



Þjóðhagur

3. árgangur

Hagspá 2013–2016

Nóvember 2013





Þjóðhagur

Hagspá 2013 - 2016

Efnisyfirlit

Formáli	2
1. Yfirlit yfir verðbólgu og þjóðhagsspá	3
2. Verðbólga nokkuð stöðug	8
3. Áframhaldandi vöxtur einkaneyslu	13
4. Lakari horfur um fjárfestingu	23
<i>Þróun fasteignaverðs</i>	31
5. Óverulegt framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar á næstu árum	33
<i>Þjóðhagslegt mikilvægi ferðaþjónustunnar mun aukast verulega á næstu árum</i>	39
6. Ríkisfjármál – mjög erfið staða	41
<i>Þjörgunarpakkinn fyrir heimilin – hverjar verða afleiðingarnar?</i>	47
7. Innlendir fjármálamarkaðir	50
<i>Fullt afnám fjármagnshaftanna ekki í sjónmáli</i>	53
<i>Þróun eignaverðs frá hruni. Er bóla að myndast?</i>	56
8. Endalok alþjóðlegu fjármálakreppunnar í sjónmáli ...	61

Formáli

Þjóðhagur, ársrit Hagfræðideildar Landsbankans, kemur nú út í þriðja sinn. Í ritinu er fjallað um þróun og horfur í efnahagsmálum innanlands og í helstu viðskiptalöndum. Kynnt er

þjóðhags- og verðbólguþáttum til fjögurra ára ásamt samanburði við síðustu spá og spár opinberra aðila. Hagfræðideild Landsbankans gerir ráð fyrir áframhaldandi hagvexti á

spátímabilinu og að hann verði að meðaltali 2,4%. Verðbólgan verður áfram talsvert yfir markmiði Seðlabankans þar sem reiknað er með lítilsháttar veikingu krónunnar og viðvarandi

háum verðbólguvæntingum á tímabilinu. Þó er gert ráð fyrir að verðbólgan haldist að jafnaði undir efri vikið markmiði verðbólguþáttar miðsins.

1. Yfirlit yfir verðbólgu og þjóðhagsspá

Hagfræðideild Landsbankans reiknar með heldur meiri hagvexti á þessu ári en spáð var í maí en aftur á móti er hagvaxtarspáin fyrir 2014 og 2015 nú töluvert lægri en hún var áður. Það helgast einna helst af minni fjárfestingu í stóriðju en þá var reiknað með. Að mati deildarinnar hægir verulega á hagvexti í lok spátímans.

Reiknað er með því að hagvöxturinn á næsta ári verði að jöfnu borinn uppi af vexti einkaneyslu, fjármunamyndun og framlagi utanríkisviðskipta en að vöxtur landsframleiðslunnar 2015 verði knúinn áfram af aukinni fjárfestingu og einkaneyslu og framlag utanríkisviðskipta verði þá orðið neikvætt. Þetta mun svo snúast við árið 2016 og þá er reiknað með minni innflutningi enda verður stóriðjuframkvæmdum lokið. Meginþorri hagvaxtar verður þá borinn uppi af vaxandi einkaneyslu.

Gert er ráð fyrir að samneyslan vaxi lítillega en samfleytt á spátímabilinu en áhrif þessa á hagvöxt verða minniháttar.

Hóflægur vöxtur einkaneyslu á komandi árum

Fyrstu vísbendingar um

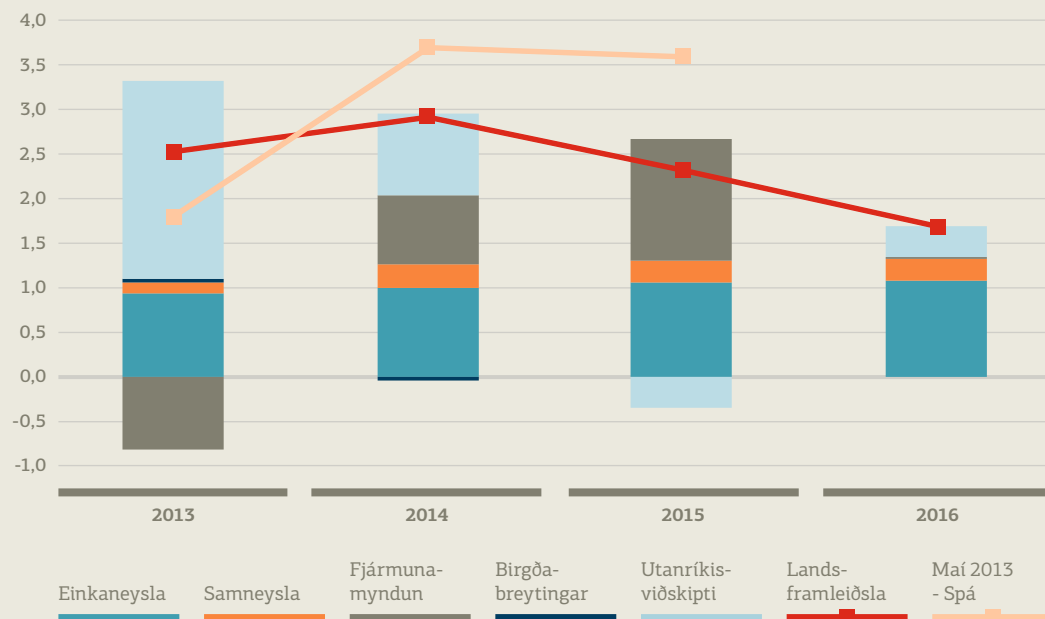
einkaneyslu á árinu 2013 benda til þess að talsvert hafi hægt á vexti. Á fyrri hluta ársins nam vöxtur

einkaneyslunnar samkvæmt bráðabirgðamati Hagstofunnar einungis 1,2% frá sama tíma árið áður. Það er

Hagvöxtur ásamt framlagi undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans

Breyting frá fyrra ári (%)



u.þ.b. helmingi minni vöxtur en á sama tímabili undanfarin tvö ár. Gert er ráð fyrir meiri vexti á seinni helmingi ársins og einkaneyslan vaxi um 1,8% í heild milli ára.

Gert er ráð fyrir að vöxtur einkaneyslu verði hóflegur á spátímabilinu og verði knúinn áfram af vaxandi kaupmætti og hækkandi atvinnustigi. Í spánni er gert ráð fyrir að tímabundnir þættir sem juku á einkaneysluna undanfarin ár hafi ekki sömu áhrif á þessu og næsta ári.

Kaupmáttur jókst um 2,6% árið 2011 og 2,5% árið 2012 en samdráttur varð síðustu þrjú árin þar á undan. Nú í ár hefur kaupmátturinn aukist minna, eða um 1,6% fyrstu 3 ársfjórðungana. Kaupmáttaraukningin á þessu ári er einnig í samræmi við aukningu einkaneyslunnar og allt bendir þess að vöxtur einkaneyslu verði minni 2013 en undanfarin tvö ár.

Batnandi staða á vinnu- markaði en óvissa um launaþróun

Batinn á vinnumarkaði milli ára er töluverður. Að meðaltali var atvinnuleysið 6,5% á fyrstu þremur ársfjórðungum ársins 2012 en 5,7% á sama tíma 2013 og hefur atvinnuleysið því minnkað um 0,8 prósentustig milli ára. Gert er ráð fyrir áframhaldandi bata á vinnumarkaði og að atvinnuleysið verði 5,5% árið 2013 og lækki niður í 4,2% að meðaltali árið 2016. Þó nú sé búist við því að batinn á vinnumarkaði verði örlítið hægari en spáð var í maí mun hærra atvinnustig ýta undir einkaneyslu á komandi misserum.

Gert er ráð fyrir því að kjarasamningar gangi nokkuð snurðulaust fyrir sig, en engu að síður verði heildarhækkun launa á næsta ári nokkuð umfram það sem samrýmist verðbólgu- og markmiðinu. Kaupmáttur launa mun vaxa út spátímamann og kaupmáttaraukningin árið

2013 verður 1,7% ef spár ganga eftir. Árið 2014 er búist við því að kaupmáttaraukningin verði 1,9% og að árin 2015 og 2016 verði hún 2,1% og 1,8%.

Lakari horfur um fjárfestingu

Horfur eru á að heildarfjárfestingarmyndun leggi heldur minna til hagvaxtar á komandi árum en reiknað var með í fyrri spám Hagfræðideildar fyrir tímabilið. Það skýrist m.a. af talsvert lakari horfum um stóriðju- tengda fjárfestingu. Helsta breytingin frá fyrri spá er að nú er reiknað með fjárfestingu í kísilveri á Bakka en ekki gert ráð fyrir álveri í Helguvík á spátímabilinu.

Gert er ráð fyrir að heildarfjárfesting dragist saman á þessu ári en fjárfesting í skipum og flugvélum á síðasta ári var mikil. Næstu ár er gert ráð fyrir samfelldri aukningu fjárfestingarmyndunar sem nær hámarki í 11,4% vexti árið 2015. Árið 2016 er

reiknað með litlum vexti eða 0,2%. Það helgast af samdrætti í stóriðju- og fjárfestingu en gert er ráð fyrir að mesti þunginn í fjárfestingu í kísilveri á Bakka verði árið 2015. Á næsta ári er gert ráð fyrir 6,8% vexti sem verður jöfnum höndum borinn uppi af stóriðju- og fjárfestingu, almennri atvinnuvegafjárfestingu og fjárfestingu í íbúðarhúsnæði.

Gert er ráð fyrir vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar öll árin 2013 til 2016. Spáð er fremur litlum vexti á þessu ári en kröftugri vexti á næsta ári eða 10%. Þá er búist við því að enn bæti í vöxtinn árið 2015 þegar gert er ráð fyrir 15% vexti. Reiknað er með því að hægist á vextinum árið 2016 og hann verði þá aftur 10%.

Stefnir í að verðbólga verði undir efri vikmörkum

Í ljósi versnandi viðskiptakjara, takmarkaðs aðgangs að erlendum lánamörkuðum

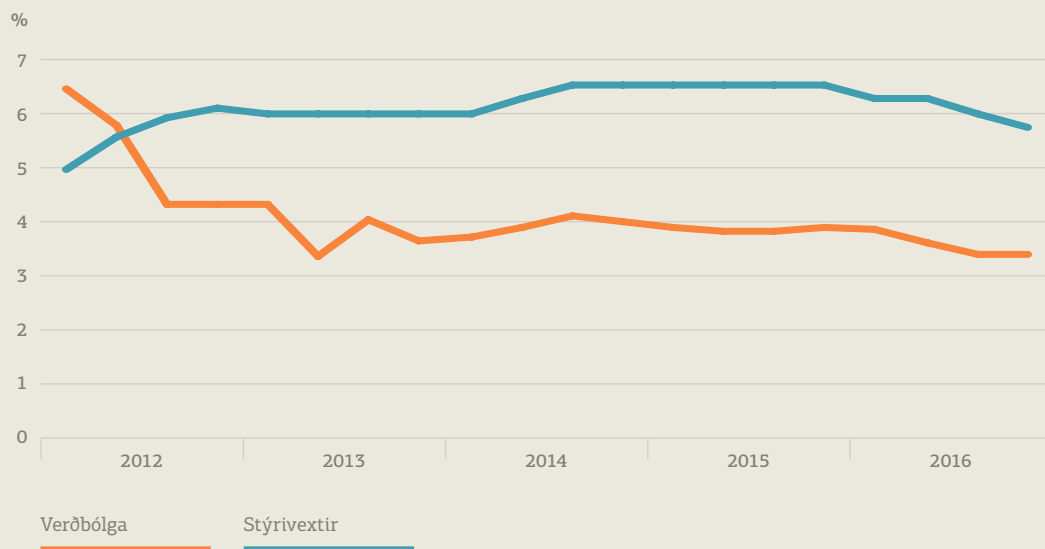
og minnkandi afgang af viðskiptajöfnuði við útlönd, teljum við líklegra að nafngengi krónunnar muni fremur gefa eftir en styrkjast á komandi árum. Í spánni er því gert ráð fyrir hægfara veikingu krónunnar á spátímabilinu.

