

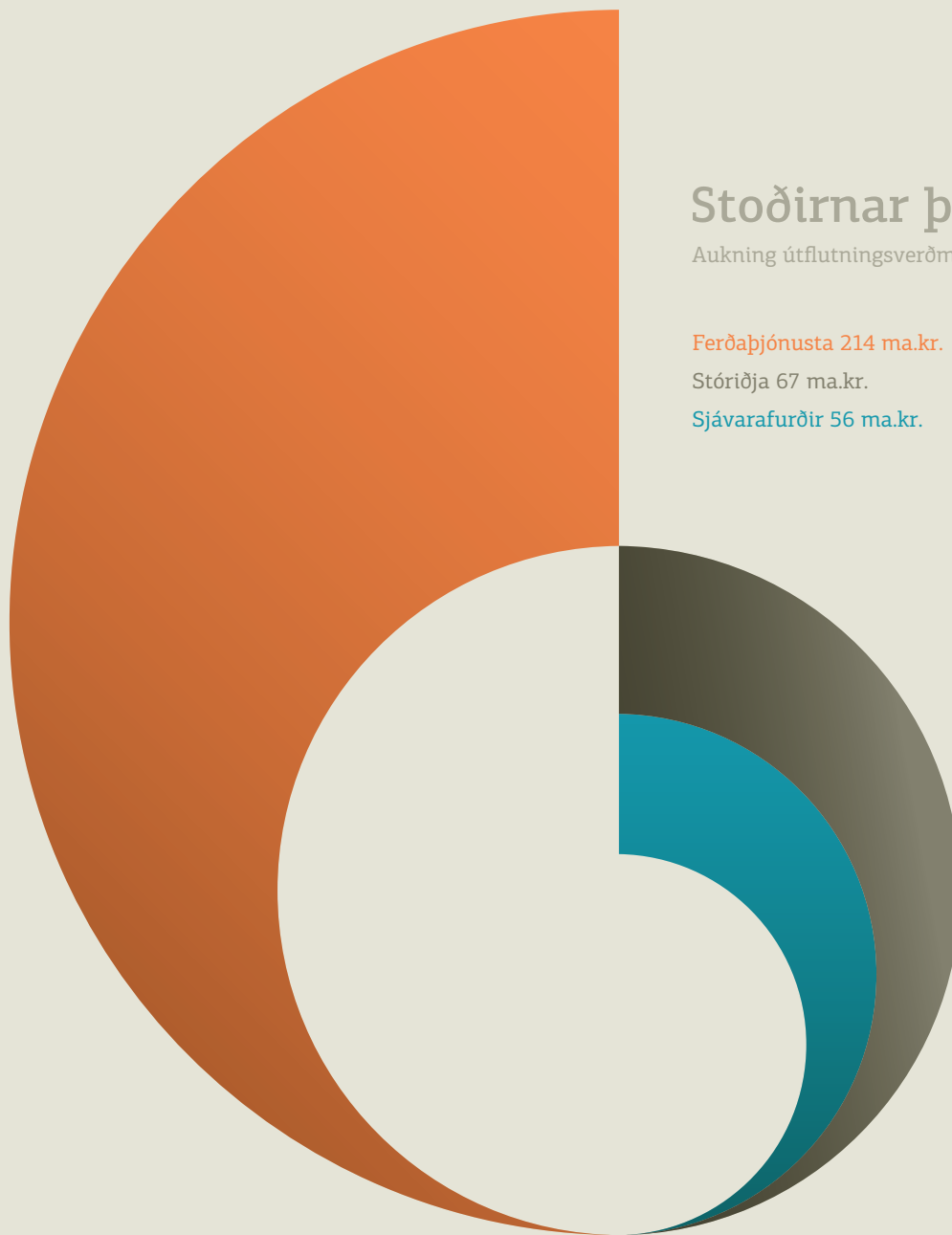


Þjóðhagur

6. árgangur

Hagspá 2016–2019

Nóvember 2016



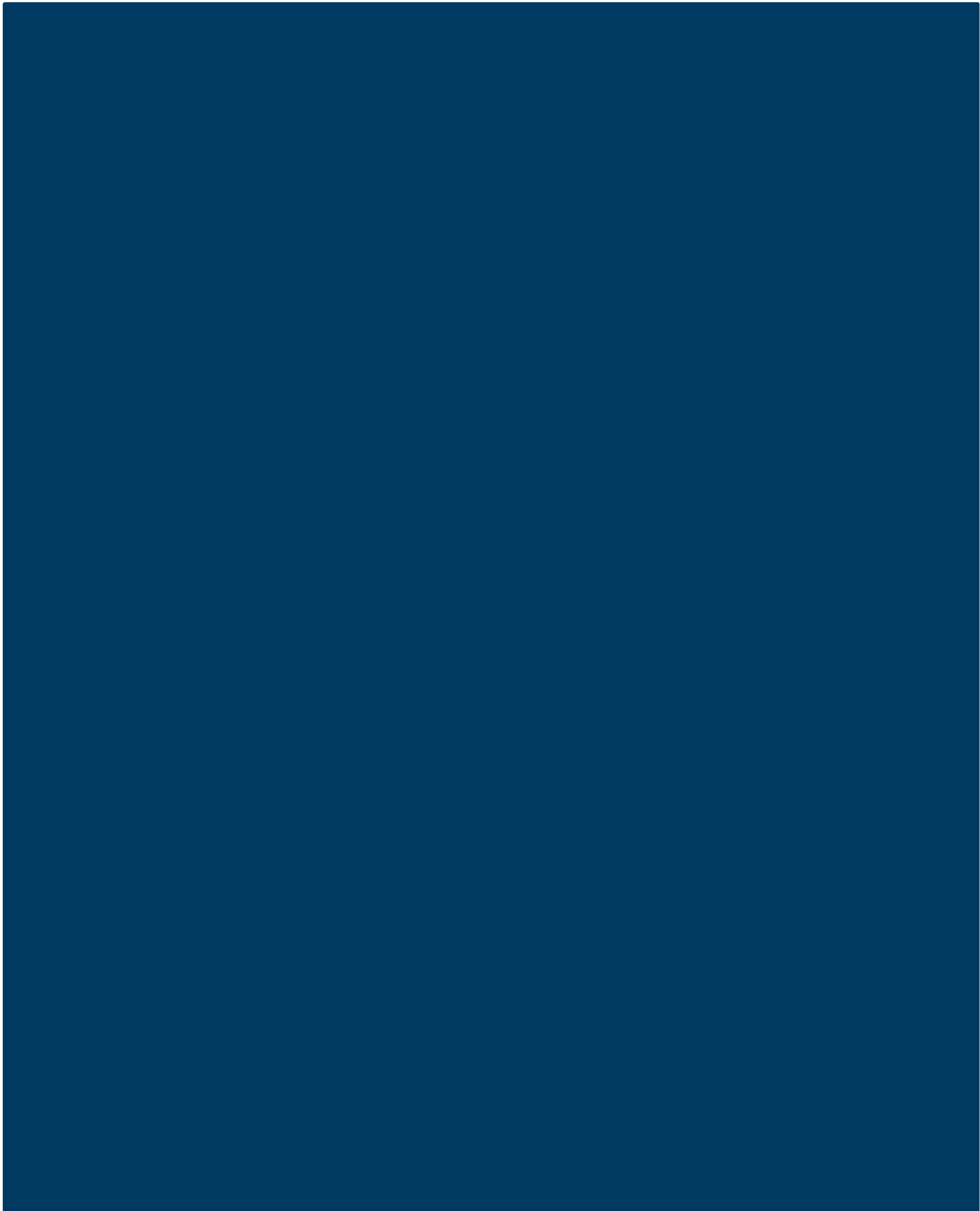
Stoðirnar þrjár

Aukning útflutningsverðmætis milli 2009 og 2015

Ferðaþjónusta 214 ma.kr.

Stóriðja 67 ma.kr.

Sjávarafurðir 56 ma.kr.



Þjóðhagur

Hagspá 2016 - 2019

Efnisyfirlit

Formáli	2
1. Inngangur og samantekt	3
2. Verðbólguhorfur hafa batnað	12
3. Kröftugur vöxtur einkaneyslu	18
4. Fjárfesting eykst á öllum sviðum	34
5. Útflutningurinn vex áfram þrátt fyrir minni samkeppnishæfni útflutningsgreina	50
6. Mun slakna á aðhaldi opinberra fjármála?	56
7. Gott ár fyrir alla, nema úrvalsvisitóluna	63
8. Veikur hagvöxtur í heimsbúskapnum	78

Formáli

Þjóðhagur, ársrit Hagfræðideildar Landsbankans, kemur nú út í sjötta sinn. Í ritinu er fjallað um þróun og horfur í efnahagsmálum. Þjóðhags- og verðbólguáspá deildarinnar til fjögurra ára er kynnt, ásamt samanburði við síðustu spá og helstu spár opinberra aðila.

Efnahagsaðstæður undanfarin ár hafa að mörgu leyti verið mjög hagfelldar hér á landi, t.d. hefur verðbólga verið viðvarandi undir 2,5% verðbólguþröngu Seðlabankans síðan í febrúar 2014

og samfelldur hagvöxtur mælt frá árinu 2011. Kaupmáttur launa hefur aldrei verið hærri, atvinnuleysi er lágt og skuldir heimila og fyrirtækja hafa lækkað verulega. Staða ríkissjóðs er sterk og hrein erlend skulda- staða þjóðarbúsins hefur sjaldan verið hagstæðari. Efnahagsbatinn í heimshagkerfinu hefur hins vegar verið veikur undanfarin ár og útlit fyrir áframhaldandi veikan hagvöxt í flestum þróuðum ríkjum á næstu árum. Efnahagsleg og pólitísk óvissa í heiminum

hefur aukist m.a. vegna úrslita forsetakosninga í Bandaríkjunum og fyrirhugaðrar útgöngu Bretlands úr Evrópusambandinu.

Hagfræðideild Landsbankans gerir ráð fyrir áframhaldandi kröftugum hagvexti allt spátímabilið. Samkvæmt spánni verður hagvöxtur ríflega 6% á þessu ári og 5,5% á næsta ári, en lækkar svo í 4% árið 2018 og ríflega 3% árið 2019. Verðbólga hækkar smám saman í átt að verðbólguþröngu Seðlabank-

ans um mitt næsta ár, en kröftugur hagvöxtur, með vaxandi framleiðsluspennu mun að öllum líkindum ýta verðbólgunni upp fyrir verðbólguþröngu á seinni hluta næsta árs. Gert er ráð fyrir að verðbólgan nái hámarki í um 3,2% en lækki síðan aftur í átt að verðbólguþröngu undir lok spátímans. Samkvæmt verðbólguáspánni verður meðalverðbólga um 2,6% á öllu tímabilinu 2016-2019.

1. Inngangur og samantekt

Efnahagsástandið hér á landi er á flesta mælikvarða mjög gott.

Staða heimilanna hefur vænkast mjög síðustu ár, skuldir lækkað, atvinnuleysi er lágt og kaupmáttur launa hefur aldrei verið hærrí. Fyrirtæki undirbúa auknar fjárfestingar og svigrúm hefur skapast í ríkisfjármálum til að ráðast í uppbyggingu innviða. Vaxandi framleiðsluspenna eykur hins vegar hættuna á ofhitnun í hagkerfinu ef of geyst verður farið.

Núverandi hagvaxtar-skeið er á sínu sjötta ári og útlit fyrir áframhaldandi jákvæðan hagvöxt allt spátímabilið sem nær út árið 2019. Við gerum ráð fyrir að hagvöxtur verði mestur á þessu ári, eða um 6%, studdur kröftugum vexti einkaneyslu og mikilli aukningu fjárfestingar. Við reiknum með að einkaneysla vaxi samfelld allt tímabilið en að smám saman dragi úr aukningu fjárfestingar á næstu tveimur árum og hún dragist lítillega saman í lok spátímans. Samkvæmt

spánni verður árlegur hagvöxtur á tímabilinu um 4,6% að meðaltali, sem er mun kröftugri vöxtur en reiknað er með í flestum þróuðum ríkjum á komandi árum. Efnahagsaðstæður hér á landi eru því að vissu leyti einstakar en sterk staða hagkerfisins skýrist m.a. af gríðarlega hröðum vexti ferðaþjónustunnar frá árinu 2011, sterkri stöðu heimila, fyrirtækja og bankakerfisins eftir róttæka aðlögun í kjölfar bankahrunsins, og síðast en ekki síst mun hagstæðari aldursamsetningu þjóðar-

innar en í flestum öðrum þróuðum ríkjum.

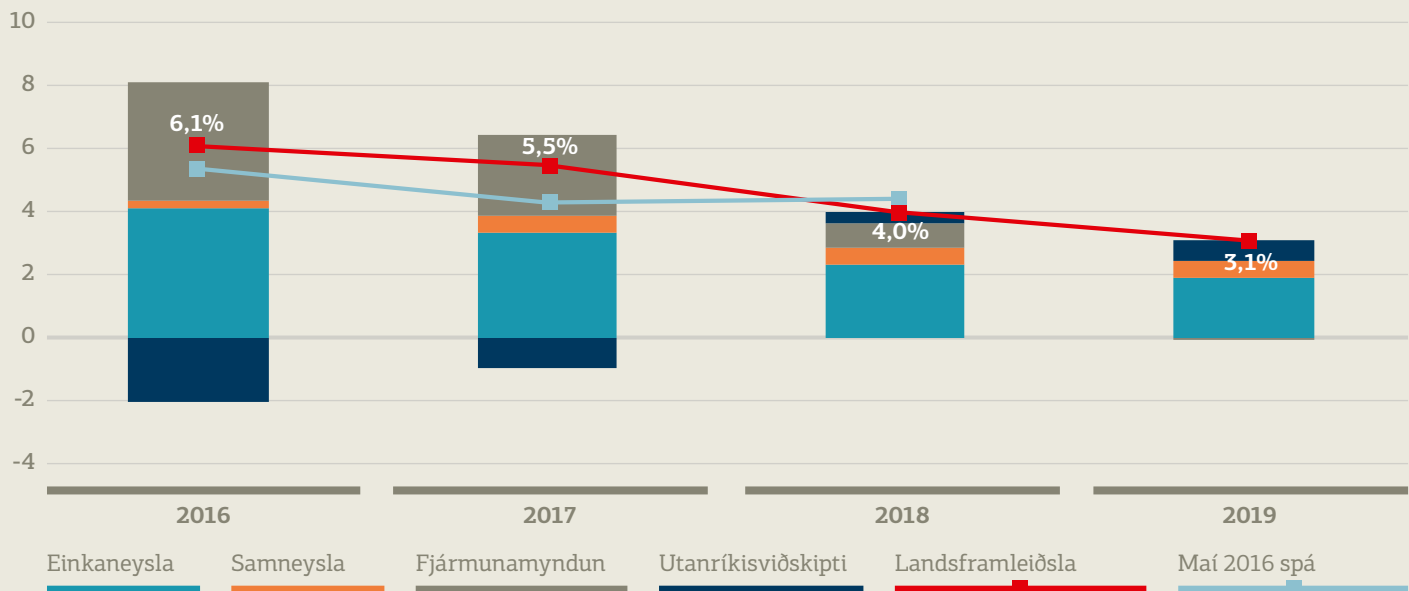
Þrátt fyrir að nú sé gert ráð fyrir talsvert meiri hagvexti en í fyrri spá Hagfræðideildar í maí á þessu ári hafa verðbólguhorfurnar batnað umtalsvert frá fyrri spá. Áfram er gert ráð fyrir að verðbólga aukist á næsta ári og að hún fari tímabundið upp fyrir 2,5% verðbólgu-umarkmiðið. Ólíkt fyrir spá er ekki gert ráð fyrir að hún hækki upp fyrir efri vikið (4,0%) verðbólguumarkmiðsins á spátímanum.

Efnahagsspár eru ávallt háðar mikilli óvissu sem snýr að þróun fjölda innlendra og erlendra þátta. Óvissan í spánni nú er töluvert mikil, ekki síst hvað varðar verðbólguhorfurnar. Það snýr m.a. að hættu á ofþenslu í hagkerfinu þar sem langt hagvaxtarskeið er framundan samfara mikilli tekjuaukningu ríkissjóðs, m.a. vegna stöðugleikaframlaga frá föllnum fjármála-fyrirtækjum, sem eykur líkurnar á að mistök verði gerð í hagstjórninni. Þá er stöðugleiki á vinnumarkaði

Hagvaxtarspá ásamt framlagi undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans

Breyting frá fyrra ári (%)



ein meginforsenda verðbólguþáttarinnar en aukins óróða hefur gætt undanfarnar vikur í kjölfar ákvörðunar kjararáðs um laun helstu ráðamanna þjóðarinnar. Einnig er ávallt erfitt að spá fyrir um gengi krónunnar en hún hefur í gegnum tíðina verið megináhrifavaldur í þróun verðbólgunnar. Að lokum er fjöldi erlendra þátta sem eru fyrir utan áhrifsvið íslenska hagkerfisins, svo sem óvissa

varðandi stefnumörkun nýs forseta Bandaríkjanna, olíuverð og annað hrávöruverð, sem getur haft veruleg áhrif á bæði verðbólgu- og efnahagshorfur hér á landi.

Einkaneyslan á verulegu skriði

Flestir þættir sem hafa áhrif á þróun einkaneyslu eru með hagstæðasta móti um þessar mundir. Meðal þessara þátta

eru staða atvinnumála, þróun kaupmáttar launa og ráðstöfunartekna ásamt eigna- og skuldastöðu heimilanna.

Á fyrri helmingi ársins jókst einkaneysla um 7,7% að raungildi miðað við sama tíma í fyrra, samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Vöxturinn er knúinn áfram af verulegri aukningu kaupmáttar launa sem var 8,5% hærri í september á þessu ári en fyrir ári síðan.

Gert er ráð fyrir að kröftugur vöxtur einkaneyslu haldi áfram á síðari helmingi ársins og að aukningin nemi 8,2% fyrir árið í heild. Verði þetta niðurstaðan verður vöxtur einkaneyslu árið 2016 sá mesti frá árinu 2005, þegar einkaneysla jókst um 12% milli ára. Á næsta ári er útlit fyrir að aðeins hægist á vextinum en hann verði engu að síður kröftugur, eða um 6,5%. Við reiknum með að einkaneysla haldi áfram

að aukast á seinni hluta spátímans, um 4,5% árið 2018 og 3,7% í lok spátímans árið 2019.

Meiri innistæða er fyrir aukinni einkaneyslu síðustu missera en oft áður, þar sem bæði húsnæðis- og yfirdráttarlán heimila hafa lækkað samhliða aukinni neyslu og hún er því ekki knúin áfram af skuldsetningu. Heimilin virðast því sýna meiri ráðdeild en oft áður á uppgangstímum. Minningin um mikinn vöxt en síðan fordæmalausán samdrátt einkaneyslu á árunum 2008-2010 er sjálfsgagt enn ljóslifandi í hugum flestra. Gangi spá Hagfræðideildar um áframhaldandi vöxt einkaneyslu á spátímanum eftir, verður núverandi vaxtarskeið einkaneyslu a.m.k. 9 ár, sem verður þá lengsta samfellda tímabil vaxandi einkaneyslu frá stofnun lýðveldisins. Þrátt fyrir það er útlit fyrir að þessi þróun verði sjálfbær, að því gefnu að forsendur um þróun kaupmáttar á tímabilinu haldi. Á heildina litið gerir spáin ráð fyrir að einkaneysla aukist um 20,7% á tímabilinu 2016-2019 á sama tíma og gert er ráð fyrir að kaupmáttur launa hækki um 22,2%.

Aukin spenna á vinnumarkaði

Eftirspurn eftir vinnuafla hefur aukist mikið í takt við aukna eftirspurn í hagkerfinu og atvinnuleysi hefur því minnkað hratt undanfarin misseri. Í september var meðalatvinnuleysi síðustu 12 mánuði 2,4% samkvæmt samantekt Vinnuálastofnunar um skráð atvinnuleysi og hafði lækkað um 0,6 prósentustig á einu ári.

Ljóst er að þróun hagkerfisins mun valda vaxandi eftirspurn eftir vinnuafla á næstu árum. Nú þegar hefur þurft að mæta eftirspurninni með auknum innflutningi erlends vinnuafls. Svo mun verða áfram.

Ýmis stór fjárfestingarverkefni sem kalla á aukið vinnuafl eru í burðarliðnum. Þá mun fjölgun ferðamanna skapa fleiri störf. Þess er því að vænta að atvinnuleysi minnki enn frekar, en ekki jafn hratt og undanfarið. Hagfræðideild spáir því að skráð atvinnuleysi verði 2,2% á árinu 2016, 2,1% árið 2017 og 2,0% á árunum 2018 og 2019.

Kaupmáttur launa tekur stökk

Launa- og kaupmáttarþróun á síðasta ári var verulega hagstæð. Regluleg laun landsmanna voru að jafnaði 10,5% hærri í september 2016 en í sama mánuði 2015. Kaupmáttur jókst að meðaltali um 8,5% á þessu tímabili. Kaupmáttur launa er nú hærri en nokkru sinni fyrir. Kaupmáttur launavísitölu varð hæstur í ágúst 2007. Hann náði aftur sama stigi í nóvember 2014 og hefur aukist um 13,9% síðan þá. Launahækkunarverðið miklar síðustu mánuði og fór 12 mánaða hækkunartaktur launa upp í 13,4% í apríl í ár.

Við gerum ráð fyrir að kaupmáttur launa haldi áfram að hækka á spátímabilinu, um tæp 5% á næsta ári, um 3,9% árið 2018 og 2,5% árið 2019.

Ekkert lát á hækkun fasteignaverðs

Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 9,4% milli 2014 og 2015. Verðþróunin hefur verið með svipuðum hætti á þessu ári og nú í september var 12

mánaða hækkun húsnæðisverðs 12,2%.

Flestar vísbendingar snúa í þá átt að verð fasteigna muni halda áfram að hækka. Það virðist t.d. ljóst að framboð á húsnæði, sérstaklega nýju húsnæði, uppfyllir ekki þá eftirspurn sem er fyrir hendi. Slíkar markaðsaðstæður ýta fasteignaverði upp. Þá hafa nýlega sést merki um aukna samkeppni á íbúðalánamarkaði eftir að lífeyrissjóðir fóru í auknum mæli að gera sig gildandi á markaðnum. Verðtryggðir vextir á húsnæðislánnum hafa farið lækkandi síðustu árin og hafa aldrei verið lægri. Miklar launahækkunar og hagstæð kaupmáttarþróun auka einnig þrýsting á fasteignamarkaði. Staða heimilanna hefur batnað mikið að undanfögnu. Skuldir hafa lækkað, eiginfjárstaða batnað og veðhlutföll eru nú lægri en verið hefur lengi. Allir þessir þættir ýta undir áframhaldandi hækkun fasteignaverðs. Fleiri þætti mætti nefna í þessu sambandi, t.d. þörf á auknum innflutningi vinnuafls á næstu misserum, sem kallar á aukið húsnæði. Áframhaldandi fjölgun ferðamanna gæti einnig leitt til þess að fleiri íbúðir verði

Yfirlit yfir þjóðhagsspá Hagfræðideildar Landsbankans

Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%)			
	2015	2016	2017	2018	2019
Verg landsframleiðsla	2.214	6,1 (5,4)	5,5 (4,3)	4,0 (4,4)	3,1
Einkaneysla	1.101	8,2 (7,0)	6,5 (6,0)	4,5 (4,5)	3,7
Samneysla	523	1,0 (2,5)	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)	2,5
Fjármunamyndun	420	20,0 (20,5)	11,8 (2,7)	3,4 (11,9)	-0,2
Atvinnuvegafjárfesting	300	24,0 (25,8)	11,7 (-0,8)	-0,1 (12,9)	-4,5
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	58	18,0 (15,0)	20,0 (18,0)	20,0 (15,0)	15,0
Fjárfesting hins opinbera	62	2,5 (0,5)	3,5 (5,0)	4,5 (4,0)	4,0
Þjóðarútgjöld alls	2.047	8,6 (8,5)	6,8 (4,3)	3,8 (5,7)	6,4
Útflutningur vöru og þjónustu	1.189	9,2 (7,1)	6,9 (5,3)	5,4 (3,9)	3,8
Innflutningur vöru og þjónustu	1.022	15,1 (13,9)	9,5 (5,5)	5,1 (6,4)	2,8
Stýrivextir og verðbólga		2016	2017	2018	2019
Stýrivextir (lok árs, %) - útlánvextir		5,75 (6,50)	5,75 (7,50)	5,75 (7,50)	5,50
- innlánvextir		5,00 (5,75)	5,00 (6,75)	5,00 (6,75)	4,75
Verðbólga (ársmeðaltal, %)		1,7 (1,9)	2,9 (3,3)	3,0 (3,9)	2,8
Gengi evru (ársmeðaltal)		135 (138)	121 (131)	117 (127)	114
Fasteignaverð (breyting milli ársmeðaltala, %)		10,5 (9,0)	10,0 (8,0)	8,0 (8,0)	8,0
Vinumarkaður		2016	2017	2018	2019
Kaupmáttur launa (breyting frá fyrra ári, %)		9,5 (8,1)	4,8 (2,5)	3,9 (2,1)	2,5
Atvinnuleysi (hlutfall af vinnuafla, %)		2,2 (2,6)	2,1 (2,5)	2,0 (2,4)	2,0
Viðskiptajöfnuður		2016	2017	2018	2019
Vöru og þjónustujöfnuður		6,2 (5,1)	4,4 (4,3)	4,4 (2,6)	4,9
Viðskiptajöfnuður		4,0 (3,0)	2,2 (2,2)	2,0 (0,7)	2,6

Tölur innan sviga eru spá Hagfræðideildar frá maí 2016

leigðar til ferðamanna, sem enn dregur úr framboði.

Fasteignaverð helst yfirleitt í hendur við aðrar hagstærðir og því eru mestar líkur á því að viðvarandi hækkun fasteignaverðs haldi áfram næstu mánuði og misseri. Hagfræðideild spáir því að fasteignaverð hækki um 10,5% í ár, 10% á árinu 2017 og 8% hvort áranna 2018 og 2019.

Töluverður vöxtur fjárfestingar á spátímabilinu

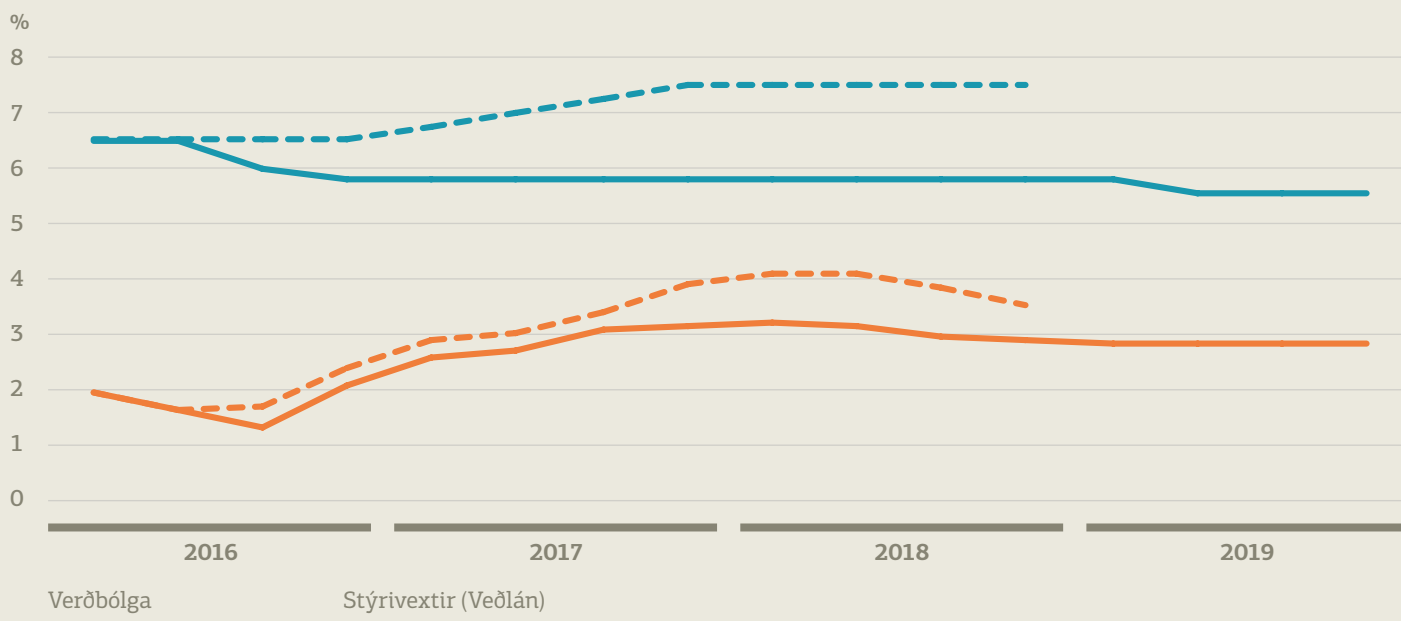
Heildarfjármunamyndun skiptist í atvinnuvegafjárfestingu, íbúðafjárfestingu og opinbera fjárfestingu. Fyrstnefndi liðurinn er umtalsvert stærri en hinir tveir og því markast aukning fjármunamyndunar á spátímabilinu að miklu leyti af því hvernig atvinnuvegafjárfestingin þróast. Útlit

er fyrir að atvinnuvegafjárfesting aukist töluvert á þessu ári, minna á næsta ári og svo verði samdráttur árin 2018 og 2019. Sá samdráttur skýrist að töluverðu leyti af því að hápunktur stóriðju-fjárfestingar verður árið 2017 og mun síðan draga úr henni árin 2018 og 2019. Auk þess mun innflutningur fiskiskipa dragast nokkuð saman milli áranna 2017 og 2018. Að þessu sinni er farið

nokkuð ítarlega yfir fjárfestingu í sjávarútvegi og sérstaklega komandi fiskiskipafjárfestingu í sérstakri rammagrein. Íbúðafjárfesting hefur verið í mikilli lægð á síðustu árum en þróunin undanfarið verið í rétta átt. Allt bendir til þess að fjárfesting í íbúðarhúsnæði sé að aukast og verði í kringum 20% á ári næstu ár. Gangi sú spá eftir má ætla að íbúðafjárfesting

Verðbólgu- og stýrivaxtasþá

Brotalína er spá Hagfræðideildar frá 1. maí 2016.
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



verði 4,3% af landsframleiðslu 2019 en til samanburðar var þetta hlutfall á bilinu 4-6% frá aldamótum til ársins 2008.

Stjórnvöld hafa á undanförunum árum valið að spara hlutfallslega meira með því að draga úr opinberri fjárfestingu fremur en að draga úr samneyslu. Ástand ýmissa innviða er hins vegar mjög víða bágborið og teljum við líklegt að gefið verði í varðandi opinbera fjárfestingu á næstu árum.

Gert er ráð fyrir að heildarfjármunamyndun í hagkerfinu aukist töluvert á þessu ári en að síðan muni draga smám saman úr vextinum. Á þessu ári er gert ráð fyrir 20% aukningu fjármunamyndunar. Árið 2017 gerum við ráð fyrir 11,8% vexti og

3,4% árið 2018. Á lokaári spátímabilsins væntum við lítils háttar samdráttar upp á 0,2%.

Verðbólguáhrifurinn verður líklega lægri en við bjuggumst áður við

Verðbólga mældist 1,8% í október, 0,7 prósentustigum undir verðbólguþröngu Seðlabanka Íslands. Verðbólga hefur verið undir markmiðinu samfellt síðan í febrúar 2014. Ef horft er framhjá húsnæðislið vísitölunnar þá mælist verðhjöðnun hér á landi. Það skýrist meðal annars af sterkara gengi, hagfelldri alþjóðlegri verðþróun, fastari kjölfestu verðbólguvæntinga og því að launahækkunum hefur ekki verið velt út í verðlag nema að litlu leyti.

Í fyrri spá okkar frá því í maí var útlit fyrir að verðbólgan færi hæst í 4,1% á spátímabilinu en samkvæmt núverandi spá nær hún hámarki í 3,2%. Lækkun spárinnar skýrist fyrst og fremst af mikilli styrkingu krónunnar á árinu og spá um áframhaldandi hóflega styrkingu út spátímann. Lækkun verðbólguvæntinga að verðbólguþröngu Seðlabankans bendir til þess að verðbólguþröngu hafi öðlast betri kjölfestu en áður og vegur það einnig þungt í spánni.

Við teljum líklegt að peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands muni nýta það svigrúm sem styrking krónunnar undanfarna mánuði hefur skapað til að lækka stýrivexti um 0,25 prósentustig á síðasta fundi sínum á

árinu í desember. Þrátt fyrir hófsama lækkun væri það skref í rétta átt við að draga úr vaxtamun við útlönd og slá þannig á þann mikla þrýsting sem virðist vera til styrkingar krónunnar. Gangi verðbólguþröngu eftir í aðalatriðum teljum við, að öðru óbreyttu, ólíklegt að peningastefnunefndin bregðist við með vaxtahækkunum þótt verðbólgan fari tímabundið yfir verðbólguþröngu, enda mun verðbólgan hafa verið talsvert undir verðbólguþröngu vel á fjórða ár þegar þar að kemur. Árið 2019 gerum við ráð fyrir að draga muni úr vexti innlendrar eftirspurnar og verðbólguþrýstingur minnki. Það ætti að skapa svigrúm til að taka frekari skref í lækkun stýrivaxta undir lok spátímans.

Stefnir í 2½ milljón erlendra ferðamanna árið 2019

Í spá okkar gerum við ráð fyrir að vöxtur útflutningsverði eins og undanfarin ár borinn uppi af auknum umsvifum í ferðaþjónustu. Við gerum ráð fyrir að heildarútflutningur aukist um rúmlega 9% á þessu ári en síðan hægi á vextinum og hann endi í 3,8% í lok spátímabilsins.

Ferðaþjónustan hefur skipt sköpum og svo verður áfram. Til marks um áhrif ferðaþjónustunnar á útflutningstekjur þjóðarbúsins hefði útflutningur einungis aukist um 0,2% á þessu ári ef enginn vöxtur hefði orðið í ferðaþjónustu. Á næsta ári gerum við ráð fyrir að útflutningsverðmæti ferðaþjónustu verði í fyrsta skipti meira en samantlagt útflutningsverðmæti stóriðju og sjávarútvegs. Til samanburðar nam útflutningsverðmæti ferðaþjónustu um 26% af heildarútflutningsverðmæti stoðanna þriggja árið 2010, ári áður en uppsveiflan í ferðaþjónustu

hófst. Við gerum ráð fyrir að vægi ferðaþjónustu muni vaxa áfram á kostnað hinna stoðanna tveggja út spátímabilið. Efnahagsleg áhrif ferðaþjónustunnar munu því halda áfram að vaxa. Spáin gerir ráð fyrir að fjöldi erlendra ferðamanna verði rúmlega 2,5 milljónir árið 2019 en til samanburðar heimsóttu tæplega 1,3 milljónir ferðamanna Ísland árið 2015. Fjöldi erlendra ferðamanna mun því nálægt tvöfaldast á næstu árum gangi spáin eftir.

Uppbygging þriggja kísilvera mun styðja við vöxt í stóriðjuútflutningi en áhrif þeirra verða þó ekki í neinni líkingu við umfangsmiklar stóriðjuframkvæmdir fyrri áratuga, s.s. álversins í Straumsvík, Norðuráls á Grundartanga og Fjarðaáls á Reyðarfirði.

Miðað við nýjustu ráðgjöf Hafrannsóknarstofnunar er útlit fyrir að ekkert verði af loðnuvertíð á næsta ári.

Mun slakna á aðhaldi í opinberum fjármálum?

Samneysla jókst um 1% í fyrra og um 0,6% á fyrri hluta ársins 2016. Samneyslan var um 23,6% af landsframleiðslu á árinu 2015, sem er lægsta hlutfall frá árinu 2008. Staða ríkissjóðs hefur batnað jafnt og þétt síðustu ár. Jákvæða niðurstöðu ríkisreiknings síðustu ára má reyndar að miklu leyti rekja til einskisliða og óreglulegra liða. Engu að síður eru mörg teikn á lofti um að undirliggjandi þróun sé góð. Staða sveitarfélaganna er áfram erfið hvað útgjöld varðar og hefur rekstrarafgangur þeirra dregist saman, m.a. vegna aukins launakostnaðar.

Frumvarp til fjárukalaga fyrir 2016 var lagt fram í seinni hluta september og samþykkt sem fjárukalög þann 12. október. Sú málsmeðferð er gott dæmi um þá stöðu sem ríkisfjármálin eru í um þessar mundir. Í frumvarpinu var þannig ekki tekið á fyrirbyggjandi vanda ýmissa stofnana sem líklega

verða með útgjöld umfram heimildir fyrir árið í heild. Boðað hefur verið að annað frumvarp til fjárukalaga verði lagt fram síðar á árinu. Þannig verða væntanlega samþykkt tvö fjárukalög fyrir árið 2016, sem er afar fátítt.

Óljóst er hve mikið hefur verið unnið að fjárlagafrumvarpi ársins 2017. Það er a.m.k. ljóst að pólitískar áherslur í frumvarpinu bíða nýrrar ríkisstjórnar. Stór hluti fjárlagarammans hefur verið festur með lögunum um opinber fjármál, þannig að ný ríkisstjórn hefur ekki algerlega frjálsar hendur hvað stefnumörkun varðar.

Samkvæmt Hagstofunni hefur samneysla á föstu verðlagi lækkað um 2,1% frá árinu 2009, en þá var hlutfall samneyslu af landsframleiðslu í hámarki. Miðað við mikinn þrýsting í umræðunni, um t.d. heilbrigðismál, má gera ráð fyrir að samneysla aukist nokkuð meira á næstu árum en verið hefur síðustu ár. Allar aðstæður eru ríkissjóði mjög

hagstæðar nú um stundir og svo virðist sem ríkari vilji sé til að auka samneysluna.

Hagfræðideild spáir því að samneysla aukist um 1% á árinu 2016, hún aukist um 2,5% á næsta ári og jafnmikið árin 2018 og 2019. Þrátt fyrir að við spáum auknum samneysluútgjöldum mun landsframleiðslan aukast meira. Samneyslan yrði þannig einungis tæplega 22% af landsframleiðslu í lok spátímabilsins, sem er mun lægra en verið hefur allt frá aldamótum.

Horfur á hlutabréfa- markaði almennt góðar fyrir félög með innlenda starfsemi

Árið 2016 hefur verið gott á flestalla mælikvarða í íslensku efnahagslífi. Hlutabréfamarkaðurinn hefur þó ekki fylgt sömu þróun, þ.e. þegar horft er til úrvalsvísitölunnar. Þó ber að hafa í huga að félög sem gera upp í erlendri mynt vega þungt í samsetningu hennar. Þessi félög eru háð gengi

krónunnar sem hefur styrkst mikið á árinu. Það kemur beint við félög sem gera upp í erlendum gjaldmiðlum og eru með umfangsmikla kostnaðarliði og starfsemi á Íslandi.

Horfurnar fyrir hlutabréfa-
markaðinn í heild á næsta ári eru blendnar þrátt fyrir spá Hagfræðideildar um myndarlegan hagvöxt, auknar fjárfestingar, lága verðbólgu og aukna einkaneyslu. Þannig eru fyrirtækin í Kauphöllinni mis útsett fyrir innlendri eftirspurnarþróun í sínum grunnrekstri, sér í lagi stærstu félögin, sem vega hvað þungt í úrvalsvísitölunni. Við teljum þó að góðar efnahagshorfur á Íslandi muni styðja við meiri hlutann af fyrirtækjunum á aðallista Kauphallarinnar.

Krónan heldur áfram að styrkjast

Styrking krónunnar gagnvart evrunni undanfarna mánuði er mun meiri og hraðari en gert var ráð fyrir í maíspá Hagfræðideildar.

Þá var evran í 140 krónum og við spáðum því að gengið myndi leita í um 125 kr. í lok árs 2018. Skemmst er frá því að segja að öll þessi styrking er nú þegar komin fram og gott betur, en evran fór niður fyrir 125 kr. í október.

Ólíklegt er að Seðlabanki Íslands auki gjaldeyriskaup sín frá því sem nú er en Seðlabankinn hefur keypt um 56% af öllum gjaldeyri sem seldur var á innlendum gjaldeyrismarkaði fyrstu 10 mánuði ársins. Þvert á móti er líklegt að dregið verði úr kaupum Seðlabankans á næstu mánuðum, nema til komi stefnubreyting hvað varðar yfirlýst markmið með kaupunum, enda hefur Seðlabankinn náð upphaflegu markmiði sínu um heppilega stærð gjaldeyrisforda við afléttingu fjármagnshafta.

Samkvæmt spá okkar verður áfram talsverður afgangur af viðskiptum við útlönd út spátímabilið. Útlit er fyrir aukna erlenda fjárfestingu hér á landi á sama tíma og áhugi innlendra aðila á að

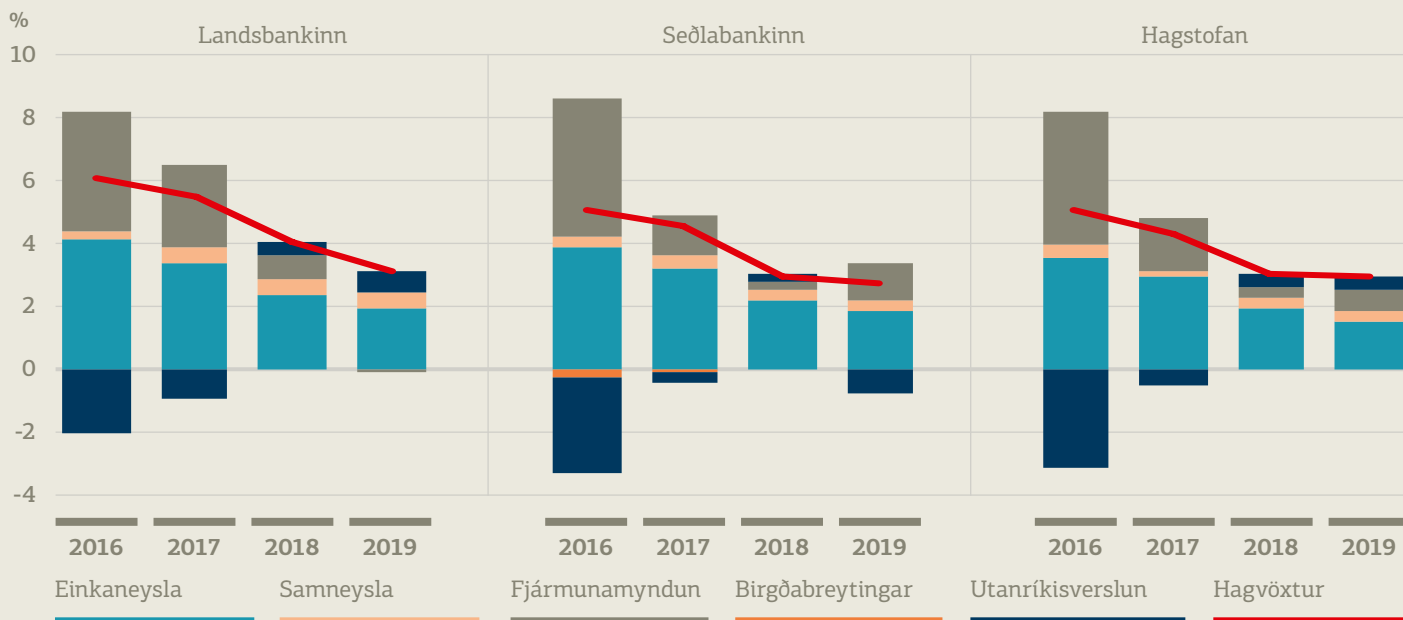
fjárfesta erlendis virðist takmarkaður. Flest bendir til þess að krónan muni halda áfram að styrkjast út spátímabilið. Spá okkar gerir ráð fyrir hóflegri styrkingu og að verð á evru verði nálægt 115 kr. í lok árs 2019.

Veikur hagvöxtur í heimsbúskapnum

Gert er ráð fyrir að efnahagsbatinn í heimshagkerfinu haldi áfram á þessu ári og að hagvöxtur á heimsvísu verði rétt rúmlega 3%, sem er svipaður vöxtur og í fyrra. Reiknað er með því að hagvöxtur aukist smám saman á næstu árum og verði 3,5% árið 2019. Hagvöxturinn í þróuðum ríkjum verður u.þ.b. helmingi minni en fyrir heiminn í heild. Þetta er í sögulegu samhengi lágur vöxtur, sérstaklega í ljósi lágs vaxtastigs og óhefðbundinna örvunaraðgerða seðlabanka í mörgum þróuðum ríkjum um tiltölulega langt skeið. Samantekið hafa hagvaxtarhorfurnar í helstu viðskiptalöndum Íslands heldur versnað

Hagvaxtarspár ásamt framlagi undirliða

Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans. Útreikningar Hagfræðideildar.



undanfarið ár. Áfram er þó gert ráð fyrir hægum efnahagsbata en mikil óvissa ríkir almennt um horfurnar í heimsbúskapnum á næstu árum.

Verðbólga enn víðast lág erlendis, vaxtastig í sögulegu lágmarki

Árið 2015 mældist verðbólga aðeins 0,3% í þróuðum ríkjum. Þetta er lægsta verðbólgu-gildið frá því alþjóðlega fjármálakreppan brast á árið 2008. Verðbólgan hefur hækkað lítillega það sem af er þessu ári og mældist um 0,5% á fyrri helmingi ársins.

Enn er gert ráð fyrir að tölurverður framleiðslulaki sé til staðar á evrusvæðinu, þótt atvinnuleysi á svæðinu í heild hafi minnkað talsvert undanfarið ár. Því er gert ráð fyrir að stýrivextir verði áfram mjög lágir þar á spátímanum. Útlit er hins vegar fyrir að framleiðslulakinn sé að mestu horfinn í Bandaríkjunum, auk þess sem verðbólgan hefur tekið mun betur við sér þar en í Evrópu. Seðlabanki Bandaríkjanna er því talinn líklegur að hækka stýrivexti lítillega undir lok ársins eða snemma á næsta ári.

