

Greining Glitnis
September 2008

Þjóðhagsspá 2008–2011

Markaðsyfirlit



Helstu atriði

Erlend lánsfjákræppa, hægari hagvöxtur á heimsvísu, hátt hráefnaverð, niðurskurður aflaheimilda og mikill samdráttur í fjárfestingu í orkufrekum iðnaði eru allt þættir sem setja mark sitt á þróun íslensks efnahagslífs um þessar mundir. Hratt dregur úr innlendri eftirspurn – bæði einkaneyslu og fjárfestingu fyrirtækja og heimila. Á móti vegur ör vöxtur í útflutningi og hagkerfið þróast þannig hratt í átt að jafnvægi. Viðskiptahallinn skreppur saman og verðbólgan ætti að hjaðna á næstu mánuðum.

Við reiknum með því að enginn hagvöxtur verði hvorki í ár né á næsta ári. Spenna sú sem myndast hefur í innlendu efnahagslífi mun hverfa á þessum tíma. Verðbólga mun fara niður í verðbólgu markmið Seðlabankans og viðskiptahallinn hjaðna og komast í ásættanlegt hlutfall af landsframleiðslu. Samhliða mun Seðlabankinn lækka stýrivexti sína nokkuð hratt.

Mikið reynir á sveigjanleika íslenska hagkerfisins um þessar mundir. Hraður samdráttur í innlendri eftirspurn og mikill vöxtur í útflutningi kallar á skjóta aðlögun og færslu framleiðsluþátta milli framleiðslugreina. Sagan sýnir að íslenskt hagkerfi hefur getu til að aðlagast slíkum breytingum hratt og vel en í því felst m.a. styrkur íslensks efnahagslífs.

Lánsfjákrísan sem hófs um miðbik síðasta árs og á uppruna sinn á bandarískum lánamarkaði hefur þróast yfir í bankakreppu í Bandaríkjunum þar sem stjórnvöld þar í landi hafa beitt sér í að bjarga fjármálafyrirtækjum frá falli. Angar lánsfjákrísunnar hafa teygt sig víða og ekki síst til Evrópu þar sem seðlabankar hafa gripið til víðtækra aðgerða til að viðhalda fjármálastöðugleika. Krísa þessi er ógn fyrir íslenskt hagkerfi líkt og hagkerfi annarra landa.

Í þolraun á erlendum fjármálamörkuðum undanfarið hefur íslenskt fjármálakerfi sýnt styrk sinn og þrek. Kerfið hefur staðist þessa ágjöf án teljanlegra áfalla. Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið, sem hafa það hlutverk að fylgjast með og varðveita fjármálastöðugleika hér á landi, segja fjármálakerfið í meginatriðum traust – eiginfjárstaða, arðsemi og lausafjárstaða bankanna er viðundandi og bankarnir standast allir álagsþróf. Reiknum við með því að bankakerfið komist í gengum þessar þrengingar án teljandi erfiðleika og að lánsfjákræppan taki að réna þegar botni bandaríks húsnæðismarkaðar er náð. Líklegt er að það verði þegar vel er liðið á næsta ár.

Talsverð sveifla er framundan bæði í húsnæðisverði og gengi krónunnar. Reiknum við með því að krónan eigi undir högg að sækja í bráð og útilokum ekki frekari lækkun samhliða því að erlend lánsfjákræppa grefur sig dýpra. Með betri stöðu á erlendum lánamörkuðum og betra jafnvægi á íslensku efnahagslífi á næsta ári ætti krónan hins vegar að styrkjast. Við spáum því að evran verði í 99 krónum og Bandaríkjadalur í 70 krónum í árslok 2009.

Rýrnun kaupmáttar, lakara aðgengi að lánsfé, hækkun fjármagnskostnaðar og væntingar um niðursveiflu eru meðal þeirra þátta sem nú lækka verð íbúðarhúsnæðis. Væntum við þess að mikið framboð af húsnæði á sama tíma og eftirspurnin er lítil muni draga íbúðaverð enn frekar niður á næstunni. Með bættri stöðu á lánamörkuðum seint á næsta ári tekur íbúðaverð að hækka að nýju.

Hagvöxtur ætti að taka vel við sér á árinu 2010 þegar efnahagssumhverfið verður hagstæðara að öllu leyti. Lánsfjákræppan er þá að líkindum liðin hjá, hagvöxtur á heimsvísu farinn að taka við sér á ný, aflaheimildir vaxandi, fjárfesting í stóriðju í sókn og þróun hrávöruverðs hagstæðari. Stöðugleikinn verður þá einnig kominn á að nýju en í honum felst góður grundvöllur hagvaxtar. Reiknum við með 3,6% hagvexti árið 2010 og 4,3% hagvexti árið 2011.

ÞJÓÐHAGSSPÁ 2008-2011

	Í þolraun sannast þrekið best	2
	Lánsfjákrísan kemur að utan	3
	Íslenska fjármálakerfið í meginatriðum traust	3
Umsjón: Auðbjörg Ólafsdóttir, Hjördís Dröfn Vilhjálmsdóttir, Ingólfur Bender, Jón Bjarki Bentsson og Ragnhildur Jónsdóttir.	Einkaneysla dregst saman tímabundið	4
Ábyrgðarmaður: Ingólfur Bender, forstöðumaður Greiningar Glitnis. greining@glitnir.is	Þrengingar framundan á vinnumarkaði	6
	Talsverður vöxtur samneyslu	7
	Fjárfesting dregst hratt saman	7
	Betra jafnvægi á utanríkisviðskiptum	9
	Krónan veik enn um sinn	11
	Stýrivextir ekki lækkaðir fyrr en á næsta ári	12
	Verðbólguþróun líður hjá	13
	Minni eftirspurn á spátímabilinu	14
	Yfirlit þjóðhagsspár	17
	Viðauki 1: Hvert er jafnvægisgengi krónu?	18
	Viðauki 2: Gengisflökt og fylgni krónu við aðra gjaldmiðla	21
	Starfsmenn markaðsviðskipta Glitnis á Íslandi	24
	Lagalegur fyrirvari	25

Í þolraun sannast þrekið best

Myndarlegt
hagvaxtarskeið er á
enda runnið

Kólnun var fyrirsjáanleg
eftir lok
stóriðjuframkvæmda en
samspil annarra þátta
hraðar kólnun

Aðlögun á sér stað með
samdrætti
þjóðarútgjalda og
viðsnúningi í
utanríkisviðskiptum

Á seinni hluta
spátímabilsins mun
þjóðarskútan ná
jafnvægi

Myndarlegt hagvaxtartímabil sem staðið hefur undanfarin fimm ár er nú á enda runnið. Á þessu tímabili hafa stóriðjuframkvæmdir, áhrif kerfisbreytinga á innlendum fjármálamörkuðum, hraður vöxtur íslenskra fyrirtækja jafnt innan lands sem utan og greiður aðgangur að erlendu fjármagni á hagstæðum kjörum verið helstu drifkraftar vaxtar. Á sama tíma gróf um sig verulegt ójafnvægi í hagkerfinu sem meðal annars hefur endurspeglast í þrálátri verðbólgu, spenntum vinnumarkaði og miklum viðskiptahalla við útlönd.

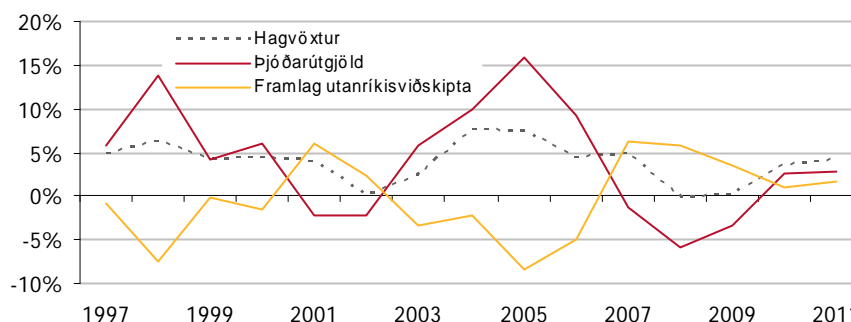
Fyrirsjáanlegt var að talsvert myndi hægja á hjólum hagkerfisins við lok stóriðjuframkvæmda. Áhrifabættir á borð við erlenda lánsfjákræppu, hægari hagvöxt á heimsvísu, hátt hráefnaverð og niðurskurð aflaheimilda herða hins vegar á þeirri aðlögun hagkerfisins sem var í raun bæði vænt og nauðsynleg. Þegar svo margt leggst á eitt við að kæla efnahagslífið eykst hættan á að kólnunin verði of hröð og verulegar búsigfjar fylgi fyrir heimili og fyrirtæki. Við teljum þó að mikill sveigjanleiki íslenska hagkerfisins og tiltölulega sterk staða heimila og fyrirtækja við upphaf niðursveiflunnar muni koma í veg fyrir slík skakkaföll.

1. mynd: Spá Greiningar Glitnis um helstu þjóðhagsstærðir

	2007	2008	2009	2010	2011
Hagvöxtur (%)	4,9	-0,1	0,1	3,6	4,3
Neysluverð (% breyting milli ára)	5,1	11,8	5,3	1,5	2,3
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)	-15,5	-19,8	-10,7	-7,3	-4,3
Atvinnuleysi (% af vinnuafli)	1,0	1,3	2,9	4,2	3,3

Þetta ár og hið næsta mun landsframlagsáhrif verða nánast óbreytt að raungildi á milli ára. Að baki býr mjög ólík þróun innlendrar eftirspurnar annars vegar, og utanríkisviðskipta hins vegar. Við gerum ráð fyrir að þjóðarútgjöld muni alls dragast saman um ríflega 9% á þessu ári og því næsta á sama tíma og framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður á móta mikil aukning. Heimili og fyrirtæki munu finna talsvert fyrir samdrætti í innlendra eftirspurn og má búast við verulegri aukningu atvinnuleysis framan af spátímanum. Þessi þróun er hins vegar til marks um sókn hagkerfisins í betra jafnvægi sem endurspeglast í hraðri hjöðnun verðbólgu og bata í viðskiptajöfnuði á næsta ári. Krónan mun væntanlega sækja í sig veðrið á nýju ári og skammtímavextir lækka allhratt eftir því sem verðbólguþrýstingur í hagkerfinu minnkar.

2. mynd: Samsetning hagvaxtar



Heimildir: Hagstofa Íslands og útreikningar Greiningar Glitnis.

Á seinni hluta spátímabilsins munu innlendir eftirspurnarþættir og utanríkisviðskipti leggjast á eitt við að skapa myndarlegan hagvöxt án þeirra þenslumerkja sem einkenndu miðbik áratugarins. Verðbólga verður þá hófleg og viðskiptahalli mun skaplegri en verið hefur undanfarin ár. Atvinnuleysi mun þó ekki taka að hjaðna að ráði fyrr en við lok spátímabilsins, enda fylgir það hagsveiflunni með nokkurri töf. Gengi krónu mun að öllum líkindum styrkjast samfara auknum gangi í hagkerfinu, auk þess sem vaxtamunur mun að mati okkar aukast að nýju er Seðlabankinn bregst við vaxandi eftirspurnarþrýstingi í upphafi nýs áratugar.

Lánsfjákrísan orðin að bankakrísu

Lánsfjákrísan dregur þrótt úr bandarísku hagkerfi...

...en útflutningur vex vegna lágs gengis Bandaríkjadals

Einnig hægir á evruríkjum en útflutningur á undir högg að sækja vegna sterkrar evru

Vöxtur í nýmarkaðsríkjum er talinn munu hvetja til viðsnúnings á næsta ári

Íslenskt fjármálakerfi er í meginatriðum traust

Bankarnir standast álagspróf eftir hálfársuppgjör þeirra

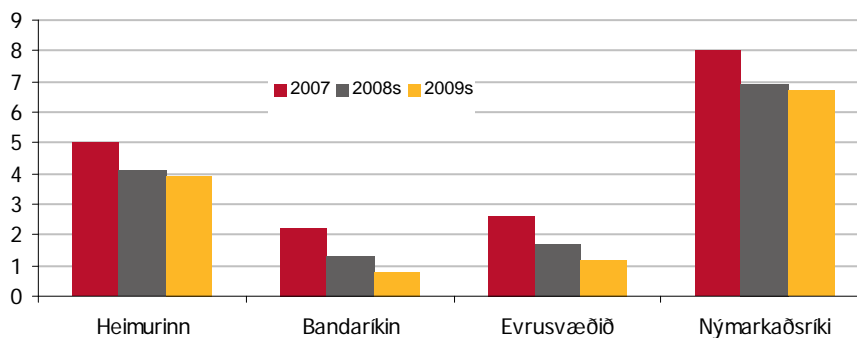
Lánsfjákrísan kemur að utan

Lánsfjákréppan sem hófst um mitt síðastliðið ár og átti uppruna sinn á bandarískum húsnæðislánamarkaði hefur snúist upp í að vera bankakreppa þar sem seðlabankar í Bandaríkjunum, Bretlandi og víðar hafa þurft að bjarga bönkum frá falli. Kreppan hefur grafið sig dýpra eftir því sem liðið hefur á og bendir margt til þess að hún eigi enn eftir að ágerast.

Lánsfjákréppan hefur hægt á bandaríska hagkerfinu. Lánsfjárskortur hefur komið niður á starfsemi bæði fyrirtækja og heimila og þrýst eignaverði niður en húsnæðisverð hefur lækkað talsvert þar í landi. Við þetta hefur bæst hátt hrávöruverð sem hefur tekið af kaupmætti heimilanna, aukið kostnað fyrirtækja og dregið úr eftirspurn. Á móti koma aðgerðir stjórnvalda og vöxtur útflutningsstarfsemi sem nýtir góðs af lágu gengis Bandaríkjadals. Spáð er hægum hagvexti vestra í ár. Reiknar Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), svo dæmi sé tekið, með 1,3% hagvexti á árinu. Ekki er búist við viðsnúningi fyrr en seint á næsta ári eftir að íbúðamarkaðurinn þar í landi finnur botninn.

Lánsfjákréppan hefur ekki látið evruríkin ósnert. Samdráttur í lánaframboði hefur komi niður á íbúðamarkaði og almennri eftirspurn fyrirtækja og heimila á evrusvæðinu. Hækkun hráefnaverðs og aukin verðbólga hefur einnig dregið úr vextinum. Öfugt við Bandaríkin hafa útflutningsgreinar á evrusvæði einnig átt undir högg að sækja vegna hás gengis evru. Reiknað er með því að hagvöxtur verði þar hægur í ár. Spáir IMF því að hagvöxtur verði 1,7% í ár og að atvinnuleysi fari vaxandi.

3. mynd: Hagvaxtarspá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Talið er að viðsnúningurinn á næsta ári verði studdur af góðum vexti í nýmarkaðsríkjum en þau hafa vaxið hratt undanfarin ár m.a. vegna alþjóðavæðingar. Nýmarkaðsríkin hafa orðið minna fyrir barðinu á lánsfjákrísunni en önnur ríki. Þó hefur það komið niður á vexti þeirra sem og hátt hrávöruverð.

