



Höldum til hafs á ný!

Skyndileg viðhorfsbreyting erlendra fjárfesta hratt af stað hraðri aðlögun þjóðarbúsins í upphafi árs. Minnkandi umsvif á fasteignamarkaði, minni útlánageta bankanna og lok stóriðjuframkvæmda eru helstu drifkraftar aðlögunarinnar. Aðlögunartímabilið verður þó skammvinnu því nýtt hagvaxtarskeið hefst 2008.

25. september 2006

Aðalatriði

- **Hvert stefnir hagkerfið?**

Eftir örstutt aðlögunarskeið á næsta ári stefnir í nýtt hagvaxtarskeið á árunum 2008-2010 vegna áframhaldandi stóriðjuframkvæmda. Hagvöxtur á þessum árum verður að okkar mati 5% að meðaltali. Verðbólga lækkar hratt á næsta ári m.a. vegna kælingar á fasteignamarkaði og hækkandi gengis krónunnar. Þegar frá líður eykst verðbólgan á ný samfara aukinni framleiðsluspennu í hagkefinu.

- **Hvert stefnir fasteignamarkaðurinn?**

Við teljum að fasteignaverð muni lítið breytast á milli árána 2006 og 2007, en fasteignalíkan Greiningardeildar spáir einungis 2% til 3% lækkun milli ára. Gangi spáin eftir verður meðalverð fasteigna á árinu 2007 tæplega 11% hærra en það var árið 2005.

Mikil kaupgeta, sterk eftirspurn og góð eiginfjárstaða byggingarfyrirtækja styðja við verðið þrátt fyrir miklar nýbyggingar undanfarið. Hægari velta á fasteignamarkaði veldur því hins vegar að "birgðir" nýrra íbúða aukast og í kjölfarið einnig fjármagnskostnaður byggingarfyrirtækja. Við gerum því ráð fyrir að fjárfesting í nýju íbúðarhúsnæði dragist mikið saman á næstu árum. Þetta mun létt mjög á spennunni á vinnumarkaði.

- **Hvert stefnir krónan?**

Þrátt fyrir minnkandi vaxtamun og mikinn viðskiptahalla á næstu árum teljum við líklegast að krónan muni fremur styrkjast en veikjast. Ástæðurnar eru áframhaldandi stóriðjuframkvæmdir og betri þekking erlendra fjárfesta á íslenskum efnahagsaðstæðum. Krónan mun þó ekki styrkjast eins mikið og á síðasta ári og eftir því sem framleiðsluspenna eykst í hagkefinu aukast líkur á gengisleiðréttingu með svipuðum hætti og gerðist fyrir á þessu ári. Okkar spá gerir ráð fyrir að það gerist árið 2010.

- **Hvert stefnir Seðlabankinn?**

Margir samverkandi þættir hafa flækt virkni peningastefnunnar undanfarin ár og verður að teljast ólíklegt að Seðlabankinn lendi í viðlíka mótvindi á næstu árum. Ef stýrivöxtum verður haldið óbreyttum í 14% mun hröð lækkun verðbólgunnar auka mjög aðhaldsstig peningasstefnunnar. Því má reikna með að Seðlabankinn lækki stýrivexti mjög hratt í upphafi árs og um samtals 5,5 prósentustig í 8,5% fyrir árslok. Við teljum að Seðlabankinn muni leggja allt kapp á að hemja verðbólguvæntingar í næstu uppsveiflu og hefji því nýtt vaxtahækkunarferli um mitt ár 2008.





Skýrsluhöfundar

Björn Rúnar Guðmundsson +354 410 7382

bjornr@landsbanki.is

Edda Rós Karlsdóttir +354 410 7381

eddaros@landsbanki.is

Haraldur Johannessen +354 410 7391

haraldur.johannessen@landsbanki.is

Karl Kári Másson +354 410 7394

karl.k.masson@landsbanki.is

Lúðvík Elíasson +354 410 7386

ludvik.eliasson@landsbanki.is



Efnisyfirlit

Höldum til hafs á ný	4
Erlendir fjárfestar koma til baka	4
Hagspá 2006 og 2007	5
Fasteignamarkaður	6
Miklar verðhækkunir og fjárfestingar	6
Verðhækkunum lokið í bili	6
Viðsnúningur á markaði	6
Eftirspurn styður enn við verðið	7
Fyrirsjáanlegur samdráttur íbúðabygginga	7
Stóriðjuframkvæmdir taka völdin á ný	8
Vinumarkaðurinn og launaþróun	9
Krónan – styrking á nýjan leik ...	10
Verðbólgan	13
Hagspá 2008-2015	14
Ríkisfjármál og peningastefna	15
Afkoma hins opinbera	15
Stjórn peningamála	15
Leifursnögg lækkun stýrivaxta	16
Vexti toppa í 10% í næstu uppsveiflu	16



Höldum til hafs á ný !

Ekki er annað að sjá en að íslenska hagkerfið lagi sig hratt að breyttum efnahagsaðstæðum, en um síðustu áramót bjuggust fæstir við því að hagkerfið myndi sigla inn í aðlögunarferli strax á fyrri hluta ársins. Gengi krónunnar gaf eftir í lok febrúar og veiktist krónan um 20% á 2 mánuðum. Hagvöxtur á þessu ári er áætlaður rúmlega 3%, en vöxtur þjóðarútgjalda hefur verið töluverður það sem af er ári. Innflutningur vex enn milli ára, m.a. vegna mikilla áhrifa stóriðjuframkvæmdanna, og viðskiptahallinn í ár verður nokkru meiri en í fyrra. Engu að síður hafa komið fram skýrar vísbendingar um að toppi hagsveiflunnar sé náð og á vissum sviðum hefur viðsnúningur þegar átt sér stað. Mjög hefur dregið úr nýskráningu bifreiða, hægt hefur á kortaveltu og síðast en ekki síst hafa umsvif á fasteignamarkaði dregist verulega saman.

Aðgerðir Seðlabankans til að hægja á hjólum efnahagslífsins báru lengi vel lítinn árangur enda gætti áhrifa stóriðjuframkvæmda, útrásar og umbreytinga á fasteignalánamarkaði á nánast öllum sviðum efnahagslífsins. Það var því í raun ekki fyrr en viðhorfsbreyting varð hjá erlendum fjárfestum gagnvart íslenski áhættu og eftir að íslensku viðskiptabankarnir drógu úr útlánnum vegna þrenginga á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum að raunverulegur viðsnúningur átti sér stað. Miðað við hversu harkaleg breyting varð á útlánamöguleikum bankanna á fyrri hluta ársins má segja að óvenju langan tíma hafi tekið þar til áhrifin urðu sýnileg.

Hér liggur lykillinn að því að skilja núverandi aðlögunarferli: Það voru ekki aðstæður á innlendnum markaði sem knúðu á um viðsnúning á þeim tímapunkti þegar hann átti sér stað. Viðsnúningurinn átti sér stað vegna skyndilegrar viðhorfsbreytingar erlendra fjárfesta.

Þetta ferli er nú um það að bil að ná fullum þroska og það ræðst á næstu mánuðum hversu árgangursríkt það verður. Að okkar mati er einkum tvennt sem styður við jafnvægisádlögunina. Í fyrsta lagi hafa aðstæður á fasteignamarkaði nú þegar gjörbreyst og markaðurinn farið frá því að vera seljendamarkaður yfir í að vera kaupendamarkaður á örfáum mánuðum. Í öðru lagi má segja að bankarnir séu enn í sárum eftir ágjöf á fyrstu mánuðum ársins og enn ekki í stakk búnir til nýrrar sóknar. Þegar við bætist að senn líður að lokum núverandi stóriðjuframkvæmda, munu þessir tveir þættir knýja fram aðlögun helstu þjóðagsstærða. Þó er ólíklegt að fullt þjóðhagslegt jafnvægisástand

skapist, enda eru sterkar væntingar um enn frekari stóriðjuframkvæmdir innan fárra ára.

• Erlendir fjárfestar koma til baka

Hegðun fjárfesta er stundum lýst sem hjarðhegðun en oft á tíðum eru heyfingar á fjármálamarkaði einsleitar og öfgakenndar. Gott dæmi um slíka hjarðhegðun er skyndilegur flótti erlendra fjárfesta frá íslenskum verðbréfum eftir að matsfyrirtækið Fitch breytti horfum á lánshæfi íslenska ríkisins úr stöðugum í neikvæðar í febrúar. Sú flóðbylgja neikvæðrar umfjöllunar sem fylgdi í kjölfarið beindi kastljósi fjármálaheimsins að Íslandi og íslenskum efnahagsmálum sem aldrei fyrr og ekki hvað síst að íslensku bönkunum. Fjöldi greiningaraðila sem aldrei höfðu fjallað um íslensk efnahagsmál eða fylgst með framvindu íslenskra hagsveiflna sendu frá sér skýrslur og umsagnir, mismunandi að gæðum - eins og gengur.

Það var ekki fyrr en að bankarnir höfðu birt uppgjör fyrstu sex mánaða ársins og í kjölfar Mishkin skýrslunnar¹ að öldurnar tók að lægja á nýjan leik. Uppgjör bankanna sýndu að staða þeirra var sterk þrátt fyrir að aðgangur að erlendum fjármálamörkuðum væri ekki jafn greiður og áður. Í Mishkin skýrslunni var á trúverðugan hátt sýnt fram á að fjármálakreppa á Íslandi væri ekki ekki á næsta leiti.

Viðhorf erlendra fjárfesta hafa nú breyst til hins betra á undraskjótan hátt og einkenni hjarðhegðunar er álíka áberandi og fyrr á árinu, þegar fjárfestarnir sáu ekkert nema svartnætti í íslenskum efnahagsmálum. Þegar í lok júlí mátti greina breyttan tón í umfjöllun um Ísland. Flestir voru reyndar á því að enn þyrfti að bíða og sjá hvort raunverulegu viðsnúningur hefði átt sér stað, en skýr merki um vaxandi tiltrú mátti lesa úr verðþróun á hlutabréfa- og skuldabréfamarkaði auk þess sem gengi krónunnar tók að styrkjast á nýjan leik.

