

Greining Glitnis
Mars 2007

Þjóðhagsspá 2007-2010

Markaðsyfirlit



Helstu atriði

Hægur vöxtur verður á landsframleiðslu á þessu ári eða 1,5% á föstu verði. Hagbrúnin í ár verður eins konar spegilmynd síðustu ára þar sem draga mun snarpt úr innlendri eftirspurn en viðsnúningur í utanríkisviðskiptum vegur á móti. Þetta endurspeglar sókn hagkerfisins að jafnvægi eftir tímabil þar sem vöxtur innlestrar eftirspurnar hefur verið mjög hraður, halli á utanríkisviðskiptum sívaxandi og spenna í hagkerfinu hefur aukist með mikilli verðbólgu.

Mikill viðskiptahalli hefur verið ein skýrasta birtingarmynd ójafnvægisins að undanfögnu í hinu íslenska hagkerfi, enda fátítt meðal þróaðra ríkja að viðskiptahallinn fari yfir fjórðung af vergri landsframleiðslu líkt og raunin var hér á landi í fyrra. Verulega mun draga úr viðskiptahallanum á þessu ári með lægra fjárfestingarstigi í hagkerfinu, vaxandi þjóðhagslegum sparnaði, auknum útflutningi og samdrætti í innflutningi. Viðskiptahallinn verður hátt í 16% af landsframleiðslu á yfirstandandi ári að okkar mati og á næsta ári verður hann 8%, innan við þriðjungur af halla síðasta árs.

Kólnun hagkerfisins á næstu misserum mun verða til þess að draga úr þrýstingi á mörkuðum fyrir vöru, þjónustu og vinnuafli. Verðbólgan mun hjaðna hratt. Við spáum því að Seðlabankinn nái 2,5% verðbólguþröskulmarkmiði sínu á árinu og að samhliða muni hann slaka á aðhaldinu í peningamálum og lækka vexti sína fyrir árslok niður í 11,5%. Frekari vaxtalækkun af hálfu bankans er svo framundan en við teljum líklegt að stýrivextir bankans verði komnir í 6% innan þriggja ára.

Atvinnuleysi mun aukast jafnt og þétt næstu ár en þó teljum við ólíklegt að það fari mikið yfir 3%. Það kemur til af því að hluti aðlögunarinnar að jafnvægi felst í því að hluti þeirra útlendinga sem hingað hefur komið undanfarið til vinnu mun hverfa til síns heima á ný þegar um hægist. Vinnumarkaðurinn er orðinn mun sveigjanlegri en áður hvað þetta varðar og er það meðal þeirra þátta sem hjálpa til við tiltölulega skjóta aðlögun hagkerfisins.

Þegar litið er til lengri tíma eru hagvaxtarhorfur góðar. Forsendur áframhaldandi vaxtar og útrásar íslenska hagkerfisins eru til staðar. Þegar við bætist betra jafnvægi hagkerfisins, afsprengi nýlegra fjárfestinga og frekari kerfisbreytingar til aukinnar virkni markaða er okkar spá að hagvöxtur verði á bilinu 2,6%-3,5% á árunum 2008 til 2010. Hugsanlegt er að það tímabil líkt og nýlega afstaðið þensluskeið muni verða litað af stórum fjárfestingum í orkufrekum iðnaði hér á landi. Um það ríkir enn talsverð óvissa og höfum við ekki gert ráð fyrir því í þeirri spá sem hér er lögð fram.

ÞJÓÐHAGSSPÁ 2007-2010

Umsjón: Hjördís Vilhjálmisdóttir, Ingólfur Bender og Jón Bjarki Bentsson
Ábm.: Ingólfur Bender
greining@glitnir.is

Greining Glitnis, 22. mars 2006

Öll álit og greiningar sem hér eru fram settar eru skoðanir Greiningar Glitnis á því augnabliki sem þær eru skrifaðar en geta breyst án fyrirvara. Glitnir banki hf. og starfsfólk hans taka ekki ábyrgð á viðskiptum sem gerð eru á grundvelli þeirra upplýsinga og skoðana sem hér eru settar fram. Lesendur eru hvattir til að leita sér frekari ráðgjafar við ákvarðanir um fjárfestingar á markaði.

Leiðir að jafnvægi	2
Kerfisbreytingar geta knúið hagvöxt	3
Hin mjúka lending	4
Dregur úr einkaneyslu	5
Slakna mun á vinnumarkaði	6
Eignastaða heimilanna er góð en skuldir hafa aukist	6
Fjárfesting	7
Ytri jöfnuður	9
Lækkun gengis krónunnar fyrir lok árs	11
Hjaðnandi verðbólga á þessu ári en meiri á því næsta	12
Hagstjórnin	13
Samanburður við aðrar spár	14
Yfirlit þjóðhagsspár	17
Viðauki I: Helstu hagstærðir	18

Leiðir að jafnvægi

Hagsveiflan hér er að jafnaði meiri en í flestum stærri hagkerfum og jafnvægi sjaldan langvarandi

Þrjár leiðir að næsta jafnvægi eru mögulegar...

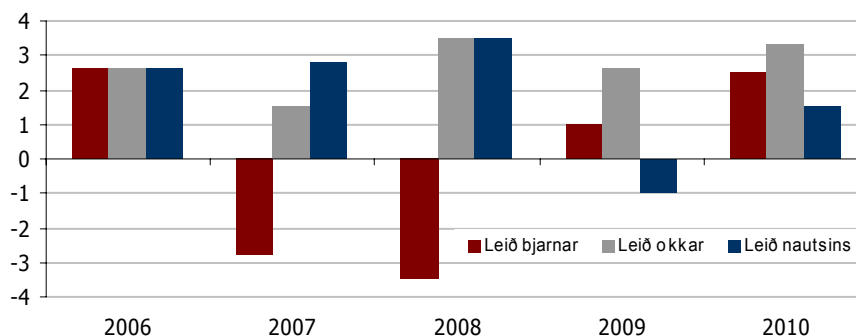
... leið mjúkrar lendingar... sem þó er ekki átakalaus...

...er líklegasta leiðin

Leið nautsins... með áframhaldandi mikilli þenslu... er þó ekki útilokuð...

Jafnvægi er fyrirbæri sem íslenska hagkerfið hefur sjaldan getað státað af. Eðli hagkerfisins gerir það sveiflukennt og kemur þar til bæði smæð þess og einhæfni. Þó að fjölbreytni í tekjuöflun þjóðarbúsins hafi aukist á undanförunum árum er íslenska hagkerfið smátt og mun alltaf vera. Fátt mun því breyta því að hagsveiflan hér mun þegar litið er til lengri tíma verða meiri en við finnum í flestum stærri hagkerfum og jafnvægið, líkt og sólmyrkvinn og annað viðlíka, sjaldgæfur viðburður. En skoðum hér nokkrar leiðir sem hagkerfið gæti farið í leit sinni að jafnvægi á næstu árum.

1. mynd: Hagvöxtur (%) m.v. mismunandi leiðir sem hagkerfið getur farið á næstunni



Leið okkar: Mjúk lending

Verðbólga er langt umfram það sem samræmist stöðugleika, ójafnvægi á utanríkisviðskiptum mikið, erlend skuldastaða há og mikil spenna á vinnumarkaði. Ljóst er að til að leiðrétta þetta ójafnvægi þarf talsverðan samdrátt í innlendri eftirspurn samhliða vexti í útflutningstekjum. Það þarf tímabil tvígangis í hagkerfinu þar sem útflutningsgreinar vaxa á sama tíma og greinar sem sinna innlendri spurn eftir vöru og þjónustu dragast saman. Niðurstaðan verður mjúk lending vegna þess að í tölum yfir fjárfestingu, neyslu, innflutning og útflutning skiptast á öfgafullar tölur um vöxt og samdrátt. Þá er nettóniðurstaðan ekki samdráttur landsframléiðslu á föstu verði heldur hægur vöxtur á milli ára. En þrátt fyrir nafnið sem henni er gefið er leiðin á engan hátt átakalaus.

Hagkerfið hefur þegar lagt af stað þessa leið. Hægt hefur umtalsvert á vexti innlestrar eftirspurnar undanfarið og líkur eru á því að útflutningur taki ört við sér á næstunni samhliða vaxandi útflutningi áls og hagstæðara raungengi krónunnar. Þróunin hefur verið hröð og vænta má að hún muni halda áfram næsta kastið og samhliða dragi frekar úr verðbólgu, viðskiptahalla og spennu í hagkerfinu. Nokkuð sveigjanlegur vinnumarkaður mun tryggja flutning vinnuafli á milli atvinnugreina sem nauðsynlegur er til að jafna ólíka spurn eftir vinnuafli í útflutningsgreinum annars vegar og hjá þeim greinum sem verða að takast á við samdrátt á innlendum mörkuðum hins vegar.

Sá framléiðnivöxtur sem hefur verið í íslensku efnahagslífi að undanförunum og hefur byggt á útrás íslenskra fyrirtækja og sköpun arðvænlegrar starfa hér á landi en áður var mun líklegast halda áfram. Takist vel upp á þessum vettvangi mun lending hagkerfisins verða mýkri en ella. Að sama skapi er ytra umhverfi þjóðarbúsins nokkuð hagstætt – fiskverð er hátt og fiskgengd með ágætum. Hagvöxtur hefur einnig verið töluverður á helstu erlendu viðskiptasvæðum. Allt þetta hjálpar til við að mýkja aðlögun hagkerfisins að jafnvægi.

Við teljum líklegast að hagkerfið fari þessa leið. Sú spá sem hér fer á eftir er í raun nánari útlistun á því hvernig hún mun verða.

Leið nautsins: Þenslan heldur áfram

Það er fjarri því að vera útilokað að niðurstaðan verði önnur en okkar spá hljóðar upp á. Að okkar mati er óvissan í þá átt að hagvöxtur í bráð verði meiri en við spáum og að aðlögun hagkerfisins að umræddu jafnvægi verði hægari. Niðurstöður um frekari stóriðjuframkvæmdir munu ráða nokkru um þetta ásamt öðrum þáttum.

...frekari
stóriðjuframkvæmdir
gætu orðið til þess að
ójafnvægið lagist hægt...

...en ójafnvægi mun
koma niður á hagvexti
þegar til lengdar lætur...

...og auka óvissu um mat
erlendra aðila á
íslenskum fyrirtækjum
sem lántakendum

Leið bjarnarins ... er leið
harkalegrar lendingar...

...sjaldséð leið í sögulegu
sambengi...

... og jafnframt
ólíklegasta leiðin

Aukið frjálsræði
hagkerfisins með opnun
þess og markaðsvæðingu

Líklegt að vinnuaflið leiti
inn í greinar sem hafa
mikinn virðisauka...

...slíkt eykur kröfur til
menntakerfisins...

Ljóst er að núverandi ástand ójafnvægis breytist til hins betra á þessu ári. Um helmingur viðskiptahallans er vegna hás fjárfestingarstigs í hagkerfinu og þegar dregur úr því umfangi sem framkvæmdirnar hafa kallað á í íslensku hagkerfi mun verðbólgan hjaðna talsvert. Eins og áður sagði er þetta ferli þegar hafið.

Það er vel hugsanlegt að væntingar um frekari stóriðjuframkvæmdir og frekari breytingar hagkerfisins í átt til aukinnar alþjóðavæðingar ásamt fleiri þáttum leiði til þess að ójafnvægið lagist hægt og ekki að fullu. Mikil bjartsýni og jafnvel óhófleg bjartsýni gæti kallað þetta fram. Ójafnvægið verður þá viðvarandi næstu árin. Hagvöxtur verður þannig umfram það sem tryggt getur aðlögun að jafnvægi í bráð.