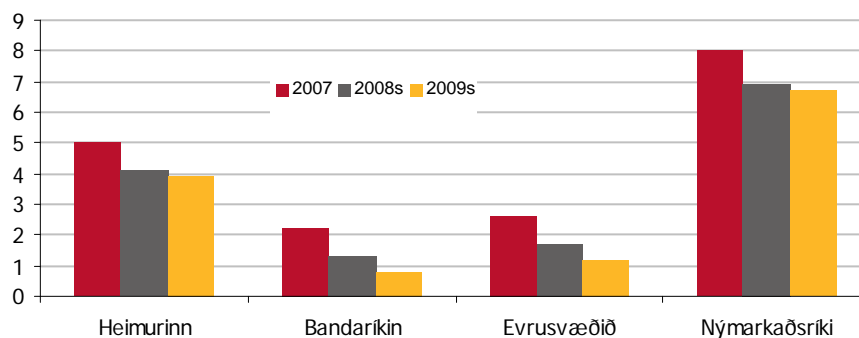
Reiknað er með því að það hægi á hagvexti á heimsvísu í ár og spáir IMF því að hann verði 3% í ár eftir 5% hagvöxt á síðasta ári. Þá reiknar stofnunin með því að hagvöxtur taki við sér á næsta ári og að hann verði um 4% á 4. fjórðungi ársins 2009.

Íslenska fjármálakerfið í meginatriðum traust

Seðlabanki Íslands hefur það á sinni könnu að varðveita fjármálastöðugleika hér á landi. Í því sambandi fylgist hann vel með stöðu íslenskra fjármálafyrirtækja. Í nýjasta mati Seðlabankans á fjármálastöðugleikanum sem kom út í maí á þessu ári segir að fjármálakerfið sé í meginatriðum traust og að íslenska bankakerfið uppfylli þær kröfur sem til þess eru gerðar.

Liður í eftirliti með stöðu bankanna er álagspróf sem Fjármálaeftirlitið framkvæmdir reglulega. Bankarnir stöðust slíkt próf sem gert var á grundvelli hálfársuppgjörs þeirra. Þetta merkir að eiginfjárstaða, arðsemi og lausafjárstaða bankanna er viðunandi og að þeir eru ágætlega í stakk búnir að takast á við vaxandi vanskil og útlánatöp, frekari lækkun á hlutabréfum og markaðsskuldabréfum, lækkun á gengi krónu og aðra mögulega fylgifyska áframhaldandi óróa á fjármálamörkuðum.

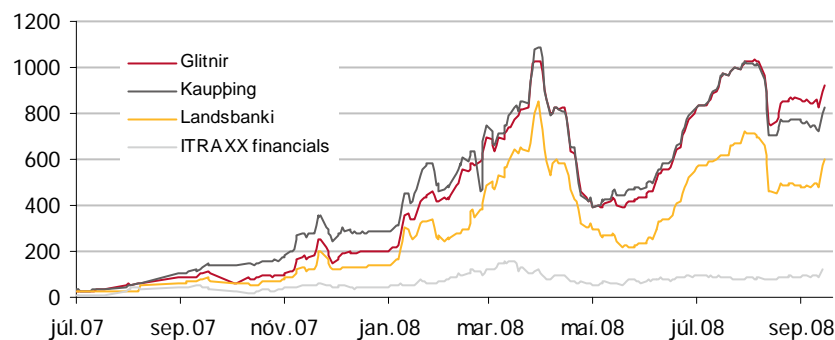
4. mynd: CAD-hlutfall bankanna fyrir og eftir álagspróf Fjármálaeftirlitsins



Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Erlend markaðsfjármögnun er stór hluti af fjármögnun íslensku bankanna. Sú staðreynd hefur gert þá viðkvæmari fyrir þeirri alþjóðlegu lánsfjárrísi sem ríkt hefur frá miðju síðasta ári. Uppgjör bankanna bera það glögglega með sér að þeir hafa brugðist skjótt við þessari ógn með því að efla varnir sínar gegn bankaáföllum. Hafa þeir m.a. bætt grunnrekstur sinn, haldið lausfjárstöðu sterkri og eiginfjárluthlutföllum að sama skapi háum. Bankarnir hafa jafnframt aukið innlán, dregið úr kostnaði og hægt á vexti útlána. Þá hafa þeir nýtt einkaútgáfur og verðbréfun við fjármögnun.

5. mynd: Skuldatryggingarálag íslenskra og erlendra banka til 5 ára (punktar)



Heimild: Bloomberg.

Þrátt fyrir viðbrögð bankanna við breyttum markaðsaðstæðum eru erlendir lánamarkaðir þeim enn erfiðir. Skuldatryggingarálag bankanna er mjög hátt og er líklegt að erlendir lánamarkaðir verði bönkunum erfiðir vel fram á næsta ár eða á meðan lánsfjárrísan varir á erlendum mörkuðum. Bankarnir eru ágætlega undir slíkt búinir og hafa gefið út að þeir munu leitast við að halda lánsfjárbörf sinni í lágmarki og leita annarra leiða við fjármögnun en skuldabréfaútgáfu á erlendum lánamörkuðum. Þó svo að innlend bankakreppa sé ólíkleg er ljóst að umsvif íslenska hagkerfisins munu verða mörkuð af alþjóðlegum lánsfjárskortu næstu misserin.

Einkaneysla dregst saman tímabundið

Hraður og mikill vöxtur einkaneyslu hefur verið eitt af einkennum þess mikla hagvaxtar sem hefur verið hér á landi undanfarin ár. Þessi mikli vöxtur einkaneyslu hefur verið drifinn áfram af sögulega háu gengi, ört hækkandi eignaverði, vaxandi kaupmætti, litlu atvinnuleysi, örri fólksfjölgun og greiðu aðgengi að lánsfé.

Ljóst er að ytri aðstæður heimilanna eru nú gjörbreyttar. Gengi krónunnar hefur lækkað ört undanfarið og er nú í sögulegu lágmarki, sem hefur hrundið af stað verðbólgukskoti, og greiðslubyrði innlendra jafnt sem erlendra skulda hefur aukist talsvert. Eignastaða heimilanna fer versnandi. Kaupmáttur og ráðstöfunartekjur eru að dragast saman. Blikur eru á lofti á vinnumarkaði og gera má ráð fyrir að erlendir starfsmenn muni hverfa af landi brott samhliða því sem eftirspurn dregst saman á vinnumarkaði. Hægja mun á fólksfjölgun samhliða þessari þróun. Þá er aðgengi að lánsfé enn takmarkað og ekki sér enn fyrir

Bankarnir hafa brugðist við erfiðleikum á erlendum lánsfjármörkuðum á margvíslegan hátt

Bankarnir leita annarra leiða til fjármögnunar en með skuldabréfaútgáfu á erlendum mörkuðum

Margur var einkaneysluhvatinn á liðnum árum...

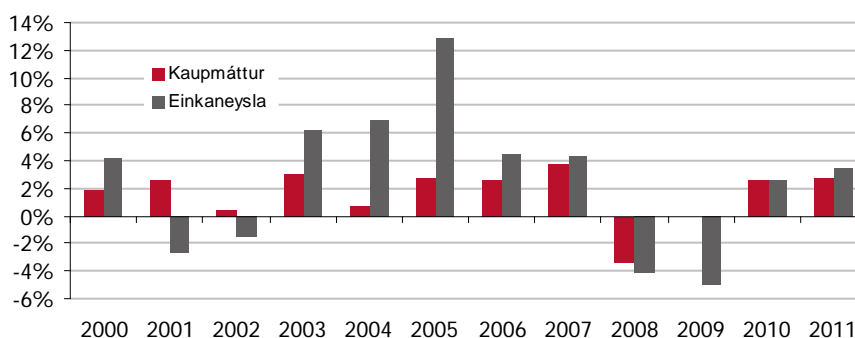
... en skjótt skipast veður í lofti...

... og flest bendir til mikils samdráttar í einkaneyslu...

...sem mun ekki taka við sér á ný fyrr en á seinni hluta spátímabilsins

endann á lausafjárkrísunni. Á meðan það ástand varir má reikna með að aðgengi heimilanna að lánsfé verði af skörum skammti í samanburði við það sem áður var. Af þessu má sjá að samdráttur einkaneyslu verður ekki flúinn. Vísbendingar eru um að viðsnúningur einkaneyslu sé þegar hafin og útlit er fyrir að heimilin munu þreya þorrann fram á næsta ár en þá reiknum við með að samdráttur einkaneyslu verði liðinn hjá. Við reiknum með að einkaneysla taki ekki við sér á ný fyrr en á seinni hluta næsta árs. Hvilir það á þeirri forsendu að lausafjárkrísan verði þá að baki að mestu og að kaupmáttur muni glæðast á nýjan leik og atvinnuástand batna.

6. mynd: Kaupmáttur laun og einkaneysla, prósentubreyting milli ára (2008-2011: Spá Greiningar Glitnis)



Heimildir: Hagstofa Íslands og spá Greiningar Glitnis.

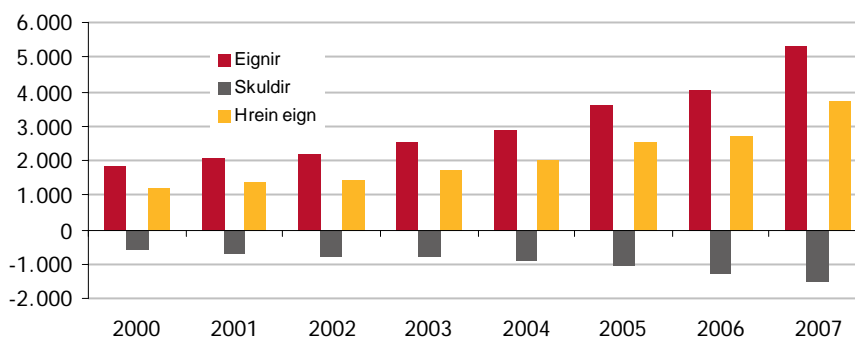
Heimilin vel undir niðursveiflu búin

Skuldastaða heimilanna hefur versnað til muna...

... en eignir hafa aukist að sama skapi

Skuldir heimilanna hafa aukist mikið á síðustu árum. Sem betur fer er sömu sögu að segja af eignum heimilanna. Skuldir heimilanna við lánakerfið námu 1.551 ma.kr. við lok síðasta árs og höfðu þá aukist um 20% frá fyrra ári. Eignir heimilanna námu í lok síðasta árs 5.300 mö.kr. og höfðu aukist um 32% á einu ári. Þetta er lýsandi fyrir þróun undanfarinna ára þar sem vöxtur eigna hefur alltaf haldið í við skuldaförnunina og gott betur. Þessi mikla eignaaugning hefur fyrst og fremst verið knúin af mikilli eignaverðshækkun en húsnæðisverð á höfuðborgarsvæðinu hefur hækkað um að meðaltali 20% á ári á tímabilinu 2004-2007 á meðan hlutabréfaverð hefur hækkað um 34% að meðaltali á sama tímabili. Þessari þróun hafa fylgt auðsáhrif sem kynnt hafa undir neyslugleði heimilanna undanfarin ár.

7. mynd: Eignir og skuldir heimilanna, ma.kr.

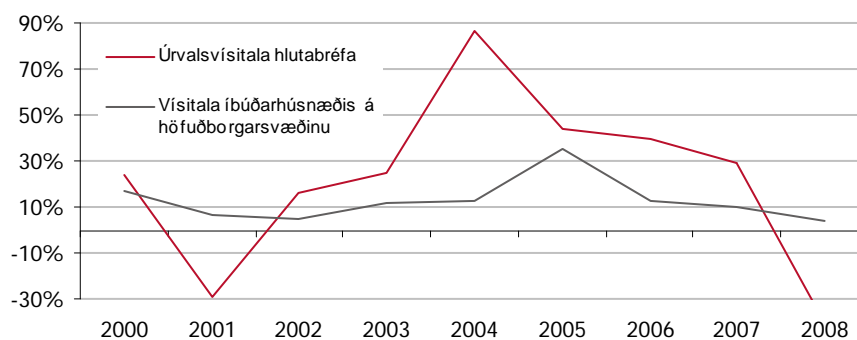


Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Ísland.

Lækkandi eignaverð og ört vaxandi kostnaður vegna lánsfjármögnunar dregur þó á heimilin

Nú er hinsvegar svo búið að lækkandi eignaverð hefur veikt eignastöðu heimilanna á sama tíma og aukin verðbólga og gengislækkun krónunnar hafa aukið skuldirnar. Lunginn af eignum landsmanna er bundinn í húsnæði en húsnæðisverð hefur lækkað það sem af er ári og viðbúið er að húsnæðisverðið muni einnig lækka á næsta ári. Þá hefur neikvæð efnahagsþróun undanfarinna mánaða einnig sett strik í eignareikning heimilanna á skuldahliðinni en ljóst er að hvorki mikil verðbólga né gengisfall krónunnar hjálpa heimilunum sem eru með um það bil 86% lána sinna verðtryggð og 13% lána sinna gengisbundinn. Eins og segir í yfirskrift þessarar skýrslu þá sannast þrekið í þolraun. Sterk eignastaða heimilanna gerir það að verkum að heimilin búa yfir miklu þreki enda er staða heimilanna afar góð eftir örur efnahagsframfarir og mikinn vöxt undangenginna ára.

8. mynd: Próun eignaverðs (% breyting milli ársmeðaltala, spá Greiningar Glitnis fyrir árið 2008)

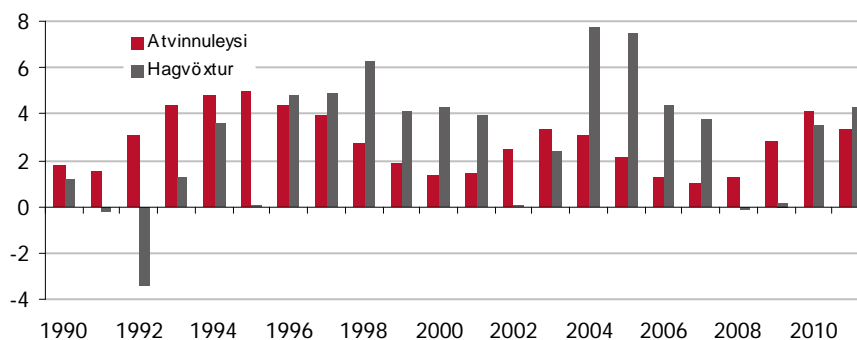


Heimildir: Kauphöll OMX Nasdaq á Íslandi, Fasteignamat ríkisins og spá Greiningar Glitnis.

Þrengingar framundan á vinnumarkaði

Íslenskur vinnumarkaður hefur verið mjög þaninn undanfarin misseri en nú bendir allt til þess að úr þeirri þenslu sé að draga. Þrátt fyrir að atvinnuleysi sé enn afar lágt er það farið að aukast. Hratt dregur úr komu erlends vinnuafls til landsins og merki eru um flutning þeirra af landi brott. Jafnframt virðist hratt draga úr hækkun launa umfram kjarasamninga. Viðsnúningur virðist hafa átt sér stað á sumarmánuðum þar sem fyrirtæki hafa mætt hækkandi kostnaði og samdrætti í eftirspurn með því að draga úr fjölda starfsfólks, bæði í gegnum starfsmannaveltu og með uppsögnum. Enn sem komið er virðist þó vera til staðar talsverð spurn eftir vinnuafli sem kemur fram í því að þeir sem missa vinnuna geta flestir horfið til annarra starfa.