Samhliða hjöðnun verðbólgunnar frá byrjun árs 2012 hafa verðbólguvæntingar lækkað nokkuð. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði er nú nálægt 3½ prósentu og verðbólguvæntingar fyrirtækja og markaðsaðila á spátímabilinu um 4%. Verðbólguvæntingarnar eru því nokkuð fastar í efri vikmörkum verðbólguþröngunar Seðlabankans, en væntingar eiga það til að ýta undir verðbólgu.

Reiknað er með því að Peningastefnunefnd Seðlabankans muni bregðast við auknum launaprýstingi með hækkun stýrivaxta snemma á næsta ári. Í ljósi veikingar krónunnar á næstu árum og þrálátra verðbólguvæntinga mun það þó ekki nægja

Verðbólgu- og stýrivaxtasþá

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands



til að verðbólga hjaðni að verðbólguþröngunar markmiðinu á spátímanum. Spáin gerir þó ráð fyrir að verðbólgan haldist innan efri vikmarka verðbólguþröngunar og hjaðni í átt að markmiðinu undir lok spátímans. Haldist verðbólgan innan við 4% mun efnahagsþróunin fram á seinni hluta árs 2015 ekki kalla á frekari vaxtabreytingar, en reiknað er með lækkun stýrivaxta þegar hægja tekur á hagvexti undir

lok spátímans. Stýrivextir munu þá enda í 5,75% í lok árs 2016.

Afkoma hins opinbera á réttri leið

Óvissan sem umlykur fjárlagafrumvarpið og rekstur ríkisins hefur sjaldan verið meiri. Fjárlagafrumvarpið fyrir árið 2014 var lagt fram með afgangi. Mikil umræða hefur verið um ríkisfjár-

málin í kjölfarið og vísar hún í báðar áttir; bæði hefur verið dregið í land hvað boðaðar aðhaldsaðgerðir varðar og einnig gefnar væntingar um mikið aðhald og niðurskurð.

Samneyslan hefur dregist mikið saman á síðustu árum, eða um tæp 7% á árunum 2008 - 2012. Framlag samneyslunnar til hagvaxtar hefur því verið neikvætt á þessum tíma, en fram að þeim tíma var töluverður

Tafla 1: Yfirlit yfir þjóðhagsspá Hagfræðideildar Landsbankans

	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%)			
	2012	2013	2014	2015	2016
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar					
Verg landsframleiðsla	1.699	2,5 (1,8)	2,9 (3,7)	2,3 (3,6)	1,7
Einkaneysla	913	1,8 (1,9)	1,9 (2,1)	2,1 (2,2)	2,1
Samneysla	430	0,5 (0,5)	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	1,0
Fjármunamyndun	247	-6,4 (-11,1)	6,8 (24,8)	11,4 (18,3)	0,2
Atvinnuvegafjárfesting	169	-13,8 (-24,1)	4,4 (29,8)	12,2 (22,8)	-4,4
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	45	10,0 (19,0)	15,0 (21,0)	15,0 (12,0)	10,0
Fjárfesting hins opinbera	34	8,0 (15,0)	5,0 (12,5)	3,0 (10,0)	3,0
Útflutningur vöru og þjónustu	1.010	4,3 (4,5)	2,9 (3,4)	1,8 (4,2)	2,1
Innflutningur vöru og þjónustu	906	-1,1 (-0,4)	1,2 (5,6)	3,6 (6,0)	1,7
Stýrivextir og verðbólga		2013	2014	2015	2016
Stýrivextir (lok árs, %)		6,00 (5,75)	6,50 (6,00)	6,50 (6,25)	5,75
Verðbólga (ársmeðaltal, %)		3,8 (3,5)	3,9 (3,4)	3,8 (3,6)	3,6
Gengi evru (ársmeðaltal)		163 (164)	165 (166)	169 (170)	169
Vinumarkaður		Ársmeðaltal			2016
		2013	2014	2015	
Kaupmáttur launa (breyting frá fyrra ári, %)		1,7 (2,5)	1,9 (1,1)	2,1 (1,5)	1,8
Atvinnuleysi (hlutfall af vinnuafla, %)		5,5 (4,8)	4,7 (4,2)	4,4 (3,4)	4,2
Viðskiptajöfnuður		Hlutfall af landsframleiðslu			2016
		2013	2014	2015	
Vöru og þjónustujöfnuður		7,8	8,7	7,3	7,1
Viðskiptajöfnuður		2,2	1,0	-0,3	-0,7
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður		4,8	3,8	2,3	1,8

Tölur innan sviga eru spá Hagfræðideildar frá maí 2013

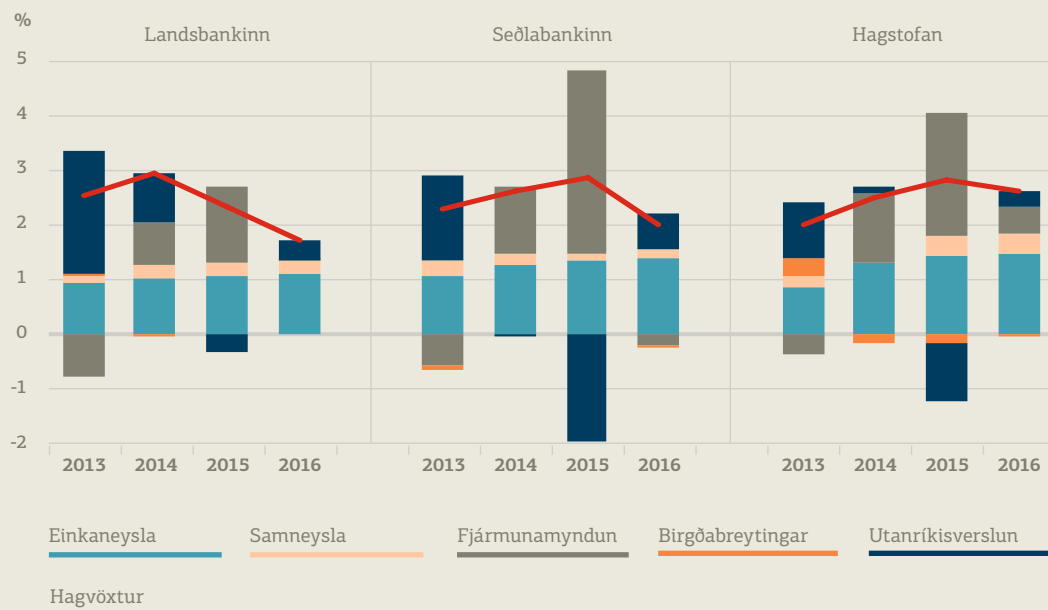
vöxtur í samneyslu. Miðað við stöðu opinberra fjármála er þess ekki að vænta að framlag samneyslunnar til hagvaxtar verði mikið á næstu árum. Við gerum ráð fyrir að samneyslan vaxi um 1% á ári út spátímabilið.

Innlendir fjármálamarkaðir enn í skjóli hafta

Þrátt fyrir metnaðarfull markmið stjórnvalda fyrir 5 árum vofir skuggi fjármagnshaftanna áfram yfir innlendum fjármálamörkuðum og engin fullmótuð stefna sem gæti aflétt þeim virðist í sjónmáli. Takmarkaður aðgangur að erlendum fjármagnsmörkuðum og skortur á fjölbreyttari fjárfestingakostum mun því áfram standa innlenda markaðnum fyrir þrifum á næstu misserum. Ekki er ólíklegt að hlutabréfamarkaðurinn verði áfram drifkrafturinn á fjármálamarkaði á næsta ári, bæði vegna væntinga um betri afkomu stærstu félaganna og nýrra skráninga.

Hagvaxtarspár ásamt framlagi undirlíða

Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Veikur hagvöxtur beggja vegna Atlantshafsins

Efnahagsástandið í Evrópu, mikilvægasta markaðssvæði Íslands, hefur verið erfitt undanfarin misseri. Útlit er þó fyrir að heldur sé að rofa til. Til að mynda jókst landsframleiðsla á evrusvæðinu um 0,3% milli 1. og 2. ársfjórðungs eftir að

hafa dregist saman síðustu sex fjórðunga þar á undan. Á næsta ári gera bæði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og markaðsaðilar ráð fyrir um 1% hagvexti á evrusvæðinu. Hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum fyrir árið í ár eru svipaðar og fyrir næsta ár eða um 1,5%.

Opinberar spár um hagvöxt næstu ár svipaðar

Spá Hagfræðideildar gerir ráð fyrir 2,4% meðalhagvexti á spátímabilinu sem er samhljóða spá Seðlabankans en Hagstofan spáir 2,5% meðalhagvexti. Spárnar eru hins vegar ólíkar þegar borin eru saman einstök ár og helstu áhrifavaldar hagvaxtar.

2. Verðbólga nokkuð stöðug

Verðbólguþróunin var einstaklega hagfelld í upphafi árs 2011, en í kjölfar kjarasamninganna vorið 2011 jókst verðbólgan hratt og náði hámarki í ársbyrjun 2012 í 6,5%. Verðbólgan tók að hjaðna upp úr því en hefur sveiflast í kringum 4% frá miðbiki síðasta árs.

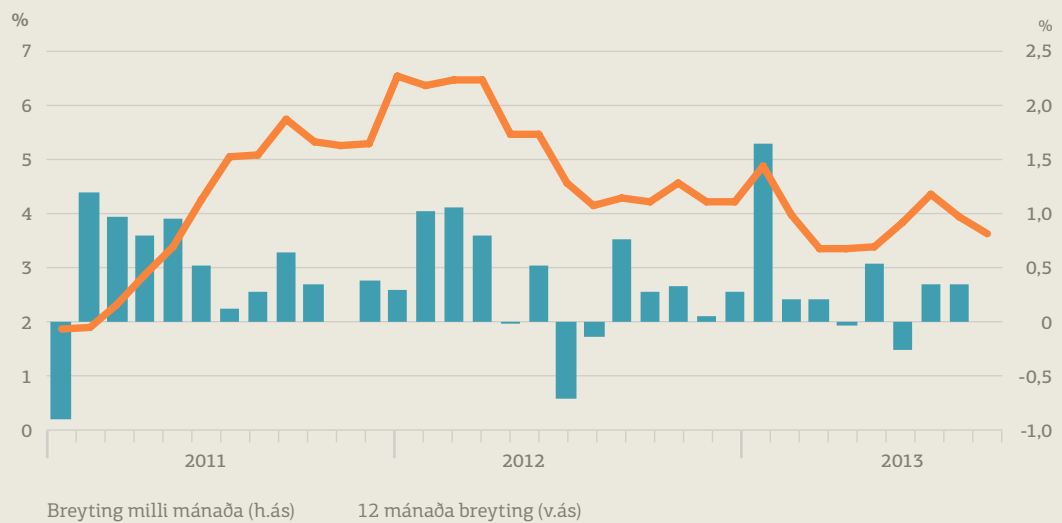
Verðbólgan mældist 3,6% í október og hefur, fyrir utan ágústmælinguna, verið undir efri vikmörkum verðbólguþröðvarkmiðs Seðlabanka Íslands frá því í mars. Þess ber hins vegar að geta að hækkun tólf mánaða verðbólgu milli júlí og ágúst skýrist fyrst og fremst af grunnáhrifum, en vísitalan lækkaði milli mánaða í ágúst 2012.