Líkur á að olíuverð hækki á komandi árum

Olíuverð hefur sveiflast mikið það sem af er ári en í byrjun nóvember var verð á Brent-olíu tæplega 45 Bandaríkjadaliir fatið og hafði það hækkað um rúmlega 19% frá áramótum. Framvirk verð á mörkuðum og spár helstu greiningaraðila gera ráð fyrir að olíuverð hækki hægt og bitandi upp í u.þ.b. 60 Bandaríkjadali í lok árs 2020.

Samhljómur í opinberum spám um bjartar hagvaxtarhorfur á komandi árum

Spá Hagfræðideildar gerir ráð fyrir 4,6% meðalhagvexti á spátímabilinu, sem er töluvert meiri vöxtur en Seðlabankinn sér í kortunum, en hann spáir um 3,8% meðalhagvexti á sama tímabili. Spá Hagstofunnar gerir ráð fyrir 3,8% meðalhagvexti. Spárnar eru að öðru leyti nokkuð áþekkar hvað varðar samsetningu hagvaxtar á komandi árum, þ.e.a.s. að hann verði borinn uppí af vexti innlendrar eftirspurnar; einkaneyslu, fjárfestingu og samneyslu.



2. Verðbólguhorfur hafa batnað

Verðbólga mældist 1,8% í október, 0,7 prósentustigum undir verðból gumarkmiði Seðlabanka Íslands. Verðbólga hefur verið undir markmiðinu samfelld síðan í febrúar 2014. Ef horft er framhjá húsnæðislið vísitölunnar þá mælist verðhjöðnun hér á landi. Það skýrist meðal annars af sterkara gengi, hagfelldri alþjóðlegri verðþróun, fastari kjölfestu verðbólguvæntinga og því að launahækkunum hefur ekki verið velt út í verðlag nema að litlu leyti.

Útlit er fyrir að verðbólgu- kúfurinn úr spá okkar frá í maí verði nokkuð lægri en við bjuggumst við. Fyrir því eru aðallega fjórar ástæður:

- » Krónan hefur styrkst mun meira á þessu ári en við reiknuðum með í maí og útlit er fyrir að hún verði mun sterkari á öllu spátímabilinu en við bjuggumst áður við.
- » Launahækkarnir hafa ekki skilað sér inn í verðlag í sama mæli og við bjuggumst við.
- » Flestir mælikvarðar á verðbólguvæntingar

benda til þess að kjölfesta verðbólguvæntinga hafi styrkst og sé nálægt verðból gumarkmiði, sér í lagi til lengri tíma.

- » Innflutningur vinnuafis er nokkuð meiri en áður var reiknað með, en sá innflutningur slær að einhverju leyti á launaskrið og dregur þannig úr þeim verðbólguþrýstingi sem óhjákvæmilega fylgir aukinni spennu í hagkerfinu.

Í fyrri spá var útlit fyrir að verðbólgan færi hæst í 4,1% á spátímabilinu en samkvæmt núverandi spá fer hún hæst í 3,2%. Gangi spáin

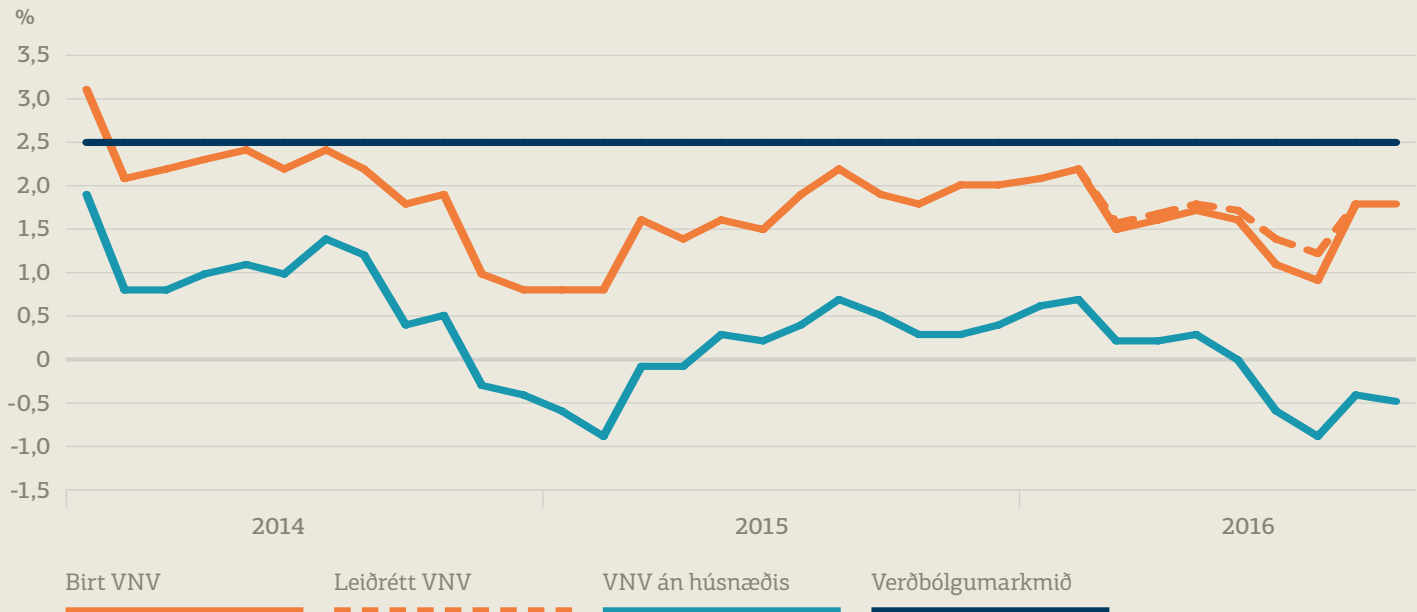
eftir í aðalatriðum teljum við, að öðru óbreyttu, ólíklegt að peningastefnunefnd Seðlabankans bregðist við með vaxtahækkunum þótt verðbólgan fari tímabundið yfir verðból gumarkmiðið. Líklegra er að peningastefnunefnd ákveði að halda vöxtum óbreyttum í gegnum kúfinn. Árið 2019 dregur úr vexti innlendrar eftirspurnar sem ætti að skapa svigrúm til að lækka stýrivexti að nýju.

Verðbólga undir neðri vikmörk, eða ekki?

Verðbólgan fór undir verðból gumarkmiði í febrúar 2014 og var október 33. mánuðurinn í röð þar sem verðbólgan var undir markmiði. Þetta er lengsta samfellda tímabil sem verðbólgan er undir markmiði frá því að peningastefna með verðból gumarkmiði var tekin upp hér á landi árið 2001. Án húsnæðis mældist 0,5% verðhjöðnun í október og var október fjórði mánuðurinn í röð sem verðhjöðnun mældist á þennan mælikvarða.

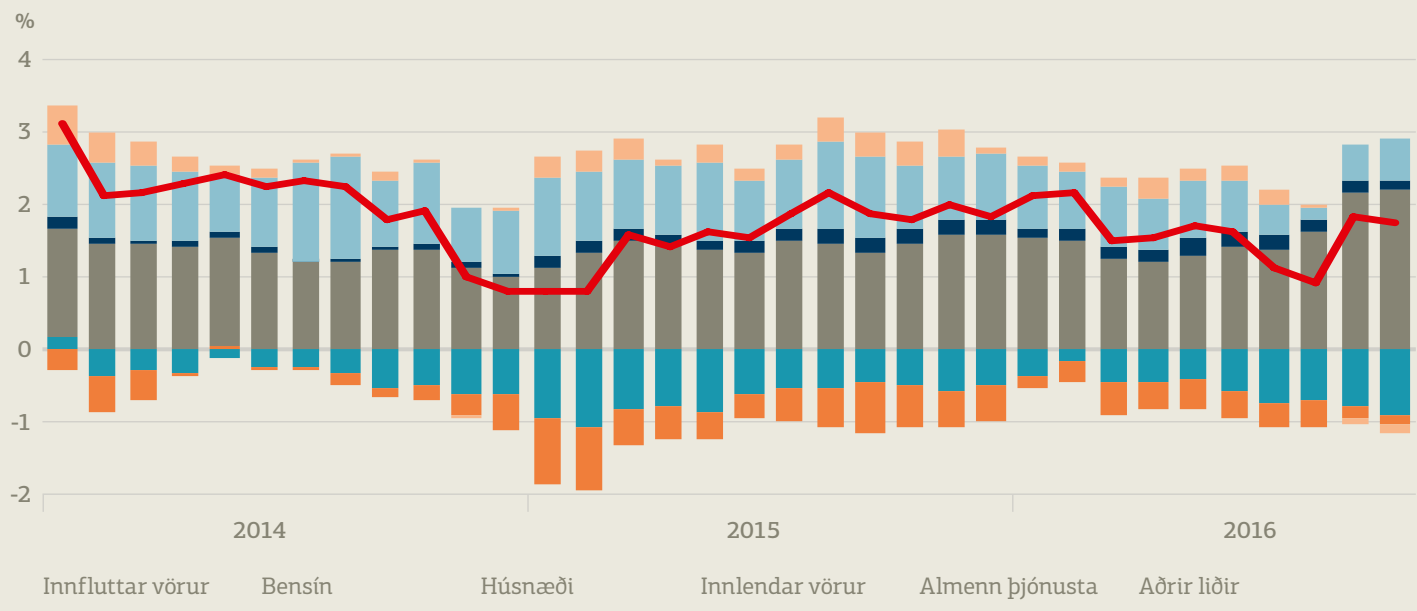
Verðbólga

Heimild: Hagstofa Íslands

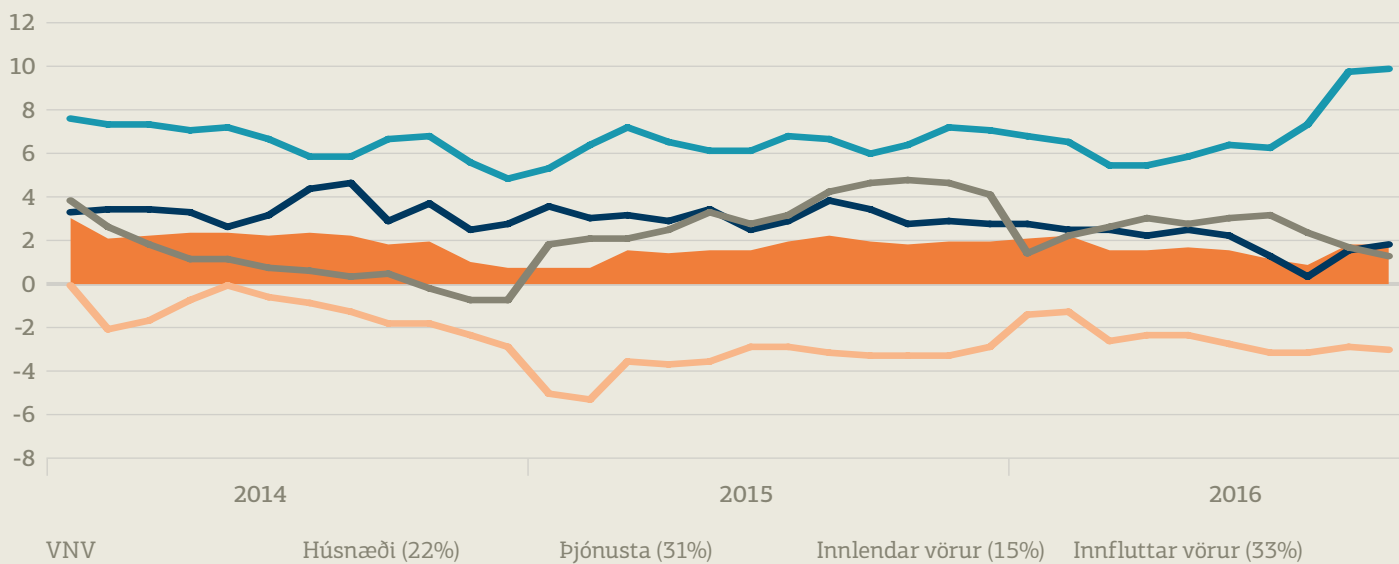


Framlag undirliða

Heimild: Hagstofa Íslands



12 m. breyting (%)



Á þessu tímabili hefur verðbólgan tvisvar farið undir neðri vikmörk verðbólgu-markmiðsins. Um áramótin 2014-2015 var verðbólgan undir neðri vikmörkum samfleytt í þrjá mánuði. Í ágúst í ár fór verðbólgan síðan aftur undir markmið þegar 0,8% verðbólga mældist og sendi Seðlabankinn greinargerð til ríkisstjórnarinnar um hvaða viðbrögðum bankinn hygðist beita til að koma verðbólgunni upp fyrir neðri vikmörk. Síðar kom í ljós að villa hafði verið í útreikningum Hagstofunnar á þá leið að hækkunir á húsnæðisverði skiluðu sér með töf inn í vísitölu, og (rétt) verðbólguáttalun fyrir ágúst mánuð hefði í raun átt að vera 1,2%.

Hækkun húsnæðis helsti drifkraftur verðbólgu

Húsnæði, bæði reiknaður kostnaður við að búa í eigin húsnæði og annar kostnaður svo sem hiti, rafmagn og viðhald, nemur 22% af vísitölu neysluverðs. Óhætt er að segja að húsnæði sé helsti drifkraftur verðbólgu hér á landi, en eins og kom fram að ofan þá mælist verðhjöðnun á vísitölunni án húsnæðis. Alls er tólf mánaða hækkun húsnæðisliðarins tæp 10%. Skýrist þetta fyrst og fremst af mikilli hækkun húsnæðisverðs, en tólf mánaða hækkun vísitölu markaðsverðs húsnæðis, sem Hagstofan notar við útreikninga á kostnaði við

að búa í eigin húsnæði, er 12,7%. Við gerum ráð fyrir áframhaldandi hækkun húsnæðisverðs á spátímanum og teljum ólíklegt að mikil breyting verði á framlagi húsnæðisliðarins á spátímabilinu þar sem fyrirséð er að áfram verði töluverð spennan á húsnæðismarkaði.

Innfluttar vörur lækka

Innfluttar vörur eru 33% af vísitölu neysluverðs. Vegna styrkingar krónunnar og hagstæðrar alþjóðlegrar verðlagsþróunar mælist nú 3% verðhjöðnun á innfluttum vörum í vísitölunni. Við búumst við því að krónan verði áfram sterk

út spátímabilið og styrkist þó að það dragi úr hlutfallslegri styrkingu hennar eftir því sem líður á spátímann. Horfur á hagvexti í heiminum hafa lítið batnað seinustu misseri og er því ólíklegt að verðlagsþróun erlendis þrýsti sérstaklega á aukna verðbólgu hér á landi næstu ár. Þó er gert ráð fyrir að olíuverð hækki nokkuð á næstu árum.

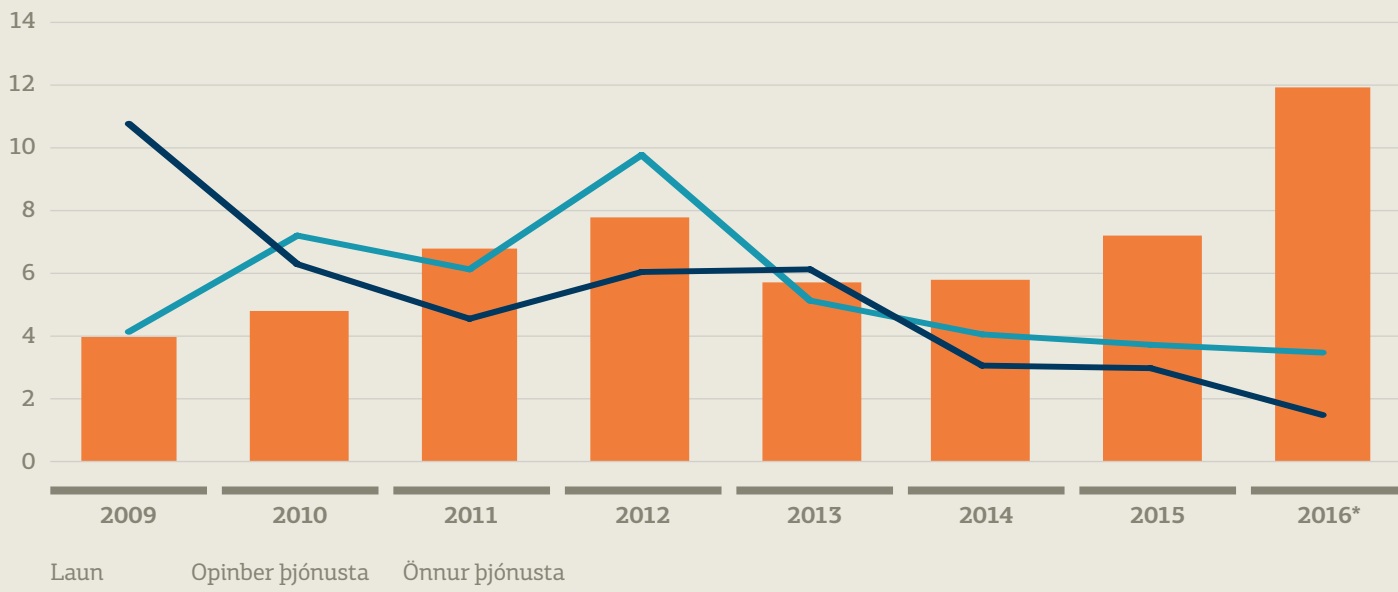
Innlend verðbólga hófleg

Innlendar vörur eru 15% af vísitölunni og (innlend) þjónusta er 31%. Tólf mánaða hækkun innlendra vara mælist 1,3%. Tólf mánaða hækkun þjónustu er

Þróun launa og verðlag þjónustu

*) fyrstu níu mánuði ársins
Heimild: Hagstofa Íslands

Ársbreyting (%)



1,8%, þar af er tólf mánaða hækkun opinberrar þjónustu 4,0% en önnur þjónusta en opinber hefur hækkað um 0,9%.

Lítill hækkun á þjónustu er sérlega áhugaverð í ljósi mikilla launahækkana og almennrar spennu á vinnu- markaði. Til að mynda voru laun að meðaltali 12% hærri á fyrstu 9 mánuðum ársins en á sama tímabili 2015.

Svigrúm atvinnurekenda til að taka á sig launahækkunir án þess að setja þær út í verðlag var nokkuð meira en við bjuggumst við þegar samið var um þessar launahækkunir. Fyrir þessu eru eflaust margar, en engar

einhlítar, ástæður. Sterkara gengi hefur þó hjálpað til en eins hafa fyrirtæki hagrætt í rekstri. Einnig getur aukin velta samhliða uppgangi í hagkerfinu verið áhrifaþáttur. Þessu til viðbótar kunna fyrirtæki að vera að mæta þessum auknu launahækkunum fremur með uppsögnum en að velta þeim út í verðlag líkt og venja hefur verið. Loks má geta þess að mun meiri hækkunir mælast í þeim þjónustuliðum sem erlendir ferðamenn nýta sér hlutfallslega meira en öðrum liðum sem bendir til þess að fyrirtæki hafi í einhverjum mæli velt launahækkunum yfir á erlenda ferðamenn í stað Íslendinga.

Verðbólguvæntingar nú í samræmi við verðbólgu markmið

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til u.þ.b. 5 ára, mælt sem munur á ávöxtunarkröfu óverðtryggðs ríkisbréfs á gjalddaga 2022 og verðtryggðs ríkisbréfs á gjalddaga 2021, lá fyrri hluta ársins milli 3,0% og 3,5%. Í kjölfar vaxtalækkunar peningastefnunefndar í ágúst féll þetta álag niður þar síðan. Væntingakönnun markaðsaðila segir svipaða sögu. Í könnuninni fyrir ári síðan var miðgildi svara um hvað þátttakendur í könnuninni bjuggust við að verðbólga yrði að meðaltali

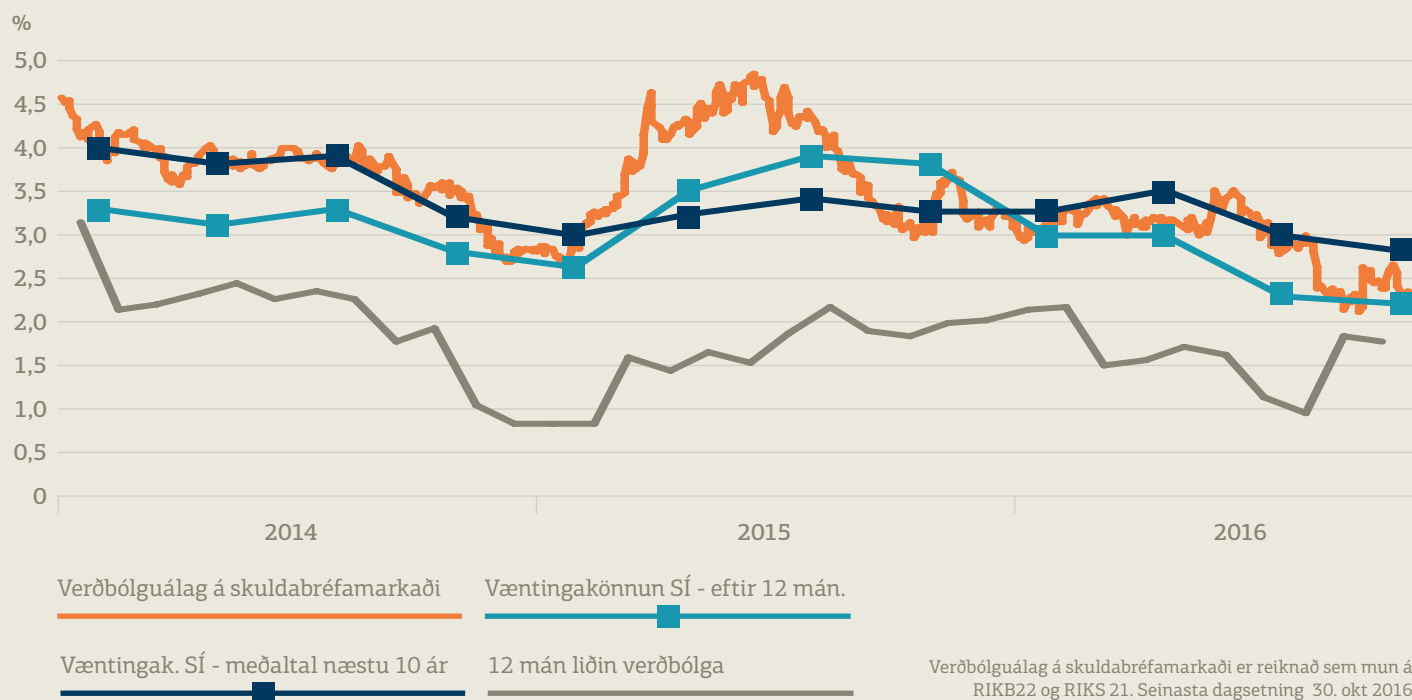
næstu tíu árin 3,25%, en í nýjustu könnuninni var miðgildið hins vegar undir 2,8%. Þetta bendir til þess að langtímamarkmið Seðlabankans um kjölfestu verðbólguvæntinga nálægt verðbólgu markmiði sé að nást.

Búumst við vaxtalækkun

Í ágúst ákvað peningastefnunefnd að lækka vexti Seðlabankans um 0,5 prósentustig. Eftir lækkunina eru útlánsvextir bankans (vextir á veðlánnum) 6,00% og innlánavextir, sem Seðlabankinn kallar nú meginvexti bankans (vextir á bundnum innlánnum lána- stofnana til 7 daga), 5,25%.

Verðbólguvæntingar

Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Kodiak



Við gerum ráð fyrir að peningastefnunefndin ákveði að lækka vexti Seðlabankans um 0,25 prósentustig á síðasta fundi nefndarinnar í ár í desember og að útlánavextir verði því 5,75% og innlánsvextir 5% í lok árs.

Gangi verðbólguþá okkar

í aðalatriðum eftir finnst okkur ólíklegt að peningastefnunefnd bregðist við væntum verðbólguþá sem fer ekki mikið yfir 3% með vaxtahækkunum. Líklegra er að peningastefnunefnd muni horfa til fastari kjölfestu verðbólguvæntinga, áframhaldandi styrkingar krón-

unnar og færslu virkra vaxta frá innlánunum til útlána og á þeim grunni ákveða að halda vöxtum óbreyttum í gegnum kúfinn. Í lok spátímans er gert ráð fyrir að það hægi verulega á hagvexti og það létti nokkuð á framleiðsluspennunni. Í kjölfarið skapast svigrúm til frekari

slökunar á peningastefnunni og vextir gætu lækkað lítillega á öðrum ársfjórðungi 2019. Mikil óvissa er þó um fjölda bæði innlendra og erlendra áhrifaþátta og því líklegt að peningastefnunefnd kjósi að stíga varlega til jarðar.

Óvissa og áhættuþættir

Efnahagsspár eru ávallt háðar mikilli óvissu sem snýr að þróun fjölda innlendra og erlendra þátta. Jafnframt er oft og tíðum óljóst hvernig réttast er að bregðast við ákveðnum óvissu- og áhættuþáttum með hagstjórnartækjum, svo sem vaxtaákvörðunum og gengisinnngripum, þar sem áhrif aðgerðanna eru oft margræð. Söguleg fylgni milli þátta svo sem framleiðsluspennu og verðbólgu kann einnig að breytast eftir því sem samsetning innlends efnahagslífs þróast og áföll eða jafnvel grundvallar-breytingar verða í heimshagkerfinu og á erlendum fjármálamörkuðum.

Stýrivextir gætu hækkað...

Samkvæmt spá Hagfræðideildar, og reyndar allra helstu spáaðila um íslensk efnahagsmál, bendir allt til töluvert kröftugs hagvaxtar á komandi árum. Jafnframt eru flestir sam-mála um að framleiðslu-

slakinn í þjóðarþúinu sé nú að mestu horfinn og því útlit fyrir vaxandi framleiðsluspennu. Miðað við sögulega fylgni framleiðsluspennu og verðbólgu má eiga von á aukinni verðbólgu í kjölfarið en erfitt er að meta hversu hratt aukin spenna miðlast yfir í almennt verðlag. Þetta veldur ávallt töluverðri óvissu í verðbólguþáttum. Ef verðbólga hækkar, og/eða verðbólguvæntingar aukast á næstu misserum, verulega umfram það sem spáin bendir til er líklegt að peningastefnunefndin bregðist við með hækkun stýrivaxta. Verðbólgan hefur hins vegar verið undir verðbólgu-umarkmiði Seðlabankans í næstum 3 ár og því ólíklegt að peningastefnunefndin telji ástæðu til að hækka vexti þótt verðbólgan fari tímabundið yfir markmið á spátímanum, að því gefnu að verðbólguvæntingar haldist nálægt markmiði.

...en þeir gætu líka lækkað meira en við gerum ráð fyrir

Gengi krónunnar er án efa stærsti einstaki áhrifavaldurinn á verðbólguþróunina hérlandis. Um þriðjungur af neyslukörfunni sem vísitala neysluverðs tekur mið af eru innfluttar vörur. Stór hluti innlendra framleiðslu og þjónustu er einnig óbeint undir áhrifum krónunnar þar sem innflutt tæki og aðföng eru nýtt í nánast allri innlendra starfsemi. Forsendur og spár um framtíðarþróun krónunnar eru því afar áhrifamiklar í verðbólguþáttum. Greining okkar bendir til þess að útlit sé fyrir töluvert nettóinnflæði erlends gjaldeyris á næstu árum. Í venjulegu árferði, með fljótandi gjaldmiðil, ætti það að öðru óbreyttu að leiða til styrkingar krónunnar. Síðustu ár höfum við búið við fjármagnshöft á sama tíma og töluverður afgangur hefur verið á viðskiptajöfnuði en Seðlabankinn hefur hins vegar keypt verulegan hluta af heildarveltunni á gjaldeyrismarkaði. Hefði þessara inngripa ekki notið

við er líklegt að krónan hefði styrkst umtalsvert meira en raunin varð sem hefði að öllum líkindum leitt til lægri verðbólgu en ella. Á sama tíma hefur vaxtastig Seðlabankans verið nokkuð aðhaldssamt í ljósi þess að verðbólgan hefur nú verið undir 2,5% markmiðinu í að verða 3 ár. Þrátt fyrir að fjármagnshöft verði afnumin að mestu á næstu mánuðum og misserum má búast við því að nettófjármagnsflæði inn í landið verði jákvætt á spátímanum, einkum í ljósi verulegs vaxtamunar við útlönd og góðra efnahags-horfa hér á landi. Á sama tíma er líklegt að Seðlabankinn dragi úr gjaldeyris-kaupum á markaði í ljósi þess að meginmarkmiðum inngrípanna hefur nú verið náð. Þetta gæti leitt til þess að krónan styrkist meira en við reiknum með í spánni og verðbólga verði lægri í kjölfarið. Styrkist krónan mikið umfram spána má gera ráð fyrir að svigrúm skapist til að lækka stýrivexti meira og fyrir en reiknað er með.

3. Kröftugur vöxtur einkaneyslu

Einkaneysla er um helmingur af mældri landsframleiðslu.

Því skiptir þróun hennar miklu máli þegar hagvaxtarhorfur eru metnar. Óhætt er að segja að óvenju margir þættir sem hafa áhrif á einkaneysluna nú og á komandi misserum séu með hagstæðasta móti um þessar mundir. Meðal þessara þátta eru staða atvinnumála, þróun launa og ráðstöfunartekna ásamt eign- og skuldastöðu heimilanna.

Einkaneysla hefur aukist samfelld frá árinu 2011. Vöxturinn hefur að meðaltali verið 2,5% á ári. Vöxturinn var mjög hóflegur árið 2013, eða um 1%. Bætt hefur í vöxtinn síðustu ár og í fyrra jókst einkaneyslan um 4,3%. Flest bendir til þess að enn bætist í vöxt einkaneyslunnar á þessu ári. Á fyrri helmingi ársins jókst einkaneyslan um 7,7% að raungildi miðað við sama tíma í fyrra, samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Vöxturinn er knúinn áfram af verulegri aukningu kaupmáttar launa sem var 8,5% hærri í september á þessu ári en fyrir ári síðan. Samfara auknum kaupmætti

hefur eiginfjárstaða heimilanna batnað mikið samhliða lækkun skulda og hækkun eignaverðs.

Gert er ráð fyrir að kröftugur vöxtur einkaneyslu haldi áfram á síðari helmingi ársins og að aukningin nemi 8,2% fyrir árið í heild. Verði þetta niðurstaðan þá verður vöxtur einkaneyslu árið 2016 sá mesti síðan árið 2005, þegar einkaneysla jókst um 12% milli ára. Á næsta ári er útlit fyrir að aðeins hægist á vextinum en hann verði engu að síður kröftugur eða um 6,5%. Við reiknum með að einkaneysla haldi áfram að aukast á seinni hluta spá-

tímans, um 4,5% árið 2018 og 3,7% í lok spátímans árið 2019.

Lykilþættir í spá um þróun einkaneyslu eru aukinn kaupmáttur launa, aukið veðrymi heimila vegna umtalsverðrar lækkunar skulda og hækkunar fasteignaverðs, minnkandi atvinnuleysi og fólksfjölgun. Ítarlega er fjallað um alla helstu áhrifaþætti spárinnar síðar í kaflanum.

Kortavelta sýnir mikinn stíganda í einkaneyslunni

Breytingar á einkaneyslu og kortaveltu hafa haldist

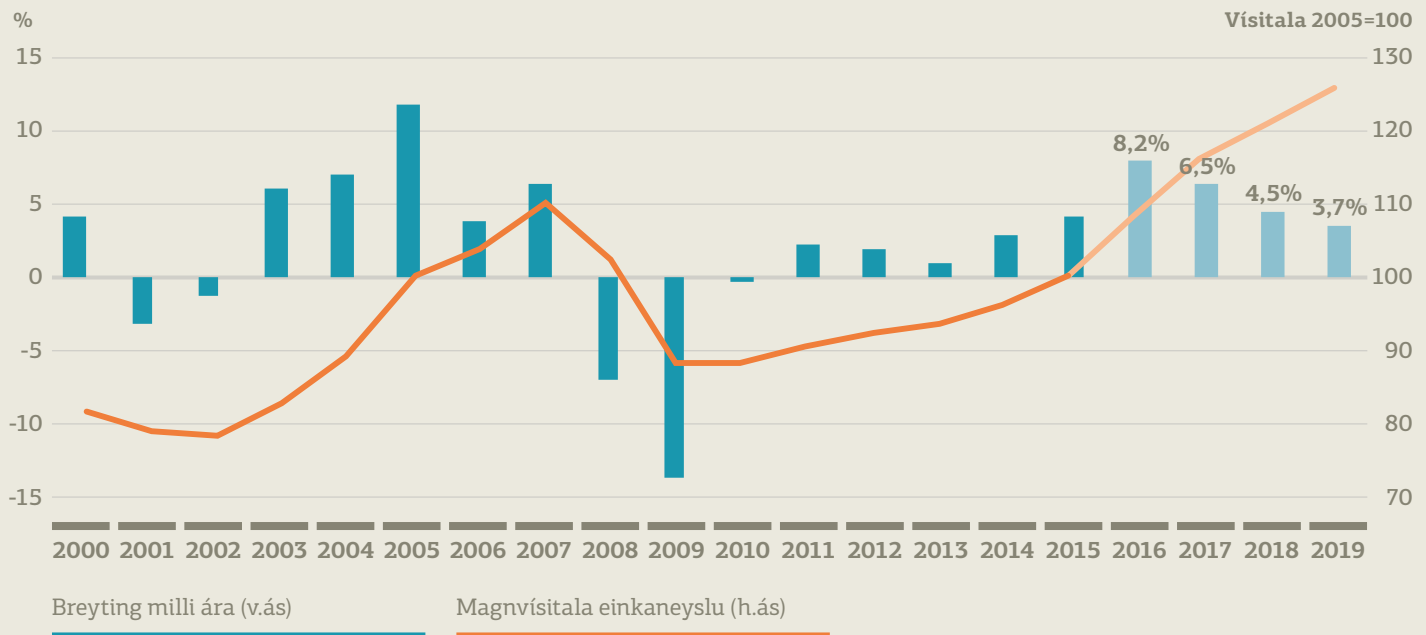
í hendur í gegnum tíðina, enda eru greiðslukort langalgengasti greiðslumáti heimila. Kortaveltan er því jafnan ágæt vísbending um þróun einkaneyslu.

Fyrstu 9 mánuði ársins jókst velta innlendra korta í verslun innanlands um 8,8% að raunvirði miðað við sama tíma í fyrra sem er rúmlega tvöfalt meiri vöxtur en á sama tímabili árið áður. Kortavelta innlendra korta erlendis jókst hins vegar mun meira á sama tíma, eða um 28,4% sem er einnig mun hraðari vöxtur en árið áður.¹ Þegar einkaneysla er mæld nær sú mæling yfir

¹ Kortavelta innlendra korta erlendis mælir bæði eyðslu Íslendinga á ferðalögum erlendis og viðskipti innendra einstaklinga í net- og póstverslun við erlenda aðila.

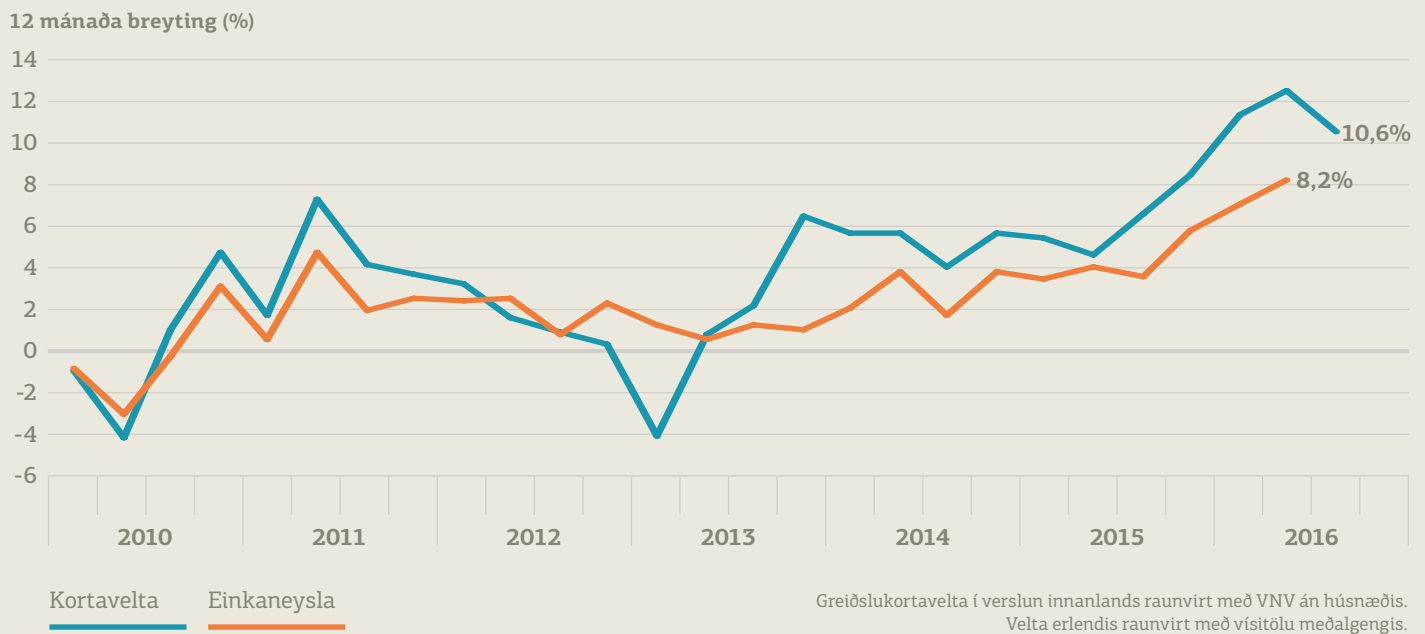
Þróun einkaneyslu og spá

Tölur fyrir 2016-2019 eru spá Hagfræðideildar
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Vöxtur einkaneyslu og kortaveltu

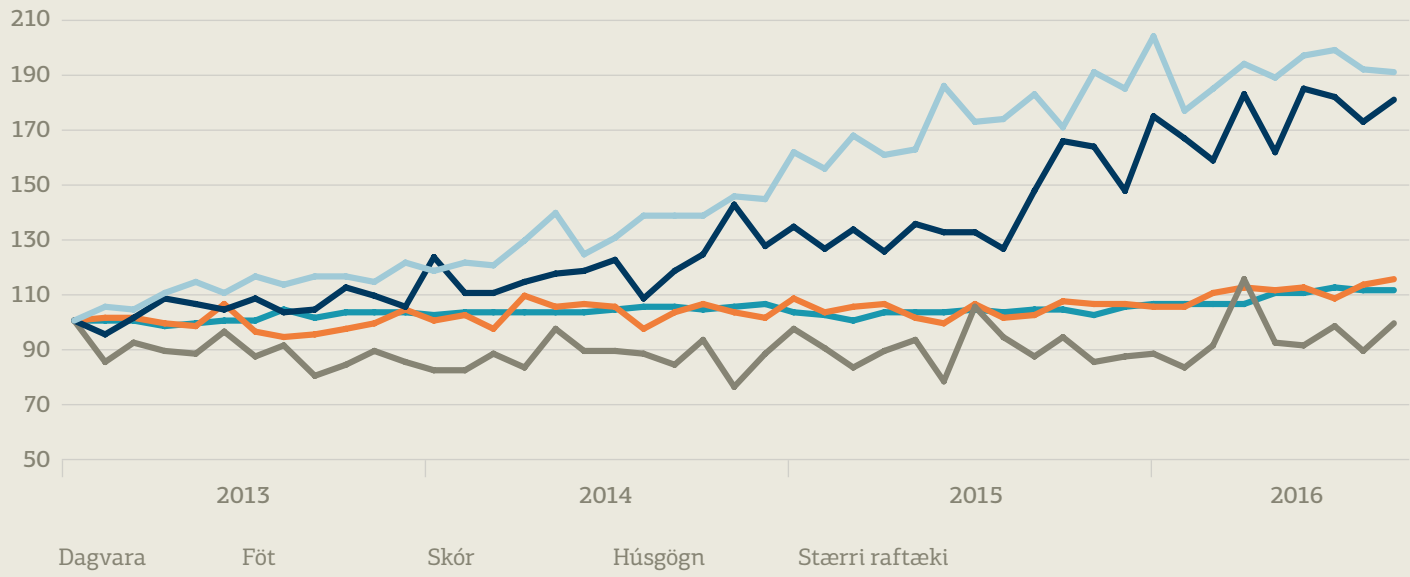
Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands, útreikningar Hagfræðideildar



Vísitölur smásöluverslunar

Árstíðaleiðrétt. Raunvirt er með verðvísitölu viðkomandi undirliðar.
Heimild: Rannóknarsetur verslunarinnar, Hagfræðideild Landsbankans

Vísitala, jan. 2013 = 100



neyslu innlendra aðila bæði hér á landi og erlendis. Þegar kortavelta fyrstu 9 mánuði ársins bæði héraðs og erlendis er skoðuð sést að vöxturinn nam um 11,5% milli ára (var 5,6% í fyrra).

Veltutölur úr verslun og innflutningur bifreiða segja sömu sögu

Smásöluvísitölur Rannsóknarseturs verslunarinnar sýna talsverða söluaukningu í öllum flokkum neysluvara það sem af er ári. Mest er aukningin í sölu á húsgögnum sem jókst um 31% fyrstu 9 mánuði ársins m.v. sama tímabil í fyrra. Þegar þróunin er skoðuð yfir

lengra tímabil kemur glöggst fram að undanfarin 3 ár hefur velta aukist mest í sölu á varanlegum neysluvörum, svo sem húsgögnum og stærri raftækjum, á meðan vöxturinn í óvaranlegum neysluvörum, svo sem dagvöru og fatnaði, hefur verið mun hófsamari.

Í lok september höfðu 17.168 fólksbílar verið fluttir inn til landsins frá áramótum. Þetta eru ríflega 40% fleiri bílar en á sama tíma í fyrra og tæplega tveggja prósentustiga meiri aukning en milli árána 2014 og 2015. Gert er ráð fyrir að bílaleigubílar séu um 40% nýskráninga yfir árið í heild, sem er svipað hlutfall og í fyrra.

Til samanburðar voru um 2.000 bifreiðar nýskráðar árið 2009 þegar innflutningurinn var í lágmarki.

Brúin hefur heldur betur lyfst á landsmönnum

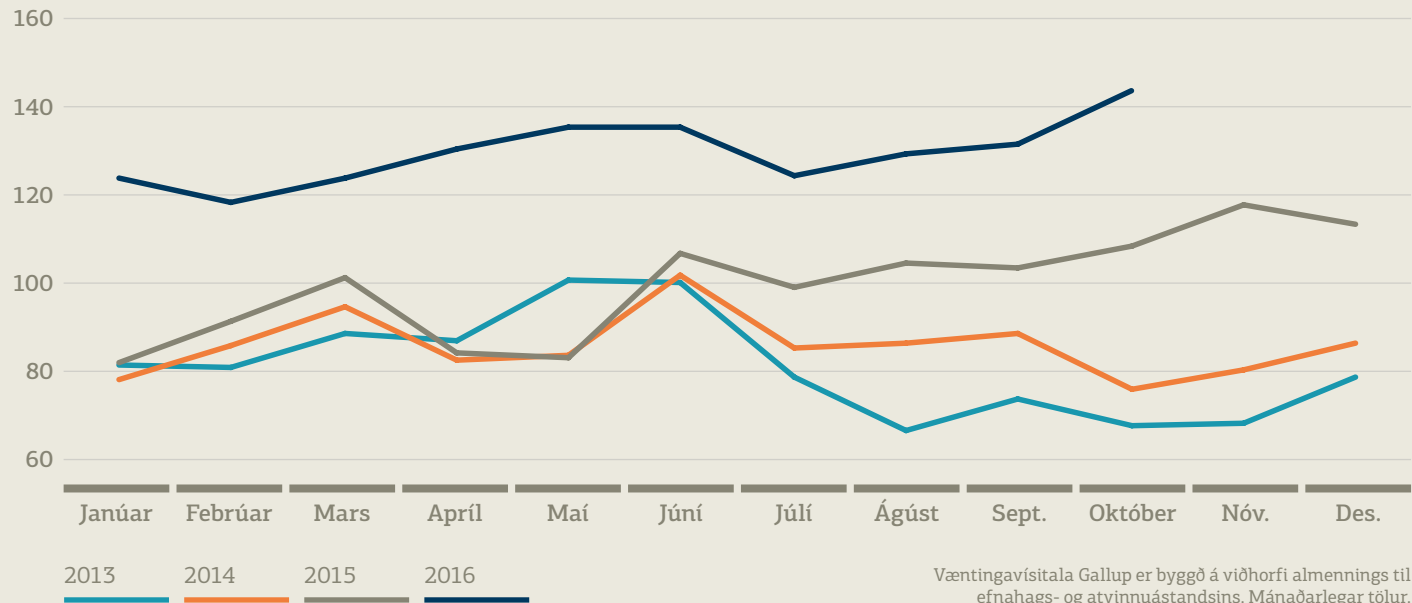
Væntingar heimila ráða miklu um neyslu þeirra. Almennt er fólk miklu síður líklegt til þess að ráðast í fjárfestingar og kaup á dýrari neysluvörum þegar óvissa ríkir. Samfara batnandi efnahag heimila og þjóðarbúsins hefur væntingavísitala Gallup leitað upp á við undanfarin misseri, þó með töluverðum sveiflum. Vísitalan mælir tiltrú og væntingar fólks til efna-

hagslífsins, atvinnuástandsins og heildartekna heimilanna. Markverð breyting varð á þróun vísitölunnar um mitt síðasta ár þegar svör þátttakenda í könnuninni nokkra mánuði í röð bentu til þess að meirihluti landsmanna væri orðinn jákvæður gagnvart efnahagshorfum. Gildi vísitölunnar var 144,3 stig í október á þessu ári, sem jafngildir því að um 72% landsmanna séu nú bjartsýn á efnahagshorfurnar næstu mánuði, og nálgast vísitalan hratt sitt hæsta gildi, sem var 154,9 stig í maí 2007.