9. mynd: Atvinnuleysi sem hlutfall af vinnuafli og hagvöxtur (%) (2008–2010: spá Greiningar Glitnis)



Heimildir: Hagstofa Íslands og Vinnumálastofnun.

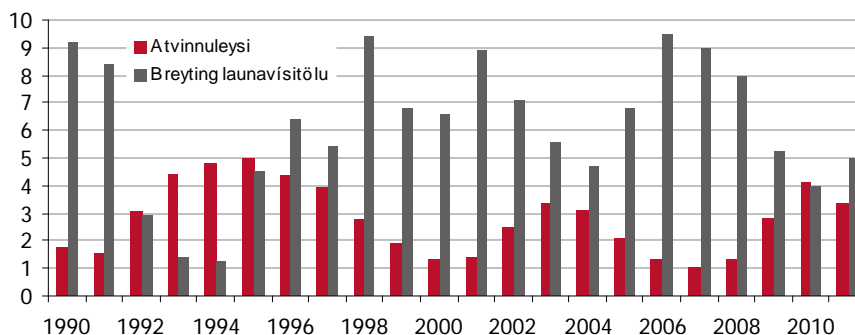
Það dregur úr þenslu á vinnumarkaði...

... og nú mun reyna á sveigjanleika hans

Atvinnuleysi mun aukast...

Ljóst er að nú reynir á sveigjanleika vinnumarkaðarins þar sem vinnuaflið þarf að færast úr greinum sem tengjast innlendri neyslu og fjárfestingu yfir í útflutningsgreinarnar. Þegar líður á veturinn sem nú fer í hönd og fram á árið 2009 má þó reikna með að það dragi úr framboði starfa og erfiðara verði fyrir fólk að finna nýja vinnu. Við eigum von á að atvinnuleysi muni aukast nokkuð á spátímabilinu, vera 1,3% á þessu ári, tæplega 3% á árinu 2009 og ná hámarki í ríflega 4% á árinu 2010. Jafnframt eigum við von á að erlent vinnuafl sem hingað hefur leitað undanfarið ár muni að miklu leyti hverfa til annarra landa þar sem meiri vinnu er að hafa.

10. mynd: Próun launa (% hækkun milli ára) og atvinnuleysis (% af mannafla) (2008-2011: Spá Greiningar Glitnis)



Heimildir: Hagstofa Íslands og Vinnuálastofnun.

... og draga mun úr launahækkun

Óvissa ríkir um verðlagsforsendur kjarasamninga en við reiknum með hóflegri nafnlaunahækkun ásamt raunhæfum aðgerðum stjórnvalda

Ólíklegt er að sú mikla launahækkun sem átt hefur sér stað undanfarin ár muni endurtaka sig í bráð. Við gerum ráð fyrir að laun verði að meðaltali 8% hærrí í ár en árið 2007. Á næstu árum eigum við von á minni launahækkun milli ára eða ríflega 5% 2009 og 4% árið 2010. Mesta óvissa um launapróun tengist forsendu gildandi kjarasamninga um verðlagsþróun en þegar er ljóst að sú forsenda er brostin. Launaliður kjarasamninganna er uppsegjanlegur og framhaldið því umvafið óvissu. Svipaðar aðstæður hafa komið upp tvisvar sinnum á þessum áratug þar sem verðlagsforsendur kjarasamninga hafa ekki staðist. Við teljum líklegast að málið verði leyst með svipuðum hætti og í þessi fyrri tvö skipti, þ.e. með hóflegri hækkun nafnlauna og með aðgerðum stjórnvalda til að styðja við þá sem erfiðast eiga uppdráttar hverju sinni. Að þessu sinni teljum við líklegt að hækkun nafnlauna verði hófleg en að farið verði í aðgerðir til að sporna gegn langvinnu atvinnuleysi. Þá er ekki ólíklegt að einnig verði horft til þeirra sem lenda í greiðsluferfiðleikum með lán sín vegna mikillar hækkunar verðtryggðra lána í kjölfar verðbólguþröskots.

Talsverður vöxtur samneyslu

Samneysla mun verða talsverð áfram

Opinber umsvif hafa aukist mikið undanfarin ár. Afkoma hins opinbera hefur verið góð og hið opinbera skilað myndarlegum tekjuafgangi frá árinu 2003. Góða afkomu hins opinbera má einkum skýra með vexti skatteigna umfram gjöld, en tekju- og veltutengdir skattar hafa aukist mikið í uppsveiflu síðustu ára. Útgjöld hafa þó aukist allmikið á sama tíma, og aðhald hins opinbera verið ónógt að okkar mati. Samneysla hins opinbera jókst um 4,2% á síðasta ári sem var heldur meiri aukning en síðustu tvö árin á undan þegar hún jókst um 3,5% og 4,0%. Sem hlutfall af landsframleiðslu var samneyslan í fyrra þó svipuð og síðustu þrjú ár eða 24,5%.

Vöxtur samneyslu verður í grófum dráttum í takti við vöxt landsframleiðslu

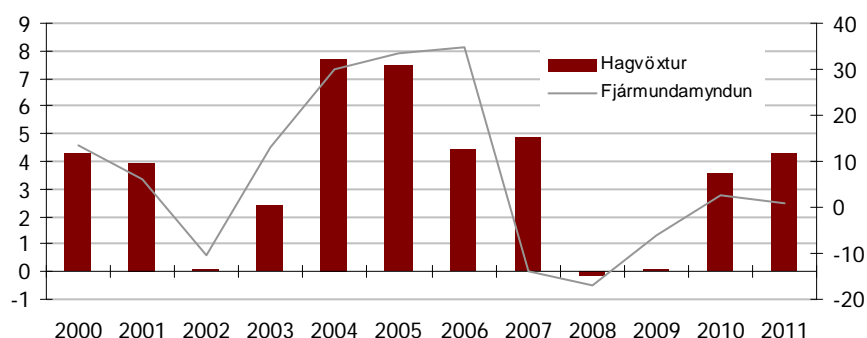
Við reiknum með að vöxtur samneyslu á spátímanum verði í grófum dráttum í takti við hagvöxt og að hlutfall hennar af landsframleiðslu verði svipað og síðustu ár. Við gerum ráð fyrir að afkoma hins opinbera versni á fyrri hluta spátímans vegna minni umsvifa í hagkerfinu og lækkun skatta, á sama tíma og útgjöld aukast, s.s. vegna mótvægisáðgerða ríkisins og meiri tilfærsluútgjalda eftir því sem atvinnulausum fjölga. Líklegt er að halli verði á ríkissjóði verulegan hluta spátímabilsins, en á móti kemur að skuldastaða ríkissjóðs er nú mjög hagstæð og hefur hann því umtalsverða burði til að mæta hallarekstri án þess að hreinar skuldir aukist úr hófi.

Fjárfesting dregst hratt saman

Mikill samdráttur í fjárfestingu í kjölfar loka stóriðjuframkvæmda

Umsvifin sem hafa fylgt stóriðjuframkvæmdum undanfarinna ára hafa verið einn megindrífkraftur þess háa fjárfestingastigs sem hefur verið í hagkerfinu síðustu misserin. Samdráttur í fjárfestingu í kjölfar loka stóriðjuframkvæmda kemur engum á óvart enda ljóst að viðlíka fjárfestingarstig og hefur verið síðustu ár myndi ekki haldast til langframa. Það sem var hinsvegar ekki fyrir séð var lausafjárkrísan, en nú er ljóst að áhrif hennar á fjárfestingar hér landi verða bæði langvinn og djúp.

11. mynd: Þróun hagvaxtar (v. ás) og breytingar fjármunamyndunar (h. ás) (%)



Heimild: Hagstofa Íslands.

Hafnar eru framkvæmdir í Helgúvík og álframléiðsla mun hefjast þar árið 2010

Hafnar eru framkvæmdir við nýtt álver í Helgúvík. Gert er ráð fyrir að framleiðsla áls hefjist þar haustið 2010. Framkvæmdin í Helgúvík nægir þó ekki ein og sér til að halda uppi fjárfestingastigi atvinnuvega en við gerum ekki ráð fyrir að aðrar stóriðjuframkvæmdir verði umfangsmiklar á spátímabilinu. Þá reiknum við einnig með að lausafjárkrísan setji strik í reikninginn hvað varðar umfang fjárfestinga næstu misserin. Áhrif lausafjárkrísunnar eru þau að háir innlendir vextir eru nær það eina sem er á boðstólum fyrir þá sem sækjast eftir lánsfé. Við reiknum með að fjárfesting atvinnuveganna muni dragast umtalsvert saman á þessu ári og því næsta. Hækkandi fjármagnskostnaður, lakara aðgengi að lánsfé, lækkandi eignaverð og samdráttur einkaneyslu dregur úr fjárfestingu atvinnuveganna um þessar mundir. Við reiknum með að samdráttur þessi standi fram á árið 2010. Við gerum ráð fyrir að fjárfesting muni aukast á ný á seinni hluta spátímabilsins þegar rofað hefur til á alþjóðlegum lánsfjármörkuðum og hjól efnahagslífsins eru farin að snúast á nýjan leik.

Samdráttur framundan í íbúðarfjárfestingu

Hraður vöxtur íbúðarfjárfestingar var á liðnum árum

Hröð aukning hefur verið í fjárfestingu í íbúðarhúsnæði undanfarin ár. Árlegur meðalvöxtur íbúðarfjárfestingar hefur verið tæplega 21% frá árinu 2004. Fjárfesting hefur verið mikil í íbúðarhúsnæði bæði sem hlutfall af landsframleiðslu og sem fjöldi nýrra íbúða á móti árlegri íbúðarþörf.

En uppsveiflan er búin í bili og margt veldur

Einn helsti drifkraftur mikillar íbúðarfjárfestingar undanfarinna ára hefur verið hröð verðhækkun íbúðarhúsnæðis en verð íbúða á höfuðborgarsvæðinu hefur hækkað um að meðaltali 20% á ári frá árinu 2004 til loka síðasta árs.

Nú er hinsvegar útlit fyrir að þessari miklu uppsveiflu íbúðamarkaðarins sé lokið í bili. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði hefur dregist saman um 30% á fyrri helmingi ársins og á sama tíma hefur nafnverð íbúða staðið í stað. Það sem veldur er samspil margra þátta en minnkandi kaupmáttur, hækkun fjármagnskostnaðar, lakara aðgengi að lánsfé, væntingar um lækkun íbúðarverðs og minna atvinnuöryggi er síst til þess fallið að auka spurn eftir íbúðum. Á sama tíma og eftirspurnin er á undanhaldi hefur framboð íbúðarhúsnæðis aldrei verið meira – bæði á nýju og notuðu húsnæði.

Verðlækkun húsnæðis virðist óhjákvæmileg

Verðlækkun virðist óhjákvæmileg. Við gerum ráð fyrir áframhaldandi samdrætti í fjárfestingu íbúðarhúsnæðis fram til loka næsta árs og lækkun húsnæðisverðs á sama tímabili. Á seinni hluta spátímans hækkar íbúðaverð að nýju samhliða því sem fjárfesting í íbúðarhúsnæði eykst enda hefur lánsfjárframboð þá aukist og atvinnuástand batnað.

12. mynd: Spá um þróun fjármunamyndunar

	Ma. kr. Árið 2007	Breyting frá fyrra ári (%)			
		2008s	2009s	2010s	2011s
Atvinnuvegafjárfesting	213	-23,8	-10,4	5,8	0,7
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	91	-22,1	-14,3	0,4	4,6
Fjárfesting hins opinbera	48	18,6	13,5	-2,7	-2,0
Fjármunamyndun alls	352	-17,3	-6,9	2,6	1,0

Á móti vegur aukning opinberrar fjárfestingar

Sveiflujöfnun felst í aukinni opinberri fjárfestingu

Tímabil mikils halla á utanríkisviðskiptum er á enda runnið

Breytt samsetning viðskiptajafnaðar gerir túlkun talna greiðslujafnaðar snúnari

Verulegur bati sést á vöruskiptum við útlönd

Minnkandi vöruskiptahalla var að hluta fyrirjábanlegur...

... en lánsfjákrísan hefur bætt um betur ásamt gengisfalli krónu og verðbóluskoti

Mótvægi í opinberri fjárfestingu

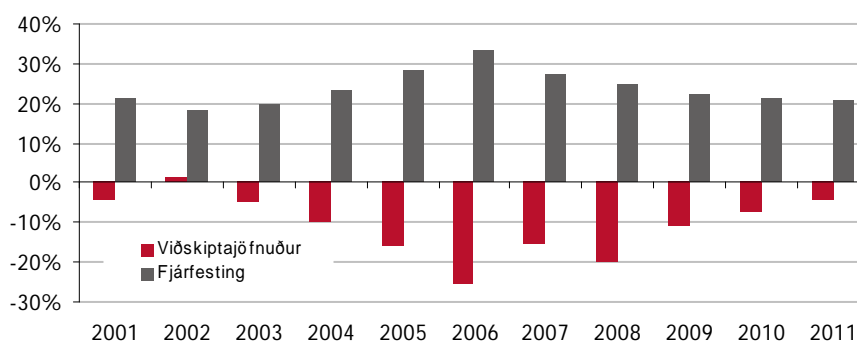
Á sama tíma og fjárfesting atvinnuveganna og íbúðarfjárfesting dragast saman mun hið opinbera leggja í. Flest bendir nú til þess að hið opinbera ætli að nota það rými sem nú hefur myndast í hagkerfinu fyrir opinberar framkvæmdir. Í slíkum aðgerðum felst ákveðin sveiflujöfnun í hagkerfinu. Stórar samgönguframkvæmdir hafa verið færðar til og koma til framkvæmda fyrr en áætlað var. Fjárfesting hins opinbera nær þó ekki að vega upp áhrif samdráttar í fjárfestingu á öðrum sviðum. Þá ber einnig að hafa í huga að samdráttur í hagkerfinu hefur enn fremur áhrif á fjárfestingagetu og -vilja hins opinbera í gegnum skertar tekjur en á komandi misserum má ætla að dragi úr tekjum ríkissjóðs, sérstaklega í forni skatta sem eru hagsveiflukenndir, s.s. innflutningstolla og -gjalda og virðisaukaskatts.

Betra jafnvægi á utanríkisviðskiptum

Undanfarin ár hefur halli á utanríkisviðskiptum verið mikill. Er það ein af helstu birtingarmyndum þess ójafnvægis sem einkennt hefur hagkerfið í uppsveiflunni sem staðið hefur yfir undanfarin fimm ár en er nú á enda runnin. Samfara geysihröðum vexti erlendra eigna og skulda hefur samsetning viðskiptajafnaðarinnar einnig breyst mikið. Fjármagnstekjur og fjármagnsgjöld innan þáttatekujafnaðar hafa þannig orðið veigamiklir liðir í þróun viðskiptajafnaðar á undanförunum árum, en fyrir uppsveifluna 2003 voru þessir liðir smáir í samanburði við tekjur og gjöld af vöru- og þjónustuviðskiptum. Breytt samsetning viðskiptajafnaðar hefur líka gert túlkun greiðslujafnaðartalna Seðlabankans snúnari þar sem mikið flókt hefur einkennt einstaka liði þáttatekujafnaðar og á tíðum er óljóst hvað býr að baki.