Dregið hefur úr sveiflum á gengi krónunnar

Um áramótin hætti Seðlabankinn reglulegum kaupum á gjaldeyri og seldi óvænt 6 milljónir evra á millibankamarkaði. Bankinn fylgdi þessu eftir og seldi á næstu fjórum mánuðum 36 milljónir evra auk þess að selja Landsbankanum evrur framvirkt fyrir 6 milljarða

Verðbólga
-Breytingar á vísitölu neysluverðs

Heimild: Hagstofa Íslands



króna. Þetta virtist hafa stutt við gengi krónunnar, en evran fór á þremur mánuðum úr 170 í 155 krónur.

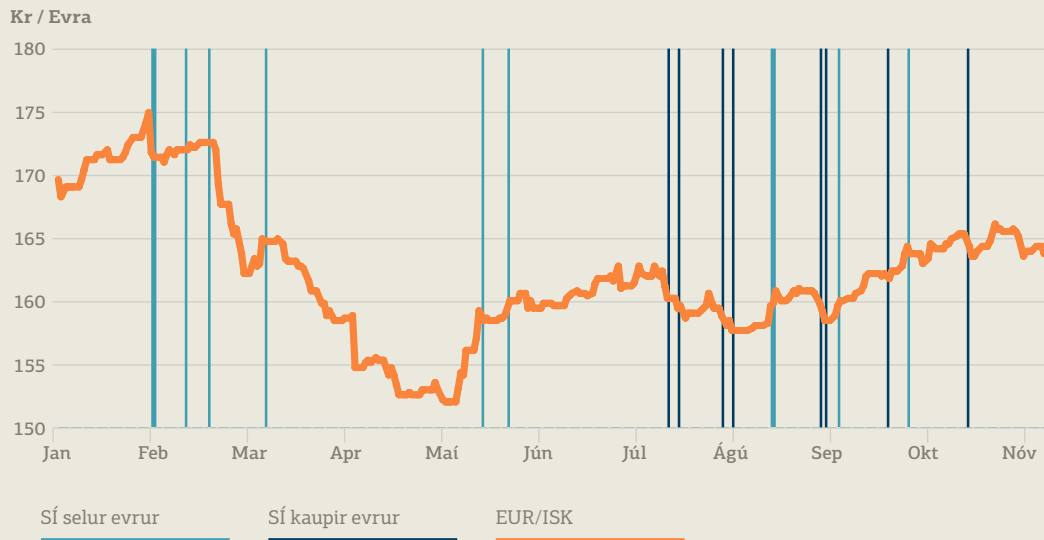
Samhliða vaxtaákvörðun um miðjan maí lýsti Peningastefnunefnd Seðlabankans

því yfir að forsendur hefðu skapast fyrir aukinni virkni Seðlabankans á gjald-eyrismarkaði. Að mati nefndarmanna væri eðlilegt að Seðlabankinn notaði þau stjórnþæki sem hann hefur yfir að ráða til þess að

draga úr gengissveiflum; þannig mætti stuðla að því að innlent verðlag aðlagðist sterkari krónu fyrir en ella og að verðbólguvæntingar minnkuðu. Hins vegar lagði nefndin á það áherslu að þetta fæli ekki í sér yfir-

Gengi krónu gagnvart evru 2013

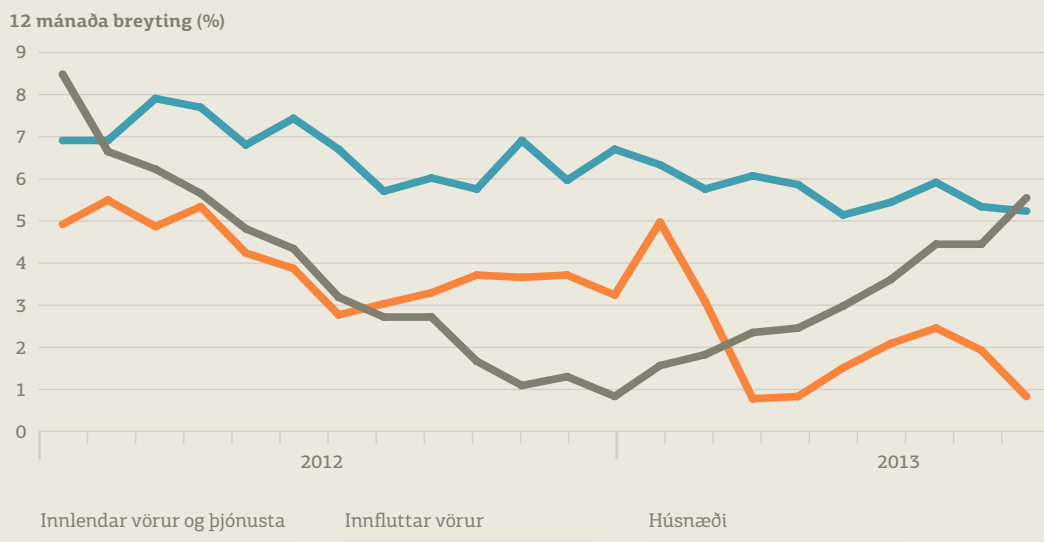
Heimild: Bloomberg, Seðlabanki Íslands



Lýsingu um fastgengisstefnu. Seðlabankinn myndi kaupa gjaldeyri á markaði þegar vart yrði við aukið tímabundið innstreymi gjaldeyris til að mæta óhóflegri styrkingu krónunnar og að sama skapi selja gjaldeyri þegar vart yrði tímabundinna sveiflna í útstreymi hans. Síðan þá hefur Seðlabankinn gripið 14 sinnum inn í á markaðnum, sex sinnum selt evrur og átta sinnum keypt evrur. Frá því yfirlýsingin var gefin hefur gengið verið nokkuð stöðugt, evran hefur lægst farið í 157,6 kr. og hæst í 166,1 kr.

Verðbólga

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðiditilld



Verðbólga fyrst og fremst innlend

Aukin virkni Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði, auk hagstæðrar þróunar verðlags erlendis, hefur orðið til þess að tólf mánaða hækkun inn-

fluttra vara í vísitölu neysluverðs hefur farið úr 5% í febrúar þegar gengi krónunnar var sem veikast, í innan við eitt prósent í október. Þá hefur dregið úr tólf mánaða verðhækkun á innlendum vörum og þjónustu og hún

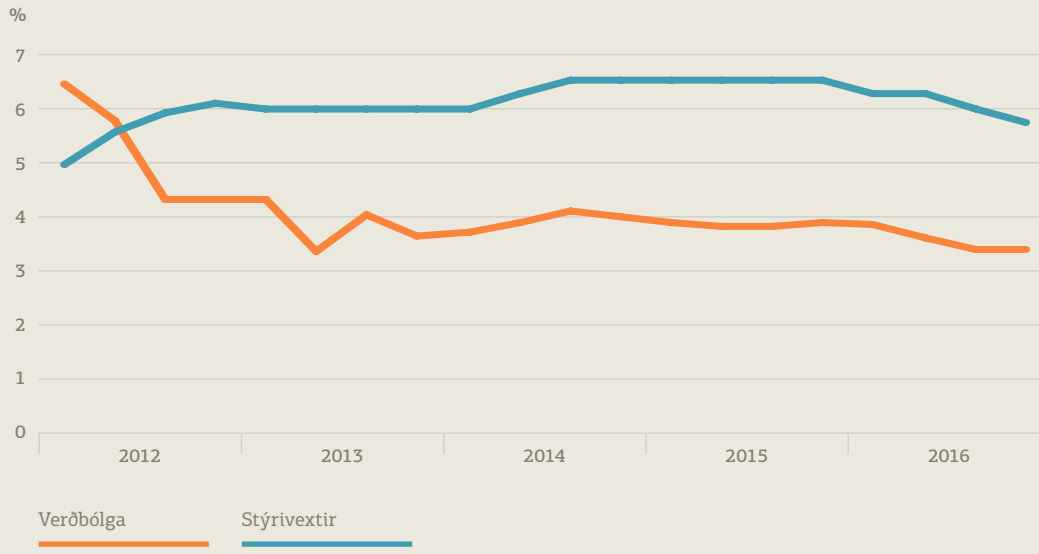
hefur lækkað úr tæplega 7% í rúmlega 5%. Ársbreyting þess hluta vísitölu neysluverðs sem byggir á húsnæðisverði hefur hins vegar hækkað úr tæplega einu prósentu í upphafi árs í rúmlega fimm prósent nú.

Væntingar markaðsaðila enn yfir verðbólgu markmiði

Samhliða hjöðnun verðbólgunnar frá byrjun árs 2012 hafa verðbólguvæntingar

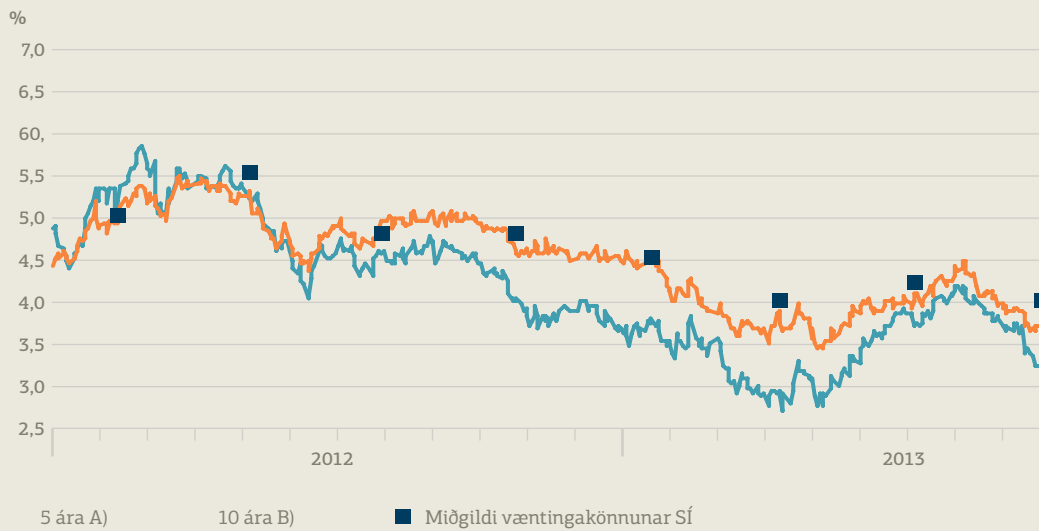
Verðbólgu- og stýrivaxtasþá

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans,
Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands



Verðbólguvæntingar

Reiknað út frá mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra
ríkisskuldabréfa: A) HFF24 og RIKB19 og B) HFF34 og RIKB25.
Heimild: Kauphöllin OMX, Hagstofa Íslands



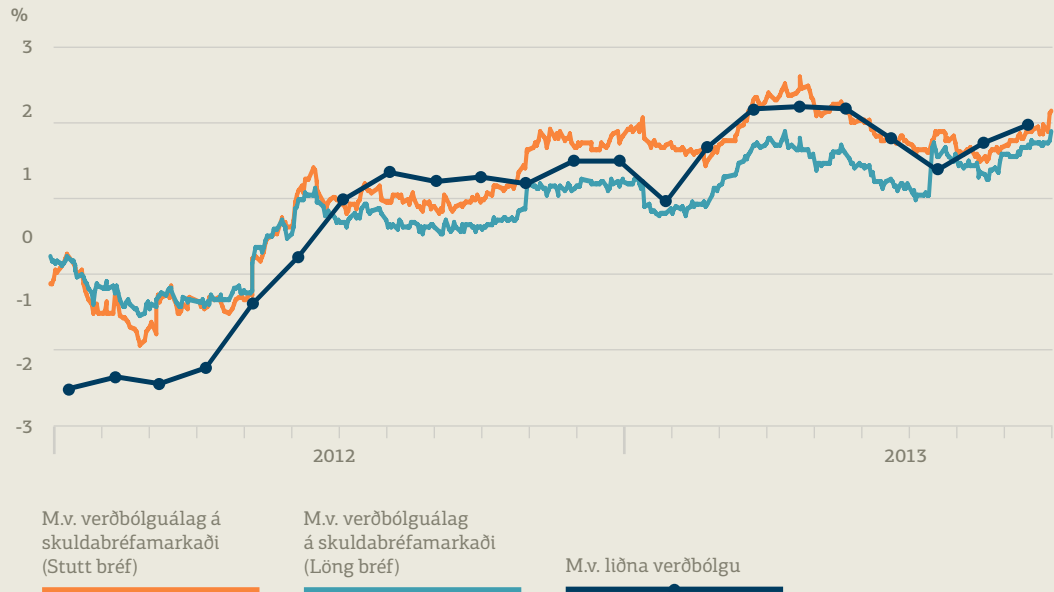
lækkað nokkuð. Verðbólgu-
álag á skuldabréfamarkaði
er nú öðru hvorum megin
við 3,5% eftir því við hvaða
skuldabréfaflokka er miðað.
Í nýjustu væntingakönnun
markaðsaðila sem fram-
kvæmd var í lok október,
var miðgildi væntinga um
verðbólgu eftir 12 mánuði
4%. Reyndar var miðgildi
væntinga markaðsaðila um
verðbólgu eftir 24 mán-
uði, meðaltal næstu fimm
ára og meðaltal næstu
10 ára einnig 4 prósent.
Verðbólguvæntingarnar
eru því nokkuð fastar í efri
vikmörkum verðbólgu mark-
miðs SÍ.

