

Vegvísir

Mánaðarrit Hagfræðideildar Landsbankans

Maí 2013



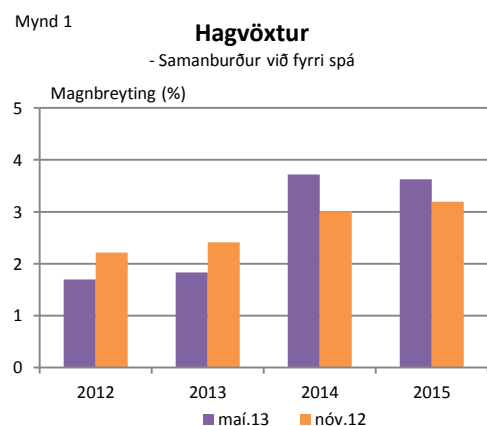
Hagvaxtarhorfur næstu ára svipaðar en verðbólguhorfur heldur betri

Vegvísirinn er að þessu sinni helgaður uppfærðri þjóðhags- og verðbólguþspá Hagfræðideildar, en deildin birti síðast ítarlega þjóðhagsþspá í lok nóvember á síðasta ári¹. Hagvöxtur á síðasta ári var 1,6% samkvæmt fyrsta mati Hagstofu Íslands. Þetta var heldur minni hagvöxtur en gert var ráð fyrir í nóvemberþspá Hagfræðideildar (2,2%). Við teljum að uppfært mat Hagstofunnar síðar á árinu verði nálægt 2%. Þspá um einkaneyslu og fjárfestingu á spátímabilinu hefur verið lækkuð. Hins vegar er reiknað með meiri vexti útflutnings og minni vexti innflutnings. Vöruskiptaafgangur verður því hagstæðari á spátímabilinu en áður var vænst. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði lægri og að jafnaði undir efri vikiðmörkum verðbólguþspámarkmiðsins á öllu tímabilinu sem er breyting frá fyrri þspá. Þspár um þróun stýrivaxta og gengi krónunnar eru óbreyttar. Gengi krónu verður á bilinu 160 til 170 krónur á móti evru ef þspáin gengur eftir en meðalgengi hvers árs verður veikara eftir því sem líður á spátímabili. Stýrivextir verða 6,25% í lok tímabilsins.

Minni hagvöxtur í ár...

Gert er ráð fyrir að hagvöxtur í ár verði 1,8%. Þetta er lækkun frá nóvemberþspá okkar, þar sem þspáð var 2,4% hagvexti. Þessi lækkun byggist fyrst og fremst á því að nú er gert ráð fyrir að fjármunamyndun dragist saman á milli ára. Lækkunin er að nokkru leyti vegna mikilla fjárfestinga í skipum og flugvélum á seinasta ári. Einnig er gert ráð fyrir að almenn atvinnuvegafjárfesting, þ.e. fjárfesting atvinnuvega fyrir utan stóriðju, skip og flugvélar, standi í stað milli ára, en í nóvemberþspá var gert ráð fyrir að hún myndi taka verulega við sér í ár.

Auk þess gerum við ráð fyrir minni vexti einkaneyslu



Heimild: Hagfræðideild Landsbankans, Hagstofa Íslands

¹ Sjá ritið Þjóðhagur, nóvember 2012, Landsbankinn; <http://umraedan.landsbankinn.is/uploads/documents/umraedan/efnahagsmal/thjodhagur-2012.pdf>

milli ára. Á móti kemur að gert er ráð fyrir heldur meiri útflutningi þjónustu, og þá sér í lagi að fleiri ferðamenn sæki landið heim á árinu. Einnig er gert ráð fyrir minni innflutningi á vörum og þjónustu vegna minni fjárfestinga og minni einkaneyslu.

... en meiri á næstu tveimur árum

Árin 2014 og 2015 er búist við heldur meiri hagvexti en í nóvemberspá okkar. Það byggist fyrst og fremst á því að nú er gert ráð fyrir meiri fjármunamyndun en áður.

Óbreytt spá um gengi krónunnar...

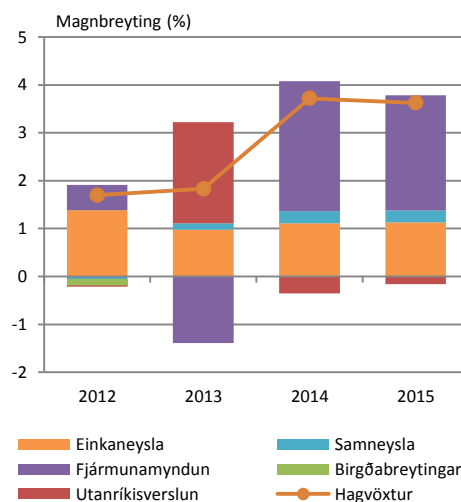
Líkt og í nóvemberspánni er gert ráð fyrir að gengi krónunnar verði á bilinu 160 til 170 krónur á hverja evru út spátímabilið og að í lok þess verði það við efri mörk bilsins.

... en heldur minni verðbólga

Gert er ráð fyrir heldur minni verðbólgu næstu 3 ár en í nóvemberspá, hún verði á bilinu 3 til 3½ % í stað u.þ.b. 4%. Breytingin byggir fyrst og fremst á lækkun verðbólguvæntinga auk þess sem verðbólguþrýstingur hefur reynst minni á þessu ári en gert var ráð fyrir í nóvember.

Mynd 2

Framlag til hagvaxtar

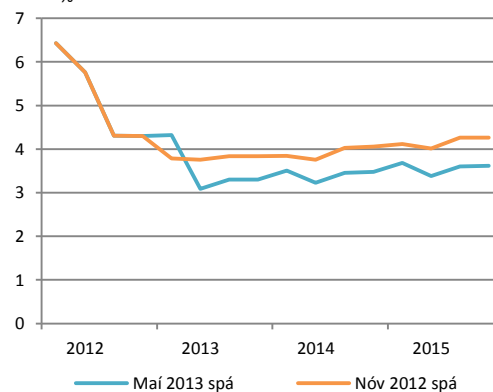


Heimild: Hagfræðideild Landsbankans

Mynd 3

Verðbólguþrýstingur

- samanburður við fyrri spá



Heimild: Hagfræðideild Landsbankans

Tafla 1: Þjóðhagsspá Hagfræðideildar Landsbankans – yfirlit.

Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar	Í ma. Kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%)			
	2012	2012	2013	2014	2015
Verg landsframleiðsla	1.708	1,6 (2,2)	1,8 (2,4)	3,7 (3,0)	3,6 (3,2)
Einkaneysla	916	2,7 (3,0)	1,9 (2,1)	2,1 (2,8)	2,2 (2,1)
Samneysla	436	-0,2 (0,0)	0,5 (0,5)	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)
Fjármunamyndun	246	4,4 (5,4)	-11,1 (5,9)	24,8 (12,4)	18,3 (14,8)
Atvinnuvegafjárfesting	170	8,6 (5,1)	-24,1 (4,3)	29,8 (13,8)	22,8 (15,3)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	45	6,9 (19,2)	19,0 (11,0)	21,0 (12,0)	12,0 (16,0)
Fjárfesting hins opinbera	31	-17,0 (-11,0)	15,0 (5,0)	12,5 (6,0)	10,0 (10,0)
Útflutningur vöru og þjónustu	1.011	3,9 (5,8)	4,5 (3,1)	3,4 (4,7)	4,2 (5,7)
Innflutningur vöru og þjónustu	903	4,8 (7,3)	-0,4 (2,2)	5,6 (6,9)	6,0 (7,8)

Stýrivextir og verðbólga	2012	2013	2014	2015
Stýrivextir (lok árs, %)	6,10 (6,00)	5,75 (5,75)	6,00 (6,00)	6,25 (6,25)
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	5,2 (5,2)	3,5 (3,8)	3,4 (3,9)	3,6 (4,2)
Gengi evru (ársmeðaltal)	161 (161)	164 (164)	166 (166)	170 (171)

Vinumarkaður	Ársmeðaltal			
	2012	2013	2014	2015
Kaupmáttur launa (breyting frá fyrra ári, %)	2,5 (1,3)	1,1 (1,1)	1,5 (1,5)	1,5 (1,5)
Atvinnuleysi (hlutfall af vinnuafli, %)	6,0 (6,2)	4,8 (5,2)	4,2 (4,3)	3,4 (3,5)

Viðskiptajöfnuður	Hlutfall af landsframleiðslu			
	2012	2013	2014	2015
Vöru og þjónustujöfnuður	8,9 (9,0)	10,9 (9,4)	10,1 (8,8)	9,6 (8,2)
Viðskiptajöfnuður	-2,5 (-5,6)	2,7 (-1,6)	1,0 (-1,9)	0,8 (-2,3)
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður*	5,5 (4,9)	8,3 (5,6)	6,2 (4,8)	5,6 (3,9)

Tölur innan sviga eru spá Hagfræðideildar frá nóvember 2012

* Leiðrétt hefur verið fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjors búa þeirra og fyrir lyfjafyrirtækinu Actavis.