Verulegur bati hefur orðið á vöruskiptum við útlönd það sem af er ári eftir mikinn vöruskiptahalla árin á undan. Ýmsir þættir skýra þennan mikla halla undanfarinna ára. Ber þar fyrst að nefna gífurlega mikinn innflutning fjárfestingarvara vegna uppbyggingar í orkufrekum iðnaði og mikillar fjárfestingar í atvinnu- og íbúðarhúsnæði. Einnig varð hröð kaupmáttaraukning, greiður aðgangur að ódýru lánsfé og hátt gengi krónu til þess að kaup almennings á bílum og varanlegum neysluvörum á borð við húsbúnað og raftæki uxu hratt, en þessar vörur eru nær alfarið innfluttar hér á landi. Síðast en ekki síst varð sterk króna til þess að gera útflutningsfyrirtækjum erfitt fyrir vegna rýrrar samkeppnisstöðu á alþjóðamörkuðum og hefur það væntanlega hamlað vexti útflutnings töluvert.

13. mynd: Þróun og spá um vöruskiptajöfnuð og fjárfestingu í hlutfalli við VLF



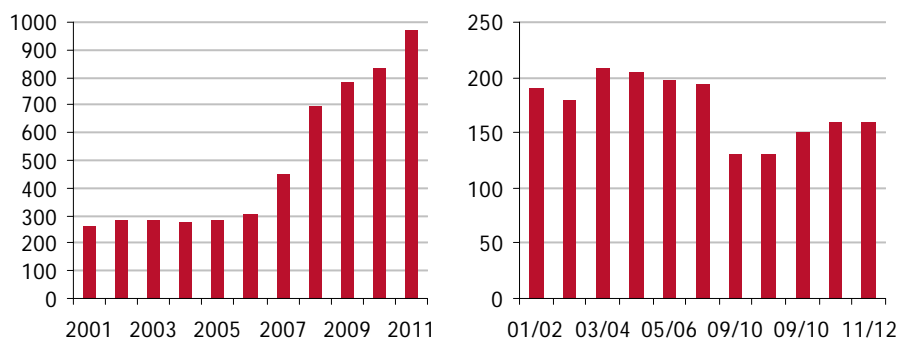
Heimild: Hagstofa Íslands.

Minnkandi vöruskiptahalli í lok stóriðjuframkvæmda var fyrirjábanlegur þar sem í stað innflutnings á fjárfestingarvörum kemur stóraukinn útflutningur áls. Einnig mátti gera því skóna að innflutningur varanlegrar neysluvöru myndi minnka á ný, enda bílafloki landsmanna býsna ungur, og tækjakostur og húsbúnaður nýlegur að jafnaði. Við þetta hafa hins vegar bæst margháttuð áhrif hinnar alþjóðlegu lánsfjákræppu sem geisað hefur í rúmt ár. Gengi krónu lækkaði mikið frá áramótum og raungengi er að mati okkar töluvert undir jafnvægisgildi. Samkeppnisstaða íslensks atvinnulífs er því tiltölulega sterk, hvort sem um er að ræða útflutningsgreinar eða þá geira sem eru í samkeppni við innflutta vöru og þjónustu. Greiður aðgangur fyrirtækja og heimila að hagstæðu lánsfé heyrir hins vegar sögunni til, auk þess sem gengisfall krónu og verðbóluskoti í kjölfarið hefur dregið úr kaupmætti launa og aukið greiðslubyrði af erlendum jafnt sem verðtryggðum lánnum. Ljóst virðist því að innflutningur neyslu- og fjárfestingarvara mun verða verulega minni á komandi misserum en raunin hefur verið undanfarin ár.

Álútlutningur eykst og áframhaldandi aukning er fyrirsjáanleg

Frá og með apríl síðastliðnum hefur aukin framleiðslugeta hérlendra álvera verið að fullu starfhæf. Lætur nærri að nú séu framleidd 65 þúsund tonn áls hérlendis í mánuði hverjum, sem jafngildir u.þ.b. 780 þúsund tonna framleiðslugetu á ári. Útlit er fyrir að enn muni framleiðslan aukast á næstu árum. Framkvæmdir við nýtt álver Norðuráls í Helguvík eru nýhafnar og er áætlað að fyrri áfangi þess taki til starfa árið 2010. Mun framleiðslugeta hans verða u.þ.b. 150 þúsund tonn á ári, en fullbyggt mun álverið anna 250 þúsund tonna framleiðslu áls ár hvert. Auk þess stefnir Rio Tinto Alcan að því að auka framleiðslugetu álversins í Straumsvík um 35 þúsund tonn á ári og mun sú stækkun komast í gagnid í upphafi nýs áratugar. Verður þá heildarframleiðslugeta álvera hér á landi orðin ríflega 970 þúsund tonn á ári, en til samanburðar voru framleidd hér á landi 446 þúsund tonn áls árið 2007.

14. mynd: Útlutningur áls í þúsundum tonna á ári (vinstri mynd) og úthlutaður þorskkvóta eftir fiskveiðiárum í þúsundum tonna (hægri mynd). 2008-2011: Spá Greiningar Glitnis



Heimildir: Hagstofa Íslands, Fiskistofa og útreikningar Greiningar Glitnis.

Skertur þorskkvóti mun enn um sinn halda aftur af sjávarútvegi...

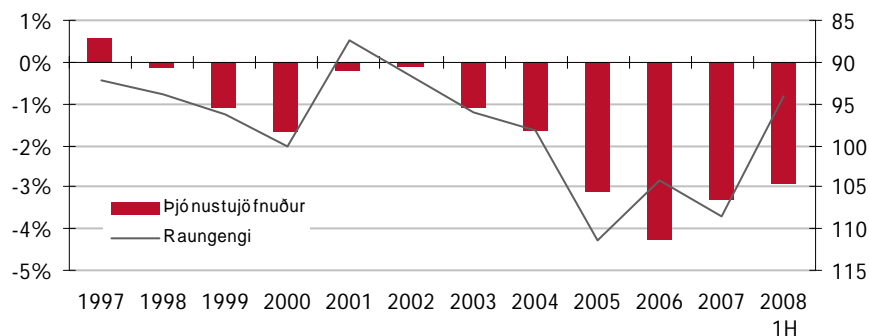
... en hátt afurðaverð og hagstætt gengi vegur á móti

Þjónustujöfnuður batnar í kjölfar gengisveikingar krónu

Íslenskur sjávarútvegur varð fyrir talsverðu áfalli þegar ákveðið var að skera niður þorskkvóta um liðlega 30% á fiskveiðiárinu sem lauk í ágústlok. Nú liggur fyrir að þorskkvótinn verður hinn sami á yfirstandandi fiskveiðiári og því síðasta og að leyfilegur heildarafli í ýmsum öðrum nytjategundum verður nokkru minni en í fyrra. Því verður á brattann að sækja fyrir sjávarútveginn næsta kastid, en á móti vegur að afurðaverð hefur haldist hátt og lágt gengi krónu nú um stundir bætir samkeppnisstöðu íslensks sjávarútvegs. Ef lengra er horft fram á veg gerum við ráð fyrir að leyfilegur heildarafli muni aukast hægt og bitandi ár frá ári, þótt óvarlegt sé að gera ráð fyrir verulegum bata í þeim efnium.

Þjónustuviðskipti við útlönd hafa að umsvifum verið nokkurn veginn hálfdrættingur á við vöruviðskipti undanfarin ár. Halli á þjónustuviðskiptum virðist hafa talsverða fylgni við gengi krónu, sem er eðlilegt í ljósi þess að bæði leiðir hærra raungengi til verri samkeppnisstöðu íslenskra þjónustufyrirtækja í samkeppni við erlend, og eins hvetur sterk króna Íslendinga til ferðalaga í hlutfallslega ódýrum útlöndum og færir útlendinga frá heimsóknum til hins dýra Íslands. Þegar má merkja talsverðan viðsnúning til hins betra í þjónustujöfnuði í kjölfarið á gengislækkun krónu og teljum við allar líkur á að halli á þjónustujöfnuði verði lítill á næstu misserum. Afgangur var á þjónustujöfnuði um og upp úr miðjum tíunda áratug síðustu aldar og svo aftur í kjölfar gengislækkunar krónu 2001. Þá, líkt og nú, var raungengi talsvert undir meðaltali síðustu áratuga.

15. mynd: Þjónustujöfnuður (% af VLF, v. ás) og raungengi krónu m.v. hlutfallslegt verðlag (h. ás)



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands og útreikningar Greiningar Glitnis.

Halli á þáttatekjum er þrálátasti hluti viðskiptahallans

Þrálátur halli í þáttatekjum

Sá hluti viðskiptahallans sem reynast mun þrálátastur er halli á þáttatekjum. Þótt vöxtur erlendra eigna Íslendinga hafi verið hraður frá síðustu aldamótum hafa skuldirnar vaxið hraðar. Samkvæmt opinberum tölum Seðlabankans var hrein staða þjóðarbúsins við útlönd neikvæð um 2.095 ma.kr. um mitt þetta ár, en til samanburðar var þessi tala 459 ma.kr. í ársbyrjun 2001. Rétt er þó að taka hinum opinberu tölum með nokkrum fyrirvara, enda er í þeim ekki tekið tillit til þess munar sem kann að vera á bókfærðu verði fjárfestinga og raunverulegu virði þeirra. Starfsmenn Seðlabankans birtu í grein í Peningamálum fyrr á árinu endurmat á beinni erlendri fjárfestingu þar sem sú rökstudda skoðun var sett fram að hrein erlend staða kynni að hafa verið mun hagstæðari fram á síðasta haust en opinberar tölur bankans sýndu. Ástæðan var sú að bein fjárfesting var færð á bókfærðu verði í reikningum bankans og endurspeglaði ekki raunverulegt virði þeirra. Síðan þá hafa erlendar fjárfestingar Íslendinga átt undir högg að sækja og er líklegt að raunveruleg staða nú sé nær opinberu tölunum en áður.

Þáttatekjuhalli er líklegur til að vara út spátímabilið og skýra nær allan viðskiptahallann

Mikið flökt hefur verið á niðurstöðutölu þáttatekjujafnaðar undanfarin misseri og því ekki heiglum hent að átta sig á hver þróunin kann að verða á næstunni. Þó virðist sýnt að halli á þáttatekjum verði verulegur út spátímabilið, og muni þegar fram í sækir skýra nær allan viðskiptahallann við útlönd. Erlendar skuldir í formi lána og skuldabréfa eru nú ríflega 4.000 mö.kr. hærrí en eignir af sama tagi, enda hefur talsverður hluti erlendar lántöku verið notaður til að fjármagna beina fjárfestingu og kaup á hlutafé. Útlit er fyrir að vaxtakjör erlendis muni verða tiltölulega óhagstæð á næstunni, jafnvel þótt grunnvextir í ýmsum myntum hafi lækkað. Því veldur veruleg hækkun vaxtaálags sem er fylgifygur alþjóðlegu lánsfjárekppunnar. Þessi hækkun síast væntanlega inn í fjármögnunarkjör íslenskra fyrirtækja eftir því sem þau þurfa að endurnýja skuldir sínar. Á sama tíma mun ávöxtun hlutafjár og arðsemi beinnar fjárfestingar erlendis að öllum líkindum verða fremur rýr á komandi mánuðum og er það sömuleiðis af völdum lánsfjárekppunnar. Þegar frá líður og lánsfjárekppunni linnir gerum við þó ráð fyrir að arðsemi fjárfestinga Íslendinga í útlöndum sækji í sig veðrið að nýju og að ávöxtun og vaxtatekjur af erlendum eignum muni vega upp vaxtagjöld af erlendum skuldum og gott betur.

Vaxtakjör erlendis munu vera óhagstæð eitthvað áfram...

... og ávöxtun hlutafjár og beinnar fjárfestingar fremur rýr

Á heildina litið spáum við því að viðskiptahalli verði verulegur á þessu ári, enda reyndist hann tæp 27% af vergri landsframleiðslu (VLF) á fyrri hluta ársins. Spáum við að halli á utanríkisviðskiptum reynist tæp 20% af VLF á þessu ári. Að mati okkar mun síðan draga hratt úr viðskiptahalla og gerum við ráð fyrir tæplega 11% halla í hlutfalli við VLF á næsta ári og að hlutfallið verði komið niður fyrir 5% í lok spátímans. Viðskiptahalli sem er jafn eða minni en nafnvöxtur landsframleiðslu er sjálfbær í þeim skilningi að hann leiðir að öðru jöfnu ekki til þess að neikvæð erlend staða þjóðarbúsins sem hlutfall af VLF hækkar. Á þann kvarða stefnir viðskiptahallinn í að verða sjálfbær í upphafi nýs áratugar, þótt vissulega væri mun æskilegra væri að hann yrði enn minni svo auðnast mætti að draga úr erlendum skuldum þjóðarbúsins.

Viðskiptahalli verður mikill framan af en mun minnka hratt á spátímabilinu

Krónan veik enn um sinn

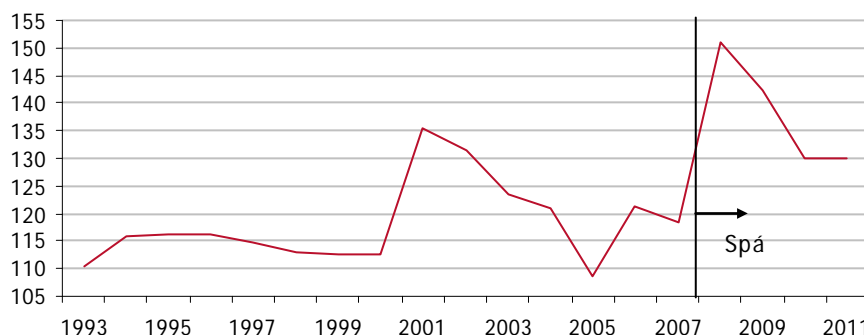
Gengi krónu ræðst af erlendum kröftum fremur en innlendum um þessar mundir

Gengisþróun íslensku krónunnar hefur ráðist af framvindu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum fremur en þjóðhagslegum drifkröftum síðustu misserin. Óhagstæð skilyrði á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, skert aðgengi að erlendu láns- og lausafé, sem valdið hefur þrengingum á innlendum gjaldeyrisskiptamarkaði, ásamt lítilli áhættulyst innlendra sem erlendra fjárfesta hefur dregið úr innstreymi fjármagns og stuðlað að gengislækkun krónunnar síðust mánuði. Frá því að alþjóðlega lánsfjákrísan hófst um mitt síðasta ár hefur gengi krónunnar lækkað um þriðjung. Þar af hefur gengi krónunnar lækkað um 29% á þessu ári og hefur krónan aldrei verið jafn veik og í september, ef miðað er við gengisvísitölu.