Talsverð hætta fylgir því ef hagkerfið fer þessa leið og má telja líklegt að það komi niður á hagvexti þegar litið er lengra fram í tímann. Við skilyrði viðvarandi ójafnvægis af þessu tagi er óvissa í íslensku efnahagslífi aukin og því fylgir kostnaður sem m.a. kemur fram í hærri vöxtum. Ein leið slíkrar óvissu að hærri vöxtum mun þá vera í gegnum mat erlendra aðila á íslenskum fyrirtækjum sem lántakendum. Við skilyrði líkt og nú eru uppi í íslensku efnahagslífi þar sem erlendar skuldir og eignir íslenskra fyrirtækja eru miklar og þegar Íslendingar eiga mikið undir trausti erlendra lánadrottna og fjárfesta er óvissa sem þessi sérstaklega neikvæð. Þetta er því ekki álitlegt leið fyrir hagkerfið að fara. Við teljum að mögulegt sé að hagkerfið rati þessa leið en teljum þó líklegra að önnur leið verði farin.

Leið bjarnarins: Verulegur samdráttur

Á undanförunum misserum hafa komið fram aðilar sem hafa talið að lending íslenska hagkerfisins að lokinni núverandi uppsveiflu verði harkaleg. Hefur í því sambandi verið spáð að íslenska hagkerfið gæti líklega dregist saman um 5-10% á næstu tveimur árum. Ef af þessu yrði væri um að ræða einn mesta samdrátt í sögu íslenska hagkerfisins.

Síðast þegar hagkerfið komst nálægt því að dragast svona mikið saman var á árunum 1967-1968 en þá dróst landsframleiðsla á föstu verði saman um tæplega 7%. Slíkum samdrætti myndu væntanlega fylgja gjaldþrot fjölda fyrirtækja, aukin vanskil einstaklinga og lögaðila, og snörp aukning atvinnuleysis.

Sýnt hefur verið fram á að hætta á kreppu sem þessari hér á landi er lítil um þessar mundir. Stoðir efnahagslífsins eru traustar og hafa sjaldan verið betur í stakk búnar til að takast á við hugsanlegt áfall. Eigna- og tekjustaða heimilanna hefur sjaldan verið betri en í upphafi þessa árs, staða ríkissjóðs er betri en fyrirfinnst víðast hvar og staða fyrirtækja er góð. Fjármálafyrirtækin hafa, þrátt fyrir mikið umrót á fjármálamarkaði – mikla lækkun gengis krónunnar, tímabundinn mótbyr á innlendum sem erlendum mörkuðum, og hærri kostnað við erlenda fjármögnun – skilað metaftöku á liðnu ári.

Þrátt fyrir að ójafnvægi í íslenska hagkerfinu sé mikið og líkur á áfalli séu meiri af þeim sökum teljum við að stoðir hagkerfisins séu nægjanlega sterkar til að standa slíkt af sér. Þetta hefur í raun sýnt sig nú þegar í umróti í íslensku efnahagslífi á síðastliðnu ári. Því teljum við afar ólíklegt að hagkerfið fari þessa leið. Lesa má sömu afstöðu fjárfesta, bæði innlendra sem erlendra, út úr hreyfingum á fjármálamörkuðum að undanförunu. Gengi krónunnar hefur hækkað frá upphafi þessa árs, áhættuálag á skuldabréf bankanna erlendis hefur lækkað og verð hlutabréfa þeirra hækkað.

Kerfisbreytingar geta knúið hagvöxt

Umtalsverðar breytingar hafa verið gerðar á íslenska hagkerfinu á undanförunum árum og hafa þær átt stóran þátt í því að drífa hagvöxt á tímabilinu. Kerfið hefur verið fært í átt til aukins frjálsræðis með opnun þess og markaðsvæðingu. Sótt hefur verið í auknum mæli í auðlindir landsins bæði orku og land en fiskimiðin hafa gefið vel af sér undanfarin ár þó svo að vöxtur þar hafi ekki verið mikill. Bætt hefur verið nýting fjármagnsstofnsins með virkari fjármálamarkaði og hreyfanleiki vinnuafli hefur verið aukinn sem hefur sett verulegt mark á uppsveiflu undanfarinna ára.

Spurningin um þá leið sem hagkerfið mun fara á næstunni í átt að jafnvægi snýr ekki síst að því hvaða kerfisbreytingar eru líklegar á tímabilinu. Við skilyrði fullrar atvinnu er líklegt að vinnuaflið verði nýtt betur með áframhaldandi sókn inn í greinar sem hafa mikinn virðisauka. Fjármálageirinn er dæmi um slíka starfsemi en hann hefur vaxið hratt undanfarið. Líkur eru á því að vöxtur hans haldi áfram enda skilyrðin á flesta mælikvarða góð. Vöxtur slíkra greina gerir hins vegar miklar kröfur til menntakerfisins sem standa þarf undir því hlutverki að þjálfa fólk til að mæta þeim breyttu kröfum sem felast í þessum

...og sókn mun beinast í ónýtta orku landsins...

vexti. Sökum þeirra takmarkana sem eru á stærð og þekkingu íslenska vinnuafslins er líklegt að vinnuafslþörf þessara vaxtargreina verði að stórum hluta mætt með erlendu vinnuafli.

... jafnframt eykst ferðamannaþjónusta hér sem annarsstaðar...

Mikið af hagvexti undanfarinna ára hefur verið sótt í áður ónýtta orku. Talsvert er frá því að þar sé fullnýtt það sem felst bæði í gufuafli og fallvötnum. Líklegt er að hagvöxtur næstu ára verði áfram byggður að hluta á aukinni sókn í þessar náttúruauðlindir. Auk þess er líklegt að umhverfi nýtingarinnar breytist með aukinni markaðsvæðingu fyrirtækja sem þar starfa. Vaxtarmöguleikar sjávarútvegsins virðast ekki felast í stækkun fiskistofna. Ólíklegt er að fiskistofnar stækki hér við land svo einhverju skipti á allra næstu árum. Möguleikar greinarinnar felast því í fullvinnslu, fiskeldi, sérþekkingu í útrás og hækkingu afurðaverðs vegna takmarkaðs framboðs og vaxandi eftirspurnar.

... og aukin dýpt fjármálamarkaðarins mun ekki láta sitt eftir liggja...

Landnýting er vaxandi með auknum fólksfjölda og vaxandi efnahagsstarfsemi. Verðhækkun er orðin umtalsverð samhliða þessu og aukinni almennti velmegun en þjöppun hefur átt sér stað á kjarnasvæði. Til viðbótar er ferðamennska almennt vaxandi í heiminum og Ísland hefur ekki verið útundan í þeirri þróun. Landbúnaður hefur hins vegar verið í varnarbaráttu hér á landi og mun breytast verulega ef aukið frelsi fæst í viðskiptum með landbúnaðarvörur á næstu árum. Sókn í hvíldarstaði samhliða aukinni velmegun og vaxandi þéttbýli mun hins vegar færast í aukana á næstu árum og landnýting aukast og verð á landi hækka af þeim sökum.

Aukin dýpt fjármálamarkaðarins á næstu árum, m.a. með vaxandi þátttöku erlendra aðila á innlendum fjármálamarkaði, mun leiða til betri nýtingu fjármagnsstofnsins. Fjármálamarkaðurinn hefur tekið verulegum stakkaskiptum á undanförunum árum og víst er að hann mun halda áfram að taka framförum á næstu árum. Ein af stóru spurningunum er framtíð krónunnar og hvort evran verði tekin upp hér á landi. Um er að ræða kerfisbreytingu sem myndi hafa umtalsverð áhrif hér á landi og væri líklegast nokkuð hagvaxtarhvetjandi með lækkun viðskiptakostnaðar og vaxta. Breyting bankanna mun halda áfram með frekari kaupum á fjármálafyrirtækjum og sókn á erlenda markaði. Þegar bankarnir hafa náð vissri stærð og sýnt nokkur ár góðs rekstrar er vel hugsanlegt að einhver þeirra verði yfirtekinn af stórum erlendum banka eða þá að erlendur banki komi inn sem kjölfestufjárfestir í einhvern þeirra. Til viðbótar er líklegt að sameining og fækkun sparisjóðanna verði umfangsmikil á næstu árum og breyting Íbúðalánasjóðs er knýjandi. Ekki er loku fyrir það skotið að Ísland verði alþjóðleg miðstöð fjármálastarfsemi.

... að ógleymdum frumkvöðlum sem víða bregða niður fæti...

Þáttur frumkvöðla er oft vanmetinn þegar kemur að mati á áhrifaþáttum hagvaxtar. Ljóst er að íslenskt efnahagslíf, jafn fámennt og það er, hefur alið af sér talsverðan fjölda frumkvöðla á undanförunum árum sem síðan hafa nýtt tækifærin sem hafa gefist til að auka velmegun hér á landi. Alfarið er óvíst hvar slíkir aðilar beri niður næst í tíma og rúmi en saga síðustu missera sýnir að íslensk menning er frumkvöðlamenning í meiri mæli en menning margra annarra þjóða.

...tækifæri til aukinnar velmegunar felast einnig í umbótum í mennta- og heilbrigðiskerfinu

Tækifæri til aukinnar velmegunar hér á landi hvíla að stórum hluta á menntakerfinu. Með því að bæta nýtingu námstíma og auka samkeppni í menntakerfinu má vel bæta nýtingu vinnuafslins og auka verðmæti þess. Ekki skiptir heilbrigðiskerfið minna máli í varðveislu mannaúðs. Möguleikar til kerfisbreytinga í þessum tveim stærstu málaflokkum hins opinbera eru miklir.

Hin mjúka lending

Hin mjúka lending felur í sér hægjan vöxt landsframleiðslu á yfirstandandi ári...

Við spáum hægum vexti á yfirstandandi ári þar sem ljóst virðist að hagvaxtarskeið síðustu ára er nú á enda runnið, ef marka má nýlegar hagtölur um þróun einkaneyslu og fjárfestingar sem og horfur í þessum burðarþáttum innlendrar eftirspurnar. Hagþróun á þessu ári verður í raun eins konar spegilmynd síðustu ára þar sem draga mun snarpt úr innlendri eftirspurn en jákvæður viðsnúningur í utanríkisviðskiptum vegur á móti. Þetta endurspeglar sókn hagkerfisins að jafnvægi eftir tíma mikils ójafnvægis þar sem vöxtur innlendrar eftirspurnar hefur verið mjög hraður en sívaxandi halli á utanríkisviðskiptum haldið aftur af hagvexti. Strax á næsta ári mun vöxtur glæðast á ný með frekari bata á utanríkisviðskiptum og hóflegri aukningu einkaneyslu. Síðustu ár spátímans verða mörkuð af hagvexti í nánd við jafnvægisvaxtargetu hagkerfisins.

...en að vöxtur glæðist strax á næsta ári

Mikill viðskiptahalli hefur verið ein skýrasta birtingarmynd ójafnvægisins í íslensku hagkerfi, enda fátítt meðal próaðra ríkja að viðskiptahalli fari yfir fjórðung af vergri landsframleiðslu (VLF) eins og raunin var hér á landi í fyrra. Verulega mun draga úr viðskiptahalla á þessu ári með auknum útflutningi áls, minnkandi innflutningi fjárfestingar- og neyslavöru ásamt aukningu í öðrum útflutningi sem nýtur góðs

af hagstæðara raungengi. Viðskiptahalli verður hátt í 16% af VLF á yfirstandandi ári að okkar mati en strax næsta ár teljum við að hallinn fari niður fyrir 10% og að jafnt og þétt muni draga úr honum út spátímabilið.