Þessi reynsla sýnir með mjög skýrum hætti hversu ýktar sveiflur á alþjóðlegum fjármálamörkuðum geta verið og hversu erfitt getur verið fyrir lítil hagkerfi á borð við Ísland með opinn fjármagnsmarkað að takast á við slíkar sviptingar. Þetta kemur heim og saman við reynslu margra annarra fjármálaumhverfi við búum við í dag. Þjóð sem

¹Skýrslan ber nafnið „Financial Stability in Iceland“ og er eftir dr. Frederic S. Mishkin prófessor við Columbia háskóla í New York og dr. Tryggva Þór Herbertsson prófessor og forstöðumann Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands.

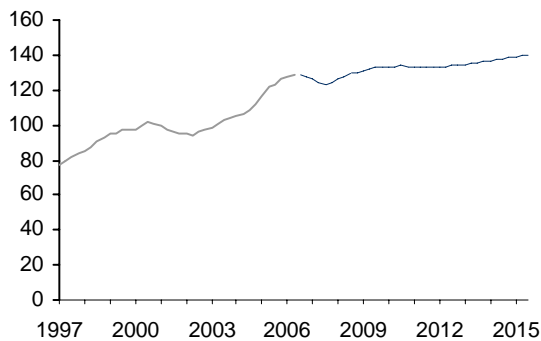


treystir í jafn miklu mæli á erlent fjármagn þarf að undirgangast aga og sveiflur alþjóða fjármagnsmarkaðarins hvort sem okkur líkar það betur eða verr og leikreglurnar ekki sniðnar að okkar aðstæðum.

Hagspá 2006 og 2007

Vöxtur einkaneyslu hefur haldið áfram á fyrrihluta ársins og mun að okkar mati ekki réna að ráði fyrir en á næsta ári. Kaupmáttur ráðstöfunartekna fer enn vaxandi og fyrir liggur að skattar verða lækkaðir á næsta ári þó að sú lækun verði eitthvað minni en áður hafði verið reiknað með. Í spánni er reiknað með rétt um 6% vexti einkaneyslunnar milli ára sem er töluvert umfram vöxt ráðstöfunartekna. Heimilin eru því augljóslega að draga úr sparnaði. Á næsta ári snýst þetta við, en þá ætti einkaneyslan að dragast saman fyrst og fremst vegna minnkandi auðsáhrifa í tengslum við stöðnun fasteignaverðs, auk þess sem aðgangur að lánsfé verður ekki eins greiður og áður. Á þessum forsendum spáum við um 4,5% samdrætti einkaneyslunnar á næsta ári.

Mynd 1: Einkaneysla á föstu verði eftir ársfjórðungum



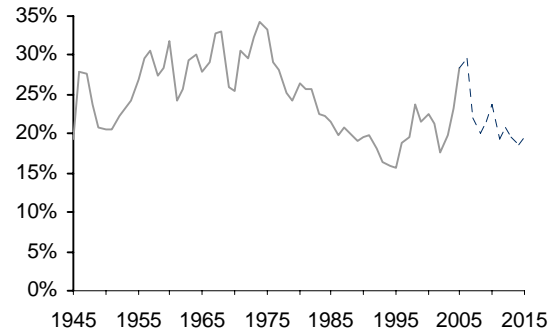
Heimild: Hagstofa Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Fjárfesting hefur aukist mjög hratt á undanförunum árum að verulegu leyti vegna mikilla stóriðjuframkvæmda en þeim verkefnum sem nú eru í gangi er um það bil að ljúka. Sem hlutfall af landsframleiðslu verður fjárfestingin tæplega 30% á þessu ári en herra hlutfall hefur ekki sést frá árinu 1976.

Eins og gefur að skilja hafa þessar framkvæmdir í för með sér gríðarlega mikinn innflutning, eins og komið hefur skýrt fram í hagtölum síðustu mánaða. Til viðbótar koma áhrif af miklum umsvifum í almennum byggingariðnaði og vaxandi einkaneyslu. Niðurstaðan er því metviðskiptahalli, rétt

um 18% af landsframleiðslu, sem er töluvert herra hlutfall en á síðasta ári þegar halli á viðskiptum við útlönd nam samtals 15,9%.

Mynd 2: Fjárfestingar sem hlutfall af landsframleiðslu



Heimild: Hagstofa Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Á næsta ári verður mikil breyting á þróun helstu hagstærða. Einkaneyslan dregst saman eins og áður sagði og enn meiri samdráttur verður í fjárfestingu. Eins og gefur að skilja eru það fyrst og fremst lok núverandi stóriðjuframkvæmda sem skapa þennan samdrátt, en til viðbótar reiknum við með minnkandi íbúðarhúsafjárfestingu vegna óvenju mikilla framkvæmda á þessu sviði á undanförunum árum.

Á móti minnkandi einkaneyslu og fjárfestingu vegur síðan vaxandi útflutningur, aðallega á áli sem eykst hratt á næstu árum. Samfara minnkandi innflutningi lækkar hallinn á viðskiptum við útlönd og verður kominn í 8% af landsframleiðslu á næsta ári. Hagvöxtur verður því fremur lítil eða einungis 1,3% sem þýðir að mjög mun draga úr framleiðsluspennu eftir mikinn hagvöxt árunum 2004-2005.

Tafla 1: Helstu hagstærðir 2005-2007

	2005	2006	2007
Hagvöxtur, % br.	7,5	3,2	1,3
Einkaneysla, % br	12,3	6,1	-4,3
Fjárfesting, % br.	37,5	8,0	-23,3
Viðskiptajöfnuður, % af VLF	-15,9	-17,7	-7,9
Verðbólga, %	4,0	7,6	3,2
Kaupmáttur, % br	3,4	3,5	1,3
Atvinnuleysi, %	2,8	1,7	2,3
Gengi Krónunnar (vísitala)	108,7	120,8	117,5
Raugengi, (1980=100)	107,0	101,0	104,5

Heimild: Greiningardeild Landsbankans



Fasteignamarkaður

Aðgengi að fjármögnun íbúðarhúsnæðis batnaði fyrir tveimur árum og nýir kostir endurfjármögnunar voru í boði í fyrsta sinn hér á landi. Fasteignamarkaðurinn fór á fleygiferð í aðlögun að nýju jafnvægi þar sem eftirspurn hafði aukist varanlega. Fram að þessu hafa áhrifin á fasteignaverð og íbúðafjárfestingar verið í takt við fræðin, en viðbrögðin hafa þó verið ýktari en flesta óraði fyrir. Þar skiptir máli að breytingarnar á lánamarkaðnum urðu á tímum mikils hagvaxtar og kaupmáttaraukningar.

• Miklar verðhækkningar og fjárfestingar

Aukin eftirspurn eftir húsnæði ákvarðar fasteignaverð til skamms tíma en byggingarmagn til langs tíma. Hærra fasteignaverð eykur hagnað við íbúðabyggingar og þar með framboðið. Nýtt framboð þrýstir verðinu niður á ný þar til umframhagnaður af íbúðabyggingum er horfinn. Helstu einkenni fasteignamarkaðarins hér undanfarin misseri eru miklar verðhækkningar og gríðarleg fjárfesting í íbúðarhúsnæði á sama tíma. Spurningin er hvort að nú sé komið að því að verð taki að lækka og þá hve mikil lækkunin verður.

• Verðhækkunum lokið í bili

Fjöldi íbúða sem er á markaði á hverjum tíma er tregbreytilegur. Hann ræðst meðal annars af lýðfræðilegum stærðum svo sem fólksfjölgun og búferlaflutningum og breytingum á fjölskyldusamsetningu. Þegar fasteignamarkaður er í jafnvægi er íbúðarhúsnæði á markaði fast hlutfall af heildar magni íbúðarhúsnæðis og nýbyggingar tiltölulega lítil hluti þess. Framboðið er því nokkurn veginn fast á hverjum tíma. Skyndilegar breytingar á eftirspurn koma því í fyrstu nánast eingöngu fram sem breytingar á verði. Þetta sýndi sig þegar að aðgengi að lánsfé til íbúðarkaupa var stórbætt sumarið 2004. Í kjölfarið hækkaði fasteignaverð og fór tólf mánaða hækkunin hæst í rúm 40% um ári eftir að breytingarnar hófust.

Mikil hækkun fasteignaverðs leiddi til mikils hagnaðar af íbúðabyggingum. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði hefur aukist hratt í nokkur ár og ekki hefur enn dregið úr þeim vexti, en hún mældist 15,5% á fyrsta ársfjórðungi í ár frá sama tíma í fyrra, og 11,9% á öðrum ársfjórðungi. Að okkar mati var hafist handa við byggingu um 4000 nýrra íbúða á síðasta ári, en miðað við fólksfjölgun og að teknu tilliti til minnkandi fjölskyldustærðar má gera ráð fyrir því að jafnvægis eftirspurn nemi að jafnaði

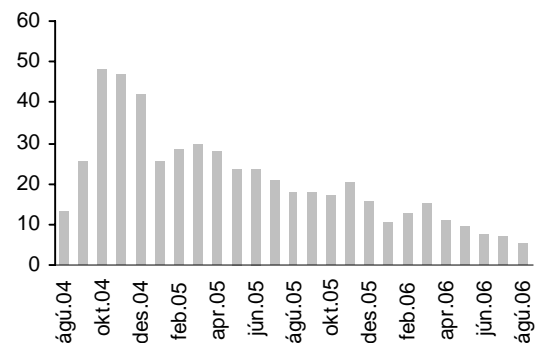
1.700 íbúðum. Þetta gífurlega framboð nýbygginga vinnur á móti frekari hækkunum á íbúðaverði og getur valdið þrýstingi til lækkunar. Mikill kraftur verður áfram í íbúðabyggingum á meðan fasteignaverð er langt yfir byggingarkostnaði og lóðaverði.

Hækkandi fasteignaverð hefur ekki aðeins haft þau áhrif að auka framboð húsnæðis. Auðsáhrifin sem orðið hafa vegna þessarar verðhækkunar eiga stóran þátt í þenslunni sem verið hefur í hagkerfinu. Skyndilega varð sú breyting á að fólk tók ekki aðeins fasteignaveðlán til að standa undir nýjum íbúðabyggingum heldur fór hluti lánanna í einkaneyslu. Gárungarnir hafa orðað það svo að með þessu hafi fólk stundað „eiginfjárrátt“, sem er ekki fjarri lagi.

• Viðsnúningur á markaði

Undanfarið hafa komið fram vísbendingar um viðsnúning á fasteignamarkaði. Þar er fyrst og fremst verið að vísa til þess að fjöldi kaupsamninga á viku hefur dregist verulega saman, auk þess sem dregið hefur úr hækkun íbúðaverðs og gætt verðlækkunar í einstökum mánuðum.