Búast má við áframhaldandi þrýstingi á krónuna

Við spáum að gengisþróun ráðist enn um sinn af aðstæðum á erlendum láns- og lausafjármörkuðum, og að krónan styrkist ekki að ráði fyrr en skilyrði batna á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og aðgengi innlendra fjármálastofnana að erlendu lánsfé hefur aukist á ný. Þó svo að við reiknum með að það eigi sér stað á næsta ári er í raun ógjörningur að tímasetja slíkt með nokkurri vissu. Þá skapar einnig óvissu að erlendir fjárfestar eru með stórar stöður í stuttum ríkisbréfum til að komast í háa innlenda ávöxtun og stórir krónubréfagjalddagar eru handan við hornið. Það sem eftir lifir árs falla krónubréf að nafnvirði 64 ma.kr. á gjalddaga að viðbættum vöxtum og á 1. fjórðungi næsta árs eru tæpir 129 ma. krónubréfa á gjalddaga. Við eigum þó ekki von á að þeir setji frekari þrýsting á gengi krónu þar sem áhrif gjalddaganna hafa að líkindum þegar verið verðlögd að verulegu leyti á gjaldeyrismarkaði. Því til viðbótar dregur úr gjaldeyrisútlæði vegna minnkandi halla á vöru- og þjónustuviðskiptum.

16. mynd: Spá Greiningar Glitnis fyrir þróun gengisvísitalu erlendra gjaldmiðla, ársmeðaltöl



Heimildir: Seðlabanki Íslands og spá Greiningar Glitnis.

Við teljum líklegt að gengisvísitalan verði að meðaltali í grennd við gildið 160 út árið

Krónan mun taka við sér á næsta ári

Stýrivextir verða háir enn um sinn enda verðbólga mikil

Í kjölfar lánsfjákrísunnar er virkni peningastefnunnar mun meiri en verið hefur um hríð ...

... og hratt dregur úr eftirspurn

Seðlabankinn mun hefja vaxtalækkunarferli sitt á 1. fjórðungi næsta árs

Að þessum forsendum gefnum spáum við því að gengisvísitalan verði í grennd við gildið 160 að meðaltali það sem eftir lifir árs. Þá reiknum við með því að krónan styrkist á næsta ári eftir því sem aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum batna og áhættulyst fjárfesta eykst samhliða því sem dregur úr ytra ójafnvægi í þjóðarbúskapnum og hagvaxtarhorfur glæðast. Við reiknum með að gengi krónu hækki um 20% á næsta ári og að Bandaríkjadalur standi í 70 krónum og evran í 99 krónum í lok árs 2009. Þá reiknum við með að gengisvísitalan verði í grennd við 130 á síðari hluta spátímans. Er það lítilliga undir því sem við teljum vera jafnvægisgildi vísitölunnar. Ástæðan fyrir því er aukinn þróttur í hagkerfinu og vaxandi vaxtamunur við útlönd.

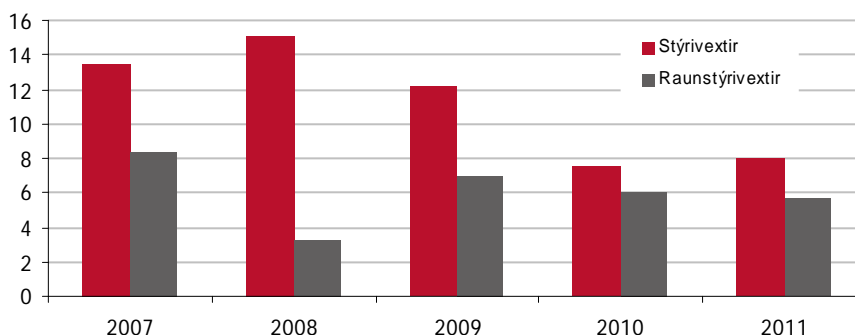
Stýrivextir ekki lækkaðir fyrr en á næsta ári

Bankastjórn Seðlabankans tilkynnti þá ákvörðun sína að halda stýrivöxtum óbreyttum í 15,5% hinn 11. september síðastliðinn m.a. til að varna víxlverkun verðlags, launa og gengis krónunnar. Verðbólga hefur verið yfir 2,5% verðbólguþröngmiði Seðlabanka Íslands frá vormánuðum ársins 2004 og yfir 4% efri þolmörkum bankans samfelld í heilt ár. Bankastjórn Seðlabankans hefur hækkað stýrivexti sína um ríflega 10 prósentur á rúmum 4 árum, þar af um 1,75 prósentur frá áramótum, til að koma böndum á verðbólgu og verðbólguvæntingar. Stýrivextir eru 15,5% og hafa aldrei verið hærri hér á landi. Þrátt fyrir öra vaxtahækkun síðustu missera mælist verðbólga nú 14,5% og hefur ekki verið meiri í 18 ár.

Greitt aðgengi að erlendu lánsfé í uppsveiflu síðustu ára og aukin samkeppni á markaði með húsnæðislán hafa meðal annarra þátta gert það að verkum að stýrivextir Seðlabankans hafa reynt fremur bitlaust vopn í baráttunni við verðbólgu þar til nýlega. Ein af afleiðingum alþjóðlegru fjármálakrísunnar, sem hefur m.a. haft í för með sér skert aðgengi að erlendu láns- og lausafé hér á landi, er að virkni peningastefnunnar hér á landi hefur breyst í þá veru að áhrif vaxta á innlenda eftirspurn eru nú mun meiri en hefur verið um langa hríð. Þegar eru komnar fram vísbendingar um að farið sé að hægja á vexti innlendar eftirspurnar og ber þess merki á húsnæðismarkaði, í atvinnuleysistölum, í kortaveltutölum, nýskráningum bifreiða og væntingum neytenda svo nokkuð sé nefnt. Nýlegar landsframleiðslutölur sýna þetta einnig glögglega. Raunar benda nýlegar hagtölur til hraðari kólnunar innlendar eftirspurnar en sérfræðingar Seðlabankans reiknuðu með í þjóðhagsspá þeirri sem bankinn birti í júlíbyrjun. Verðbólga hefur einnig reynt lífseigari en þar var spáð.

Við teljum að Seðlabankinn muni ekki hækka stýrivexti sína meira og að hann haldi þeim óbreyttum fram á 1. fjórðung næsta árs til að veita verðbólguvæntingum trausta kjölfestu. Þá reiknum við með nokkuð öru lækkunarferli vaxta á næsta ári samhliða því sem slaknar á vinnumarkaði, hægir á vexti innlendar eftirspurnar, gengi krónunnar hækkar, húsnæðisverð lækkar og verðbólguþrýstingur hjaðnar. Við spáum því að stýrivextir verði komnir í 9,5% í lok árs 2009 og fari lægst í 7,0% á árinu 2010. Þá mun Seðlabankinn hefja nýtt, hægjara ferli stýrivaxtahækkunar undir lok spátímans þegar hjól efnahagslífsins eru farin að snúast á nýjan leik. Við reiknum þó ekki með að vextir fari aftur í tveggja stafa tölu hér á landi í bráð.

17. mynd: Spá Greiningar Glitnis fyrir þróun stýrivaxta og raunstýrivaxta m.v. liðna 12 mán. verðbólgu



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands og spá Greiningar Glitnis.

Langtímavextir munu einnig lækka á næsta ári, sérstaklega óverðtryggðir

Langtímavextir munu einnig lækka þegar líður á spátímabilið samhliða lækkun stýrivaxta. Ávöxtunarkrafa á löngum verðtryggðum og óverðtryggðum bréfum litast af mikilli verðbólgu undanfarna mánuði. Hátt verðbólguálag kemur fram í lágri verðtryggðri körfu og hárrí óverðtryggðri kröfu. Við eigum von á leiðréttingu þar á og að væntingar um minni verðbólgu muni koma fram í nokkru meiri lækkun ávöxtunarkröfu á óverðtryggðum bréfum en verðtryggðum þegar líður á spátímabilið og það dregur úr verðbólgu og skammtímavextir lækka.

Verðbólguálag líður hjá

Gengislækkun krónu, uppsafnaður erlendur kostnaðarþrýstingur og verðhækkun hrávöru veldur skörpu verðbólguálagi

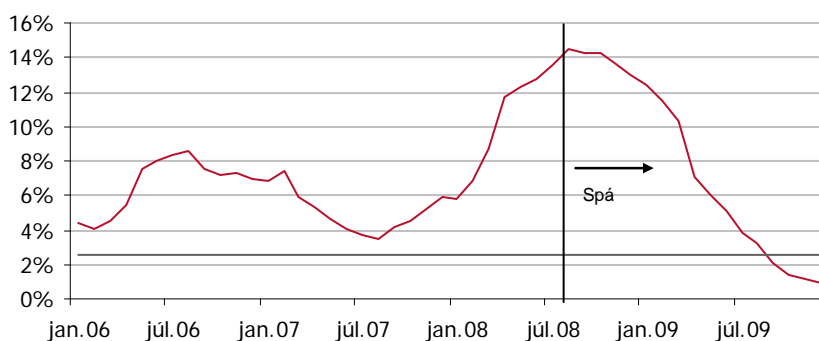
Mikil verðbólga hefur verið hér á landi á þessu ári en flest bendir til að um skammtinn verðbólguálag sé að ræða sem líður nokkuð hratt hjá. Skörp gengislækkun krónunnar á fyrri hluta ársins ásamt uppsöfnuðum innlendum kostnaðarþrýstingi og mikilli verðhækkun eldsneytis og hrávöru hefur verið lóð í sömu vogarskál og leitt til þessarar miklu verðbólgu. Verðbólgan í ágúst mældist 14,5% en líklegt er að toppnum á verðbólguálagnum hafi þar með verið náð. Engu að síður eigum við von á að verðbólga verði yfir 14% alveg fram á 4. ársfjórðung þessa árs en að hún taki að hjaðna fyrir árslok. Í upphafi ársins 2009 væntum við þess að verðbólga verði enn yfir 12% en að hún hjaðni hratt eftir því sem líður á árið. Við reiknum með að Seðlabankinn nái 2,5% verðbólguálagi sínu á 3. ársfjórðungi 2009 og að verðbólga nálgist 1% í lok þess árs. Á nýjum áratug reiknum við með að verðbólgan taki aðeins við sér á ný en verði í námunda við verðbólguálagi út spátímabilið.

Verðbólguálag mun þó líða nokkuð hratt hjá

Forsendur þessarar verðbólguálagspár eru m.a. að gengi krónunnar muni styrkjast þegar líður á næsta ár og að húsnæðisverð lækki. Við reiknum með um 8% lækkun nafnverðs húsnæðis til loka næsta árs og að gengisvísitalan muni standa á þeim tíma í 130 stigum. Hvað varðar endurskoðunarákvæði kjarasamninga reiknum við með að niðurstaðan verði samspil hóflegar nafnlaunahækkunar og aðgerða stjórnvalda til að tryggja aukið atvinnuöryggi og einhvers konar stuðning við efnaminni heimili. Sú ályktun byggir í raun á þeim niðurstöðum sem hafa fengist á þessum áratug þegar forsendur kjarasamninga hafa brostið.

Forsendur þess að verðbólguálagi líði hratt hjá eru nokkrar

18. mynd: Verðbólga (hækkun vísitölu neysluverðs yfir tólf mánuði)



Heimildir: Hagstofa Íslands og spá Greiningar Glitnis.

Án mikillar gengislækkunar væri verðbólga á Íslandi mun nær því sem gerist í viðskiptalöndunum

Seðlabankinn hefur undanfarið lýst áhyggjum af því hversu mikil innlend eftirspurn í hagkerfinu sé enn og bent á fremur myndarlegar hagvaxtartölur undanfarinna missera og lágt atvinnuleysi til stuðnings þeirri skoðun sinni að innlendir verðbólguþrýstingur sé enn verulegur. Í því ljósi er forvitnilegt að skoða samsetningu þeirrar háu verðbólgu sem nú mælist á ársgrundvelli. Undanfarna tólf mánuði hefur gengisvísitalan hækkað um hér um bil þriðjung. Við teljum að verðlagsáhrif gengisbreytinga séu á bilinu 35%-40%, og að þau skili sér að langmestu leyti á sex mánuðum. Að því gefnu má gera ráð fyrir að gengislækkun krónunnar undanfarið ár útskýri allt að 10% hækkun verðlags undanfarið ár. Mikil verðhækkun hefur einnig orðið á eldsneyti og mörgum hrávörum frá sama tíma í fyrra. Til að mynda hefur verð á bensíni á heimsmarkaði hækkað um 38% á tímabilinu, verð á hveiti um 19%, sykurverð um rúm 30% og verð á máis um tæp 40%. Þessi þróun endurspeglast í meiri verðbólguþrýstingi víðast hvar um heimsbyggðina. Í öllum helstu iðnríkjum hefur verðbólguhraði aukist, og mælist verðbólga þar á ársgrundvelli yfirleitt 1,5%-2,5% meiri nú en á sama tíma í fyrra. Vissulega eru áhrifaþættir verðbólgu margir og mismunandi meðal landa heims, en þó má ætla samkvæmt þessu, og með hliðsjón af vægi eldsneytis og matvöru í neysliverðsvísitölunni ásamt áhrifum á aðra liði, að verðhækkun eldsneytis og hrávöru orsaki a.m.k. 1,5% meiri verðbólgu nú en ella væri hér á landi. Það er því ljóst að án áhrifa af veikingu krónu. væri verðbólga hér á landi mun nær því sem gengur og gerist í okkar helstu viðskiptalöndum. Á móti má raunar benda á að líklega væri innlendir eftirspurnarþrýstingur talsvert meiri án þeirrar kaupmáttarskerðingar og íþyngingar á greiðslubyrði lána sem gengisveiking krónu og mikil verðbólga hefur kallað yfir íslensk heimili á undanförunum mánuðum.

Minni eftirspurn á spátímabilinu

Aðlögun hagkerfisins að jafnvægi verður hraðari en áður var spáð

Horfur í efnahagsmálum hafa breyst í þá veru að útlit er fyrir hraðari aðlögun hagkerfisins að jafnvægi en við reiknuðum með í spá okkar sem birt var í maí. Hraðar dregur úr einkaneyslu og fjárfestingu í íbúðarhúsnæði miðað við fyrri spá en á móti vegur að atvinnuvegafjárfesting virðist ætla að dragast minna saman en við reiknuðum með í maí. Þjóðarútgjöld munu dragast meira saman á þessu ári en við gerðum áður ráð fyrir. Á móti vegur að jöfnuður á utanríkisviðskiptum verður betri. Hraðari aðlögun utanríkisviðskipta nær þó ekki að vega upp meiri samdrátt þjóðarútgjalda.

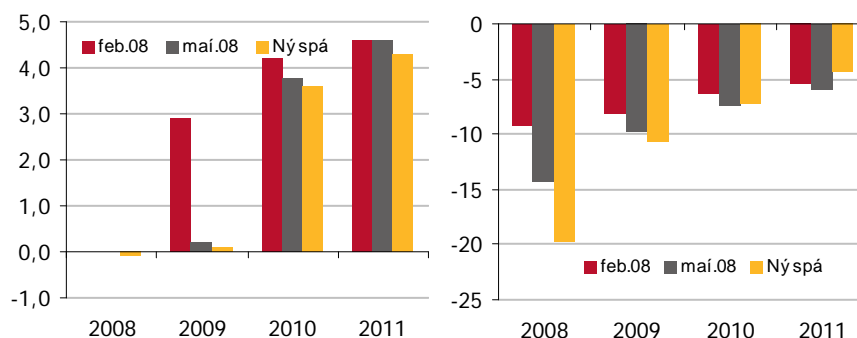
Spá okkar um landsframleiðslu á árinu er nær ábreytt frá í maí

Á þessu ári reiknum við því með 0,1% samdrætti landsframleiðslu á föstu verði samanborið við 0,0% í fyrri spá okkar. Spáin er því nánast óbreytt og eftir sem áður reiknum við með stöðnun landsframleiðslu á milli áranna 2007 og 2008. Á næsta ári eigum við von á áframhaldandi stöðnun landsframleiðslu og aðlögun hagkerfisins með samdrætti þjóðarútgjalda og bata á utanríkisviðskiptum með vörur og þjónustu. Þetta er svipað og í maíspá okkar. Á seinni hluta spátímabilsins reiknum við með að hjól hagkerfisins taki að snúast á ný en að vöxtur þess verði lítillega minni en við sögðum í fyrri spám ársins.