Væntingavísitala almennings

Heimild: Gallup

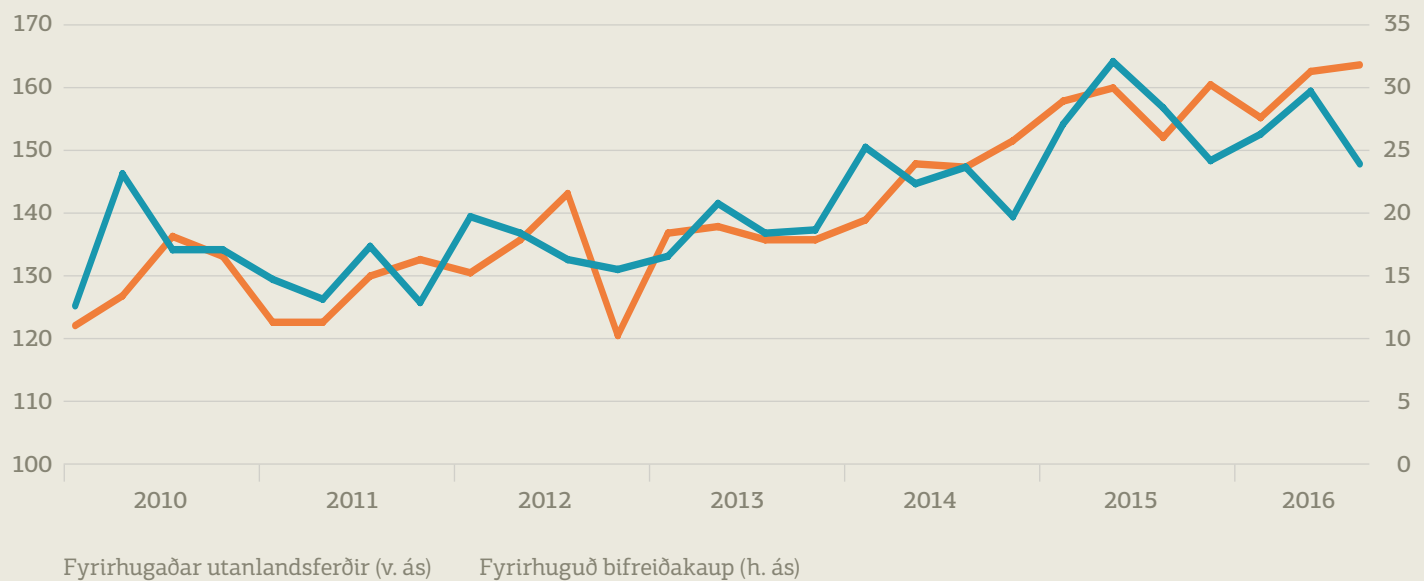
Vísitala



Vísitölur fyrirhugaðra stórkaupa

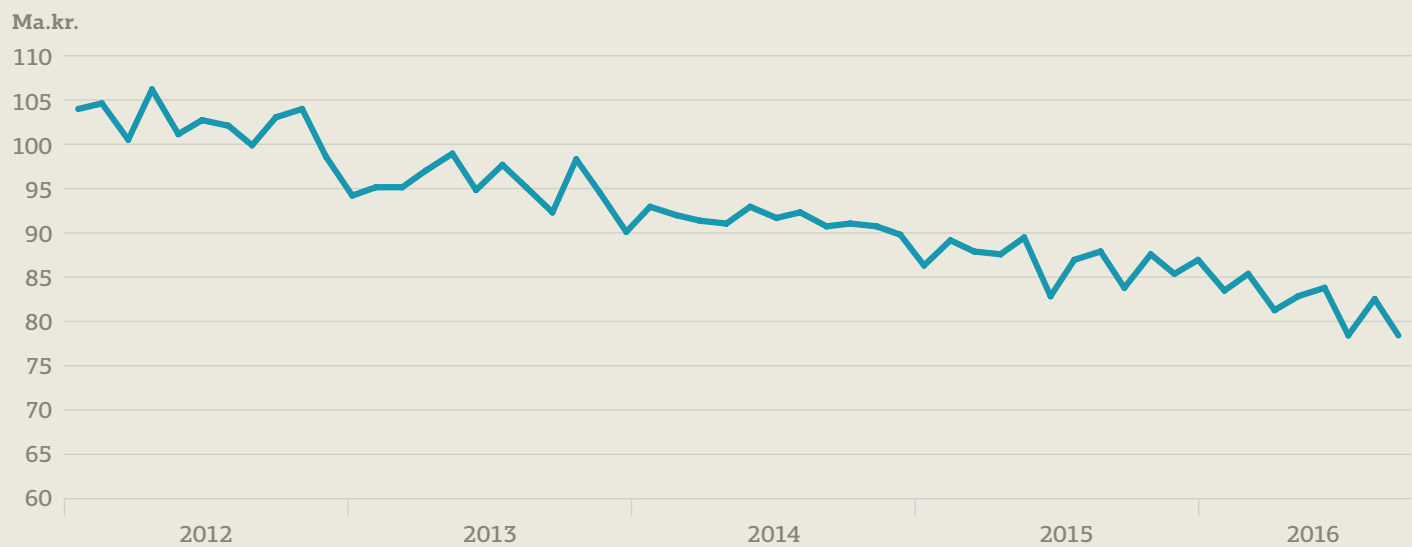
Vísitölur fyrirhugaðra stórkaupa eru byggðar á könnun Gallup á væntingum neytenda
Heimild: Gallup, Seðlabanki Íslands

Vísitala



Yfirdráttarlán og greiðslukortaskuldir heimila

Heimildir: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands,
Hagfræðideild Landsbankans



Skuldir heimila við innlánaþyrirtæki. Á föstu verðlagi m.v. september 2016

Vísitala fyrirhugaðra stórkaupa bendir til þess að svipað hlutfall landsmanna sé að huga að endurnýjun fjölskyldubílsins þetta árið og í fyrra, eða um 13% nú samanborið við 14% í fyrra. Heldur hærra hlutfall landsmanna hyggur hins vegar á utanlandsferðir á næstunni en í fyrra, eða um 82%

samanborið við um 79% í fyrra.

Ekki eru merki um að aukin einkaneysla sé tekin að láni

Einkaneysla heimilanna hefur tekið hraustlega við sér síðustu misseri á sama

tíma og heimilin virðast sýna meiri ráðdeild en oft áður á uppgangstímum. Í lok september námu yfirdráttarlán og greiðslukortaskuldir einstaklinga um 78 ma.kr. og hafa þau lækkað um tæpa 26 ma.kr. frá apríl 2012, eða um fjórðung mælt á föstu verðlagi.²

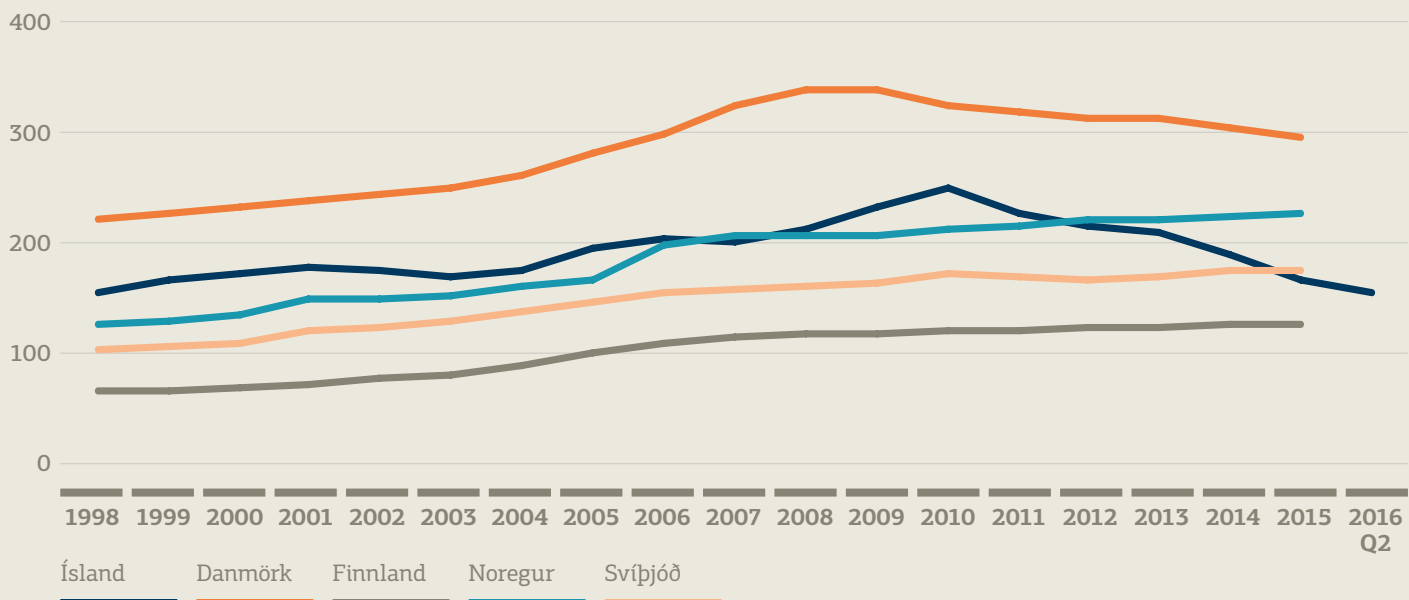
Í lok árs 2015 námu skuldir heimilanna 84% af landsframleiðslu og höfðu á þennan mælikvarða lækkað um 11 prósentustig frá fyrra ári. Í lok júní sl. námu skuldir heimilanna 1.851 ma.kr., eða sem samsvarar um 81,2% af landsframleiðslu, og höfðu þær lækkað um 1,2% að raunvirði á fyrri

² Opinber gögn um yfirdráttarlán og greiðslukortaskuldir heimila eru ekki samanburðarhæf lengra aftur í tímann vegna breytinga á bókhaldslegum uppgjörsaðferðum og sameininga fjármálaþyrirtækja.

Skuldir heimila á Norðurlöndunum

Heimild: Seðlabanki Íslands

% af ráðstöfunartekjum



hluta ársins. Lækkun skulda sem ekki tengist skuldaá-gerðum stjórnvalda nam 0,2% að raunvirði á tímabilinu. Að jafnaði hefur niðurgreiðsla skulda fyrir tilstilli séreignarsparnaðar numið um 1,2 ma.kr. á mánuði og því má gera ráð fyrir að húsnæðislán lækki um í kringum 18 ma.kr. til við-

bótar fram til ársloka 2017 er séreignarsparnaðarleiðinni lýkur.

Þegar skuldir heimilanna eru skoðaðar í hlutfalli við ráðstöfunartekjur eru þær um 156% af áætluðum ráðstöfunartekjum. Þetta hlutfall hefur lækkað hratt síðustu ár, eða um 94 pró-

sentustig frá árinu 2010. Skýrist lækkunin bæði af lækkun skulda og verulegri hækkun ráðstöfunartekna. Skuldir íslenskra heimila eru nú næst lægstar á Norðurlöndunum á eftir finnskum heimilum. Þetta er mikill viðsnúningur þar sem um áratugaskeið voru það einungis dönsk heimili sem

voru skuldsettari á Norðurlöndunum en þau íslensku á þennan mælikvarða.

Aukin spenna á vinnumarkaði

Atvinnuleysi hefur minnkað hratt undanfarin misseri. Í september var meðalatvinnuleysi síðustu 12 mánuði 2,4% samkvæmt tölum Vinnuálastofnunar um skráð atvinnuleysi og hafði lækkað um 0,6 prósentustig á einu ári.

Í atvinnuálagum hefur áherslan og umræðan smám saman færst frá atvinnuleysinu sjálfu yfir í skort á vinnuafli í flestum greinum atvinnulífsins. Þessi skortur hefur einkum komið fram í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð og ferðaþjónustu. Fyrirtæki virðast í auknum mæli bregðast við þessari stöðu með því að flytja inn

vinnuafli. Á fyrri helmingi ársins 2016 fluttu um 2.200 fleiri erlendir ríkisborgarar á vinnualdri til landsins en frá því. Þar var um meira en tvöföldun að ræða frá sama tíma 2015 þegar rúmlega 1.000 fleiri komu til landsins en fóru frá því.

Í nýlegri könnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins hafði hlutfall fyrirtækja sem töldu vera skort á starfsfólki hækkað um rúm 20 prósentustig milli ára. Þannig töldu um 42% fyrirtækja sig búa við skort á starfsfólki og hefur þetta hlutfall ekki verið hærra frá því í lok árs 2007. Það eru aðallega fyrirtæki í iðnaði

og byggingarstarfsemi sem telja sig búa við vinnuafllsskort. Fyrirtækjum í verslun og sjávarútvegi sem búa við vinnuafllsskort hefur einnig fjölgað mikið.

Störfum hefur fjölgað mikið og samkvæmt tölum Hagstofunnar fjölgaði starfandi einstaklingum um 8.500 milli september 2015 og september 2016. Atvinnuþátttaka er mjög mikil og nálgast sama stig og var á árunum fyrir hrun. Þannig jókst atvinnuþátttaka sem hlutfall af mannafla um tæpt eitt prósentustig frá september 2015 til sama tíma 2016, eða úr 81,4% í 82,3%. Ljóst er að þróun hagkerfisins mun valda vaxandi

eftirspurn eftir vinnuafli á næstu árum og nú þegar hefur henni verið mætt með auknum innflutningi erlends vinnuaflls. Svo mun verða áfram.

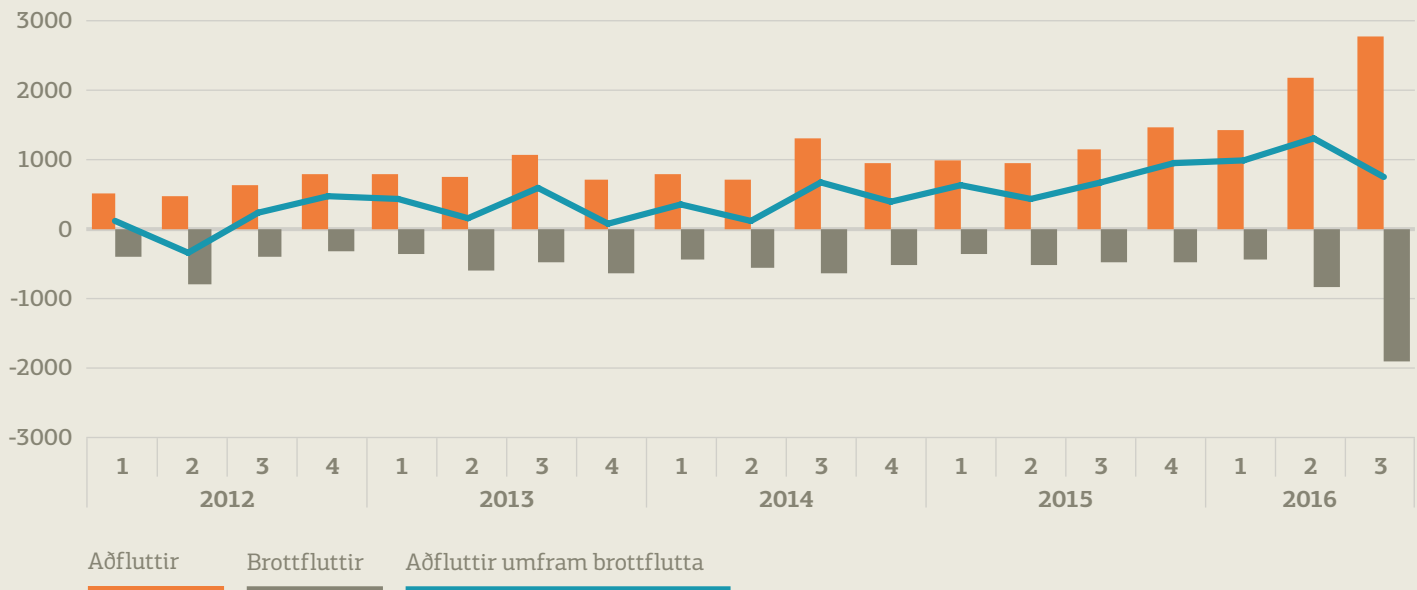
Ýmis stór fjárfestingarverkefni sem kalla á aukið vinnuafll eru í burðarliðnum og þá mun fjölgun ferðamanna skapa fleiri störf.

Höfuðborgarsvæðið farið að skera sig úr

Skráð atvinnuleysi kvenna hefur minnkað meira en hjá körlum. Það á einkum við um konur á Suðurnesjum, en atvinnuleysi meðal þeirra

Flutningar erlendra ríkisborgara á aldrinum 20-59 ára eftir ársfj.

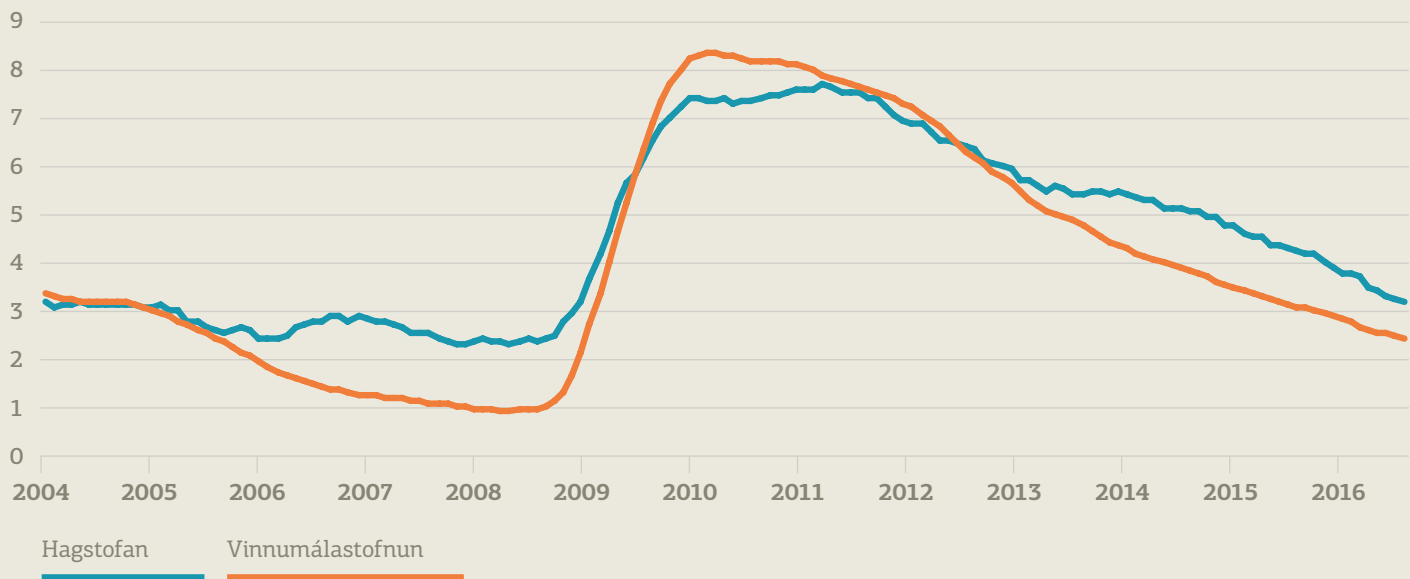
Heimild: Hagstofa Íslands



Atvinnuleysi skv. mælingum Hagstofu og Vinnumálastofnunar

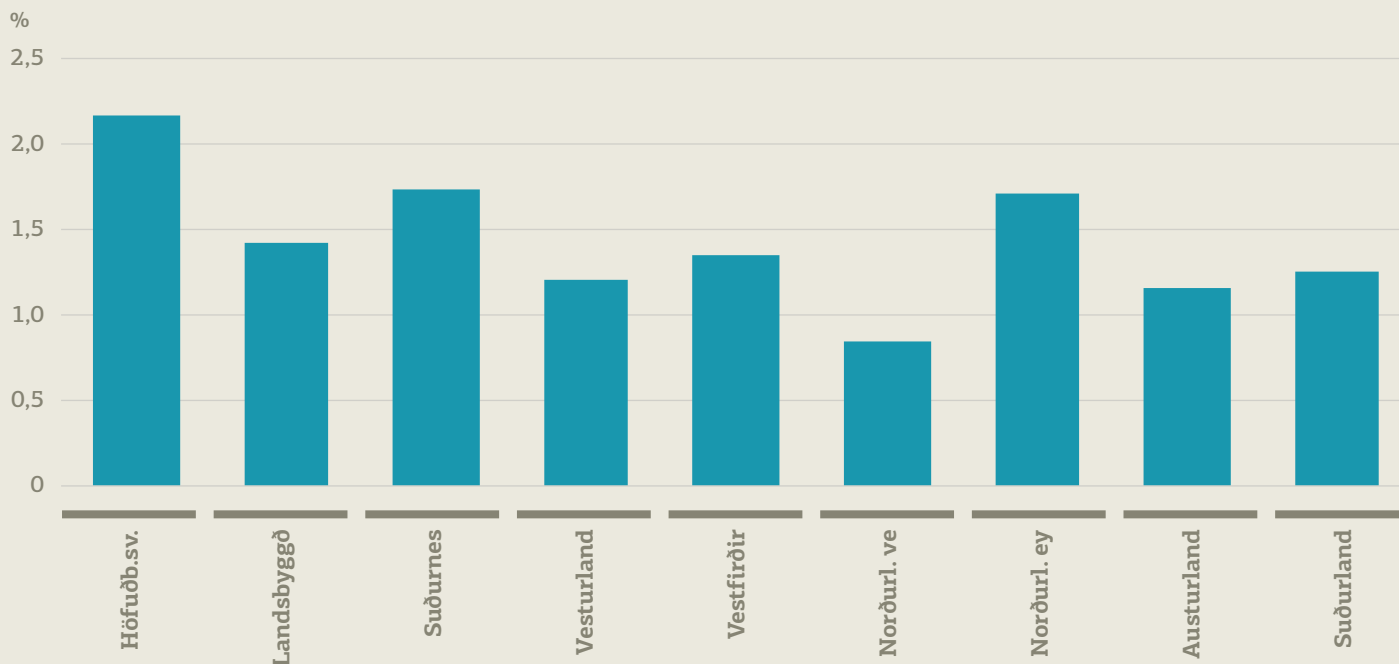
Heimild: Hagstofa Íslands,
Vinnumálastofnun,
Hagfræðideild Landsbankans

Tólf mánaða meðaltal - %



Atvinnuleysi eftir landsvæðum í september 2016

Heimild: Vinnumálastofnun



minnkaði um 1,5 prósentu-
stig frá september 2015 til
sama tíma 2016. Atvinnu-
leysi var lengi vel meira
á Suðurnesjum en annars
staðar á landinu. Það hefur
breyst og er atvinnuleysi á
Suðurnesjum nú mun minna
en það er á höfuðborgar-
svæðinu. Mikill uppgangur
ferðaþjónustu og fjölgun
starfa í tengslum við Leifs-
stöð skýrir eflaust hluta
af þessari jákvæðu þróun
á Suðurnesjum. Nú er svo
komið að atvinnuleysi er
mest á höfuðborgarsvæðinu
og næstmest á Suðurnesjum
og á Norðurlandi eystra.

Staða háskólamennt- aðra hefur hlutfallslega versnað

Frá janúar 2010 fram til
september 2016 hefur
skráðum atvinnulausum
fækkað um alls 71%. At-
vinnulausum með grunn-
skólapróf hefur fækkað
um 83%, atvinnulausum
iðnaðarmönnum um 87%,
en atvinnulausum með
háskólamenntun hefur
einungis fækkað um 54%,
þar af konum um 43%. Há-
skólamenntuðu fólki hefur
fjölgað og það lítur út fyrir
að verr gangi að skapa störf
fyrir það en aðra eða að fleiri
störf fyrir háskólamenntað
fólk hafi einfaldlega horfið.

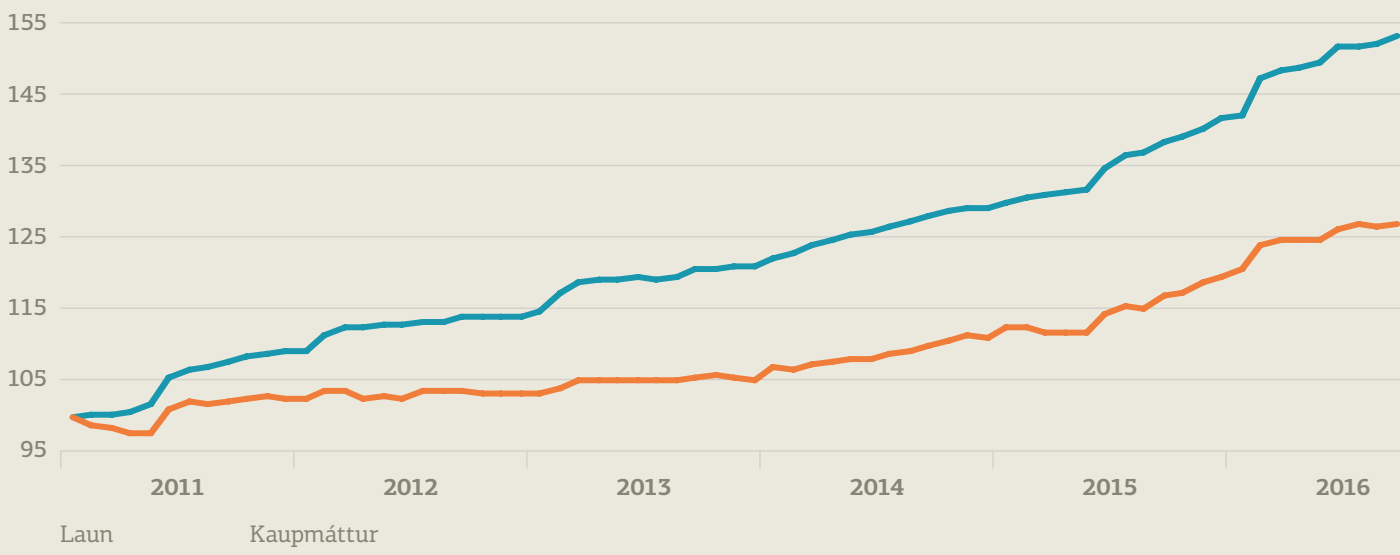
Lítill framleiðniaukning

Framleiðnivöxtur hefur verið
frekar hægur síðustu misseri
og líklegt er að svo verði
áfram. Sú staða sem hér er
uppi er reyndar ekki mjög
frábrugðin því sem gerist í
öðrum þróuðum ríkjum.

Skoðanir stjórnenda fyrir-
tækja sýna að vaxandi hluti
þeirra á í erfiðleikum með að
manna störf. Það kemur heim
og saman við að framleiðslu-
spenna hafi tekið að myndast
á síðasta ári eftir nokkurra
ára skeið með vannýttum
framleiðsluþáttum.

Meðalatvinnuleysi síðustu
12 mánaða í september 2016
var 2,4% samkvæmt tölum
Vinnumálastofnunar en var
að meðaltali 2,9% á árinu
2015. Atvinnuleysi hefur
minnkað nokkuð hratt á
síðustu misserum. Þess er
að vænta að atvinnuleysi
minnki enn frekar, en ekki
jafn hratt og undanfarið.
Hagfræðideild spáir því að
skráð atvinnuleysi verði
2,2% árinu 2016, 2,1% á ár-
inu 2017 og 2,0% á árunum
2018 og 2019.

Visitala, janúar 2011 = 100



Kaupmáttur launa tekur stökk

Launa- og kaupmáttarþróun á síðasta ári var verulega hagstæð. Regluleg laun landsmanna voru að jafnaði 10,5% hærrí í september 2016 en í sama mánuði 2015. Kaupmáttur jókst að meðaltali um 8,5% á þessu tímabili. Kaupmáttur launa er nú hærrí en nokkru sinni fyrr. Kaupmáttur launavísitölu varð hæstur í ágúst 2007, hann náði aftur sama stigi í nóvember 2014 og hefur aukist um 13,9% síðan þá. Launahækkunarir hafa verið miklar síðustu mánuði og fór 12 mánaða launahækkunartaktur upp í 13,4% í apríl í ár.

Almenni markaðurinn á eftir

Regluleg laun voru að meðaltali 2,8% hærrí á öðrum ársfjórðungi 2016 en á fjórðungi 2015 var 1,8% á þessu tímabili. Árs-hækkun allra frá öðrum ársfjórðungi 2015 var 13%, sem gaf 11,2% kaupmáttaraukningu. Hækkunin var 13,5% á almennum vinnumarkaði og 12,7% hjá opinberum starfsmönnum. Þar af hækkuðu laun ríkisstarfsmanna um 13,7% og laun starfsmanna sveitarfélaga um 11,5%. Sé hins vegar litið á þróun þessara hópa til aðeins lengri tíma má sjá að frá upphafi

ársins 2011 hafa þeir þróast með mjög svipuðum hætti, í fimm og hálfu ár. Þannig munar einungis 0,4% á launahækkunum almenna markaðarins og hins opinbera á þessu tímabili.

Verður hægt að tryggja vinnufrið til ársloka 2018?

Sátt tókst í upphafi ársins á almennum vinnumarkaði um framlengingu kjarasamninga á grundvelli svokallaðs Salek-samkomulags (samstarfsnefnd um launaupplýsingar og efnahagsforsendur kjarasamninga). Megininntak

þess samkomulags er 32% rammi – þ.e. 32% hækkun launakostnaðar fyrir alla hópa frá árslokum 2013 til ársloka 2018 og samræming lífeyrisréttinda á almennum og opinberum vinnumarkaði. Hækkun greiðslna atvinnurekenda á almennum markaðnum í lífeyrissjóði er hluti af þessum 32% ramma. Jafnframt á að tryggja opinberum starfsmönnum launahækkunarir vegna launaskriðs sem kann að verða á almennum vinnumarkaði.

Krafa hefur verið uppi um að tryggingagjaldið verði lækkað aftur til fyrra horfs þar sem atvinnuleysi hefur lækkað mikið. Lækkun

tryggingagjalds var talið líklegt útspil stjórnvalda í mótvægisáðgerðum gegn verðbólguáhrifum vegna mikilla launahækkana, en enn sem komið er hefur tryggingagjaldið einungis lækkað um 0,5 prósentustig.

Mikil óvissa um þróun kjaramála

Salek-samkomulagið var gert í október 2014. Fyrsti prófsteinninn á það var framlenging gildandi kjarasamninga í janúar 2015. Það

tókst og hafa aðrir kjarasamningar tekið mið af ákvæðum samkomulagsins. Ákvarðanir kjararáðs á síðustu mánuðum um launembættismanna, alþingismanna og ráðherra eru hins vegar langt umfram 32% svigrúmið sem kveðið var á um í Salek-samkomulaginu. Því er líklegt að sú staða hafi mikil áhrif á endurskoðun kjarasamninga í upphafi ársins 2017. Það skýtur auðvitað skökku við að endurskoða þurfi kjarasamninga fyrir allan vinnumarkaðinn árlega í jafn stöðugu efna-

hagsumhverfi og ríkt hefur hér á landi undanfarin ár. Ákvarðanir kjararáðs sýna hins vegar að ekki er vanþörf á slíku til þess að lágmarks-traust geti ríkt á milli helstu aðila á vinnumarkaði.

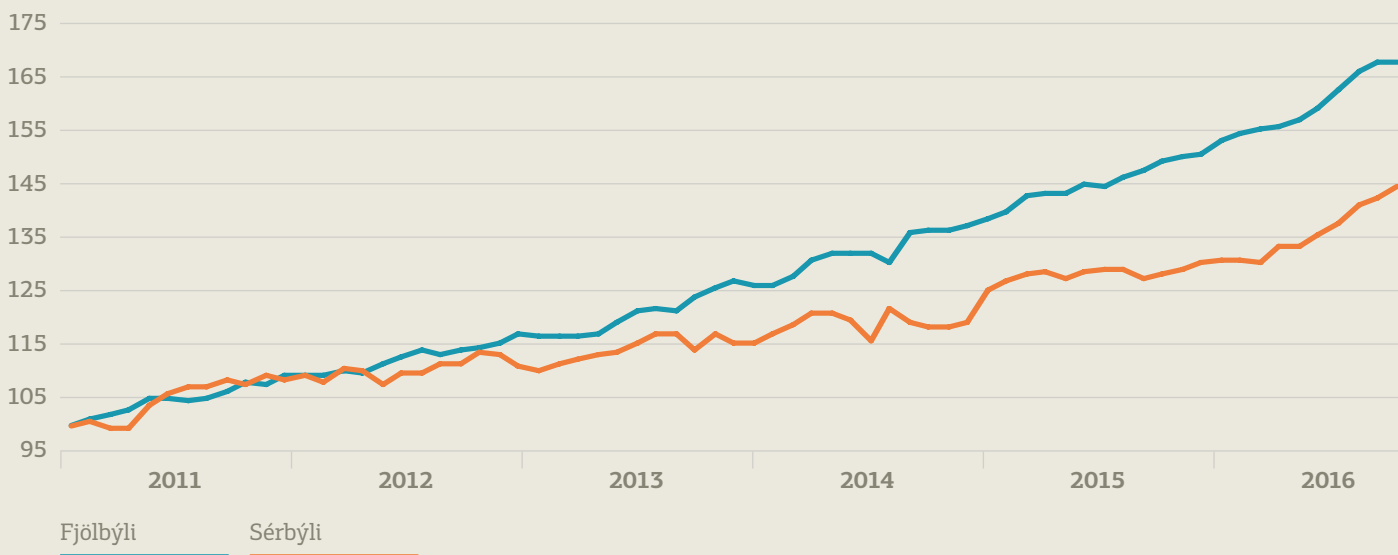
Salek-samkomulagið felur í sér miklar breytingar á íslensku samningsumhverfi. Það felur t.d. í sér tilfærslu á valdi og samningsrétti frá smáum einingum til þeirra stærri í takt við það sem gerist á öðrum Norðurlöndum. Í stórum dráttum virðist sátt hafa náðst um

þessa leið á vinnumarkaðnum, en ákveðin biðstaða er þó í málum á opinbera markaðnum sem tengjast samræmingu lífeyrisréttinda á almenna og opinbera markaðnum. Nú er sú spurning uppi hvort launaákvarðanir kjararáðs muni tefja eða koma í veg fyrir þær breytingar sem stefnt var að með Salek-samkomulaginu.

Þróun nafnverðs á húsnæði

Heimild: Þjóðskrá Íslands,
Hagfræðideild Landsbankans

Vísitala, janúar 2011 = 100



Ekkert lát á hækkun fasteignaverðs

Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 9,4% milli 2014 og 2015. Verðþróunin hefur verið með svipuðum hætti á þessu ári og nú í september var 12 mánaða hækkun húsnæðisverðs 12,2%.

Munur á sérbýli og fjölbýli

Árshækkunin á fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu í september var 12,3% og 12,4% á sérbýli. Hækkunartakturinn er því hár í báðum tilfellum. Hækkun fjölbýlis hefur verið

nokkuð jöfn og þétt allt frá árinu 2011 en hækkun sérbýlis minni og sveiflukennðari. Sé litið á þróun síðustu ára má sjá að 12 mánaða hækkun fjölbýlis hefur verið yfir 8% í langan tíma. Þá er greinilegt að sveiflur í verðþróun sérbýlis hafa verið mun minni á þessu ári en var á árunum 2013-2015. Árshækkun sérbýlis er nú orðin meiri en hækkun fjölbýlis og hefur sú staða ekki verið uppi síðan vorið 2012.

Verð mun hækka áfram

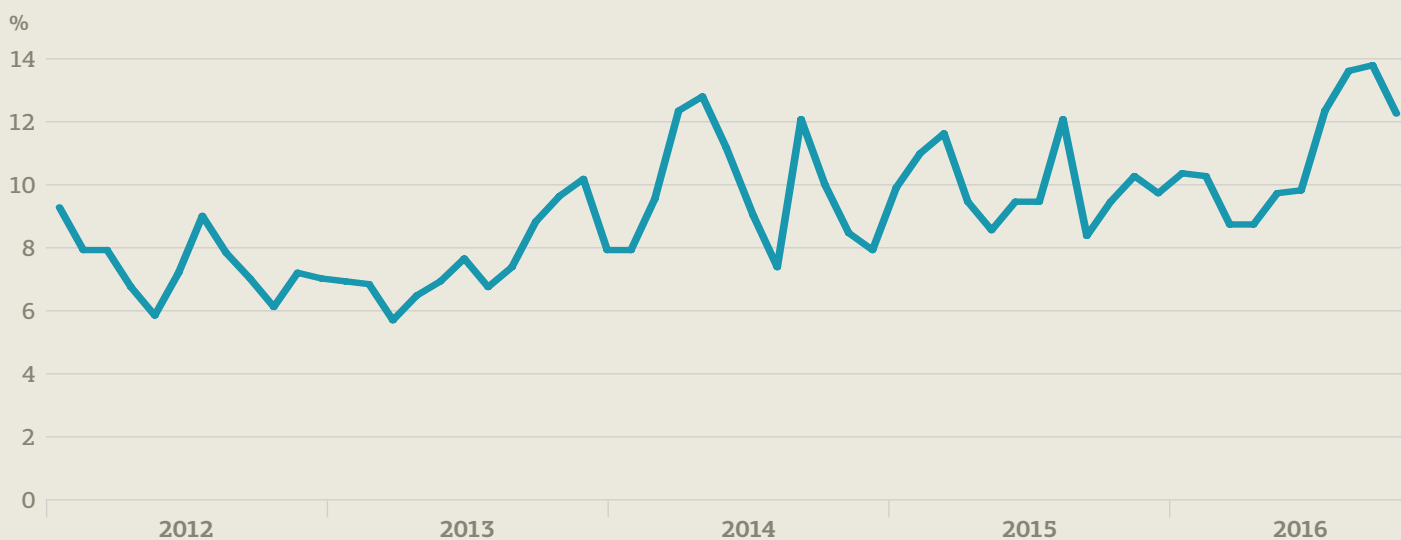
Flestar vísbendingar snúa í þá átt að verð fasteigna muni halda áfram að hækka. Það virðist t.d. ljóst að framboð á húsnæði, sérstaklega nýju húsnæði, uppfyllir ekki þá eftirspurn sem er fyrir hendi og slíkar markaðsaðstæður ýta verðinu upp. Þá hafa nýlega sést merki um aukna samkeppni á íbúðalánamarkaði. Lífeyrissjóðir eru farnir að gera sig gildandi í auknum mæli á markaðnum. Þeir hafa lækkað vexti í takt við lægri ávöxtunarkröfu á

skuldabréfamarkaði og bjóða lægri vexti en viðskiptabankarnir, auk þess að bjóða líka upp á óverðtryggð lán. Aðgangur að lánsfé er orðinn greiðari sem aftur ýtir undir verðhækkunir.

Miklar launahækkunir og hagstæð kaupmáttarþróun auka einnig þrýsting á fasteignamarkaði. Staða heimilanna hefur batnað mikið að undanförunu. Skuldir hafa lækkað, eiginfjárstaða batnað og veðhlutföll eru nú lægri en verið hefur lengi. Heimilin hafa því aukna

12 mánaða hækkun húsnæðisverðs

Heimild: Þjóðskrá Íslands



burði til þess að auka skuldir sínar í þensluástandinu sem nú ríkir. Allir þessir þættir ýta undir áframhaldandi hækkun fasteignaverðs. Fleiri þætti mætti nefna í þessu sambandi, t.d. þörf á auknum innflutningi vinnuafls á næstu misserum sem kallar á aukið húsnæði. Áframhaldandi fjölgun ferðamanna mun líklega

auka útleigu húsnæðis til þeirra sem enn dregur úr framboði íbúða.

Verðþróun er sú sama í stærri bæjarfélögum

Sé litið á þróun fasteignaverðs í stærstu bæjum utan höfuðborgarsvæðisins síðustu ár má sjá að þróunin

þar er ekki mjög frábrugðin verðþróun á höfuðborgarsvæðinu. Þróunin á Akranesi og Akureyri hefur verið mjög svipuð og á höfuðborgarsvæðinu. Í tilviki Akureyrar hefur þetta verið þannig allt frá árinu 2008 og þróunin á Akranesi hefur verið svipuð allt frá árinu 2013. Verðhækkunin hefur verið minni í Árborg og Reykjanesbæ.

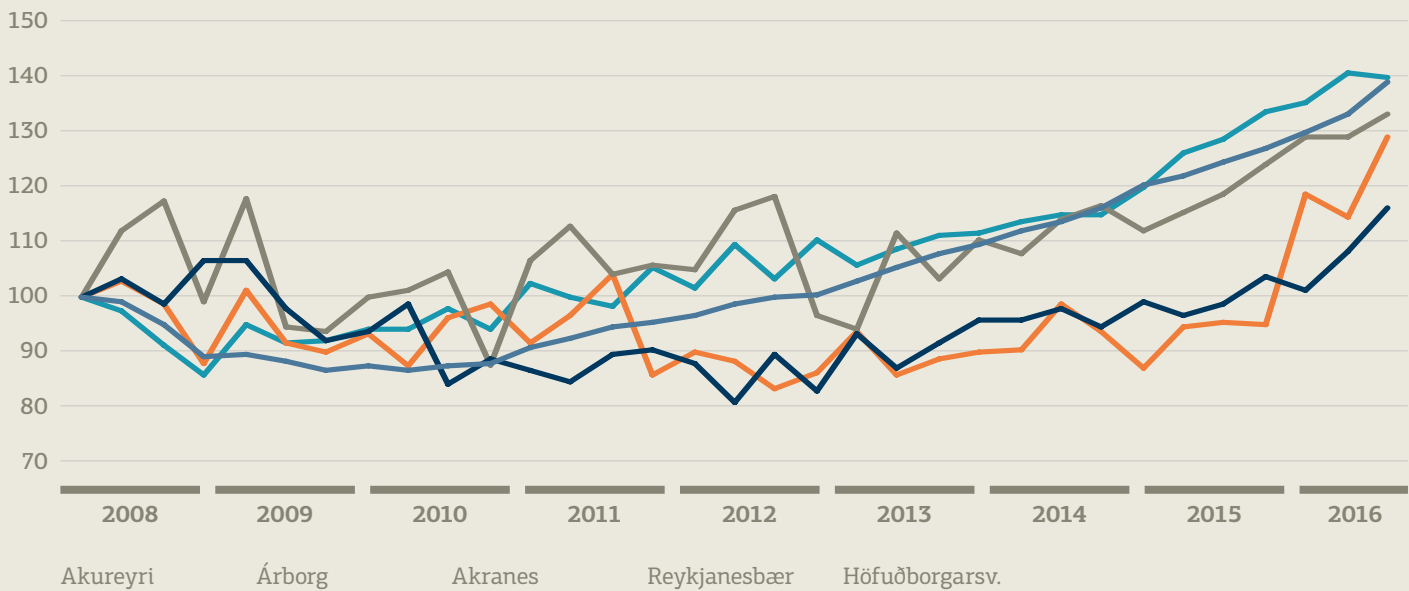
Viðskipti á fasteignamarkaði aukast minna

Ef litið er á meðalfjölda viðskipta yfir lengri tíma má sjá að meðalviðskipti á mánuði á fyrstu 9 mánuðum þessa árs eru um 20% fyrir ofan meðaltal síðustu 11 ára, og er aukningin til þessa í ár heldur minni en á árinu 2015. Viðskipti á fasteigna-

Þróun fasteignaverðs

Heimild: Þjóðskrá Íslands,
Hagfræðideild Landsbankans

Visitala - 3. ársfj. 2008 = 100



markaði aukast því hægar en áður og á meðan nýjar íbúðir koma ekki í meira magni inn á markaðinn er þessi staða ávísun á meiri hækkunir. Einhugur virðist um að of lítið hafi verið byggt af nýjum íbúðum á síðustu misserum og því til viðbótar hefur fjöldi íbúða farið í útleigu til ferðamanna og töluvert verið um að fasteigna-

félög hafi keypt íbúðir til útleigu. Það hefur því þengt mikið að hefðbundnum sölu- og kaupamarkaði með fasteignir.

Áformað að byggja meira leiguhúsnæði

Eftir að ríkisstjórnin gaf út yfirlýsingu um húsnæðismál

í samráði við aðila vinnu- markaðarins og sveitarfélög í maí 2015 hafa verið sett lög um leiguíbúðir. Stefnt er að því að byggja fjölda félagslegra leiguíbúða á næstu árum. Upphaflega yfirlýsingin gekk út á að byggja 2.300 leiguíbúðir á árunum 2016-2019, að hámarki 600 íbúðir á ári. Ljóst er að þessi áform hafa tafist mikið, en

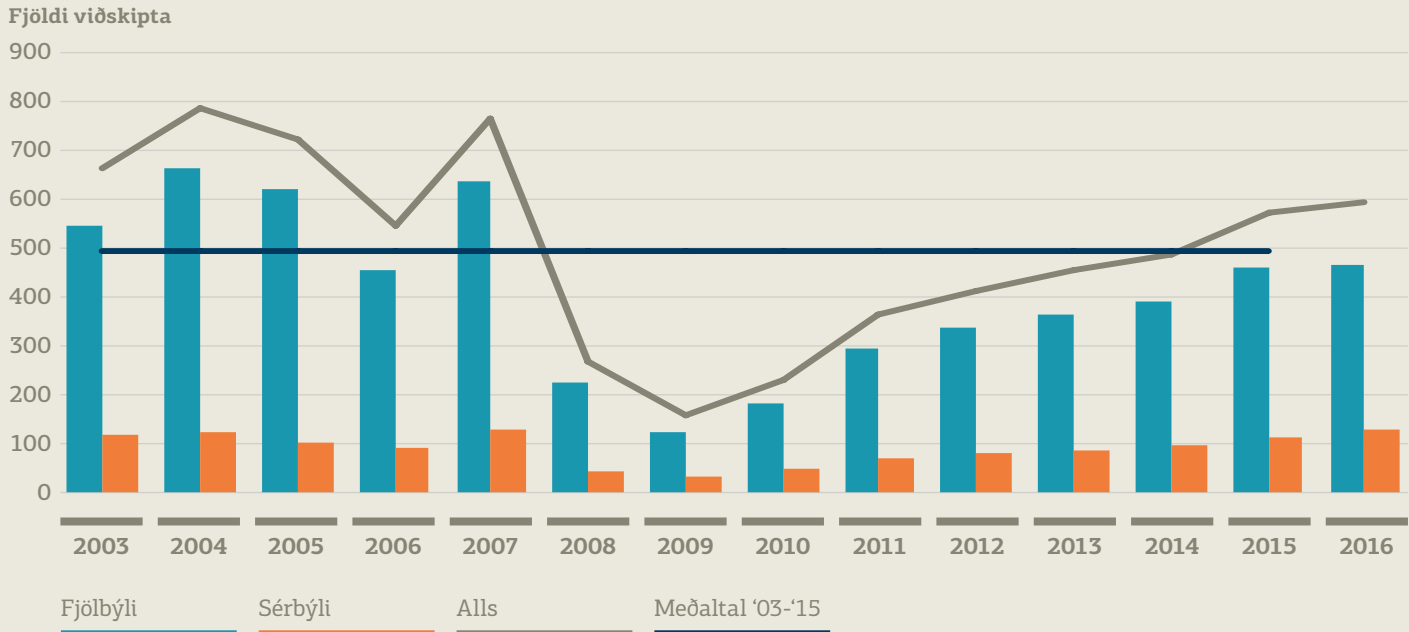
ekki verður annað séð en að áformin séu í fullu gildi og að árangur fari að sjást.