Mynd 3: Mánaðarleg aukning fasteignaveðlána



Heimild: Seðlabanki Íslands, Íbúðalánasjóður, Greiningardeild Landsbankans

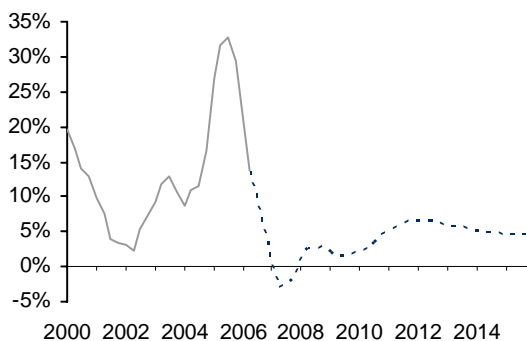
Fyrst eftir að þátttaka bankanna á íbúðalánamarkaði jókst sumarið 2004 voru mánaðarlegar upphæðir nýrra íbúðalána mjög háar. Mikil eftirspurn var eftir hinum nýju íbúðalánaum allt árið 2005, en á móti komu einnig uppgreiðslur á eldri lánum Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða. Þegar tekið er tillit til uppgreiðslna nam vöxtur íbúðalána 40-50 milljörðum á mánuði á tímabilinu október, nóvember og desember 2004. Eftir það dró heldur úr nýjum útlánunum en fjárhæðirnar voru engu að síður mjög háar. Rétt er að hafa í huga að þótt hér sé um hreina aukningu íbúðalána að ræða, er ekki um hreina útlánaaukningu að ræða þar sem talsvert var um að lánin væru nýtt til að greiða upp



óhagstæðari skammtímalán hjá bönkum og greiðslukortafyrirtækjum.

Skömmu fyrir síðustu áramót tóku lánveitendur einn af öðrum að hækka útlánsvexti og skerða lánshlutföll. Skerðing lánshlutfalla var eðlileg varúðarráðstöfun þar sem að íbúðaverð hafði hækkað mjög ört og því skapast óvissa um að hve miklu leyti var um varanlega hækkun að ræða. Í kjölfar þessara breytinga á lánakjörum dró á ný verulega úr eftirspurn eftir íbúðalánnum.

Mynd 4: Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu



Heimild: Fasteignamat ríkisins, Greiningardeild Landsbankans

• Eftirspurnin styður enn við verðið

Eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði ræðst meðal annars af ráðstöfunartekjum, eignum og skuldsetningu, auk greiðslubyrði húsnæðislána og breytingum á vöxtum þeirra. Eftirspurnin mun fyrirsjáanlega verða sterk á næstu árum þar sem ekki eru horfur á öðru en að langtíma vextir verði að jafnaði lágir áfram sem og greiðslubyrði lána almennt. Horfur eru einnig á áframhaldandi vexti ráðstöfunartekna vegna launahækkana og skattalækkana á næstunni. Að auki mældist fólksfjölgun í landinu 2,2% í fyrra sem er óvenju mikið. Töluvert fleiri fluttust til landsins en frá því og munaði þar um 3.860 manns. Útlit er fyrir að það sama verði uppi á teningnum á

næstu árum. Á fyrri hluta ársins fjölgaði íbúum um 1,5% sem er langt yfir langtíma vexti (um 1%).

Sterk eftirspurn, lág greiðslubyrði fasteignalána og mikil kaupgeta munu að okkar mati koma í veg fyrir verulegar verðlækkningar á fasteignamarkaði þrátt fyrir miklar fjárfestingar undanfarið. Að okkar mati mun verð lítið breytast á milli árunna 2006 og 2007, en fasteignalíkan Greiningardeildar spáir einungis um 2% til 3% lækkun. Gangi spáin eftir verður meðalverð fasteigna á árinu 2007 því 10% hærra en fasteignaverð var að meðaltali árið 2005.

• Fyrirsjáanlegur samdráttur íbúðabygginga

Aðlögun að nýju umhverfi á fasteignamarkaði hefur undanfarin misseri brotist fram sem hækkun fasteignaverðs og aukning íbúðafjárfestingar. Gera má ráð fyrir að hækkun lóðaverðs á höfuðborgarsvæðinu á undanförunum árum gangi ekki til baka að ráði og að kostnaður við nýbyggingar hafi því hækkað varanlega af þessum sökum. Við það dregur úr hagnaði í byggingariðnaði og þar með úr fjárfestingu. Ef framboð lóða verður stóraukið á skömmum tíma, þá mun það auka við hagnað í byggingarstarfsemi og þar með nýtt framboð íbúða. Slík framvinda eykur líkur á því að umframhagnaðurinn hverfi að lokum í gegn um lækkandi verð, en ekki vaxandi byggingarkostnað.

Mikill hagnaður af byggingum undanfarið hefur leitt til þess að eiginfjárstaða í byggingariðnaði er góð og því er ekki mikil hætt á því að keppst verði við að koma öllum eignum sem nú eru í byggingu á markað strax. Líklegra er að hægt verði á framkvæmdum og því aukist „birgðasöfnun“ byggingaverktaka af nýju og ófrágengnu húsnæði. Þar sem byggingarframkvæmdir eru að jafnaði fjármagnaðar í íslenskum krónum, er fjármagns-kostnaður við „birgðasöfnun“ mjög hár og hagnaður við nýbyggingar lækkar hratt. Þetta dregur úr

Tafla 2: Helstu áhrifaþættir fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu 2007-2008

Þættir sem draga niður fasteignaverð	Þættir sem styðja við fasteignaverð
Framboðshliðin <ul style="list-style-type: none"> - Griðarlegt framboð nýrra íbúða. - Mögulega stóraukið framboð lóða - Fasteignaverð er töluvert hærra en byggingarkostnaður, að meðtöldu lóðaverði 	Framboðshliðin <ul style="list-style-type: none"> - Eiginfjárstaða í byggingariðnaði er almennt góð og því minni hætt á að nýjar íbúðir verði seldar í stórum stíl á niðursettu verði - Minni velta á fasteignamarkaði eykur fjármagnskostnað og dregur úr hagnaði í byggingariðnaði - Fjárfestingar í íbúðahúsnæði dragast mikið saman á næstu tveimur árum
Eftirspurnarhliðin <ul style="list-style-type: none"> - Hækkun vaxta - Möguleikar til fjármögnunnar hafa minnkað við hertar útlánareglur bankanna. 	Eftirspurnarhliðin <ul style="list-style-type: none"> - Kaupmáttur er hár og atvinnuástand gott - Fólksfjölgun er tvöfalt meiri í ár en í meðalári - Eftirspurn í ár verður meiri en í meðalári og útlit er fyrir að það sama verði uppi á teningnum á árunum 2008-2010 - Næstu stóriðjuframkvæmdir verða á höfuðborgarsvæðinu - Til millilangs tíma (eftir 2-3 ár) er líklegt að vextir fasteignalána lækki.

Heimild: Greiningardeild Landsbankans

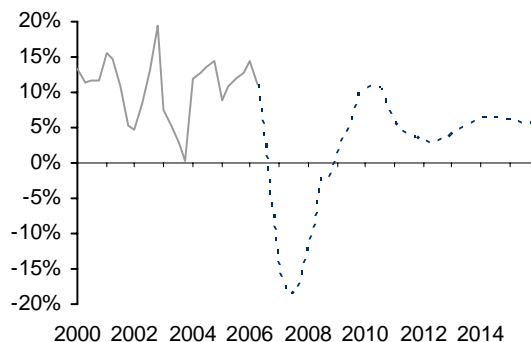


frekari nýbyggingum á vegum byggingarfyrirtækjanna.

Einnig er hugsanlegt að í stað þess að setja allt sem byggt hefur verið á kólnandi markað megi leigja út húsnæði. Fólksfjölgun vegna mikils aðflutnings kann að einhverju leyti að leiða til stærri leigumarkaðar. Þar sem líkur eru á að stór hluti næstu stóriðjuframkvæmda verði nálægt höfuðborgarsvæðinu mun leigumarkaður væntanlega einnig aukast af þeim sökum.

Við gerum því ráð fyrir að verulega hægi á fjárfestingu í íbúðarhúsnæði og að samdráttur fjárfestingar á næsta ári nemi um það bil 16%, enda hefur framboðið vaxið gríðarlega undanfarna mánuði. Á fyrri hluta ársins 2008 reiknum við með því að fjárfesting í íbúðarhúsnæði verði um það bil fjórðungi minni en á sama tíma í ár. Þessi samdráttur fjárfestingar verður þrátt fyrir hóflega lækkun fasteignaverðs, og mun reyndar hjálpa til við að koma í veg fyrir verðið lækki verulega.

Mynd 5: Fjárfesting í íbúðarhúsnæði, breytingar frá sama ársfjórðungi á undan



Heimild: Fasteignamat ríkisins, Greiningardeild Landsbankans

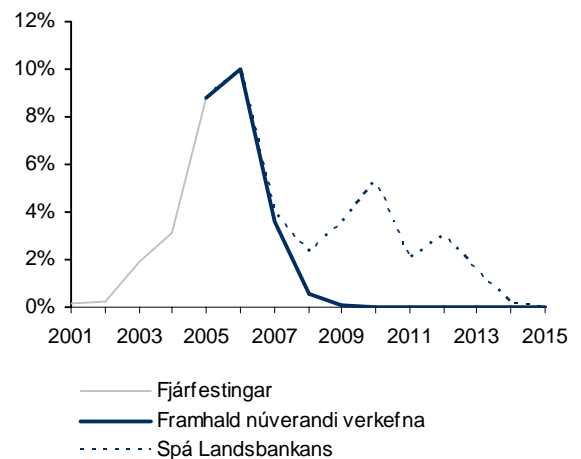
Stóriðjuframkvæmdir taka völdin á ný

Að okkar mati má nánast ganga úr frá því sem vísu að þær stóriðjuframkvæmdir sem nú er um það bil að ljúka séu ekki síðustu framkvæmdirnar á þessu sviði. Öll þrjú álfyrirtækin sem starfa á Íslandi hafa lýst yfir vilja til áframhaldandi uppbyggingar á sinni starfsemi hérlendis og eitt þeirra hefur nú þegar nánast fengið öll tilskilin leyfi. Á orkusviðinu hefur verið skrifað undir viljayfirlýsingar um afhendingu orku á ákveðnum tíma, þótt skuldbindandi samningar liggja ekki fyrir. Að síðustu hafa stjórnáráðgjafar og heimamenn í þeim byggðum, utan höfuðborgarsvæðisins, þar sem talað hefur

verið um frekari stóriðjuframkvæmdir lýst yfir stuðningi við framkvæmdir af þessu tagi.