Mikill viðskiptahalli er skírasta birtingarmynd ójafnvægis...

... en verulega mun draga úr honum á spátímabilinu

Farið er að hægja á þeim mikla meðbyr sem heimilin hafa haft...

... sem kemur fram í lítilsháttar samdrætti einkaneyslu á þessu ári...

2. mynd: Helstu niðurstöður þjóðhagsspár

	2006	2007s	2008s	2009s	2010s
Hagvöxtur (%)	2,6	1,5	3,5	2,6	3,3
Neysluverð (% breyting milli ára)	6,9	3,7	4,2	1,5	2,0
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)	-26,7	-15,6	-8,0	-7,1	-6,3
Atvinnuleysi (% af vinnuafli)	1,3	1,8	2,7	3,1	3,2

Kólnun hagkerfisins á næstu misserum mun verða til þess að draga úr þrýstingi á mörkuðum fyrir vöru, þjónustu og vinnuafli. Verðbólga mun hjaðna jafnt og þétt, ef litið er fram hjá áhrifum nýliðinnar lækkunar virðisaukaskatts og vörugjalda á neysluverðsvisítöluna, en þau verða til þess að mæld verðbólga eykst á næsta ári þótt undirliggjandi verðbólga sé heldur að minnka. Atvinnuleysi mun aukast jafnt og þétt næstu ár en þó teljum við ólíklegt að það fari mikið yfir 3% þar sem hluti þeirra útlendinga sem hingað hafa komið undanfarið til vinnu mun að líkum hverfa til síns heima á ný þegar um hægist. Íslenskur vinnumarkaður er orðinn mun sveigjanlegri hvað þetta varðar en áður var, og er það meðal þeirra þátta sem hjálpa til við tiltölulega skjóta aðlögun hagkerfisins.

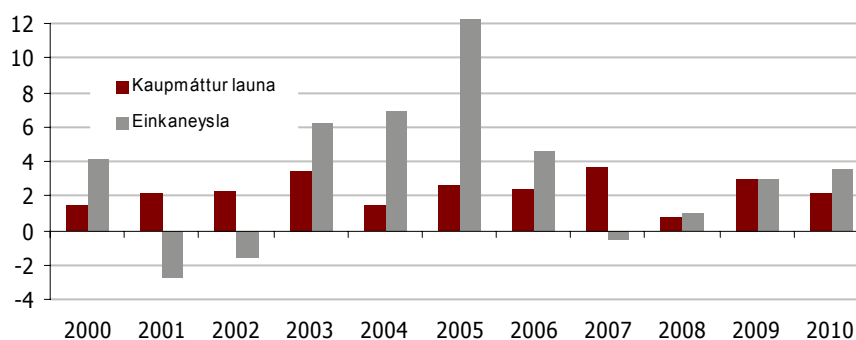
Dregur úr einkaneyslu

Heimilin hafa haft það afar gott undanfarið og meðbyr hefur verið mikill. Gott atvinnuástand, mikil hækkun launa og ýmis konar skattalækkun hafa aukið kaupgetu þeirra ásamt góðu aðgengi að lánsfé. Verðhækkun húsnæðis og hlutabréfa og auðsáhrif vegna þess hafa svo enn aukið neysluna. Til viðbótar hefur hátt gengi krónunnar stuðlað að því að innflutt neysla hefur verið afar hagstæð.

Merki eru komin fram um að farið sé að draga úr vexti eftirspurnar heimilanna. Kemur þar til gengislækkun krónunnar frá upphafi síðastliðins árs, hátt vaxtastig í landinu, talsverð verðbólga og hægari hækkun eignaverðs svo eitthvað sé nefnt. Við má bæta mettunaráhrifum s.s. í bílainnflutningi en mikið hefur dregið úr innflutningi bíla frá vormánuðum síðasta árs eða að meðaltali um 30% á föstu gengi.

Við höfum endurmetið spá okkar um einkaneyslu frá í ágúst og gerum ráð fyrir 0,5% samdrætti einkaneyslu á þessu ári í stað 3,5% samdráttar áður. Meðal ástæðna fyrir því er að nú reiknum við með öllu herra gengi krónunnar á þessu ári en við gerðum ráð fyrir áður og minni verðbólgu. Það verður þó til að draga úr neyslu heimilanna að atvinnuleysi mun aukast þegar framkvæmdum vegna stóriðju lýkur á árinu, fjárfesting í annarri atvinnuvegastarfsemi sem og í íbúðarhúsnæði mun dragast saman og almenn eftirspurn minnka. Kaupmáttur ráðstöfunartekna heimilanna mun ekki aukast jafn hratt og undanfarin ár.

3. mynd: Spá um einkaneyslu og kaupmátt launa, breyting frá fyrra ári



Kjarasamningar á almennum vinnumarkaði eru lausir um næstu áramót og óvíst hvenær næsta launahækkun verður. Slíkt veldur óvissu og fólk heldur frekar að sér höndum með óreglulega neyslu.

... enda margt sem helst í hendur við að hægja á vexti ráðstöfunartekna heimilanna

Skattalækkunarhrina yfirstandandi kjörtímabils er yfirstaðin og ef til annarrar slíkrar hrinu kemur er líklegt að hún verði fremur afturhlaðin, þ.e.a.s. að skattalækkun sé líklegri til að koma á seinni hluta næsta kjörtímabilsins. Aukin verðbólga á seinni hluta þessa árs og byrjun næsta árs mun einnig draga úr kaupmætti. Jafnframt teljum við að draga muni úr umsvifum á fasteignamarkaði þegar líður á árið og að fasteignaverð næstu misserin verði nokkuð stöðugt. Til viðbótar er skuldaaukning undanfarinna ára eflaust farin að íþyngja sumum heimilum.

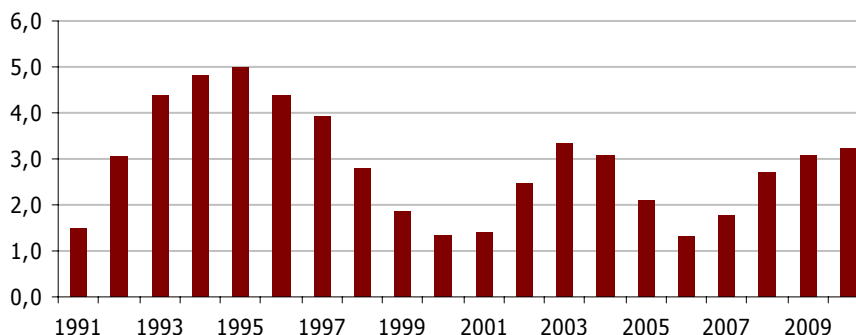
Slakna mun á vinnumarkaði

Vinnumarkaður hefur verið mjög spenntur og mun eflaust vera það frameftir ári þangað til kemur að lokum framkvæmda vegna stóriðju í Reyðarfirði og Kárahnjúkum. Atvinnuleysi er með því minnsta sem þekktist, fjöldi erlendra starfsmanna mikill og launahækkun hröð.

Atvinnuleysi leiðrétt fyrir árstíðasveiflu hefur verið um 1,1%-1,2% frá september síðastliðnum. Við teljum að atvinnuleysi verði áfram lítið fram á mitt ár og að það muni aukast upp úr því og vera að meðaltali um 1,8% á árinu 2007 og aukast enn frekar á næstu árum og vera rúmlega 3% í lok spátímabilsins.

Atvinnuleysi mun aukast og vera um 3% í lok spátímabilsins

4. mynd: Spá um atvinnuleysi sem hlutfall af vinnuafli, %



Á árinu 2006 hefur ekki verið eins mikið af erlendu vinnuafli starfandi í landinu frá því mælingar hófust. Vinnuálastofnun áætlar að um 11.000 manns af erlendu bergi brotnir hafi starfað hér á árinu 2006. Stór hluti erlends vinnuafli starfar við virkjunarframkvæmdir og munu líklegast hverfa af landi brott þegar þeim framkvæmdum líkur. Jafnframt gerum við ráð fyrir að öðrum erlendum starfsmönnum muni einnig fækka þegar líður á árið og slakna fer á vinnumarkaði.

Eignastaða heimilanna er góð en skuldir hafa aukist

Heildarskuldir heimilanna við lánakerfið allt námu í lok síðastliðins árs 1.325 mö.kr. Af því voru skuldir við innlánsstofnanir 708 ma.kr. eða um 53% af heildinni. Það hlutfall hefur eflaust hækkað nokkuð síðan. Til viðbótar skulduðu heimilin lífeyrissjóðunum þá um 110 ma.kr., Lánasjóði íslenskra námsmanna 78 ma.kr. og ýmsum lánafyrirtækjum sem mestmegnis er Íbúðalánasjóður 423 ma.kr. Skuldir heimilanna höfðu þá aukist um 241 ma.kr. á árinu.

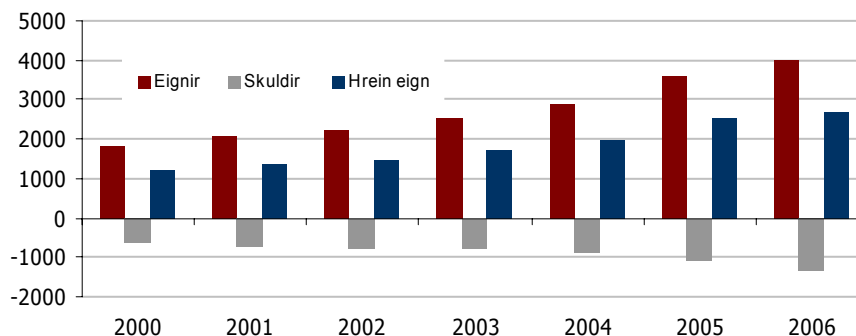
Að okkar mati jukust eignir heimilanna mun meira á sama tíma og hrein eignastaða heimilanna batnaði því. Nægir þar að taka eignir lífeyrissjóðanna til greiðslu lífeyris sem jukust um 277 ma.kr. á síðasta ári sem er meiri aukning en var á heildarskuldum heimilanna. Þá á eftir að taka eignaukningu heimilanna í verðbréfum sem ekki eru í höndum lífeyrissjóða og eignaukningu í húsnæði svo eitthvað sé nefnt.

Við teljum að heildareignir heimilanna hafi í lok síðastliðins árs verið um 4.000 ma.kr. og að hrein eignastaða þeirra hafi batnað á árinu og aldrei verið betri en nú. Er hér ein skýring þess af hverju neyslustigið helst þetta hátt. Heimilin eru auk þess að þessu leiti vel í stakk búin að takast á við niðursveiflu í hagkerfinu.

Skuldir heimilanna jukust töluvert á síðasta ári...

... en eignir þeirra jukust meira

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

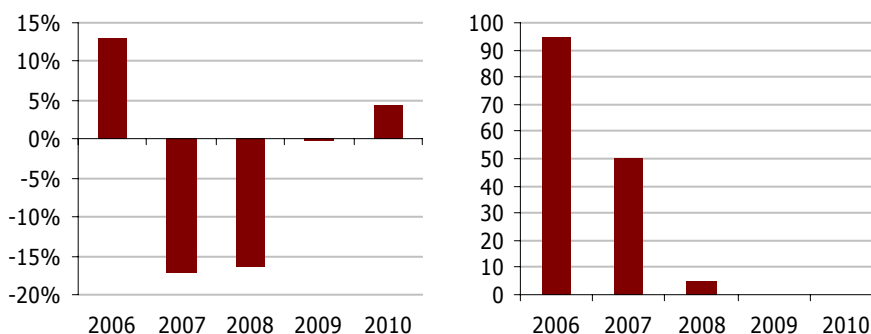


Við gerum ráð fyrir að næstu misseri muni draga úr skuldaaukningu heimilanna jafnframt því sem að við gerum ráð fyrir að hægja muni á eignaaukningunni. Mikil aukning ráðstöfunartekna að undanfögnu, bæði í gegnum hækkun raunlauna og skattalækkun gæti þó haldið uppi áframhaldandi neyslugleði frameftir ári en einnig er hugsanlegt að almenningur muni leitast við að minnka skammtímaskuldir sínar svo sem yfirdráttarlán og kreditkortalán sem eru afar kostnaðarsöm lán.