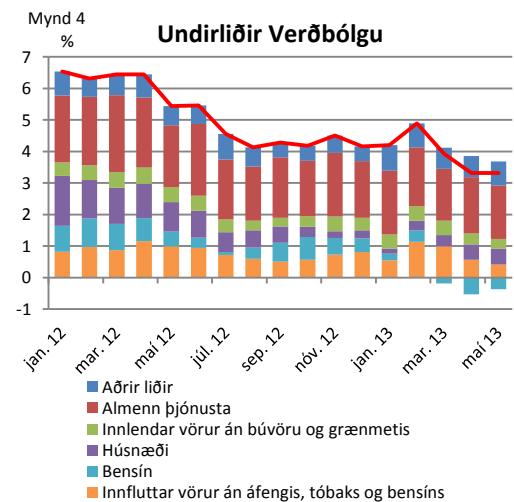
Gerum ráð fyrir að verðbólga verði undir 4% út spátímabilið

Frá byrjun árs 2012 hefur verðbólgan verið á undanhaldi. Í maí mældist verðbólgan 3,3% í samanburði við rúmlega 6,4% í ársbyrjun 2012.

Framlag þjónustuliða og innlendra vöruliða til verðbólgunnar er nú hlutfallslega mun meira en í upphafi árs 2012. Minni verðbólga skýrist aðallega af lækkun á bensínverði og minni hækkun á innfluttum vörum og húsnæði.

Seðlabankinn virkari á gjaldeyrismarkaði

Í kjölfar mikillar lækkunar krónunnar á síðari hluta ársins 2012 hætti Seðlabanki Íslands (SÍ) reglubundnum kaupum á gjaldeyri um seinustu



Framlag einstakra undirliða til verðbólgu. 12 mánaða breyting
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans

áramót og hóf að selja gjaldeyri á markaði. Auk þess seldi SÍ Landsbankanum gjaldeyri í upphafi árs til þess að sá síðarnefndi þyrfti ekki að fara út á markað.

Samhliða vaxtaákvörðun þann 15. maí s.l. tilkynnti SÍ að hann yrði virkari á gjaldeyrismarkaði á næstu misserum með það að markmiði að draga úr sveiflum í gengi krónunnar. Í rökstuðningi við þessa ákvörðun kom meðal annars fram að gengi krónunnar væri nálægt því sem að óbreyttu ætti að nægja til þess að verðbólguþéttun náist á spátímabilinu.

Helstu áhrifættir í spánni

- Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur lækkað samhliða hjöðnun verðbólgunnar. Verðbólguálagið er nú á bilinu 3 til 4%. Álagið hefur lækkað umtalsvert frá því fyrri hluta árs 2012 þegar það var yfir 5%.
- Í seinustu væntingakönnun markaðsaðila voru væntingar um 4,2% meðalverðbólgu næstu 5 ár í samanburði við í kringum 5% fyrri hluta 2012.
- Á síðustu misserum hefur aðgengi innlendra aðila að erlendu lánsfé aukist. Í febrúar gaf Arion banki út skuldabréf í Noregi og í apríl gerði Orkuveita Reykjavíkur lánasamning við erlent fjármálafyrirtæki.
- Gert er ráð fyrir að endurfjármögnun á skuldabréfaláni Landsbankans við LBI verði tryggð og að áframhald verði á bættu aðgengi innlendra aðila að erlendu lánsfjármagni.
- Verði þessi endurfjármögnun umfram væntingar er ekki gert ráð fyrir að það skili sér í sterkara gengi krónunnar, heldur að svigrúmið sem skapast verði nýtt til að hefja afnám fjármagnshafta í mjög smáum skrefum eða í uppbyggingu óskuldsetts gjaldeyrisforða.
- Takist SÍ að halda sveiflum gengisins í lágmarki mun það stuðla að lægri verðbólgu.

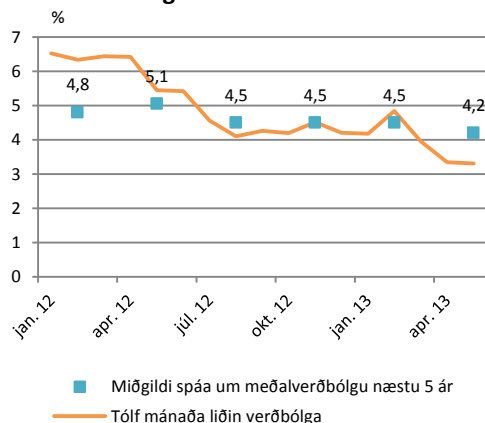
Lítill breyting á nóvemberspá

Við gerum áfram ráð fyrir svipaðri gengisþróun og í nóvemberspá, þ.e. að SÍ nái að halda gengi krónunnar gagnvart evru á bilinu 160 til 170.

Gert er ráð fyrir heldur minni verðbólgu næstu 3 ár en í nóvemberspánni og að hún verði á bilinu 3 til 3½ % í stað u.þ.b. 4%. Breytingin byggir fyrst og fremst á lægri verðbólguvæntingum auk þess sem verðbólguþrýstingur hefur reynst minni á þessu ári en gert var ráð fyrir í nóvember.

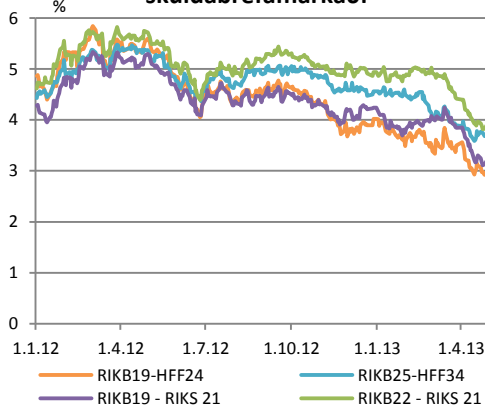
Stýrivaxtasþáin frá því í nóvember er hins vegar

Mynd 5 Væntingakönnun markaðsaðila



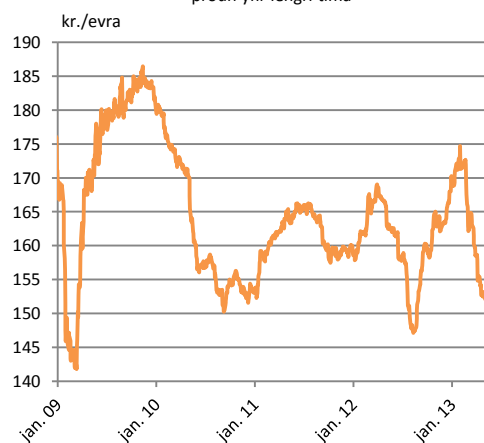
Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands

Mynd 6 Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði



Heimild: OMX Ísland

Mynd 7 Gengisþróun - þróun yfir lengri tíma



Heimild: Thomson Reuters Eikon

óbreytt. Lægri verðbólga, verri hagvaxtarhorfur og stöðugra gengi gætu leitt til lítilsháttar lækkunar stýrivaxta með haustinu. Gert er ráð fyrir að stýrivextir verði 6,25% í lok árs 2015.