Framboð raforku og verð hennar ræður mestu um tímasetningar stóriðjuframkvæmda og hvort af verkefnum verður yfir höfuð. Landsvirkjun er mjög langt komin með undirbúning virkjana í neðri hluta Þjórsár, en ljóst er að orkufyrirtækin þurfa að virkja ný svæði til að hægt verði að útvega þá orku sem þarf í öll þau verkefni sem hér hafa verið nefnd. Nokkur seinangangur virðist vera á afgreiðslu umsókna orkufyrirtækjanna um rannsóknar- og virkjanaleyfi og því ríkir nokkur óvissa um mögulegar tímasetningar verkefnanna.

Mynd 6: Fjárfestingar í nýjum orku- og iðjuverum, % af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Venjan við hagspárgerð hér á landi er sú að taka ekki tillit til stóriðjuframkvæmda fyrr en bindandi samningar liggja fyrir. Þessi aðferðafræði hefur reynst skynsamleg, enda hafa stóriðjumál oft verið lengi í opinberri umræðu áður en þau hafa orðið að veruleika. Skemmst er að minnast stóriðjunnar á Austurlandi. Þess eru einnig dæmi að þjóðin hafi beðið árum saman eftir stóriðju sem aldrei kom, samanber umræðuna um álver á Keilnesi fyrir rúmum áratug. Í þessum tilfellum var um að ræða álframleiðendur sem höfðu takmarkaða þekkingu á Íslandi og íslenskum aðstæðum. Um var að ræða svokallaðar „green field“ fjárfestingar, sem þýðir að verksmiðjur eru byggðar frá grunni á nýrri staðsetningu, gjarnan í nýju landi. Öll þau nýju stóriðjuáform sem hér hafa verið nefnd flokkast undir svokallaðar „brown field“ fjárfestingar, þ.e. viðbætur við starfsemi sem nú þegar er til staðar. Alcan, Alcoa og Norðurál eru þegar komin með fótfestu hér á landi og því teljum við að full alvara liggja að baki yfirlýsingum þeirra um áhuga á frekari fjárfestingum.



Við teljum því ekki að spurningin sé hvort, heldur hvenær og hversu umfangsmiklar þessar framkvæmdir verða. Spá um áframhaldandi stóriðjuframkvæmdir er því meðal mikilvægra forsendna í hagspánni, en við höfum um nokkurt skeið tekið tillit til þessa í spám um peningamarkaðsvexti, ávöxtunarkröfu skuldabréfa og við verðmat á hlutabréfum. Við gerum ráð fyrir að afkastageta í áliðnaði verði aukin um ríflega 500 þúsund tonn á spátímabilinu og að orkuframleiðsla verði aukin um tæplega 900 MW.

Við reiknum með að stóriðjufjárfestingarnar nái hámarki á árinu 2010 í ríflega 6% af vergri landsframleiðslu. Til samanburðar má áætla að fjárfesting í stóriðju og orkuverum nemi um 10% af vergri landsframleiðslu á þessu ári. Við eigum því ekki von á að stóriðjufjárfestingarnar framundan verði sami sveiflufvaki og þegar mest lét í núverandi uppsveiflu. Þó ber að hafa í huga að þar sem líkur eru á að stór hluti fjárfestinganna verði á höfuðborgarsvæðinu, kunna margföldunaráhrifin að verða meiri en ella.

Vinumarkaður og launapróun

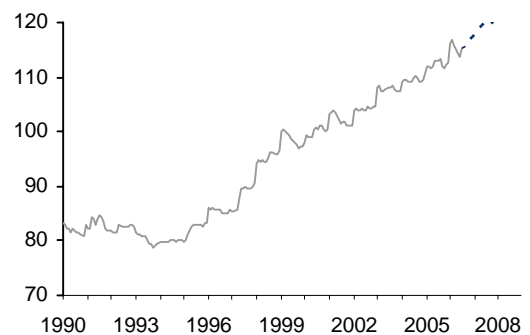
Þegar yfirstandandi stóriðjuframkvæmdir voru á hugmyndastigi var strax ljóst að innlendir vinnumarkaður réði ekki við svo umfangsmiklar framkvæmdir. Viðbrögðin við þessu voru að flytja inn stóran hluta þess vinnuafls sem þurfti við framkvæmdirnar og lengi vel leit út fyrir að hætta á ofþenslu á vinnumarkaði væri lítil. Þetta breyttist þegar fasteignamarkaðurinn fór á mikla ferð í kjölfar kerfisbreytinga á markaði með húsnæðislán og nýbyggingar íbúða tóku kipp. Þó að erlent vinnuafli hafi einnig verið notað í talsverðum mæli við byggingarframkvæmdir hefur það ekki dugað til að slá nóg á eftirspurnina eftir innlendu vinnuafli. Vinnumarkaðurinn er því þaninn til hins ýtrasta nú um stundir, sem sést bæði af opinberum tölum og ýmsum óformlegri vísbendingum, svo sem fréttum af erfiðleikum við að fá fólk til starfa í þjónustugeiranum.

En þrátt fyrir að spenna sé á vinnumarkaði hefði óróleikinn getað orðið meiri. Fyrir ári, þegar síðasta hagspá Greiningardeildar kom út, var ljóst að kjarasamningar væru í uppnámi þar sem verðbólga yrði umfram þau markmið sem sett höfðu verið í kjarasamningum vorið 2004. Við töldum þá að líklegt væri að samið yrði um leiðréttingar með einhvers konar aðkomu ríkisvaldsins. Þetta gekk

eftir og í júní á þessu ári náðist samkomulag á vinnumarkaði, sem studdist m.a. við aðgerðir ríkisstjórnarinnar, og felur í sér að kjarasamningar halda gildi sínu út árið 2007.

Krónan hafði veikst töluvert þegar samkomulagið náðist á vinnumarkaði og því var verðbólga komin á meira skrið en ella hefði verið. Gengislækkun verður að öðru jöfnu til þess að rýra raunlaun, en vegna þenslunnar á vinnumarkaðnum tókst launþegum að bæta sér upp tapið af gengislækkuninni. Við gerum því ráð fyrir töluverðri hækkun raunlauna á þessu ári

Mynd 7: Kaupmáttur dagvinnulauna



Heimild: Hagstofa Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Á næsta ári gerum við einnig ráð fyrir aukningu raunlauna, en þó minni en í ár, enda muni slakna á þenslunni á vinnumarkaðnum. Þá reiknum við með að atvinnuleysi sé nú í lágmarki. Þótt atvinnuleysi vaxi gerum við ráð fyrir að það verði áfram lítið og sjáum ekki fram á umtalsvert atvinnuleysi á næstu árum. Ennfremur gerum við ráð fyrir að með minnkandi spennu á vinnumarkaði verði ekki forsendur fyrir miklu launaskriði á næstu árum.

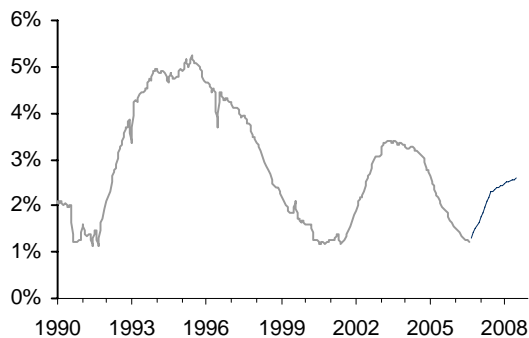
Ástæður þess að við gerum ráð fyrir minni þenslu á vinnumarkaði á næsta ári en í ár eru aðallega tvíþættar. Annars vegar dregur úr álagi vegna stóriðjuframkvæmda og hins vegar reiknum við með að nýbyggingar íbúða dragist verulega saman frá metfjárfestingum árána 2005 og 2006. Síðarnefndi þátturinn vegur síst minna, enda eru áhrifin af fasteignamarkaðnum mest þar sem eftirspurnin eftir vinnuafli er mest fyrir, það er að segja á suðvesturhorninu. Þessu til viðbótar dregur úr einkaneyslu og mun það hafa áhrif á þjónustugreinar, þar sem spenna á vinnumarkaði er nú mikil eins og áður sagði.

Næstu ár á eftir er vitaskuld meiri óvissa, en við reiknum með að spenna aukist á vinnumarkaði samhliða því að nýjar stóriðjuframkvæmdir fara af



stað. Framkvæmdir vegna orkuvinnslu fyrir þessa stóriðju verða ekki eins mannaflsfrekar og þær framkvæmdir sem nú standa yfir á hálandinu austanverðu, enda má búast við að jarðvarma- og rennslisvirkjanir fullnægi orkuþörf þeirra álvera sem um ræðir.

Mynd 8: Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi



Heimild: Vinnuálagstafnun, Greiningardeild Landsbankans

Annað sem verður ólíkt með þessum framkvæmdum og þeim sem nú standa yfir er að líkur eru á að stór hluti framkvæmdanna verði í nágrenni höfuðborgarsvæðisins eða jafnvel á höfuðborgarsvæðinu sjálfu. Það má því reikna með að þessar framkvæmdir hafi meiri áhrif á vinnuþéttina og sérstaklega að þær keppi meira við aðrar byggingaframkvæmdir. Þá má búast við meiri margfeldisáhrifum af þessum framkvæmdum en framkvæmdunum á Austurlandi. Líklegt er að innlend þjónusta verði nýtt í meira mæli en annars hefði verið þar sem framkvæmdir eru á svæði þar sem fjölbreytt og öflug þjónustufyrirtæki eru á staðnum.

Krónan – styrking á nýjan leik ... og hvað svo?