Stýrivextir óbreyttir

Stýrivextir eru hefðbundið
stjórnþæki Seðlabankans til
að stemma stigu við óstöð-

Raunstyrivextir

Heimild: Kauphöllin OMX, Hagstofa Íslands



ugu verðlagi. Samhliða því að Seðlabankinn hefur tekið upp önnur stjórnæki (þ.e. inngríp á gjaldeyrismarkað) hefur bankinn haldið vöxtum sínum óbreyttum síðan í nóvember 2012. Eining virðist vera um þetta innan peningastefnu-nefndarinnar því það sem af er ári hefur enginn nefndar- maður séð ástæðu til að láta bóka að hann hefði frekar kosið vaxtabreytingu. Til samanburðar var á seinasta ári jafnan að minnsta kosti einn meðlimur nefndarinnar sem annað hvort lét bóka að hann hefði kosið aðra niðurstöðu eða greiddi atkvæði gegn þeirri tillögu sem varð ofan á. Nefndarmenn hafa þó séð sig knúna til þess að minnast á það í yfirlýsingum sínum að verði niðurstaða komandi kjarasamninga yfir því sem

samrýmist verðbólgu- markmiði muni peningastefnu- nefndin verða tilneydd til þess að bregðast við með hækkun vaxta til þess að koma í veg fyrir aukna verðbólgu.

Verðbólga verður áfram talsvert yfir markmiðinu

Áfram er reiknað með því að verðbólgan hér á landi verði talsvert meiri en í viðskipta- löndunum en að raungengið haldist nokkuð stöðugt. Í ljósi versnandi viðskipta- kjara, takmarkaðs aðgangs að erlendum lánamörkuðum ásamt minnkandi afgangi af viðskiptajöfnuði við útlönd verður að teljast líklegra að nafngengi krónunnar muni fremur gefa eftir en styrkjast á komandi árum. Í spánni er því gert ráð fyrir hægfara

veikingu krónunnar á spá- tímabilinu.

Eins og kom fram að ofan er verðbólgan nú fyrst og fremst innlend. Verðbólguvæntingar eru enn í kringum 4 prósent, en verðbólgan á það til að leita í verðbólguvæntingar. Samhliða efnahagsbata hér á landi má búast við áframhaldandi hækkun fasteignaverðs. Að lokum má búast við að launahækkunar skili sér inn í verðlag.

Seðlabankinn hefur gefið það út að verði launahækk- anir umfram það sem samrýmist verðbólgu- markmiði muni hann bregðast við með vaxtahækkunum. Gert er ráð fyrir að kjarasam- ningar verði ekki of ríflegir og að hið opinbera muni leggja sitt af mörkum til að halda

verðbólgunni í skefjum líkt og Reykjavíkurborg hefur nú sagst ætla að gera. Engu að síður er reiknað með að launahækkunar verði verðbólguhvætjandi á næsta ári. Búist er við því að Seðla- bankinn standi við fyrri yfirlýsingar og hækki vexti um 50 punkta á árinu 2014. Seinni hluta ársins 2015 fer að hægja á hagkerfinu og mun Seðlabankinn bregðast við með vaxtalækkunum. Styrivextir muni þá enda í 5,75% í lok árs 2016.



3. Áframhaldandi vöxtur einkaneyslu

Vöxtur einkaneyslu á árunum 2011 og 2012 var nokkuð góður eftir mikinn samdrátt árunna 2008 og 2009 og stöðnun árið 2010. Einkaneysla hefur aukist um alls 5% undanfarin tvö ár.

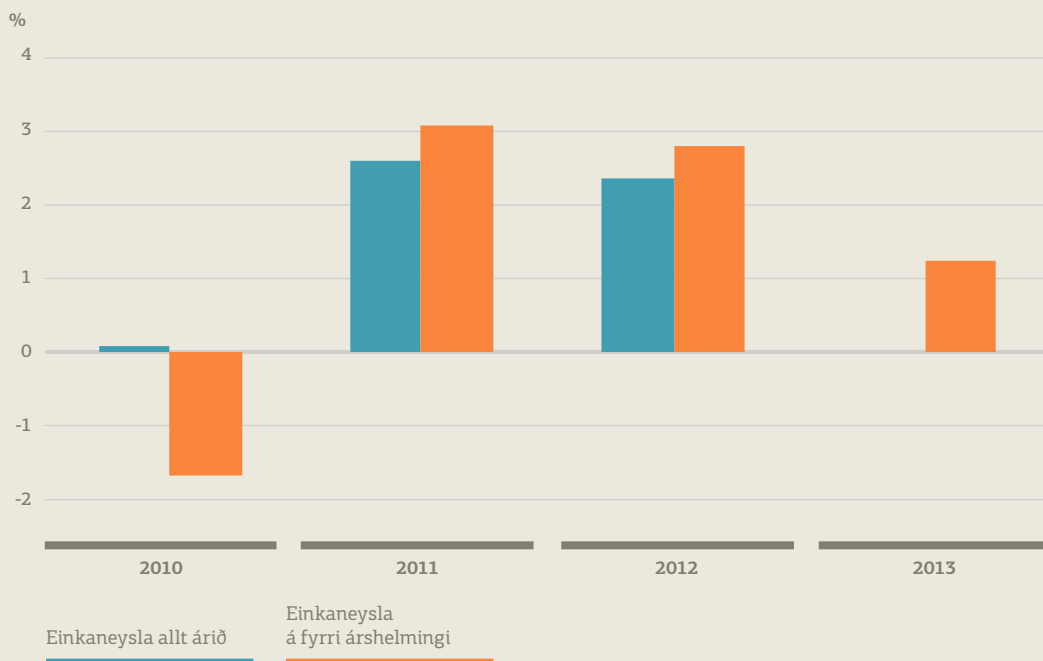
Hægir á vexti einkaneyslunnar

Nýjustu vísbendingar um einkaneyslu á árinu 2013 benda til þess að talsvert hafi hægt á vextinum. Á fyrri hluta ársins nam vöxtur einkaneyslu einungis 1,2% frá sama tíma árið áður, samkvæmt bráðabirgðamati Hagstofunnar. Það er u.þ.b. helmingi minni vöxtur en á sama tímabili undanfarin tvö ár. Gert er ráð fyrir meiri vexti á seinni helmingi ársins og að einkaneysla vaxi um 1,8% í heild milli ára.

Gert er ráð fyrir að vöxtur einkaneyslu verði hóflegur á spátímabilinu, knúinn áfram af aukningu kaupmáttar og hækkandi atvinnustigi. Í spánni er gert ráð fyrir að tímabundnir þættir sem juku einkaneyslu undanfarin ár hafi gengið til þurrðar og ekki er gert ráð fyrir nýjum vaxtahvetjandi þáttum líkt og skuldaniðurfellingu. Þær aðgerðir eru enn of

Einkaneysla

Breyting frá sama tímabili árið áður
Heimild: Hagstofa Íslands



óljósar og útfærslan ekki kunn. Samþykki ríkisstjórnin aðgerðapakka til handa heimilum í takt við yfirlýsingar getur það haft töluverð áhrif á einkaneysluna.

Aðgerðir stjórnvalda hafa ásamt öðrum tímabundnum

aðgerðum verið mikilvægur þáttur í aukinni einkaneyslu undanfarin ár. Óreglu- bundnar greiðslur til heimila í kjölfar fjármálakreppunnar námu mest rúnum 26 ma.kr. árið 2011. Mestu munaði þar um úttekt séreignarlífeyrissparnaðar, en einnig

voru um 12 ma.kr greiddir út vegna ólöglegra gengislána og í sérstakar vaxtaniðurgreiðslur það ár. Stærsti einstaki óreglulegi liðurinn árið 2013 var útgreiðslur vegna gengislána, en búist er við því að sá liður verði hverfandi árið 2014.

Alls fóru um 17,5 ma.kr. til heimila í formi sértækra greiðslna árið 2012 og er búist við því að um 14,3 ma.kr. fari til heimila í ár. Þessar greiðslur munu að einhverju leyti skila sér í einkaneyslu og styðja við vöxt hennar árið 2013.

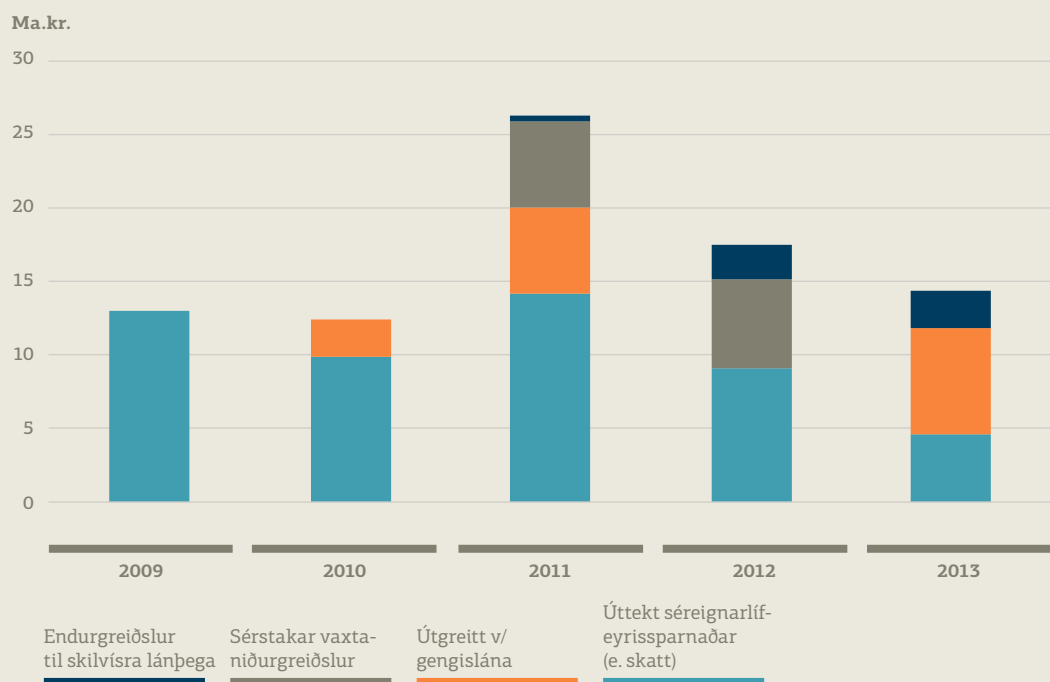
Árið 2014 er búist við að einkaneyslan vaxi um 1,9% samhliða batnandi atvinnustigi og aukningu kaupmáttar. Á árunum 2015 og 2016 er gert ráð fyrir 2,1% vexti einkaneyslu hvort ár.