Fjárfesting

Þróun fjárfestingar í hagkerfinu á næstunni verður töluvert mörkuð af lokum stóriðjuframkvæmda samfara samdrætti í annarri fjárfestingu fyrirtækja, jafnt sem heimila. Á vordögum lýkur að mestu framkvæmdum við álvör í Reyðarfirði og Kárahnjúkavirkjun. Undir árslok er svo áætlað að seinasti áfangi í stækkun álversins á Grundartanga verði tilbúinn. Þessi verkefni hafa verið einn megin drifkraftur þess háa fjárfestingarstigs sem verið hefur í hagkerfinu undanfarn misseri. Mikill gangur hefur raunar einnig verið í fjárfestingu annars staðar í atvinnulífinu auk þess sem fjárfesting í íbúðahúsnæði hefur verið mikil. Nú lítur hins vegar út fyrir að draga muni úr fjárfestingu samfara minnkandi stóriðju fjárfestingu. Þegar hefur hægt á fasteignamarkaði undanfarna mánuði en mikill fjöldi nýbygginga er að koma á markað um þessar mundir.

6. mynd: Spá um raunbreytingu fjármunamyndunar er á myndinni til vinstri, en til hægri er spá um fjárfestingu í stóriðju m.v. að ekki verði ráðist í frekari uppbyggingu (ma.kr.)



Fjárfesting hins opinbera mun vega gegn þessari þróun að vissu marki. Áætlað er að auka fjárfestingu ríkisins um 10% á þessu ári miðað við 2006, og á næsta ári verður aukningin enn meiri. Eftir það mun hins vegar draga úr fjárfestingu ríkisins ár frá ári. Við gerum hins vegar ekki ráð fyrir miklum sveiflum í fjárfestingu sveitarfélaganna enda er þeim mun þrengri stakkur sniðinn en ríkinu hvað varðar sveiflur í fjárfestingarstigi.

Í heild gerum við ráð fyrir að takturinn í atvinnu- og íbúðafjárfestingu ráði för í þróun fjárfestingar, enda vega þessir liðir mun þyngra en fjárfesting hins opinbera. Þannig mun fjármunamyndun dragast saman um ríflega 17% á þessu ári og raunar lítur út fyrir samdrátt ár frá ári fram undir lok áratugarins þ.e.a.s. ef ekki kemur til frekari stóriðju fjárfestingar. Hins vegar mun verða aukning í fjárfestingu árið 2010

Verulega dregur úr fjárfestingu í landinu,...

... yfirstandandi stóriðjuframkvæmdum lýkur á árinu...

... og einnig dregur úr fjárfestingu íbúðarhúsnæðis...

... en aukning í fjárfestingu hins opinbera mun vega á móti

samkvæmt okkar spá, og líklegt er að fyrstu ár næsta áratugar verði skeið áframhaldandi aukningar í fjárfestingu.

7. mynd: Spá Greiningar um þróun fjárfestingar

	Ma. kr.	Breyting frá fyrra ári (%)				
	Árið 2006	2006	2007s	2008s	2009s	2010s
Atvinnuvegafjárfesting	256	13,8	-23,9	-29,1	1,2	7,0
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	75	17,2	-5,5	-5,8	3,2	5,0
Fjárfesting hins opinbera	35	0,8	7,8	28,4	-8,6	-4,4
Fjármunamyndun alls	326	13,0	-17,1	-16,5	-0,2	4,4

Samdráttur mun vera í fjárfestingu út þorra spátímabilsins...

... að því gefnu að ekki komi til frekari stóriðjuframkvæmda

Þrjár stóriðjuframkvæmdir eru á teikniborðinu...

...sem hugsanlega gætu orðið að veruleika á spátímabilinu

Stækkun álversins í Straumsvík er næst í tíma en hvort af henni verður ræðst í byrjun aprílmánaðar

Nokkur undirbúningsvinna hefur farið fram vegna byggingar álvers á Norðurlandi...

... og einnig vegna byggingar álvers á Suðurnesjum

Vert er að ítreka að ofangreind þróun miðast við að ekki verði af frekari stóriðjuuppbyggingu á tímabilinu. Nú eru á teikniborðinu þrjár framkvæmdir: Stækkun álversins í Straumsvík úr 180 þús.tonnum í 460 þús.tonn, nýtt 250 þús.tonna álver í Helguvík á vegum Century Aluminium og álver af svipaðri stærð sem Alcoa hefur áhuga á að reisa við Húsavík. Tvö síðastnefndu álverin yrðu væntanlega byggð í áföngum, auk þess sem undirbúningsvinna við þau er töluvert skemmra á veg komin en undirbúningur vegna stækkunar í Straumsvík. Því má gera ráð fyrir að áhrif á fjárfestingarstigið í hagkerfinu yrðu mun minni af þeirra völdum en álversstækkun í Straumsvík. Stækkun í Straumsvík myndi hins vegar hafa veruleg áhrif á þróun fjárfestingar í hagkerfinu þegar á næsta ári, ásamt margvíslegum öðrum áhrifum sem tíunduð eru hér að neðan.

Áhrif stóriðju fjárfestingar

Einn af helstu óvissuþáttum varðandi framþróun hagkerfisins það sem eftir lifir áratugarins er frekari uppbygging stóriðju hér á landi. Sú spá sem hér er birt gerir ekki ráð fyrir frekari stóriðjuframkvæmdum á spátímanum en þeim sem nú eru langt komnar á Austurlandi og í Hvalfirði. Hins vegar eru a.m.k. þrjú stóriðjuverkefni á teikniborðinu og gætu einhver þeirra orðið að veruleika á næstu árum:

Stækkun í Straumsvík

Þau áform um frekari stóriðju sem lengst eru komin á veg er aukning framleiðslugetu álvers Alcan í Straumsvík um 280.000 tonn á ári en álverið afkastar nú um 180.000 tonnum á ári. Álverið í Straumsvík yrði eftir þá stækkun stærsta álver landsins með 460.000 tonna ársframleiðslugetu. Umhverfismat vegna framkvæmdanna liggur fyrir og vilyrði hefur fengist fyrir þeirri orku sem þarf til, en 60% hennar kæmu frá vatnsaflsvirkjunum í Þjórsá og 40% frá virkjun jarðvarma. Væntanlega kemur í ljós í upphafi aprílmánaðar hvort af þessum framkvæmdum verður, þótt raunar hafi slegið nokkuð í bakseglin varðandi virkjanir í neðri hluta Þjórsár. Ef ekki hleypur snurða á þráðinn lítur út fyrir að framkvæmdir við orkuöflun og byggingu álvers geti hafist af krafti strax á næsta ári.

Nýtt álver á Norðurlandi

Nokkur undirbúningsvinna hefur þegar farið fram vegna nýs álvers Alcoa á Norðurlandi. Talið er að slíkt álver yrði af stærðargráðunni 250.000 tonn á ári og því nokkru minna en stækkun álversins í Straumsvík. Álverið verður væntanlega staðsett á Bakka við Húsavík og verður orku fyrir það að mestu aflað með jarðvarmavirkjunum á austanverðu Norðurlandi. Ekki er líklegt að uppbygging vegna þessa álvers hefjist að marki fyrr en undir lok áratugarins, og raunar hefur Alcoa sagt að bygging álversins sjálfs hefjist ekki fyrr en 2010. Að öllum líkindum munu þó framkvæmdir vegna orkuöflunar hefjast fyrr. Alcoa-menn hafa reyndar lýst áhuga á að álver við Húsavík verði stærra en að ofan greinir, allt að 340.000 tonn á ári en það veltur þó á orkuöflun.

Nýtt álver í Helguvík

Þriðji möguleikinn á álversframkvæmdum sem ræddur hefur verið undanfarið er nýtt álver Century Aluminium í Helguvík á Suðurnesjum. Þar hefur verið talað um 250.000 tonna ársframleiðslugetu. Álverið yrði byggt í áföngum og yrði orka að miklu leyti fengin frá jarðvarmaveitum á Reykjanesskaga. Undanfarið hefur nokkuð verið rætt um að líkur á þessu álveri aukist ef ekki verður af stækkun í Straumsvík. Þessi áform eru þó styst komin af þeim sem hér um ræðir og því ólíklegt að framkvæmdir hefjist af krafti fyrr en undir lok áratugarins. Að vissu marki virðast líkur á byggingu þessa álvers fara eftir því hvort stækkað verður í Straumsvík. Þannig telja margir að ef ekki verður af stækkunaráformum Alcan auki það líkur á byggingu álvers í Helguvík.

Stækkun álvers í Straumsvík myndi hafa mest áhrif á hagkerfið

Að okkar mati eru áhrifin af stækkun Straumsvíkurálversins á hagkerfið mun meiri en af hinum framkvæmdunum tveimur. Kemur það til af þrennu: Í fyrsta lagi munu framkvæmdir við stækkunina og tengda orkuöflun hefjast af krafti áður en hagkerfið hefur náð jafnvægi eftir undangengið þensluskeið. Ólíklegt er hins vegar að hafist verði handa við nýju álverin fyrr en árið 2009 í fyrsta lagi, en þá verður væntanlega mun minni spenna í hagkerfinu en nú ríkir. Í öðru lagi er ráðgert að stækkunin verði byggð í einu lagi og dreifist því yfir styttra tímabil en nýju álverin tvö, sem ráðgert er að reisa í áföngum. Í þriðja lagi er stækkun Straumsvíkur nokkru stærri í sniðum en hin verkefni tvö. Bæði er það vegna meiri væntrar framleiðslugetu og eins vegna þess að meirihluti orku fyrir stækkunina kemur frá vatnsaflsvirkjunum, sem eru í eðli sínu frekari á fjármagn og mannafla meðan á byggingu þeirra stendur en jarðvarmavirkjanir.

Meðal annars yrðu stýrivextir áfram háir og mikill viðskiptahalli út allt spátímabilið

Verði ráðist í stækkun álvers Alcan mun þróun hagkerfisins næstu misserin verða með töluvert öðrum hætti en gert er ráð fyrir í spá okkar. Til dæmis mun slík ákvörðun hægja á, eða seinka, því lækunarferli stýrivaxta sem við spáum. Þannig er ólíklegt að Seðlabankinn lækki stýrivexti niður fyrir 10% á næstu misserum ef af stækkuninni verður. Stækkunin mun tefja fyrir því að jafnvægi komist á vinnurmarkað á höfuðborgarsvæðinu, auk þess sem hún verður til að auka á væntingar almennings og þar með einkaneyslu. Hvort tveggja eykur undirliggjandi verðbólguþrýsting. Því er hætta á að verðbólguþrýsting Seðlabanka náist síðar en ella hefði orðið. Á móti kemur að gengi krónu mun verða hærra í brád ef af stækkun verður, sem dregur nokkuð úr verðbólguþrýstingi, a.m.k. um skeið. Hátt gengi krónu vinnur hins vegar gegn því að ytra jafnvægi komist á í hagkerfinu og líklegt er að mikill viðskiptahalli muni ríkja allt til loka áratugarins, verði af framkvæmdunum. Hagvöxtur mun þó verða öllu meiri en annars ef ráðist verður í stækkun vegna hás fjárfestingarstigs og mikillar einkaneyslu í hagkerfinu. Hættan eykst hins vegar að sama skapi á snarpri leiðréttingu vegna viðvarandi ójafnvægis, innra sem ytra.