Um fátt hefur verið meira fjallað á sviði efnahagsmála að undanförunu en gengi krónunnar og sviptingar á gjaldeyrismarkaði. Eftir áralangt styrkingarskeið féll gengi krónunnar á örfáum vikum í byrjun árs um 20%. Styrkur krónunnar fram að því var meiri og hafði varað lengur en flestir innlendir aðilar sáu fyrir. Mikil útgáfa jöklaþreifa frá og með september 2005 átti án efa stóran þátt í því, en fram til febrúar 2006 mátti greina að innlendir aðilar fóru á móti krónunni en erlendir aðilar með. Fram að þeim tíma ríkti því mikil óvissa um hvernig og hvenær styrkingarferlinu myndi linna, enda er reynslan af flotkrónunni stutt. Þanþol gjaldeyrismarkaðarins

var því óþekkt auk þess sem óvenju sterkir vindar blésu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Hægt er að rekja fall krónunnar til 21. febrúar, þegar matsfyrirtækið Fitch breytti horfum um lánsþæfismat íslenska ríkisins úr stöðugum í neikvæðar. Framvindunni eftir það svipar að mörgu leyti til þess sem gerðist þegar krónan féll í kjölfar þess að Seðlabankinn tilkynnti um að krónan hefði verið sett á flot 27. mars 2001. Það vekur athygli að hlutfallsleg breyting gengisins er svipuð og í fyrra skiptið þegar krónan féll um 18% á sjö mánuðum. Nú í ár var gengisfallið 20% miðað við að viðsnúningurinn hafi átt sér stað í lok júní eða rúmum fjórum mánuðum eftir að upphaflega breytingin átti sér stað.

Frá því í lok júlí hefur krónan tekið að styrkjast á ný og tengist þessi viðsnúningur að okkar mati fyrst og fremst viðhorfsbreytingum erlendra fjárfesta sem í auknu mæli telja að það sé nú áhættunnar virði að taka stöðu á gjaldeyrismarkaði eða eiga viðskipti með íslensk verðbréf. Að margra mati er ekki efnahagsleg innistæða fyrir þeirri styrkingu sem nú virðist vera að eiga sér stað. Mat á jafnvægisgengi krónunnar er nokkuð á reiki en í grófum dráttum má segja að flestir séu sammála um að það liggi á bilinu 125 – 135 vísitölustig. Á meðan viðskiptahallinn er jafn mikill og raun ber vitni telja margir óraunhæft annað en að gera ráð fyrir að gengið leiti í átt að jafnvægi. Niðurstaða þeirra er því að gengið muni fremur fara lækkanði á næstu misserum en að það styrkist frekar en orðið er.

Að okkar mati er þessi gengisframvinda ekki sú líklegasta. Reynslan sýnir að jafnvægisleitni á gjaldeyrismarkaði er ekki mjög sterk og þessi markaður getur verið töluvert langt frá hagrænu jafnvægisgildi um langa hríð. Sé eitthvað hægt að læra af þróun síðustu ára hlýtur óstöðugleiki gjaldeyrismarkaðarins að vera þar ofarlega á blaði.²

² Í þessu sambandi er rétt að benda á ritgerð sem Nóbelsverðlaunahafinn Joseph E. Stiglitz birti að beiðni Seðlabanka Íslands í nóvember 2001 og er að finna á vef bankans. "Monetary and exchange rate policy in small open economies: the case of Iceland". Þar er fjallað um gengi krónunnar og þau vandkvæði sem hugsanlega gætu komið upp með myntir á borð við íslensku krónuna í umhverfi frjálsra fjármagnshreyfinga.

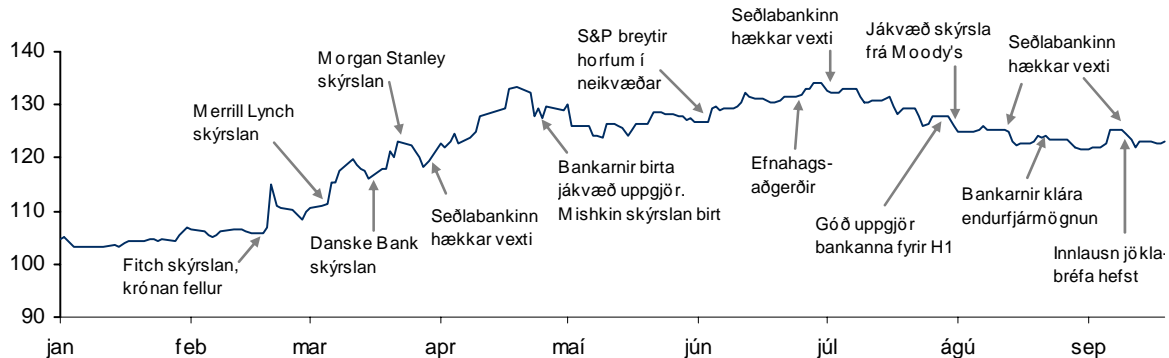


Mynd 9: Mikilvægir atburðir og gengisþróun krónunnar 2001



Heimild: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Mynd 10: Mikilvægir atburðir og gengisþróun krónunnar 2006



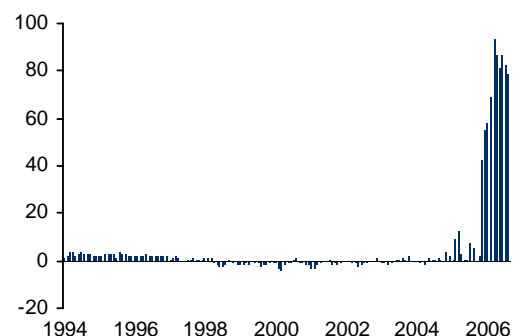
Heimild: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Flestir þeirra erlendu fjárfesta sem misstu trúna á íslenskt efnahagslíf í upphafi ársins höfðu litla reynslu af þeim efnahagslega óstöðugleika sem einkennir hagkerfið hér á landi. Nú þegar tiltrú þeirra á hagkerfið virðist hafa aukist á ný, munu þeir í framtíðinni geta byggt á reynslu undanfarinna mánaða. Væntanlega þarf þá meira til en áður, svo að þeir missi trúna á íslenskt efnahagslíf á nýjan leik. Það virðist því blasa við að umtalsverður vaxtamunur og líkur á umtalsverðum hagvexti næsta áratuginn vegna áframhaldandi stóriðju-fjárfestinga leiði til þess að þrýstingur á gengið verði fremur til styrkingar en veikingar á allra næstu árum.

Þessu til viðbótar má nefna að líklega hafa allmörg íslensk fyrirtæki séð sér leik á borði þegar gengi krónunnar var hvað hæst og fært hluta skulda sinna yfir í íslenskar krónur. Nú þegar gengið er aftur komið á „eðlilegt“ ról hljóta mörg þeirra að íhuga að breyta samsetningu skulda sinna aftur til baka yfir í erlenda mynt, en slík hreyfing er til þess fallin að styrkja gengið frá því sem nú er. Til viðbótar

liggur fyrir að þó nokkur íslensk fyrirtæki og fjármálastofnanir hafa safnað töluverðum gjaldeyrisforða sem ekki er ólíklegt að verði smátt og smátt skipt yfir í krónur. Í þessu sambandi má nefna að gjaldeyrisstaða viðskiptabankanna hefur verið „skökk“ um 80 milljarða frá því í nóvember á síðasta ári, en fram að þeim tíma var það nánast regla að gjaldeyrisþjöfnuður bankanna væri núll.

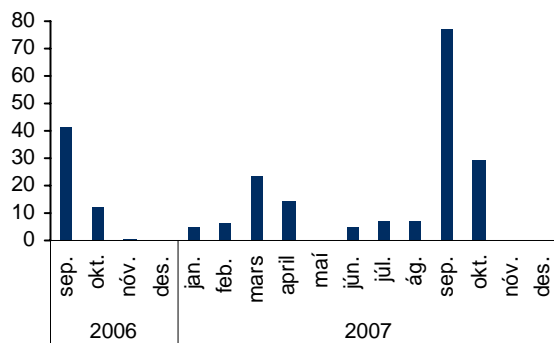
Mynd 11: Gjaldyrisþjöfnuður bankanna (ma.kr.)



Heimild: Seðlabanki Íslands

Það sem einna helst gæti komið í veg fyrir að þessi sviðsmynd yrði að veruleika er ef innlaun hins gífurlega magns jöklabréfa sem gefin hafa verið út síðustu 12 mánuði verður veruleg. Segja má að fyrsti innlausnardagur þessara bréfa, 15. september s.l. hafi verið ákveðinn prófsteinn á krónuna, en áhrifin voru lítil þó svo að gengið hafi veikt nokkuð dagana fyrir innlaun bréfanna. Opinberar upplýsingar um nákvæma stöðu og eignarhald jöklabréfanna liggja ekki fyrir og því er nánast ómögulegt að segja til um það með hvaða hætti þessar útgáfur þróast. Í september 2006 eru samtals 41,5 milljarðar króna á innlaun og þar af 37 milljarðar fyrir 21. september. Á næstu sex mánuðum koma til innlausnar samtals 47 milljarðar króna sem dreifast fremur ójafnt. Þannig eru 12 milljarðar á innlaun í október, 0,4 milljarðar í nóvember og ekkert í desember. Mest verður innlausnin í september á næsta ári, eða rúmir 80 milljarðar, og þar af koma 60 milljarðar til innlausnar þann 20. september. Við þetta bætast verulegar vaxta-greiðslur.

Mynd 12: Innlaun jöklabréfa (ma.kr.)

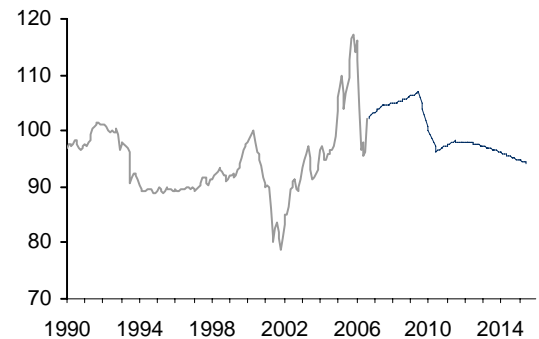


Heimild: Bloomberg, Greiningardeild Landsbankans

Styrking á gengi krónunnar þýðir ekki endilega að gengisvísitalan leiti í sömu gildi og fyrir gengisfallið á fyrsta ársfjórðungi. Spá okkar gerir ráð fyrir að meðalgildi vísitalunnar í ár verði tæplega 121 stig og að á næsta ári verði meðalgildið 117,5 stig. Áhrif nýrra stóriðjuframkvæmda leiða síðan til enn frekari styrkingar og gæti vísitalan verið komin í 115 stig að meðaltali árið 2009.