Spá um vöxt einkaneyslu lækkar

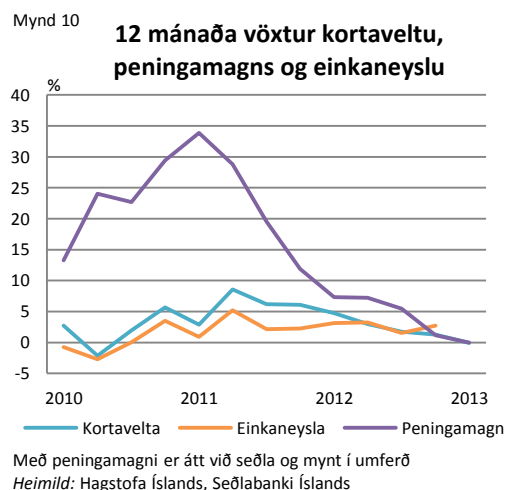
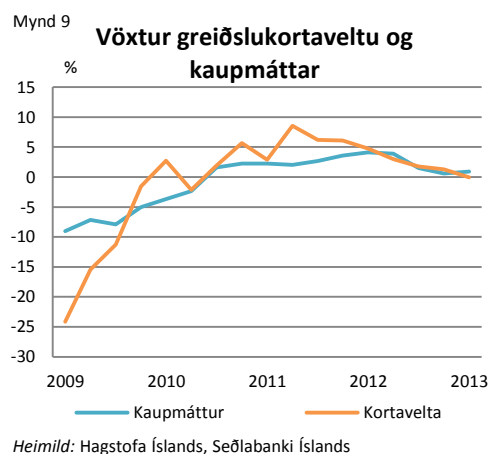
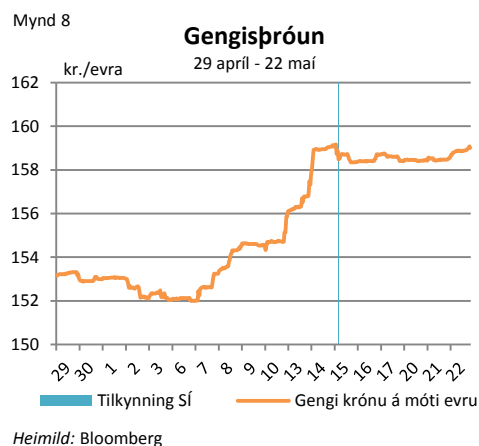
Gert er ráð fyrir minni vexti einkaneyslu á þessu og næsta ári en í spánni frá því í nóvember. Þannig er gert ráð fyrir að vöxtur einkaneyslu verði 1,9% á þessu ári í stað 2,1% í nóvemberspánni. Á næsta ári er gert ráð fyrir að vöxturinn verði 2,1% til samanburðar við fyrri spá upp á 2,8%.

Greiðslukortavelta sýnir veikan vöxt

12 mánaða vöxtur kortaveltu hefur farið sífellt lækkandi frá 2. ársfjórðungi 2011. Á 1. ársfjórðungi þessa árs mældist samdráttur í fyrsta skipti síðan á 2. ársfjórðungi 2010. Þessi þróun bendir til þess að undirliggjandi geta heimila til að auka einkaneyslu kunni að hafa verið ofmetin. Í því samhengi má benda á að mikill vöxtur 2011 og fyrri hluta árs 2012, einkenndist af ýmsum tímabundnum viðbótartekjum heimila eins og úttekt séreignarsparnaðar. Það kann því að hafa gefið bjagaða mynd af neyslugetu heimila, en mörg þeirra standa enn höllum fæti fjárhagslega. Til lengri tíma litið fylgjast að kaupmáttarþróun og vöxtur í einkaneyslu. Á síðustu ársfjórðungum hefur greiðslukortaveltan fylgt kaupmáttarþróuninni nánar eftir samfara því að ýmsar sértekjur til skemmri tíma hafa fjarað út.

Mikið magn seðla í umferð

Vöxtur reiðufjár í hagkerfinu jókst mjög í kjölfar hrunsins. Það skýrist að hluta af vantrausti almennings á bankakerfinu sem jókst í kjölfar gjaldþrota viðskiptabankanna. Aukningin á 12 mánaða grundvelli fór upp í 57% að raunvirði á 4. ársfjórðungi 2008 en smám saman hefur hægt á vextinum. Á undanförunum misserum hefur vöxturinn fylgt þróun greiðslukortaveltu eftir. Peningamagn á þennan mælikvarða, þ.e. seðlar og mynt í umferð, hefur vaxið mjög sem hlutfall af landsframleiðslu eftir hrun. Hlutfallið hafði legið á töluvert þröngu bili frá árinu 2000 til 3. ársfjórðungs 2008 eða á bilinu 3,3 til 3,9%. Strax á 4. ársfjórðungi 2008 fór hlutfallið upp í 5,6% og hefur leitað upp á við síðan og mældist 8,5% á 4. ársfjórðungi 2012.



Hækkun á þessu hlutfalli gæti bent til þess að svört atvinnustarfsemi hafi aukist eftir hrun og því kunni að vera til staðar ákveðið vanmat á undirliggjandi umfangi einkaneyslu. Í byrjun árs 2008 var seðlamagn í umferð um 35.800 krónur á hvern íbúa landsins en í byrjun þessa árs var það um 118.800 krónur. Upphæð reiðufjár í umferð hefur því rúmlega þrefaldast á sama tíma og verðlag hefur hækkað um rúmlega 40%. Miðað við þróunina síðustu misseri bendir ekkert til þess að hlutfallið sé á leiðinni niður og að það hafi staðnæmst í kringum 8,5% af landsframleiðslu. Svo hátt hlutfall í sögulegu ljósi verður að teljast athyglisvert umhugsunarefni fyrir stjórnvöld í ljósi þess að þetta gæti verið vísending um vöxt neðanjarðarhagkerfisins. Í þessu samhengi er ljóst að áform Seðlabanka Íslands um útgáfu nýs 10 þúsund króna seðils eru síst til þess fallin að sporna við þessari þróun.

Greiðslukortaveltan kann að vanmeta undirliggjandi einkaneyslu

Vöxtur greiðslukortaveltu og einkaneyslu eins og hún mælist samkvæmt Hagstofunni fylgjast jafnan að yfir tíma. Á 4. ársfjórðungi 2012 mældist meiri vöxtur í einkaneyslu en kortaveltu og gæti það bent til þess að kortaveltan vanmeti undirliggjandi vöxt einkaneyslu. Það sem helst skýrir mismun á kortaveltu og einkaneyslu er annars vegar bílakaup og hins vegar kostnaður við rekstur húsnæðis en sá liður stendur á bak við um 20% af einkaneyslunni.

Atvinnuleysi minnkar á spátímanum

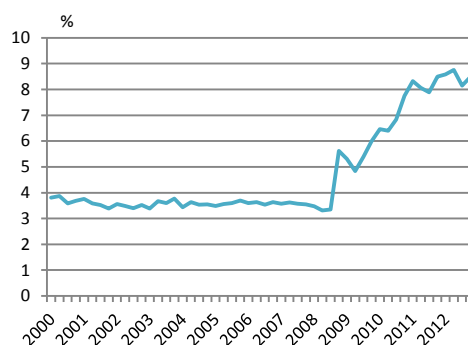
Atvinnuleysið hefur farið minnkandi á undanförunum misserum. Samkvæmt vinnuþróunarsókn Hagstofunnar var atvinnuleysið 5,8% á 1. ársfjórðungi 2013. Þetta er töluverð breyting þar sem atvinnuleysið á sama tíma árið 2012 mældist 7,2% og 7,8% á 1. fjórðungi ársins 2011. Atvinnuleysið hefur því lækkað um 1,4 prósentur undanfarið ár og hefur minnkað hraðar en spár gerðu ráð fyrir.

Í nóvemberspánni var gert ráð fyrir að atvinnuleysi yrði 5,2% að meðaltali á árinu 2013 miðað við tölur frá Hagstofu Íslands. Að þessu sinni er því spáð að atvinnuleysið verði 4,8% að meðaltali 2013. Í heildina mun atvinnuleysið minnka hraðar en gert var ráð fyrir í nóvember og gerir spáin ráð fyrir því að atvinnuleysið verði 3,4% að meðaltali árið 2015.

