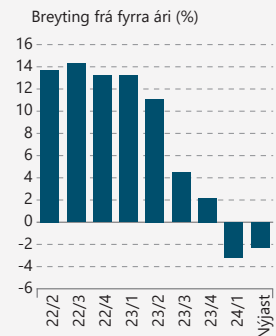
Fjárfesting atvinnuveganna



Almenn atvinnuvegafjárfesting



Íbúðafjárfesting



1. Spár PM 2022/2-2022/4 og 2023/1-2023/4 fyrir vöxt fjárfestingar ársins 2023 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2024/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á fjárfestingarvexti ársins 2023.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

6,9% vöxt í *Peningamálum* 2023/2 (mynd 6). Spár bankans snerust fyrst frá samdrætti í vöxt í nóvemberþá bankans 2022. Þótt fjárfestingarkönnun Seðlabankans gæfi til kynna ríflega 20% samdrátt í fjárfestingaráformum og samdrátt í öllum atvinnugreinum árið 2023 bentu sterk umsvif í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð til þess að töluerður skriður væri á fjármunamyndun. Við bættust aukin áform um stóriðjufjárfestingu á árinu 2023.

Í *Peningamálum* 2023/2 var spá um ársvöxt atvinnuvegafjárfestingar hækkuð mikið frá fyrri spá. Endurskoðun á sögulegum tölum Hagstofunnar skýrði stærstan hluta breytingarinnar en meðhöndlun á rekstrarleigu flugvéla í þjóðhagsreikningum hafði verið breytt þannig að fjárfesting í skipum og flugvélum mældist minni á árinu 2022. Í næstu spám á eftir versnuðu horfur um árið 2023 hins vegar á ný vegna nýrra upplýsinga um tafir á fjárfestingu í orkufrekum iðnaði og vísbendinga um að hægt hefði á vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar. Þá dró talsvert úr vexti veltu í byggingarstarfsemi þegar líða fór á árið auk þess sem snarpur samdráttur varð í innflutningi almennra fjárfestingarvara. Í *Peningamálum* 2024/1 var spá bankans því að atvinnuvegafjárfesting í heild myndi vaxa hóflega á árinu eða um 1,3% sem var nærri bráðabirgðamati Hagstofunnar í febrúar 2024. Hagstofan hefur síðan endurskoðað tölurnar og telur nú að vöxturinn hafi verið 3,6%.

... enda bentu bráðabirgðatölur Hagstofunnar til mun minni fjárfestingarumsvifa

Spár bankans um atvinnuvegafjárfestingu á árinu 2023 reyndust verulega undir bæði bráðabirgðamati Hagstofunnar frá því í febrúar 2024 og endurskoðuðum tölum frá því í ágúst. Verðmæti atvinnuvegafjárfestingar í nýjustu

áætlun Hagstofunnar er tæpum fimmtungi hærra en meðaltal síðustu átta spáa bankans sem gerðar voru fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar. Ýmsar ástæður eru fyrir því hve illa gekk að spá fyrir um atvinnuvegafjárfestingu en meginskýringuna má finna í mikilli endurskoðun á tölum Hagstofunnar. Eins og sjá má á mynd 7 er nýjasta mat Hagstofunnar á fjármunamyndun atvinnuveganna að jafnaði rúmlega 15% hærra en fyrstu bráðabirgðatölur fyrir árið 2022 og tæplega 17% hærra fyrir árið 2023 (sjá einnig umfjöllun í rammagrein 1).

Mesta endurskoðunin var á almennri atvinnuvegafjárfestingu (þ.e. án fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og í skipum og flugvélum). Bráðabirgðatölur Hagstofunnar byggjast á almennum vísbendingum um fjárfestingarumsvif, svo sem veltu í byggingagreinum og innflutningi fjárfestingarvара. Þegar gögn úr skattframtölum fyrirtækja liggja fyrir við febrúarbirtingu þjóðhagsreikninga rúmu almanaksári eftir lok viðmiðunarárs eru fyrri tölur endurskoðaðar. Þegar gögn úr skattframtölum fyrirtækja fyrir árið 2022 lágu fyrir í febrúar 2024 sýndu þau að umfang fjárfestingar hafði verið mun meira. Þessi endurskoðun hafði síðan veruleg áhrif á framreiknaðar bráðabirgðatölur fyrir árið 2023 (mynd 8).