Viðskiptahalli á síðasta ári nam 27% af VLF...

Ytri jöfnuður

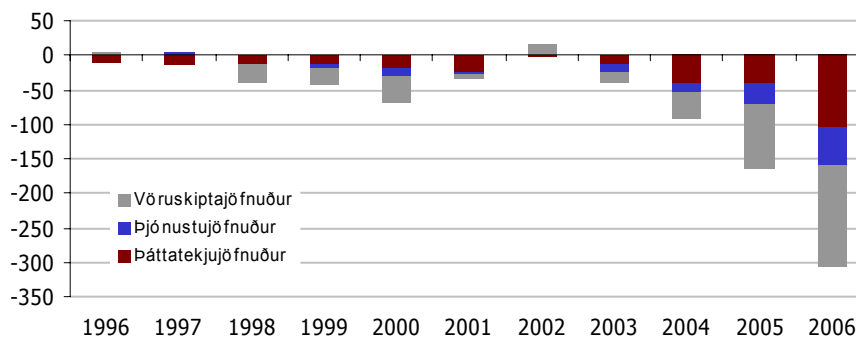
Viðskiptahalli á síðasta ári var 305 ma.kr. sem jafngildir tæplega 27% af vergri landsframleiðslu (VLF). Er það meiri halli en vænst var og hærra hlutfall af VLF en nokkru sinni áður. Stór hluti hallans er vegna þess að fjárfestingastigið í hagkerfinu var einstaklega hátt í fyrra. Það mældist ríflega 33% af landsframleiðslu eða 15 prósentustigum hærra en þegar jöfnuður var síðast á viðskiptum við útlönd á árinu 2002. Hin ástæða hallans er neyslugleði almennings og lítil þjóðhagslegur sparnaður og þá sérstaklega einkageirans.

... sem er meiri halli en nokkru sinni áður

Mikill viðskiptahalli eykur erlendar skuldir. En hrein staða þjóðarbúsins við útlönd var neikvæð um sem nam 120% af VLF í árslok, en þetta hlutfall var 85% í upphafi árs. Mikill ytra ójafnvægi hagkerfisins skapar undirliggjandi þrýsting til lækunar á gengi krónu.

Mikið ytra ójafnvægi kallar á gengislækkun krónunnar

8. mynd: Samsetning viðskiptajafnaðar 1996-2006, ma.kr.

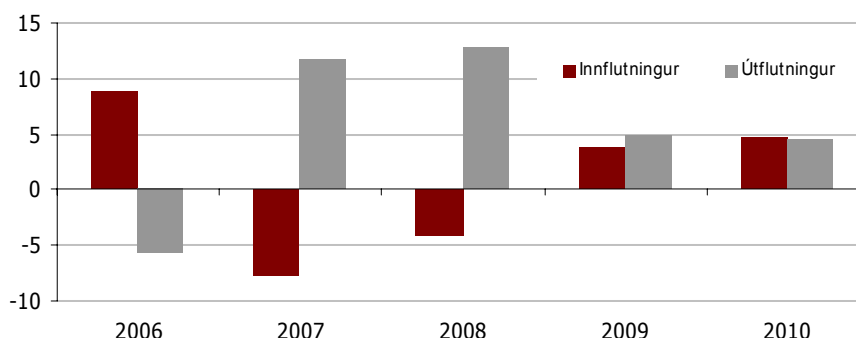


Þróun þjónustu- og þáttatekjujafnaðar er meira áhyggjuefni en þróun vöruskiptajafnaðar

Þróun þjónustujafnaðar og þáttatekjujafnaðar er meira áhyggjuefni en mikill vöruskiptahalli. Stór hluti vöruskiptahallans er til kominn vegna umfangsmikillar fjárfestingar, bæði í stóriðju sem og annars staðar í hagkerfinu. Eðli máls samkvæmt er slíkur halli ekki hættumerki þar sem arður af fjárfestingu ætti að nægja til að greiða niður erlendar skuldir vegna þeirra, og jafnvel gott betur. Við teljum einnig að vöruskiptahallinn muni minnka allhrott á næstunni samfara lokum stóriðjuframkvæmda, aukningu í álútlutningi og stöðnun eða samdrætti í innflutningi neysluvöru. Hins vegar hefur halli á þjónustujöfnuði

aukist hratt undanfarin ár og nam hann 54 mö.kr. á síðasta ári, en til samanburðar var hann innan við milljarð árið 2001.

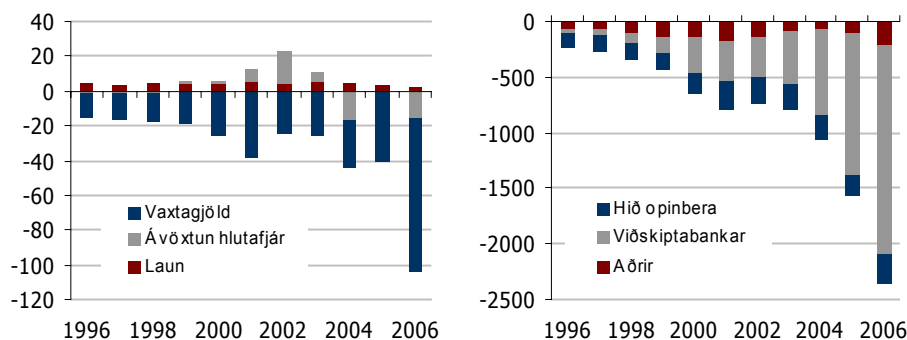
9. mynd: Spá um þróun innflutnings og útflutnings, raunbreyting milli ára (%)



Verulegan hluta halla á þáttatekjum má rekja til aukningar á vaxtagjöldum umfram vaxtatekjur

Svipaða sögu er að segja af jöfnuði þáttatekna en þar er um að ræða í grófum dráttum muninn á vaxta- og arðgreiðslum til erlendra aðila og sambærilegum greiðslum frá erlendum aðilum. Hallinn var um 102 ma.kr. á árinu 2006 sem er ríflega tvöföldun milli ára. Hér verður að taka tillit til þess að hluti hallans er tilkominn vegna hagnaðar íslenskra fyrirtækja í eigu erlendra eignarhaldsfélaga, sem svo aftur eru í eigu Íslendinga. Telja Seðlabankamenn að ofmat á viðskiptahalla síðasta árs af þessum sökum geti numið á bilinu 1-2% af vergri landsframléiðslu. Hins vegar verður ekki litið fram hjá því að verulegur hluti halla á þáttatekjum er vegna aukningar á vaxtagjöldum umfram vaxtatekjur. Vaxtagjöld nettó voru 89 ma.kr. á nýliðnu ári og er þar um ríflega tvöföldun að ræða milli ára. Ástæðurnar fyrir þeirri þróun eru bæði mikil aukning erlendra skulda og hærri vextir.

10. mynd: Undirlíðir þáttatekjujafnaðar nettó eru á myndinni til vinstri og til hægri er samsetning hreinnar erlendar stöðu við útlönd, ma.kr.

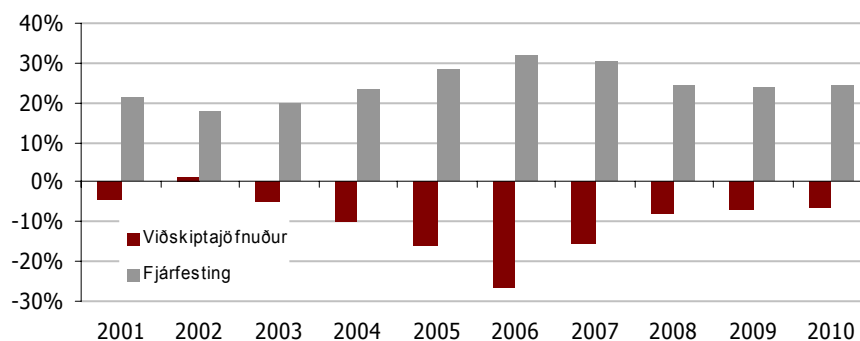


Samkvæmt tölum Seðlabanka var hrein staða þjóðarbúsins við útlönd um síðustu áramót neikvæð um 1.355 ma.kr. sem samsvarar 120% af VLF í fyrra. Í byrjun árs var staðan hins vegar neikvæð um 855 ma.kr. og er breytingin fyrst og fremst vegna aukinna skulda innlánsstofnana. Hér verður að hafa í huga að við teljum tölur Seðlabanka vanmeta nokkuð aukningu erlendra eigna og því kann raunveruleg hrein staða við útlönd að vera nokkru jákvæðari en tölurnar gefa til kynna. Haft hefur verið eftir sérfræðingum Seðlabanka að ef leiðrétt væri fyrir mun á skráðu virði og markaðsvirði gæti hrein neikvæð staða þjóðarbúsins minnkað í u.þ.b. 1.000 ma.kr.

Við spáum töluvert meiri viðskiptahalla en áður vegna þróunar þjónustu- og þáttatekjujafnaðar á síðasta ári

Þessi þróun þjónustu- og þáttatekjujafnaðar hefur gert að verkum að spá okkar fyrir viðskiptajöfnuð á næstu árum er töluvert svartsýnni en áður hefur verið. Við gerum ráð fyrir að hallinn nemi hátt í 16% af VLF á þessu ári en minnki síðan jafnt og þétt eftir því sem nær dregur lokum áratugarins. Töluverður halli verður þó á utanríkisviðskiptum allt tímabilið.

11. mynd: Viðskiptajöfnuður og fjárfesting sem hlutfall af VLF ásamt spá Greiningar



Hver er sjálfbær viðskiptahalli?

Ljóst er að viðskiptahalli undanfarin ár hefur verið langt umfram það hlutfall af landsframleiðslu sem samrýmanlegt er ytra jafnvægi hagkerfisins. Nokkuð snúið er þó að slá mati á hve þetta hlutfall þarf að lækka mikið svo ekki stefni í óefni til frambúðar. Til að mynda getur hagkerfi búið við viðskiptahalla sem er jafn meðalhagvexti án þess að erlendar skuldir vaxi sem hlutfall af VLF. Þar sem jafnvæghagvöxtur á Íslandi liggur að mati okkar á bilinu 3-4% má álykta sem svo að samsvarandi viðskiptahalli ætti ekki að stefna stöðu hagkerfisins gagnvart útlöndum í voða í venjulegu árferði.

Þá verður að taka tillit til þess að fjárfestingarstig í íslensku efnahagslífi hefur verið hátt undanfarin ár og gerum við ráð fyrir að það verði tiltölulega hátt í alþjóðlegum samanburði á næstu árum. Er hér verið að fjárfesta í framtíðartekjustraumum eða gjaldeyriskjómum sem ættu að jafna hallann út þegar til lengri tíma er litið. Þegar fjárfestingarstigið er svo hátt er eðlilegt að þjóðhagslegur sparnaður sé minni en ella en þegar saman fer hátt fjárfestingarstig og lítil þjóðhagslegur sparnaður líkt og nú, er viðbúið að viðskiptahallinn verði umtalsverður. Síðast en ekki síst er rétt að hafa í huga það ofmat halla á þáttatekjum sem getið er um hér að framan. Þegar þessi atriði eru höfð til hliðsjónar teljum við að það hlutfall viðskiptahalla sem segja má að sé sjálfbært í þeim skilningi að ytra jafnvægi hagkerfisins er ekki hætta búin sé á bilinu 5-6% af vergri landsframleiðslu. Þar sem erlendar skuldir eru nú æði háar í hlutfalli við landsframleiðslu væri þó æskilegt ef minni halli, eða jafnvel jöfnuður, væri á utanríkisviðskiptum næstu ár.