Fjölgun nýrra íbúða fyrirsjáanleg

Eins og komið er inn á í kaflanum um íbúðafjárfestingu má ætla að fleiri nýjar íbúðir komi á markaðinn á næstu

Meðalviðskipti með fasteignir á mánuði

Heimild: Þjóðskrá Íslands,
Hagfræðideild Landsbankans



missurum en verið hefur að undanfögnu þar sem íbúðum í byggingu hefur fjölgað töluvert. Mikið hefur verið rætt um að mest eftirspurn sé eftir minni íbúðum en almennt hafa verið byggðar á síðustu árum og því ekki ólíklegt að þróun verði í þá átt.

Fasteignaverð helsta fóður verðbólgunnar

Viðvarandi hækkun fasteignaverðs hefur verið næstum eina ástæða verðbólgu hér á landi um nokkurt skeið. Síðastliðin ár hefur húsnæðisliðurinn þannig skýrt stærstan hluta verðbólgunnar og núna væri verðhjöðnun ef ekki væri

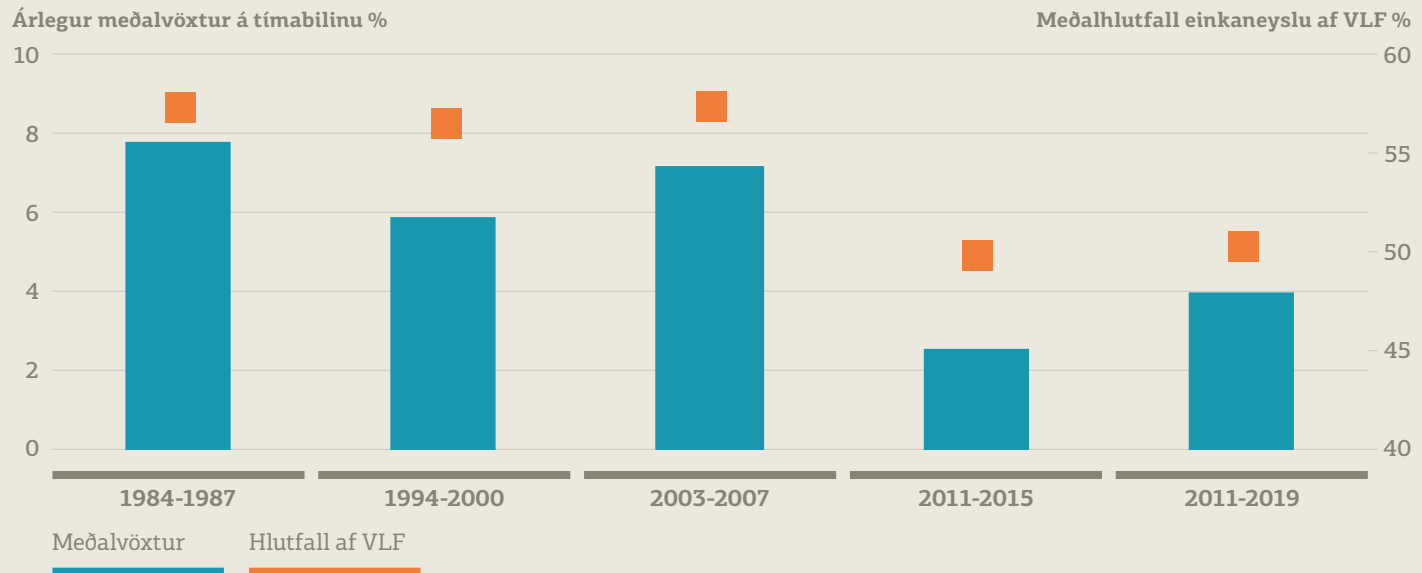
fyrir hækkun húsnæðisverðs. Styrking krónunnar og lækkun á innflutningsmörkuðum toga þar á móti.

Efnahagsþróunin hefur verið á hraðri leið upp á við síðustu misserin. Hagvöxtur hefur aukist mikið og sama má segja um einkaneyslu og kaupmátt ráðstöfunartekna. Fasteignaverð helst yfirleitt í

hendur við aðrar hagstærðir og því eru mestar líkur á því að viðvarandi hækkun fasteignaverðs haldi áfram næstu mánuði og misseri. Hagfræðideild spáir því að fasteignaverð hækki um 10,5% í ár, 10% á árinu 2017 og 8% hvort árána 2018 og 2019.

Vöxtur einkaneyslu á góðærisárum

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Er mikill vöxtur einkaneyslu á komandi misserum sjálfbær?

Þegar þessari spurningu er velt upp er hægt að nálgast svarið frá nokkrum sjónarhornum. Líklegast er besti mælikvarðinn á sjálfbærni útgjalda til neyslu hvernig þau þróast með tillit til tekna en einnig er gagnlegt að skoða sögulega þróun einkaneyslunnar í heild í samhengi við verðmætasköpunina í hagkerfinu á hverjum tíma (landsframleiðslu).

Frá ársbyrjun 2011 til ársloka 2015 jókst einkaneyslan um 10,5% að raungildi. Á sama tíma hækkaði kaupmáttur launa um 16,6%, kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann jókst um 13,3% og skuldir heimilanna sem hlutfall af ráðstöfunar-

tekjum lækkuðu um 67 prósentustig. Það er því ljóst að miðað við þessa lykilmælikvarða, þ.e. tekjur og skuldir, hafa heimilin að jafnaði ekki eytt um efni fram í neyslu á síðustu árum. Á heildina litið gerir spáin ráð fyrir að einkaneyslan aukist um 20,7% á tímabilinu 2016-2019 á sama tíma og gert er ráð fyrir að kaupmáttur launa hækki um 22,2%.

Þrátt fyrir að samdráttur einkaneyslu, í því samdráttarskeiði sem nýlega er lokið, hafi verið bæði meiri og langvinnari en í fyrri samdráttarskeiðum, þá hefur einkaneyslan tekið mun hægar við sér nú en eftir fyrri samdráttarskeið. Þegar

nálega sex ár eru liðin frá því að efnahagsbatinn hófst, hefur einkaneysla aukist að meðaltali um 2,5% á ári. Á fyrri hagvaxtarskeiðum frá árinu 1980 jókst einkaneysla að jafnaði um tæp 7% árlega. Það sem af er þessu hagvaxtarskeiði er vöxtur einkaneyslu því mun hófsamari en á fyrri hagvaxtarskeiðum. Hugsanlega má skýra það að einhverju leyti með því að skuldsetning heimila var mjög mikil í lok síðasta hagvaxtarskeiðs og skuldirnar hafi þrengt meira að pyngjunni en áður. Að sama skapi var samdráttur einkaneyslunnar á árunum 2008 til 2010 fordæmalaus en á þremur árum dróst hún saman um næstum

20% að raungildi eða sem nemur 282 ma.kr. á verðlagi ársins 2015. Stærstur hluti þess samdráttar kom fram í neyslu á varanlegum og hálfvaranlegum neyslurvörum og því líklegt að talsverð endurnýjunarþörf hafi byggst upp á síðustu árum.

Þjóðhagsspá Hagfræðideildar gerir ráð fyrir að einkaneysla aukist um ríflega 8% á þessu ári og 6,5% á því næsta, um 4,4% árið 2018 og um 3,3% árið 2019. Gangi spáin eftir verður núverandi vaxtarskeið einkaneyslu a.m.k. 9 ár, sem verður þá lengsta samfellda tímabil vaxandi einkaneyslu frá stofnun lýðveldisins.³

³ Áður hefur það gerst tvisvar sinnum á lýðveldistímanum að einkaneyslan hefur vaxið samfellt 7 ár í röð en það var á árunum 1976-1982 og 1994-2000.

4. Fjárfesting eykst á öllum sviðum

Fjárfestingar fyrirtækja eru á miklu flugi í íslensku atvinnulífi um þessar mundir og endurspeglar þær bæði mjög jákvætt viðhorf til núverandi ástands í efnahagslífinu og bjartsýni um þróun á næstu misserum. Fjárfesting er einnig orðin mjög víðtæk en fjárfesting jókst í flestum atvinnugreinum á síðasta ári.

Aðstæður fyrirtækja til að ráðast í fjárfestingar eru almennt betri en þær hafa verið um langa hríð; skuldir eru verulega lágar í sögulegu ljósi, eiginfjárstaða hefur sjaldan verið betri og undirliggjandi rekstur hefur styrkst. Styrking krónunnar hefur jafnframt lækkað innflutningsverð fjárfestingavara og byggingarefnis. Fjárfesting í ferðaþjónustu hefur verið áberandi og mun verða áfram, sérstaklega í flugvélakaupum og hótellbyggingum en jafnframt er útlit fyrir aukna fjárfestingu í sjávarútvegi.

Kröftugur vöxtur í atvinnuvegafjárfestingu

Atvinnuvegafjárfesting jókst mjög kröftuglega á fyrri hluta ársins eða alls um 37%, borið saman við sama tímabil í fyrra. Spá Hagfræðideildar gerir ráð fyrir að aukningin verði 24% yfir árið í heild. Stærstan hluta aukningarinnar má rekja til almennrar atvinnuvegafjárfestingar en stóriðjutengd fjárfesting leggur þó einnig lóð á vogarskálarnar. Á næsta ári spáum við tæplega 12% aukningu sem dreifist nokkuð jafnt á stóriðju, fiskiskip og almenna atvinnuvegafjárfestingu. Árin 2018 og 2019 gerum við ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting

dragist saman þegar hápunktur stóriðjufjárfestingar verður að baki.

Loks útlit fyrir aukna íbúðafjárfestingu og innviðauppbyggingu

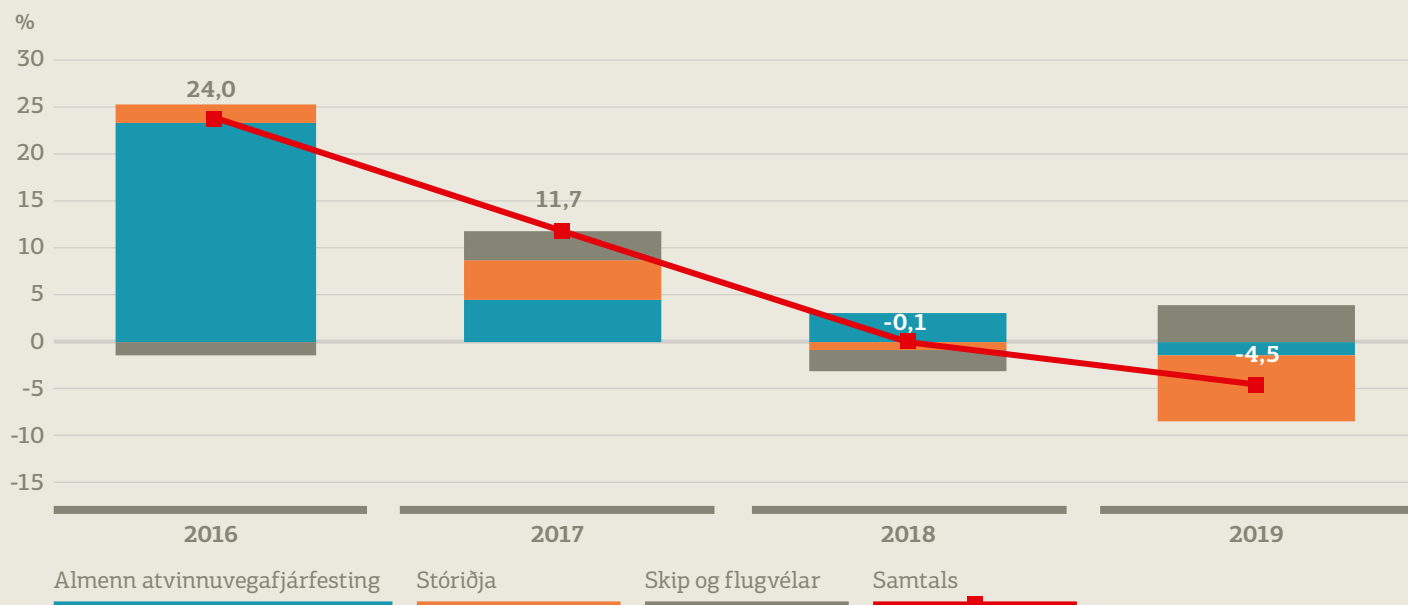
Allt bendir til þess að fjárfesting í íbúðarhúsnæði sé að aukast og að árleg aukning verði í kringum 20% á næstu árum. Þá teljum við einnig líklegt að opinber fjárfesting verði meiri á næstu árum en verið hefur, fyrst og fremst vegna þess að ástand ýmissa innviða er orðið bágborið.

Heildarfjármunamyndun eykst umtalsvert framan af spátímabilinu

Heildarfjármunamyndun í hagkerfinu samanstendur af atvinnuvegafjárfestingu, fjárfestingu í íbúðarhúsnæði og opinberri fjárfestingu. Við gerum ráð fyrir að heildarfjármunamyndun vaxi hratt á fyrri hluta spátímabilsins en að það hægi verulega á undir lok spátímans. Vöxtur fjármunamyndunar verður eins og oft áður að miklu leyti knúinn áfram af töluverðri aukningu atvinnuvegafjárfestingar, enda er hún mun umfangsmeiri liður í þjóðhagsreikningum en fjárfesting hins opinbera og íbúðafjárfesting samanlagt.

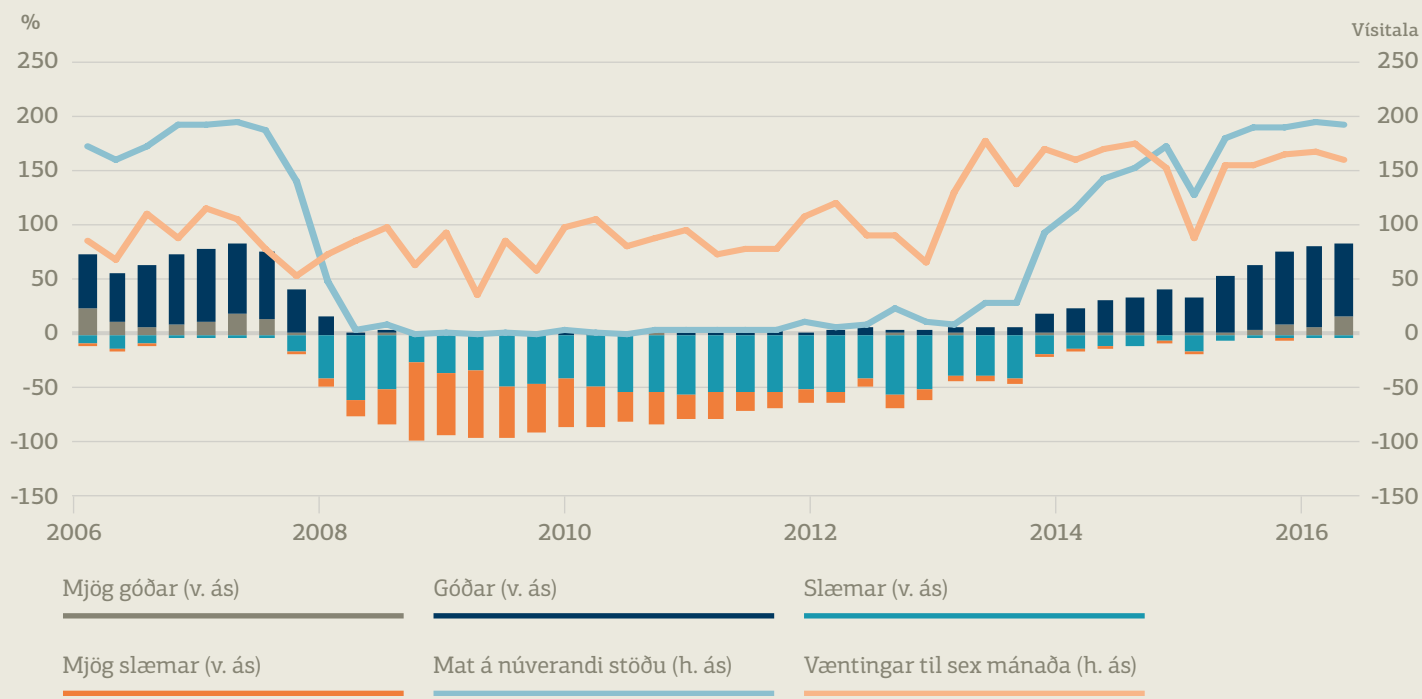
Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar og framlag undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans



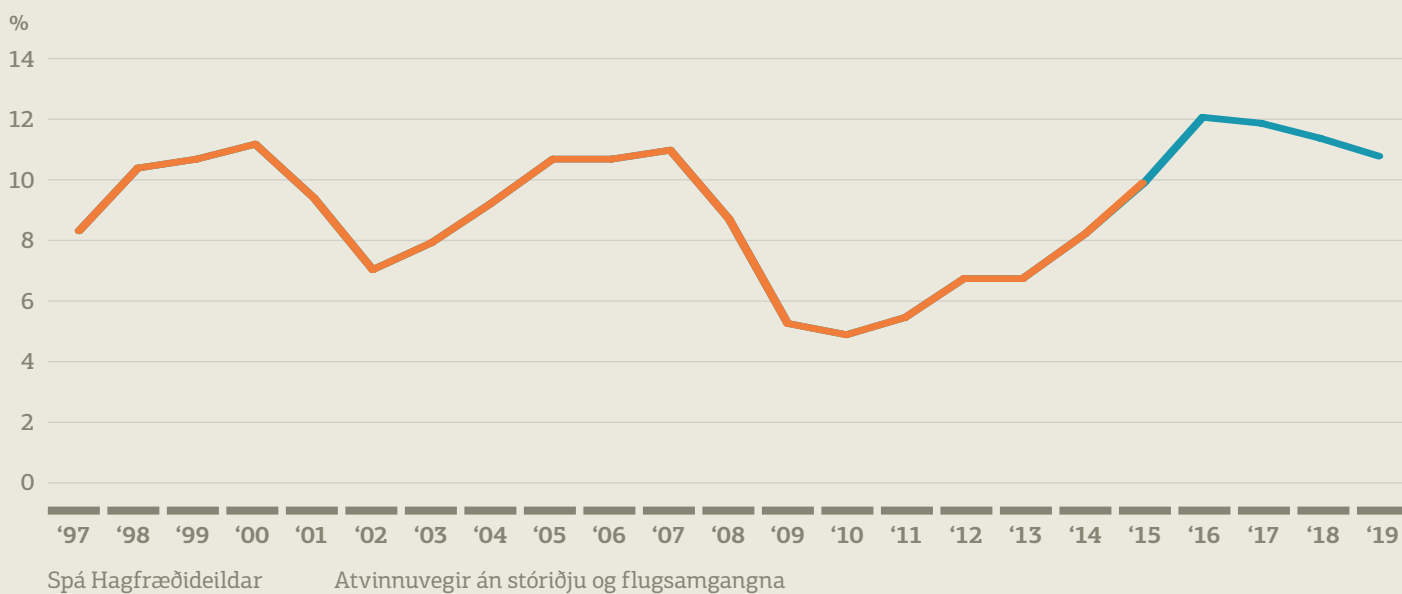
Væntingar fyrirtækja um horfur og stöðu í efnahagsmálum

Heimild: Seðlabanki Íslands



Almenn atvinnuvegafjárfesting (% af VLF)

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Heildarfjármunamyndun mun aukast um 20% á þessu ári ef spáin gengur eftir en á næsta ári er gert ráð fyrir 11,8% vexti. Það er umtalsvert meiri vöxtur en við gerðum ráð fyrir í maí en breytingin skýrist að mestu leyti af því að mikil skipafjárfesting, sem spáð var að yrði á þessu ári, auk hluta stóriðjufjárfestingar, færist yfir á næsta ár. Árið 2018 spáum við 3,4% aukningu í heildarfjármunamyndun og 0,2% samdrætti árið 2019.

Mjög jákvætt viðhorf til núverandi efnahagsástands

Viðhorf fyrirtækja til núverandi stöðu í efnahagsmálum er mjög jákvætt, ef marka má væntingavísitölu Gallup sem byggir á svörum frá 400 stærstu fyrirtækjum landsins. Nýjasta mæling frá því í september var 194,3 stig en hún getur hæst orðið 200 stig. Meðaltal síðustu fjögurra fjórðunga er 192,6 stig en leita þarf allt aftur til september 2007 til að finna jafn jákvætt viðhorf. Hlutfall fyrirtækja sem telur nú-

verandi aðstæður vera góðar eða mjög góðar var 83,2% nú í september en það hlutfall hefur ekki verið hærra síðan í maí 2007. Enginn svarenda taldi aðstæður vera mjög slæmar en 2,4% upplifðu núverandi stöðu sem slæma.

Það eru ávallt ákveðin takmörk fyrir því hversu jákvæð fyrirtæki geta í heild orðið gagnvart núverandi stöðu og hversu miklar væntingar þau hafa til framtíðarinnar. Þannig getur þróun hagstærða haft jákvæð áhrif á sum fyrirtæki en neikvæð á önnur. Gott dæmi um

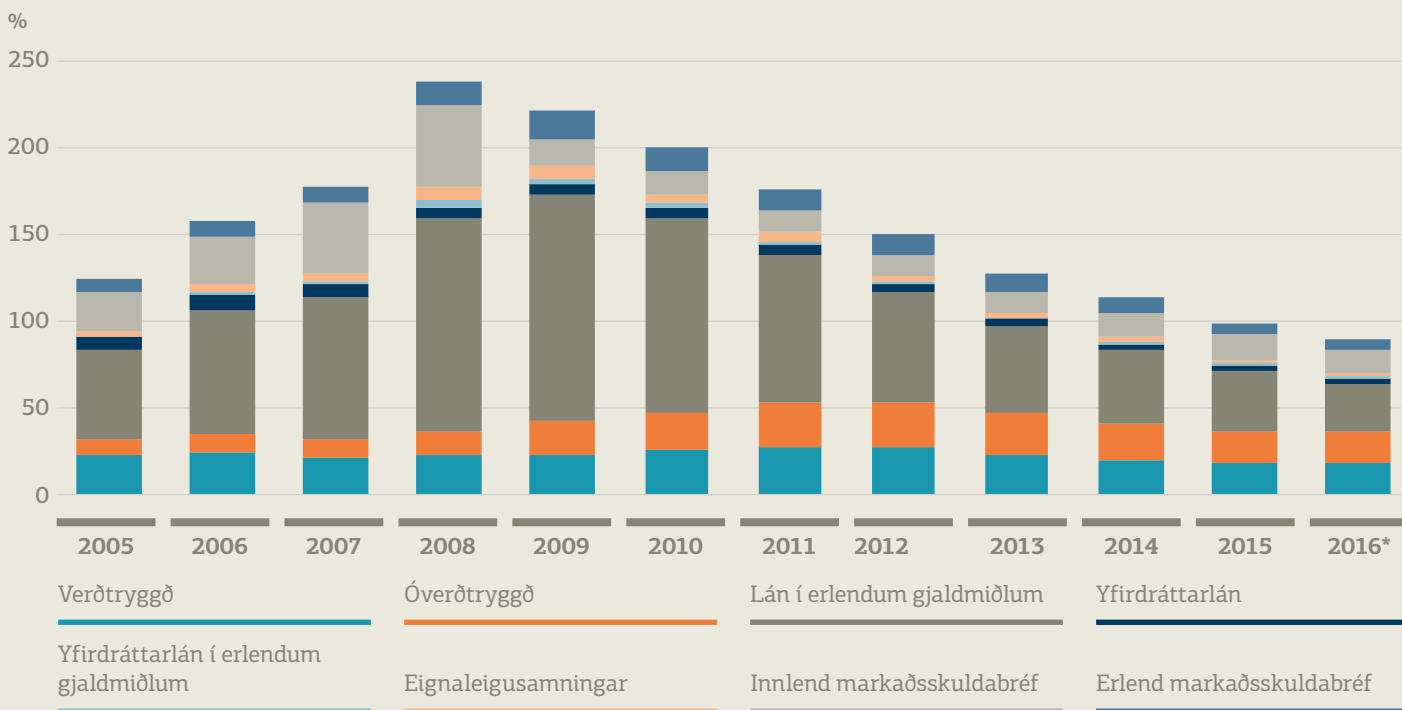
þetta er styrking krónunnar á undanförunum misserum sem kemur sér vel fyrir innflutningsfyrirtæki en illa fyrir fyrirtæki í útflutningi. Það að viðhorf fyrirtækja mælist í 194,3 stigum þegar hámarkið er 200 stig verður því að teljast mjög hátt.

Meiri bjartsýni nú en þegar síðasta uppsveifla stóð sem hæst

Mat á núverandi aðstæðum í efnahagslífinu er svipað og það var meðan síðasta uppsveifla stóð sem hæst.

Skuldir íslenskra fyrirtækja

Hlutfall af vergri landsframleiðslu, meðaltal hvers árs
Heimild: Seðlabanki Íslands



*Meðaltal á fyrri árshefningi

Munurinn þá og nú felst einna helst í því að nú líta fyrirtækin framtíðina bjartari augum. Þannig mældist væntingavísitalan til næstu 6 mánaða að meðaltali 89 stig á árunum 2006-2007 á meðan gildið hefur verið 165 stig að meðaltali á þessu ári.

Fjárfestingarstigið er hátt

Fjárfestingarstigið í atvinnulífinu hefur vaxið hratt á síðustu árum og er nú orðið hátt í sögulegu ljósi á flesta mælikvarða. Atvinnuvega-

fjárfesting jókst um tæp 30% á síðasta ári og var hún þá tæplega tvöfalt meiri en árið 2010, þegar hún náði tímabundnu lágmarki. Sem hlutfall af landsframleiðslu nam atvinnuvegafjárfesting án stóriðju og flugvéla 9,9% af landsframleiðslu á síðasta ári. Til samanburðar lá þetta hlutfall á bilinu 10,7-11% í síðustu uppsveiflu og á bilinu 10,4-11,2% á árunum 1998-2000. Við spáum því að atvinnuvegafjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu nái nýjum hæðum og að hlutfallið fari í 12,1% af landsframleiðslu á þessu

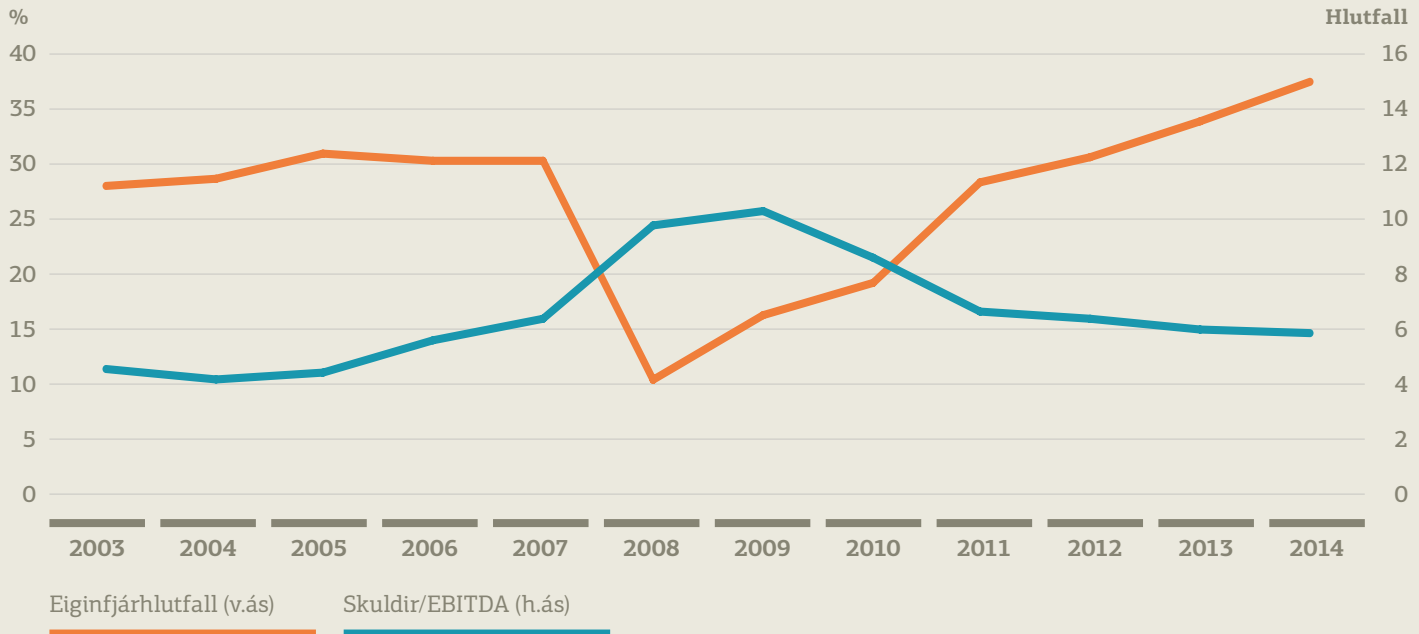
ári. Síðan gerum við ráð fyrir að hlutfallið lækki aftur eftir því sem líður á spátímabilið og að það endi í tæpum 11%. Til viðbótar háu fjárfestingarstigi er fjárfesting orðin mjög víðtæk í atvinnulífinu. Af þeim 45 atvinnugreinaflokkum sem Hagstofan gerir grein fyrir jókst fjárfesting í 38 þeirra á síðasta ári. Hlutfallið er því 84% og hefur það einungis einu sinni verið jafn hátt á tímabilinu 1990-2015, en það var árið 1996.

Skuldastaða fyrirtækja sjaldan hagstæðari

Heildarskuldir íslenskra fyrirtækja, að fjármálafyrirtækjum frátöldum, námu 89,1% af vergri landsframleiðslu (VLF) í lok annars ársfjórðungs og hafa þær ekki mælst lægri um langt skeið. Skuldirnar náðu hámarki í 264% á þriðja ársfjórðungi 2008 en síðan þá hafa þær dregist stöðugt saman. Samdráttinn má að mestu leyti rekja til lækunar skulda í erlendri mynt en þær hafa lækkað um sem nemur 107% af VLF síðan

Eiginfjárstaða og skuldsetningargeta

Heimild: Hagstofa Íslands



2008 og voru þær 27% af VLF á öðrum ársfjórðungi 2016. Auk þess hafa skuldir fyrirtækja í formi innlendra markaðsskuldabréfa lækkað um sem nemur 34% af VLF. Í síðustu uppsveiflu var verulegur hluti þeirra fyrirtækja, sem voru með skuldir í erlendri mynt ekki með tekjur í sömu mynt. Þetta hefur tekið verulegum breytingum á síðustu árum og skuldasetning fyrirtækja rímar nú betur við tekjusetningu þeirra.

Fjárfestingargetan aukist umtalsvert síðustu ár

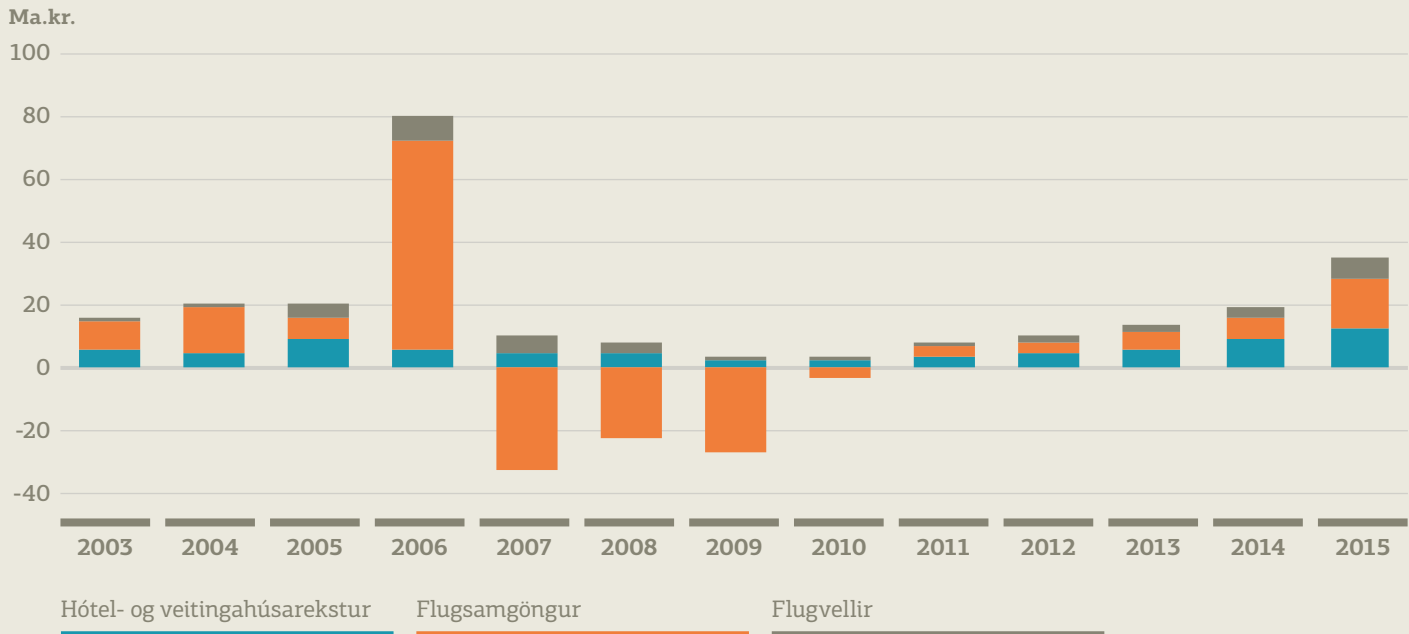
Lækkun skulda hefur átt sinn þátt í því að eiginfjárlutfall fyrirtækja hefur batnað mikið síðustu ár og hefur líklega aldrei verið jafn hátt. Hlutfallið var 37,5% í árslok 2014 en til samanburðar fór það niður í rúm 10% árið 2008. Að meðaltali hefur þetta hlutfall verið rúm 27% frá 2002 til 2014.

Skuldsetning á mælikvarða undirliggjandi rekstrar hefur einnig lækkað töluvert á síðustu árum. Þannig var hlutfall langtímaskulda og EBITDA 5,8 í árslok 2014 en til samanburðar fór þetta hlutfall upp í 10,3 árið 2009. Lækkun hlutfallsins skýrist bæði af lægri skuldum og vegna þess að undirliggjandi rekstur hefur batnað. Þannig hefur EBITDA aukist um helming frá 2009 en skuldir lækkað um 15%. Þrátt fyrir lækkun á þessu tímabili er hlutfallið í dag hærra en það var á árunum fyrir síðustu

uppsveiflu. Samsetning á fyrirtækjum í hagkerfinu tekur breytingum yfir tíma en fyrirtæki þola mismikla skuldsetningu eftir eðli rekstrar. Taka verður tillit til þess þegar verið er að bera hlutfallið saman yfir langan tíma. Samt sem áður er ljóst að fyrirtæki eru í dag í umtalsvert betri stöðu til að auka skuldsetta fjárfestingu sína en þau hafa verið í langan tíma.

Fjárfesting í ýmsum greinum ferðaþjónustu

Á föstu verðlagi ársins 2015
Heimild: Hagstofa Íslands



Útflutningsfyrirtækin leiðandi í aukinni fjárfestingu

Fjárfesting í útflutningsgreinum verður áberandi á næstu árum og þá sérstaklega í ferðaþjónustu, sjávarútvegi og kísilframleiðslu. Mikil fjölgun ferðamanna á síðustu árum hefur kallað á aukna fjárfestingu í ferðaþjónustu. Á síðasta ári fjárfesti flugfélagið WOW í tveimur Airbus A321-211 flugvélum en það ár nam heildarinnflutningur á flugvélum til landsins 15,7

ma.kr. Í lok september sl. höfðu verið fluttar inn flugvélar fyrir um 22 ma.kr. frá áramótum. Í þeirri tölu vega langþyngst tvær flugvélar WOW sem koma þá til viðbótar þeim flugvélum sem WOW fjárfesti í á síðasta ári. Á næstu árum má gera ráð fyrir að enn bætist við flugflota WOW en Icelandair áformar einnig kaup á nýjum flugvélum. Áætlanir Icelandair gera ráð fyrir kaupum á samtals níu Boeing 737 MAX á árunum 2018 og 2019. Við áætlum að þessi fjárfesting gæti numið um

19 ma.kr. árið 2018 og u.þ.b. 38 ma.kr. 2019.

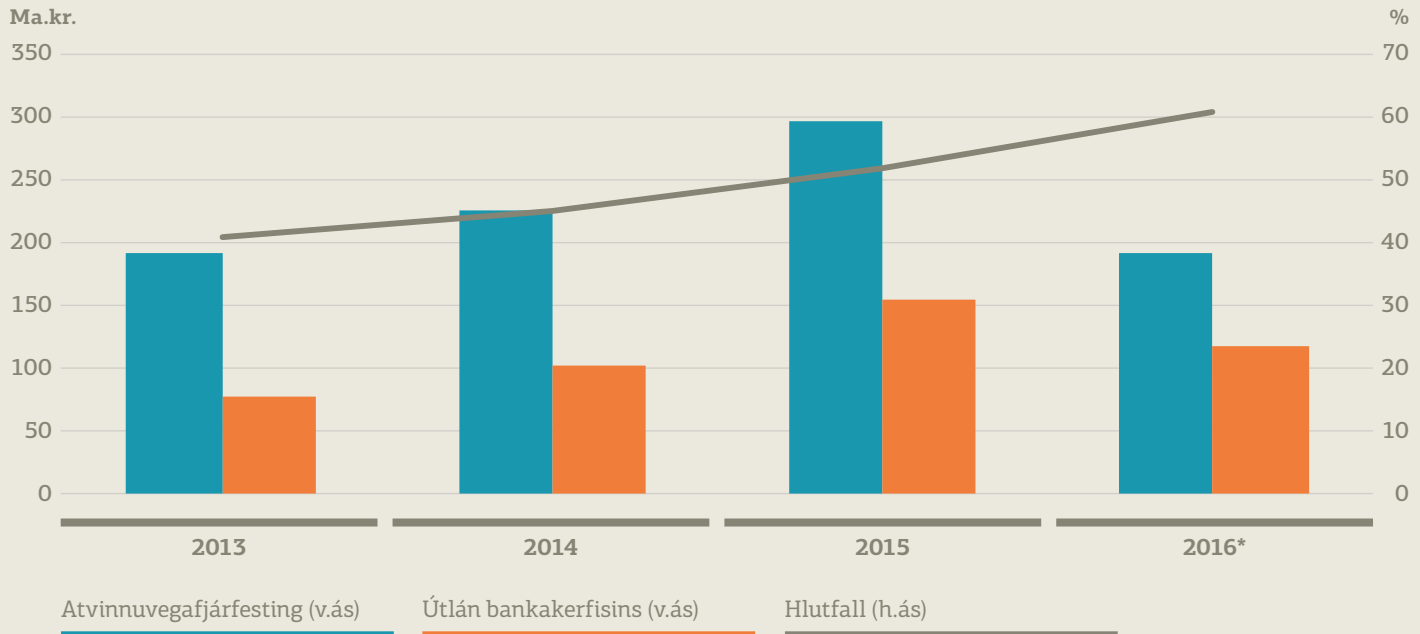
Mikil fjárfesting á sér stað í hótélbyggingum um þessar mundir. Framkvæmdir eru t.d. þegar hafnar á Hörpureitnum en þar verður líkast til um að ræða dýrasta hótél sem reist hefur verið hér á landi. Gert er ráð fyrir að byggingarkostnaður án lóðafjárfestingar verði 12,8 ma.kr.

Fjárfesting í sjávarútvegi hefur aukist síðustu ár og mun halda áfram að vaxa,

sérstaklega á næsta ári, en þá er ráðgert að til landsins komi 10 nýir togarar. Nánar er fjallað um fjárfestingu í sjávarútvegi í ramma-grein í þessu riti. Rétt eins og oft áður hafa orðið tafir á ráðgerðum stóriðjuframkvæmdum og munu þær flytjast að hluta yfir á næsta og þann næsta ár. Við gerum áfram ráð fyrir að kísilver Thorsil, United Silicon og PCC á Bakka verði að veruleika á spátímabilinu.

Atvinnuvegafjárfesting og útlán bankakerfisins

*Fyrstu 6 mánuðir ársins
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands



Bankakerfið tekur til sín stærri sneið af fjármögnun fjárfestinga

Fjárfesting helst eðlilega í hendur við útlánavöxt, enda umtalsverður hluti fjárfestingar jafnan fjármagnaður með lánsfé. Á fyrstu 8 mánuðum ársins voru ný útlán bankakerfisins umfram uppgreiðslur tæpir 144 ma.kr. sem er 31% hærri upphæð en á sama tíma í fyrra. Aukningin rímar nokkuð vel við vöxt atvinnuvegafjárfestingar án skipa og flugvéla sem nam 35,5%

á fyrstu 6 mánuðum ársins. Vöxtur í útlánum til fyrirtækja var einnig kröftugur á síðasta ári. Allt undangengið ár námu ný útlán 157 ma.kr. sem er rúmlega helmingi hærri upphæð en á sama tímabili 2014.

Bankakerfið fjármagnar vitaskuld ekki alla fjárfestingu atvinnuveganna, enda ávallt einhver hluti hennar fjármagnaður með eigin fé. Þessu til viðbótar koma til aðrir fjármögnunaraðilar eins og lífeyrissjóðir, fjárfestingarsjóðir og erlendir

bankar, en norskir bankar hafa t.d. verið mjög virkir í fjármögnun nýrra íslenskra fiskiskipa á undanförunum árum. Stærri fjárfestingar, eins og stóriðjufjárfestingar og flugvéla kaup, eru einnig oft fjármagnaðar af öðrum en innlendum bönkum. Þróunin hefur samt sem áður verið sú að bankakerfið hefur tekið til sín sífellt stærri sneið af fjármögnun atvinnuvegafjárfestingar á síðustu árum. Þannig voru útlán bankakerfisins 41% af atvinnuvegafjárfestingu árið 2013 og var hlutfallið komið

upp í rúm 52% á síðasta ári. Á fyrri árshelmingi þessa árs nam hlutfallið 61%. Hækkun hlutfallsins kann að vera vísbending um aukið vægi smárra og meðalstórra fyrirtækja í atvinnuvegafjárfestingunni en slík fyrirtæki geta oftast nær ekki sótt sér lánsfjármögnun nema í gegnum bankakerfið.

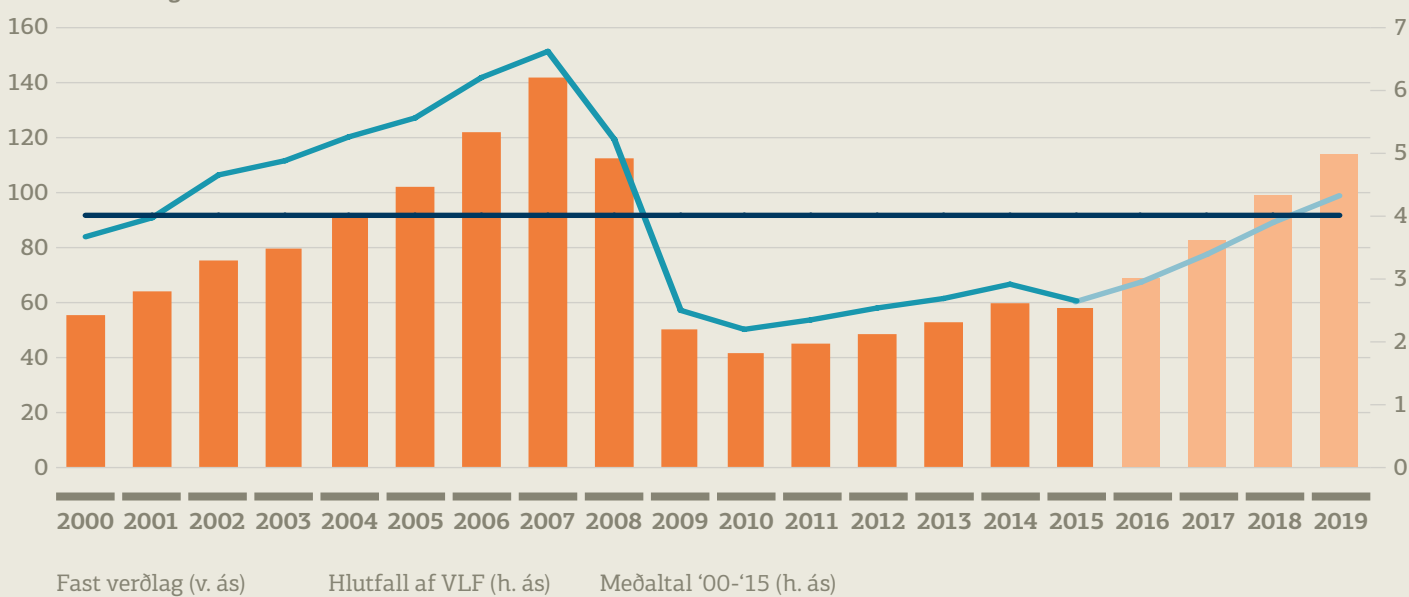
Útlit fyrir meiri fjárfestingu í íbúðarhúsnæði

Íbúðafjárfesting var einungis 2,4% af landsframleiðslu á

Íbúðafjárfesting á föstu verðlagi og sem hlutfall af VLF

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild. 2016-2019 er spá Hagfræðideildar Landsbankans

Ma. kr. á verðlagi ársins 2015



árinu 2015, en hafði verið á bilinu 4-6% frá aldamótum fram til ársins 2008. Hlutfallið fór niður í 2% árið 2010 og síðustu 3 ár hefur íbúðafjárfesting verið að meðaltali um 2,4% af VLF, sem er langt fyrir neðan meðalhutfallið 3,9% á árunum 2000-2014.