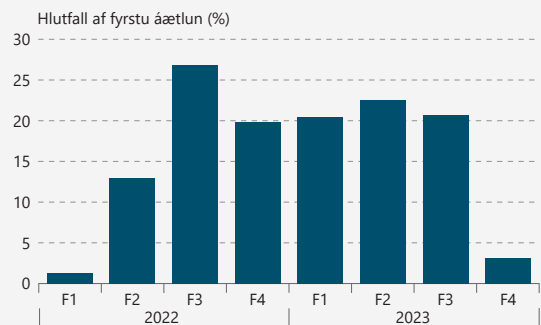
Fjárfestingu í íbúðarhúsnæði var ofspáð

Bankinn spáði framan af meiri íbúðafjárfestingu en reyndist á árinu 2023 og að hún myndi aukast verulega milli ára eða um 13-14% (mynd 6). Á árinu 2022 mældist íbúðafjárfesting sífellt minni en ráðið var af gögnum og könnunum. Tölur Hagstofunnar reyndust þannig nokkru úr takti við bæði talningar Húsnæðis- og mannvirkjastofnunar (HMS) á íbúðarhúsnæði í byggingu og aðrar skammtíma vísbendingar, svo sem um innflutning og sölu byggingarefnis og veltu í byggingargreinum. Framan af var því talið að íbúðafjárfesting væri raunverulega meiri en bráðabirgðatölur Hagstofunnar gáfu til kynna og að vantalín fjárfesting myndi skila sér þegar á liði. Spá um íbúðafjárfestingu lækkaði þó með hverri útgáfu á árinu.

Við útgáfu *Peningamála* í maí 2023 var spá um vöxt íbúðafjárfestingar færð niður í 11% en samdráttur í íbúðabyggingum á árinu 2022 hafði reynst meiri en spáð hafði verið. Þrátt fyrir það var metfjöldi íbúða í byggingu á landinu öllu um áramótin samkvæmt fasteignaskrá HMS. Að auki benti könnun Gallup til þess að fyrirtæki í byggingariðnaði störfuðu flest við full afköst og vildu fjölga starfsfólki. Þegar ágústhefti *Peningamála* kom út 2023 lágu fyrir bráðabirgðatölur Hagstofunnar um íbúðafjárfestingu á fyrsta fjórðungi ársins og var hún mun veikari en spáð hafði verið. Við það bættist að HMS gerði ráð fyrir töluvert færri fullkláruðum íbúðum á árinu en áður. Fyrir vikið var spáð

Mynd 7

Endurskoðun á fjármunamyndun atvinnuveganna¹

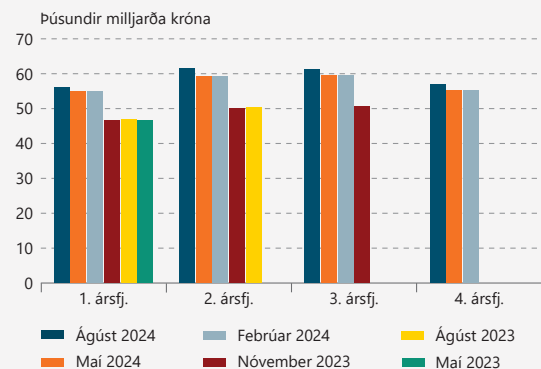


1. Hlutfallslegur munur á fyrsta mati Hagstofu Íslands fyrir hvern ársfjórðung og nýjasta mati. Nýjasta mat Hagstofu Íslands er úr þjóðhagsreikningum frá því í ágúst 2024. Fyrsta mat Hagstofu Íslands á ársfjórðungslegri fjármunamyndun atvinnuveganna er birt um tveimur mánuðum eftir lok viðmiðunartímabilsins.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Fjármunamyndun atvinnuveganna 2023¹



1. Myndin sýnir mismunandi áætlanir Hagstofu Íslands á atvinnuvegafjárfestingu árið 2023, á verðlagi ársins 2005, frá fyrstu birtingu á 1. ársfj. 2023 í maí 2023 til nýjustu birtingar í ágúst 2024.

Heimildir: Hagstofa Íslands.

enn minni vexti íbúðafjárfestingar á árinu öllu eða 4,5%. Sú spá átti þó einnig eftir að reynast of bjartsýn.