Lækkun gengis krónunnar fyrir lok árs

Gengi krónunnar hefur hækkað um nær 4% frá áramótum og er nokkuð sterkt sögulega séð. Við reiknum með því að gengi krónunnar haldist hátt næstu mánuði. Mikill munur innlendra og erlendra skammtímaavaxta, talsverð áhættusækni erlendra fjárfesta ásamt mikilli trú á innlent efnahagslíf eru allt þættir sem gætu aukið verðgildi krónunnar frekar í bráð þ.e. næstu mánuði. Í ljósi stöðu hagsveiflunnar er veruleg hækkun gengis krónunnar hins vegar ólíkleg.

Líklegt er að Seðlabankinn hefji að lækka vexti sína í maí og lækki þá með auknum hraða þegar líður á árið. Verðbólga fer nú hratt hjáðnandi og úr öðrum þenslueinkennum í þjóðarbúskapnum mun draga á næstunni. Bankinn mun bregðast við þessu með að draga úr peningalegu aðhaldi sínu. Við reiknum með því að bankinn verði kominn með stýrivexti sína niður í 11,5% í lok þessa árs og 6,5% í lok árs 2008. Þegar við bætast væntanleg vaxtahækkun í helstu skuldamyntum mun munur innlendra og erlendra skammtímaavaxta skreppa nokkuð hratt saman og draga styrk úr krónunni. Við þetta bætist mikill viðskiptahalli og stórir gjalddagar krónubrifa á seinni hluta þessa árs og upphafi ársins 2008. Heildarupphæð útistandandi krónubrifa er nú 326 ma.kr. og þar af eru 102 ma.kr. á gjalddaga á 3. fjórðungi þessa árs. Við reiknum með því að evran standi í 93 krónum að meðaltali á fjórða ársfjórðungi í ár og dollarinn í 71 krónu.

Í lækkunarferlinu eru nokkrar líkur á yfirs koti þ.e. að gengi krónunnar fari tímabundið í lægra gildi en nauðsynlegt er til að ná hagkerfinu í jafnvægi. Ýmislegt getur valdið þessu en hjarðhegðun er ekki óalgengt fyrirbæri á gjaldeyrismarkaði. Með stóra þætti á borð við viðskiptahallann og gjalddaga krónubrifa sem hvetja til lækkunar getur lækkunin orðið hröð.

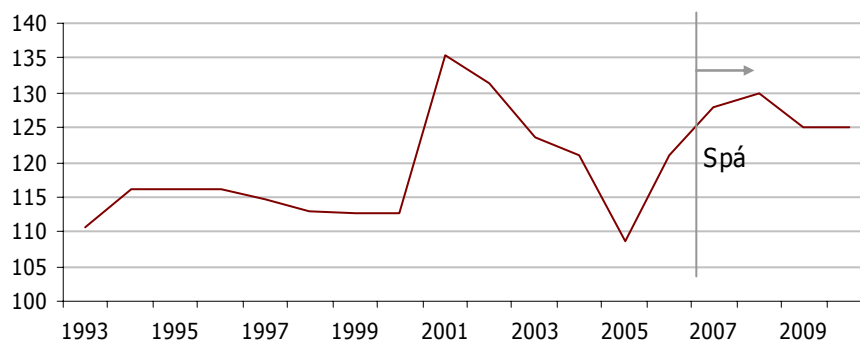
Sjálfbær viðskiptahalli...

...ætti að vera 5%-6% af landsframleiðslu

Gengi krónunnar verður líklega nokkuð hátt næstu mánuði

Líklegt er að Seðlabankinn mun hefja vaxtalækkunarferli sitt í maí en það ásamt stórum gjalddögum krónubrifa næsta vetur og miklum viðskiptahalla mun veikja krónuna þegar líður á árið

12. mynd: Spá Greiningar fyrir þróun gengisvísitölu krónunnar, ársmeðaltöl



Yfirkot er hugsanlegt og er mesti áhættutíminn í þeim efnun næsta haust

Við teljum líklegt að gengi krónunnar styrkist aftur á næsta ári

Verðbólga verður nálægt 2,5% verðbólguþröngun Seðlabankans síðsumars...

... en eykst til skamms tíma á næsta ári vegna gengislækkunar

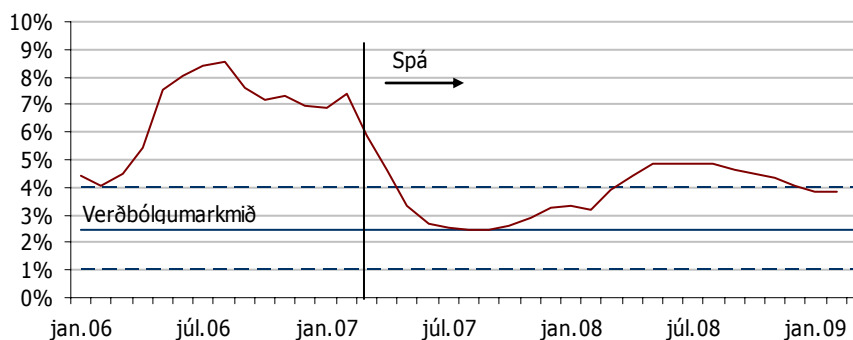
Næsta haust er áhættutími í þessum efnun. Við reiknum með því að evran muni tímabundið slá í 97 krónur í upphafi næsta árs og dollarinn í 74 krónur. Ef eitthvað í heimsbúskapnum yrði til þess að fæla erlenda fjárfesta frá hávaxtamyntum á borð við íslensku krónuna gæti það einnig haft tímabundið yfirkot í för með sér. Slíkt er ómögulegt að tímasetja. Á móti hreyfingum sem þessum vegur hins vegar styrkur íslenska hagkerfisins sem sýnt hefur mikinn dug í að berjast af sér tímabundna svartsýni meðal fjárfesta. Staða heimila, fyrirtækja og hins opinbera er sterk og innviðir hagkerfisins traustir.

Líklegt er að hagvöxtur taki við sér á ný árin 2008/2009 á grundvelli vaxandi útflutnings, aukinnar erlendra fjárfestinga, afraksturs útrásar íslenskra fyrirtækja og góðra samkeppnisáhrifa. Gjaldvegisáhrifin eru framsýn og mun eflaust taka snemma tillit til þessa. Við reiknum með því að gengi krónunnar styrkist af þessum sökum á næsta ári. Spáin fyrir árið 2008 endurspeglar að hagkerfið ætti þá að vera komið í sæmilegt jafnvægi og ný uppsveifla í hagkerfinu að hefjast. Stýrivextirnir ættu því að vera í lok árs 2008 nálægt þeim stýrivöxtum sem samrýmast jafnvægi í hagkerfinu en þeir eru áætlaðir á milli 5-6% út frá forsendum um jafnvæghagvöxt og -verðbólgu.

Hjaðnandi verðbólga á þessu ári en meiri á því næsta

Flest bendir til að verðbólga hjáðni hratt á þessu ári og verði nálægt 2,5% verðbólguþröngun Seðlabankans síðsumars. Nokkrir þættir haldast í hendur við að draga úr verðbólgu á komandi mánuðum um leið og það dregur úr þeirri spennu sem er í hagkerfinu. Lítillega hefur dregið úr umsvifum á íbúðamarkaði að undanförun og við gerum ráð fyrir að sú þróun haldi áfram og að verð íbúðarhúsnæðis verði nokkuð stöðugt á næstunni. Um þessar mundir er mikið aðhald frá hinum almenna neytanda, samfara skattalækkun meðal annars á matvörur sem mun spyrna við fótum hvað varðar verðhækkun. Þegar líður á árið gerum við ráð fyrir að gengi krónunnar taki að lækka og að gengisvísitalan verði nálægt 130 undir lok ársins. Sú gengislækkun mun án efa koma fram í aukinni verðbólgu á næsta ári. Við gerum ráð fyrir að verðbólga yfir þetta ár verði rúmlega 3% og tæplega 4% yfir árið 2008.

13. mynd: Verðbólguþröngun Greiningar Glitnis, tólf mánaða verðbólga



Dragi hraðar úr spennunni í hagkerfinu en við gerum ráð fyrir er líklegt að verðbólga verði minni á seinni hluta þessa árs og fyrri hluta næsta árs en spáð er hér. Jafnframt má gera ráð fyrir meiri verðbólgu haldist spennan lengur. Hvað varðar spá okkar um verðbólgu er gengisþróunin stærsti óvissuþátturinn.

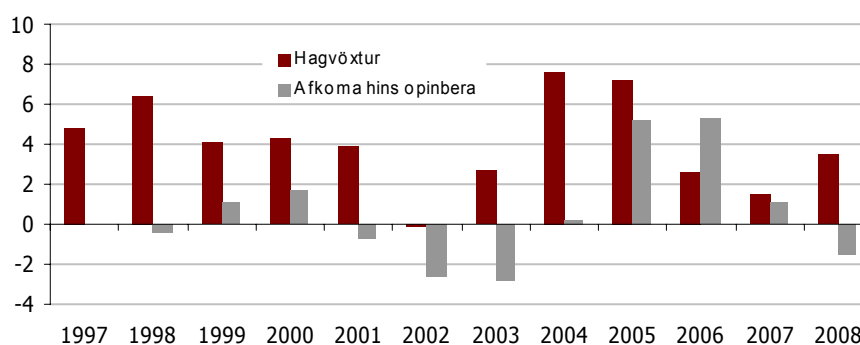
Hagstjórnin

Undanfarin ár hefur verið töluvert misvægi í hagstjórn á Íslandi. Aðhald í ríkisfjármálum hefur raunar, þar til nýverið, aukist nokkuð, sér í lagi vegna þess að hagsveiflutengdum tekjuauka hefur ekki verið veitt að fullu út í hagkerfið að nýju heldur lagður til hliðar. Meira aðhald hefði hins vegar þurft að koma til á undangengnum þenslutímum og slaki í fjármálum sveitarfélaga hefur dregið enn frekar úr samanlögðu aðhaldsstigi opinberra fjármála. Seðlabankinn hefur því borið hitann og þungann af mótvægisáðgerðum við vaxandi þenslu og ójafnvægi í hagkerfinu á undanförunum árum. Í þessu skyni hefur bankinn hækkað stýrivexti um tæplega 9 prósentustig frá vordögum 2004.

Aðhald hins opinbera hefði mátt vera meira...

... til að peningastefnan þyrfti ekki að bera hitann og þungann af aðhaldi í hagkerfinu

14. mynd: Afkoma hins opinbera (% af VLF) og hagvöxtur (%). (2007-2008: Langtímaáætlun fjármálaráðuneytis og hagvaxtarspá Greiningar)



Ólíklegt er að breyting verði á þessari slagsíðu í hagstjórninni á næstunni

Ekki er útlit fyrir að veigamiklar breytingar verði á þessari slagsíðu í hagstjórninni á næstunni. Ríkisfjármál hafa undanfarið dregið dóm af því að alþingiskosningar eru framundan. Þannig reyndust frestunaráform á framkvæmdum ríkisins sem samþykkt voru síðastliðið vor afar skammvinn aðhaldsaðgerð og áhrifin eftir því lítil. Frá frumgerð fjárlaga í vetrarbyrjun hefur svo jafnt og þétt dregið úr þeim afgangi sem gert var ráð fyrir á rekstri ríkissjóðs í ár. Nú líftur út fyrir að ríkissjóður verði í besta falli rekinn á sléttu þetta árið. Slíkt er ekki skynsamlegt þegar útlit er fyrir að hægar kunni að draga úr þenslu og ójafnvægi á þessu ári en áður leit út fyrir.