Á fyrri árshelmingi 2016 jókst íbúðafjárfesting um 17% miðað við sama tíma árið áður. Þessi aukning er kærkomin eftir langt tímabil þar sem eiginleg byggingarstarfsemi hefur verið mun

minni en umræða um byggingarstarfsemi. Íbúðafjárfesting jókst stöðugt fram til loka ársins 2007 og var þá rúmir 142 ma.kr. á verðlagi ársins 2015. Íbúðafjárfesting hrundi svo niður í u.þ.b. 42 ma.kr. á árinu 2010 en jókst á ný og var um 60 ma.kr 2014 og eillítið minni í fyrra. Hún jókst svo töluvert á fyrstu tveimur ársfjórðungunum í ár.

Tölur um íbúðabyggingu segja sömu sögu

Upplýsingar um fjölda íbúða í byggingu segja sömu sögu. Byggingarstarfsemi hrundi gersamlega á árinu 2008 og var lengi að ná sér á strik. Árið 2014 var, samkvæmt upplýsingum frá Hagstofunni, einungis byrjað á um 580 íbúðum á landinu öllu og byggingu um 1.150 íbúða var lokið. Á árunum 1985-2014 var að meðaltali byrjað á um 1.700 íbúðum á ári og lokið var við að byggja svipað magn. Á árinu 2014

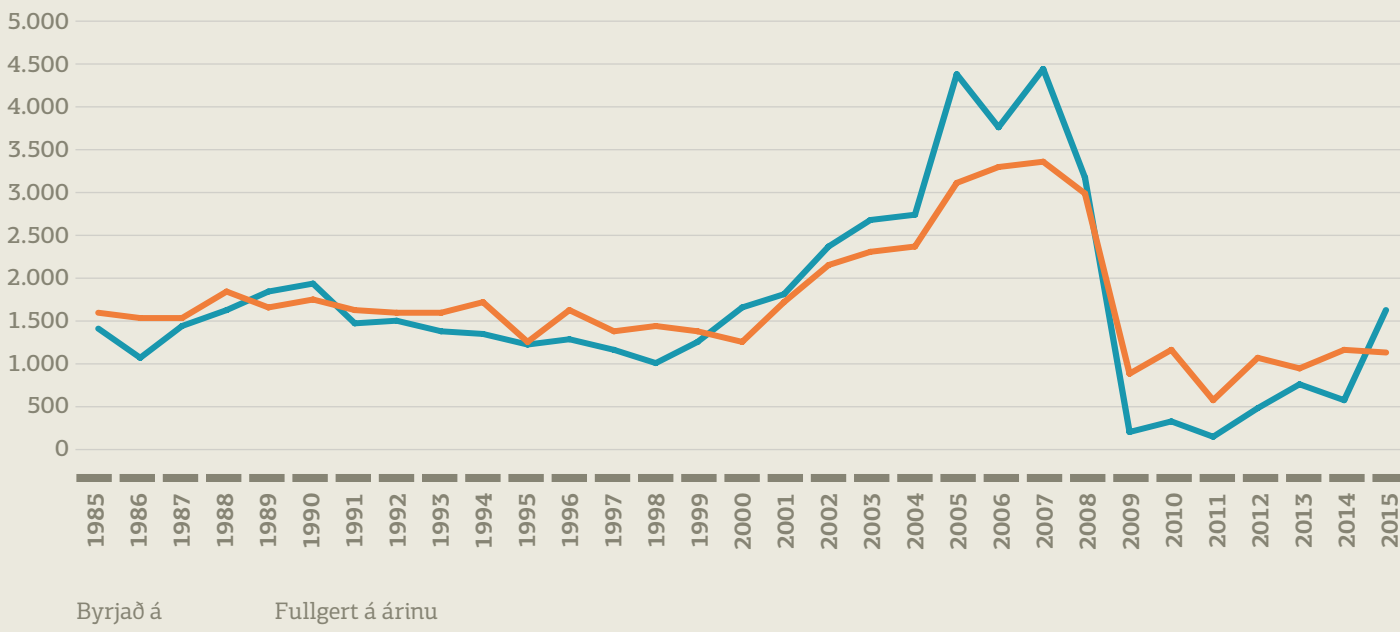
var því einungis byrjað að byggja um 35% af meðalfjölda íbúða í byggingu síðustu 30 ár. Tölur Hagstofunnar tóku hins vegar kipp upp á við í fyrra, þegar byrjað var á rúmlega 1.600 íbúðum.

Talningar Samtaka iðnaðarins á íbúðum í byggingu á höfuðborgarsvæðinu eru á sömu lund, t.d. fjölgaði íbúðum í byggingu töluvert nú í haust miðað við sama tíma í fyrra. Helstu vísendingar benda þannig til þess að á næstu misserum komi fleiri nýjar íbúðir inn á

Íbúðabyggingar - landið allt

Heimild: Hagstofa Íslands

Fjöldi íbúða



markaðinn en raunin hefur verið lengi.

Það er orðið hagstæðara að byggja

Samhengi byggingarkostnaðar og söluverðs íbúða raskaðist mikið í kringum hrunið og í kjölfar þess. Íbúðaverð lækkaði og byggingarkostnaður hækkaði mikið, einkum vegna falls krónunnar, þannig að byggingarstarfsemi stöðvaðist nær alveg. Aukið jafnvægi náðist á milli þessara stærða á árunum eftir 2011 og sérstaklega frá

miðju ári 2013, þegar kaupverð hækkaði mun meira en byggingarkostnaður. Byggingarvísitalan hefur hækkað um u.þ.b. 4% milli ára síðustu tvö ár sem er innan við helmingur hækkunar á verði á fjölbýli. Það hefur því orðið sífellt hagstæðara að byggja á síðustu árum og staðan er ekki slæm sé litið á langtíma-samhengi þessara stærða.

Svo virðist sem hvatar hafi verið töluverðir í þá átt að byggja stærri og dýrari íbúðir og það þrött fyrir mikla umræðu og heitstrengingar ráðamanna

um að þörf sé á smærri og ódýrum íbúðum. Mikil umræða hefur farið fram um stöðu á húsnæðismarkaði. Þannig gaf ríkisstjórnin út yfirlýsingu í tengslum við kjarasamningana í maí 2015 um mikið átak til fjölgunar leiguíbúða og sett hafa verið lög til að styðja við þessa stefnumörkun. Í upphafi var stefnt að byggingu 2.300 leiguíbúða á fjórum árum. Ljóst er að þau áform muni ekki ná fram að ganga, en engu að síður virðist margt vera í gangi við að undirbúa byggingu félagslegra leiguíbúða.

Í ljósi alls þessa spáir Hagfræðideild því að íbúðafjárfesting aukist um 18% á árinu 2016 og svo um 20% á ári á árunum 2017 og 2018 og 15% árið 2019. Gangi spáin eftir mun íbúðafjárfesting nema 3,9% af landsframleiðslu á árinu 2018, sem er svipað og meðaltal síðustu 15 ára, og fara upp í 4,3% á árinu 2019.

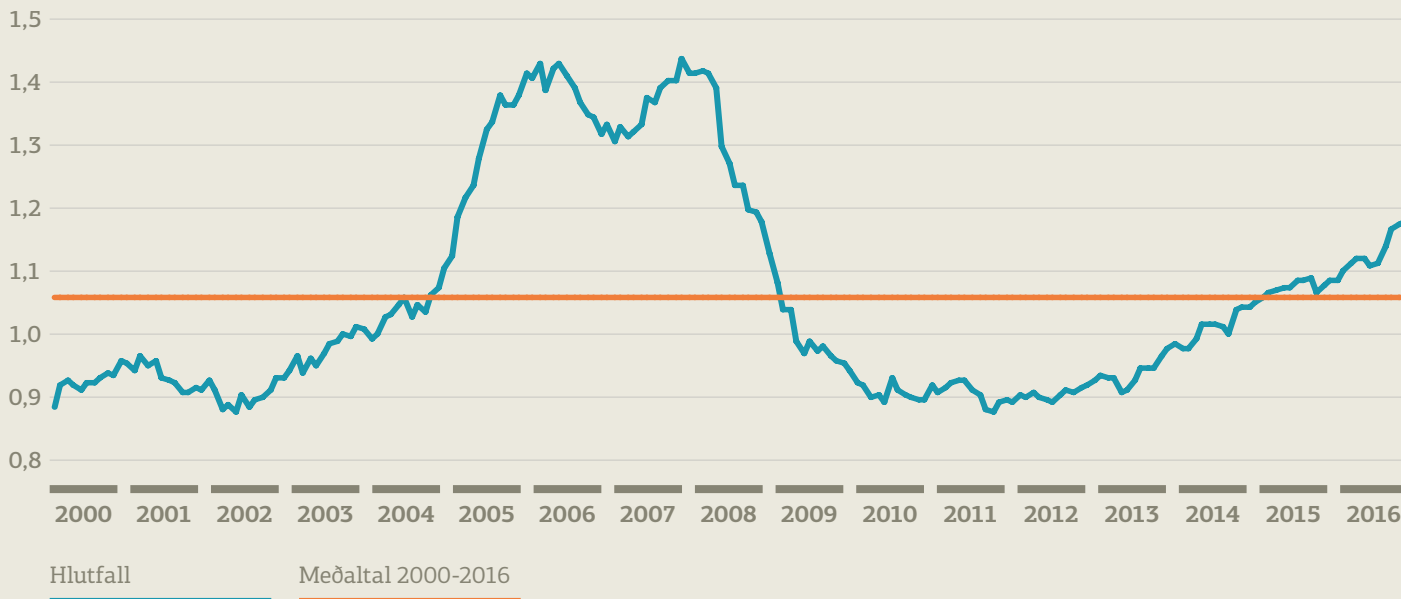
Fjárfestingarstigið lágt hjá hinu opinbera síðustu ár

Opinber fjárfesting jókst um 3,7% í fyrra og var þá 2,8%

Hlutfall raunverðs á fjölbýli og byggingarkostnaðar

Heimild: Þjóðskrá Íslands,
Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans

Hlutfall, janúar 2004 = 1



af landsframleiðslu sem er rúmu prósentustigi minna en meðaltal síðustu 15 ára. Á fyrri helmingi ársins 2016 mældist 1,9% aukning í opinberri fjárfestingu frá sama tíma 2015.

Svo virðist sem stjórnvöld margra síðustu ára hafi valið að taka hlutfallslega stærri hlut niðurskurðar út í fjárfestingu en samneyslu, þar sem stundum er auðveldara að draga úr framkvæmdum eða hefja þær ekki fremur en að draga úr hefðbundnum útgjöldum. Ríkisfjármálin eru í sérstakri stöðu þessa

mánuðina, bæði vegna verulegra tekna frá stöðugleikaframlögum en einnig vegna þess að hefðbundin fjárlagavinna hefur tafist mikið eða stöðvast vegna kosninga á óvenjulegum tíma. Í fjárlagafrumvarpinu fyrir árið 2016 var fjallað töluvert um fjárfestingar ríkissjóðs í nánustu framtíð og boðað að stefnt væri að því að viðhalda álíka fjárfestingarstigi ríkissjóðs í ár og kveðið var á um í fjárlögum 2015. Samkvæmt því hefði svigrúm getað myndast fyrir ný fjárfestingarverkefni árið 2017 sem kæmu þá í stað

verkefna sem lyki á tímabilinu. Í áætlunum stjórnvalda var m.a. gert ráð fyrir að byggingu sjúkrahótels á Landspítalareitnum yrði lokið og einnig fullnaðarhönnun á meðferðarkjarna Landspítalans.

Veruleg þörf á fjárfestingu í innviðum

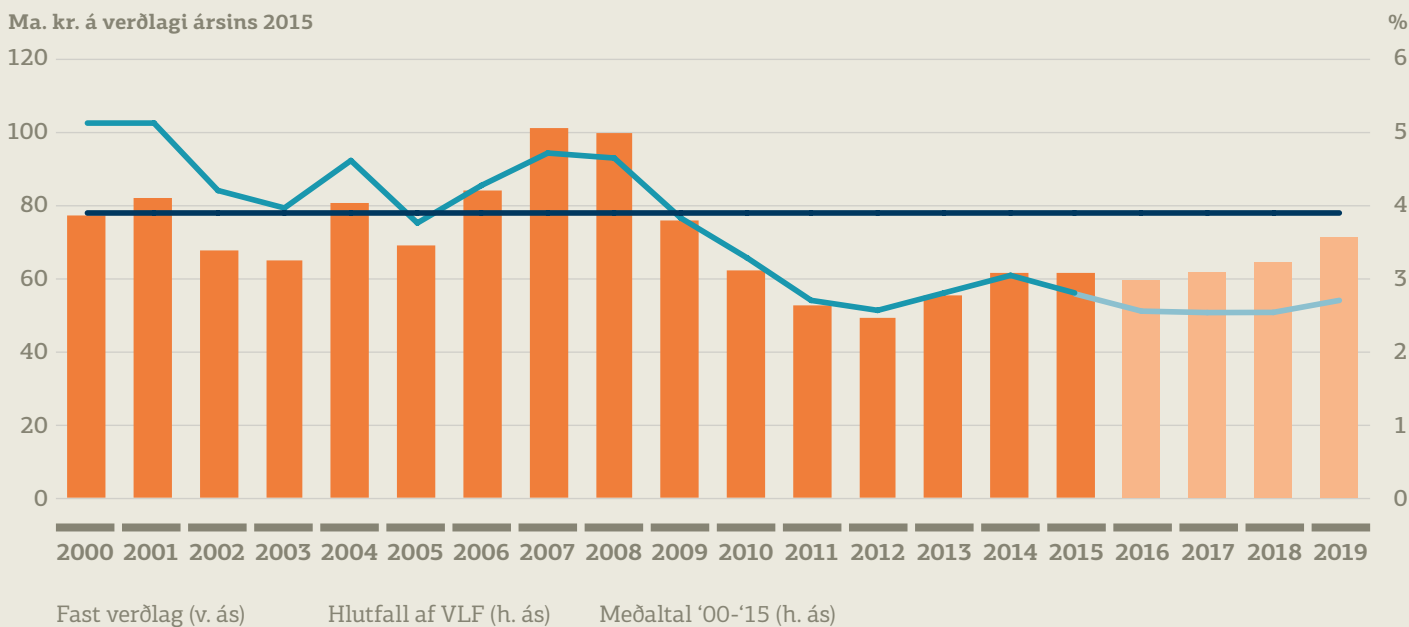
Enginn deilir um að á síðustu árum hefur orðið til umtalsverð fjárfestingarþörf á ýmsum sviðum, m.a. vegna skorts á viðhaldi. Hagur ríkissjóðs hefur batnað

mikið að undanfögnu, m.a. vegna stöðugleikaframlaganna. Mikil uppsöfnuð þörf er t.d. í innviðafjárfestingu. Niðurskurður til vegamála eftir hrun hefur verið mikill og einnig er mikil þörf á verulegri uppbyggingu á flutningskerfi fyrir raforku og á ýmis konar mannvirkjum tengdum millilandaflugi. Ýmis ný verkefni sem talin eru nauðsynleg hafa einnig verið í umræðunni, t.d. Sundabraut, stækkun Hvalfjarðarganga og breikkun Þjóðvega og endurbætur á þeim.

Opinber fjárfesting á föstu verðlagi og sem hlutfall af VLF

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild. 2016-2019 er spá Hagfræðideildar Landsbankans

Ma. kr. á verðlagi ársins 2015



Fjárfestingargeta sveitarfélaganna ekki mikil

Staða sveitarfélaganna er með þeim hætti að þau munu væntanlega ekki auka fjárfestingar sínar á næstu misserum. Samkvæmt fjárhagsáætlun Reykjavíkurborgar stendur til að auka framlög til endurgerðar gatna og viðhalds á þeim töluvert á næsta ári, en samkvæmt langtímaáætlun virðist ekki standa til að auka fjárfestingar mikið, enda setja fjármálaþing sveitarfélaganna þeim nokkuð

þröngan ramma. Fjárfestingar borgarinnar munu þannig aukast úr 16% af tekjum í 24% af tekjum frá árinu 2015 til ársins 2018 en minnka niður í 20% af tekjum árið 2019. Vegna stærðar borgarinnar skipta framkvæmdir á hennar vegum töluverðu máli fyrir þróun opinberrar fjárfestingar.

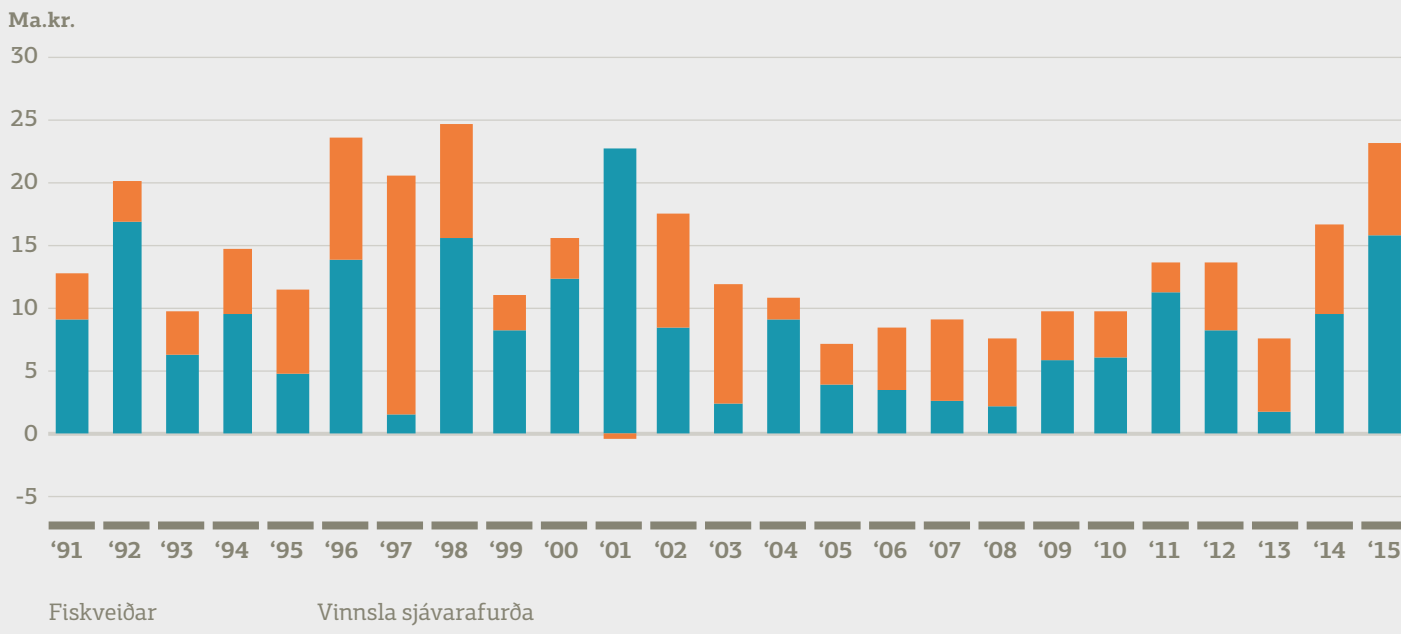
Í nýjum lögum um opinber fjármál er fjallað um samspil opinberra aðila og einkamarkaðar hvað fjárfestingar varðar. Nú þegar þensla ríkir í hagkerfinu skiptir tíma-setning nýrra fjárfestinga

á vegum hins opinbera máli hvað ábyrga hagstjórn varðar. Opinber fjárfesting var um 2,9% af VLF árið 2015 og 3,1% af VLF 2014. Í umfjöllun um nýju löginn var reiknað með að hún yrði 2,1% af VLF í ár en aukist síðan á árunum 2017–2018 og verði komin í 2,3% af VLF árin 2020–2021.

Auknar fjárfestingar framundan

Hagfræðideild telur að margt stefni í þá átt að fjárfestingar í ýmsum inn-

viðum verði auknar töluvert á næstu misserum og mörg verkefni geti ekki beðið lengur. Við gerum ráð fyrir að opinber fjárfesting aukist um 2,5% í ár, 3,5% á næsta ári, og 4% á árunum 2018 og 2019. Opinber fjárfesting mun því nema 2,7% af landsframleiðslu á árinu 2019.



Fjárfestingaralda ríður yfir íslenskan sjávarútveg

Um þessar mundir gengur mikil fjárfestingaralda yfir íslenskan sjávarútveg. Leita þarf aftur til síðustu aldamóta til að finna viðlíka vöxt í fjárfestingu í sjávarútvegi og nú er í pípunum. Síðustu tvö ár hefur fjárfesting í greininni tekið nokkuð vel við sér og nam heildarfjárfesting 16,6 ma.kr. árið 2014 og 23,2 ma.kr. á síðasta ári. Til samanburðar nam meðalfjárfesting 10,6 ma.kr. á árabílinu 2002-2013. Um 64% af fjárfestingu síðustu tveggja ára liggur í fiskveiðum en afgangurinn í vinnslu sjávarafurða. Greinin

stendur frammi fyrir töluverðum áskorunum, einkum vegna mikillar styrkingar krónunnar á undanförunum misserum. Styrking krónunnar er bæði bölg og blessun. Styrkingin veldur því að fjárfestingar sem fyrirtæki í greininni þurfa að ráðast í verða ódýrari, þar sem stærsti hluti fjárfestinga er í erlendri mynt. Einnig lækkar eldsneytiskostnaður útgerðarfyrirtækja, að öðru óbreyttu, en því til viðbótar hefur heimsmarkaðsverð á olíu verið hagstætt síðustu misserin. Auk þess hefur sterkari króna í för með sér

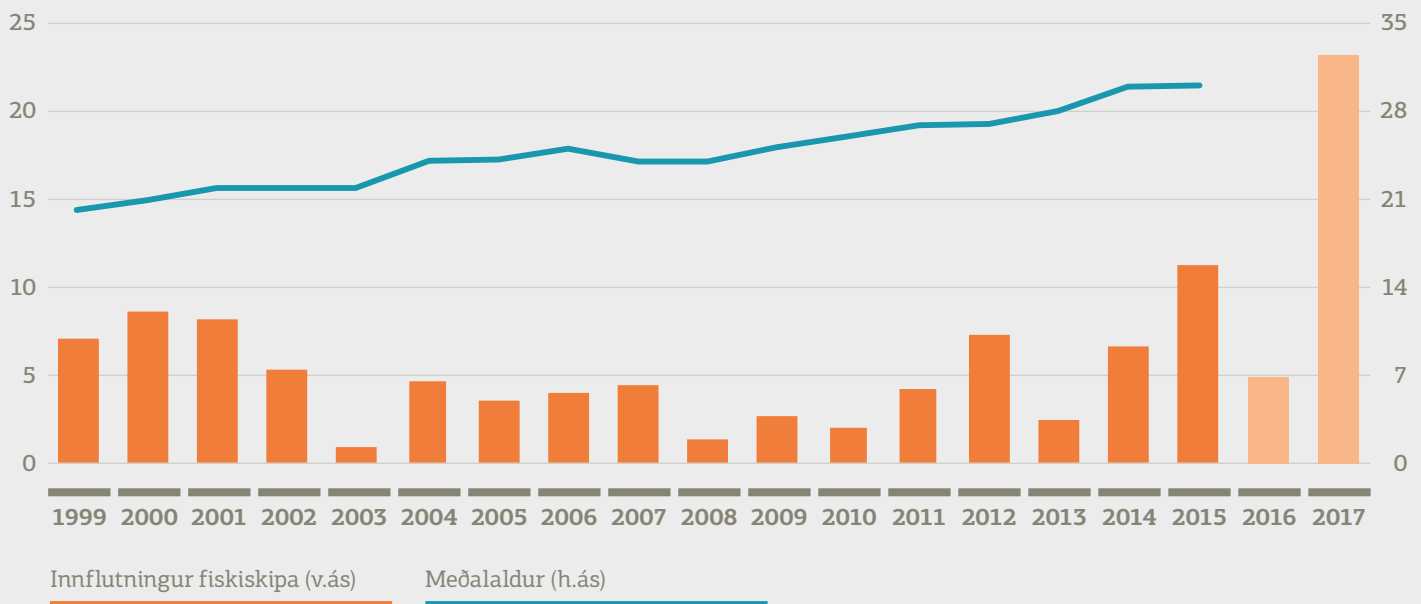
lægri skuldastöðu sjávarútvegsins, þar sem megnið af skuldum hans er í erlendri mynt. Á hinn bóginn dregur styrking krónunnar úr tekjum sjávarútvegsfyrirtækja í krónum talið og setur því aukinn þrýsting á rekstur félaganna. Að einhverju leyti má gera ráð fyrir að aukin fjárfesting og nútímavæðing fiskiskipaflotans auðveldi fyrirtækjunum að mæta þeim áskorunum sem felast í sterkari krónu.

Tíu togarar á leiðinni

Á síðustu árum hafa margar stærri útgerðir hér á landi samið við erlendar skipasmíðastöðvar um nýsmíði á frystiskípum, ísfiskskipum og uppsjárarskipum. Á þessu og næsta ári má gera ráð fyrir að um 10 nýir togarar bætist við íslenska fiskiskipaflotann. Upphaflega var gert ráð fyrir að mörg þessara skipa kæmu á þessu ári en í flestum tilfellum dregst það fram á næsta ár. Um er að ræða 9 ísfisktogara og 1 frystitogara, sem verður langdýrasta skipið,

Skipafjárfesting og meðalaldur togara

Innflutningur á föstu gengi
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



en kostnaður við smíði þess nemur 5,5 ma.kr. Heildarfjárfesting í þessum 10 skipum er áætluð um 25,5 ma.kr. Næstum öll þessi fjárfesting fellur til á næsta ári, eða um 23,2 ma.kr. Gangi áformin eftir verður þetta ein mesta fiskiskipafjárfesting hér á landi á einu ári í sögunni.

Fyrirtækin yngja upp flotann

Með auknum fjárfestingum er að einhverju leyti verið að svara kalli tímans. Meðal-

aldur togaraflotans hefur hækkað nokkuð á síðustu árum vegna lítillar fjárfestingar og var hann 30 ár árin 2014 og 2015, sem er hæsti meðalaldur sem mælst hefur. Í kringum aldamótin var hlutfallið um og yfir 20 ár og hefur leitað nánast stöðugt upp á við síðan. Nýir togarar á næstu árum ættu að lækka meðalaldurinn nokkuð. Á síðasta ári taldi togaraflotinn 46 skip. Fækkað hefur verulega í flotanum á síðustu árum en til samanburðar var fjöldinn 91 skip árið 1999.

HB Grandi hyggst fjárfesta í þremur nýjum togurum og þeir togarar sem aflagðir verða eru að meðaltali 33 ára gamlir. Samherji og ÚA eru einnig að láta smíða ný skip og munu þau koma í stað þriggja skipa sem eru að meðaltali 43 ára gömul.

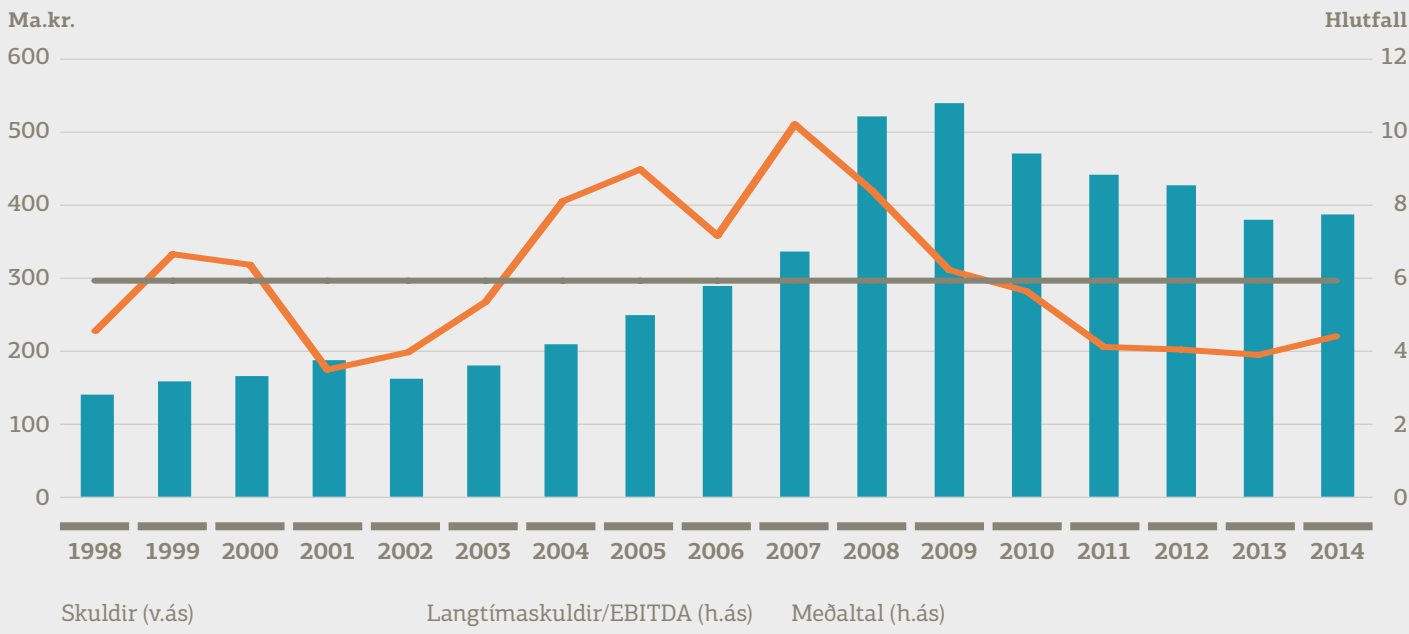
Útlán til sjávarútvegsfyrirtækja aukast

Sé litið til þróunar nýrra útlána til sjávarútvegs mun fjárfesting í greininni vaxa verulega á þessu ári

og verða umtalsvert meiri en síðustu ár. Þannig voru ný útlán bankakerfisins til fiskveiða og vinnslu sjávarafurða um 34,5 ma.kr. á fyrstu 9 mánuðum ársins. Til samanburðar nam þessi upphæð rúmum 20 ma.kr. á öllu síðasta ári en á árabílinu 2013-2015 varð þessi upphæð hæst árið 2013, eða 29,1 ma.kr. Hér er þó rétt að benda á að stór hluti af nýjum fiskiskipum er fjármagnaður af erlendum bönkum.

Skuldir og skuldsetning sjávarútvegs

Meðaltal sýnir meðalhluftall langtímaskulda/EBITDA yfir allt tímabilið
Heimild: Hagstofa Íslands



Sjávarútvegurinn stórtækur í uppgreiðslu skulda síðustu ár

Þar sem langstærsti hluti skulda íslenskra sjávarútvegsfyrirtækja er í erlendum gjaldmiðlum hafði gengisfallið árin 2008 og 2009 þau áhrif að auka skuldsetningu greinarinnar mikið. Skuldirnar jukust um rúmlega 200 ma.kr. milli árunna 2007 og 2009 og voru þær í árslok 2009 komnar upp í 542 ma.kr. Síðan þá hafa skuldir greinarinnar dregist verulega saman. Þetta er að

hluta til afleiðing styrkingar krónunnar en einnig hefur góð afkoma gert greininni kleift að greiða niður skuldir sínar. Skuldirnar námu 389 ma.kr. í árslok 2014. Ef upphæð skuldanna frá árslokum 2009 hefðu fylgt gengisvísitölu krónunnar fullkomlega eftir hefðu þær verið 481 ma.kr. í árslok 2014 en ekki 389 ma.kr. eins og raunin var. Mismunurinn þarna á milli gefur góða vísbendingu um uppgreiðslu skulda á þessu tímabili. Hluti af þeirri uppgreiðslu eru þó samningsbundnar afborganir af lánum.

Fjárfestingargeta greinarinnar vaxið verulega

Skuldir sjávarútvegsfyrirtækja í hlutfalli við undirliggjandi rekstur hafa lækkað verulega á síðustu árum. Árið 2007 voru langtímaskuldir sjávarútvegsfyrirtækja ríflega 10 sinnum hærrí en EBITDA greinarinnar. Þetta hlutfall hefur lækkað verulega. Á árunum 2011 til 2014 lá það á nokkuð þröngu bili, eða á bilinu 3,9 og upp í 4,4. Hlutfallið á þessum árum var á svipuðum slóðum og þegar það

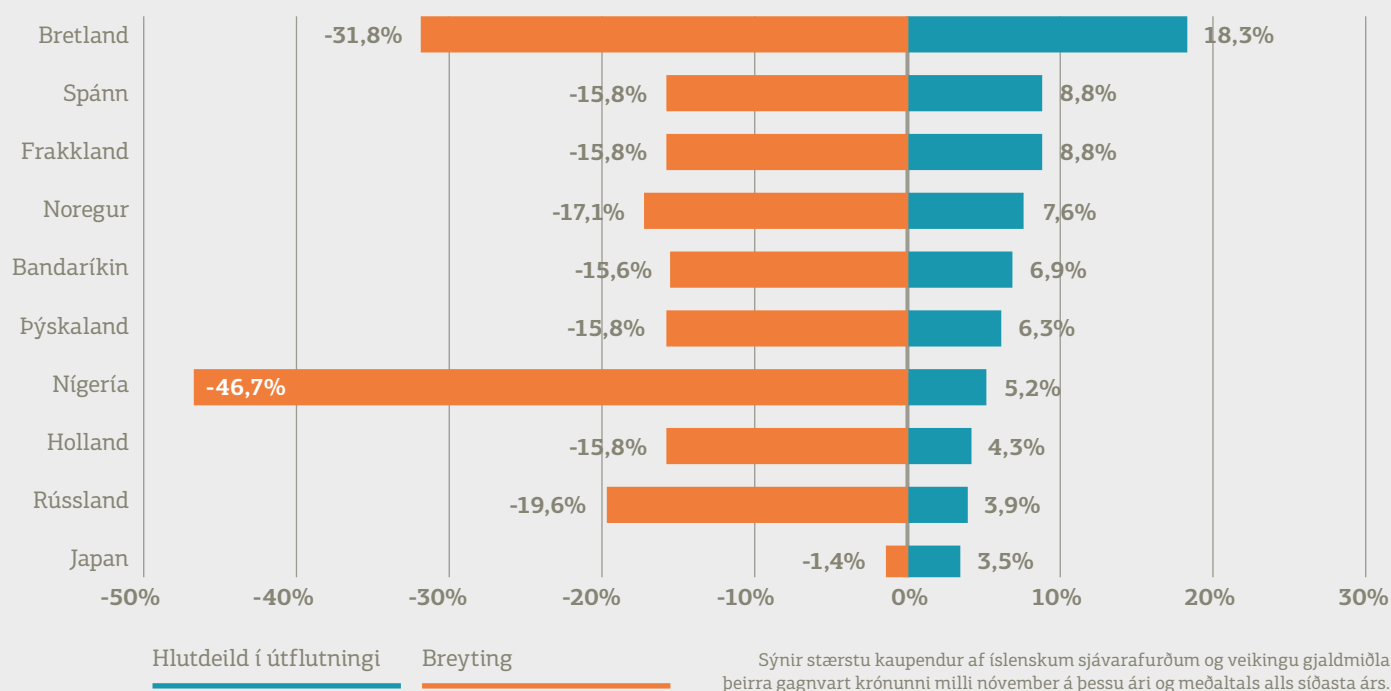
var lægst árin 2001 og 2002. Á tímabilinu 1997-2014 var hlutfallið að meðaltali rétt undir 6. Út frá því viðmiði hefur greinin nokkurt svigrúm til þess að auka skuldsetningu sína.

Styrking krónunnar er veruleg áskorun fyrir íslenskan sjávarútveg

Krónan hefur verið í styrkingarfasa síðustu ár og á þessu ári hefur hún styrkst töluvert meira en undanfarin ár. Þannig hefur gengis-

Breyting gengis og hlutdeild í útflutningi sjávarafurða

Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

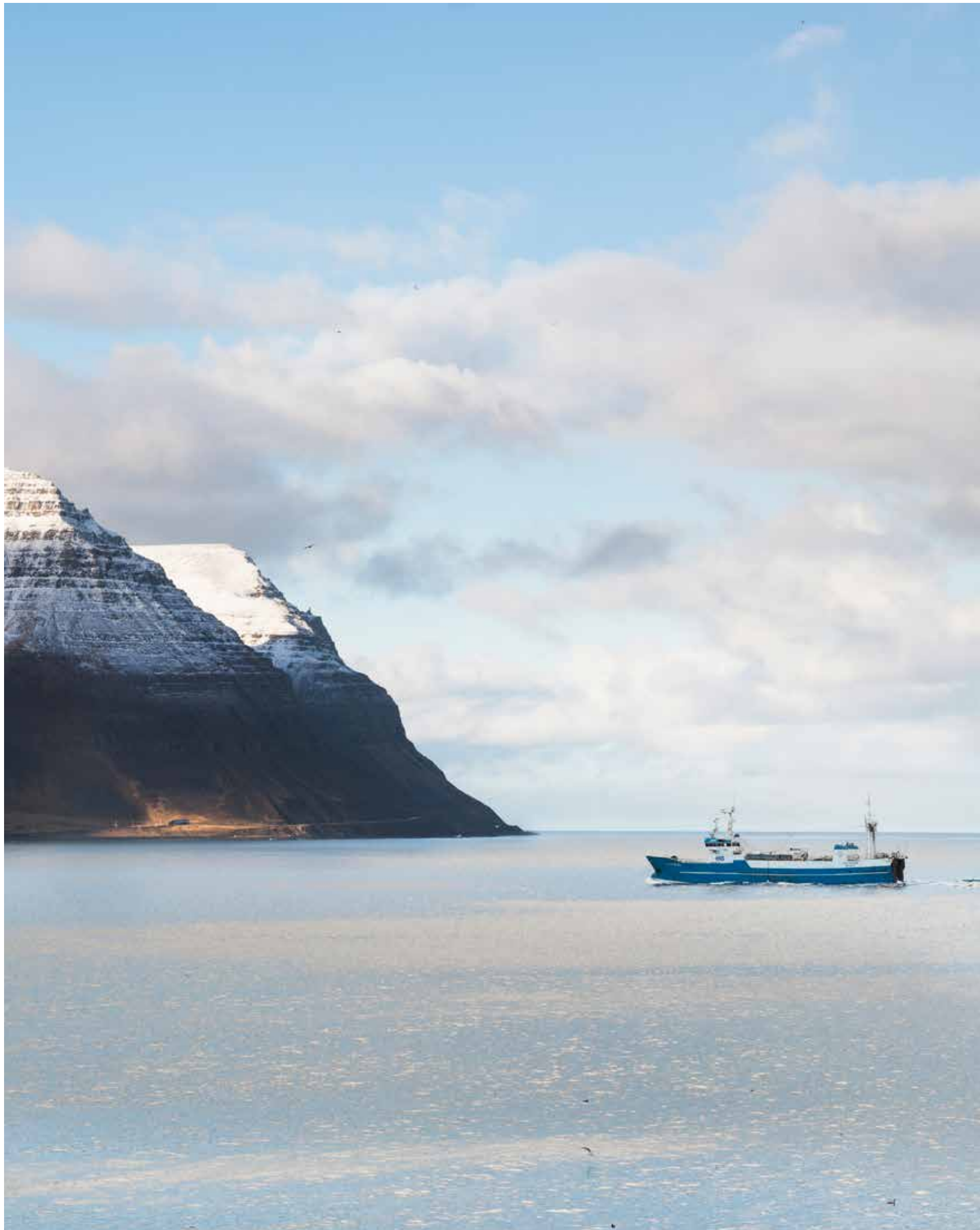


vísitalan það sem af er ári verið 9% lægri en allt árið í fyrra. Til samanburðar hefur gengisvísitalan lækkað að meðaltali um 3,2% á ári síðustu þrjú ár þar á undan. Meiri styrkingu krónunnar á þessu ári má að nokkru leyti rekja til þess að sterlingspundið veiktist töluvert í kjölfar ákvörðunar Breta um að ganga úr Evrópusambandinu. Veikingu pundins kemur íslenskum sjávar-

útvegi sérstaklega illa, þar sem Bretar eru sú þjóð sem kaupir mest af íslenskum sjávarafurðum, en á síðasta ári keyptu þeir 18,3% af útfluttum sjávarafurðum. Þar eru þeir í algjörum sérflokki en næsta þjóð á eftir var Spánn sem er ekki hálfdrættingur á við Breta. Gengi sterlingspundsins í byrjun nóvember var 137 krónur sem er tæplega þriðjungur lægra en að meðal-

tali allt árið í fyrra. Sé horft til gengis í byrjun nóvember og meðalgengis alls síðasta árs og breytingar vegnar með hlutdeild einstakra þjóða í kaupum á íslenskum sjávarafurðum höfðu gjaldmiðlar þjóðanna lækkað um að meðaltali 21% milli ára gagnvart krónunni. Hagfræðideild Landsbankans gerir ráð fyrir að krónan muni styrkjast áfram á næstu árum. Þannig gerum

við ráð fyrir að evran verði að meðaltali 10% lægri á næsta ári en þetta ár. Á þar-næsta ári verður breytingin milli ársmeðaltala 5% og síðan 2% árið 2019. Það er því ljóst að það verður veruleg áskorun fyrir íslensk sjávarútvegsfyrirtæki að mæta styrkingu krónunnar á næstu árum, gangi spáin eftir.



5. Útflutningurinn vex áfram þrátt fyrir minni samkeppnishæfni útflutningsgreina

Í megindráttum hefur útflutningsspá okkar tekið litlum breytingum á síðustu árum. Við gerum ráð fyrir að ferðaþjónustan muni áfram draga útflutningsvagninn. Spá okkar gerir ráð fyrir að vöxtur útflutnings verði 9,2% á þessu ári en að svo hægi á honum eftir því sem líður á spátímabilið og að hann endi í 3,8% árið 2019.

Til marks um hve mikil áhrif ferðaþjónustan hefur á spána væri útflutningsvöxtur einungis 0,2% á þessu ári ef ekki yrði aukning í ferðaþjónustu.

Útflutningsverðmæti ferðaþjónustu meira en samanlagður útflutningur ál- og sjávarafurða á næsta ári

Sem fyrr gerum við ráð fyrir að vöxtur ferðaþjónustunnar muni halda uppi útflutningsvexti á spátímabilinu. Árið 2010, ári áður en uppsveiflan í ferðaþjónustu

hófst, nam útflutningsverðmæti ferðaþjónustu 26% af samanlögðum útflutningstekjum ferðaþjónustu, sjávarútvegs og stóriðju. Á næsta ári gerum við ráð fyrir að útflutningsverðmæti ferðaþjónustu verði í fyrsta skiptið meira en samanlagt verðmæti stóriðju og sjávarútvegs og að vægi ferðaþjónustu í heildarútflutningi landsins haldi áfram að vaxa á kostnað sjávarútvegs og áls út spátímabilið. Áhrif greinarinnar á hagvaxtarþróun í framtíðinni munu því halda áfram að aukast.

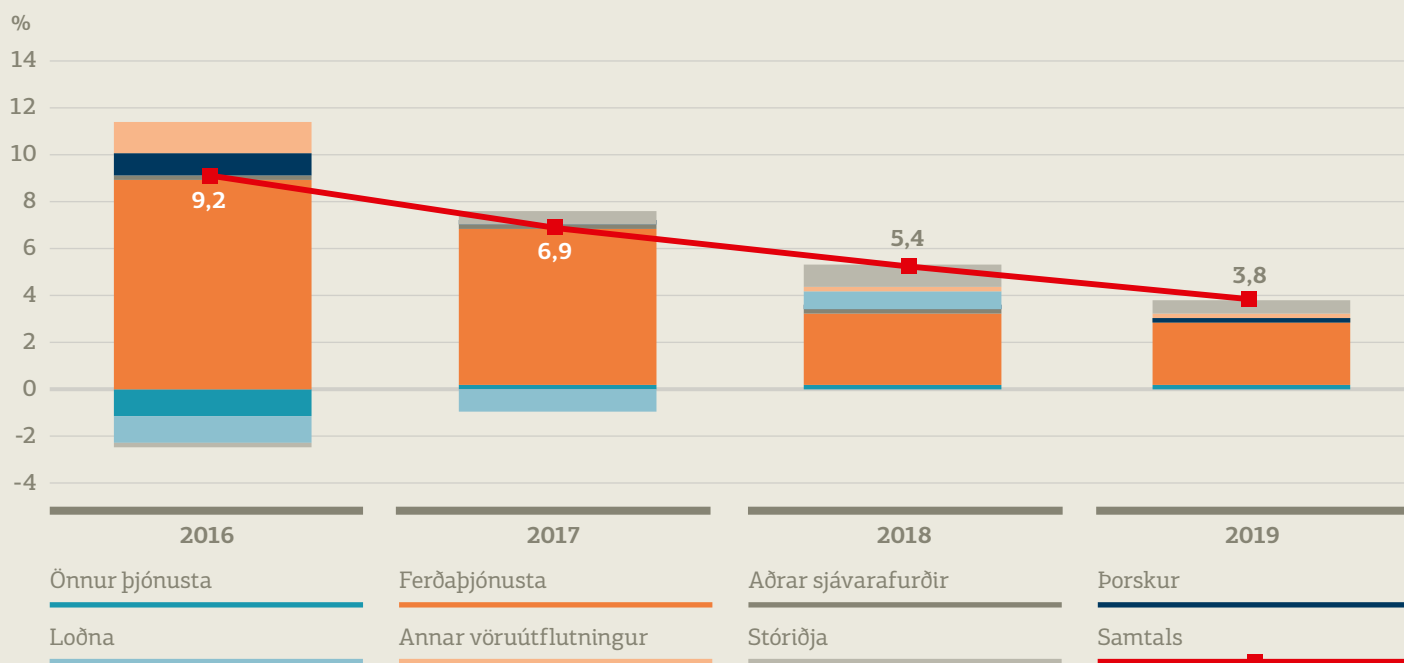
Lítill aukning vöruútflutnings

Ekki er gert ráð fyrir miklum áhrifum af vexti annars útflutnings en ferðaþjónustu á næstu árum. Þannig verður framlag annars útflutnings en ferðaþjónustu til heildarvaxtar útflutnings 0,2% á þessu ári en 0,3% á næsta ári. Framlag þessara greina mun síðan aðeins aukast árið 2018 og verða 2,4% og skýrist það af auknum útflutningi kísilafurða þeirra kísilvera sem eru nú í uppbyggingu. Auk þess er í spánni gert ráð fyrir að loðnuveiðar hefjist á ný árið

2018 eftir algjört stopp á næsta ári. Reiknað er með að framlagið verði síðan 1,2% árið 2019 sem skýrist að mestu af auknum útflutningi á kísilafurðum. Uppbygging kísilvera hér á landi og sérstaklega áhrif þeirra á útflutning eru fremur smá í sniðum og í engri líkingu við umfangsmiklar stóriðju-fjárfestingar fyrri áratuga, s.s. álversins í Straumsvík, Norðuráls á Grundartanga og Fjarðaáls á Reyðarfirði.