Við útgáfu *Peningamála* í nóvember 2023 hafði samdráttur mælst í íbúðafjárfestingu átta fjórðunga í röð. Skammtímaþróun bendir þó áfram til vaxtar og fjöldi íbúða í byggingu á landinu öllu um miðjan nóvember var sá mesti sem sést hafði í fasteignaskrá HMS. Af þeim sökum var talið að íbúðafjárfesting myndi ná sér á strik á ný á seinni helmingi ársins. Í *Peningamálum* 2024/1 lá hins vegar fyrir að íbúðafjárfesting hefði áfram dregist saman á þriðja fjórðungi ársins og var því spáð 3,2% samdrætti á árinu. Í nýjustu áætlun Hagstofunnar var íbúðafjárfesting á lokafjórðungi ársins sú sama og bankinn hafði spáð í *Peningamálum* í febrúar en endurskoðun á eldri tölum sýndi meiri íbúðafjárfestingu árin 2022 og 2023 en áður og því reyndist samdrátturinn á árinu heldur minni eða 2,3%.

Vel gekk að spá fyrir um vöxt samneyslu en opinberri fjárfestingu var vanspáð

Í kjölfar farsóttarinnar jókst vægi samneyslu og fjárfestingar hins opinbera í landsframleiðslunni töluvert. Á árinu 2022 gekk það að hluta til baka þegar mótvægisáðgerðir stjórnvalda runnu sitt skeið. Því var talið að 2023 yrði minni vöxtur eftirspurnar hins opinbera en árin á undan.

Spár bankans um framlag samneyslu til hagvaxtar breyttust lítið þegar á leið og voru í ágætu samræmi við nýjasta mat Hagstofunnar (mynd 9). Verr gekk hins vegar að spá um hlut opinberrar fjárfestingar. Frá upphafi var búist við samdrætti en þegar upp var staðið var hann minni en búist var við. Á heildina lítið voru spár bankans um framlag hins opinbera til hagvaxtar 2023 nærri nýjustu áætlun Hagstofunnar eða 1,3% sem er aðeins yfir spá *Peningamála* 2024/1.

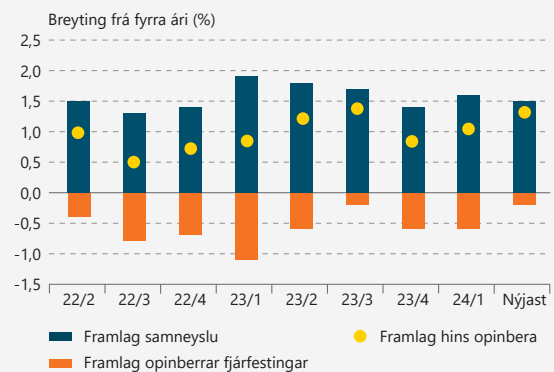
Verðbólga jókst mun meira en í fyrstu var spáð ...

Í febrúarspá *Peningamála* 2022 var spáð að verðbólga myndi ná hámarki á fyrsta fjórðungi ársins 2022 og vera að meðaltali 3,4% á árinu 2023. Í maí 2022 var verðbólguþáin fyrir árið 2023 hins vegar færð upp í 5% (mynd 10) en eins og rakið er nánar í rammagreið 6 í *Peningamálum* 2023/4 urðu verulegar breytingar á verðbólguhorfum í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu. Þá kom í ljós að krafturinn í efnahagsbatanum í kjölfar farsóttarinnar var verulega vanmetinn eins og áður hefur verið rakið. Þessi aukna spenna birtist m.a. í hækkun húsnæðisverðs og launa og þ.a.l. auknum innlendum verðbólguþrýstingi.

Verðbólga jókst hratt á öðrum fjórðungi ársins 2022 og fyrir vikið var spáð enn meiri og þrálátari verðbólgu í *Peningamálum* 2022/3. Það hægði þó tímabundið á umsvif-

Mynd 9

Spár um eftirspurn hins opinbera árið 2023¹



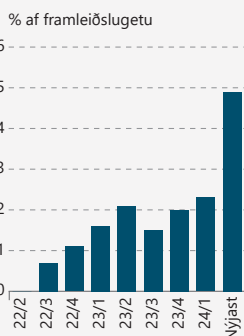
1. Spár PM 2022/2-2022/4 og 2023/1-2023/4 fyrir vöxt eftirspurnar hins opinbera árið 2023 ásamt nýjasta mati Hagstofu Íslands. Myndin sýnir einnig spá PM 2024/1 sem er síðasta spá bankans fyrir fyrstu áætlun Hagstofunnar á eftirspurn hins opinbera árið 2023.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