Nýleg lækkun skatts á tekjur og virðisauka er þannig óheppileg í hagstjórnarlegu tilliti þar sem þær aðgerðir verða til að auka kaupmátt ráðstöfunartekna almennings. Ekki skal þó litið fram hjá því að það er mikið gleðiefni að slíkar aðgerðir skuli mögulegar og að öðru óbreyttu verður lækkun skatta til þess að auka skilvirkni í hagkerfinu þar sem sóun fylgir allri skattheimtu í einhverjum mæli. Hér er það fyrst og fremst tímasetningin og sú staðreynd að ekki er dregið úr útgjöldum á móti í sama mæli sem telja má aðfinnsluvert. Í nýjustu fjárlögum er þó gert ráð fyrir að ríkissjóður verði rekinn nánast í jafnvægi út áratuginn. Mikilvægt er að hin góða skuldastaða ríkisins rýrni ekki á næstunni, þar sem mikið er litið til hennar sem mótvægis við ört vaxandi erlendar skuldir einkageirans.

Peningamálastefna og stýrivextir

Sem fyrr segir hefur Seðlabankinn borið bróðurpartinn af mótvægisáðgerðum gegn sívaxandi þenslu síðustu ár. Bankinn hóf að hækka stýrivexti vorið 2004 og hafa þeir síðan hækkað um tæp 9 prósentustig. Við teljum að stýrivextir hafi náð hámarki að sinni og að framundan sé vaxtalækkunarferli eftir því sem hitastig hagkerfisins lækkar. Verðbólguhorfur hafa þó heldur versnað undanfarið og ljóst að bankinn mun vilja hafa vaðið fyrir neðan sig hvað varðar aðhaldsstig peningamálastefnunnar. Undanfarið hefur verið bent á að aðhaldsstigið hækki sjálfkrafa við þá minnkun verðbólgu sem nú mælist í kjölfar skattalækkunar ríkisstjórnarinnar. Það er hins vegar villandi mælikvarði við slíkar aðstæður, því raunvaxtastig hlýtur að miðast við núverandi eða væntanlega verðbólgu, fremur en liðna verðþróun. Sé slíkur kvarði notaður er breytingin á raunvaxtastigi mun minni en þegar stuðst er við liðna verðbólgu.

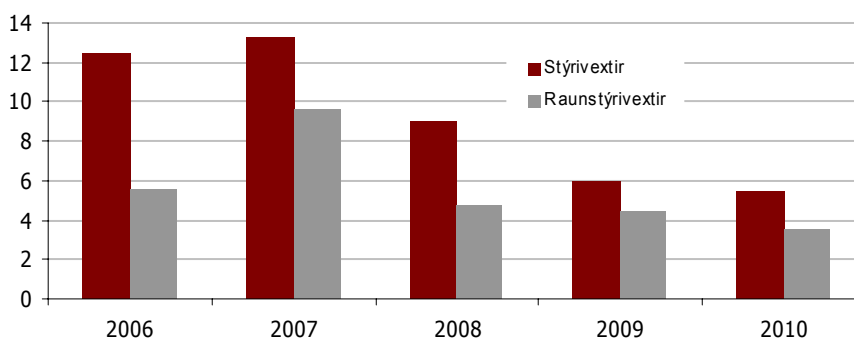
Við gerum ráð fyrir að lækkunarferli stýrivaxta hefjist um mitt ár og að vextirnir standi í 11,5% í árslok. Frekari lækkun er svo framundan þar til vextirnir ná jafnvægi nálægt 6% í lok áratugarins. Margt getur þó orðið til þess að breyta þessari þróun og er óvissan fyrst og fremst til hækkunar að mati okkar. Mikill gangur í stóriðjuuppbyggingu á næstu misserum er einn þeirra þátta sem orðið gætu til þess að seinka

Eðlilegt er að meta aðhaldsstig peningastefnunnar við raunvaxtastig sem miðast við væntanlega verðbólgu

Óvissan í stýrivaxtaspá okkar er fyrst og fremst til hækkunar

vaxtalækkunarferlinu, enda hefur reynslan sýnt að slíkar ákvarðanir hafa þegar í stað mikil áhrif á væntingar almennings jafnt sem atvinnulífsins og þar með á eftirspurn í hagkerfinu.

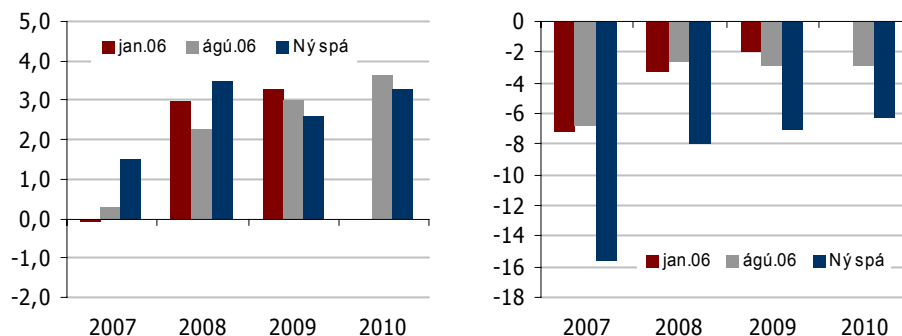
15. mynd: Spá Greiningar um stýrivexti Seðlabanka og raunstýrivexti miðað við verðbólguþspá



Samanburður við aðrar spár

Nokkrar breytingar hafa orðið á hagvaxtarþspá okkar undanfarið ár. Við spáum nú hægum vexti landsframleiðslu á næsta ári, en spáðum áður nánast stöðnun. Breytingin er að hluta fólgin í þróun viðskiptajafnaðar, en við gerum nú ráð fyrir tæplega 16% viðskiptahalla í ár samanborið við um 7% viðskiptahalla í eldri spám. Jafnframt gerum við ráð fyrir mun meiri viðskiptahalla út spátímabilið en við höfum áður gert. Á móti vegur að nú gerum við ekki ráð fyrir eins miklum samdrætti einkaneyslu í ár og í fyrri spám, meðal annars vegna þess að aukning einkaneyslu á árinu 2006 var minni en reiknað var með í eldri spám. Á árinu 2008 gerum við ráð fyrir nokkru meiri hagvexti en áður. Það skapast m.a. af því að samdráttur í þjóðarútgjöldum dreifist nú jafnar á árin 2007 og 2008. Því verður meiri samdráttur í þjóðarútgjöldum 2008 en sá samdráttur er til kominn vegna samdráttar í fjármunamyndun. Jafnframt gerum við nú ráð fyrir skjótari bata á vöru- og þjónustujöfnuði við útlönd en áður.

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



Útlit varðandi viðskiptajöfnuð á spátímabilinu er nú öllu svartara en var á síðasta ári. Þar munar mest um meiri mun á þáttatekjum til og frá landinu en áður en einnig er gert ráð fyrir neikvæðum vöruskiptahalla. Verst er þó útlitið fyrir yfirstandandi ár en undir lok spátímabilsins gerum við ráð fyrir að viðskiptahallinn verði um 6%.

Nokkur breyting er á verðbólguþspá okkar fyrir þetta ár og næsta frá fyrri spám. Í nýrri spá er gert ráð fyrir minni verðbólgu á þessu ári og meiri á því næsta en seinni hluti spátímabilsins er í samræmi við eldri spár. Helsta orsök breyttrar verðbólguþspár í ár má að mestu rekja til skattalækkunar, meðal annars á matvæli. Hvað varðar árið 2008 gerum við nú ráð fyrir meiri verðbólgu en áður sem skapast af væntingum um gengislækkun krónunnar þegar líður á þetta ár en það mun óhjákvæmilega hafa áhrif á verðbólgu næsta árs.

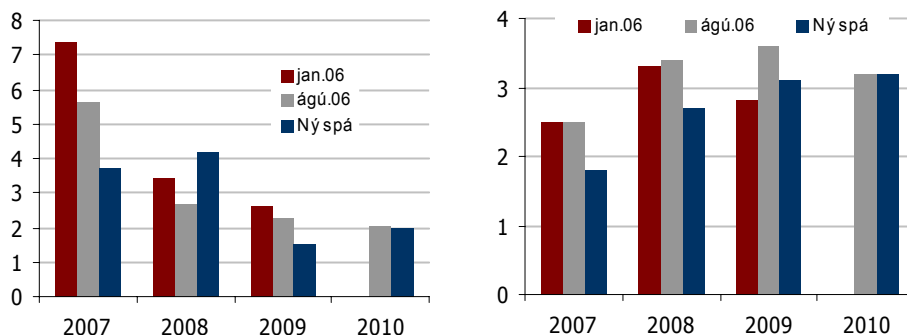
Breyting á hagvaxtarþspá okkar er ekki mjög mikil...

... en undirliðir landsframleiðslunnar þróast þó með aðeins öðrum hætti

Mest munar um svartara útlit varðandi viðskiptajöfnuð

Í nýrri verðbólguþspá er gert ráð fyrir minni verðbólgu á þessu ári og meiri á því næsta...

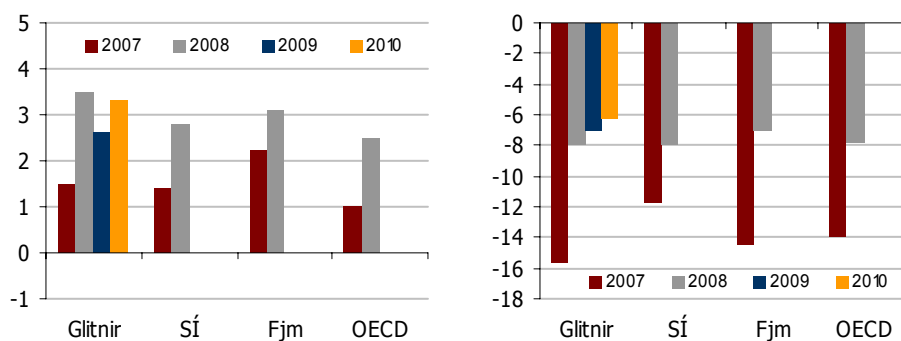
17. mynd: Spár Greiningar Glitnis um verðbólgu (%) eru á myndinni til vinstri en til hægri eru spár um atvinnuleysi (%)



... jafnframt gerum við nú ráð fyrir minna atvinnuleysi en áður á spátímabilinu

Spá okkar um atvinnuleysi gerir ráð fyrir nokkru minna atvinnuleysi í ár en áður og skapast það aðallega af því að atvinnuleysi er nú mun minni en áður var búist við. Jafnframt gerum við ráð fyrir að atvinnuleysi verði aðeins minna á árunum 2008 og 2009 en áður.

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



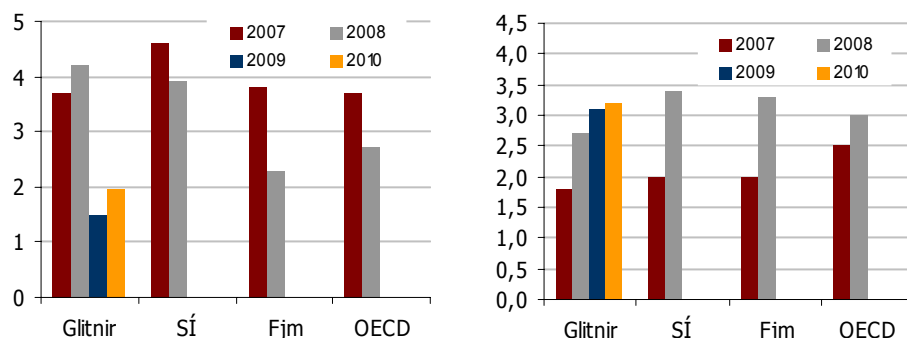
Við spáum hægum vexti í ár líkt og aðrir...