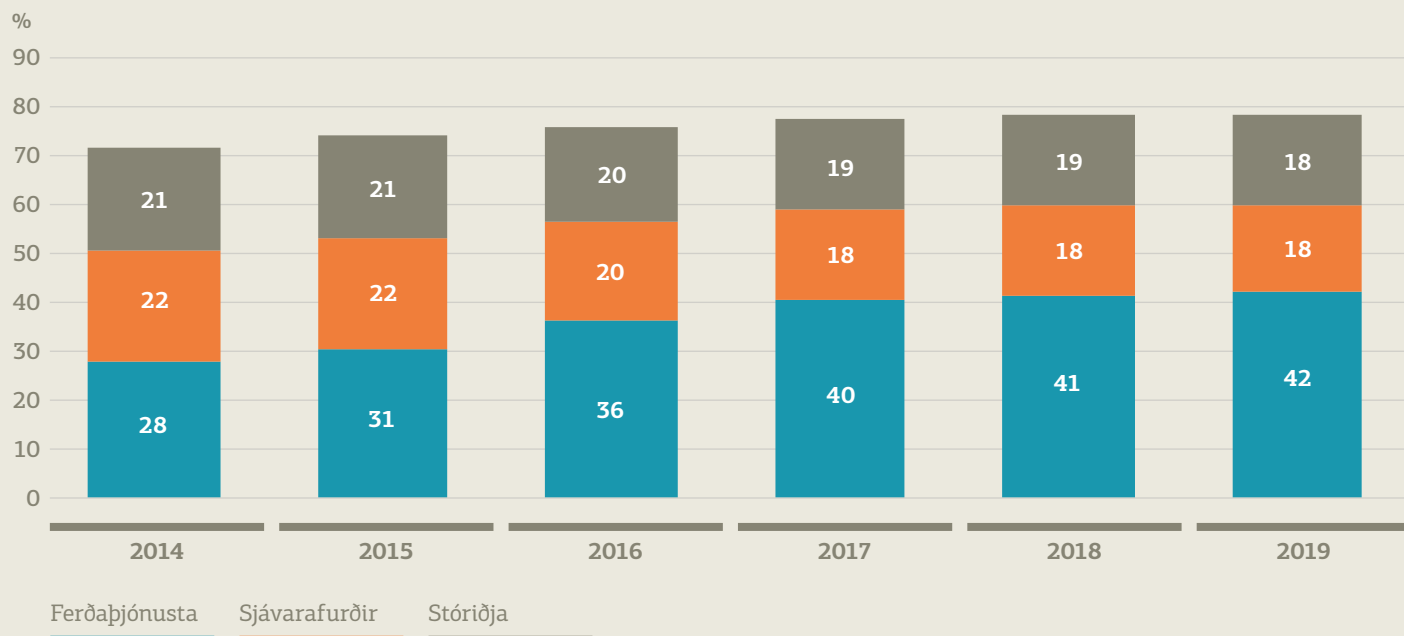
Vöxtur útflutnings og framlag undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans



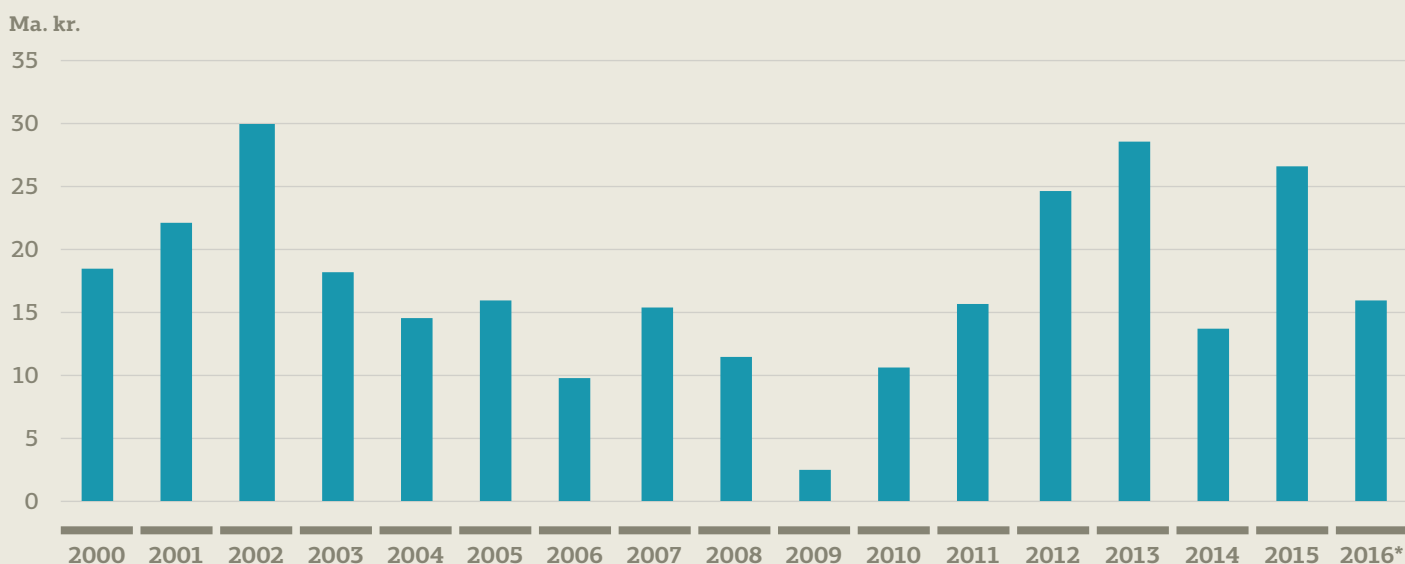
Hlutdeild stoðanna í heildarútflutningi

Á föstu gengi og föstu verðlagi.
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Útflutningsverðmæti loðnuafurða

Á föstu gengi krónunnar. *Spá Hagfræðideildar Landsbankans
Heimild: Hagstofa Íslands



Mikill vöxtur útflutnings einkennandi fyrir núverandi hagvaxtarskeið

Eitt af megineinkennum núverandi hagvaxtarskeiðs er mikill vöxtur útflutnings. Það hefur haft í för með sér að hlutfall útflutnings af landsframleiðslu hefur hækkað og hefur það aldrei verið hærra en á síðustu árum. Hlutfall útflutnings af landsframleiðslu nam 53,7% í árslok 2015 en sögulegt meðaltal frá árinu 1980 er 38,4%. Við gerum ráð fyrir

að hlutfallið hækki samfellt á spátímabilinu og verði komið aftur upp í 57% árið 2019 sem er einmitt sama hlutfall og árið 2012 en þá náði það hámarki. Hlutfallið tók vel við sér í kjölfar gengisfallsins en frá árinu 2009 hefur hlutfall vöruútflutnings gefið örlítið eftir á sama tíma og hlutfall þjónustuútflutnings hefur vaxið úr 21% upp í 26%. Hækkun heildarútflutnings sem hlutfall af landsframleiðslu milli árunna 2009 og 2015 má því alfarið rekja til vaxtar

í þjónustuútflutningi. Þann vöxt má síðan aftur rekja að langmestu leyti til vaxtar í ferðaþjónustu.

Hagvöxtur 0,7 prósentum minni vegna loðnubrests

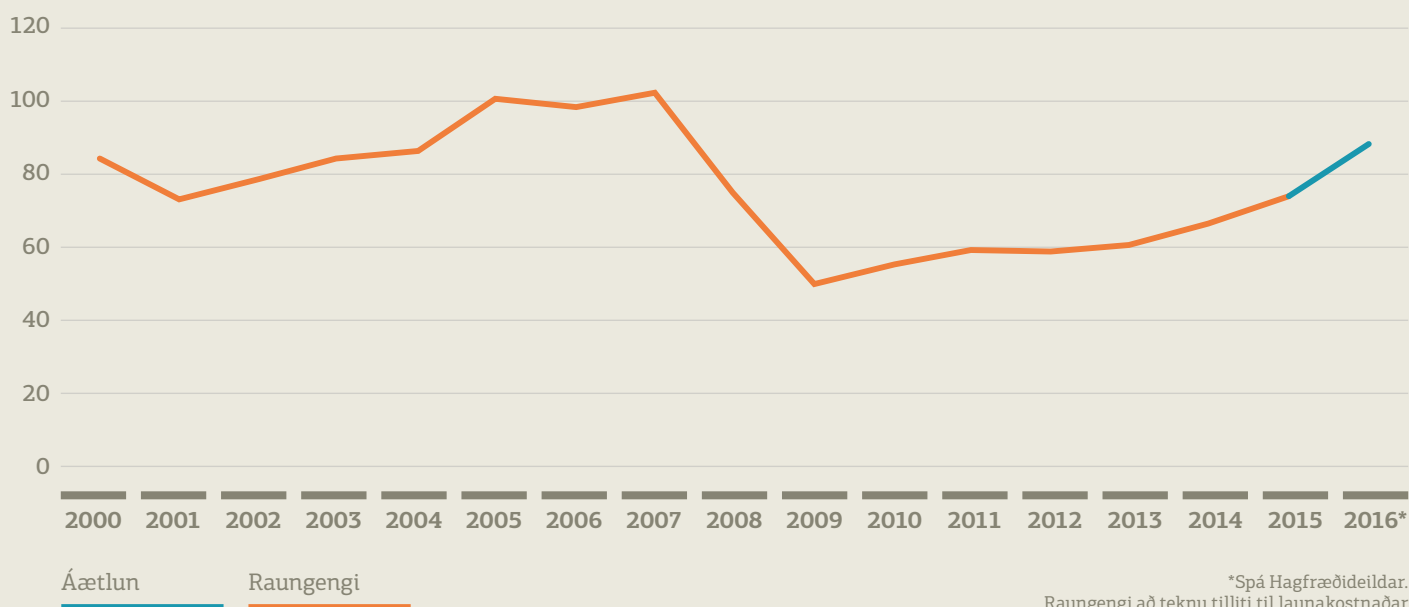
Veiðar á loðnu hafa oft sveiflast mikið milli ára og þannig haft umtalsverð áhrif á hagvöxt. Þessar sveiflur hafa verið í hærri kantinum undanfarin ár en útflutningsverðmætið hefur sveiflast á bilinu 11 og upp í 15

milljarða króna milli vertíða. Árin 2013 og 2015 var útflutningsverðmætið á bilinu 26,6 til 28,4 ma.kr. en á bilinu 13,5 til 15,8 ma.kr. árin 2014 og 2016. Samkvæmt síðustu mælingum Haf-rannsóknarstofnunar lítur út fyrir að engar loðnuveiðar verði heimilaðar á næsta ári. Nýafstaðinn leiðangur Haf-rannsóknarstofnunar bendir til þess að árgangurinn 2015 sé mjög lítill. Verði ekkert af loðnuveiðum mun það þýða að hagvöxtur verður 0,7 prósentum minni en ella.

Samkeppnishæfni íslenskra útflutningsfyrirtækja

Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands,
Hagfræðideild Landsbankans

Visitala: 2005=100



*Spá Hagfræðideildar.
Raungengi að teknu tilliti til launakostnaðar

Ráðgjöf Hafrannsóknarstofnunar er þó ekki endanleg og verður veiðistofnloðnu mældur að nýju í upphafi næsta árs.

Talsvert hefur dregið úr samkeppnishæfni útflutningsfyrirtækja á síðustu misserum

Einn aðgengilegasti mælikvarði á samkeppnishæfni útflutningsfyrirtækja er raungengi að teknu tilliti til launakostnaðar. Slíkur mæli-

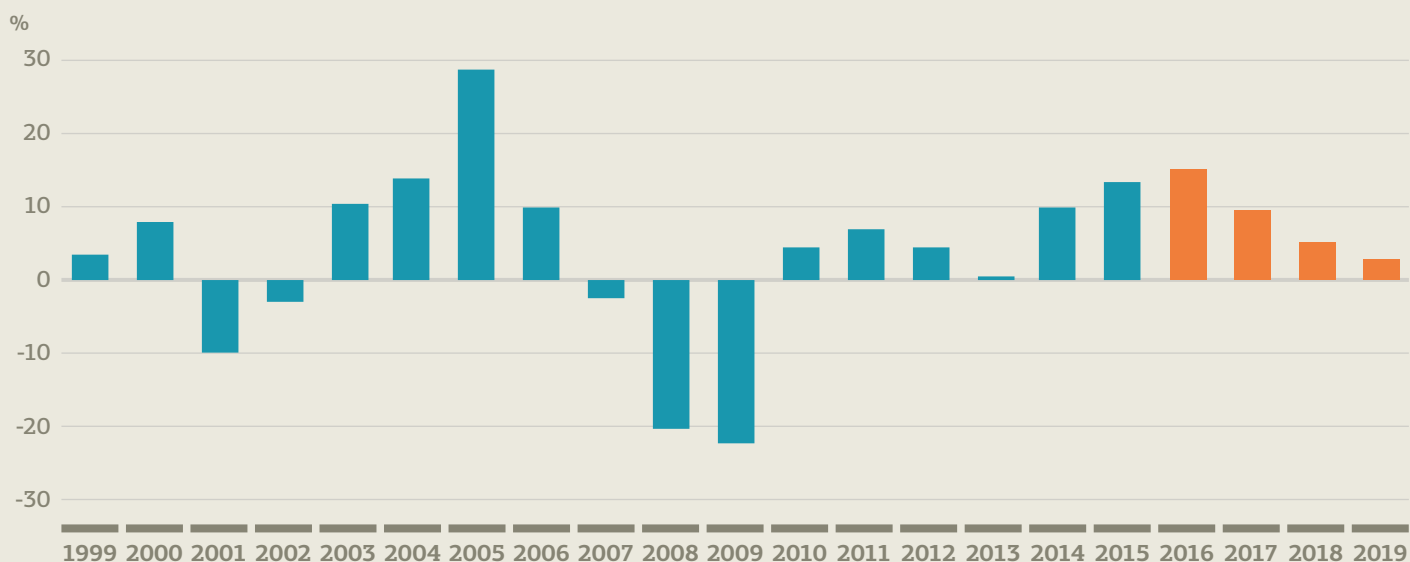
kvarði sýnir hvernig launakostnaður hér á landi þróast í samanburði við viðskiptalöndin mælt í erlendri mynt. Gengisfallið 2008 umbylti samkeppnishæfninni til hins betra en raungengið lækkaði um rúman helming milli 2008 og 2009. Nokkuð hratt hefur dregið úr samkeppnishæfninni síðan, samfara styrkingu krónunnar og hærri nafnlaunahækkunum hér á landi en víðast hvar annars staðar. Gera má ráð fyrir að raungengi á fyrstu 9 mánuðum ársins hafi

styrkst um í kringum 18,8% frá því í fyrra. Það er mesta styrking raungengisins á þessari öld. Þessi styrking skýrist bæði af verulegum launahækkunum en einnig styrkingu krónunnar, þó að það fyrrnefnda vegi öllu meira. Raungengið er nú á svipuðum slóðum og árin 2003 og 2004. Hæst náði raungengið í 102,6 stig árið 2007 og vantar því 17% upp á til þess að ná þeim hápunkti.

Þessi þróun undanfarinna ára þengir að útflutningsfyrirtækjum og uppbyggingu á þeim vettvangi. Hér hafa launahækkunarverðið töluvert meiri en gerist og gengur víða annars staðar. Sé horft aftur til aldamóta hefur launakostnaður á Íslandi aukist um að meðaltali 5,2% á ári á meðan launakostnaður í Þýskalandi jókst að jafnaði um 1% á ári, 1,6% í Bandaríkjunum og 1,7% á evrusvæðinu.

Vöxtur innflutnings

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Innflutningur eykst í takt við aukna einkaneyslu og fjárfestingu

Vöxtur innflutnings nam 16,2% á fyrri hluta ársins og kemur sá vöxtur í kjölfar mikillar aukningar á síðasta ári. Vöxturinn á síðasta ári, miðað við árið 2014, nam 13,5% og hafði þá ekki mælst meiri frá 2004. Vöxtur innflutnings helst að mestu leyti í hendur við þróun eftirspurnar í hagkerfinu og þá sérstaklega vöxt einkaneyslu og atvinnuvega-fjárfestingar. Við gerum ráð fyrir að vöxturinn yfir árið

í heild sinni verði ívið lægri en á fyrstu 6 mánuðunum og að hann endi í 15,1%. Á næsta ári gerum við ráð fyrir að það hægi nokkuð á honum og að hann verði 9,5%. Áfram mun hægja á vextinum það sem eftir lifir spátímabilsins og gerum við ráð fyrir að hann verði 5,1% árið 2018 og 2,8% 2019.

Vöruinnflutningur vegur þyngra en þjónustuinnflutningur

Aukinn innflutningur á fyrstu sex mánuðum ársins má

að stærstum hluta rekja til aukins vöruinnflutnings. Þannig má rekja um 73% aukningar í heildarinnflutningi til vöruinnflutnings en afgangurinn skýrist af auknum þjónustuinnflutningi. Aukinn vöruinnflutningur má síðan fyrst og fremst rekja til aukins innflutnings á fjárfestingarvörum og flutningatækjum. Vöruinnflutningur jókst um 27 ma.kr. á milli ára. Þar af var aukning flutningatækja, að meðtöldum skipum og flugvélum, 23,8 ma.kr. Innflutningur á fólksbílum jókst um 9,2 ma.kr.

Aukinn innflutningur þjónustu má að mestu leyti rekja til aukinna ferðalaga Íslendinga út fyrir landsteinana. Þannig námu útgjöld til ferðalaga 66 ma.kr. á fyrri árhelmingi, sem er 12,4 ma.kr. og 19% meira en á sama tíma í fyrra mælt á föstu gengi krónunnar. Til samanburðar var heildarinnflutningur þjónustu 20,2 ma.kr. meiri á fyrri árhelmingi en á sama tímabili í fyrra. Hlutdeild ferðalaga í aukningunni er því 61%.



6. Mun slakna á aðhaldi opinberra fjármála?

Samneyslan jókst um 1% í fyrra og um 0,6% á fyrri hluta ársins 2016. Samneysla var um 23,6% af landsframleiðslu á árinu 2015 sem er lægsta hlutfall frá árinu 2008. Staða ríkissjóðs hefur batnað jafnt og þétt síðustu ár. Reyndar má rekja jákvæða niðurstöðu ríkisreiknings síðustu ára að miklu leyti til einskiptisliða og óreglulegra liða, en engu að síður eru mörg teikn um að þróunin sé góð.

Arðgreiðslur og stöðugleikaframlög þrotabúa föllnu bankanna hafa skipt miklu máli í því sambandi. Bæði staða og hreyfingar í ríkisfjármálum hafa verið óvenju ógegnæ síðustu ár vegna þessara einskiptisaðgerða, og þá hafa kosningar til Alþingis nú í haust ekki gert stöðuna einfaldari.

Staða sveitarfélaganna er áfram erfið hvað útgjöld varðar og hefur rekstrarafgangur þeirra dregist saman, m.a. vegna aukins launakostnaðar.

Greiðslutölur ríkissjóðs ekki nógu gegnsæjar

Greiðsluuppgjör ríkissjóðs fyrir fyrstu 8 mánuði ársins liggur nú fyrir og er þar að finna upplýsingar um afkomu ríkissjóðs á grundvelli innheimtra tekna og greiddra gjalda. Tekjujöfnuður tímabilsins var jákvæður um 70 ma.kr. sem er risastökk frá síðasta ári og kemur til af stöðugleikaframlögum sem gera allan samanburð milli ára erfiðan. Það gerir málin ekki einfaldari að stjórnvöld hafa ákveðið að telja aðeins hluta framlaganna með í afkomutölum í stað þess að hafa þau öll með eða sleppa

þeim alveg. Þannig hafa stjórnvöld valið að taka þann hluta framlaganna sem kom á móti bankaskatti og til niðurgreiðslu láns í Seðlabankanum og ríkisbréfa, alls um 68 ma.kr., inn í afkomutölur.

Innheimtar tekjur ríkissjóðs námu um 415 ma.kr. á fyrstu 8 mánuðum ársins (án arðgreiðslna og stöðuleikaframlaga) og jukust um 9% milli ára. Greidd gjöld voru um 450 ma.kr. og jukust um 5% milli ára. Greidd gjöld hafa því aukist töluvert minna en innheimtar tekjur á fyrstu 8 mánuðum ársins. Fljótt á litið virðist staðan því vera góð, en Ríkisendurskoðun

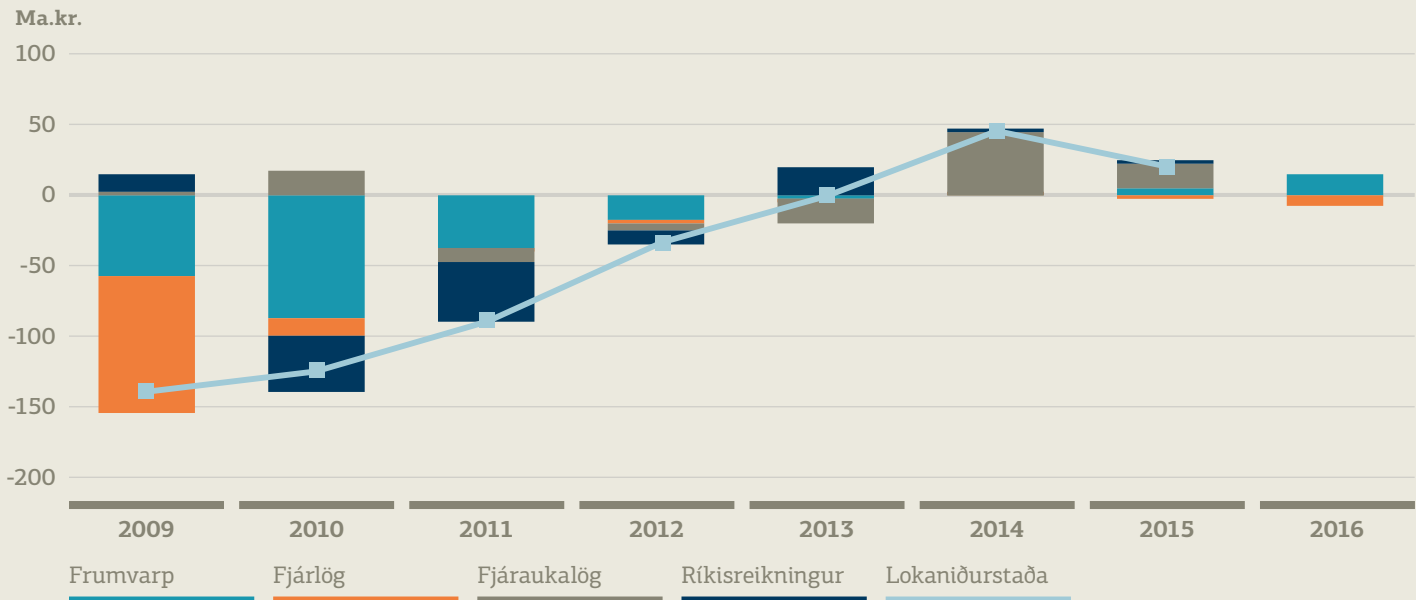
taldi stöðuna um mitt ár vera álíka og í fyrra

Verulegar launahækkningar og aukin atvinna hafa sýnileg áhrif á tekjur ríkissjóðs. Þannig jókst tekjuskattur einstaklinga um 22,3% frá fyrra ári og nam 96,3 ma.kr., sem er 9,9% umfram áætlun. Auknar tekjur á vinnu-markaði hafa því aukið tekjuskatta einstaklinga verulega milli ára þrátt fyrir lækkun á skatthlutfalli í 1. og 2. þrepi í ársbyrjun.

Skattar á vöru og þjónustu jukust um 11,9% milli ára sem var 7% umfram áætlun. Þar af jókst virðisaukaskattur um 14,4%, sem

Tekujöfnuður í fjárreiðum ríkissjóðs

Heimild: Fjársýsla ríkisins, Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagfræðideild Landsbankans



var 8,9% umfram áætlun. Þá aukningu má fyrst og fremst skýra með efnahagslegum þáttum, s.s. aukningu á kaupmætti heimilanna og vaxandi umsvifum á mörgum sviðum atvinnulífsins. Eftir að ferðaþjónustutengd starfsemi varð skattskyld í neðra þrepi virðisaukaskatts jókst virðisaukaskattskyld starfsemi umtalsvert milli ára, en einnig fjölgaði fyrirtækjum í gisti- og veitingaþjónustu. Meiri fjölgun ferðamanna en reiknað var með í forsendum fjárlagaáætlunar hefur einnig áhrif á niðurstöðuna.

Eins og áður segir jukust greidd gjöld um 5% milli ára. Mesta aukningin varð til menningar- og félagsmála og heilbrigðismála, eða um 11% í hvorum lið. Fjármagnskostnaður ríkissjóðs lækkaði um 4,2% milli ára og útgjöld til efnahags og atvinnumála hækkðu einungis um 0,7% milli ára. Hafa ber í huga að þessar tölur sýna einungis sjóðshreyfingar milli ára en ekki rekstrarstöðu ársins. Þá leiðir rekstur á seinni hluta ársins oft til hlutfallslega hærri útgjalda, t.d. vegna millifærslna og fjáraukalaga.

Fjáraukalög 2016

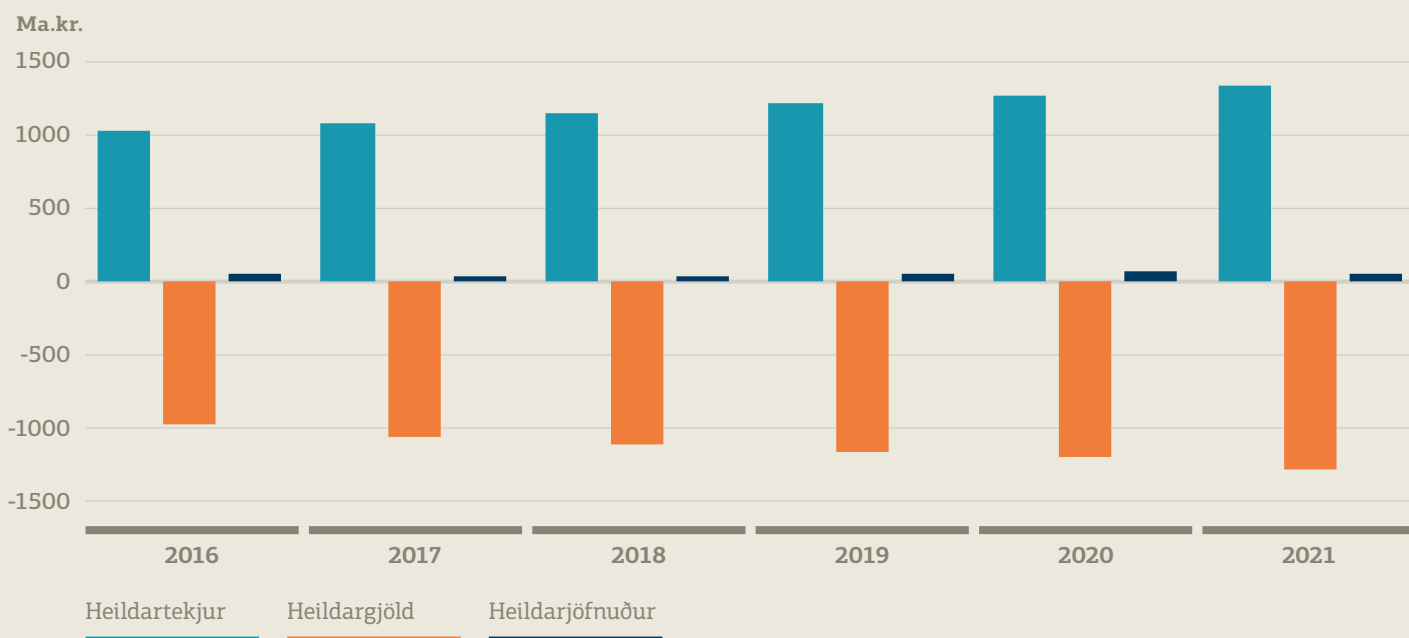
Frumvarp til fjáraukalaga fyrir 2016 var lagt fram í seinni hluta september og samþykkt sem fjáraukalög þann 12. október. Sú málsmeðferð er gott dæmi um í hvaða stöðu ríkisfjármálin eru um þessar mundir. Í frumvarpinu var þannig ekki tekið á fyrirbyggjandi vanda ýmissa stofnana sem líklega verða með útgjöld umfram heimildir fyrir árið í heild. Boðað hefur verið að annað frumvarp til fjáraukalaga verði lagt fram síðar á árinu. Þannig verða væntanlega samþykkt tvö fjáraukalög fyrir árið 2016 sem er nokkuð einstakt.

Ný lög um opinber fjármál

Lög um opinber fjármál tóku gildi í upphafi þessa árs. Þar með voru mikilvæg skref stigin í áttina að því að treysta umgjörð opinberra fjármála og stuðla að nauðsynlegum stöðugleika til lengri tíma í efnahagslífinu með auknum aga í áætlanagerð opinberra aðila. Mikil þörf er á slíku, ekki síst nú þegar mikill vöxtur er í hagkerfinu og brýnt að áætlanir og aðgerðir hins opinbera séu í takt við peningalegar aðgerðir Seðlabanka Íslands og snúist ekki á sveif með hagsveiflunni. Samkvæmt 7. gr. þessara laga eru tvö

Áætluð afkoma ríkis og sveitarfélaga

Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið



meginstef fjármálastefnunnar fjármálareglugerð um þróun afkomu annars vegar og skulda hins vegar.

Í tengslum við fjármálaáætlunina hafa ríki og sveitarfélög gert með sér samkomulag með það að markmiði að hið opinbera vinni sameiginlega að góðri hagstjórn og ábyrgri stjórn opinberra fjármála. Aðilar samkomulagsins eru sammála um að A-hlutar hins opinbera skili afgangi í heildarafkomu sem nemi a.m.k. 1% af VLF árin 2017–2021. Þá verði heildarafkoma A-hluta sveitar-

félaganna í jafnvægi og skuldir þeirra sem hlutfall af VLF hækki ekki. Þannig er stefnt að því að sveitarfélögin stuðli ekki að efnahagsþenslu á tímabilinu. Samkomulagið gengur einnig út á að reyna að draga úr fjárfestingaráformum opinberra aðila sem gætu aukið spennu í efnahagslífinu.

Annað meginstefnumið áætlunarinnar er að afkoma hins opinbera skili afgangi sem verði að minnsta kosti 1% af landsframleiðslu. Gert er ráð fyrir að staða sveitarfélaganna breytist ekki sem felur þá í sér að afkoma

ríkisins muni vaxa hlutfallslega til jafns við nafnvöxt landsframleiðslu. Þetta jafngildir því að afgangur hins opinbera verði orðinn a.m.k. 25 ma.kr. árið 2017 og 31 ma.kr. árið 2021.

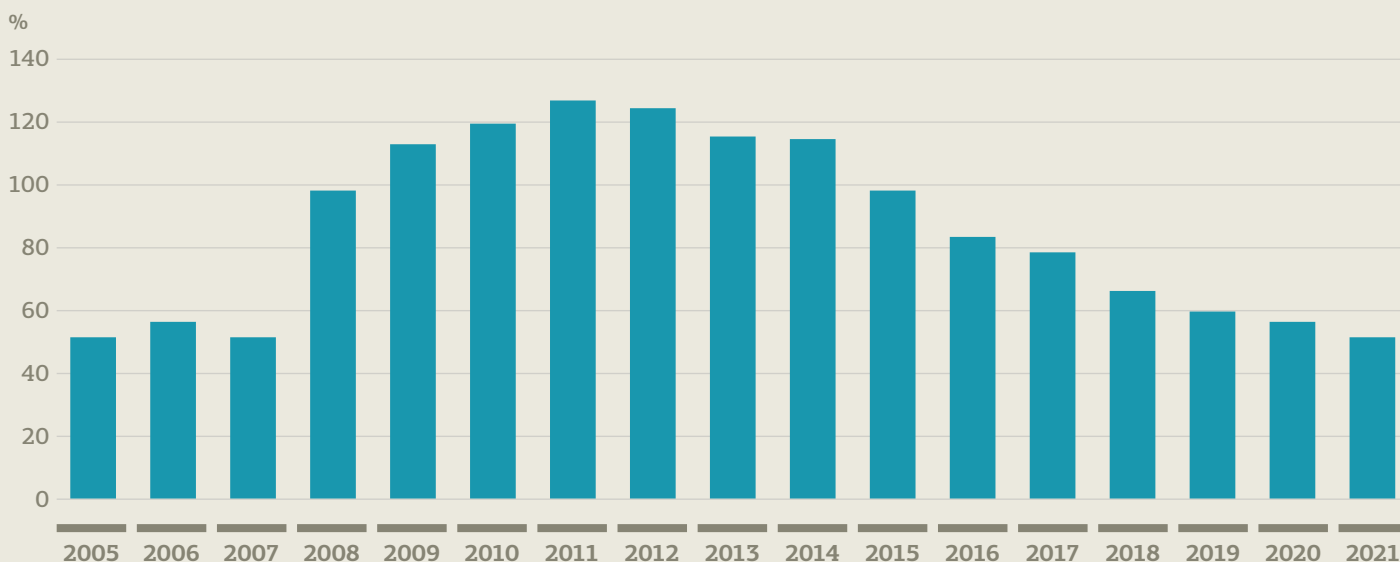
Skuldir ríkissjóðs munu lækka mikið

Seinna meginstefnumið fjármálastefnunnar snýr að skuldastöðu og samkvæmt stefnunni ætti að uppfylla það á næstu tveimur árum þannig að heildarskuldir hins opinbera hafi lækkað í 30% af VLF þegar í árs-

lok 2017 og verða vel undir þeim mörkum á seinni hluta tímabilsins. Ætla má að sjálfbærni skulda ríkisins batni verulega á næstu árum. Stjórnvöld hafa fengið umfangsmiklar eignir frá slitabúum föllnu bankanna (virði eignanna var um 16% af VLF) og hafa skuldbundið sig til að nota þær til þess að lækka skuldir. Margar eignanna eru ekki auðseljalegar þannig að einhvern tíma mun taka að koma þeim í verð. Að mati Alþjóðagjaldveyrissjóðsins gæti raunhæft mat verið að skuldir hins opinbera nái ekki að lækka niður fyrir nýja lögboðna lág-

Skuldir hins opinbera, hlutfall af VLF

Heimild: Alþjóða gjaldveirissjóðurinn. 2016-2021 er áætlun AGS



markið (u.þ.b. 30% af VLF) fyrr en á árinu 2022. Íslendingar hafa reyndar staðið sig vel við endurgreiðslu skulda á síðustu árum. Frá því að skuldarnar náðu hámarki á árinu 2011 hafa skuldir hins opinbera lækkað um u.þ.b. 30% af VLF.

Samsetning skulda hins opinbera er heppileg til þess að lágmarka áhættu. Um þrjú fjórðu hlutar skuldanna eru innlendar, að mestu leyti gagnvart lífeyrissjóðum og fjármálastofnunum, og megnið af afganginum í dollurum og evrum. Um 85% skuldanna bera fasta vexti.

Innan við 2% skuldanna eru til skamms tíma.

Óvissa um fjárlagafrumvarp

Óljóst er hve mikið hefur verið unnið að fjárlagafrumvarpi ársins 2017. Það er a.m.k. ljóst að pólitískar áherslur í frumvarpinu munu bíða nýrrar ríkisstjórnar. Stór hluti af ramma fjárlaga hefur verið festur með lögnum um opinber fjármál þannig að ný ríkisstjórn hefur ekki algerlega óbundnar hendur hvað stefnumörkun varðar.

Fjárlögin fyrir 2016 innihéldu mikilvægar breytingar á tekjuskattkerfinu. Áætlunin var að lækka tekjuskatt einstaklinga og fækka þrepum úr þremur í tvö. Sú breyting fæli í sér árlegt tekjutap upp á 0,5% af VLF. Meginmarkmið breytinganna var að auka atvinnuþátttöku og endurstilla hlutfallslegt mikilvægi beinna og óbeinna skatta þannig að óbeinu skattarnir fái aukið vægi.

Í áætlunum allra næstu ára hefur verið lögð áhersla á heilsu- og menntunartengd útgjöld en ekki mikið á fjár-

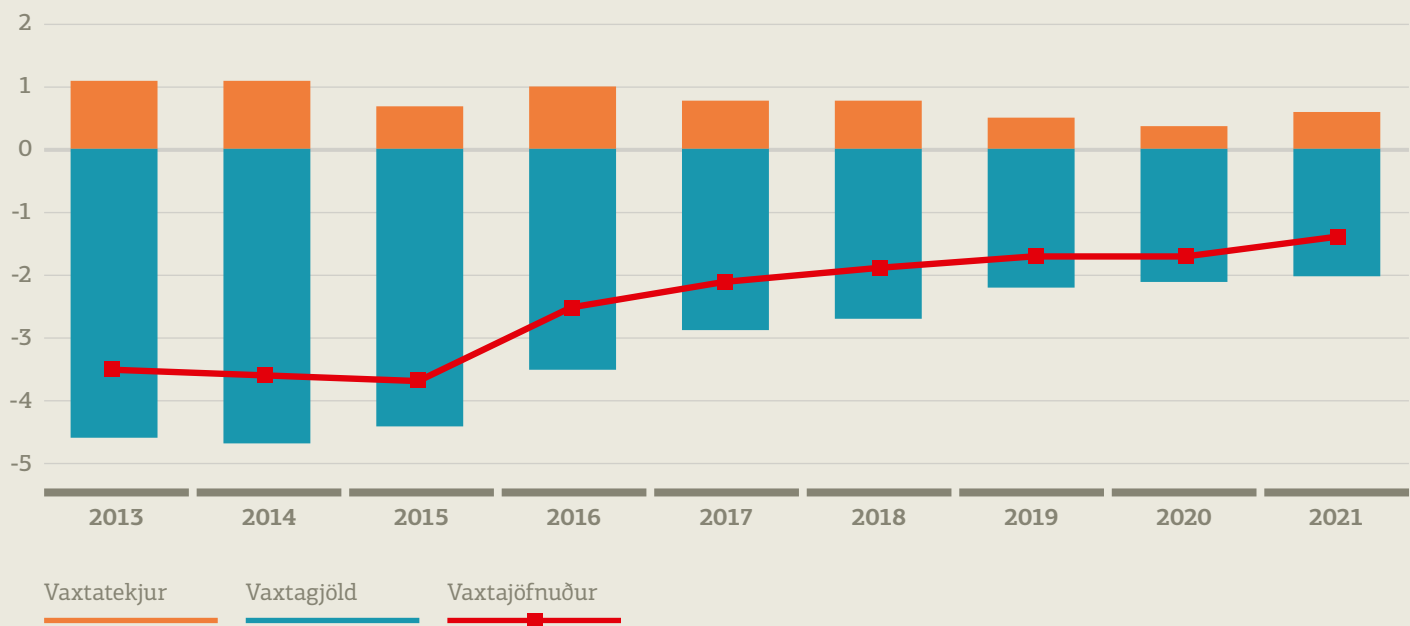
festingu. Til dæmis virðist sem fjármagna eigi byggingu nýs Landspítala, sem mun kosta um 5% af VLF, með metnaðarfullum áætlunum um sparnað á öðrum sviðum.

Óvissuþættir

Helstu óvissu- og áhættuþættir ríkisfjármála eru sem áður ófjármagnaðar lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs sem námu 508 ma.kr. í árslok 2015. Að óbreyttu munu opinberu lífeyrissjóðirnir tæmast árið 2030. Á síðasta ári lýsti fjármálaráðherra því

Vaxtajöfnuður hins opinbera - hlutfall af VLF

Heimild: Alþjóða gjaldeyrissjóðurinn. 2016-2021 er spá AGS



yfir að stefnt væri að því að hefja greiðslur inn í sjóðina á árinu 2017, en engin slík áform eru þó komin í frumvörp til fjárlaga eða fjárákmalaga. Þá situr eftir lagasetning um samkomulag við samtök launafólks á opinberum vinnumarkaði í tengslum við samræmingu lífeyrisréttinda á opinberum og almennum vinnumarkaði. Verði ekki gengið frá því máli fyrir áramót munu lífeyrisiðgjöld ríkissjóðs og

sveitarfélaga hækka verulega um áramót.

Ríkissjóður hefur tekið á sig ýmsar ábyrgðir gagnvart ríkisfyrirtækjum. Ábyrgðarskuldbinding ríkissjóðs vegna Íbúðalánasjóðs nam 844 ma.kr. í árslok 2015. Ábyrgðarskuldbinding ríkissjóðs vegna Landsvirkjunar var 257 ma. kr. í árslok 2015. Ábyrgðir vegna þessara tveggja fyrirtækja í árslok 2015 námu því um 50% af

landsframleiðslu þess árs. Ríkisábyrgðir voru hæstar um 81% á árinu 2009.

Vaxtajöfnuður ríkissjóðs batnar – en ekki mjög hratt

Heildarskuldir ríkissjóðs í árslok 2015 samkvæmt ríkisreikningi námu um 1.416 ma.kr. Til viðbótar þarf að telja óuppgerða 508 ma.kr. skuldbindingu ríkissjóðs

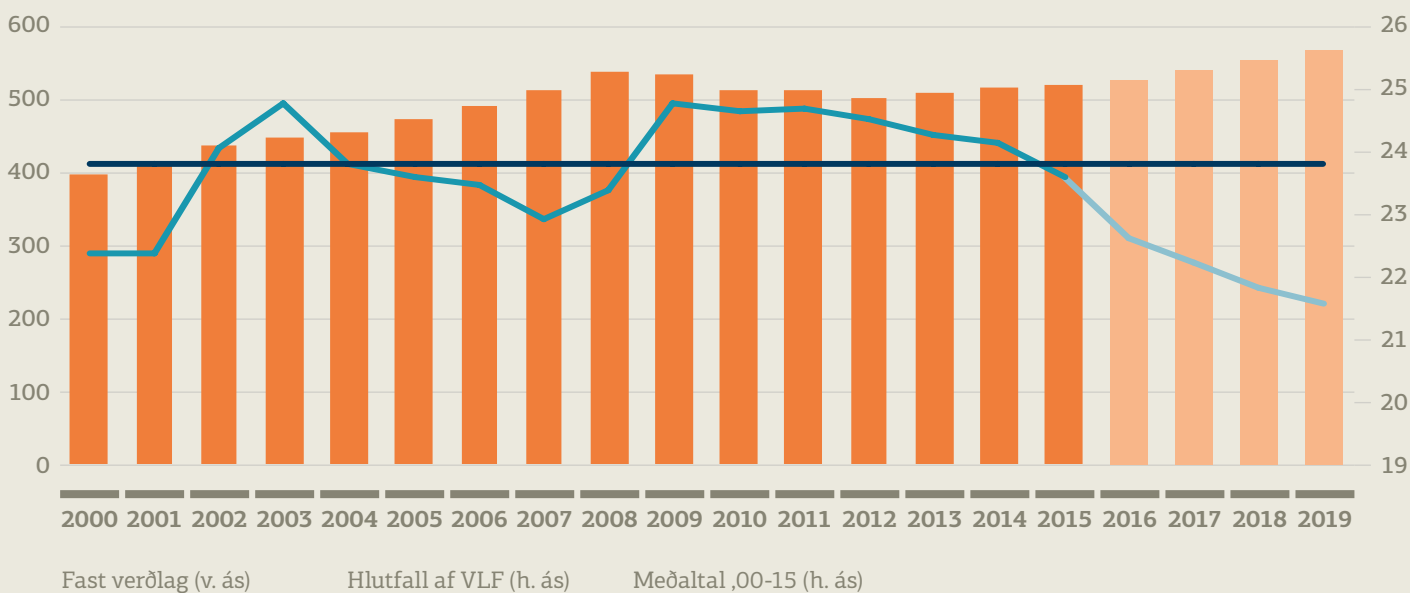
við B-deild Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins. Sé sú skuldbinding tekin með námu skuldirnar um 1.924 ma.kr., eða um 87% af landsframleiðslu ársins 2015. Af þessum skuldum voru 1.670 ma.kr. í íslenskum krónum en andvirði 235 ma.kr. voru í erlendri mynt.

Vaxtabyrði ríkissjóðs af þessum skuldum hefur verið veruleg. Greiddur fjármagnskostnaður ríkissjóðs á fyrstu

Samneysla á föstu verðlagi og hlutfall af VLF

2016-2019 er spá Hagfræðideildar
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild

Ma. kr. á verðlagi ársins 2015



8 mánuðum ársins 2016 var 53 ma.kr., eða tæplega 12% allra ríkisútgjalda, og síðustu ár hefur fjármagns-kostnaður ríkissjóðs numið um og yfir 4% af landsframleiðslu. Þær miklu skuldir sem söfnuðust upp í kjölfar hrunsins eru ríkissjóði því þungur baggi, en hjartara er framundan í þeim efnum. Takist að greiða niður skuldir myndu vaxtagjöld ríkissjóðs lækka verulega, en þó er langt í land með að

vaxtajöfnuðurinn nálgist jafnvægi.