Hófleg kaupmáttaraukning framundan

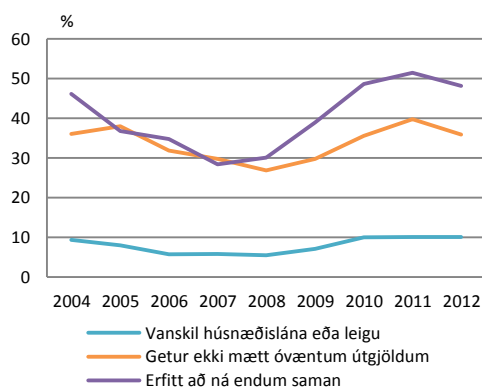
Á fyrstu mánuðum ársins 2013 var kaupmáttur á

Mynd 11
Seðlar og mynt sem hlutfall af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands og Hagstofa Íslands

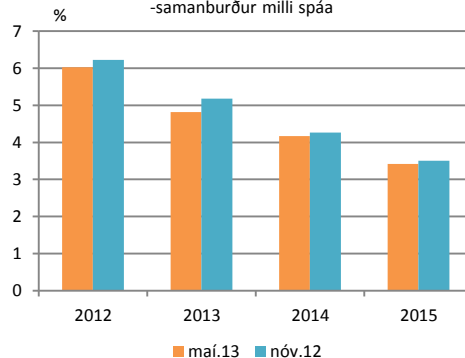
Mynd 12
Staða heimila



Myndin sýnir hlutfall heimila í vandræðum

Heimild: Hagstofa Íslands

Mynd 13
Atvinnuleysi
-samanburður milli spáa



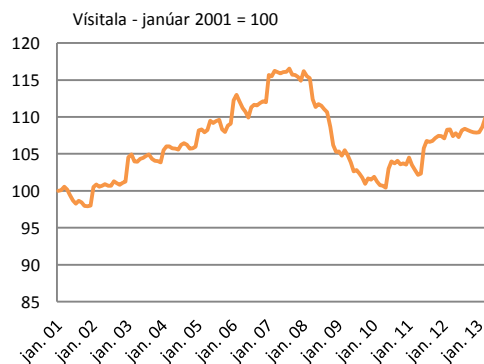
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans

svipuðum stað og árið 2005. Sé litið á þróun síðustu tveggja ára sést greinilega að töluverðar launahækkanir hafa ekki náð að auka kaupmáttinn að neinu marki. Haldist verðbólga á svipuðum slóðum og nú er má ætla að kaupmáttarstigið verði eilítið betra en raunin var á síðasta ári. Búist er við að kaupmáttaraukning verði 4,2% á spátímanum, sem er óbreytt frá því í nóvemberspá.

Helstu áhrifapættir í spánni

- Ætla má að vöxtur einkaneyslu síðasta árs hafi að töluverðu leyti verið fjármagnaður með aukinni notkun yfirdráttarheimilda. Á síðasta ári jókst greiðslukortaveltan um 44 ma.kr. miðað við árið 2011. Meðalstaða yfirdráttarlána jókst um 13,5 ma.kr. milli sömu tímabila. Því lætur nærri að þriðja hver króna í aukinni neyslu hafi verið fjármögnuð með auknum yfirdrætti. Vöxtur einkaneyslu á síðasta ári er því ekki byggður á jafn traustum grunni og ætla mætti.
- Fjárhagsstaða heimilanna batnaði milli árána 2011 og 2012 samkvæmt könnun Hagstofunnar, í fyrsta skiptið frá hruni. Þrátt fyrir það er staða heimilanna almennt séð erfið og á tæplega helmingur þeirra enn erfitt með að ná endum saman að eigin sögn. Þessi staða mun halda aftur af vexti einkaneyslu til skemmri tíma litið.
- Í spánni er ekki reiknað með stórfelldum almennum afskriftum verðtryggðra íbúðalána landsmanna. Ef stjórnvöld ákveða að ráðast í þess háttar aðgerðir má ætla að það hafi tímabundin jákvæð áhrif á einkaneysluna.
- Væntingavísitala Gallup mældist yfir 100 stigum í maí í fyrsta skipti síðan í byrjun árs 2008. Í fyrsta skipti síðan þá eru fleiri landsmenn bjartsýnir en svartsýnir á þróun atvinnu- og efnahagslífs.
- Í alþjóðlegum samanburði er ástandið á íslenskum vinnumarkaði nokkuð gott. Samanburður við nágrannaríkin (OECD-ríkin og evrusvæðið) sýnir að þróunin að undanfögnu hefur verið tiltölulega hagstæð hér á landi, meira hefur dregið úr atvinnuleysi og hlutfall starfandi á vinnumarkaði hefur aukist meira hér.
- Í nýlegri könnun frá Capacent Gallup kom fram að fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsmönnum en fækka á næstunni.
- Kjarasamningar renna út í lok nóvember og er undirbúningur samningaviðræðna þegar hafinn. Staðan til almennra kjarabóta og aukningar

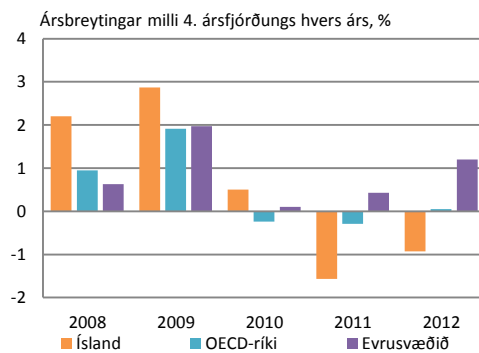
Mynd 14 **Kaupmáttur launa frá 2001**



Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans

Mynd 15

Atvinnuleysi



Fjöldi atvinnulausra sem hlutfall af vinnuafli.

Heimild: OECD, Hagstofa Íslands

kaupmáttar hlýtur að teljast erfið.

Kaupmáttarvöxtur og minna atvinnuleysi styðja við vöxt einkaneyslu

Einkaneyslan mun verða minni en áður var talið en skýrar vísbendingar eru um að geta heimila til að auka neyslu sé ekki jafn mikil og vænst var í nóvember. Vöxtur kaupmáttar og minna atvinnuleysi munu styðja við vöxt einkaneyslu.

Minna atvinnuleysi mun vega á móti því að ýmsar sértekjur hverfa þegar líður á spátímabilið. Framvinda atvinnuleysis verður án efa háð því hvort ráðist verði í mannaflsfrekar framkvæmdir og hvort byggingamarkaður taki meira við sér á spátímabilinu en gert hefur verið ráð fyrir.

Framleiðniaukning í hagkerfinu er tiltölulega lítil og launakostnaður á framleidda einingu hækkar meira um þessar mundir en nemur opinberu verðbólgu markmiði Seðlabankans. Launahækkanir umfram það sem samrýmist stöðugu verðlagi munu ekki leiða til varanlegrar kaupmáttar aukningar. Þetta verður mikilvægt að hafa í huga í næstu kjarasamningum.

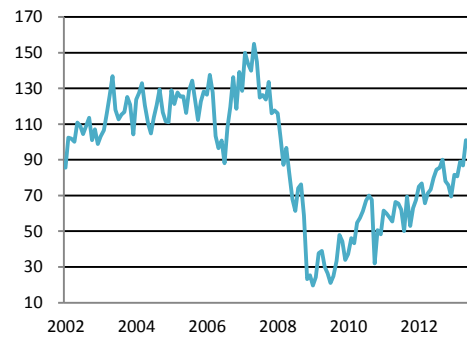
Heldur minni fjárfesting í pípunum

Fjárfesting jókst um 4,4% á síðasta ári samanborið við árið 2011. Það var nokkuð minni aukning en árið áður þegar hún nam 14,4%. Aukningin á síðasta ári kom aðallega til vegna aukinnar fjárfestingar í skipum og flugvélum, en að henni frátalinni dróst fjárfesting saman um 4,7%. Vöxtur fjárfestingar var mun minni en reiknað var með í nóvember en rétt er að hafa í huga að algengt er að Hagstofan endurskoði tölur um fjárfestingu til hækkunar þegar frá líður. Samantekið er gert ráð fyrir að heildarfjármunamyndun út spátímabilið verði ögn minni en í nóvemberspá Hagfræðideildar. Gert er ráð fyrir að fjárfesting dragist töluvert saman á þessu ári og má rekja það að mestu leyti til mikils samdráttar í fjárfestingu í skipum og flugvélum sem var óvenjumikill í fyrra og kom að miklu leyti fram eftir að nóvemberspáin hafði verið birt sem skýrir breytinguna frá fyrri spá.