Gangi þessi spá eftir liggur fyrir að raungengi krónunnar fer hækkandi á nýjan leik með tilheyrandi ruðningsáhrifum fyrir innlend fyrirtæki. Þannig er í spánni gert ráð fyrir því að raungengi krónunnar á árunum 2008 og 2009 verði svipað og var árið 2005 eftir mikla hækkun frá árinu 2004.

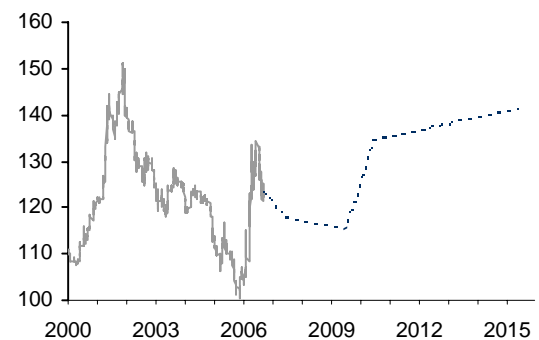
Mynd 13: Raungengi krónunnar



Heimild: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Landsbankans

En þrátt fyrir að gjaldeyrismarkaðurinn festist í ójafnvægi langtímum saman, kemur að því fyrr eða síðar að jafnvægisáðlögun eigi sér stað. Í þessari spá gerist það árið 2010 rétt um það bil sem mestu fjárfestingahrinunni lýkur og framleiðsluspenna er í hámarki. Tímasetning á atburðum af þessu tagi er eðli málsins samkvæmt ómöguleg og því er reynslan frá því í vetur höfð til hliðsjónar varðandi þessa tímasetningu.

Mynd 14: Gengisþróun krónunnar



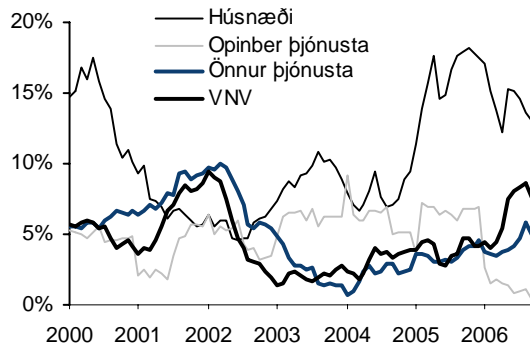
Heimild: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Árin eftir 2010 er síðan reiknað með hægu sigi krónunnar í takt við hratt minnkandi vaxtamun og tiltölulega lítinn hagvöxt á meðan hagkerfið kælist niður eftir áralangt þensluskeið stóriðju-uppbyggingar.

Verðbólgan

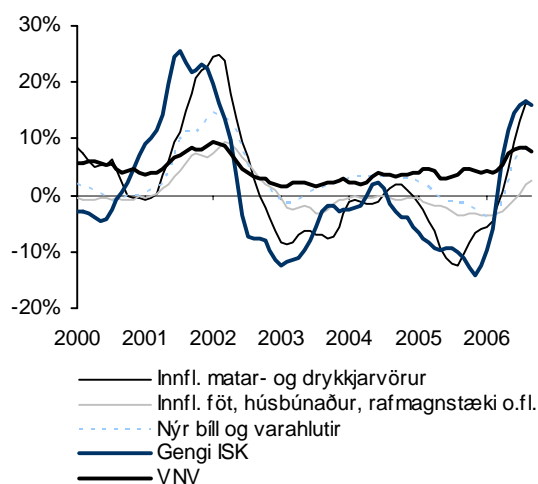
Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,6% í september og þar með lækkaði tólf mánaða verðbólgan úr 8,6% í 7,6%. Því lítur út fyrir að toppi núverandi verðbólguþróunar hafi verið náð og að verðbólguhraðinn geti farið lækandi á næstu misserum. Sé litið á þróun einstakra liða er áberandi að húsnæðisliður vísitölunnar er enn í hæstu hæðum. Verð á innlendum vörum hefur einnig hækkað hratt á undanförunum mánuðum sem m.a. skýrist af áhrifum af verðstríði á matvörumarkaði í fyrra sem nú virðist vera að ganga til baka. Athyglisvert er hversu mikið innlendu vörurnar sveiflast í takt við gengisvísitölu krónunnar. Ástæðan er sú að innlend framleiðsla er í mörgum tilfellum unnin að mestu úr innfluttum hrávörum.

Mynd 15: Hækkun verðlags eftir eðli og uppruna (1)



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Mynd 16: Hækkun verðlags eftir eðli og uppruna (2)

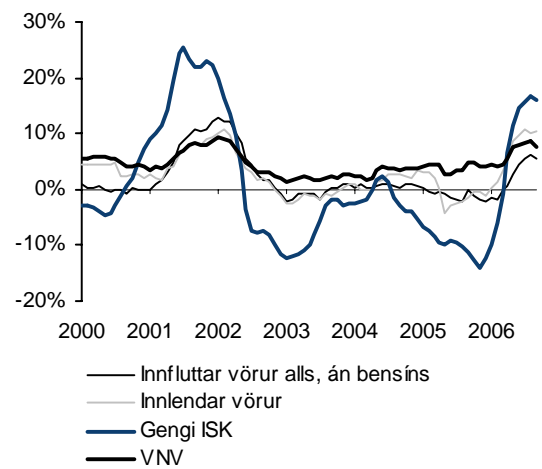


Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Áhrif gengisfalls krónunnar fyrr á árinu virðast nú að mestu komin fram. Samanburður á þróun gengisvísitölunnar og verðlagi innfluttra vara sýnir

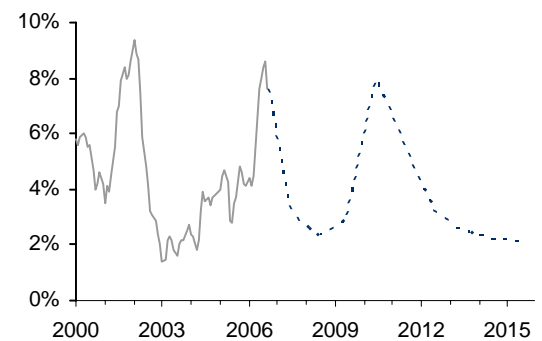
greinilega hversu náð innfluttar mat- og drykkjarvörur hafa fylgt þróun gengisins. Sá liður vegur hins vegar ekki þungt, eða aðeins 2,5% af 34% vægi innfluttra vara alls. Sá liður sem vegur hvað þungst (14,4%) er fatnaður, heimilisbúnaður, rafmagnsvörur og aðrar hálfvaranlegar neysluvörur. Tiltölulega litlar verðsveiflur hafa verið í þessum vöruflokkum undanfarin ár, en verð þeirra lækkaði nær stanslaust frá desember 2002 til ársloka 2005. Frá þeim tíma hefur verðið hækkað nokkuð.

Mynd 17: Hækkun verðlags eftir eðli og uppruna (3)



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Mynd 18: Verðbólguþróun



Heimild: Hagstofa Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Sé litið á þjónustuliði vísitölunnar sést að verðlag einkaþjónustu hefur hækkað jafnt og þétt undanfarinn áratug og virðist enn fara hækandi sem fyrst og fremst skýrist af breytingum á launakostnaði, en þjónustuliðir vísitölunnar tengjast náð innlendum kostnaðarbreytingum. Opnber þjónusta hefur hins vegar lítið hækkað á þessu ári en síðustu 12 mánuði nemur ársbreyting þessa liðar einungis 0,4%.

Spá um þróun verðbólgunnar gerir ráð fyrir því að núverandi verðbólguhraði haldist því sem næst



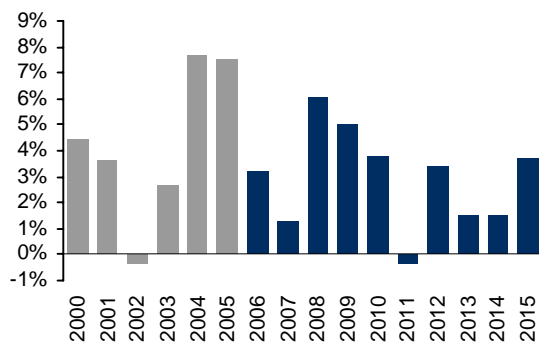
Óbreyttur út árið en lækki síðan tiltölulega hratt á næsta ári og verði kominn í um 3,8% á seinni hluta ársins. Hér skiptir að sjálfsögðu sköpum að reiknað er með því að gengi krónunnar styrkist nokkuð frá því sem nú er og haldist tiltölulega sterkt á næstu árum.

Þegar krónan fellur mun sagan frá því í ár endurtaka sig og verðbólgan rjúka upp á nýjan leik og verður 8% að meðaltali árið 2010 en lækkar síðan niður fyrir verðból gumarkmið Seðlabankans þegar nær dregur 2015.

Hagspá 2008-2015

Frá og með árinu 2008 fer áhrifa af seinni umferð stóriðjuuppbyggingar að gæta. Í fyrstu verða áhrifin aðallega vaxandi einkaneysla. Hagvöxtur gæti orðið töluvert mikill þar sem áhrifa vaxandi ál-útflutnings gætir enn á því ári. Fjárfesting dregst hinsvegar áfram saman, bæði atvinnuvega- og íbúðarhúsafjárfesting en fjárfesting opinberra aðila eykst all nokkuð. Viðskiptahallinn lækkar og fer í rúm 5% af landsframleiðslu sem verður að okkar mati lægsta gildi viðskiptahallans á hinu nýja stóriðjutímabili. Það verður ekki fyrr en að því loknu að viðskiptahallinn lækkar enn frekar.

Mynd 19: Hagvöxtur



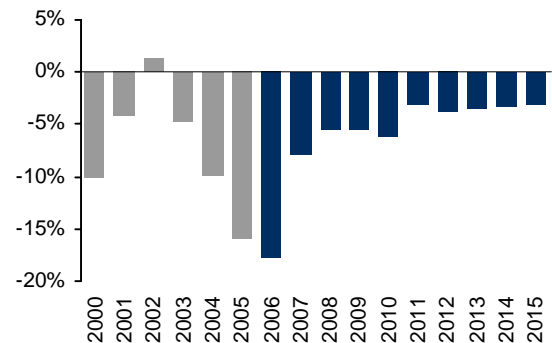
Heimild: Hagstofa Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Eftir að framkvæmdir hefjast að fullu við orku- og iðjuver á árunum 2009-2010 verður það fjárfestingin sem leiðir hagvöxtinn. Líkt og á fyrri uppbyggingarskeiðum hækka hlutfall fjárfestingar skarpt og innflutningur, og þar með viðskiptahalli, eykst á nýjan leik. Hagvöxtur verður á bilinu 4-5% og viðskiptahallinn fer hæst í rúm 6% undir lok framkvæmdahrinunnar.