Samneysluútgjöld munu aukast

Samkvæmt tölum Hagstofunnar hefur samneysla á föstu verðlagi lækkað um 2,1% frá árinu 2009, en þá var hlutfall samneyslu af landsframleiðslu í hámarki. Miðað við mikinn þrýsting í umræðunni, um t.d. heil-

brigðismál, má gera má ráð fyrir að samneysla aukist nokkuð meira á næstu árum en verið hefur síðustu ár. Allar aðstæður eru ríkissjóði mjög hagstæðar nú um stundir og svo virðist sem ríkari vilji sé til að auka samneysluna.

Hagfræðideild spáir því að samneysla aukist um 1% á árinu 2016, hún aukist aftur um 2,5% á næsta ári og jafnmikið árin 2018 og

2019. Þrátt fyrir spá okkar um aukin samneysluútgjöld mun landsframleiðslan aukast meira. Samneyslan yrði þannig einungis tæplega 22% af landsframleiðslu í lok spátímabilsins, sem er mun lægra en verið hefur allt frá aldamótum.



7. Gott ár fyrir alla, nema úrvalsvísitöluna

Árið 2016 hefur verið gott á flestalla mælikvarða í íslensku efnahagslífi. Hlutabréfamarkaðurinn hefur þó ekki fylgt sömu þróun. Þó ber að hafa í huga þegar úrvalsvísitalan er skoðuð að félög sem gera upp í erlendri mynt vega þungt í samsetningu hennar. Þessi félög eru háð gengi krónunnar sem hefur styrkst mikið á árinu. Það kemur beint við félög sem gera upp í erlendum gjaldmiðlum og eru með umfangsmikla kostnaðarliði og starfsemi á Íslandi.

Gengi félaga sem eru með stærstan hluta sinnar starfsemi erlendis fer að miklu leyti eftir því hvernig aðstæður eru erlendis hverju sinni. Því má segja að úrvalsvísitalan, og í raun hlutabréfamarkaðurinn eins og hann leggur sig, endurspeglar ekki íslenskt viðskiptaumhverfi sérstaklega vel. Félög sem vega þungt í

úrvalsvísitölunni geta í raun verið á allt annarri leið en íslenska hagkerfið.

Árið 2015 var ár mikilla hækkana á hlutabréfamarkaði. Úrvalsvísitalan hækkaði um 43% og þrjú ný félög voru skráð í Kauphöllina (Reitir og Eik í apríl og Síminn í október). Ekki hefur verið jafn bjart yfir

markaðnum það sem af er árinu 2016 og hefur úrvals-vísitalan lækkað um 9,4%.⁴ Á sama tíma árið 2015 hafði vísitalan hækkað um 39,8%. Þróunin var hæg framanaf árinu 2015, en markaðurinn tók við sér þegar leið að sumri. Árið 2014 rétti vísitalan úr kútnum síðustu mánuði ársins og endaði á að hækka um 4,1% það ár.

Á sama tíma í fyrra ríkti bjartsýni um þróun hlutabréfa á árinu 2016, enda hafði hagnaður félaganna í Kauphöllinni vaxið nær stöðugt hvern fjórðunginn á fætur öðrum frá lokum árs 2013. Miklar sveiflur hafa hins vegar einkennt yfirstandandi ár. Strax í upphafi árs voru miklar áhyggjur af stöðu mála, meðal annars

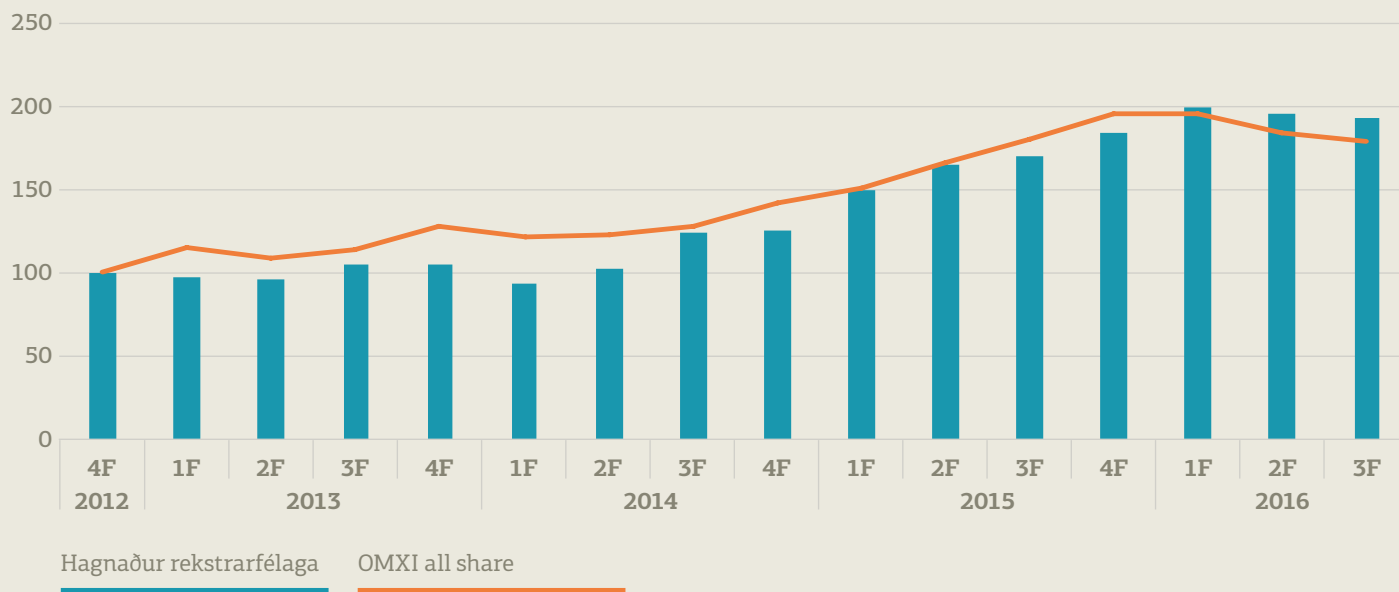
⁴ Tölur í þessari umfjöllun miðast við lok dags 4. nóvember 2016

Hagnaður og vísitalan

Heimild: Kodiak, Thomson Reuters

* Hagnaður Eimskipa og HB Granda er áætlaður á 3F 2016

Vísitala: 4F 2012 = 100



vegna ástandsins á kínverskum hlutabréfamarkaði, og smituðust þær áhyggjur yfir á þann íslenska. Þó að ársfjórðungsuppgjör félaganna í Kauphöllinni hafi almennt ekki verið slæm, hefur 12 mánaða hagnaður í íslenskum krónum talið lækkað um 3% síðustu tvo fjórðunga. Styrking krónunnar hefur spilað stórt hlutverk í þeirri þróun, því miðað við óbreytt gengi hefði hagnaður aukist um 2%. Væntingar spila auðvitað stórt hlutverk í verði hlutabréfa, en væntingar um sterkari krónu, minni raunvöxt hagnaðar

og almennt aukin óvissa í heimsbúskapnum hafa valdið lækkun vísitölunnar frá áramótum.

Meirihluti félaga hefur hækkað

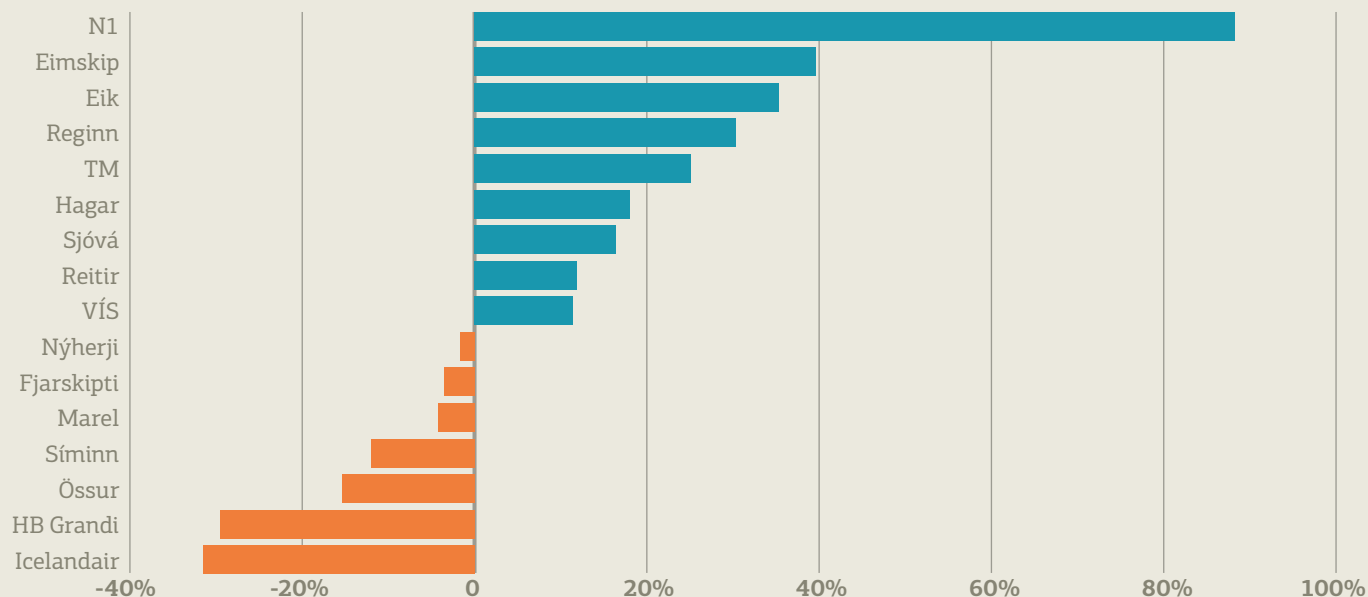
Þó svo að úrvalsvísitalan hafi lækkað frá upphafi ársins hefur þróun einstakra félaga verið mjög misjöfn. Af 16 félögum í Kauphöllinni hækkaði verð níu þeirra en verð sjö lækkaði. Mest hefur hækkunin verið á bréfum N1 (88,4%), þar á eftir Eimskip (39,5%) og

svo fasteignafélögum, Eik (35,2%) og Reginn (30,1%). Það er sammerkt með þessum félögum að þau hafa notið góðs af fjölgun ferðamanna og/eða njóta góðs af stöðu hagsveiflunnar um þessar mundir. N1 hefur uppfært EBITDA-spá sína í þrígang á þessu ári vegna góðs gengis og Eimskip hafa sýnt rekstrarbata.

Mest lækkun á árinu hefur verið á bréfum í Icelandair (-31,5%) og HB Granda (-29,8%). Verð bréfa Icelandair hefur ekki hækkað þrátt fyrir metár í komum erlendra

ferðamanna, en skýringin felst að hluta til í því að félagið lækkaði afkomuhorfur sínar fyrir á árinu ásamt því að styrking krónunnar hefur komið illa við reksturinn. Slæm loðnuvertíð hefur haft áhrif á gengi HB Granda, en fleiri þættir komu þar einnig við sögu, s.s. Brexit, gengi krónunnar, sjómannaverkfall og óvissa um hvaða flokkar skipi næstu ríkisstjórn.

Félögin á aðallista



Velta og ný félög

Velta á hlutabréfamarkaði hefur einnig aukist jafnt og þétt. Árið 2014 var heildarveltan í Kauphöllinni 290 ma.kr. en jókst í 390 ma.kr. árið 2015 og í 490 ma.kr. það sem af er árinu 2016. Veltan var svipuð framan af árunum 2014 og 2015. Árið 2016 hefur veltan hinsvegar verið mun meiri allt tímabilið og var veltan í byrjun september orðin meiri en allt árið í fyrra.

Mest velta meðal einstakra félaga á árinu var í Icelanda-

ir (129,5 ma.kr.) og Marel (62,9 ma.kr.). Velta með bréf í þeim félögum nemur 192 ma.kr. það sem af er árinu 2016, sem er 39% af heildarveltu markaðarins. Minnst var veltan með Össur (3,0 ma.kr.), Sjóvá (12,6 ma.kr.), TM (13,1 ma.kr.), Fjarskipti (13,3 ma.kr.) og HB Granda (13,4 ma.kr.), eða 55,5 ma.kr. samanlagt.

OMX18 gefur skakka mynd af stöðunni

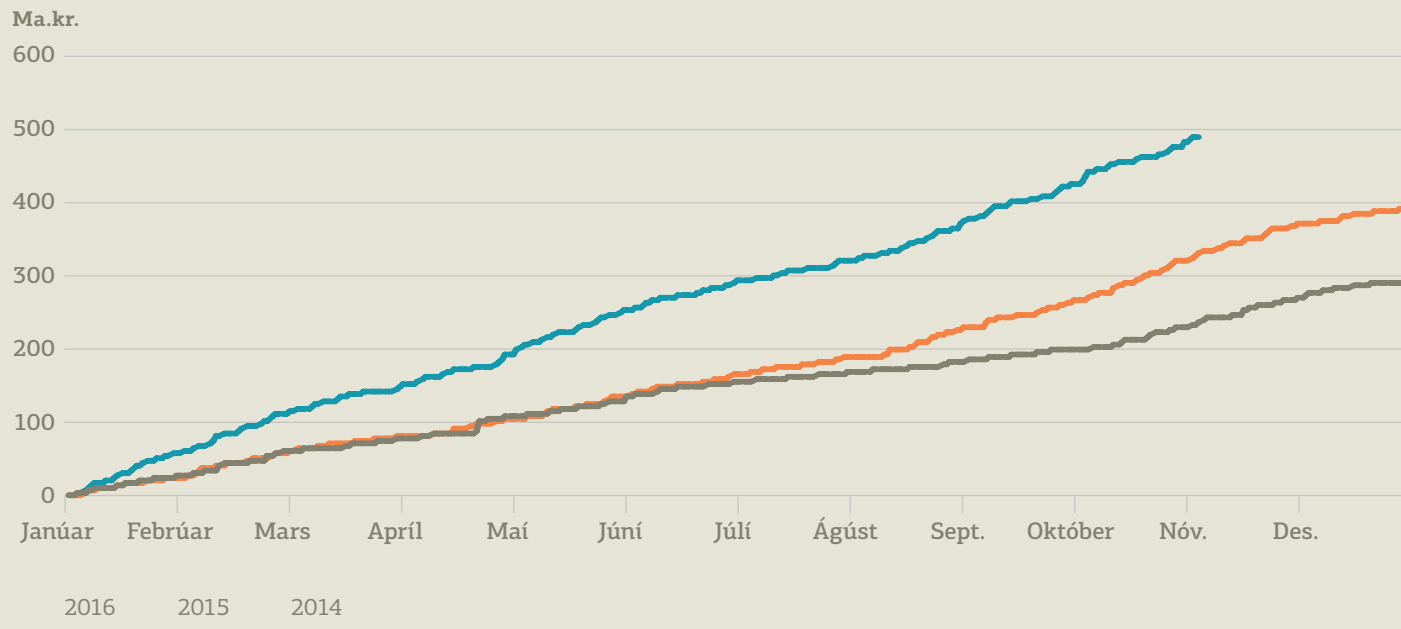
Samsetning vísitölunnar og veruleg lækkun einstakra

félaga í vísitölunni veldur því að hún gefur skakka mynd af þróuninni á hlutabréfamarkaðnum árið 2016. Úrvalsvísitalan (OMX18) hefur lækkað um 9,4% frá áramótum en hins vegar hafa félögin 8 í vísitölunni hækkað um 10% ef reiknað er einfalt meðaltal. Samanlagt vægi Icelandair (-31,5% frá áramótum) og HB Granda (-29,8% frá áramótum), sem eru þau félög sem hafa lækkað langmest á árinu, er 34% í vísitölunni sem dregur hana töluvert niður. Af öllum 16 félögum á aðallista hafa eingöngu 7 af 16 félögum

lækkað frá áramótum og 4 þeirra eru í úrvalsvísitölunni. Meðalhækkun hinna 10 félaganna er aftur á móti 28% frá áramótum. Öll félögin sem gera upp í erlendri mynt og eru með meirihluta starfsemi sinnar erlendis hafa lækkað á árinu, að Eimskipum frátöldum. Hins vegar hafa öll félögin með meirihluta starfsemi sinnar héraðs hækkað, að frátöldum fjarskipta-fyrirtækjunum (Fjarskipti og Síminn).

Velta í Kauphöll

Heimild: Kodiak



Horfur almennt góðar fyrir félög með innlenda starfsemi

Horfurnar fyrir hlutabréfa-markaðinn í heild á næsta ári eru blendnar, þrátt fyrir spá Hagfræðideildar um myndarlegan hagvöxt, auknar fjárfestingar, lága verðbólgu og aukna einkaneyslu. Þannig eru fyrirtækin í Kauphöllinni ekki öll jafn útsett fyrir innlendri eftirspurnarþróun í sínum grunnrekstri, sér

í lagi stærstu félögin sem veða hvað þyngst í úrvals-vísitölunni. Við teljum að góðar efnahagshorfur á Íslandi muni styðja við meiri-hlutann af fyrirtækjunum á aðallista Kauphallarinnar. Samkeppnisumhverfi félaganna hefur hins vegar harðnað töluvert síðustu ár og vöxtur tekna verið minni en búist var við. Ákveðnar vísbendingar eru þó um að eilítið hafi slaknað á grimmdinni í samkeppninni

og að t.d. launahækkningar, sem framundan eru á öðrum fjórðungi 2017, séu líklegri til að skila sér í verðlag en fyrri hækkningar.

Horfur blendnar fyrir félög með erlenda starfsemi

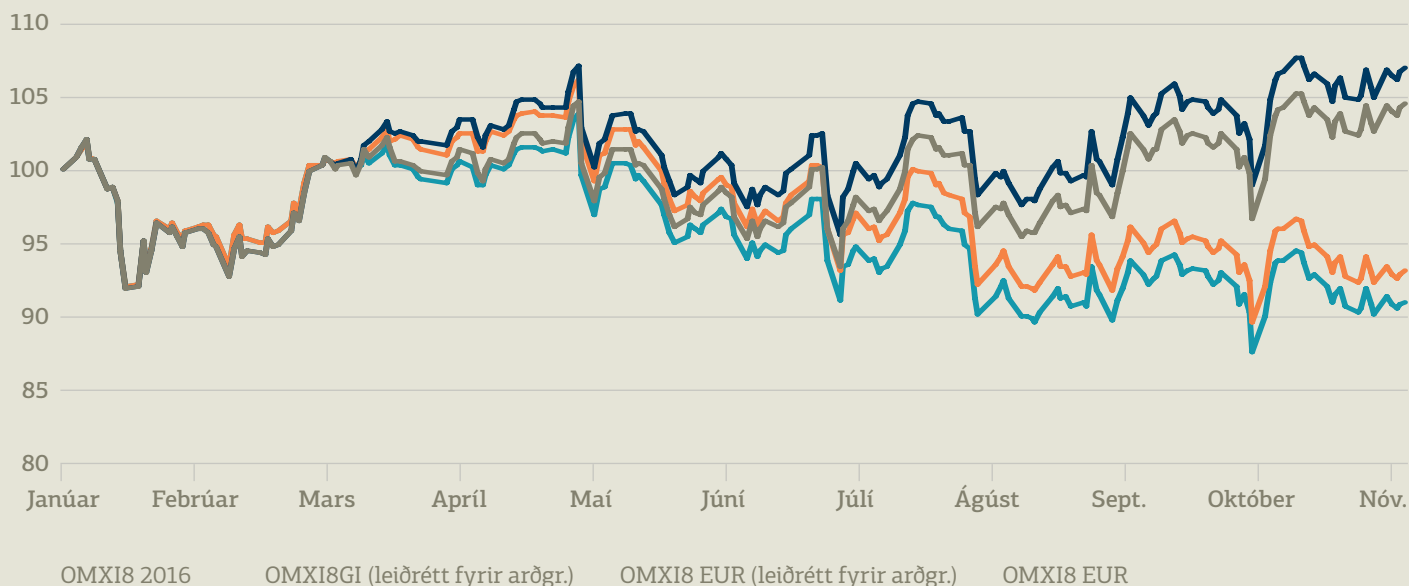
Ágætis ytri horfur eru hjá þeim félögum í Kauphöllinni sem eru með erlenda starfsemi, þ.e. hvað varðar umhverfið sem þau starfa í.

Ágætis vaxtarhorfur eru fyrir Ícelandair, Marel, Eimskip og Össur, þrátt fyrir að þau búi oft á tíðum við mjög krefjandi samkeppnisumhverfi. Hins vegar hefur sterkari króna íþyngjandi áhrif á rekstrarkostnað, þar sem stór hluti launakostnaðar sumra þessara félaga er í krónum á meðan tekjurnar eru í erlendri mynt. Þetta á sér í lagi við Ícelandair, HB Granda og Eimskip. Ofan á þetta koma launahækkningar

Úrvalsvísitalan

Heimild: Thomson Reuters

Byrjun árs = 100



sem þessi félög hafa verulega takmarkaða getu til að koma út í verðlagningu. Þar sem sjóðstreymi þessara félaga er að langmestu leyti í erlendri mynt hefur virði félaganna mælt í krónum eðlilega lækkað með styrkingu krónunnar. Það má því sjá að áframhaldandi styrking krónunnar mun hafa neikvæð áhrif á ávöxtun hlutabréfa fyrirtækja með erlenda starfsemi, að öllu öðru óbreyttu.

Áhrif krónunnar mikil

Sterkari króna og lág verðbólga á næsta ári munu líkt og síðastaliðið ár auka kaupmátt og styðja við einkaneyslu sem hefur jákvæð áhrif á félög með innlenda starfsemi.

Fjölgun ferðamanna er annar stór áhættupáttur á íslenska hlutabréfamarkaðnum, sem eðli málsins samkvæmt er nátengdur krón-

unni. Öll félögin sem eru með meirihluta starfsemi sinnar hér á landi njóta góðs (misjafnlega þó) af fjölgun ferðamanna, sem og eitt félag með erlenda starfsemi, þ.e. Icelandair. Óbein áhrif ferðamanna á hin félögin eru þó mikil, þ.e. í gegnum íslensku krónuna. Sviðsmynd þar sem ferðmönnum hættir að fjölga eða jafnvel fækkar, sem þá stöðvar styrkingarfasa krónunnar (jafnvel veikir hana), ætti að leiða af

sér breytingu í vögun hlutabréfasafna úr innlendum félögum í félög með erlenda starfsemi. Þessi sviðsmynd er e.t.v. ólíkleg, en lýsir kannski þeim drifkröftum sem ráða munu ávöxtun einstakra félaga á næsta ári.

Óverðtryggð ríkisbréf gáfu betri ávöxtun en verðtryggð

Í lok október nam ávöxtun á óverðtryggðum bréfum frá áramótum, mælt út frá OMX vísitölunni, um 8,3% á meðan ávöxtun á verðtryggðum ríkisbréfum var um 3,1%. Meðalvelta fyrstu 9 mánuði ársins 2016 nam 108 ma.kr. á mánuði samanborið við 100 ma.kr. árið 2015. Staða markaðsskuldabréfa, þ.e. skráðra bréfa, var 2.415 ma.kr. í lok september. Til samanburðar var staða skráðra hlutabréfa um 962 ma.kr. í lok september. Stærsti hluti markaðsskuldabréfa eru ríkisbréf (37%) og íbúðabréf (32%).

Hækkun í kjölfar vaxtalækkunar

Framan af árinu stefndi í að ávöxtun ríkisbréfa yrði frekar lág. Í ágúst lækkaði peningastefnunefndin hins vegar vexti nokkuð óvænt um 0,5 prósentustig og tók ávöxtunin þá stökk samhliða því að ávöxtunarkrafa á bæði verðtryggðum og óverðtryggðum ríkisbréfum lækkaði. Á sama tímabili í fyrra nam ávöxtun óverðtryggðra skuldabréfa um 8,5% og vertryggðra skuldabréfa um 12,4%. Ávöxtun á verðtryggðum skuldabréfum það sem af er þessu ári er því ekki svipur hjá sjón miðað við sama tíma í fyrra.

Vaxtakúrfa óverðtryggðra bréfa flattist nokkuð skarpt út vorið 2015. Ekki hefur orðið veruleg breyting þar á það sem af er ári. Til að mynda er innan við 0,2 prósentustigs munur á kröfunni á ríkisbréfi á gjalddaga 2017 og ríkisbréfi á gjalddaga 2031.

Í fyrra varð vart við kaup erlendra aðila í leit að vaxtamun á ríkisbréfum. Í kjölfarið fékk Seðlabankinn heimild til að setja reglur um bindiskyldu gagnert til að draga úr og hafa áhrif á samsetningu fjármagnsinnstreymis til landsins. Í ljósi þess að ekki hefur verið meira um kaup slíkra aðila á ríkisbréfum frá því að Seðlabankinn setti þessar reglur, er óhætt að segja að þær hafi skilað tilætluðum árangri.

Ný stefna í lánamálum ríkisins

Í október kynnti fjármála- og efnahagsráðuneytið stefnu í lánamálum ríkisins til næstu fimm ára. Eins og fjallað er um í kaflanum um opinber fjármál stefnir í að skuldir ríkisins eigi eftir að minnka mikið á næstu árum. Stefnt er að því að lækka skuldarnar (brúttó) í áföngum niður undir 30% af VLF í árslok 2021, en staðan í lok árs 2015 var 61% af VLF. Þessu fylgir

óhjákvæmilega minna framboð á ríkisbréfum.

Með bættri skuldastöðu ríkissjóðs er ekki jafnmikið svigrúm til þess að vera með mjög stóra flokka ríkisbréfa. Nú er stefnt að því að endanleg stærð hvers útgáfuflokks ríkisbréfa verði á bilinu 40-70 ma.kr. í stað allt að 100 ma.kr. áður, þó með þeirri undantekningu að þegar flokkur verður eingöngu gefinn út til 2ja ára verði endanleg stærð að lágmarki 15 ma.kr.

Einnig var ákveðið að á næstu mánuðum yrði hafinn undirbúningur að útgáfu vaxtaskiptasamninga á innlendum markaði. Ríkissjóður mun hafa heimild til að gera slíka samninga fyrir allt að 20-40 ma.kr. á ári. Meginmarkmið Lánamála ríkisins með notkun þeirra er að stýra fastvaxtaáhættu ríkissjóðs. Við þetta myndast umgjörð fyrir vaxtaskiptasamninga milli annarra aðila.

Markaður með ríkisvixla er á miklu undanhaldi. Staða ríkisvixla hefur lækkað um helming frá áramótum, krafa í útboðum er ekki í neinu tengslum við aðra markaði en erlendir aðilar eiga nærri 90% af bréfunum. Ákveðið hefur verið að taka upp virka lausafjárstýringu í lánamálum ríkissjóðs. Viðmið

fyrir innistæður ríkissjóðs á hverjum tíma hafa lækkað verulega. Sé staða á innistæðureikningi utan viðmiða, mun ríkissjóður geta farið út á millibankamarkað með krónur. Þar með má gera ráð fyrir að mikilvægi ríkisvixla minnki enn meira en orðið er.

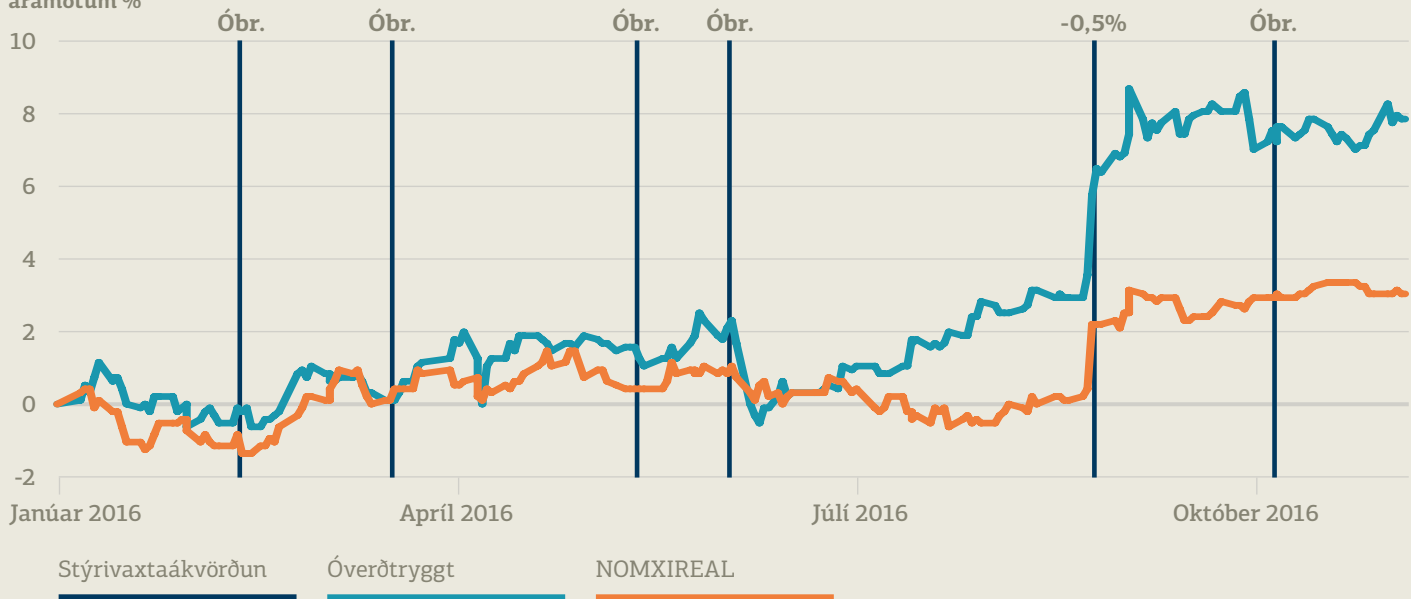
Markaðurinn með sértryggðu bréfin vex og dafnar

Á móti minna framboði á ríkisbréfum hefur framboð á sértryggðum bréfum aukist nokkuð. Í janúar var stigið það framfaraskref að stóru viðskiptabankarnir þrír birtu útgáfuáætlanir fyrir árið. Áætluð heildarútgáfa samkvæmt útgáfuáætlunum Arion banka, Íslandsbanka og Landsbankans er 75-103 ma.kr. Samhliða því sem þessir flokkar hafa stækkað og markaður með bréfin orðið skilvirkari, hefur munurinn á ávöxtunarkröfu á sértryggðum bréfum og ríkisbréfum minnkað.

OMX skuldabréfavísitölur

Seinasta dags. 4. nóv 2016
Heimild: Thomson Reuters Eikon

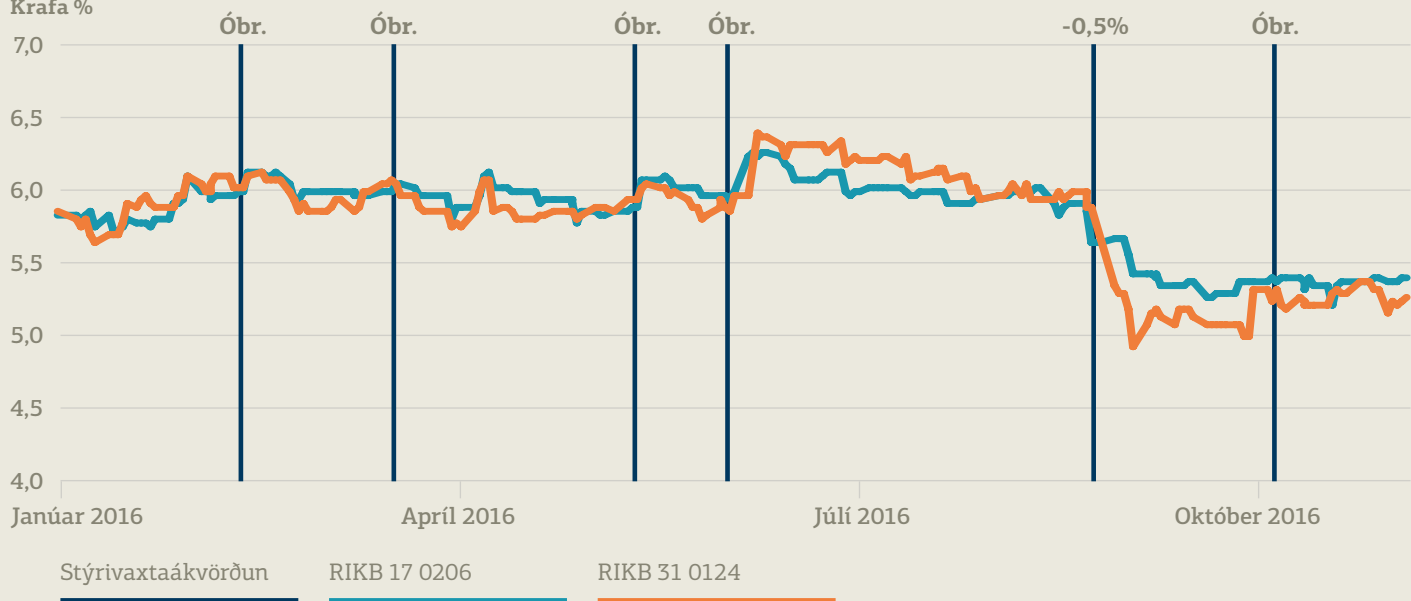
Ávöxtun frá
áramótum %



Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa

Seinasta dags. 4. nóv 2016
Heimild: Thomson Reuters Eikon

Krafa %



Krónan heldur áfram að styrkjast

Krónan hefur styrkst gagnvart gjaldmiðlum allra helsta viðskiptalanda Íslands það sem af er ári. Í lok október hafði evran lækkað um 12,5% frá áramótum, Bandaríkjadalur um 12,9%, og sterlingspundið um heil 28,5%. Gengisvísitalan hefur lækkað um 13,2% á sama tíma.

Krónan hefur styrkst meira en við bjuggumst við

Styrking krónunnar gagnvart evrunni undanfarna mánuði er mun meiri og hraðari en gert var ráð fyrir

í máispá Hagfræðideildar. Þá var evran í 140 krónum og við spáðum því að gengið myndi leita í um 125 kr. í lok árs 2018. Skemmst er frá því að segja að öll þessi styrking er nú þegar komin fram og evran fór niður fyrir 125 í októbermánuði.

Ólíklegt er að Seðlabanki Íslands auki gjaldeyriskaup sín frá því sem nú er en Seðlabankinn hefur keypt um 56% af öllum gjaldeyri sem seldur var á innlendum gjaldeyrismarkaði fyrstu 10 mánuði ársins. Þvert á móti er líklegt að dregið verði úr kaupum Seðlabankans á næstu mánuðum nema til

komi stefnubreyting hvað varðar yfirlýst markmið með innkaupunum, enda hefur Seðlabankinn náð upphaflegu markmiði sínu um heppilega stærð gjaldeyrisforða við afléttingu fjármagnshafta. Samkvæmt spá okkar verður áfram talsverður afgangur af viðskiptum við útlönd út spátímabilið. Útlit er fyrir aukna erlenda fjárfestingu hér á landi á sama tíma og áhugi innlendra aðila á að fjárfesta erlendis virðist takmarkaður. Flest bendir því til þess að krónan muni halda áfram að styrkjast út spátímabilið. Spá okkar gerir ráð fyrir hóflægri styrkingu og að verð á

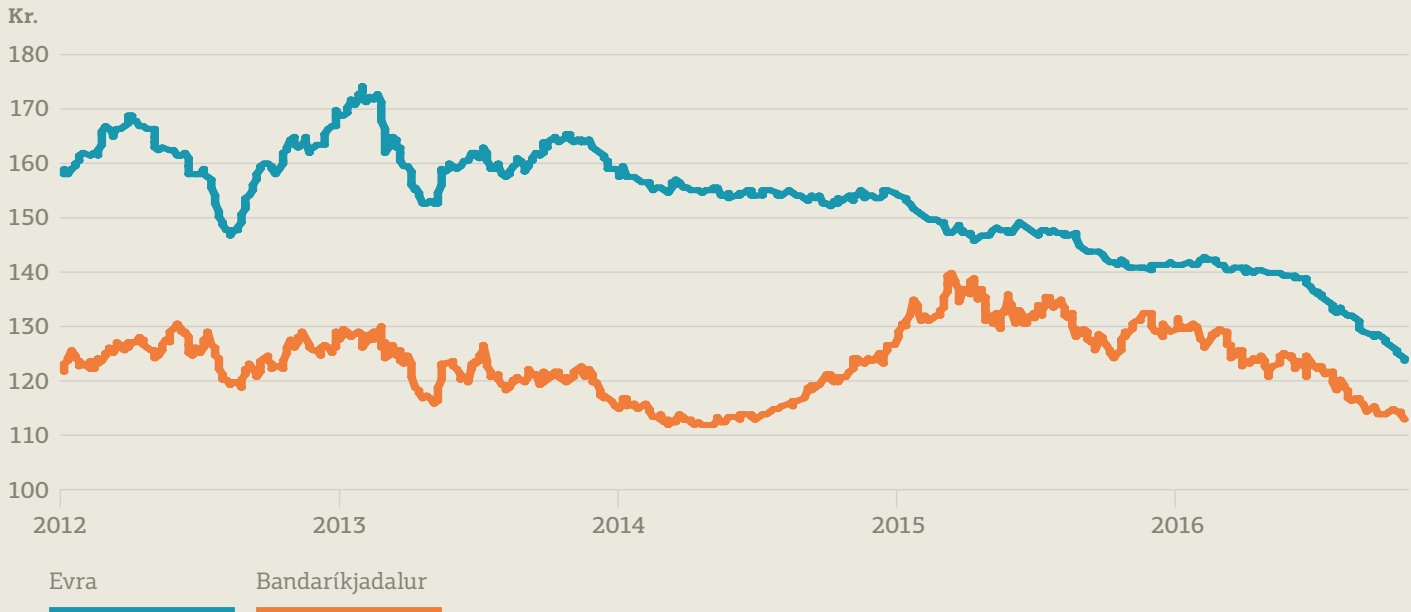
evru verði nálægt 115 kr. í lok árs 2019.

Raungengislækkunin 2008 hefur að miklu leyti gengið til baka

Raungengi krónunnar lækkaði nokkuð skarpt 2008. Sú lækkun hefur að miklu leyti gengið til baka, aðallega vegna hækkunar á nafngengi krónunnar en einnig, í minna mæli, vegna hærri verðbólgu hér á landi en í helstu viðskiptalöndum okkar. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag mældist 90,5 stig á þriðja ársfjórðungi 2016. Það er um 46% hærra

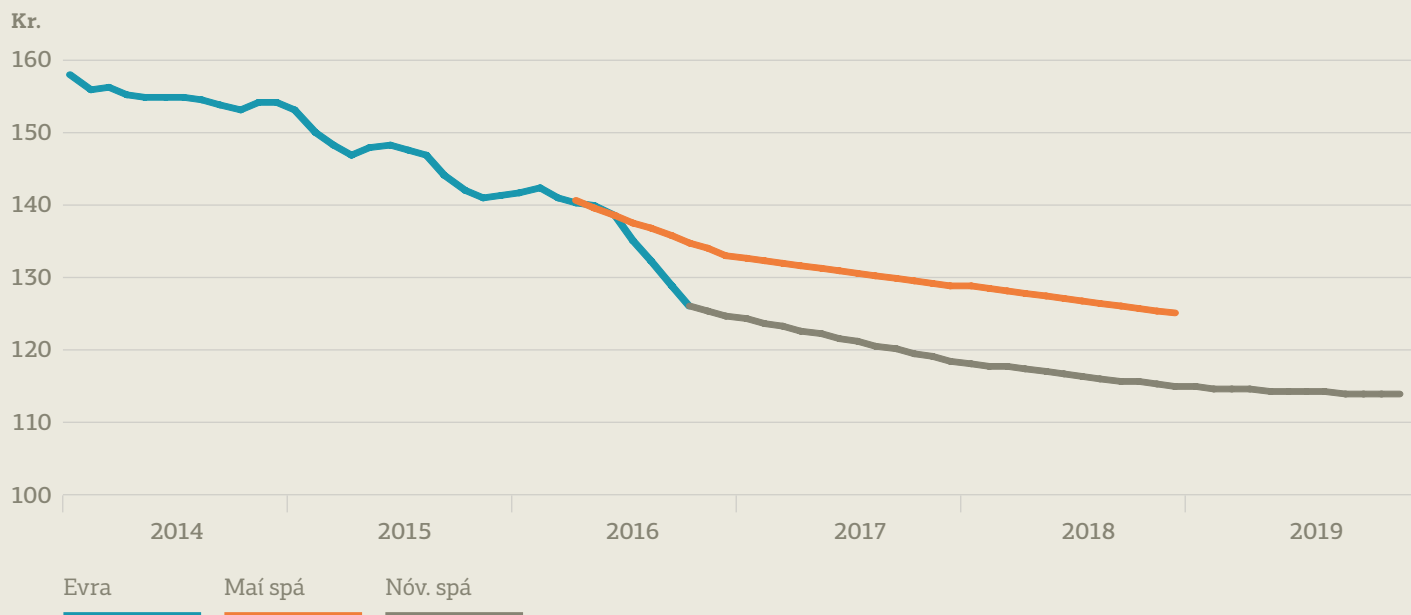
Gengi Bandaríkjadals og evru

Seinasta dags. 31. okt 2016
Heimild: Thomson Reuters Datastream



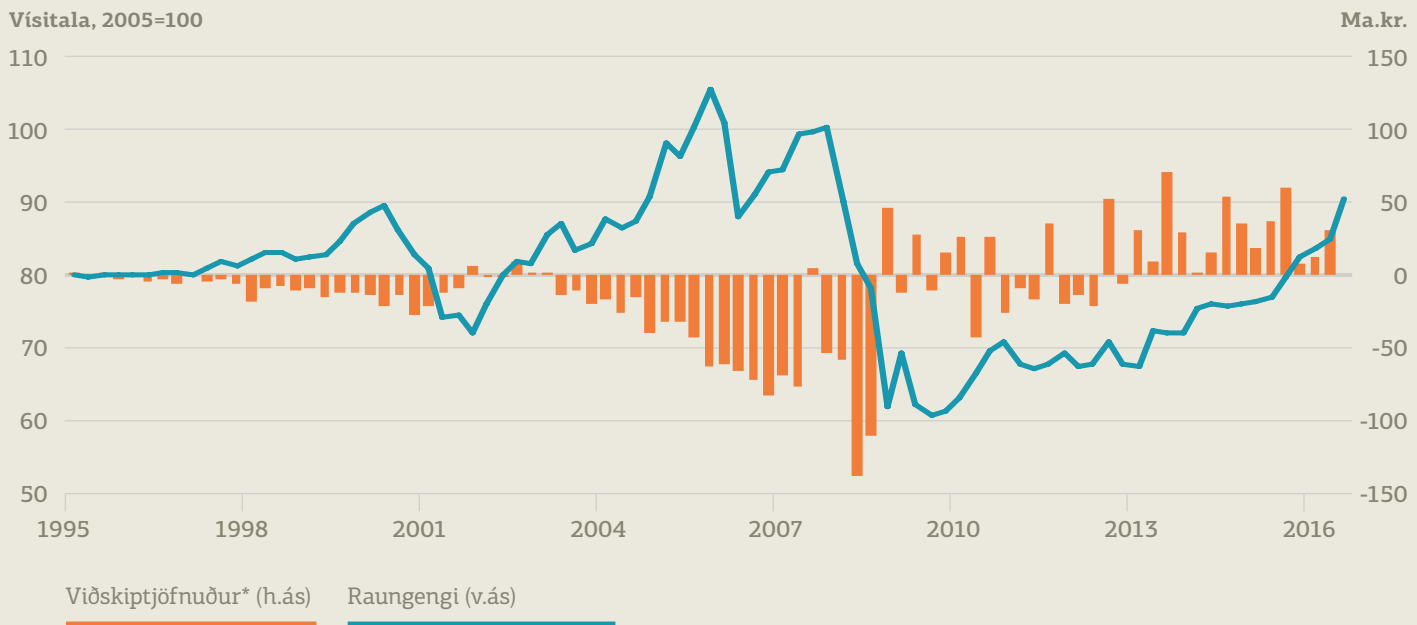
Gengi evru

Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Raungengi og viðskiptajöfnuður

*2008 F4 til 2015 F4 án áhrifa gömlu bankanna.
Heimild: Seðlabanki Íslands



gildi en á fjórða ársfjórðungi 2008 en 10% lægra en á fjórða ársfjórðungi 2007.

Hækkun raungengisins síðustu ár er sérstök að því leyti að hún hefur átt sér stað á sama tíma og töluverður afgangur hefur verið af viðskiptajöfnuði við útlönd, en halli á viðskiptajöfnuði hefur yfirleitt fylgt hækkandi raungengi hér á landi. Þetta bendir til þess að stór hluti hækkunar raungengisins sé vegna breyttra grunnstoða í raunhagkerfinu, svo sem aukins útflutnings, en ekki eins og oft áður vegna ósjálfbærrar skuldasoðunnar.

Seðlabankinn ekkert að slá af í gjaldeyriskaupum

Í aðdraganda gjaldeyrisútbóðs Seðlabankans í júní gaf bankinn það út að hluti ástæðunnar fyrir inngrípum bankans á gjaldeyrismarkaði væri að byggja upp gjaldyrisforða til þess að geta verið mótaðili í útboðinu. Yfirlýsingu bankans má því túlka sem svo að ætlunin væri að draga úr kaupunum eftir að markmiðinu væri náð og útboðinu lokið. Óhætt er að segja að það hafi ekki gengið eftir, heldur hefur bankinn gefið nokkuð í. Í október keypti Seðlabankinn gjaldeyri fyrir 49,6 ma.kr.

sem er það mesta sem bankinn hefur keypt á einum mánuði síðan hann hóf að safna gjaldeyri í byrjun árs 2014. Samhliða gjaldeyriskaupum Seðlabankans hefur gjaldeyrisforðinn blásið út. Í lok september var forðinn 760 ma.kr. Að frádregnum öllum skuldum Seðlabankans og ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum var forðinn 504 ma.kr. í lok september.