Kortaveltutölur benda til aukins vaxtar á seinni árshelmingi

Tölur um kortaveltu eru birtar mánaðarlega og gefa vísbendingu um hvernig einkaneyslan hefur verið að þróast. Kortavelta í verslun hefur aukist meira á þriðja ársfjórðungi á ársgrundvelli

Sértakar greiðslur til heimila

Heimild: Seðlabanki Íslands



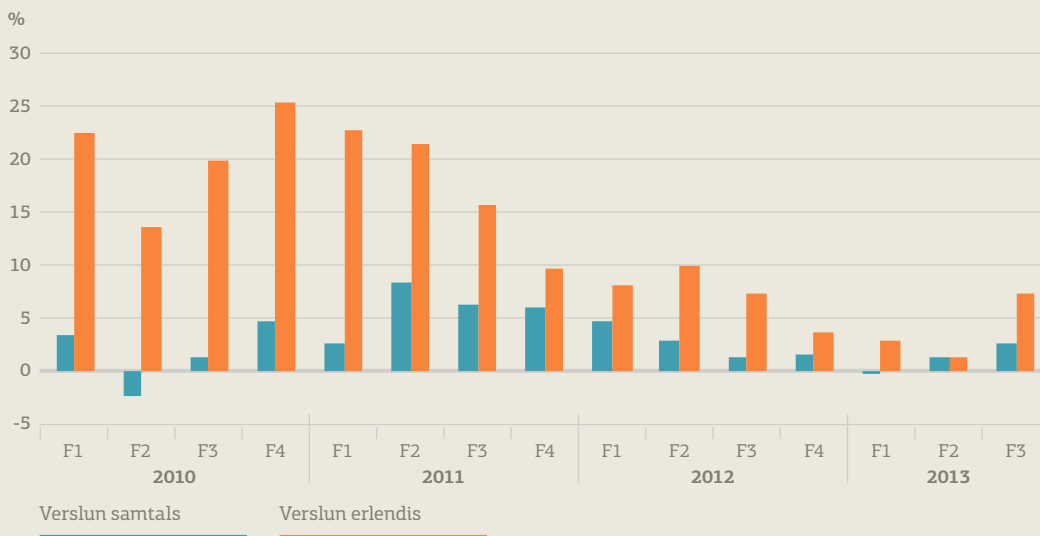
en síðustu fjóra ársfjórðunga þar á undan. Það er sterk vísbending um að vöxtur einkaneyslunnar verði talsvert kröftugri á seinni helmingi ársins en þeim fyrri. Í kjölfar kjarasamninganna

vorið 2011 færðist aukinn kraftur í vöxt kortaveltunnar og náði hann hámarki á öðrum ársfjórðungi 2011 þegar mældist 8,4% aukning milli ára, en talsvert hefur hægt á vexti kortaveltunnar

frá þeim tímamarki. Þessi þróun endurspegladist í þróun einkaneyslunnar.

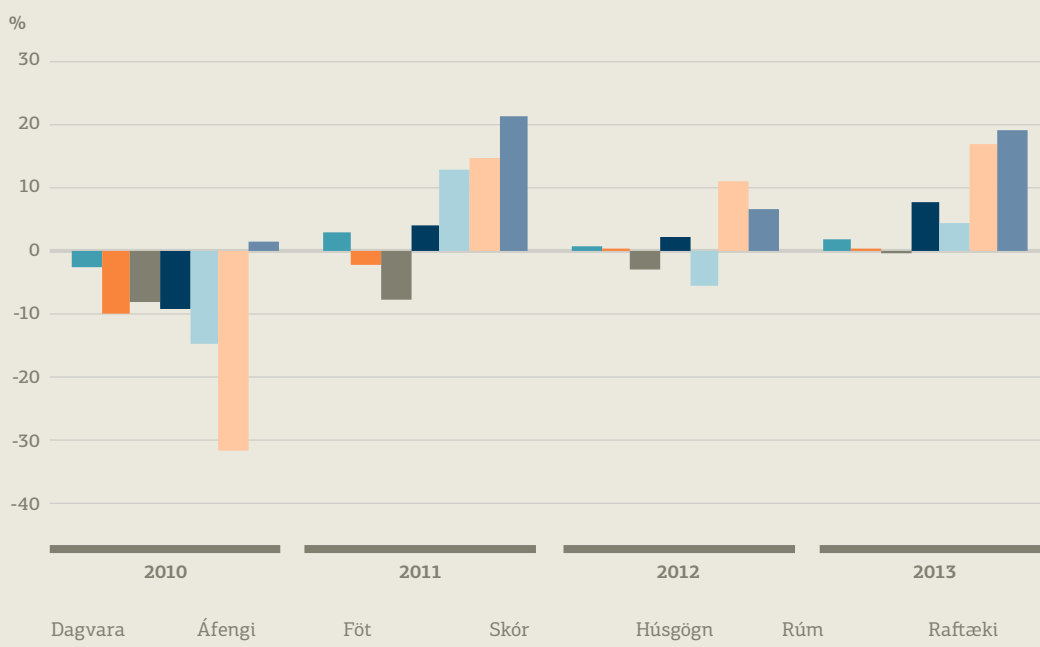
Kortavelta í verslun

Breyting frá sama fjórðungi árið áður, fast verðlag
Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands



Smásöluvísitalan

Fyrstu níu mánuði hvers árs.
Heimild: Rannsóknarsetur verslunarinnar.



Kortanotkun erlendis vex hraðar en innanlands

Vöxtur kortaveltu Ís-
lendinga hefur verið mun
meiri erlendis en innan-
lands. Vöxturinn erlendis á

3. ársfjórðungi þessa árs var
7,2% á móti 2% aukningu
innanlands. Á móti kemur að
heildarveltan er mun minni
erlendis og því vegur inn-
lend velta meira.

Smásala og innflutningur gefa aðra vísbendingu

Samkvæmt smásöluvísi-
tölum Rannsóknarseturs
verslunarinnar jókst velta
í smásöluverslun meira á

fyrstu þremur ársfjórðung-
um ársins en á sama tíma í
fyrra. Vöxturinn var meiri
í öllum undirliðum vísitöl-
unnar á tímabilinu. Það er
vísbending um að vöxtur
einkaneyslunnar kunnist að
hafa verið meiri en tölur
Hagstofunnar fyrir fyrri árs-
helling benda til.

Innflutningur á neysluvör-
um sýnir einnig meiri vöxt
milli ára fyrstu níu mánuði
ársins en árið 2012. Skila-
boðin eru þó misvísandi.
Þegar litið er á innflutning
á varanlegum neysluvörum
sést meiri vöxtur í öllum
liðum nema bílainnflutningi
en smávægilegur sam-
dráttur var í innflutningi
bíla miðað við sama tímabil
í fyrra.

Væntingar landsmanna glæðast

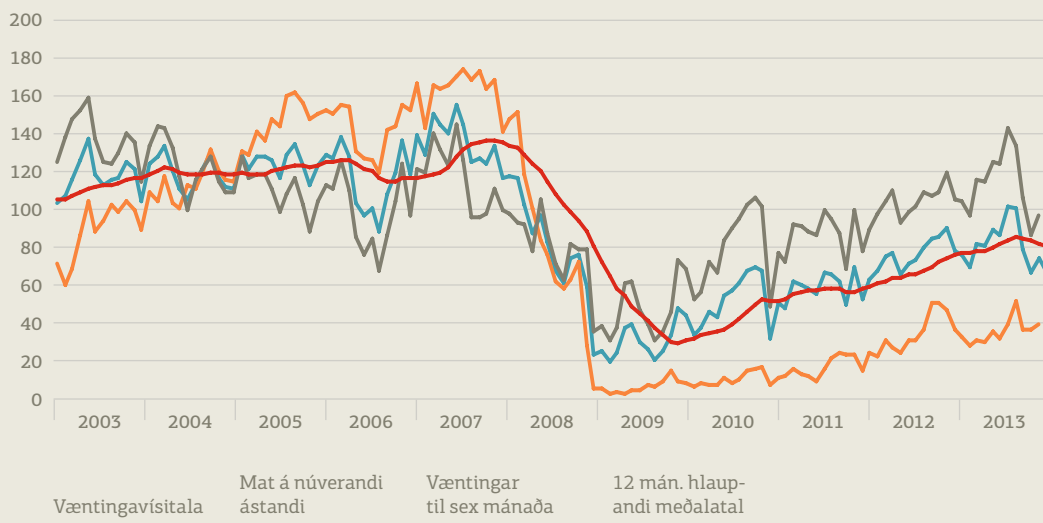
Væntingavísitala Gallup
hefur hækkað smám

saman eftir að hafa náð algjöru lágmarki í kjölfar falls viðskiptabankanna. Aukinnar bjartsýnni gætti í aðdraganda kosninganna til Alþingis í vor en veruleg lækkun vísitölunnar í kjölfar þeirra bendir til þess að ný stjórnvöld hafi ekki staðið undir væntingum. Væntingavísitalan hefur lækkað um 33 stig frá því hún náði hámarki í byrjun sumars. Það verður áhugavert að sjá hvaða áhrif boðaðar aðgerðir ríkisstjórnarinnar varðandi skuldamál heimilanna munu hafa á væntingavísitöluna þegar þær verða kynntar.

Meðaltal væntingavísitölunnar fyrstu 10 mánuði ársins er hærra en fyrstu 10 mánaða ársins 2012. Miklar sveiflur eru jafnan í vísitölunni og gefur 12 mánaða hlaupandi meðaltal því betri

Væntingavísitala heimila

Heimild: Capacent



vísbendingu um þróunina. Á þann mælikvarða virðist vera aukinn stígandi í væntingum Íslendinga.

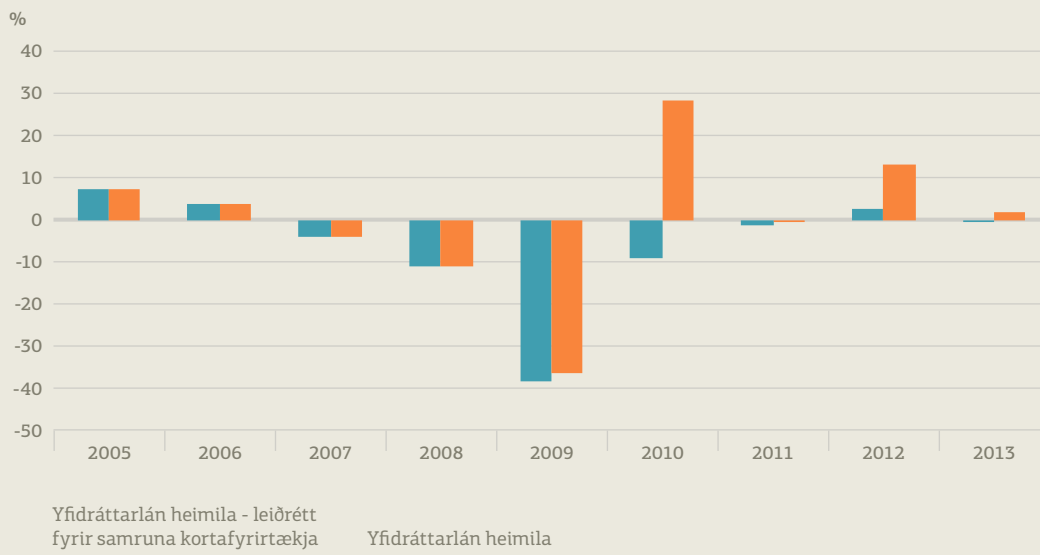
Innlán og yfirdráttarlán drógust saman

Innlán heimila hafa dregist saman um 4,8% milli ára þegar horft er til meðaltals

fyrstu níu mánaða árána 2012 og 2013. Samtals eru innlán um 30 ma.kr. lægri á föstu verðlagi en fyrir ári síðan. Þessi þróun þarf ekki að koma á óvart þar sem aðrir fjárfestingarkostir