Þessari framvindu svipar á margan hátt til þess sem gerðist á árunum 2004-2006 þó svo að heildar-

umfang sjálfra stóriðjuframkvæmdanna sé minna en síðast. Ruðningsáhrif hækkanði raungengis verða með svipuðum hætti vegna hækkanði gengis krónunnar og koma að sumu leyti í veg fyrir að hagkerfið hitni um of og verðbólgan fari úr böndum. Engu að síður er óhjákvæmilegt annað en að framleiðsluspenna aukist jafnt og þétt við þessar aðstæður. Hversu hratt það gerist fer að mjög miklu leyti eftir því sem gerist á vinnumarkaði og hvernig stjórnvöldum tekst að hemja þenslu á öðrum sviðum efnahagslífsins. Spáin gerir í raun ekki ráð fyrir að það takist því gengi krónunnar mun falla á árinu 2010 undir lok fyrri áfangans um það leyti sem spennan í hagkerfinu verður í hámarki.

Mynd 20: Viðskiptahalli sem hlutfall af landsframleiðslu



Heimild: Hagstofa Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Gengislækkun við þessar aðstæður þýðir í fyrstu umferð vaxandi verðbólgu og minnkandi kaupmátt. Þar sem mesti framkvæmdakúfurinn verður um garð genginn flýtir gengislækkunin fyrir aðlögun viðskiptahallans og knýr fram hraðari samdrátt í hagkerfinu sem leiðir til þess að hagvöxtur verður lítilsháttar neikvæður árið 2011. Við gerum því ráð fyrir að um hefðbundna íslenska hagsveiflu verði að ræða.

Tafla 3: Helstu hagstærðir 2006-2015

	2006-2007	2008-2010	2011-2015
Hagvöxtur, % br.	2,2	5,0	2,0
Einkaneysla, % br.	0,9	2,7	1,0
Fjárfesting, % br.	-7,7	6,3	-1,9
Viðskiptajöfnuður, % af VLF	-12,8	-5,7	-3,3
Verðbólga, %	5,4	4,4	3,1
Kaupmáttur, % br.	2,4	2,8	1,0
Atvinnuleysi, %	2,0	2,3	2,6
Gengi Krónunnar (vísitala)	119,2	122,0	138,5
Raungengi, (1980=100)	102,7	102,9	96,5

Heimild: Greiningardeild Landsbankans

Það sem gerist eftir 2011 mótast í fyrstu af seinni hluta þeirra stóriðjuframkvæmda sem við teljum framundan. Eftir það er gert ráð fyrir að verulega hægist um í efnahagsmálunum og að hagvöxtur



færast meira í horf við það sem gerist í nágrenna-
löndunum og verði jafnvel heldur lægri á meðan
full aðlögun á sér stað. Verðbólgan ætti því að
lækka niður fyrir verðbólguþröngun Seðlabankans
og viðskiptahallinn að haldast í jafnvægi rétt um
3% af landsframleiðslu.

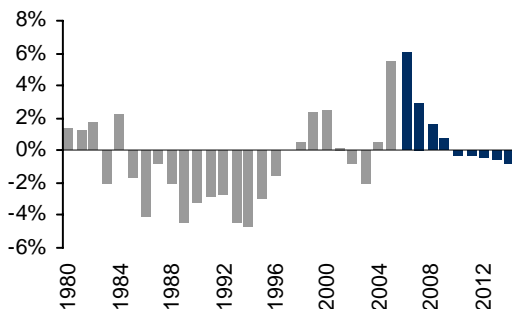
Ríkisfjármál og peningastefna

• Afkoma hins opinbera

Mikill hagvöxtur og hratt vaxandi tekjur síðustu ára
hafa skilað batnandi afkomu hjá ríki og sveitar-
félögum. Á síðasta ári nam tekjuafgangur hins
opinbera, þ.e. bæði ríkis og sveitarfélaga, 5,5% af
landsframleiðslu og hefur ekki verið jafn mikill
afgangur á opinberum fjármálum um áratuga skeið.
Útlit er fyrir að þessi afgangur verði svipaður á
þessu ári þar sem áhrifa góðarar afkomu í
atvinnulífinu og mikils hagvaxtar gætt áfram. Hins
vegar er fyrir sjáanlegt að afkoman versni þegar
fram í sækir. Í fyrsta lagi verður hagvöxtur ekki
eins mikill og áður, jafnvel þótt áframhaldandi
stóriðjuframkvæmdir verði til staðar. Í öðru lagi
liggur fyrir að tekjuskattar verða lækkaðir og í
þriðja lagi er ólíklegt að afkoma lykilyritækja á
borð við fjármálastofnanir verði jafn hagstæð og
hún hefur verið á síðustu tveimur árum. Mikill
hagnaður fyrirtækja á ríkan þátt í óvenju hagstæðri
afkomu á þessu og síðasta ári.

Spáin gerir því ráð fyrir því að afkoma hins
opinbera breytist smátt og smátt til hins verra og í
lok tímabilsins, árið 2015, verði hallinn á
fjármálum hins opinbera orðinn tæplega 1% af
landsframleiðslu.

Mynd 21: Afkoma hins opinbera



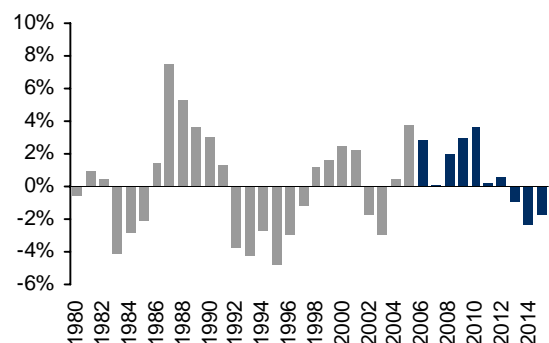
Heimild: Hagstofan, Greiningardeild Landsbankans

• Stjórn peningamála

Þrátt fyrir að stýrivextir Seðlabanka Íslands hafi
verið mjög háir um alllangt skeið hefur bankanum
ekki tekist að koma böndum á verðbólguna og
hefur verðbólgan nú verið yfir 2,5% verðbólgu-
markmiði bankans í 29 mánuði. Margt hefur flækt
virkni peningastefnunnar á síðustu árum. Fyrst ber
að nefna tæknileg atriði sem varða uppbyggingu
fjármálakerfisins og flækja miðlunarferli peninga-
stefnunnar. Þar skiptir víðtæk verðtrygging og
óskilvirkur skuldabréfamarkaður miklu. Þá hefur
hagkerfið gengið í gegn um gríðarlegar kerfis-
breytingar á fjármagnsmarkaði, með stefnubreyt-
ingu í opinbera húsnæðislánakerfinu og innkomu
bankanna á fasteignalánamarkað. Einnig hefur
gríðarlegt álag verið á peningastefnunni vegna
stóriðjuframkvæmda og ef til vill er óraunhæft að
ætla Seðlabankanum að ráða við það verkefni.

Þessi atriði hafa öll gert Seðlabankanum erfitt fyrir
í baráttunni við verðbólguna. Við teljum engu að
síður að bankinn eigi sjálfur nokkra sök á eigin
vandráðum vegna afdrifaríkra mistaka við fram-
kvæmd peningastefnunnar. Þar stendur tvennt upp
úr. Annars vegar að bankinn jók peningaframboð á
versta tíma með uppkaupum á gjaldeyri og lækku
bindisskyldu. Hins vegar að stýrivextir hafa elt
verðbólguvæntingar og því ekki náð að slá á
væntingarnar.

Mynd 22: Framleiðsluspenna



Heimild: Greiningardeild Landsbankans

Ólíklegt er að Seðlabankinn lendi í viðlíka mót-
vindi á næstu árum.³ Engu að síður stendur bankinn
frammi fyrir vandasömu verkefni, þar sem útlit er
fyrir að nýjar stóriðjuframkvæmdir fari af stað áður
en slaki hefur náð að myndast í hagkerfinu. Þetta er
ólíkt því sem var við upphaf síðustu uppsveiflu, en
þá hafði myndast slaki í hagkerfinu vegna lítills

³ Þó er ekki hægt að útiloka að frekari kerfisbreytingar
verði á fjármálamarkaði, t.d. aðlögun verðtryggðra vaxta í
átt að erlendum verðtryggðum vöxtum.

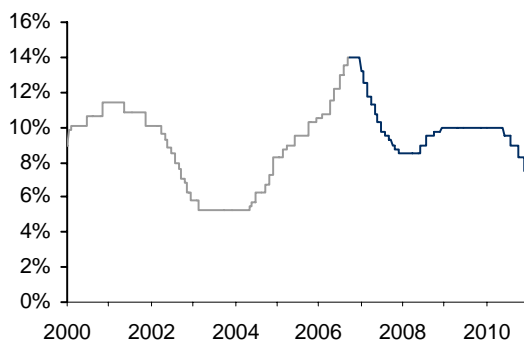


hagvaxtar tvö árin á undan. Þrátt fyrir að við gerum ráð fyrir að umfang stóriðjuframkvæmdanna verði hlutfallslega minna en þeirra framkvæmda sem nú er að ljúka. Má því búast við að framleiðsluspennan á árunum 2008-2010 verði svipuð og var á árunum 2005 og 2006. Verðbólguþrýstingur mun því hlaðast upp og þörf verður á aðhaldssamri peningastjórn.