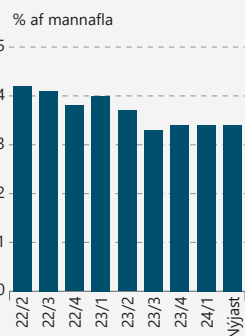
Mynd 10

Spár um áhrifaþætti verðbólgu árið 2023¹

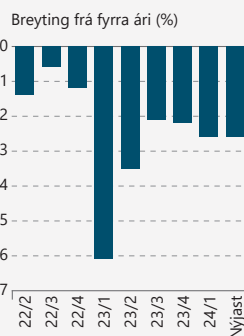
Framleiðsluspenna



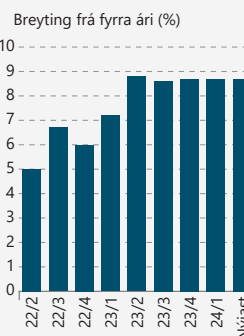
Atvinnuleysi



Gengi krónunnar



Verðbólga



1. Spár 2022/2-2024/1 fyrir valdar þjóðhagsstærðir árið 2023 ásamt endanlegri niðurstöðu ársins. Myndin sýnir atvinnuleysi samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

um á húsnæðismarkaði haustið 2022 sem dró úr verðbólgu. Skammvinn hjöðnun verðbólgu á þriðja fjórðungi ársins litaði þannig spá bankans í *Peningamálum* 2022/4 um minni verðbólgu á árinu 2023.

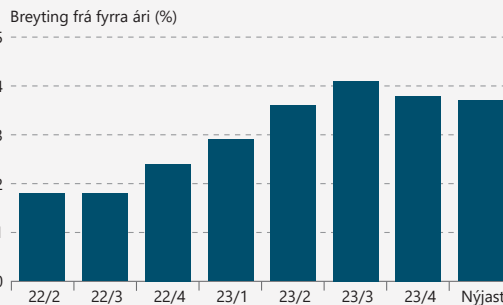
... og mikil spenna í þjóðarbúskapnum varð til þess að hún reyndist þrálátari á árinu 2023

Verðbólga tók aftur á móti að aukast á ný undir lok ársins 2022. Við útgáfu *Peningamála* 2023/2 var orðið ljóst að framleiðsluspenna í þjóðarbúinu var töluvert meiri en áður hafði verið áætlað og var spáin fyrir meðalverðbólgu ársins færð upp í 8,8%. Nýlegir kjarasamningar voru kostnaðarsamari og framhlaðnari en áður var talið en einnig mældist nokkur skortur á vinnuafli og því var hætta á enn frekara launaskriði. Mikil efnahagsumsvif, ör fólksfjölgun (mynd 11) og ríflegur vöxtur ráðstöfunartekna ollu því að verðbólguhorfur versnuðu á sama tíma og verðbólga var að hjaðna í viðskiptalöndum vegna lækunar orkuverðs. Þessi mikli kraftur innlendirar eftirspurnar gerði fyrirtækjum einnig auðveldara með að velta kostnaðarhækkunum út í verðlag auk þess sem kjölfesta langtíma-verðbólguvæntinga hafði veikst. Þá reyndist atvinnuleysi minna en spáð var sem gerði það að verkum að launaþrýstingur var meiri en gert hafði verið ráð fyrir.

Framleiðsluspennan í þjóðarbúinu var á endanum mun meiri í fyrra en upphaflega var áætlað (mynd 10). Eins og áður hefur verið rakið reyndist hagvöxtur í fyrra meiri en gert hafði verið ráð fyrir. Þá bættist við mikil endurskoðun Hagstofunnar í febrúar sl. á hagvexti ársins 2022 en eins og rakið er í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2024/2 er hann nú talinn hafa verið 9% en var áður áætlaður 7,2%. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur reyndist því meiri en áður var áætlað. Meðalverðbólga ársins endaði í 8,7% í takt við spána frá því í maí það ár.