Yfirdráttarlán heimila

Breyting frá fyrra ári (2013 sýnir breytingu milli fyrstu níu mánaða 2013 og 2012). Fast verðlag
Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



virðast skila betri ávöxtun. Hlutabréfamarkaðurinn hefur stækkað mikið undanfarið ár og húsnæðisverð hækkað, svo dæmi séu tekin. Þó verður að ætla að einhver hluti innlána hafi verið nýttur

til að fjármagna einkaneyslu. Talsvert hefur hægt á samdrætti innlána sem lækkuðu um 13% og 14% á árunum 2010 og 2011 en 8% 2012. Fjármagnstekjur heimila jukust árið 2012 eftir sam-

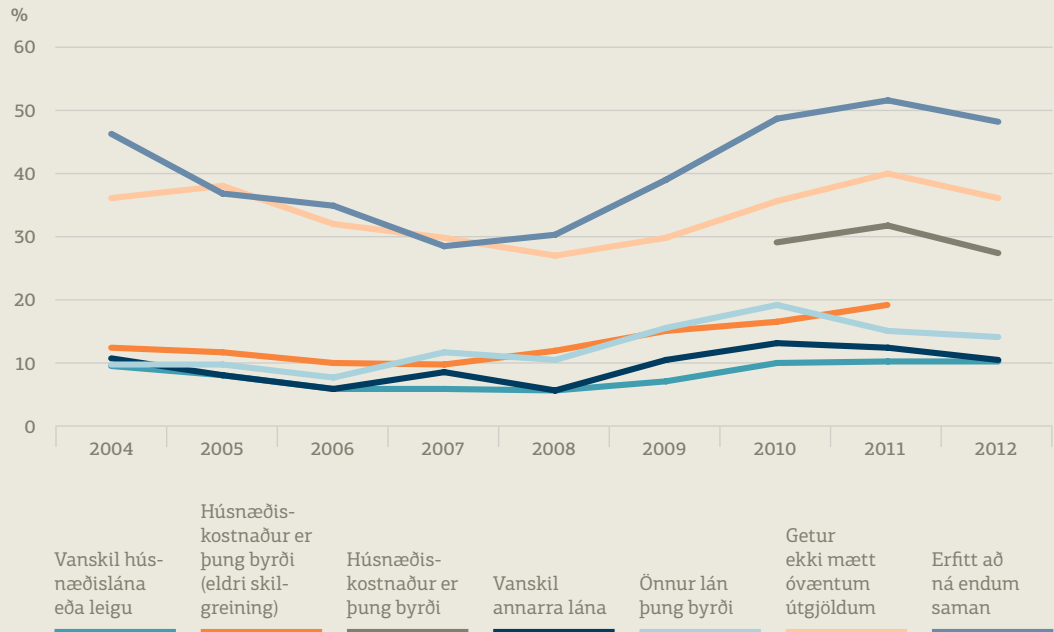
felldan samdrátt frá árinu 2007. Vaxtatekjur heimila af innlánnum í bönkum drógust saman um 1 ma.kr. á milli 2011 og 2012 á meðan arður af innlendum hlutabréfum jókst um 2,6 ma.kr. og var

15,4 ma.kr. Arður af hlutabréfum var um fjórðungur af því sem hann var árið 2007, þegar hann var mestur. Í fjármagnstekjum munar mestu um söluhagnað af hlutabréfum, sá liður var 14,4% af skattskyldum tekjum heimila árið 2007 en einungis 0,7% árið 2012.

Úr tölum um yfirdráttarlán heimila má lesa að yfirdráttur hafi aukist stórlega undanfarin ár. Þó ber að hafa í huga að nýlegir samrunar kortafyrirtækja og banka urðu til þess að mikil aukning mældist í yfirdrætti þegar farið var að flokka kreditkortaskuldir sem yfirdrátt. Ef tekið er tillit til fyrrnefndra samruna kortafyrirtækja og banka breytist myndin verulega. Þegar leiðrétt er fyrir þessu benda tölurnar til þess að meðal-

Heimili í fjárhagsvandræðum

Heimild: Hagstofa Íslands



staða yfirdráttar landsmanna á föstu verðlagi hafi lækkað á hverju ári á tímabilinu 2007 til 2011. Árið 2012 jukust yfirdráttarlán um 2,6%. Fyrstu níu mánuðir ársins 2013 benda hins vegar til þess að yfirdráttarlánin lækki á ný í ár að raunvirði en um 0,5% lækkun mælist frá sama tímabili ársins 2012.

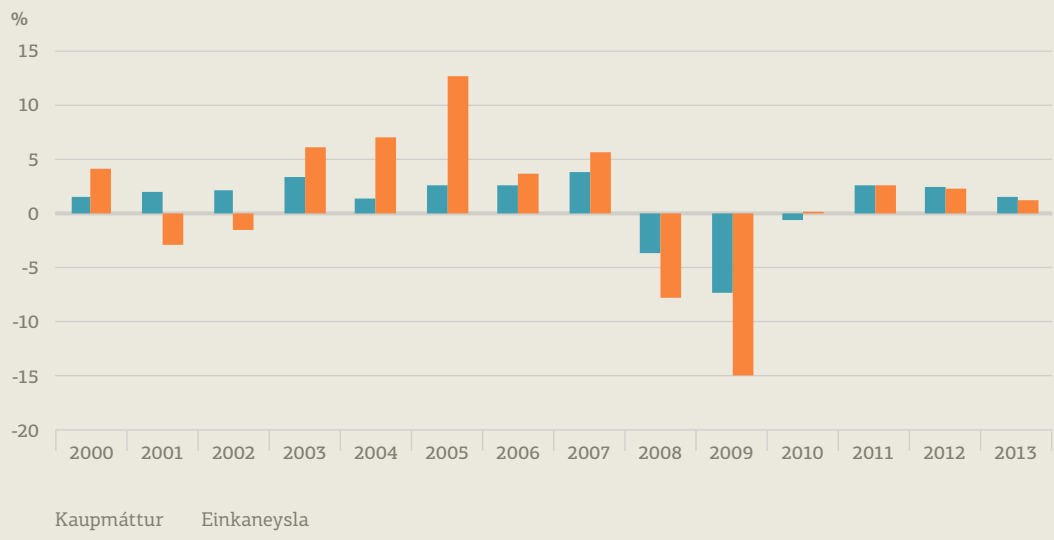
Hafa ber í huga að þetta er einungis nálgun á tölurnar. Ef tölurnar væru birtar án óreglulegu liðanna væri hægt að gera sér betur grein fyrir þróuninni.

Fjárhagsstaða heimila batnar

Heimilum í fjárhagsvandræðum fækkaði milli árana 2011 og 2012 á öllum

Kaupmáttur og einkaneysla

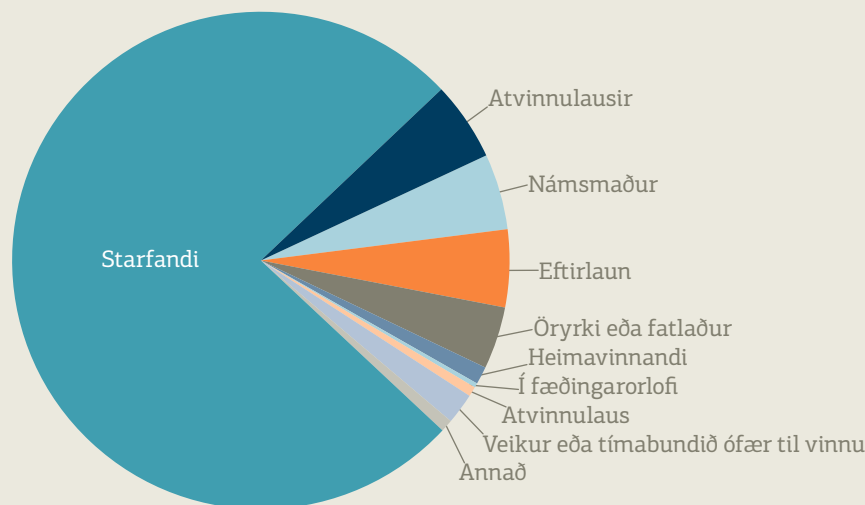
Breyting frá fyrra ári. 2013 tölur ná yfir fyrri ársþelming. Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands.



mælikvörðum nema einum samkvæmt könnun Hagstofu Íslands. Heimili sem eiga auðvelt með að ná endum saman eru nú yfir helmingur allra heimila, eða 51,8%.

Heimilum sem meta húsnæðiskostnað sinn sem þunga byrði hefur einnig fækkað. Fjöldi heimila í vanskilum stóð í stað í 10,1% milli árana 2011 og 2012. Hins vegar drógust vanskil

vegna annarra lána saman milli ára. Þessar niðurstöður eru í samræmi við þann bata sem orðið hefur á vinnumarkaði og mun styðja við einkaneyslu á komandi árum.



Þróun kaupmáttar mikilvæg fyrir framhaldið

Töluverð óvissa er um þróun einkaneyslu á komandi árum. Einkaneyslu hefur

að einhverju leyti verið haldið uppi af óreglulegum liðum undanfarin 2 ár. Þar ber helst að nefna sérstakar vaxtabætur, endurgreiðslur vegna ólöglegra lána og útgreiðslur séreignarlífeyris-

sparnaðar. Þessir óreglulegu liðir eru nú að ganga til þurrðar og ætti aukning einkaneyslu að ráðast meira af kaupmáttaraukningu á komandi árum, að öðru óbreyttu. Þá er enn óvissa

vegna kjarasamninga sem verða lausir í lok nóvember; niðurstaða þeirra mun hafa mikið að segja um kaupmáttarþróunina og þ.a.l. þróun einkaneyslu.

Alla jafna er sterkt samband á milli þróunar kaupmáttar og einkaneyslu og hefur það verið til staðar síðustu 3 ár. Við hrunið dróst einkaneysla meira saman en kaupmáttur því ýmsar aðrar tekjur en launatekjur lækkuðu verulega. Kaupmáttur jókst um 2,6% árið 2011 og 2,5% árið 2012 eftir samdrátt síðustu þrjú ár þar á undan. Nú í ár hefur kaupmátturinn aukist minna, eða um 1,6% fyrstu 3 ársfjórðunga 2013. Kaupmáttaraukningin á þessu ári er einnig í samræmi við aukningu einkaneyslu á árinu. Sú þróun gefur til kynna að vöxtur einkaneyslu

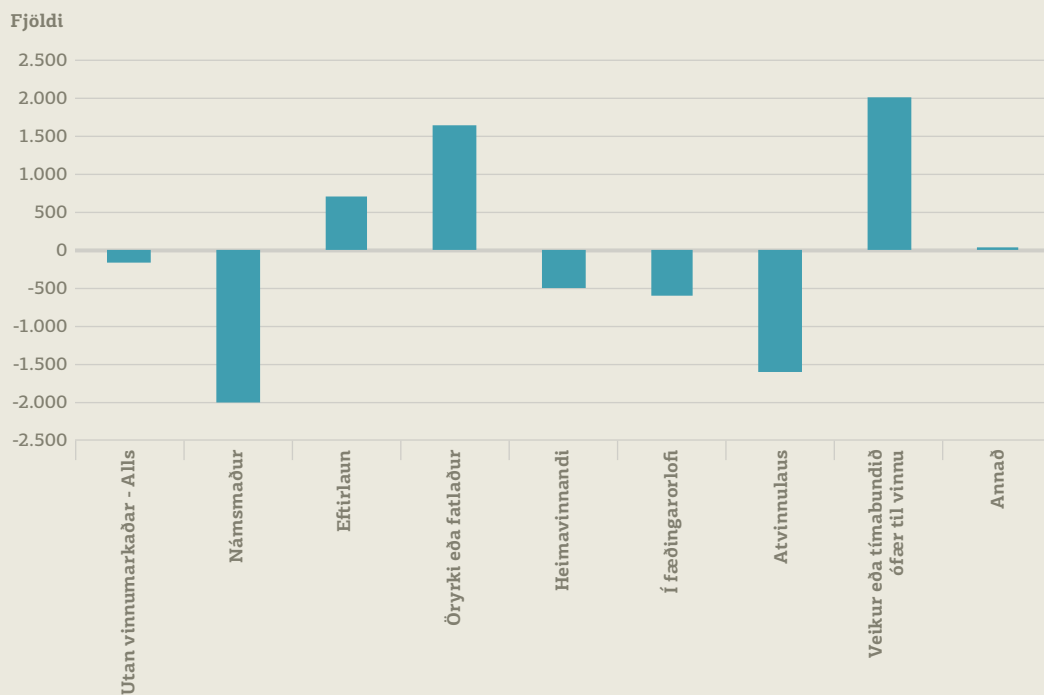
verði minni 2013 en undanfarin 2 ár.