Við reiknum hins vegar með mun meiri viðskiptahalla en áður

Viðskiptajafnaðartölur fyrir 2. ársfjórðung þessa árs sýndu mun meiri viðskiptahalla á fyrri helmingi ársins en við gerðum ráð fyrir og munar þar mestu um tap af erlendra fjárfestingu. Þessar tölur leiða það af sér að við spáum nú mun meiri viðskiptahalla í ár en áður. Gerum við ráð fyrir hartnær 20% viðskiptahalla í ár sem hlutfall af landsframleiðslu. Sýn okkar á viðskiptahalla næsta árs er einnig lítillega dekkri en áður en mun bjartara er yfir nýjum áratug.

19. mynd: Spár Greiningar Glitnis um hagvöxt (%) eru á myndinni til vinstri en á myndinni til hægri eru spár um viðskiptajöfnuð (% af VLF)



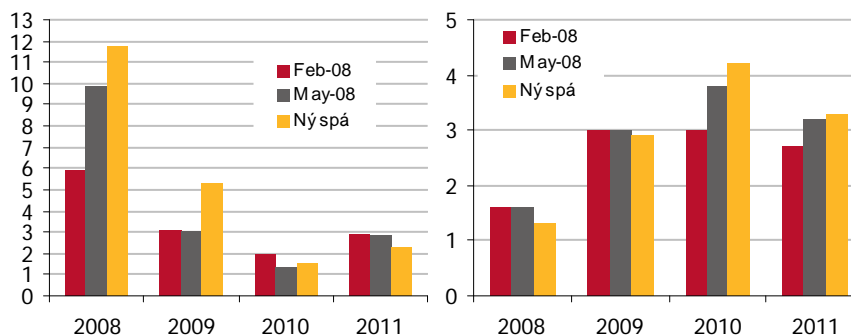
Við sjáum fyrir okkur meiri verðbólgu á þessu ári en í fyrri spá

Lengra er í að atvinnuleysi aukist

Verðbólga á þessu ári er meiri en við reiknuðum með í maíspá okkar. Það helgast að mestu af meiri gengislækkun krónunnar á 2. ársfjórðungi en við væntum, minni lækkun húsnæðisverðs og meiri hækkun eldsneytisverðs. Þessi þróun gerir það að verkum að verðbólga mælist meiri milli ára 2008 og 2009 en horfur eru svipaðar fyrir árin 2010 og 2011.

Atvinnuleysi verður minna á þessu ári en við spáðum í vor enda virðist enn vera nokkur eftirspurn eftir vinnuafli þrátt fyrir að víða sé verið að fækka starfsfólki. Á næsta ári spáum við litlu minna atvinnuleysi en við gerðum í vor en meira á síðari hluta spátímabilsins.

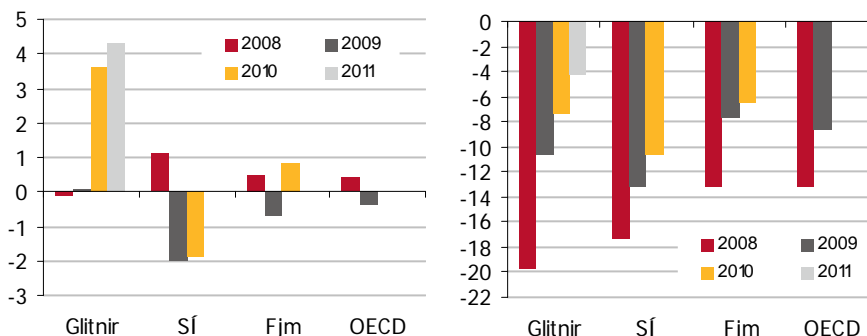
20. mynd: Spá Greiningar Glitnis um verðbólgu (%) er á myndinni til vinstri og um atvinnuleysi á myndinni til hægri (% af vinnuafli)



Við höfum dekkri sýn á hagvöxt þessa árs en lítum seinni hluta spátímabilsins bjartari augum en aðrir

Sýn okkar á hagvöxt þessa árs er nokkru dekkri en sýn Seðlabankans, fjármálaráðuneytisins og OECD enda spáum við ein samdrætti. Aðrir reikna með hagvexti í ár. Seðlabankinn á von á hægari aðlögun hagkerfisins að jafnvægi en við og að hagvöxtur verði ríflega 1% á þessu ári en að árin 2009 og 2010 verði samdráttarár með nálægt 2% árlegum samdrætti. Fjármálaráðuneytið og OECD reikna með að hagvöxtur muni lítið breytast á spátímabilinu og falla nokkuð nálægt núllinu.

21. mynd: Spár um hagvöxt (%) eru á myndinni til vinstri, en til hægri eru spár um viðskiptajöfnuð (% af VLF)



Heimildir: Seðlabanki Íslands, fjármálaráðuneytið, OECD og spá Greiningar Glitnis.

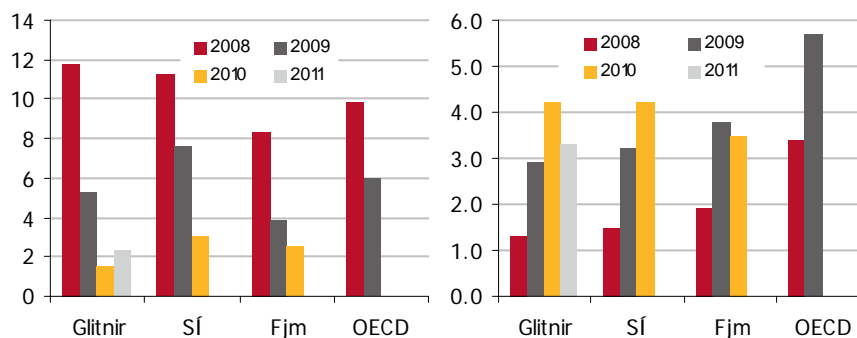
Við höfum einnig dekksta sýn á viðskiptahalla á þessu ári en væntum skjótari bata en aðrir

Sýn okkar á viðskiptahalla á þessu ári er einnig dekkri en annarra, sem verður þó að skoða í ljósi þess að við ein höfum birt nýja spá eftir birtingu þjóðhagsreikninga fyrir 2. ársfjórðung. Líklegt er að aðrir spáaðilar muni endurskoða spár um viðskiptahalla á árinu í sömu átt og við í nýrri spá. Hvað varðar sýn lengra fram í tímann þá er Seðlabankinn svartsýnastur á þróun viðskiptahalla, en fjármálaráðuneytið gerir ráð fyrir hraðari aðlögun í viðskiptum við útlönd og þáttatekjum en aðrir spáaðilar.

Við eigum einnig von á hraðari hjöðnun verðbólgu en aðrir

Verðbólguþrá okkar og Seðlabankans eru nýjastar. Þar er gert ráð fyrir 11%-12% verðbólgu á milli ára 2007 og 2008. Þegar líður á spátímabilið greinir þó verulega á milli. Við eigum von á hraðri aðlögun á næsta ári en bæði fjármálaráðuneytið og Seðlabankinn eiga von á að verðbólgan verði mun lengur að hjaðna.

22. mynd: Spár um verðbólgu (%) eru á myndinni til vinstri, en til hægri eru spár um atvinnuleysi (% af vinnuafli)



Heimildir: Seðlabanki Íslands, fjármálaráðuneytið, OECD og spá Greiningar Glitnis.

Sýn okkar og Seðlabankans á atvinnuleysi er nokkuð svipuð

Spá okkar og Seðlabankans um atvinnuleysi eru nokkuð áþekkar fyrir spátímabilið en fjármálaráðuneytið reiknar með að meira atvinnuleysi á þessu ári og því næsta en að það verði minna á árinu 2010. Spá OECD fyrir þetta og næsta ár er hins vegar svört í samanburði við spár annarra.

Yfirlit þjóðhagsspár

<i>Magnbreytingar frá fyrra ári %</i>	Árið 2007 í m.kr.	Spá 2008	Spá 2009	Spá 2010	Spá 2011
Einkaneysla	749.031	-4,1	-5,0	2,5	3,4
Samneysla	316.823	3,6	3,2	3,1	3,0
Fjármunamyndun	356.887	-16,9	-6,1	2,4	0,9
Þ.a. atvinnuvegafjárfesting	211.586	-23,8	-10,4	5,8	0,7
Þ.a. íbúðarhús	90.605	-22,1	-14,3	0,4	4,6
Þ.a. fjárfesting hins opinbera	54.696	18,5	13,6	-2,6	-2,0
Birgðabreytingar	6.626				
Þjóðarútgjöld, alls	1.429.367	-5,9	-3,4	2,7	2,7
Útflutningur vöru og þjónustu	451.743	10,9	6,0	6,1	8,5
Þ.a. útflutningur sjávarafurða	127.619	-10,3	0,2	3,8	1,8
Þ.a. afurðir álvinnslu	80.266	65,7	12,9	6,4	16,1
Þ.a. annar útflutningur vöru og þjónustu	243.858	4,0	5,0	7,0	7,0
Innflutningur vöru og þjónustu	-587.942	-5,6	-3,1	3,9	4,8
Verg landsframléiðsla	1.293.166	-0,1	0,1	3,6	4,3
<i>Sem % af VLF</i>					
Þjóðhagslegur sparnaður	12,1	5,3	11,8	13,9	16,5
Viðskiptajöfnuður	-15,5	-19,8	-10,7	-7,3	-4,3
<i>Breyting milli ársmeðaltala (%)</i>					
Neysluverð	5,1	11,8	5,3	1,5	2,3
Laun	9,0	8,0	5,3	4,0	5,0
Íbúðaverð	9,4	6,3	-6,4	-0,7	4,5
Meðalgengi erlendra gjaldmiðla	-2,5	27,6	-5,3	-9,1	0,0
Raungengi krónunnar m.v. verðlag	4,2	-19,5	8,0	8,6	0,3
Framleiðni vinnuafis	0,5	0,5	1,0	1,7	2,5
Kaupmáttur launa	3,7	-3,4	0,0	2,5	2,7
<i>Ársmeðaltal (%)</i>					
Atvinnuleysi	1,0	1,3	2,9	4,2	3,3
Gengisvísitala krónunnar	118,3	151,0	143,0	130,0	130,0
Stýrivextir Seðlabanka Íslands	13,4	15,1	12,2	7,5	8,0
Langtímavextir (HFF 44)	4,1	4,2	4,0	3,8	3,9

Undirliggjandi leitni gengis samræmist þjóðhagslegum drifkröftum á árunum 2002-2006

Gagnlegt er að skoða raungengi til að sjá hvert stefnir...

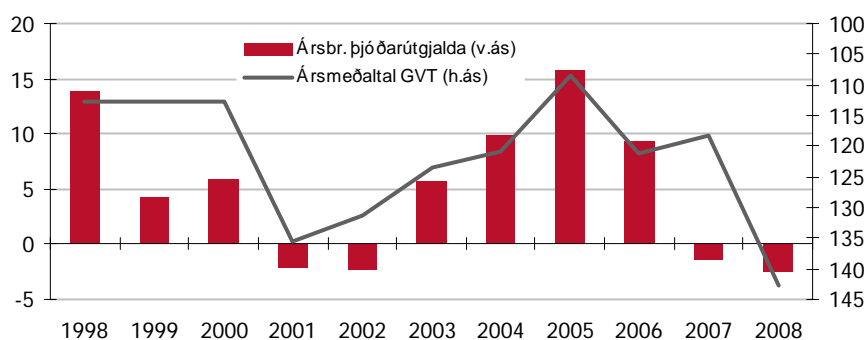
... og þó?

Sterkt samband viðskiptajafnaðar og raungengis

Viðauki I: Hvert er jafnvægisgengi krónu?

Sveiflur á gengi krónu hafa verið miklar undanfarin ár og á stundum reynst býsna erfitt að skýra hvað að baki hefur búið. Sé litið fram hjá skammtímabreytingum og þeim áhrifum sem óskilvirkni á gjaldeyrismarkaði hefur haft á gengi krónu frá mars síðastliðnum má þó greina undirliggjandi leitni sem samræmist nokkuð vel þeim þjóðhagslegu drifkröftum sem almennt er talið að ráði miklu um gengi gjaldmiðla til lengri tíma litið. Allgott samræmi virðist þannig vera milli þróunar innlendrar eftirspurnar það sem af er öldinni og gengisþróunar krónu, þar sem krónan styrkist á árunum 2002 til 2006 samfara aukinni innlendri eftirspurn en hefur síðan látið undan síga á ný um leið og dregið hefur úr vexti þjóðarútgjalda. Eftir gengissviptingar undanfarins árs ríkir hins vegar talsverð óvissa á mörkuðum og meðal almennings um það hver lending krónunnar kunni að verða eftir þá stórsjóí sem nú geisa á alþjóðamörkuðum. Í því sambandi er gagnlegt að skoða raungengisþróun, þar sem nafngengið er í raun „leiðrétt“ fyrir hlutfallslegri verðlags- eða launþróun milli Íslands og umheimsins og þannig leitast við að fá gleggri mynd af þeim áhrifum sem allir ofangreindir þættir hafa á ytra jafnvægi þjóðarþúsins¹.

23. mynd: Vísitala gengisskráningar (ársmeðaltal) og breyting þjóðarútgjalda milli ára í prósentum



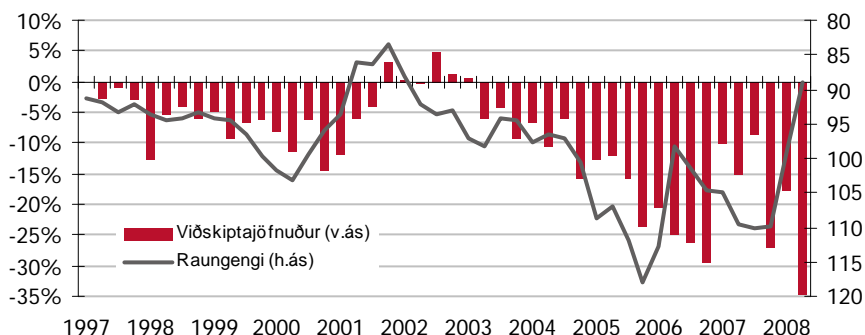
Heimildir: Seðlabanki Íslands og Hagstofa Íslands.