Aukinn aðgangur að erlendum lánamörkuðum og batnandi vaxtakjör

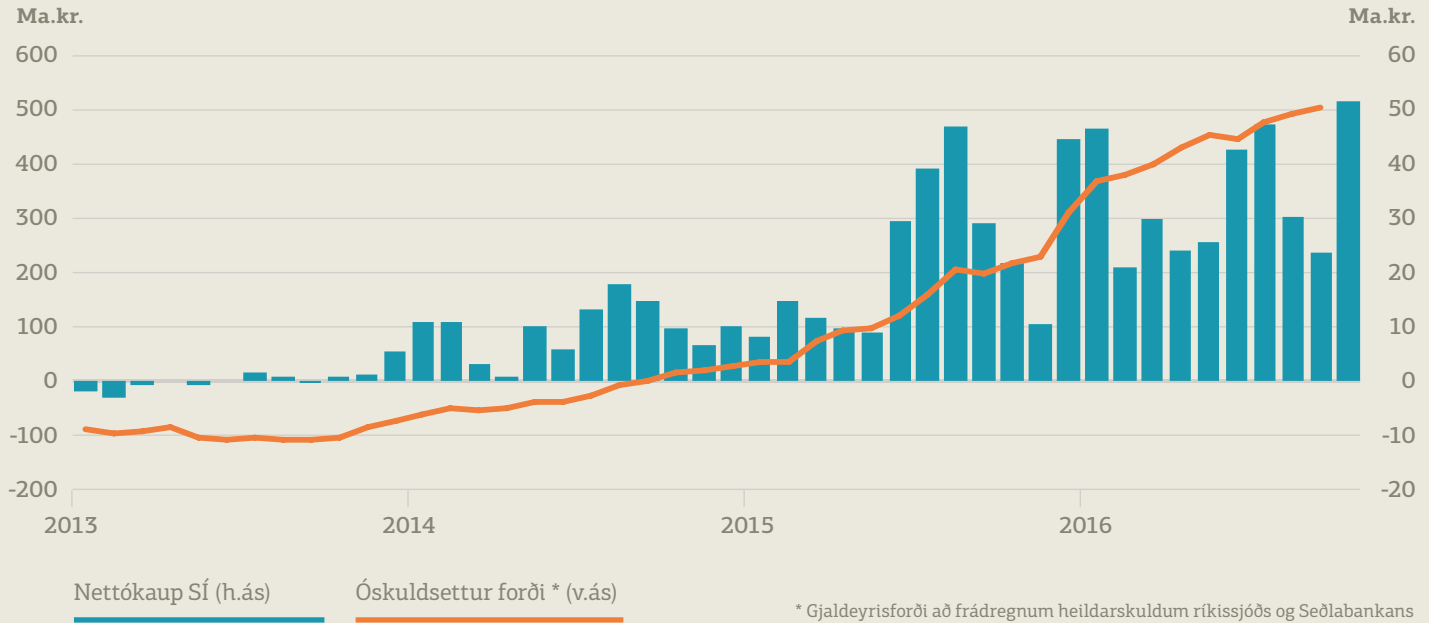
Aðgangur innlendra aðila að erlendum lánamörkuðum

lokaðist nær algjörlega árið 2008, en hefur verið að opnast jafnt og þétt síðan ríkissjóður reið á vaðið með eins milljarðs Bandaríkjadala skuldabréfaútgáfu í júní 2011. Það bréf var gefið út á um 3% álagi á sambærilegt bandarískt ríkisskuldabréf, en á eftirmarkaði fór þetta álag upp í 4,5% stuttu eftir útgáfu.

Þrátt fyrir að ríkissjóður hafi ekki beina þörf fyrir erlent lánsfé greiðir útgáfa ríkissjóðs á erlendum mörkuðum fyrir aðgangi innlendra fyrirtækja að erlendu lánsfé og veitir viðmið fyrir lánskjör. Af þeirri ástæðu stefna

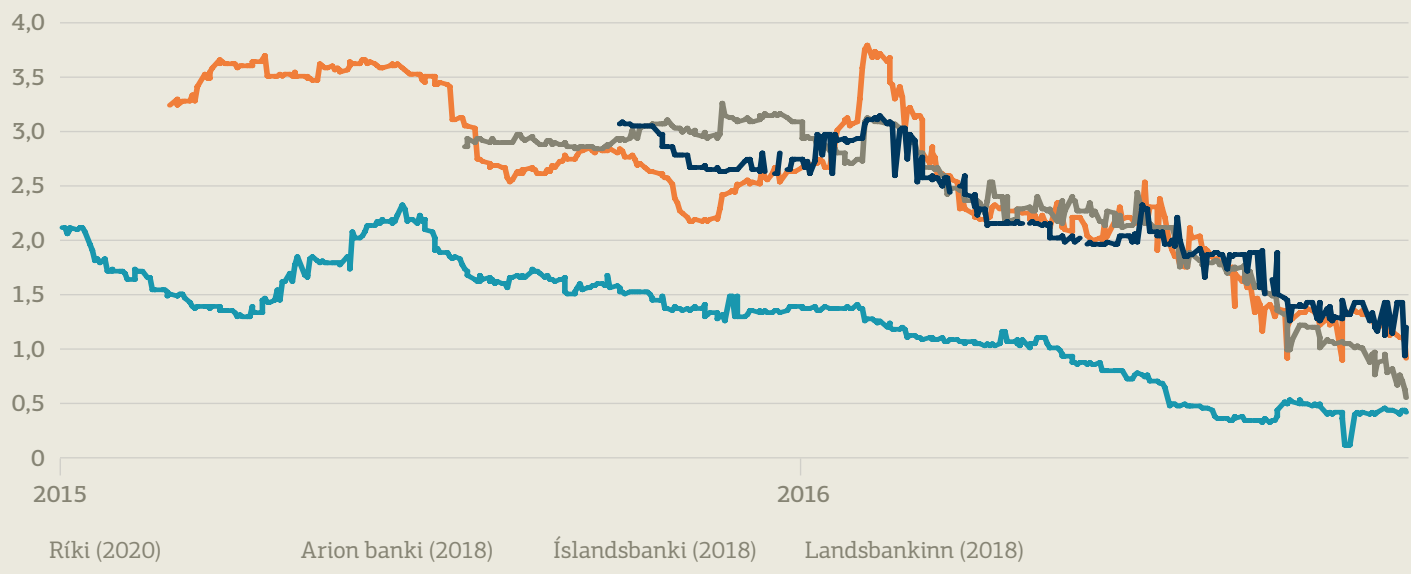
Inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði

Heimild: Seðlabanki Íslands, Lánamál Ríkisins



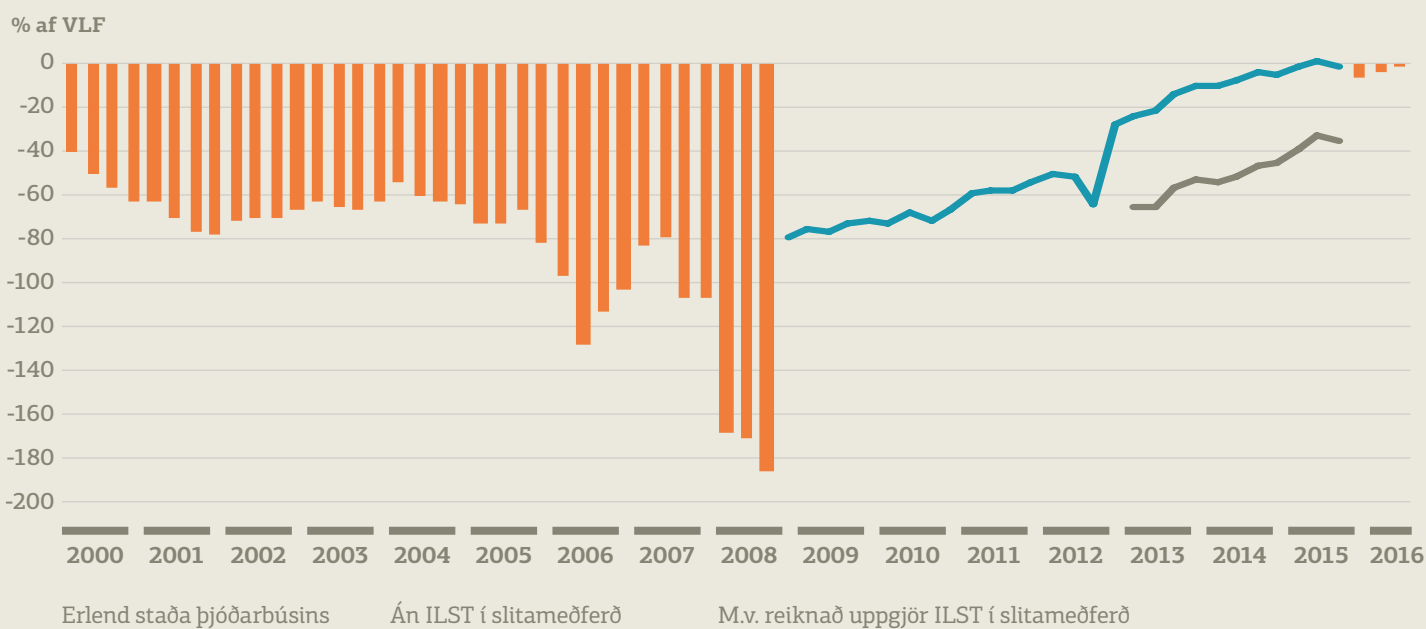
Ávöxtunarkrafa á erlendum skuldabréfum í evrum

Heimild: Thomson Reuters Eikon



Hrein erlend staða þjóðarbúsins

ILST (Innlánastofnanir í slitameðferð)
Heimild: Seðlabanki Íslands



Lánamál ríkisins að því að viðhalda 1-2 slíkum viðmiðum í erlendri skuldabréfaútgáfu. Ríkissjóður er nú með tvö erlend markaðsskuldabréf útistandandi, 700 m. evrubréf á gjalddaga 2020 og 1 ma. Bandaríkjadala-bréf á gjalddaga 2022. Álag evrubréfsins á sambærilegt þýskt bréf er nú um 0,5% og álag Bandaríkjadalsbréfsins á sambærilegt bandarískt ríkisskuldabréf er 1,2%.

Stóru viðskiptabankarnir þrír hafa gefið út erlend skuldabréf, í norskum og sænskum krónum og í evrum. Krafan á evrubréfum allra þriggja viðskiptabankanna er nú undir 1,5%. Erlendar útgáfur viðskiptabankanna voru að miklu leyti notaðar til að endurfjármagna skuldir þeirra við þrotabú gömlu bankanna. Loks má geta þess að nýlega gaf Icelandair út 150 m. dollara erlent skulda-

bréf og bættist því í hóp þeirra íslensku fyrirtækja sem hafa beinan aðgang að erlendum skuldabréfamörkuðum.

Stórbætt erlend skuldastaða

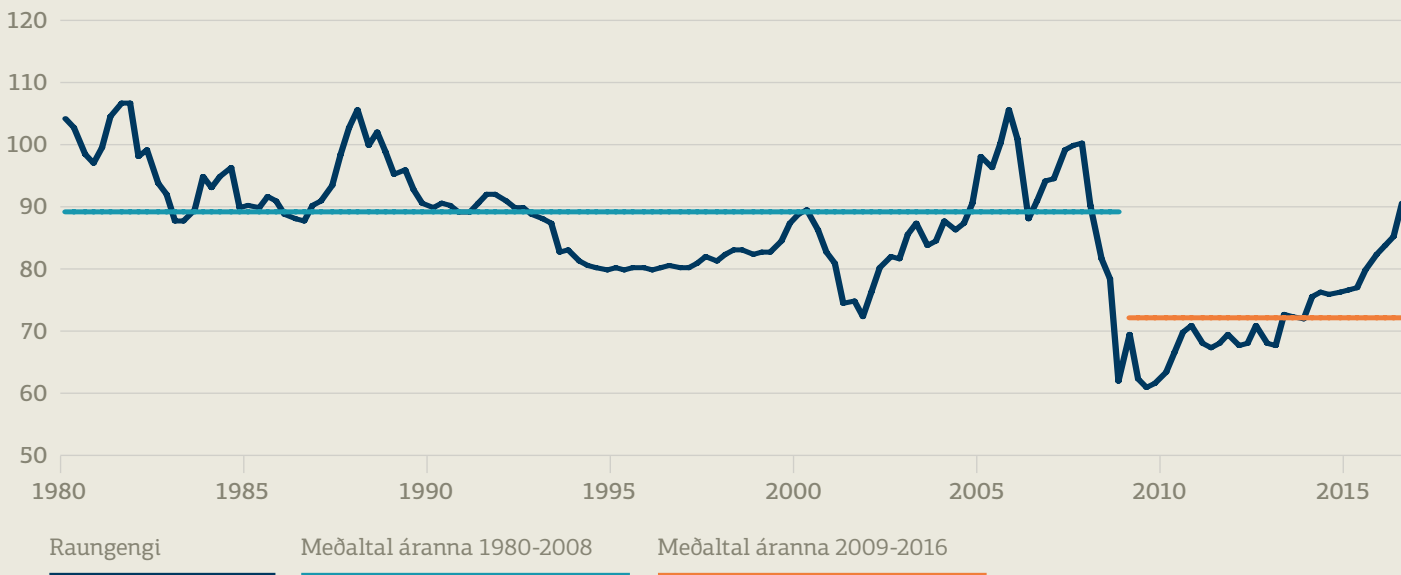
Í lok árs 2008 var hrein erlend staða þjóðarbúsins, að frátöldum innlánastofnunum í slitameðferð, neikvæð um

1.540 ma.kr. (79% af VLF). Á árunum 2009-2015 var nokkuð um uppgreiðslur á skuldum, enda aðgangur innlendra aðila að erlendum lánnum mjög takmarkaður. Þetta varð til þess að hrein staða að frátöldum innlánastofnunum í slitameðferð var í lok 3. ársfjórðungs 2015 orðin jákvæð um 23 ma.kr. (+1% af VLF). Samkvæmt mati Seðlabankans frá þeim tíma hefðu áhrif slita inn-

Raungengi

Heimild: Seðlabanki Íslands

Vísitala, 2005=100



lánastofnana í slitameðferð á erlenda stöðu þjóðarbúsins verið neikvæð um 781 ma.kr. (38% af VLF). Til þess kom ekki, heldur var gengið frá nauðasamningum á 4. ársfjórðungi 2015 þar sem kröfuhafar gáfu eftir hluta krafna sinna. Þetta varð til þess að hrein erlend staða þjóðarbúsins í lok 2015 var einungis neikvæð um 126 ma.kr. (5,7% af VLF). Erlend staða hélt áfram að batna á

fyrri helmingi 2016 og var í lok 2. ársfjórðungs neikvæð um einungis 24 ma.kr. (1% VLF).

Það er algjör nýlunda að erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins séu svo gott sem í jafnvægi. Fyrstu árin eftir aldamót, áður en skuldarsöfnun þjóðarbúsins hófst fyrir alvöru, var hrein staðan neikvæð um í kringum hálfu landsframleiðslu.

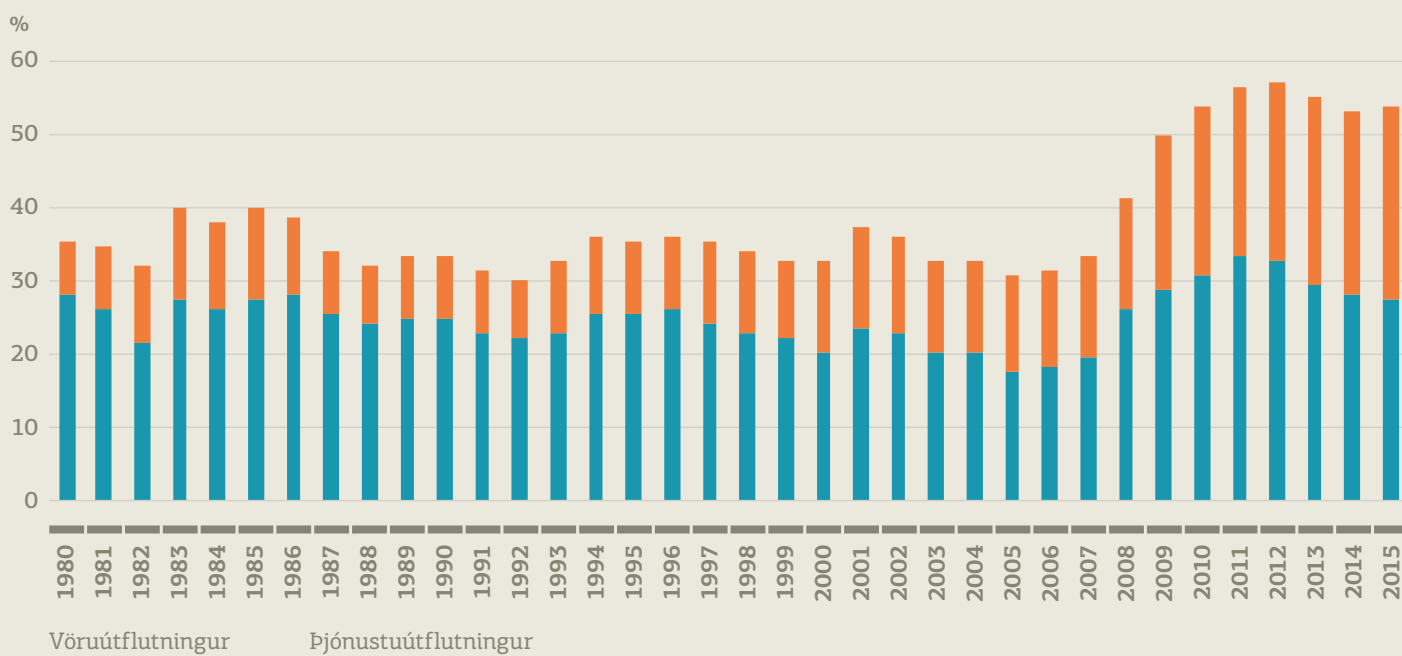
Að okkar mati hefur jafnvægisraungengið hækkað

Í Peningamálum Seðlabankans í maí 2016 kom fram mat Seðlabankans á jafnvægisraungengi miðað við stöðuna í lok árs 2015. Niðurstaðan var sú að jafnvægisraungengið væri um 89 stig. Þetta er nokkuð nærri því sem raungengið mælist nú, sem bendir til þess að

hækkun raungengis frá því það var lægst árið 2009 megi að töluverðu leyti rekja til aðlögunar að jafnvægisraungengi. Þetta er nokkuð hærra en mat Seðlabankans árið 2009 að miðað við stöðuna á fyrstu sjö árum aldarinnar hafi jafnvægisraungengið verið 72 stig. Hafa ber í huga að allir útreikningar á jafnvægisraungengi eru háðir fjölda forsenda og mikilli óvissu. Einnig er óvíst hversu

Útflutningstekjur í hlutfalli við landsframléiðslu

Heimild: Hagstofa Íslands



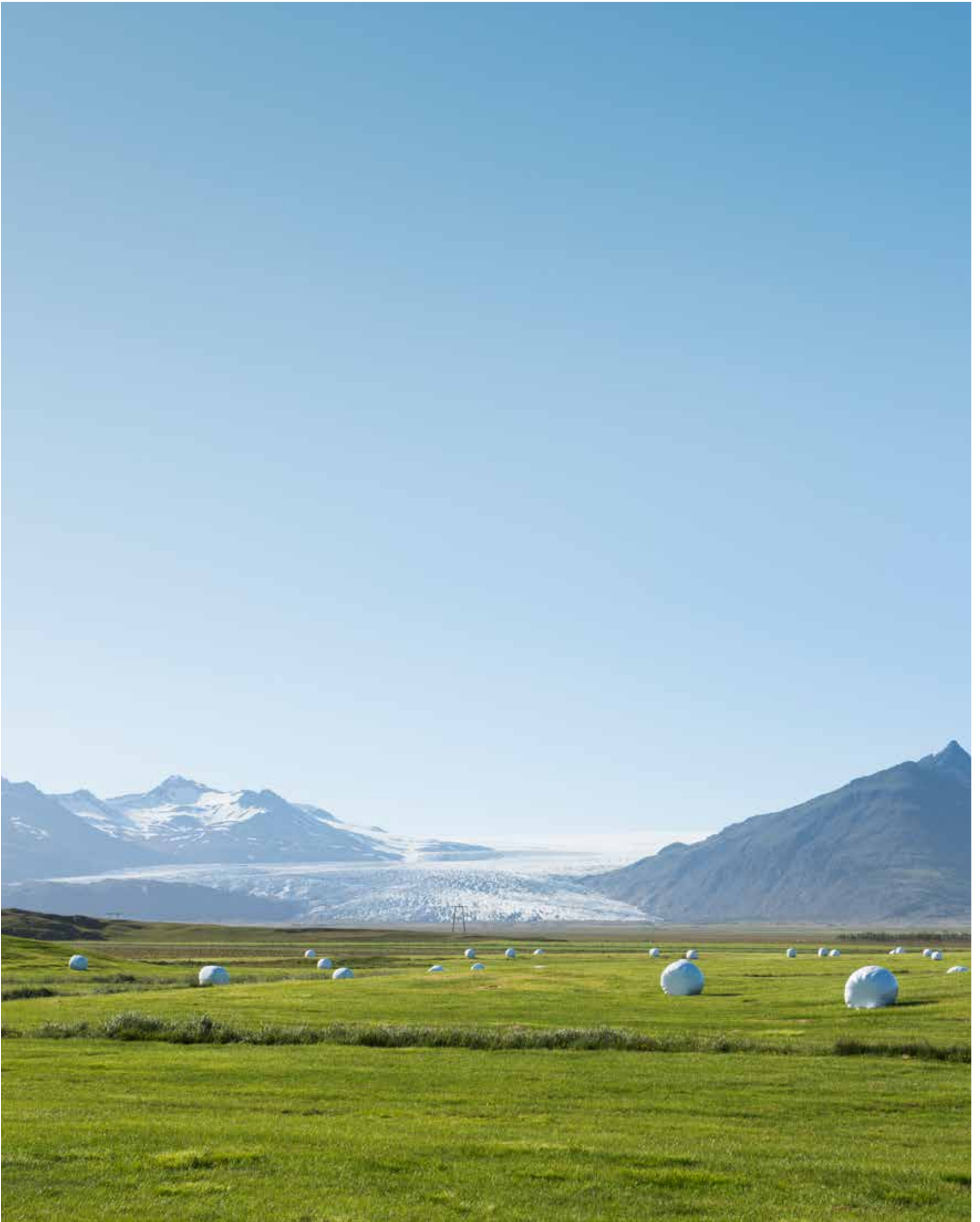
vel þau líkön sem slíkir útreikningar eru byggðir á ná að fanga raunveruleikann.

Okkar mat er að jafnvægisraungengið hafi hækkað frá árunum fyrir 2008. Það skýrist bæði af mun hagstæðari erlendri skuldastöðu og af stórauðnum og fjölbreyttari útflutningi en áður sem fyrst og fremst má rekja til

mikils vaxtar í ferðaþjónustu. Heildarútflutningur vöru og þjónustu var að jafnaði um 32% af landsframléiðslu á tímabilinu 1980 til 2008. Á því tímabili var raungengi að meðaltali 89. Á tímabilinu 2009 til 2015 jukust heildarútflutningstekjur þjórðarbúsins hins vegar verulega og voru að jafnaði ríflega 44% af landsframléiðslu. Raun-

gengið var um 90,5 stig á þriðja ársfjórðungi 2016 sem er nálægt langtímameðalraungengi fyrra tímabilsins. Við teljum líklegt að nýtt talsvert fyrir ofan langtímameðaltalið frá 1980-2008 og því líklegt að það geti enn hækkað talsvert áður en verulegs þrýstings gæti til lækkunar. Við gerum ráð

fyrir áframhaldandi hækkun raungengisins og að meðalraungengi ársins 2019 verði um 108 stig, sem er svipað og þegar það var sem hæst árin 1981, 1988 og 2005.



8. Veikur hagvöxtur í heimsbúskapnum

Gert er ráð fyrir að efnahagsbatinn í heimshagkerfinu haldi áfram á þessu ári og að vöxtur á heimsvísu verði rétt rúmlega 3%, sem er svipaður vöxtur og í fyrra. Reiknað er með því að hagvöxtur aukist smám saman á næstu árum og verði 3,5% árið 2019. Hagvöxturinn í þróuðum ríkjum verður u.þ.b. helmingi minni en fyrir heiminn í heild. Þetta er í sögulegu samhengi lágur vöxtur, sérstaklega í ljósi lágs vaxtastigs og óhefðbundinna örvunaraðgerða seðlabanka í mörgum þróuðum ríkjum um tiltölulega langt skeið.

Hægur efnahagsbati í þróuðum ríkjum er að hluta til rakinn til eftirmála fjármálakreppunnar 2008, t.a.m. aukinnar skuldsetningar í mörgum ríkjum, bæði meðal einkaaðila og hins opinbera. Eins hefur lækkingarhrá- vöruverð undanfarin ár ekki haft marktæk jákvæð áhrif á hagvaxtarþróun í heiminum í heild. Það skýrist að hluta til af því að samdráttur í hagkerfum margra hrávöruútflutningsríkja var það mikill

að jákvæð hagvaxtaráhrif á hrávöruinnflutningsríki nægðu ekki til að veita á móti.

Efnahagsbatinn er komin mislangt á veg

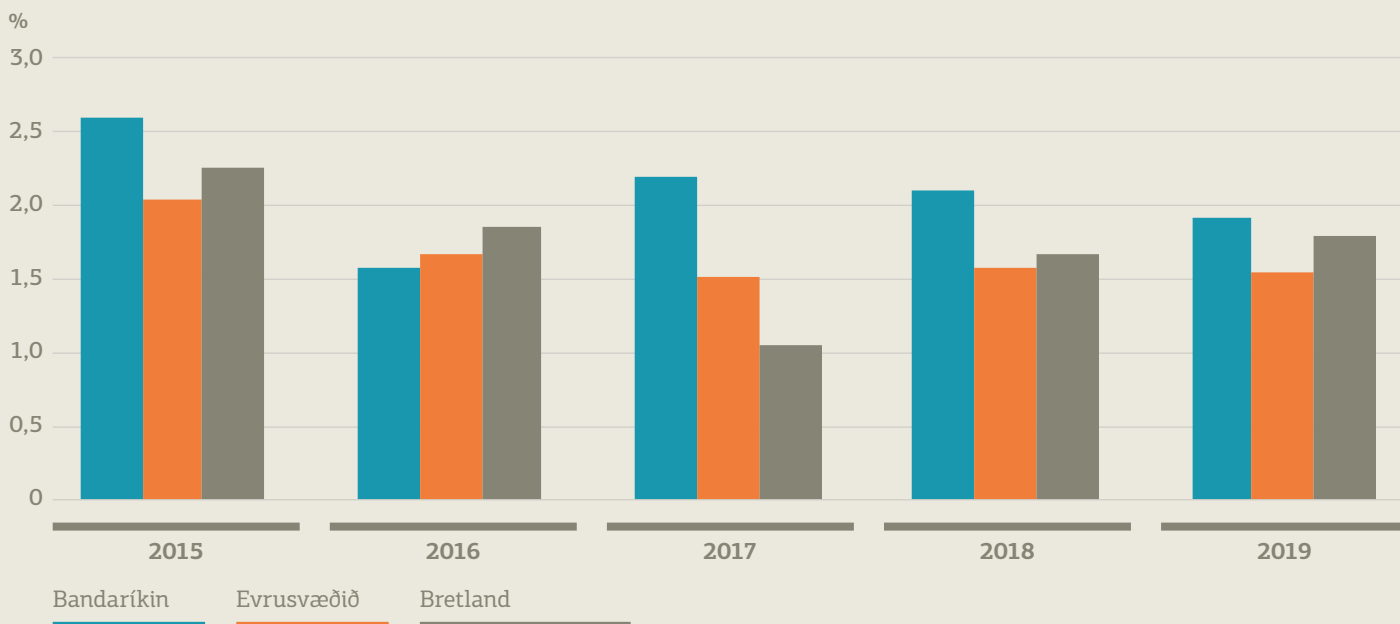
Gert er ráð fyrir auknum hagvexti í Bandaríkjunum á næsta ári en að hann dragist saman á evrusvæðinu og Bretlandi. Efnahagsleg áhrif vegna boðaðrar

úrsagnar Breta úr Evrópu-sambandinu eru enn óljós, bæði á breska hagkerfið og önnur Evrópuríki sem eiga í viðskiptum við það, þ.m.t. Ísland. Í nýlegri spá gerir Englandsbanki ráð fyrir að hagvöxtur lækki talsvert á næsta ári, eða úr 2,2% í ár í 1,5% að jafnaði næstu 3 árin. Sterlingspundið hefur veikt mikið gagnvart gjaldmiðlum helstu viðskiptalanda Bretlands, þ.á.m. Íslands. Við teljum þó ekki

líklegt að vöruútflutningur til Bretlands, sem eru aðallega sjávarafurðir, dragist verulega saman að magni til í kjölfarið en líklegt er að útflutningstekjur í krónum talið muni lækka nokkuð á þessum markaði. Erfiðara er að ráða í áhrifin á þjónustuútflutning, en Bretar voru lengi vel fjölmennastir erlendra ferðamanna hér á landi en eru nú í 2. sæti á eftir Bandaríkjamönnum. Enn sem komið er er ekki

Hagvaxtarspá - helstu viðskiptalönd

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn



að sjá að veiking pundsins sé farin að hafa áhrif á fjölda breskra ferðamanna en tímabilið eftir atkvæðagreiðsluna um Brexit voru breskir ferðamenn 23% fleiri en á sama tímabili í fyrra.

Fyrir utan Brexit snúa helstu áhættuþættirnir í Evrópu um þessar mundir að bankakerfinu. Hlutaþréfaverð nokkurra kerfislega mikilvægra evrópskra banka hefur lækkað um-

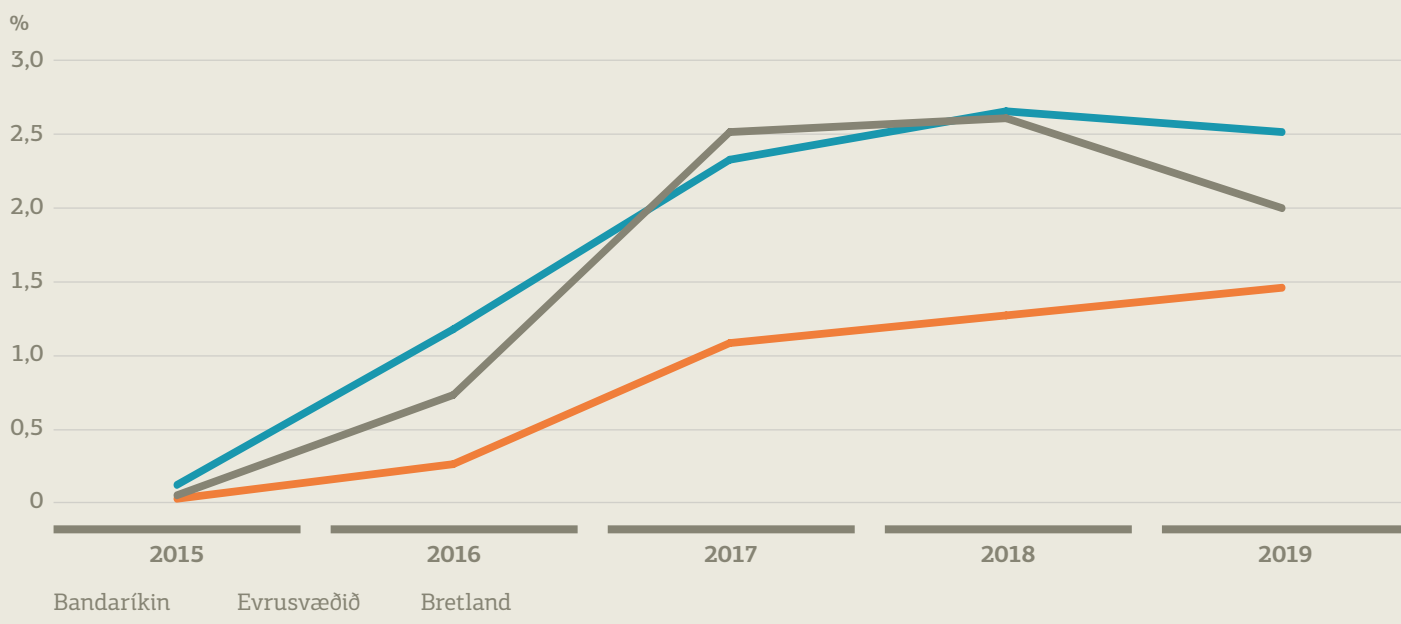
talsvert það sem af er ári en áhyggjur fjárfesta og eftirlitsaðila beinast einkum að minnkandi arðsemi, gæðum eigna og eiginfjárstöðu viðkomandi banka. Haldi þessi þróun áfram að versna gæti það haft í för með sér minna aðgengi fyrirtækja og heimila á evrusvæðinu að fjármagni sem aftur hefði neikvæð áhrif á efnahagsbatann á svæðinu.

Enn sem komið er hefur aðlögun kínverska hagkerfisins að breytingum á samsetningu landsframleiðslunnar tekist ágætlega og án verulegra skakkafalla. Há skuldsetning kínverskra fyrirtækja veldur þó enn talsverðum áhyggjum um framhaldið. Almennt er gert ráð fyrir að áfram hægist á hagvexti í Kína á komandi árum, en hagvöxtur hefur þar verið mjög mikill áratugum saman.

Japanir hafa nú um langt skeið glímt við vandamál sem tengjast hækkandi meðalaldri þjóðarinnar, háum skuldum og lágri verðbólgu. Fækkun landsmanna hefur hins vegar í för með sér að landsframleiðsla á mann hefur þróast með tiltölulega jákvæðum hætti þrátt fyrir lítinn hagvöxt. Japanska jenið hefur styrkst allnokkuð það sem af er þessu ári sem hefur haldið aftur af vexti útflutnings.

Verðbólguþá - helstu viðskiptalönd

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn



Áfram er gert ráð fyrir að hagvöxtur í Japan verði lítil á næstu árum, í kringum 0,5% á ári.

Gert er ráð fyrir áframhaldandi efnahagssamdrætti í Brasilíu og Rússlandi en að samdrátturinn verði töluvert minni en síðustu ár. Útlit er fyrir að hagvöxtur í Noregi aukist nokkuð á næsta ári, eða úr 0,8% í ár í 1,2%. Hagvöxtur í Svíþjóð var ágætur í fyrra, eða 4,2%. Gert er ráð fyrir að á næstu árum hægi talsvert á vextinum þar í landi og að hann verði 3,6% í ár og 2,6% á næsta ári. Í

Danmörku og Finnlandi er reiknað með veikum hagvexti á þessu og næsta ári, eða í kringum 1%.

Þegar að öllu þessu er gætt er ljóst að hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum Íslands hafa heldur versnað undanfarið ár. Áfram er þó gert ráð fyrir hægum efnahagsbata en mikil óvissa ríkir almennt um horfurnar í heimsbúskapnum á næstu árum.

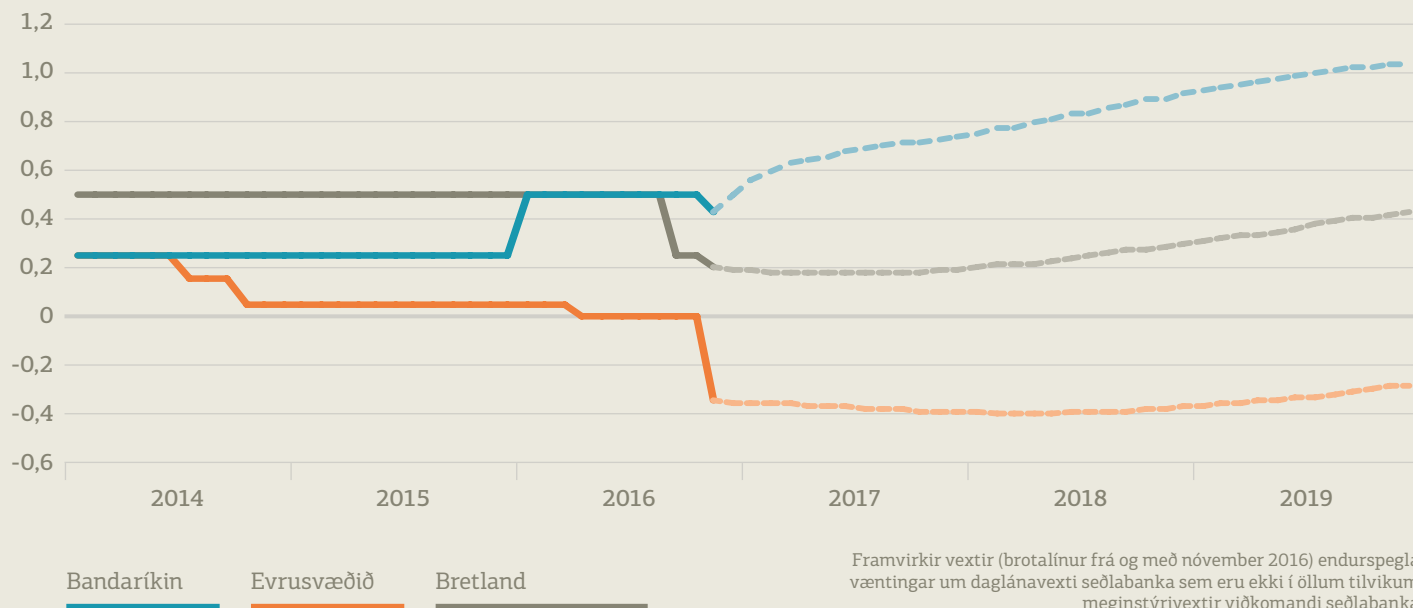
Verðbólga enn víðast hvar lág erlendis

Árið 2015 mældist verðbólga aðeins 0,3% í þróuðum ríkjum. Þetta er lægsta verðbólga frá því að alþjóðlega fjármálakreppan brast á árið 2008. Verðbólgan hefur hækkað lítillega það sem af er þessu ári og mældist um 0,5% á fyrri helmingi ársins. Undirliggjandi verðbólga, eða svokölluð kjarnaverðbólga, er töluvert hærrí en þó mismunandi eftir ríkjum. Hún mældist t.a.m. rétt rúmlega 2% í Bandaríkjunum á fyrri árshelmingi en um

0,75% á evrusvæðinu og í Japan. Munurinn skýrist einkum af því að orka er undanskilin í kjarnamælingu verðbólgu en verðlækkun hennar, einkum olíu, hefur vegið til lækkunar almennrar verðbólgu. Líklegt er að áhrif olíuverðlækkana fyrri ára fari nú dvínandi og verðkunni jafnvel að hækka. OPEC, samtök olíuútflutningsríkja, tilkynnti í lok september að samkomulag hefði náðst um að setja efri mörk á heildarframleiðslu aðildarríkja bandalagsins. Haldi það samkomulag kann það að hafa áhrif til hækka-

Erlendir stýrivextir og væntingar miðað við framvirka vexti

Heimild: Seðlabanki Svíþjóðar (Riksbanken)



Framvirkir vextir (brotalínur frá og með nóvember 2016) endurspeglar væntingar um daglánavexti seðlabanka sem eru ekki í öllum tilvikum meginstýrivextir viðkomandi seðlabanka

unar olíuverðs á komandi misserum. Olíuverð hefur sveiflast mikið það sem af er ári en í byrjun nóvember stóð verðið í tæplega 45 Bandaríkjadöllum og hafði það hækkað um rúmlega 19% frá áramótum. Framvirk verð á mörkuðum og spár helstu greiningaraðila gera ráð fyrir að olíuverð hækki hægt og bítandi upp í u.þ.b. 60 Bandaríkjadali í lok árs 2020.

Enn er gert ráð fyrir að töluverður framleiðsluslaki sé til staðar á evrusvæðinu þótt atvinnuleysi á svæðinu í heild hafi minnkað tals-

vert undanfarið ár. Því er gert ráð fyrir að stýrivextir verði þar áfram mjög lágir á spátímanum. Á hinn bóginn er útlit fyrir að framleiðsluslakinn sé að mestu horfinn í Bandaríkjunum, auk þess sem verðbólgan hefur tekið mun betur við sér þar en í Evrópu. Seðlabanki Bandaríkjanna er því talinn líklegur til að hækka stýrivexti lítilliga undir lok ársins eða snemma á næsta ári. Kostning Donald Trump í embætti forseta Bandaríkjanna hefur þó aukið óvissuna varðandi framþróun efnahagsmála næstu misseri.

Er sögulega lágt vaxta- stig í þróuðum ríkjum komið til að vera?

Vísbendingar eru um að svokallaður langtímaleitni-hagvöxtur í þróuðum ríkjum hafi lækkað. Þrátt fyrir að flest þróuð ríki hafi endurheimt mest af framleiðslutapinu (samdrætti landsframleiðslu) sem varð víðast hvar í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar árið 2008, þá eru fá dæmi um að ríki hafi endurheimt sama vaxtarhraða og fyrir krísuna. Ástæða þessarar þróunar liggur ekki fyrir. Ýmsar kenningar eru

um að hennar sé m.a. að leita í breytingum á lýðfræðilegum þáttum í þróuðum ríkjum, þ.e. hlutfall íbúa sem er á vinnualdri lækkar sífellt, auk þess sem framleiðni hefur aukist afar lítið síðustu ár, þvert á væntingar.

Ýmsar skýringar hafa verið nefndar á hvers vegna framleiðni hefur ekki aukist í takt við sögulega þróun. Hluti skýringarinnar kann að vera að sú framleiðniaukning sem byggir á byltingu í upplýsinga- og samskiptatækni á undanförunum 30 árum eða svo, sé nú að mestu leyti

fullnýtt. Eins kann mæli- vandi við mat á framleiðni- breytingum að spila inn í, einkum í ljósi þess að framleiðsla flestra þróaðra ríkja er í auknum mæli að færast frá hefðbundinni iðnaðar- og vöruframleiðslu yfir í þjón- ustugreinar.

Önnur skýr vísbinding um almennt dempaðar væntingar um framtíðar- hagvöxt í þróuðum ríkjum er mikil lækkun stýrivaxta undanfarin ár og væntingar markaðsaðila um að þeir verði lágir um alllangt skeið, sem endurspeglast m.a. í sögulega mjög lágri ávöxt- unarkröfu á langtímaskulda- bréfum margra ríkja. Lágir langtímavextir endurspegl- a væntingar um að skamm- tímavextir verði áfram lágir í framtíðinni, lækkun verð- bólguvæntinga og síðast en ekki síst lægri væntingar um

langtímaraunvexti sem aftur endurspeglar væntingar um lítinn framleiðnivöxt.

Jafnvægisraunstýrivextir hafa lækkað

Önnur birtingarmynd þessarar þróunar er lækkun svokallaðra jafnvægis- raunstýrivaxta sem er það raunstýrivaxtastig í hverju landi sem er hvorki hvetjandi eða letjandi fyrir hagvöxt og verðbólgu. Þessir jafnvægis- vextir hafa lækkað verulega frá aldamótum í flestum þróuðum iðnríkjum, svo sem Bandaríkjunum, Kanada, Bretlandi og á evrusvæðinu. Árið 2007 voru þessir vextir á bilinu 2-2,5% í fyrrgreindum ríkjum en í lok árs 2015 var áætlað að þeir hafi verið um 1,5% í Kanada og Bret- landi, nálægt 0% í Banda- ríkjunum og neikvæðir á

evrusvæðinu. Það er ólíklegt að þessir vextir verði svona lágir um alla framtíð en fátt bendir til þess að þeir stefni aftur upp í átt að langtíma- meðalatali á næstu árum. Ein hliðarverkum þessa lága vaxtaumhverfis er að svig- rúm seðlabanka til að örva hagkerfin í efnahagssam- drætti minnkar og þeir þurfa í auknum mæli að reiða sig á óhefðbundnar og tiltölulega lítt reyndar örvunaraðgerðir gegnum markaðsinngríp á skuldabréfamörkuðum. Fyrir vikið gætu efnahagslæggðir í framtíðinni orðið bæði lengri og dýpri en áður.⁵

Í verðbólgu líkani Seðlabanka Íslands er þetta jafnvægis- raunstýrivaxtastig fyrir Ís- land sett jafnt og 3,0% en var 4,5% fyrir fjármálakreppuna. Í raun er talsverð óvissa um hvert raunverulegt jafn- vægisraunvaxtastig er hér á

landi, þar sem þetta er ekki sjáanleg stærð heldur er hún áætluð með tölfræðilegum aðferðum. Óvissan snýr ekki síst að samhengi íslensks efnahagslífs við efnahags- þróunina erlendis, lækk- andi verðbólguvæntingum hérlendis síðustu misseri og áhrifum fjármagns- haftanna sem verið hafa í gildi undanfarin ár. Sé þetta jafnvægisstig í raun lægra en Seðlabankinn gerir ráð fyrir við vaxtaákvæðanir er ljóst að meginvextir bankans eru hærri en þeir þurfa í raun að vera til að viðhalda verð- bólgumarkaði. Mikill vöxtur innlendrar eftirspurnar og mun kraftmeiri hagvöxtur en í flestum þróuðum ríkjum um þessar mundir bendir þó til þess að jafnvægisraunvextir hér á landi séu talsvert hærri en hjá nágrannaþjóðum okkar í Evrópu og Bandaríkjunum.

⁵ Sjá t.d. Williams, John C. (2016), FRBSF Economic Letter 2016-23.



Útgefandi: Landsbankinn hf.

Ábyrgðarmaður: Daníel Svavarsson

Að skýrslunni unnu: Ari Skúlason, Arnar I. Jónsson,
Daníel Svavarsson, Gústaf Steingrímsson, Magnús Stefánsson
og Sveinn Þórarinsson

Upplag: 1.200

Hönnun: Jónsson & Le'macks

Umbrot: Guðmundur Ragnar Steingrímsson

Myndir: Marino Thorlacius

Prentun: Prentmet, nóvember 2016

Innihald og form þeirra greininga sem birtast hér er unnið af starfsmönnum Hagfræðideildar Landsbankans hf. og byggist á aðgengilegum opinberum upplýsingum á þeim tíma sem þær voru unnar. Mat á þeim upplýsingum endurspeglar skoðanir starfsmanna Hagfræðideildar Landsbankans á þeim degi þegar þær eru dagsettar, 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, enda eru þær ekki veittar sem persónuleg ráðgjöf fyrir einstök viðskipti.

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.