Spá okkar um hagvöxt er keimlík spám annarra fyrir árið í ár, en allir spáaðilar spá 1%-2% hagvexti. Hvað varðar hagvaxtarspá fyrir árið 2008 er einnig lítil munur á spánum og þær liggja á bilinu 2,5%-3,5%. Nýjustu spár annarra eru misgamlar. Elstar eru spár Seðlabankans – grunnspá bankans er notuð í þessum samanburði – og spá OECD (báðar dagsettar í nóvember 2006), en spá fjármálaráðuneytisins er nýjust (birt í janúar).

... en nokkru meiri viðskiptahalla í ár...

Spár um viðskiptajöfnuð eru einnig svipaðar. Við gerum þó ráð fyrir nokkru meiri viðskiptahalla á yfirstandandi ári en aðrir, enda okkar spá sú eina sem byggir á nýjum tölum um þáttatekjujöfnuð alls ársins 2006 sem gefa ekki tilefni til bjartsýni í því sambandi. Hvað varðar viðskiptahalla ársins 2008 virðast allir spámenn sammála um 7%-8% viðskiptahalla af VLF.

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



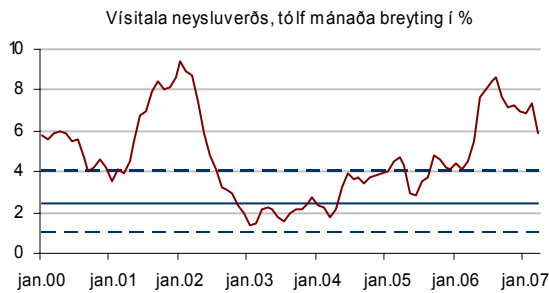
... en verðbólguþáttur fyrir þetta ár eru nokkuð áþekkar

Verðbólguþáttur fyrir þetta ár eru nokkuð áþekkar og reiknað er með 3,5%-4,5% verðbólgu á árinu, þó spáir Seðlabankinn sýnu mestri verðbólgu. Hvað varðar verðbólgu ársins 2008 ber töluvert í milli spánna um verðbólguþróun. Bæði við og Seðlabankinn gerum ráð fyrir að verðbólgu haldist áfram mikil og verði um 4% en aðrir gera ráð fyrir að verðbólga á árinu 2008 verði nálægt verðbólguþáttum Seðlabankans. Allar gera spáir ráð fyrir að atvinnuleysi muni aukast þegar fram í sækir, enda má færa fyrir því rök að núverandi atvinnuleysisstig samrýmist illa jafnvægi í þjóðarþróunum.

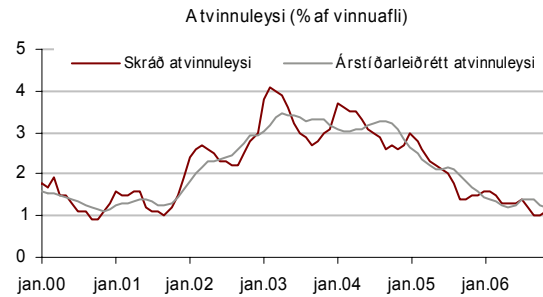
Yfirlit þjóðhagsspár

<i>Magnbreytingar frá fyrra ári %</i>	Árið 2006 í m.kr.	Áætlun 2006	Spá 2007	Spá 2008	Spá 2009	Spá 2010
Einkaneysla	686.485	4,6	-0,5	1,0	3,0	3,5
Samneysla	280.688	2,9	3,0	2,8	2,6	2,4
Fjármunamyndun	365.571	13,0	-17,1	-16,5	-0,2	4,4
Þ.a. atvinnuvegafjárfesting	255.604	13,8	-23,9	-29,1	1,2	7,0
Þ.a. íbúðarhús	74.817	17,2	-5,5	-5,8	3,2	5,0
Þ.a. fjárfesting hins opinbera	35.150	0,8	7,8	28,4	-8,6	-4,4
Birgðabreytingar	13.325					
Þjóðarútgjöld, alls	1.346.069	7,4	-5,3	-2,7	2,3	3,4
Útflutningur vöru og þjónustu	372.188	-5,6	11,8	12,9	4,9	4,6
Þ.a. útflutningur sjávarafurða	110.130	-6,3	2,1	-0,8	0,0	0,0
Þ.a. afurðir álvinnslu	35.997	6,5	58,1	52,5	0,0	0,0
Annar útflutningur vöru og þjónustu	178.323	-0,1	7,5	8,0	9,0	8,0
Innflutningur vöru og þjónustu	-576.510	8,8	-7,7	-4,1	3,9	4,7
Verg landsframleiðsla	1.141.747	2,6	1,5	3,5	2,6	3,3
<i>Sem % af VLF</i>						
Þjóðhagslegur sparnaður		9,1	14,9	16,7	16,7	17,9
Viðskiptajöfnuður	-305.357	-26,7	-15,6	-8,0	-7,1	-6,3
<i>Breyting milli ársmeðaltala (%)</i>						
Neysluverð		6,9	3,7	4,2	1,5	2,0
Laun		9,5	7,5	5,0	4,5	4,2
Íbúðaverð		12,0	2,5	0,0	2,5	3,0
Meðalgengi erlendra gjaldmiðla		11,4	5,8	1,6	-3,8	0,0
Raugengi krónunnar m.v. verðlag		-6,8	-4,5	0,3	3,4	0,0
Framleiðni vinnuafis		0,0	1,5	1,6	2,2	2,3
Kaupmáttur launa		2,4	3,7	0,8	3,0	2,2
<i>Ársmeðaltal (%)</i>						
Atvinnuleysi		1,3	1,8	2,7	3,1	3,2
Gengisvísitala krónunnar		121,0	128,0	130,0	125,0	125,0
Stýrivextir Seðlabanka Íslands		12,5	13,3	9,0	6,0	5,5
Langtímavextir (HFF 44)		4,1	4,0	3,7	3,4	3,2

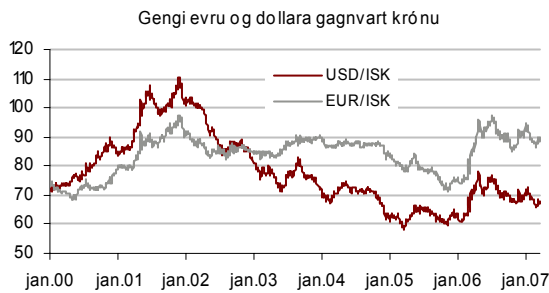
Viðauki I: Helstu hagstærðir



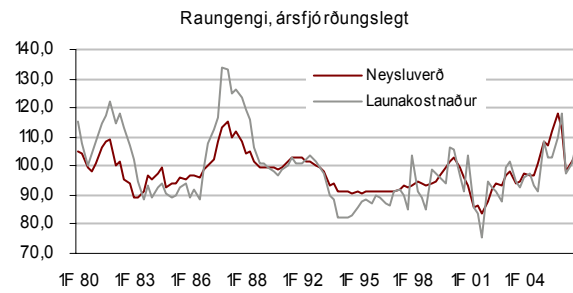
Verðbólga mældist 5,9% í mars. Líklegt er að hún verði 2,5% síðsumars en aukist aftur þegar líður á árið. Greining Glitnis spáir 3,4% verðbólgu yfir þetta ár og 3,9% yfir næsta ár.



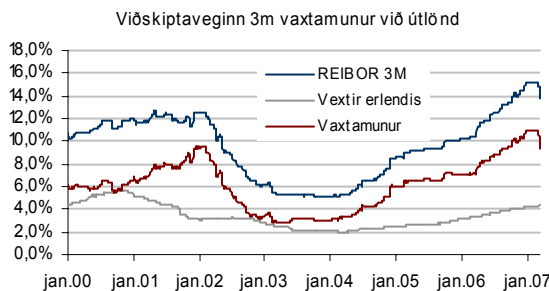
Skráð atvinnuleysi mældist 1,3% af vinnuafli 2006. Greining Glitnis gerir ráð fyrir atvinnuleysi taki að aukast aftur í ár og verði 1,8% að jafnaði á þessu ári og 2,7% á næsta ári.



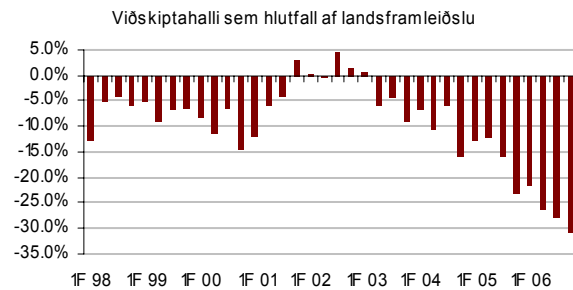
Gengi krónunnar hefur heldur styrkst það sem af er ári en Greining Glitnis gerir ráð fyrir að gengi krónunnar muni lækka þegar líður á árið.



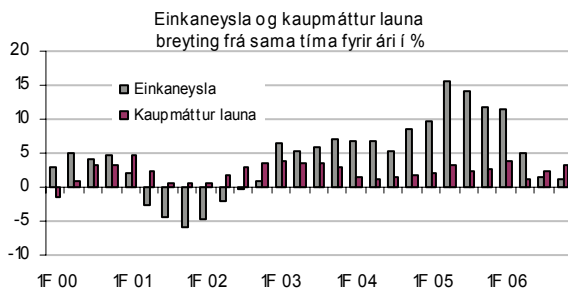
Raungengi hækkaði nokkuð á 4. ársfjórðungi síðasta árs og er nokkru yfir 20 ára meðaltali.



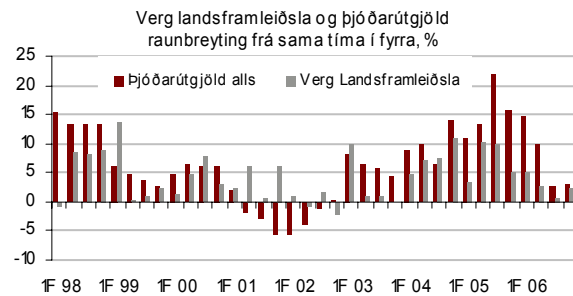
Vaxtamunur við útlönd, miðað við 3ja mánaða millibankavexti, var orðinn meiri en þegar hann var mestur 2002 en hefur minnkað töluvert á allra síðustu dögum. Greining Glitnis telur að hann hafi náð hámarki og muni áfram minnka þegar líður á árið.



Viðskiptahalli var 305 ma.kr. árið 2006 sem er 27% af vegrri landsframleiðslu. Greining Glitnis telur að draga muni úr viðskiptahalla bæði á þessu ári og því næsta.



Verulega dró úr vexti einkaneyslu á síðasta ári. Greining Glitnis telur að lítilsháttar samdráttur verði í einkaneyslu í ár en að hún taki lítillega við sér á næsta ári.



Þjóðarútgjöld jukust um 7,4% á síðasta ári. Mikill greiðsluöfnuður við útlönd varð hins vegar til að draga úr hagvexti sem reyndist aðeins 2,6%. Að líkum mun hagvöxtur dragast enn frekar saman í ár en aukast nokkuð á næsta ári.