Fjárfesting enn í hæggangni

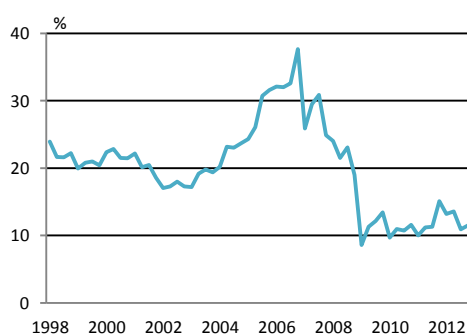
Fjárfesting hefur ekki tekið við sér eftir hrun sem hefur haft veruleg áhrif á fjármagnsstofn hagkerfisins sem hefur minnkað á síðustu árum. Frá árinu 2008 hefur

Mynd 16 Væntingavísitala Gallup



Heimild: Seðlabanki Íslands

Mynd 17 Hlutfall fjárfestingar af VLF



Heimild: Hagstofa Íslands

fjármagnsstofninn dregist saman um 3,5%. Tölurnar ná aftur til loka seinna stríðs og er þetta eina tímabilið fyrir utan kreppuna á fyrri hluta tíunda áratugarins þar sem fjármagnsstofninn dróst saman. Mjög brýnt er að auka fjárfestingu hér á landi enda er hún forsenda aukinnar landsframleiðslu og betri lífskjara til lengri tíma litið.

Íbúðafjárfesting nálgast fyrra horf

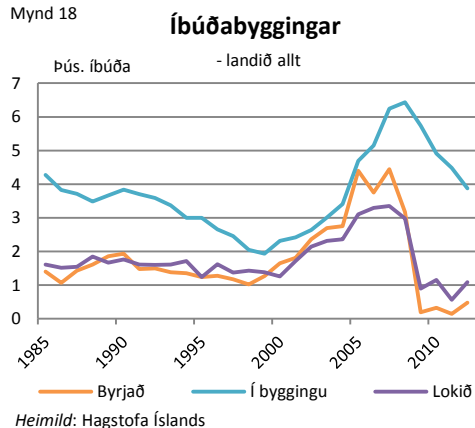
Byggingageirinn er sú atvinnugrein sem fór hvað verst út úr efnahagsáfallinu 2008, enda hafði greinin risið mikið á árunum þar á undan. Á árinu 2007 var byrjað á um 4.500 íbúðum á landinu öllu, en einungis 142 íbúðum árið 2011 og tæplega 500 á árinu 2012.

Íbúðafjárfesting jókst um 6,9% árið 2012 og hefur farið vaxandi frá því að hún náði lágmarki árið 2010. Í ár er búist við því að fjárfesting í íbúðarhúsnæði aukist um 19% frá fyrra ári. Árið 2014 er búist við meiri vexti eða 21% en heldur dragi úr vaxtarhraðanum árið 2015 þegar spáin hljóðar uppá 12% vöxt. Hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu var 2,7% í fyrra en fer í 3,5% árið 2015, gangi spáin eftir.

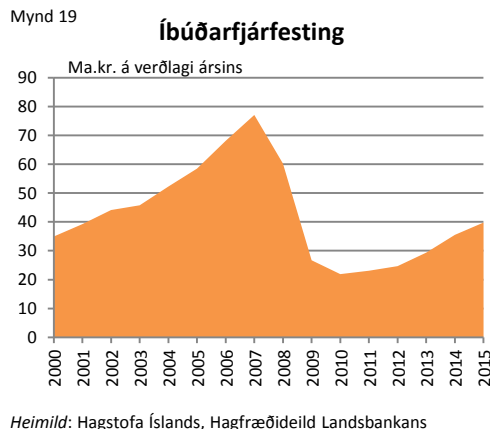
Helstu áhrifapættir í spánni

- Niðurstaða könnunar Seðlabankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja sýna að þau gera að jafnaði ráð fyrir að draga úr fjárfestingu í ár miðað við 2012. Á næsta ári og árið 2015 er búist við töluverðum vexti samfara batnandi efnahag.
- Hluti stóriðju fjárfestingar sem spáð hafði verið á þessu ári flyst yfir á næsta ár og er gert ráð fyrir nokkuð meiri stóriðju fjárfestingu árin 2014 og 2015 en í nóvemberspá Hagfræðideildar og helgast það að hluta til af nýrri stjórnarstefnu en nýju stjórnarflokkarnir hafa talað jákvæðar um fjárfestingu í stóriðju en fráfarandi stjórn.
- Almenn má gera má ráð fyrir að fjárfesting í atvinnulífinu á næstu árum markist að töluverðu leyti af því hvort fyrirtæki séu í útflutningi eða ekki. Gengisfall krónunnar hefur aukið mjög samkeppnishæfni íslensks útflutnings og mun ýta verulega á fjárfestingar þar á næstu árum. Ferðaþjónustan hefur t.d. verið í miklum vexti á undanförunum misserum og mun það þrýsta á um fjárfestingu á næstu árum.
- Gera má ráð fyrir að nýr stjórnarsáttmáli hafi áhrif á væntingar stjórnenda upp á við og það muni ýta frekar undir herra fjárfestingarstig í hagkerfinu. Þetta á sérstaklega við um sjávarútveg en mikil

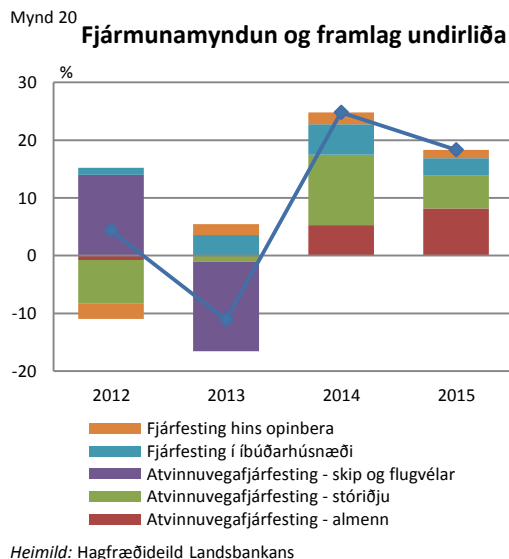
Mynd 18



Mynd 19



Mynd 20



Óvissa síðustu ár um framtíðartilhögun fiskveiðistjórnunarkerfisins hefur haft lamandi áhrif á greinina.

- Íbúðafjárfesting verður meiri á spátímabilinu, en vísbendingar eru um að markaðurinn sé að lifna hraðar við en áður hafði verið vænst.
- Þegar hefur verið byrjað á byggingu á nokkrum fjölda íbúða og hafa sést áætlanir um að bygging hefjist fljótlega á allt að 2.000 íbúðum á næstu árum.
- Ekki er útséð um að hafist verði handa við allar þessar byggingar en hár byggingarkostnaður virðist vera helsta hindrunin í vegi fyrir uppbyggingu á ódýrari stöðum.
- Það er helst í hverfum með hátt söluverð sem nýbyggingar bera sig að svo stöddu.
- Bjartsýni virðist vera að aukast í byggingargeiranum, en skv. nýlegri könnun Capacent Gallup vilja 44% fyrirtækja í byggingariðnaði fjölga starfsmönnum á næstunni.
- Fjárfesting hins opinbera mun aukast m.a. vegna Vaðlaheiðaganga og fjárfestingaráætlunarinnar.
- Sveitarstjórnarkosningar eru á næsta ári sem ásamt bættri stöðu ýmissa sveitarfélaga mun þrýsta á aukna fjárfestingu.