Mynd 11

Spár um mannfjölda á vinnualdri árið 2023¹



1. Spár PM 2022/2-2022/4 og 2023/1-2023/4 fyrir vöxt mannfjölda á vinnualdri árið 2023 ásamt endanlegri niðurstöðu ársins. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Samantekt

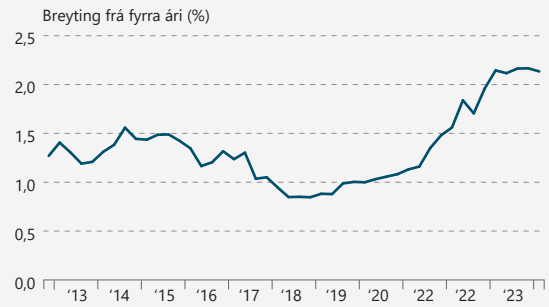
Þótt dregið hafi úr þeirri miklu óvissu sem var á tímum far-sóttarinnar reyndust skekkjur í spám bankans fyrir árið 2023 óvenju miklar sem litast m.a. af töluverðum skekkjum sem hafa verið í bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Þær skekkjur hafa aftur leitt til meiri endurskoðunar á sögulegum hag-tölum en á fyrri árum og gert spágerðinni erfitt um vik (mynd 12).

Efnahagssumsvif voru því vanmetin og meiri spennan var í þjóðarþúinu en fyrri áætlanir gáfu til kynna. Mikil og þrálát verðbólga varð að lokum til þess að kjölfesta verð-bólguvæntinga veiktist. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur reyndist því meiri en spáð var og verðbólgu ársins fyrir vikið vanspáð framan af.

Mynd 12

Endurskoðun Hagstofunnar á hagvaxtartölum¹

4. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2024



1. Mismunur á fyrstu áætlun Hagstofu Íslands á hagvexti fyrir hvern ársfjórðung og nýjasta mati. Fyrsta áætlun Hagstofunnar er birt tæpum tveimur mánuðum eftir lok viðmiðunartímabilsins. Nýjasta mat Hagstofunnar er frá ágúst 2024. Tekið er þriggja ára hlaupandi meðaltal af algildri mismunari.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Viðauki

Spátöflur

Tafla 1 Landsframleiðsla og helstu undirliðir¹

	2023	2024	2025	2026	2027
Einkaneysla	0,5 (0,5)	1,0 (1,0)	2,9 (1,8)	2,8 (2,4)	2,9
Samneysla	1,8 (2,2)	2,1 (1,5)	1,7 (1,7)	2,0 (2,0)	1,8
Fjármunamyndun	1,6 (-0,6)	1,6 (1,8)	0,5 (1,9)	1,6 (2,9)	2,6
Atvinnuvegafjárfesting	3,6 (0,9)	2,7 (2,0)	-1,9 (0,9)	1,2 (2,8)	2,4
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	-2,3 (-0,3)	4,2 (5,8)	8,1 (6,6)	4,4 (4,1)	3,4
Fjárfesting hins opinbera	-1,2 (-6,1)	-5,5 (-3,8)	1,5 (-0,2)	-0,6 (1,8)	2,5
Þjóðarútgjöld	1,6 (1,2)	1,1 (1,0)	2,0 (1,6)	2,2 (2,4)	2,6
Útflutningur vöru og þjónustu	6,3 (4,8)	-0,8 (1,1)	2,1 (3,1)	3,3 (3,3)	3,4
Innflutningur vöru og þjónustu	-1,1 (-1,4)	1,7 (2,4)	2,3 (2,2)	3,2 (3,0)	3,0
Verg landsframleiðsla (VLF)	5,0 (4,1)	0,0 (0,5)	1,9 (2,0)	2,3 (2,6)	2,7
VLF á verðlagi hvers árs (þús. ma.kr.)	4,32 (4,28)	4,55 (4,52)	4,85 (4,81)	5,10 (5,11)	5,40
Eftirspurn hins opinbera ²	1,3 (1,0)	1,0 (0,8)	1,7 (1,5)	1,7 (2,0)	1,9
Heildarfjármunamyndun (% af VLF)	24,2 (23,7)	24,7 (24,1)	24,0 (23,9)	23,8 (23,9)	23,7

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2024/3).