Batnandi staða á vinnumarkaði

Atvinnuleysi á Íslandi hefur löngum verið lítið og atvinnuþátttaka mikil. Haustið 2008 rauk atvinnuleysið hins vegar upp og fór það hæst í 9,3% samkvæmt Vinnumálastofnun og 11,9% samkvæmt Hagstofunni. Áður hefur verið fjallað um muninn á tölum Hagstofunnar og Vinnumálastofnunar varðandi mælingar á atvinnuleysi.¹ Í stuttu máli getur atvinnuleysi eins og Vinnumálastofnun mælir það verið vanmat á raunverulegu atvinnuleysi þar sem stjórnvaldsaðgerðir hafa mikil áhrif á birta atvinnuleysistölu. Því er hér spáð fyrir um atvinnuleysið eins

Breyting á liðnum „utan vinnumarkaðar“ 2009-2013

Heimild: Hagstofa Íslands



og það birtist í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar.

Batinn á vinnumarkaði milli

ára er töluverður. Að meðaltali var atvinnuleysið 6,5% á fyrstu þremur ársfjórðungum ársins 2012 en 5,7%

á sama tíma 2013, og hefur atvinnuleysið því minnkað um 0,8 prósentustig milli ára.

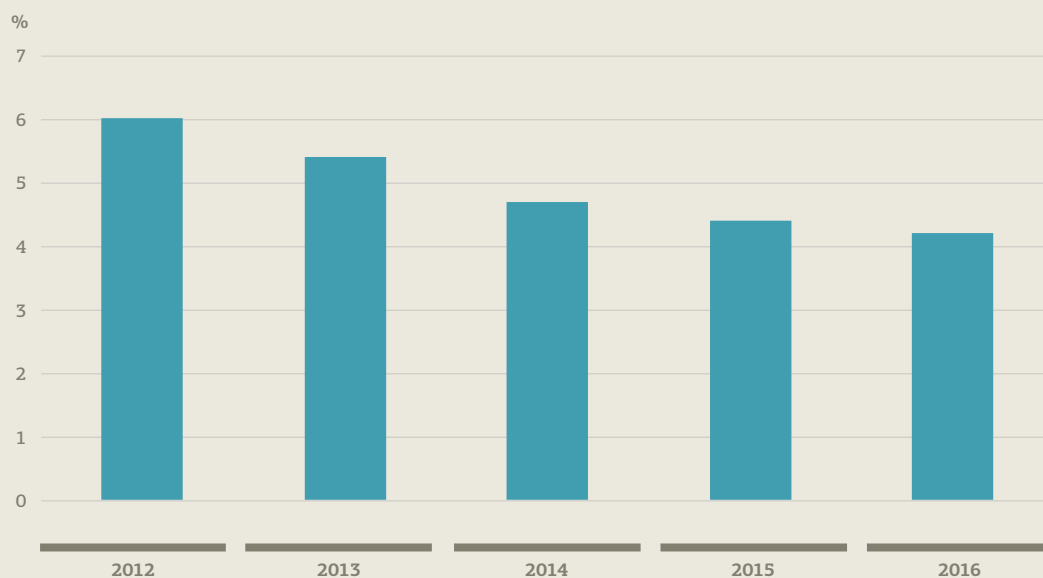
¹ Sjá m.a. umfjöllun um áhrif stjórnvaldsaðgerða á atvinnuleysi í Þjóðhag, nóvember 2012

Tölur um fjölda starfandi og atvinnuþátttöku benda til þess að batinn á vinnnumarkaði hafi fyrst og fremst komið til vegna fjölgunar starfa. Starfandi fólki tók að fjölga töluvert undir lok ársins 2012. Á fyrstu níu mánuðum ársins 2013 voru að meðaltali um 5.000 fleiri einstaklingar starfandi en á sama tíma árið áður, sem er 2,9% aukning milli ára.

Einstaklingum utan vinnnumarkaðar hefur einnig fækkað lítillega frá árinu 2009 á sama tíma og atvinnulausum einstaklingum fækkaði um 22%. Samsetning hópsins utan vinnnumarkaðar er þannig að álíka margir eru í námi, á eftirlaunum og öryrkjar eða fatlaðir. Árið 2009 var fjöldi námsmanna um 75% meiri en fjöldi öryrkja. Frá þeim tíma hefur þeim fjölgað mikið sem eru ófærir til vinnu eða öryrkjar. Þetta

Atvinnuleysi – spá

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



styður að vissu marki þá kenningu að þeir sem festast í vítahring langtímaatvinnuleysis séu líklegri til þess að hafna utan vinnnumarkaðar til frambúðar en að fá vinnu. Því er mikilvægt að leita allra leiða til þess að vinna sérstaklega að úrræðum

fyrir þá sem hafa verið lengi atvinnulausir.

Gert er ráð fyrir áframhaldandi bata á vinnnumarkaði og að atvinnuleysið verði 5,5% árið 2013 og lækki niður í 4,2% að meðaltali árið 2016. Þó svo að búist sé við því að

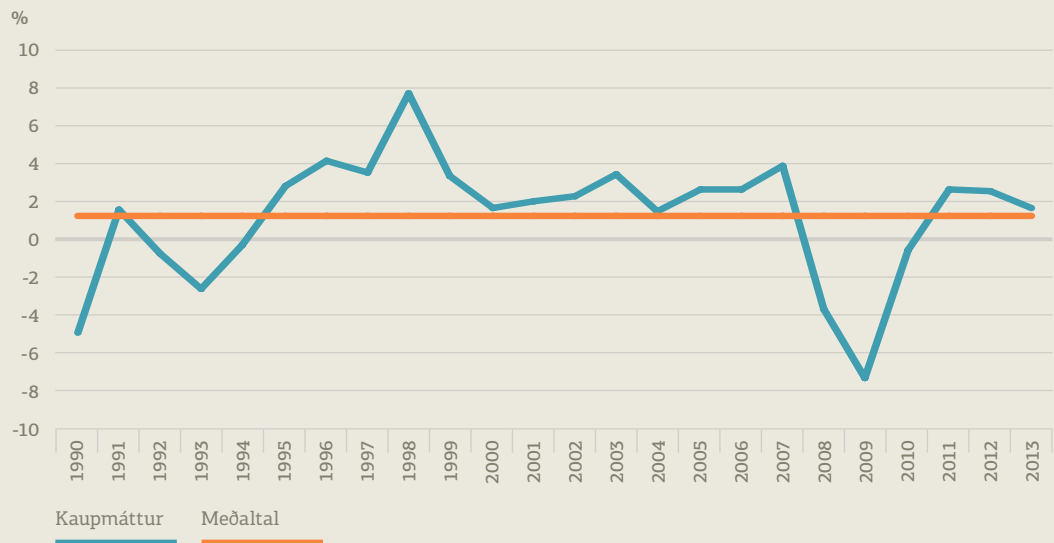
batinn á vinnnumarkaði verði örlítið hægari en spáð var í maí mun áframhaldandi bati á vinnnumarkaði styðja enn frekar við einkaneysluna á komandi misserum.

Óvissa með launapróun

Kjarasamningar eru lausir í lok nóvember og er ekki komin fram lokaniðurstaða hjá samningsaðilum. Tilhneigingin hefur verið sú að samið er um háar krónutöluhækkanir. Þrálát verðbólga hefur komið í veg fyrir að þessar hækkanir skili sér að fullu í kaupmætti launa. Engu að síður hefur verið nokkuð stöðug raunaukning launa frá árinu 1989 eða 1,2% á ári að meðaltali. Gert er ráð fyrir því að kjarasamningar gangi nokkuð snurðulaust fyrir sig, en engu að síður muni launakostnaður hækka meira en sem samrýmist verðbólgu markmiðinu. Kaupmáttur launa mun vaxa út spátímann og kaupmáttaraukningin árið 2013 verður 1,7% ef spár ganga eftir. Árið 2014 er búist við því að kaupmáttaraukningin verði 1,9%

Kaupmáttur launa

Breyting milli ára
Heimild: Hagstofa Íslands



og 2,1% og 1,8% árin 2015 og 2016.

Skilaboðin um einkaneysluna eru því misvísandi. Betri staða heimila, kröftugur bati á vinnumarkaði og góður vöxtur smásölu benda til þess að einkaneyslan ætti að geta aukist nokkuð á milli

ára. Á hinn bóginn er kaupmáttaraukningin minni en undanfarin ár, kortaveltutölur lakari og fyrstu tölur um einkaneyslu árið 2013 benda til minni vaxtar en síðastliðin 2 ár.

4. Lakari horfur um fjárfestingu

Horfur eru á að heildarfjármunamyndun leggi heldur minna til hagvaxtar á komandi árum en reiknað var með í fyrri spám Hagfræðideildar. Það skýrist m.a. af talsvert lakari horfum um stóriðjutengda fjárfestingu.

Helsta breytingin frá fyrri spá er að nú er reiknað með fjárfestingu í kísilveri á Bakka en ekki gert ráð fyrir álveri í Helguvík á spátímabilinu.

Gert er ráð fyrir að heildarfjárfesting dragist saman á þessu ári en það helgast fyrst og fremst af mikilli fjárfestingu í skipum og flugvélum á síðasta ári. Næstu ár er gert ráð fyrir samfelldri aukningu fjármunamyndunar sem nái hámarki í 11,4% vexti árið 2015. Árið 2016 er reiknað með litlum vexti, eða 0,2%. Það helgast af samdrætti í stóriðju fjárfestingu en mesti þunginn í fjárfestingu í kísilveri á Bakka kemur til árið 2015. Á næsta ári er gert ráð fyrir 6,8% vexti sem verður borinn jöfnum höndum af stóriðju fjárfestingu, almennri atvinnuvegafjárfestingu og fjárfestingu í íbúðarhúsnæði.