Veruleg óvissa um fjárfestingar næstu ára

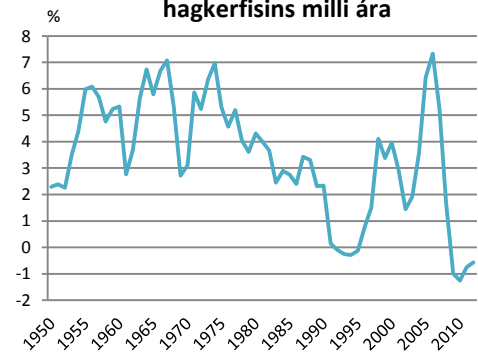
Spár um fjármunamyndun hér á landi einkennast jafnan af mikilli óvissu sem að miklu leyti snýr að nýfjárfestingum í stóriðju, bæði að því hvort og þá hvenær verði af þeim. Stóriðjufjárfestingar verða jafnan stórpólitískar og flóknar enda þarf að setta mörg sjónarmið og uppfylla mörg skilyrði svo hægt sé að hefja framkvæmdir. Fjárfestingarumhverfið hér á landi er enn að sumu leyti erfitt og mun það hafa letjandi áhrif á fjárfestingar á spátímabilinu.

Fjármagnshöftin greiða ekki fyrir erlendra fjárfestingu og þrátt fyrir að vaxtastigið sé hagstæðara en oft áður í sögulegu ljósi er skuldsetning fyrirtækja enn víða mikil. Svigrúm til fjárfestingar er því lítið í mörgum fyrirtækjum jafnvel þó fjárfestingarþörf sé víða orðin mjög brýn eftir litlar fjárfestingar síðustu ár.

Ferðapjónustan ber uppi útflutningsvöxtinn

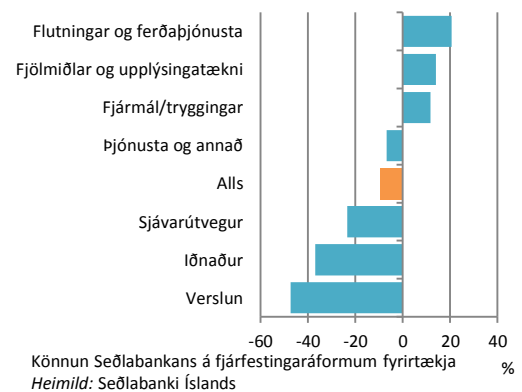
Útflutningur óx um 3,9% á síðasta ári og var sú aukning borinn jöfnum höndum uppi af vöru- og þjónustuútflutningi. Hvað vöruútflutninginn varðar skýrist aukningin af auknum útflutningi sjávarafurða

Mynd 21 Breyting á heildar fjármagnsstofni hagkerfisins milli ára



Heimild: Hagstofa Íslands

Mynd 22 Væntingar um vöxt fjárfestingar milli 2012 og 2013



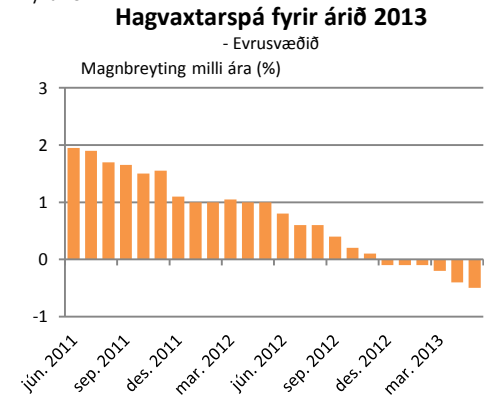
og áls. Aukningin í þjónustuútflutningi á rætur sínar að rekja til mikils vaxtar í ferðaþjónustu og samgöngum.

Gert er ráð fyrir umtalsvert meira framlagi utanríkisviðskipta til hagvaxtar á þessu ári en vænst var í nóvember. Litið til árána 2014 og 2015 er myndin svipuð en framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður neikvætt bæði árin. Vænst er minni heildarinnflutnings á spátímabilinu en í fyrri spá. Breyting innflutnings er jafnan háð breytingu í einkaneyslu og fjárfestingu en gert er ráð fyrir minni vexti í þeim tveimur liðum á þessu ári.

Helstu áhrifapættir í spánni

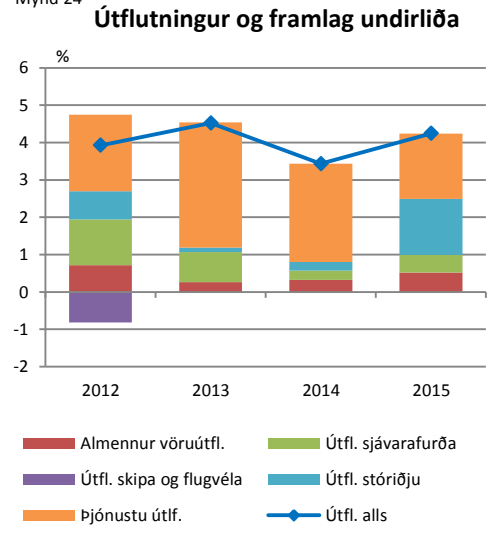
- Undanfarin tvö ár hafa væntingar til hagvaxtar á árinu 2013 í helstu viðskiptalöndunum lækkað. Samkvæmt væntingakönnun Bloomberg fréttaveitunnar var í byrjun árs 2012 búist við veikum hagvexti 2013 á evrusvæðinu, en nú er búist við allt að 0,5% samdrætti. Þetta er í samræmi við opinberar spár alþjóðastofnana. Verði framhald á þessari þróun gæti það haft neikvæð áhrif á viðskiptakjör landsins og komur erlendra ferðamanna.
- Gert er ráð fyrir svipaðri þróun í heildarútflutningi á spátímabilinu og í nóvemberspánni.
- Meiri útflutningur þjónustu helgast af uppfærðri spá um vöxt ferðaþjónustu. Mikill vöxtur hefur verið í komum ferðamanna hingað til lands það sem af er ári og má búast við því að heildarvöxturinn milli árána 2012 og 2013 verði svipaður og á síðasta ári.
- Almennur útflutningur þ.e. útflutningur án stóriðju, sjávarútvegs, skipa og flugvéla vex aðeins hægar en gert var ráð fyrir í nóvember vegna minni fjárfestingar á þessu ári en spád var í nóvember.
- Útflutningur sjávarafurða verður meiri en vænst var í nóvember og skýrist það að hluta til af því að gert er ráð fyrir meiri fjárfestingu í greininni. Gert er ráð fyrir að aukin fjárfesting í sjávarútvegi skili sér í verðmætari útflutningsafurðum á seinni hluta spátímans. Jafnframt er gert ráð fyrir auknum þorskafla í ljósi jákvæðrar spár Hafrannsóknarstofnunar um þróun viðmiðunarstofns þorsks.
- Útflutningur stóriðju mun vaxa hægar á fyrri hluta tímabilsins en gert var ráð fyrir í nóvember. Á fyrsta ársfjórðungi dróst útflutningur á áli saman um 6,7% í tonnum talið.

Mynd 23

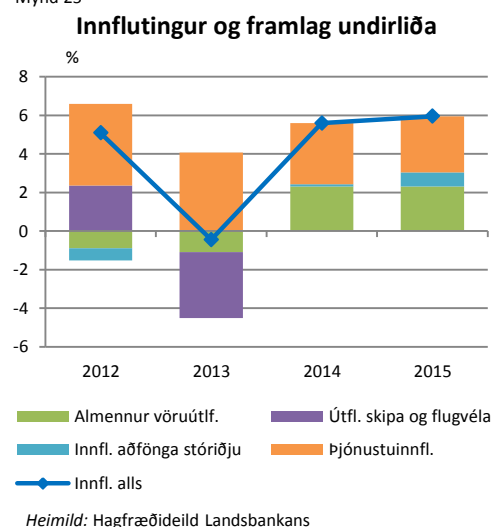


Miðgildi úr mánaðarlegri könnun Bloomberg fréttaveitunnar á væntingum markaðsaðila.
Heimild: Bloomberg

Mynd 24



Mynd 25



- Á seinni hluta spátímabilsins verður hins vegar meiri vöxtur í útflutningi áls sem skýrist af meiri fjárfestingu en einnig vegna samdráttar milli ára 2012 og 2013.