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Alþjóðleg efnahagsmál, ytri skilyrði og útflutningur¹

	2023	2024	2025	2026	2027
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-8,0 (-8,0)	-1,8 (0,3)	0,2 (0,5)	1,3 (1,3)	1,5
Útflutningsframleiðsla áls ²	1,2 (1,2)	-4,4 (-0,8)	0,8 (1,6)	1,1 (0,5)	1,5
Vöruútflutningur alls	1,3 (1,1)	1,3 (3,2)	1,8 (2,0)	3,3 (3,3)	2,9
Þjónustuútflutningur alls	13,1 (9,8)	-3,0 (-1,1)	2,5 (4,3)	3,3 (3,4)	3,9
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar (prósentur)	3,4 (2,9)	-1,1 (-0,6)	-0,1 (0,4)	0,1 (0,2)	0,2
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-5,6 (-5,7)	1,1 (0,1)	1,5 (0,3)	0,3 (0,3)	0,2
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af VLF)	0,5 (-0,1)	-0,1 (-0,6)	0,4 (0,0)	0,6 (0,2)	0,8
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)	1,1 (0,9)	-0,9 (-0,6)	0,0 (-0,3)	-0,1 (-0,3)	0,0
Verðbólga í helstu viðskiptalöndum ³	5,0 (5,0)	2,5 (2,6)	2,2 (2,2)	2,0 (2,0)	2,0
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum ³	1,3 (1,2)	1,4 (1,3)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,7

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2024/3).

2. Samkvæmt utanríkisverslunargögnum Hagstofu Íslands.

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

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

Tafla 3 Atvinna, laun og nýting framleiðsluþátta¹

	2023	2024	2025	2026	2027
Heildarvinnustundir ²	5,0 (5,0)	4,9 (2,2)	-0,1 (-0,4)	-0,6 (1,6)	1,8
Atvinnuleysi (% af mannafla) ²	3,4 (3,4)	3,6 (4,1)	4,4 (5,0)	4,3 (4,2)	3,7
Landsframleiðsla á vinnustund ³	0,1 (-0,9)	-4,7 (-1,7)	2,0 (2,5)	2,9 (1,0)	0,9
Launakostnaður á framleidda einingu ⁴	6,8 (7,8)	7,1 (6,3)	4,0 (3,4)	3,0 (4,6)	4,6
Kaupmáttur ráðstöfunartekna ⁵	4,0 (0,6)	2,9 (1,3)	1,2 (0,9)	1,5 (3,9)	4,1
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	4,9 (4,0)	1,0 (0,4)	-0,5 (-0,7)	-0,2 (-0,5)	0,4

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2024/3).

2. Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK).

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

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

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Gengi krónunnar og verðbólga¹

	2023	2024	2025	2026	2027
Vísitala meðalgengis ²	-2,6 (-2,6)	-0,3 (-0,2)	0,9 (-0,3)	0,5 (-0,5)	-0,2
Raugengi (hlutfallslegt verðlag)	0,9 (0,9)	3,0 (3,3)	2,1 (1,6)	1,2 (0,4)	0,2
Verðbólga (vísitala neysluverðs)	8,7 (8,7)	5,9 (6,2)	3,4 (4,2)	2,7 (2,9)	2,5

1. Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram (tölur í svigum eru spá PM 2024/3).

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Ársfjórðungsleg verðbólguþá (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma fyrir ári)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi	
2023:4	7,9 (7,9)	5,5 (5,5)
2024:1	6,7 (6,7)	5,7 (5,7)
2024:2	6,0 (6,0)	8,6 (8,6)
2024:3	5,9 (6,3)	3,9 (5,3)
	Spáð gildi	
2024:4	4,8 (5,8)	1,4 (3,8)
2025:1	4,1 (5,1)	2,7 (2,8)
2025:2	3,2 (4,4)	4,9 (5,8)
2025:3	3,0 (3,7)	3,0 (2,3)
2025:4	3,2 (3,6)	2,4 (3,6)
2026:1	3,2 (3,4)	2,3 (1,9)
2026:2	2,9 (3,0)	3,8 (4,0)
2026:3	2,4 (2,6)	0,9 (1,0)
2026:4	2,5 (2,4)	2,8 (2,8)
2027:1	2,3 (2,3)	1,8 (1,5)
2027:2	2,4 (2,4)	4,3 (4,2)
2027:3	2,5 (2,5)	1,3 (1,3)
2027:4	2,6	3,1

1. Tölur í svigum eru spá PM 2024/3.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