Raungengi er nú afar lágt í sögulegu samhengi og hefur aðeins einu sinni farið viðlíka lágt á síðustu áratugum. Var það í kjölfar þess að krónan var látin fljóta á vordögum árið 2001, en gengi hennar lækkaði um 20% frá upphafi þess árs til loka nóvembermánaðar. Með lágu raungengi og samdrætti í innlendri eftirspurn fylgdi síðan skjótur bati í viðskiptajöfnuði og það, ásamt væntingum um innstreymi fjármagns vegna stóriðjuframkvæmda, styrkti krónuna allhrott að nýju og raungengi hækkaði þar með á nýjan leik. Svipuð áhrif eru að verki nú en breytt samsetning viðskiptajafnaðar gerir hins vegar að verkum að ekki er hægt að líta samband raungengis og viðskiptajafnaðarins sömu augum og áður. Umtalsverðar erlendar skuldir umfram eignir, og sá halli á þáttatekjum sem þessu fylgir, gerir þannig að verkum að viðskiptahalli mun reynast lífseigur hvað sem raungengi líður. Á hinn bóginn má færa fyrir því rök að sá hluti viðskiptahallans sem rekja má til þáttatekna sé að verulegu leyti óháður raungengi krónu og myndi því ekki þrýsting til lækkunar raungengisins í gegn um nafngengi eða hlutfallslegt verðlag og laun.

Erfitt er að meta jafnvægisraungengi, og þar með jafnvægisgengi krónu til meðallangs tíma, með nokkurri vissu. Þó má draga ýmsar ályktanir af sambandi raungengis og viðskiptahalla, og sögulegri þróun þessara stærða. Lausleg skoðun á þróuninni frá upphafi tíunda áratugar síðustu aldar leiðir til að mynda í ljós að þau ár sem raungengi á mælikvarða hlutfallslegs verðlags var 96 eða lægra, miðað við vísitölu Seðlabanka, var viðskiptajöfnuður langoftast sjálfbær, þ.e. undir þeirri hlutfallstölu af VLF (u.þ.b. 5-6%) sem leiðir til aukningar erlendra skulda í hlutfalli við VLF. Einföld aðhvarfsgreining gefur einnig til kynna að við raungengið 96 megi búast við 5% viðskiptahalla og að við raungengið 90 sé jafnvægi á utanríkisviðskiptum. Loks má geta þess að langtímameðaltal raungengisins er á bilinu 97-98 eftir því hversu langt er seilst aftur í tímann. Auk heldur virðist lítil langtímaleitni vera í raungenginu.

¹ Í þessum kafla er til einföldunar stuðst við raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag, eins og það er reiknað í vísitölu Seðlabankans.

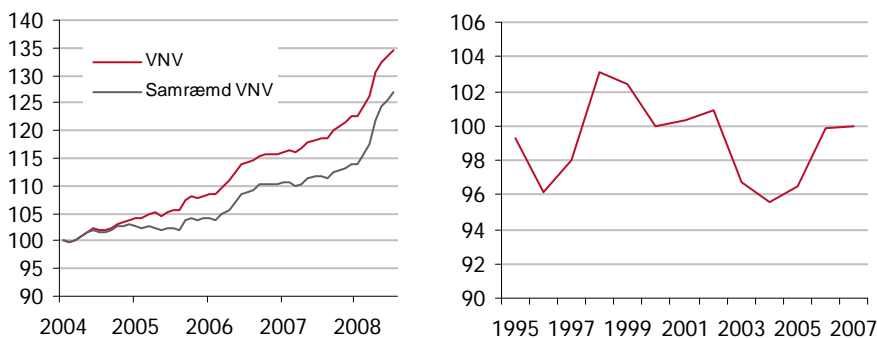
24. mynd: Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af vegri landsframleiðslu (v.ás) og raungengi (h.ás)



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands og spá Greiningar.

Raunar má leiða að því líkum að mat raungengis á kvarða hlutfallslegs verðlags ofmeti raungengi krónu undanfarin ár vegna þess að stuðst er við opinberar neysluverðsvísitölur í hverju landi fyrir sig. Íslenska neysluverðsvísitalan hefur nokkra sérstöðu á þann veg hvað húsnæðisverð kemur með tiltölulega beinum hætti inn í hana, og hefur verulegur hluti verðbólguþrýstings eins og hann er mældur í neysluverðsvísitölu Hagstofunnar stafað af húsnæðisverði undanfarin ár, sér í lagi árin 2005 til 2007. Samanburður á þróun íslensku neysluverðsvísitölunnar og samræmdrar vísitölu neysluverðs fyrir Ísland, sem er sú aðferð sem notuð er á evrusvæði og í Bretlandi, leiðir í ljós að hækkan neysluverðs með fyrrnefndu aðferðinni mælist u.þ.b. 6% meiri frá árinu 2004 en með hinn síðarnefndu. Raungengi miðað við hlutfallslegt neysluverð myndi því reiknast lægra í dag sem þessu nemur, væri samræmd vísitala neysluverð notuð í stað hinnar séríslensku. Á móti vegur raunar að húsnæðisverð mun í spá okkar draga úr mældri verðbólgu á komandi árum miðað við verðbólguþrýstingum í helstu viðskiptalöndum og vanmeta raungengisbreytingar lítillega af þeim sökum.

25. mynd: Neysluverðsvísitölur (vinstri mynd) og þróun viðskiptakjara sem hlutfall verðvísitölu út- og innflutnings (hægri mynd)



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands og spá Greiningar.

En útreikningar á raungengi geta verið mismunandi eftir því hvaða verðlagsvísitala er notuð

Viðskiptakjör geta haft snörp áhrif á jafnvægisraungengi

Í raungengisfræðum er almennt talið að jafnvægisraungengi sé ekki fasti heldur geti breyst töluvert yfir lengri tímabil og sé einnig næmt að vissu marki fyrir snöggum breytingum á ákveðnum áhrifaþáttum. Breytingar á viðskiptakjörum geta haft býsna snörp áhrif á jafnvægisraungengið, enda auðveldara fyrir hagkerfi að lifa við hátt verðlag og launastig ef útflutningur þess hækkar í verði í hlutfalli við innflutninginn. Viðskiptakjör Íslands bötnuðu töluvert á árunum 2004 til 2007 eftir lækkan árin á undan, þar sem verð okkar helstu útflutningsafurða hækkaði á sama tíma og hrávöru- og eldsneytisverð hélst tiltölulega lágt. Talsverð breyting til hins verra varð þó á þessu eftir mitt síðasta ár er verð hrávöru og eldsneytis fór að stíga. Útlit er hins vegar fyrir að verð útflutningsvara haldist hátt og hrávöru- og eldsneytisverð láti heldur undan síga á komandi árum frá núverandi gildum. Þá er talið að framþróun hagkerfa leiði að öðru jöfnu til þess að jafnvægisraungengi þeirra hækkar í samanburði við önnur lönd þar sem þróunin er hægari. Miðað við þær grundvallarbreytingar sem orðið hafa á íslensku efnahagslífi undanfarin 20 ár og þann myndarlega vöxt sem fylgt hefur, má álykta að slík þróun hafi að einhverju marki átt sér stað hérlendis, þótt ekki sé rétt að gera ráð fyrir miklum breytingum af þessum sökum.

Jafnvægisraungengi á bilinu 90-95

Gengisvísitala sem samræmist ytra jafnvægi þjóðarbúsins er á bilinu 135-145

Með hliðsjón af framansögðu má álykta að jafnvægisraungengi krónu liggja á bilinu 90-95 skv. vísitölu Seðlabanka, og teljum við að talan 95 sé nær lagi, þótt rétt sé að tala um miðju tiltekins bils fremur en ákveðinn punkt í þessu samhengi. Miðað við það, og samband verðlags og nafngengis krónu við raungengið, teljum við að gengisvísitala krónu sem samræmist ytra jafnvægi þjóðarbúsins núna og á allra næstu árum liggja á bilinu 135-145. Miðað við það virðist ljóst að þótt leiðréttingar hafi verið þörf á gengi krónu eftir tímabil hágengis og mikils ytra ójafnvægis er nú um yfirskot að ræða í þeirri miklu gengisveikingu sem orðið hefur frá síðustu áramótum. Slíkt yfirskot getur hins vegar varað talsvert lengi, sér í lagi þegar aðstæður bæði á heimsvísu sem á héraðum gjaldeyrismarkaði eru jafn óvenjulegar og raun ber vitni, og gerum við því ekki ráð fyrir að krónan leiti jafnvægis fyrr en alþjóðlegu lánsfjárcrísunni fer að linna og markaðir að færast nær eðlilegu horfi.

Gengi krónu hefur flökt töluvert frá því að núverandi peningamálastefna var tekin upp árið 2001

Flöktið er þó ekki eins mikið og ætla mætti miðað við smæð gjaldmiðilsins

Gengi krónu sveiflast í auknum mæli með erlendum áhrifaþáttum

Velta á gjaldeyrismarkaði og flökt á gengi krónu fylgjast náið að

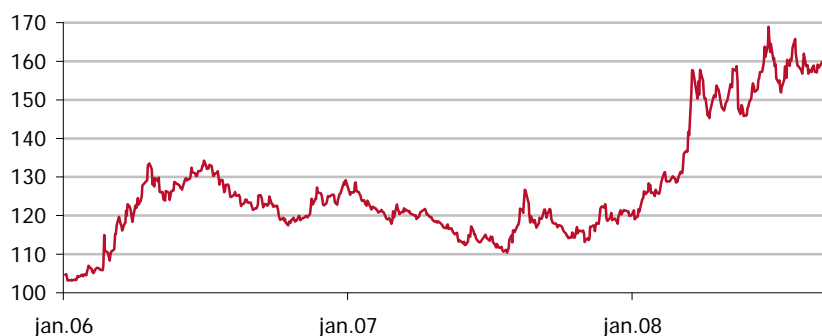
Viðauki 2: Gengisflökt og fylgni krónu við aðra gjaldmiðla

Gengi krónunnar hefur verið á floti frá því að verðbólguþolmið Seðlabankans var tekið upp vorið 2001 en hafði verið haldið stöðugu af Seðlabanka á gengismarkmiði næstu tíu árin á undan. Frá því að núverandi fyrirkomulag peningamála var tekið upp hafa verið talsverðar sveiflur í gengi krónunnar, einkum síðustu tvö og hálf ár. Koma þar til nokkrir þættir, þar á meðal smæð gjaldmiðilsins í opnu hagkerfi sem hefur búið við viðvarandi verðbólgu og mikinn viðskiptahalla síðustu árin og reiðir sig á erlenda fjármögnun, sem og verulegur vaxtamunur við útlönd. Gengi krónu er af þeim sökum afar háð þeim skilyrðum sem ríkja á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hverju sinni svo og mati erlendra matsfyrirtækja á efnahagslegum aðstæðum hér á landi og áhættulyst fjárfesta svo dæmi séu tekin.

Dýpt hins ísenska gjaldeyrismarkaðar er í raun nokkuð mikil miðað við smæð myntarinnar og hagkerfisins. Þótt hér sé um að ræða minnstu flotmynt í heimi er flökt hennar, hvort sem mælt er sem daglegt flökt eða sveiflur í raungengi yfir lengri tíma, ekki eins mikið og ætla mætti þó að það sé nokkru meira en finnst hjá myntum stærri svæða. Einkenni krónunnar, líkt og reyndar mynta annarra lítilla hagkerfa, er hvað sveiflur í henni snerta marga aðila hagkerfisins. Innflutt vara vegur þannig svo dæmi sé tekið meira í körfu íslenskra neytenda en þekkist í stærri hagkerfum. Íslensk fyrirtæki eru auk þess meira undir hælnum almennt á gengisþróuninni en gengur og gerist í stórum hagkerfum. Gerir þetta hagkerfið næmara fyrir gengissveiflum en ella.

Gengissveiflur krónunnar haldast þétt í hendur við þau áföll sem dunið hafa á þjóðarbúskapnum. Daglegar sveiflur í gengi krónu jukust til að mynda verulega þegar litla Íslandskrisan reið yfir á vormánuðum ársins 2006 og gengi krónu lækkaði um fimmtung yfir þriggja mánaða tímabil. Þá hafa skammtímasveiflur í gengi krónu einnig verið talsverðar frá því að aðstæður á erlendum fjármálamörkuðum breyttust til hins verra um mitt síðasta ár. Daglegar sveiflur í gengi krónunnar jukust umtalsvert um það leyti sem alþjóðlega fjármálakreppan skall á og gengi krónu lækkaði um 10% á skömmum tíma. Sömu sögu má segja þegar skyndileg breyting varð á áhættulyst erlendra fjárfesta í mars á þessu ári. Á sama tíma tók þrenging að gæta á innlendum markaði með gjaldmiðlaskiptasamninga vegna skerts aðgengis að erlendu láns- og lausafé. Gengi krónu lækkaði um ríflega 16% í mars og gengisvísitalan fór í áður óþekktar hæðir.

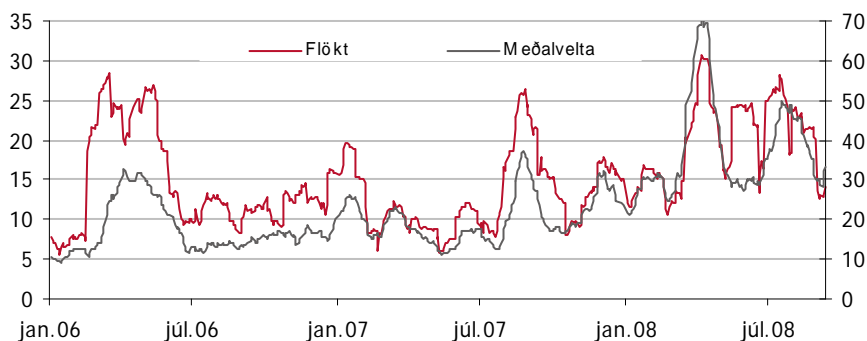
26. mynd: Vísitala gengisskráningar, daglegar hreyfingar 2006 til 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Athyglisvert er að skoða samhengi sveiflna á gengi krónunnar, mælt sem staðalfrávik daglegra gengisbreytinga á 21 daga tímabili á ársgrundvelli, og meðalveltu á gjaldeyrismarkaði á sama tíma. Á þeim tímabilum sem gengisflökt hefur aukist hefur velta með gjaldeyri á millibankamarkaði einnig verið með mesta móti. Að sama skapi einkennast tímabil þar sem litlar breytingar eru á gengi krónu af lítilli veltu á gjaldeyrismarkaði. Skýrt dæmi um þetta er samhengi veltu og flökts í ágúst. Veltan dróst snarlega saman og daglegar sveiflur í gengi krónu minnkuðu verulega samanborið við síðustu mánuðina á undan. Þá er einnig fróðlegt að skoða samband milli veltu á gjaldeyrismarkaði og þeirrar stefnu sem gengisvísitalan tekur, en veltumestu dagarnir á gjaldeyrismarkaði eru þeir dagar sem krónan veiktist hvað mest í langflestum tilvikum.

27. mynd: Flökt á gengi krónunnar, 21 daga gluggi á ársgrundvelli (v. ás) og velta á millibankamarkaði með gjaldeyri, 21 daga meðalvelta í mö.kr. (h. ás)

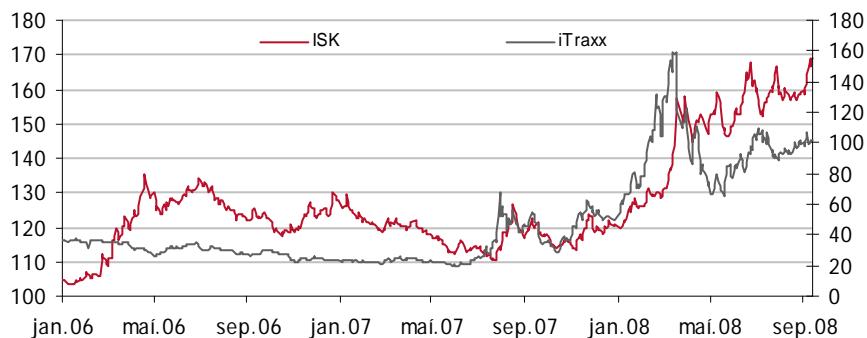


Heimild: Reuters, Seðlabanki Íslands og Glitnir.