Leiftursnögg lækun stýrivaxta

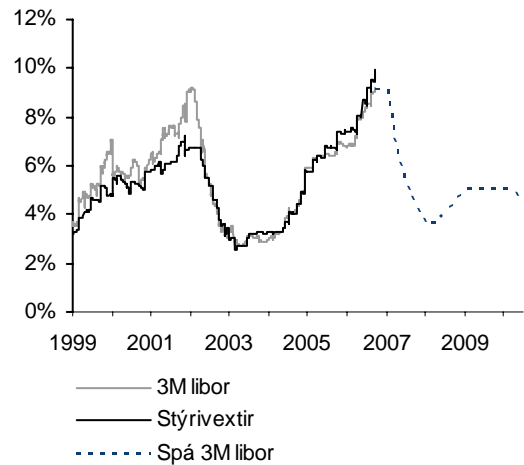
Engu að síður gerum við ráð fyrir að vextir lækki hratt á næsta ári. Þar ræður mestu hröð lækun verðbólgunnar, sem að óbreyttum stýrivöxtum leiðir til stóraukins aðhaldsstigs peningastefunnar. Miðað við spá okkar um verðbólgu á 1. ársfjórðungi 2007 er útlit fyrir að 14% stýrivextir þýði um 11% raunstýrivexti, en til samanburðar voru raunstýrivextir neikvæðir á öðrum fjórðungi 2006 og 7% á þriðja ársfjórðungi 2006. Við teljum óhugsandi að Seðlabankinn stefni að svo háum raunstýrivöxtum og reiknum því með hraðri lækun stýrivaxta strax í upphafi næsta árs. Í spánni er gert ráð fyrir að vextir verði lækkaðir um 0,75 prósentustig í janúar, febrúar og mars. Eftir það lækki vextir mánaðarlega um samtals 3,25 prósentur til ársloka. Alls reiknum við með að stýrivextir verði lækkaðir um 550 punkta (5,5 prósentur) á árinu 2007 og verði 8,5% í árslok. Miðað við spá okkar um verðbólgu verða raunstýrivextir 6-7% á fjórða ársfjórðungi 2007, en peningastjórnin telst vera hlutlaus þegar raunstýrivextir eru á bilinu 3,5-4,5%. Þrátt fyrir hraða lækun stýrivaxta er peningastefnan því enn mjög aðhaldssöm. Gangi spáin eftir lækkar skammtíamavxtamunur við útlönd úr um 10% í dag í 3,5% í árslok 2007, sem er heldur meiri vaxtamunur en árið 2003.

Mynd 23: Stýrivaxtaspa



Heimild: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Landsbankans

Mynd 24: Skammtíamavxtamunur við útlönd



Heimild: EcoWin, Greiningardeild Landsbankans

Vextir toppa í 10% í næstu uppsveiflu

Við teljum að Seðlabankinn muni bregðast fyrir við næstu uppsveiflu og leggja allt kapp á að hemja verðbólguvæntingar. Við reiknum því ekki með að stýrivextir þurfi að fara jafn hátt og þeir eru nú, heldur ná hámarki í 10% um áramótin 2008/2009.

Þrátt fyrir það teljum við að verkefnið reynist bankanum ofviða, enda fátt sem bendir til að opinber fjármálastjórn taki nægan þátt í hagstjórninni. Við gerum því ráð fyrir að krónan gefi eftir árið 2010 með tilheyrandi áhrifum á verðbólgu. Niðurstaðan verði því sú, að sagan frá árunum 2001 og 2006 endurtaki sig.



Til minnis:



Til minnis:



The information contained in this publication was obtained from various sources believed to be reliable, but has not been independently verified by Kepler Equities (or Teather & Greenwood Limited or Merrion Stockbrokers Limited or Landsbanki). Kepler Equities (or Teather & Greenwood Limited or Merrion Stockbrokers Limited or Landsbanki) does not warrant the completeness or accuracy of such information and does not accept any liability with respect to the accuracy or completeness of such information, except to the extent required by applicable law.

This publication is a brief summary and does not purport to contain all available information on the subjects covered. Further information is available on request. This report may not be reproduced for further publication unless the source is quoted.

This publication is for informational purposes only and shall not be construed as an offer or solicitation for the subscription or purchase or sale of any securities, or as an invitation, inducement or intermediation for the sale, subscription or purchase of securities, or for engaging in any other transaction. This publication is not directed at private individuals.

Any opinions, projections, forecasts or estimates in this report are those of the author only, who has acted with a high degree of expertise, only. They reflect only current views of the author and are subject to change without notice. Kepler Equities (or Teather & Greenwood Limited or Merrion Stockbrokers Limited or Landsbanki) has no obligation to update, modify or amend this publication or to otherwise notify a reader or recipient of this publication in the event that any matter, opinion, projection, forecast or estimate contained herein, changes or subsequently becomes inaccurate, or if research on the subject company is withdrawn. The analysis, opinions, projections, forecasts and estimates expressed in this report were in no way affected or influenced by the issuer. The author of this publication benefits financially from the overall success of Kepler Equities (or Teather & Greenwood Limited or Merrion Stockbrokers Limited or Landsbanki)

The investments referred to in this publication may not be suitable for all recipients. Recipients are urged to base their investment decisions upon their own appropriate investigations that they deem necessary. Any loss or other consequence arising from the use of the material contained in this publication shall be the sole and exclusive responsibility of the investor and Kepler Equities (or Teather & Greenwood Limited or Merrion Stockbrokers Limited or Landsbanki) accepts no liability for any such loss or consequence. In the event of any doubt about any investment, recipients should contact their own investment, legal and/or tax advisers to seek advice regarding the appropriateness of investing. Some of the investments mentioned in this publication may not be readily liquid investments. Consequently it may be difficult to sell or realize such investments. The past is not necessarily a guide to future performance of an investment. The value of investments and the income derived from them may fall as well as rise and investors may not get back the amount invested. Some investments discussed in this publication may have a high level of volatility. High volatility investments may experience sudden and large falls in their value which may cause losses. International investing includes risks related to political and economic uncertainties of foreign countries, as well as currency risk.

To the extent permitted by applicable law, no liability whatsoever is accepted for any direct or consequential loss, damages, costs, prejudices arising from the use of this publication or its contents.

Kepler Equities usually acts as a broker, Teather & Greenwood Limited, Merrion Stockbrokers Limited, Landsbanki act in various different capacities. Kepler Equities, Teather & Greenwood Limited or Merrion Stockbrokers Limited or Landsbanki have put in place Chinese Wall procedures in order to avoid any conflict of interests or dissemination of confidential and privileged information.

United Kingdom: This document is intended to be communicated in the UK only to investment professionals and substantial companies. In particular, this document is not directed at private individuals in the UK and no private individual in the UK may act upon it.

United States: This research report is distributed in the United States by Kepler Equities and is intended for distribution in the United States to only "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 promulgated under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. Kepler Equities is a broker-dealer registered with the Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements in France, and is not registered with the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). U.S. persons seeking more information about any of the securities discussed in this report, or wishing to execute a transaction in these securities, should contact Kepler Equities Inc. (KEI), 600 Lexington Avenue, New York, NY 10022, phone (212) 710-7600. KEI is a broker-dealer registered with the SEC and is a NASD member firm. Nothing herein excludes or restricts any duty or liability to a customer that KEI has under applicable law. Investment products provided by or through KEI are not FDIC insured, may lose value and are not guaranteed by Kepler Equities. Investing in non-U.S. securities may entail certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with or subject to SEC reporting and other requirements. The information available about non-U.S. companies may be limited, and non-U.S. companies are generally not subject to the same uniform auditing and reporting standards as U.S. companies. Securities of some non-U.S. companies may not be as liquid as securities of comparable U.S. companies.

France: This publication is issued and distributed in accordance with art. L 544-1 and seq of the Code Monétaire et Financier and with the articles 321-122 to 321-138 of the General Regulations of the Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Italy: Information is for institutional clients only as defined by art. 31 of CONSOB reg. 11522/98. Reports on companies listed on the Italian exchange are approved and distributed to over 500 clients in accordance with art. 69 of CONSOB Regulation 11971/1999 for enforcement of the Consolidation Act on financial brokerage (legislative decree 24/2/1998). According to this article Kepler Equities, branch of Milano warns on potential specific interests in securities mentioned. Equities discussed are covered on a continuous basis with regular reports at results release. Reports are released on date shown on cover and distributed via print and e-mail. Kepler Equities, branch of Milano analysts are not affiliated with any professional groups or organizations. All estimates are by Kepler Equities unless otherwise stated.

Spain: Reports on Spanish companies are issued and distributed by Kepler Equities, branch of Madrid, registered in Spain by the Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) in the foreign investments firms registry (member of the Madrid exchange). Reports and any supplemental documentation or information have not been filled with the CNMV. Neither verification nor authorization or compliance revision by the CNMV regarding this document and related documentation or information has been made.

Other countries: Laws and regulations of other countries may also restrict the distribution of this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly.

Offices

Amsterdam

Kepler Equities Nederland
Herengracht 466
1017 CA Amsterdam
Telephone +31 20 563 2365
Fax +31 20 564 1700

Dublin

Merrion Capital Group
Block C
The Sweepstakes Centre
Ballsbridge, Dublin 4
Telephone +353 1 240 4100
Fax +353 1 240 4101

Edinburgh

Teather & Greenwood
Level 5
Napier House
27 Thistle Street
Telephone +44 20 7426 9000
Fax +44 20 7426 3235

Frankfurt

Kepler Equities Germany
MesseTurm
Friedrich-Ebert-Anlage 49
60327 Frankfurt am Main
Telephone +49 69 756 960
Fax +49 69 7 43 25 11

London

Teather & Greenwood Limited
Beaufort House
15 St Botolph Street
London EC3A 7QR
Telephone +44 20 7426 9000
Fax +44 20 7426 9595

Geneva

Kepler Equities (Suisse) SA
Chemin du Midi,8
1260 Nyon
Switzerland
Telephone +41 22 361 5151
Fax +41 22 365 4532

Madrid

Kepler Equities España
Alcalá 95
28009 Madrid
Telephone +34 91 436 5100
Fax +34 91 436 51 51

Milan

Kepler Equities Milan
Corso Europa 2
20122 Milano
Telephone +39 02 855 071
Fax +39 02 855 07 500

New York

Kepler Equities Inc.
600 Lexington Avenue
10022 New York, NY USA
Telephone +1 212 710-7600

Paris

Kepler Equities France
112, Avenue Kléber
75016 Paris
Telephone +33 1 5365 3500
Fax +33 1 5365 3521

Reykjavik

Landsbanki
Hafnarstræti 5
101 Reykjavik
Tel: +354 410 4000
Fax: +354 410 3006

Zurich

Kepler Equities Switzerland
Stadelhoferstrasse 22
Postfach
8024 Zürich
Telephone +41 43 333 6666
Fax +41 43 333 6652

Websites

Kepler Equities
www.kepler-equities.com

Landsbanki
www.landsbanki.com

Merrion Capital Group
www.merrion-capital.com

Teather & Greenwood
www.teathers.com