Aukið vægi ferðaþjónustu mun skjóta styrkari stoðum undir útflutningsdrifinn vöxt

Þrátt fyrir að gengisfall krónunnar hafi aukið samkeppnishæfni landsins verulega og skapað skilyrði fyrir útflutningsdrifinn hagvöxt hefur orðið bið á honum. Það helgast m.a. af miklu vægi tveggja útflutningsgreina. Annars vegar er hægavaxta grein eins og sjávarútvegur og hins vegar álframleiðsla þar sem útflutningur vex ekki nema með tugmilljarða fjárfestingum. Þær fjárfestingar hafa tafist og þess vegna hefur útflutningur landsins ekki vaxið jafn mikið og ætla hefði mátt í kjölfar lægra raungengis krónunnar.

Með miklum vexti ferðaþjónustunnar síðustu ár hefur greinin tryggt sig í sessi sem þriðja stoð útflutnings frá landinu. Miðað við þróunina það sem af er þessu ári mun vægi hennar gagnvart hinum stoðunum tveimur, sjávarútvegi og álframleiðslu, halda áfram að vaxa. Aukið vægi hennar að teknu tilliti til áframhaldandi vaxtar mun skjóta styrkari stoðum undir útflutningsdrifinn hagvöxt á næstu árum.

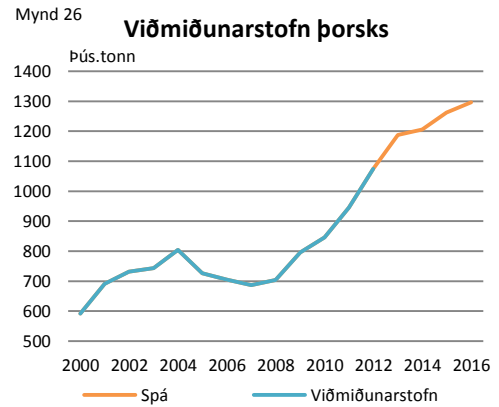
Mikil óvissa um afkomu hins opinbera

Samneyslan dróst saman um 0,2% milli ára 2011 og 2012 sem var nokkurn veginn í takt við nóvemberspána. Spáin nú er óbreytt frá því sem var í nóvember, gert er ráð fyrir því að samneyslan aukist um 0,5% í ár og um 1% árið 2014 og 2015.

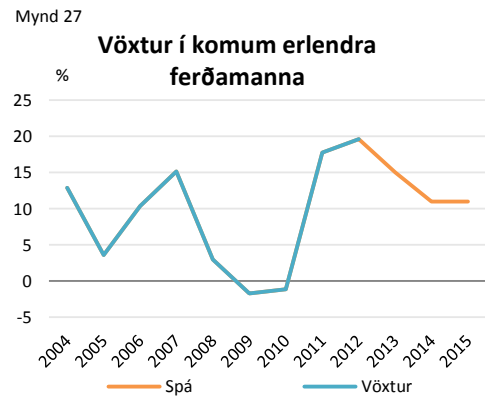
Eitt meginmarkmið síðustu ríkisstjórnar, með dyggu aðhaldi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, var að lækka skuldsetningu og gera ríkisfjármálin sjálfbær. Nokkur árangur náðist á því sviði sem kostað hefur auknar álögur á þegna landsins og skerta þjónustu. Þrátt fyrir þennan árangur er ríkissjóður enn í þeirri stöðu að u.þ.b. 15% tekna hans fara í vaxtagreiðslur.

Fjárfesting hins opinbera eykst á spátímanum

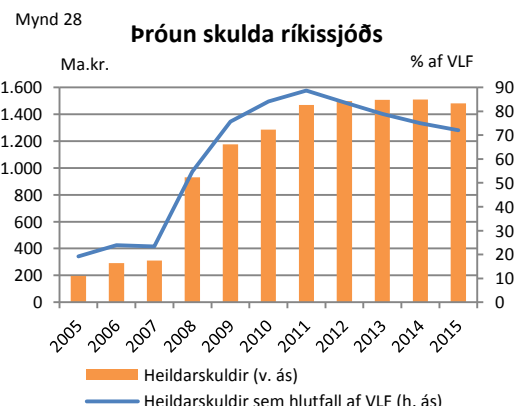
Fjárfesting hins opinbera dróst saman um 17% árið 2012 frá fyrra ári. Fjárfesting var í sögulegu lágmarki síðasta ár og hefur dregist saman um 65% frá árinu 2007 á föstu verðlagi. Það ár var opinber fjárfesting 4,1% af VLF en gert er ráð fyrir að hlutfallið verði 2%



Heimild: Hafrannsóknarstofnun



Vöxtur í fjölda erlendra gesta um Leifstöð milli ára og spá Hagfræðideildar um vöxt
Heimild: Ferðamálastofa, Hagfræðideild Landsbankans



Tölur fyrir 2012-2015 eru áætlanir ráðuneytisins frá 2012
Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið

árið 2015. Gert er ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera aukist um 15% árið 2013 og að töluverður vöxtur verði einnig næstu tvö ár þar á eftir. Hafa ber í huga að vöxturinn er frá sögulega lágum gildum og því eru hlutfallsleg áhrif lítilla framkvæmda meiri en ella.

Helstu áhrifapættir í spánni

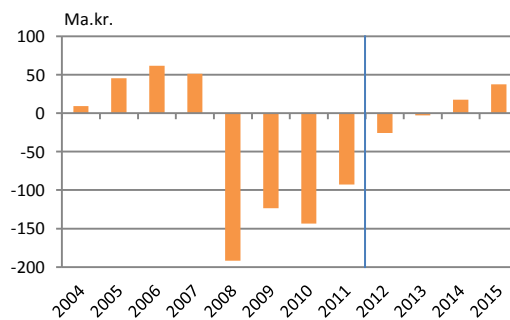
- Áætlanir frá síðasta ári gera ráð fyrir að heildartekjujöfnuður náist á næsta ári og að skuldir ríkissjóðs fari minnkandi.
- Efnahagsbatinn hefur þó hægt á sér að undanfögnu. Tölur fyrir árið 2012 hafa verið endurskoðaðar niður á við og spár fyrir árið 2013 hafa farið lækkandi. Forsendur fjárlaga hafa því versnað.
- Fjárfesting mun aukast árið 2013 m.a. vegna Vaðlaheiðarganga sem mun flokkast sem opinber framkvæmd.
- Gert ráð fyrir að hluti fjárfestingaráætlunarinnar muni ganga eftir þar sem hún er komin inn á fjárlög þessa árs. Sú áætlun gæti hinsvegar verið í uppnámi ef verður af afnámi veiðigjalds og lækun skatta og tolla.
- Núverandi ríkisstjórn virðist vera mótfallnari byggingu nýs Landspítala en fyrri stjórn.
- Áætlanir sveitarfélaga sýna að búast má við aukinni fjárfestingu hjá þeim í ár.
- Sveitarstjórnarkosningar verða á næsta ári og ekki er ólíklegt að fjárfesting sveitarfélaga aukist eitthvað í aðdraganda kosninga.

Mikil óvissa í ríkisfjármálum

Ekki hafa komið fram upplýsingar frá því í nóvember sem réttlæta miklar breytingar á spánni. Fjármál hins opinbera eru stór óvissuþáttur í spánni. Ný ríkisstjórn er nú tekin við og ríkir töluverð óvissa um framkvæmdir kostnaðarsamra kosningarloforða á sama tíma og nýir ráðamenn hafa lýst því yfir að þeir hafi hug á að lækka skatta. Minni tekjur ríkisins ásamt hærri útgjöldum í núverandi stöðu ríkissjóðs myndu kalla á auknar skuldir, sem er varhugavert í ljósi þess að ríkissjóður er nú þegar mikið skuldsettur.

Þá er vandi Íbúðalánasjóðs enn óleystur, en stjórnvöld þurfa að leggja honum til töluverðar fjárhæðir á komandi misserum. Auk þess hvíla á ríkissjóði duldar skuldbindingar vegna lífeyrissjóða ríkisstarfsmanna sem ekki eru taldar með skuldum ríkissjóðs.