Gengi krónunnar sveiflast með áhættulyst erlendra fjárfesta

Andrúmsloft á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hefur verið ráðandi þáttur í þróun gengis krónunnar undanfarin misseri. Í þessu ljósi er forvitnilegt að skoða samband gengisvísitalunnar og mælikvarða á áhættulyst fjárfesta, s.s. skuldtryggingarálag á fjármálafyrirtæki. Lítil áhættulyst erlendra fjárfesta hefur endurspeglast í háu skuldtryggingarálagi á íslensku bankana. Álagið náði hæstu hæðum í mars á þessu ári og nálgast þær hæðir aftur í ágúst en hefur síðan lækkað. Fylgni gengis krónu við skuldtryggingarálag á íslensku bankana hefur verið allsterk frá því að alþjóðlega fjármálakrisan skall á um miðbik síðasta árs ef undan er skilið tveggja mánaða skeið í vor þegar skuldtryggingarálag fór lækandi á sama tíma og skert aðgengi að erlendu lausafé hafði þau áhrif að gengisvísitalan hækkaði. Sömu sögu má segja um fylgni gengis krónu og skuldtryggingarálags á evrópsk fyrirtæki, mælt með iTrax vísitalunni. Vísitalan náði sínum hæstu gildum um miðjan mars um það leyti sem tíðindi bárust af falli bandaríska fjárfestingarbankans Bear Stearns og ugg setti að fjárfestum víða um heim sem óttuðust að fleiri bankar fylgdu í kjölfarið.

28. mynd: Gengisþróun krónu (v. ás) og þróun iTrax vísitalunnar fyrir evrópsk fjármálafyrirtæki til 5 ára (h. ás)



Heimildir: Bloomberg og Seðlabanki Íslands.

Allsterk fylgni er í þróun gengis krónu og annarra hávaxtagjaldmiðla

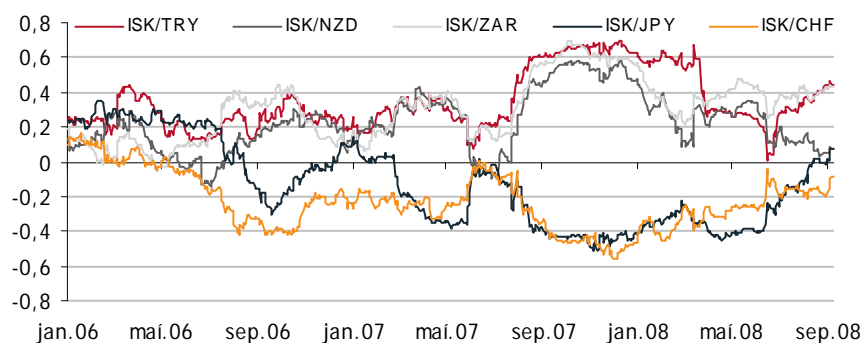
Nátengd áhættulyst er fylgni í þróun gengis hávaxtagjaldmiðla. Háir innlendir skammtímavextir hér á landi síðustu misserin hafa laðað að erlenda fjárfesta og sett krónuna í flokk þeirra hávaxtamynta sem hafa verið vinsælar til vaxtamunarviðskipta. Einn angi af þeim viðskiptum er útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum sem hófst hér á landi haustið 2005 þegar aðgengi að erlendu lánsfé var enn greitt og áhættulyst fjárfesta mikil. Fylgni í þróun gengis krónunnar og annarra hávaxtagjaldmiðla á borð við tyrknesku líruna, nýsjálenska dalinn og suður-afríska randið gagnvart evru hefur verið allsterk síðustu misserin, en þessar myntir hafa líkt og krónan verið vinsælar til vaxtamunarviðskipta síðustu ár.

Hreyfingar í þessum gengiskrossum ráðast að verulegu leyti af áhættulyst fjárfesta. Þeir aðilar sem stunda vaxtamunarviðskipti eru viðkvæmir fyrir aðstæðum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og geta verið fljótir að loka stöðum með hávaxtamyntum þegar svo ber undir og leita í öruggara skjól með fjárfestingar sínar. Frá miðju síðasta ári þegar skilyrði versnuðu skyndilega á fjármálamörkuðum og fram í mars á þessu ári var fylgni í þróun gengis krónu og þessara mynta gagnvart evru afar sterk en hefur

Þrengingar á innlendum gjaldeyrisskiptamarkaði hafa dregið úr ábata af vaxtamunarviðskiptum

minnkað aðeins síðan þótt jákvæð fylgni sé vissulega enn til staðar. Ein meginástæða þess er að um þetta leyti fór þrenginga að gæta á innlendum gjaldeyrisskiptamarkaði og vaxtamunur gagnvart evru í framvirkum samningum dróst verulega saman sem leiddi til þess að stöðutaka í krónu eftir einni helstu leið vaxtamunarviðskipta, þ.e. stuttum vaxtaskiptasamningum, gefur ekki það af sér sem stýrivextir Seðlabankans gefa til kynna og dregur þannig úr ábata af vaxtamunarviðskiptum. Má segja að krónan sé því ekki lengur fullgildur meðlimur í klúbbi hávaxtamynnta þótt vextir hér á landi séu nú þeir næsthæstu meðal landa með þróaðan fjármálamarkað.

29. mynd: Fylgni gengis krónu og ýmissa mynta gagnvart evru, daglegar breytingar (3 mán. hlaupandi gluggi)



Heimildir: Reuters og útreikningar Greiningar Glitnis.

Búast má við að krónubréfastaðan minnki hratt á næsta ári

Krónubréfastaðan nam hæst ríflega þriðjungi af landsframleiðslu síðasta árs í ágúst í fyrra. Erfið skilyrði á lánamörkuðum síðasta árið, skert aðgengi að erlendu láns- og lausafé ásamt líttilli áhættulyst fjárfesta hafa dregið út möguleikanum á frekari útgáfu krónubrifa og nemur krónubréfastaðan nú tæpum fjórðungi af landsframleiðslu. Ætla má að staðan minnki hratt eftir því sem líður á næsta ár og stórir krónubrífagjalddagar nálgast opnast erlendir lánamarkaðir ekki að nýju, en meirihluti útistandandi krónubrifa er á gjalddaga fyrir lok 1. fjórðungs næsta árs.

Starfsmenn markaðsviðskipta Glitnis á Íslandi

Markets Head Office

Haraldur Stefánsson	440 4472
Kolbeinn Friðriksson	440 4456
Hreinn Þór Hauksson	440 4463
Jóhannes Baldursson	440 4484
Jóhanna Baldursdóttir	440 4453

Markets FX Managed Accounts

Arnar Gauti Reynisson	440 2508
Eiríkur Ragnar Eiríksson	440 4495
Guðmundur Magnús Daðason	440 4481
Ingimundur Ásgeirsson	440 4496
Magnea Árnadóttir	440 4475
Magnús Pálmi Örnólfsson	440 4487
Vilborg Þórðardóttir	440 4492

Markets Securities Brokerage

Aðalsteinn Einar Eymundsson	440 4454
Elmar Svavarsson	440 4452
Guðmundur Hauksson	440 4872
Ingi Rafnar Júlíusson	440 4459
Jón Eggert Hallsson	440 4469
Jón Ingi Árnason	440 4451
Karl Finnbogason	440 4467
Katrín Huld Grétarsdóttir	440 2504
Stefán Helgi Jónsson	440 4461
Sveinbjörn Sveinbjörnsson	440 4462
Tryggvi Björnsson	440 4458
Þórunn Stella Hermannsdóttir	440 2503

Markets Derivatives

Eyjólfur Örn Jónsson	440 2501
Gunnar Örn Erlingsson	440 4873
Haukur Baldvinsson	440 4457
Helga Óskarsdóttir	440 4478
Lilja Pálsdóttir	440 4476
Nikulás Árni Sigfússon	440 4874
Vignir Þór Sverrisson	440 4474

Markets FX Sales

Guðjón Guðmundsson	440 4485
Hálf dán Gíslason	440 2506
Hrund Jónsdóttir	440 4493
Katrín Oddsdóttir	440 4486
Lára Björg Björnsdóttir	440 4482
Rúnar Jónsson	440 4489
Stefán Eiríks Stefánsson	440 4483
Sverrir Bjarni Sigursveinsson	440 4491
Þórhallur Sverrisson	440 4870

Research

Auðbjörg Ólafsdóttir	440 4699
Ásmundur Gíslason	440 4768
Grétar Már Axelsson	440 4631
Hjördís Dröfn Vilhjálmisdóttir	440 4689
Hlin Magnúsdóttir	440 4632
Ingólfur Hreiðar Bender	440 4635
Jón Bjarki Bentsson	440 4634
Ragnhildur Jónsdóttir	440 4648
Sveinn Þórarinnsson	440 4633
Valdimar Halldórsson	440 4638

Proprietary Trading

Jónas Guðmundsson	440 4479
Valgarð Már Valgarðsson	440 2500

email: fornafn.eftirnafn@glitnir.is

Lagalegur fyrirvari

Skýrsla þessi er tekin saman af Glitni banka hf.

Upplýsingar í skýrslu þessari eru byggðar á opinberum gögnum og upplýsingum úr ýmsum heimildum sem teljast áreiðanlegar, en þær hafa ekki verið staðfestar með sjálfstæðum hætti af Glitni banka hf. Þannig að ekki er tryggt að upplýsingarnar séu tæmandi og nákvæmar.

Allar skoðanir sem settar eru fram hér eru skoðanir höfundar/höfunda á þeim tíma sem þær eru skráðar en geta breyst án fyrirvara. Glitni ber engin skylda til þess að uppfæra, lagfæra eða breyta þessari skýrslu eða að tilkynna lesanda eða viðtakanda hennar ef eitthvert atriði, skoðun, framreikningur, spá eða áætlun í henni breytist eða verður síðar ónákvæm.

Skýrsla þessi er í eðli sínu til upplýsingar og ætti ekki að túlka sem persónulega ráðleggingu um að ráðast í eða ráðast ekki í tiltekna fjárfestingu. Þá er skýrslan ekki tilboð um að kaupa, selja eða skrá sig fyrir hlutabréfum í félaginu/félagunum sem fjallað er um.

Skýrsla þessi tekur ekki mið af sérstökum fjárfestingamarkmiðum, fjárhagsstöðu eða þekkingu eða reynslu neins tiltekins aðila sem kann að fá skýrslu þessa í hendur. Áður en tekin er ákvörðun um fjárfestingu eru viðtakendur hvattir til þess að leita sér sérfræðilegrar ráðleggingar og kynna sér vel fjárfestingamarkaðinn og hina ýmsu fjárfestingarkosti sem í boði eru. Hvers kyns tap sem kann að leiða af notkun upplýsinga eða skoðana sem settar eru fram í skýrslu þessari er alfarið á ábyrgð fjárfestis. Glitni ber enga ábyrgð á neinu tapi eða öðrum afleiðingum sem kunna að leiða af ákvörðunum sem byggja á upplýsingum eða skoðunum sem lýst er í skýrslu þessari eða á upplýsingum sem fengnar eru á vefsíðum Glitnis.

Fjárfestingum fylgir ávallt fjárhagsleg áhætta, svo sem hætta á að ekki verði um neina ávöxtun að ræða eða að höfuðstóll tapist. Fyrri árangur er hvorki vísbending um né trygging fyrir framtíðarárangri af fjárfestingu. Sumir fjárfestingarkostir sem Glitni fjallar um eru háðir miklum sveiflum og kunna því að taka skyndilegum og miklum verðbreytingum, sem kunna að leiða til taps. Einnig ber að hafa hugfast að alþjóðlegar fjárfestingar fela í sér áhættu sem tengist pólitískri og efnahagslegri óvissu, svo og gengisáhættu.

Útgefandi eða útgefendur hlutarins eða hlutanna sem til greiningar eru kunna að hafa haft tækifæri til þess að fara yfir skýrslu þessa fyrir útgáfu hennar. Hins vegar fær útgefandinn aðeins tækifæri til þess að staðfesta staðreyndir í gögnunum og hvorki ráðleggingin né markgengi sem tilgreint er í skýrslunni koma fyrir sjónir útgefanda fyrir útgáfu hennar. Ráðleggingum í skýrslunni hefur ekki verið breytt á grundvelli hugsanlegra athugasemda útgefanda.

Glitni kann af og til að bjóða útgefanda eða útgefendum sem til greiningar eru fjárfestingabankþjónustu og/eða sækjast eftir umboði þeirra til þess að annast fjárfestingabankþjónustu eða aðra þjónustu.

Glitni starfar samkvæmt verkferlum sem ætlað er að koma í veg fyrir og komast hjá hvers kyns hagsmunaárekstrum. Meðal þeirra eru starfsreglur sem varða tryggja meðferð innherjaupplýsinga. Ennfremur eru verkferlar sem mynda Kínamúr milli greiningardeildar og starfsmanna sem annast verðbréfavíðskipti fyrir eigin reikning Glitnis eða fyrir reikning viðskiptavina til þess að tryggja að upplýsingar sem kunna að hafa áhrif á verðmyndun hljóti meðhöndlun sem samræmist gildandi lögum og reglugerðum.

Skýrslur og aðrar upplýsingar sem berast frá Glitni eru einungis ætlaðar til einkanota. Hvorki má afrita efnið, vitna í það né dreifa því, í heild eða að hluta, án skriflegs leyfis frá Glitni. Höfundi skýrslu þessarar kann að vera umbunað með kaupuka sem tekur mið af persónulegum árangri hans í starfi og fjárhagslegri afkomu Glitnis.

Skýrsla þessi er stutt samantekt og ber ekki að líta svo á að í henni sé að finna allar tiltækar upplýsingar um þau viðfangsefni sem hún fjallar um.

Eftirlitsaðilar:

Glitni banki hf.: Fjármálaeftirlitið á Íslandi (www.fme.is)

BANDARÍKIN

Skýrslu þessari eða afritum hennar má ekki dreifa í Bandaríkjunum eða til viðtakenda sem eru bandarískir ríkisborgarar í andstöðu við takmarkanir sem kveðið er á um í bandarískum lögum. Dreifing skýrslunnar í Bandaríkjunum kynni að teljast brot á þeim lögum.

KANADA

Upplýsingarnar í skýrslu þessari eru ekki ætlaðar til dreifingar eða útbreiðslu með neinum hætti í Kanada og því ber ekki að líta á þær sem fjármálaráðgjöf eða ráðleggingu um fjárfestingar í skilningi kanadískra verðbréfalaga.

ÖNNUR LÖND

Lög og reglugerðir í öðrum löndum kunna einnig að takmarka dreifingu skýrslu þessarar.

Frekari upplýsingar varðandi ráðleggingar greiningardeildar og eftirlit með hagsmunaárekstrum má finna á vefsíðu Glitnis <https://www.glitni.is>.