Mynd 29 Heildartekjujöfnuður ríkissjóðs



Tölur fyrir 2012-2015 eru áætlanir ráðuneytisins frá 2012
Heimild: Hagstofa Íslands, Fjármála- og efnahagsráðuneytið

Fjármálamarkaðir í höftum

Fjármálamarkaðir hér á landi bera þess merki að gjaldeyrishöft eru við lýði. Fjárfestar, og þá sérstaklega lífeyrissjóðirnir, hafa mikla fjárfestingarþörf sem erfitt er að sjá að innlendir fjármálamarkaðir nái að uppfylla við óbreyttar aðstæður til lengri tíma litið. Auk þess er mikið magn króna í eigu erlendra aðila, sem læstar eru inni vegna fjármagnshaftanna, í leit að ávöxtun á skuldabréfamarkaði. Því er enn til staðar frjór jarðvegur fyrir bólumyndum á eignamörkuðum þrátt fyrir að enn sem komið er sjái þess engin skýr merki.

Hlutabréf hækka

Frá byrjun árs 2012 til lok febrúar 2013 hækkaði úrvalsvísitalan um 34%. Megnið af hækkuninni átti sér stað á fjögurra mánaða tímabili, frá nóvember 2012 til febrúar 2013, þar sem vísitalan hækkaði um 25%.

Félögum í kauphöllinni fjölgar

Af þeim níu hlutafélögum sem skráð eru í kauphöllinni hafa sex verið skráð eftir hrun. Þau þrjú sem voru skráð fyrir 2008 eru Marel, Icelandair og Össur. Hið síðastnefnda er í raun ekki formlega skráð í kauphöllina.

Skráningar þeirra sex félaga sem komið hafa til eftir hrun hafa dreifst þannig; eitt í lok árs 2011 (Hagar), þrjú á seinasta ári (Reginn, Eimskip og Fjarskipti) og tvö það sem af er ári (VÍS og TM).

Heildarmarkaðsvirði þessara níu félaga er um 420 ma.kr. Þetta samsvarar um fjórðungi af landsframleiðslu, sem er lágt miðað við lönd með þróaða fjármálamarkaði. Til samanburðar er þetta hlutfall að meðaltali 72% innan OECD.

Skuldabréfamarkaðurinn fjórum sinnum stærri en hlutabréfamarkaðurinn

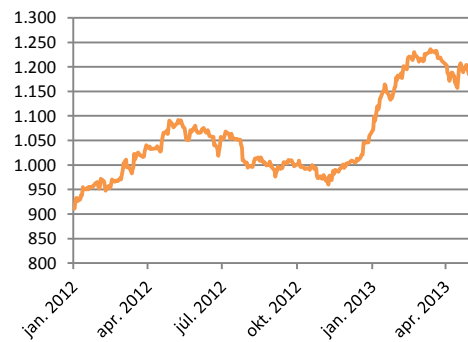
Heildarmarkaðsvirði íslenska skuldabréfamarkaðarins er á við rúmlega eina landsframleiðslu Íslands, eða um 1.900 ma.kr. Er hann því um það bil fjórum sinnum stærri en hlutabréfamarkaðurinn.

Það sem af er árinu hefur ávöxtunarkrafa á verðtryggðum bréfum hækkað. Athygli vekur að munur á ávöxtunarkröfu mismunandi verðtryggðra bréfa er að minnka. Hins vegar hefur ávöxtunarkrafan á óverðtryggðum bréfum lækkað það sem af er árinu.

Ef skoðuð er samsetning skuldabréfaeigenda sést greinilegt mynstur. Erlendir aðilar sem eru fastir með

Mynd 30

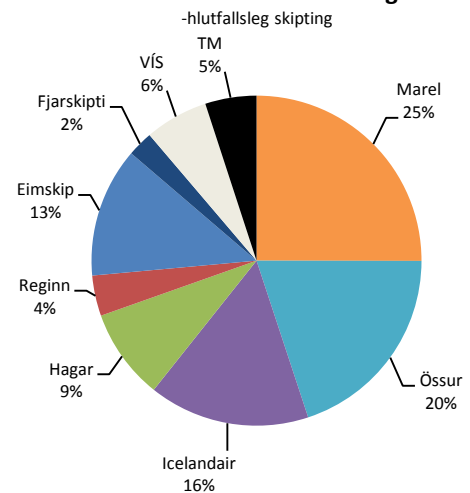
Úrvalsvísitalan



Heimild: Bloomberg

Mynd 31

Markaðsvirði skráðra félaga

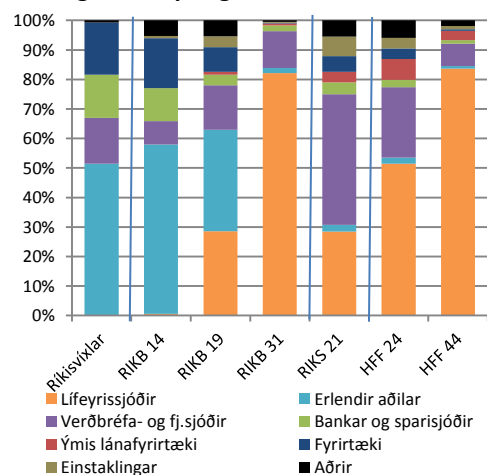


Miðað við 31.mái 2013

Heimild: Bloomberg

Mynd 32

Eigendaskipting valinna skuldabréfa

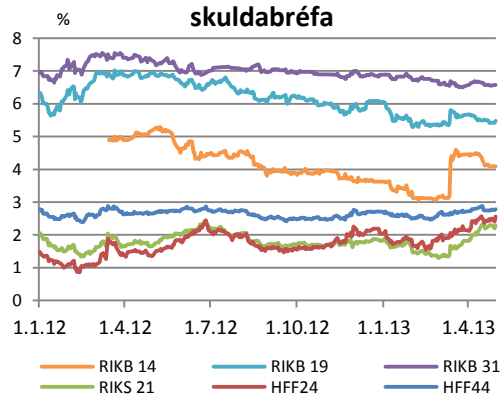


Heimild: Lánssýsls ríkisins, íbúðalánasjóður

krónur sínar hér á landi vegna gjaldeyrishaftanna eru stærstu eigendur að ríkisvixlum og stuttum ríkisbréfum. Þetta á ekki að koma á óvart þar sem ljóst er að þeir hafa ekki áhuga á að vera langtímafjárfestar hér á landi. Lífeyrissjóðirnir fjárfesta aftur á móti til lengri tíma, og eru því stærstir í lengri ríkisbréfum og íbúðabréfum. Verðbréfasjóðir eru síðan stærstir í verðtryggða ríkisbréfinu RIKS 21.

Mynd 33

Ávöxtunarkrafa valinna skuldabréfa



Heimild: Kauphöllin OMX Iceland

Að skýrslunni unnu:
Daníel Svavarsson
Ari Skúlason
Arnar Ingi Jónsson
Gústaf Steingrímsson
Magnús Stefánsson

Útgefandi: Hagfræðideild Landsbankans – hagfraedideild@landsbankinn.is

Innihald og form skjals þessa er unnið af starfsmönnum Hagfræðideildar Landsbankans hf. og byggist á aðgengilegum opinberum upplýsingum á þeim tíma sem greiningin var unnin. Mat á þeim upplýsingum endurspeglar skoðanir starfsmanna Hagfræðideildar Landsbankans á þeim degi þegar greiningin er dagsett, en þær geta breyst án fyrirvara.

Landsbankinn hf. og starfsfólk hans taka ekki ábyrgð á viðskiptum sem byggð eru á þeim upplýsingum og skoðunum sem hér eru settar fram.

Bent skal á að Landsbankinn hf. getur á hverjum tíma haft beinna eða óbeinna hagsmuna að gæta, ýmist sjálfur, dótturfélög hans eða fyrir hönd viðskiptamanna, s.s. sem fjárfestir, lánardrottinn eða þjónustuaðili. Greiningar eru engu að síður unnar sjálfstætt af Hagfræðideild Landsbankans og innan Landsbankans eru í gildi reglur um aðskilnað starfssviða sem eru aðgengilegar á vef bankans.