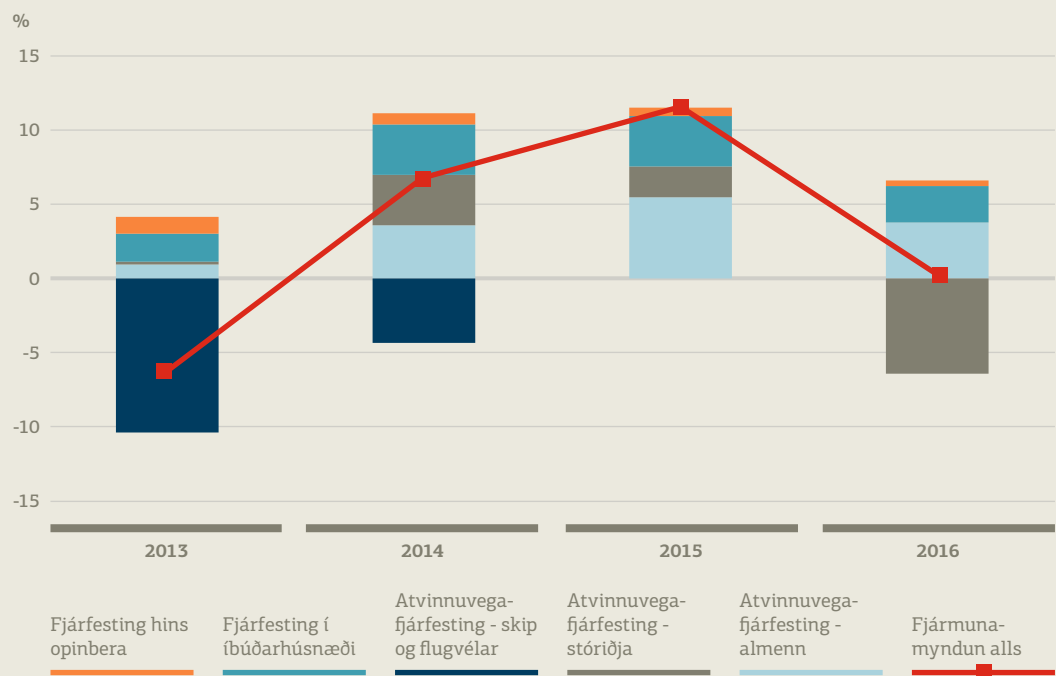
Gert er ráð fyrir vexti almennrar atvinnuvegafjárfestingar öll árin 2013 til 2016. Spáð er fremur

litlum vexti á þessu ári en kröftugri vexti á næsta ári, eða 10%. Búist er við að enn bæti í vöxtinn árið 2015

þegar gert er ráð fyrir 15% vexti. Reiknað er með því að hægist á vextinum árið 2016 og hann falli niður í 10%.

Vöxtur fjárfestingar og framlag undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans

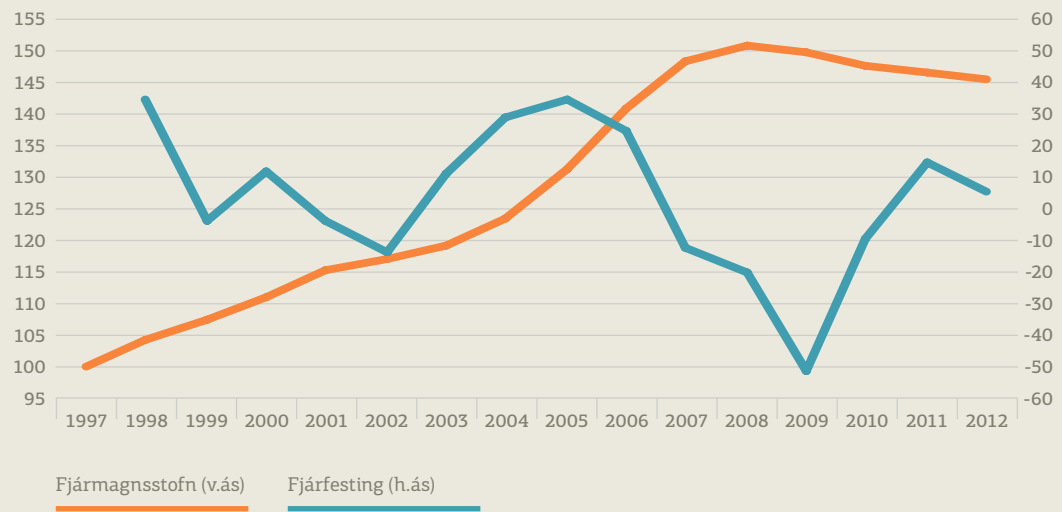


Fjármagnsstofn og vöxtur fjárfestingar

Heimild: Hagstofa Íslands

Visitala 1997 = 100

Vöxtur milli ára (%)



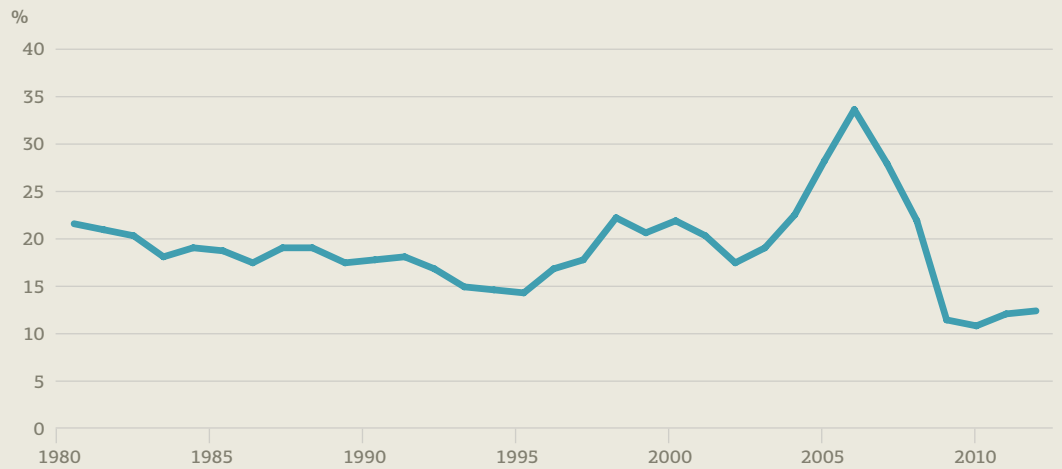
Fjármagnsstofninn rýrnar þrátt fyrir vöxt fjárfestingar

Fjármagnsstofninn á landinu hélt áfram að rýrna á síðasta ári þrátt fyrir 5% aukningu fjárfestingar milli ára. Samdrátturinn skýrist því af afskriftum umfram fjárfestingu. Frá árinu 2008 hefur fjármagnsstofninn dregist saman um 3,5% sem er mesti samdráttur svo langt aftur sem gögnin ná, eða aftur til seinni heimsstyrjaldar. Raunar má einungis finna eitt annað tímabil þar sem fjármagnsstofninn dróst saman milli ára, en það var í kreppunni í upphafi 10. áratugar síðustu aldar.

Fjárfestingarstigið hér á landi hefur verið mjög lágt á árunum eftir hrun og í raun ekki verið lægra í áratugi. Fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu nam 12,4%

Fjárfesting – hlutfall af VLF

Heimild: Hagstofa Íslands



árið 2012 til samanburðar við 19% að meðaltali milli 1980 og 2011. Vöxtur fjárfestingar milli árunna 2010 og 2012 var ekki nægur til að halda í við afskriftir og því hélt fjármagnsstofninn áfram að dragast saman.

Á fyrri helmingi ársins dróst fjármunamyndun saman

um 13% og skýrist það fyrst og fremst af miklum innflutningi skipa og flugvéla á sama tímabili í fyrra. Sé horft framhjá skipum og flugvélum jókst fjármunamyndunin um 4,1% milli ára. Fjárfesting atvinnuvega dróst saman um 18,6%, en án skipa og flugvéla mældist vöxtur upp á 4,8%. Íbúða-

fjárfesting jókst lítillega, eða um 1%, og fjárfesting hins opinbera um 5,1%.

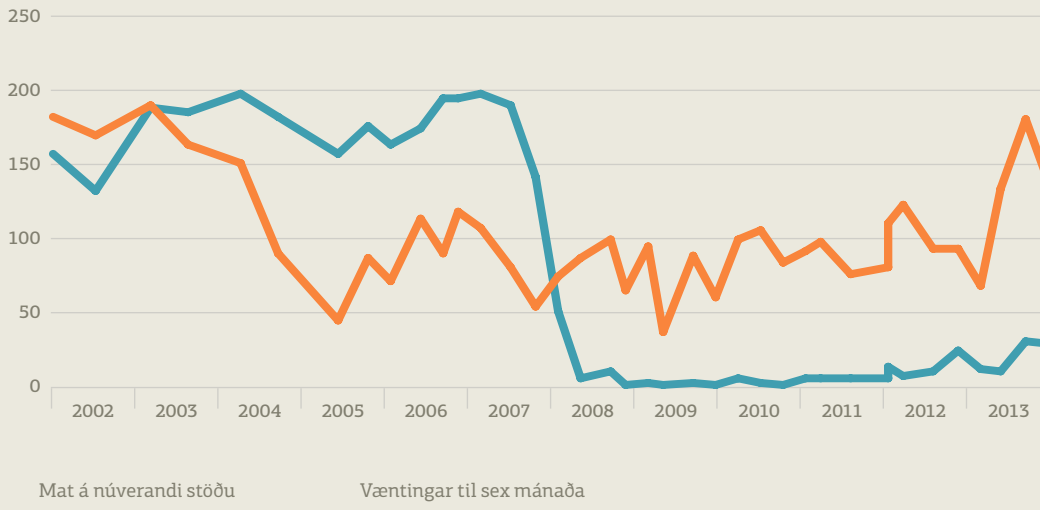
Gert ráð fyrir minni stóriðjufjárfestingu

Eitt einkenni hagsögu Íslands síðustu 40 ár er að í kjölfar efnahagsþrenginga

Væntingar stjórnenda

Heimild: Seðlabanki Íslands

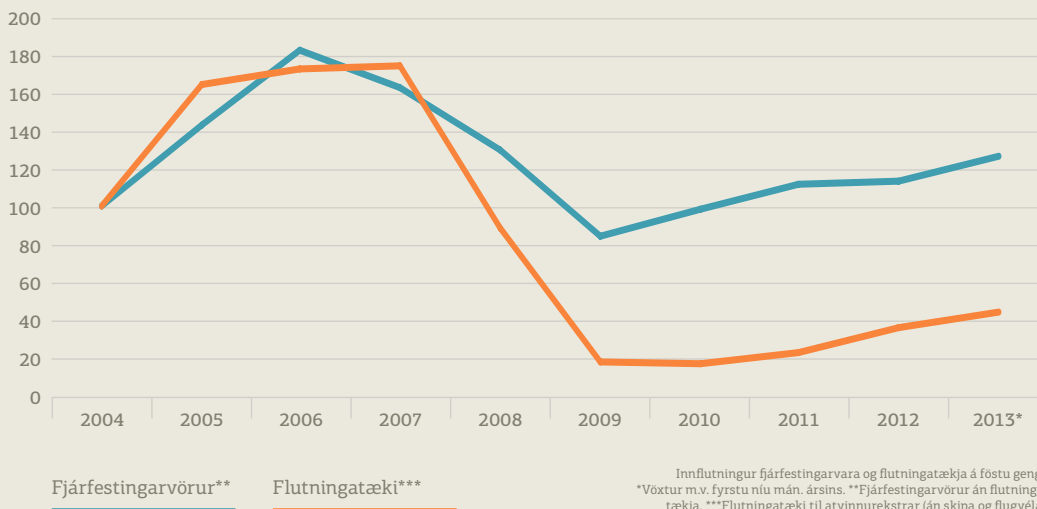
Visitala



Fjárfestingarvörur og flutningatæki

Heimild: Hagstofa Íslands

Visitala 2004 = 100



Innflutningur fjárfestingarvara og flutningatækja á föstu gengi. *Vöxtur m.v. fyrstu níu mán. ársins. **Fjárfestingarvörur án flutningatækja. ***Flutningatæki til atvinnurekstrar (án skipa og flugvéla).

hefur hagkerfið komist á flug á ný með stóriðjuþjárfestingu. Slíkt gerðist í kjölfar hruns síldarinnar í lok 7. áratugar síðustu aldar með álverinu í Straumsvík og tilkomu Norðuráls á Grundartanga eftir kreppuna í byrjun 10. áratugar. Á þessari öld

hafði Reyðarál og miklar fjárfestingar í kringum það töluverð þensluhvetjandi áhrif. Frekari stóriðjuþjárfesting hefur síðan látið bíða eftir sér og til marks um það hefur Seðlabankinn gert ráð fyrir álveri í Helgúvík í spám sínum allt frá því árið 2007.

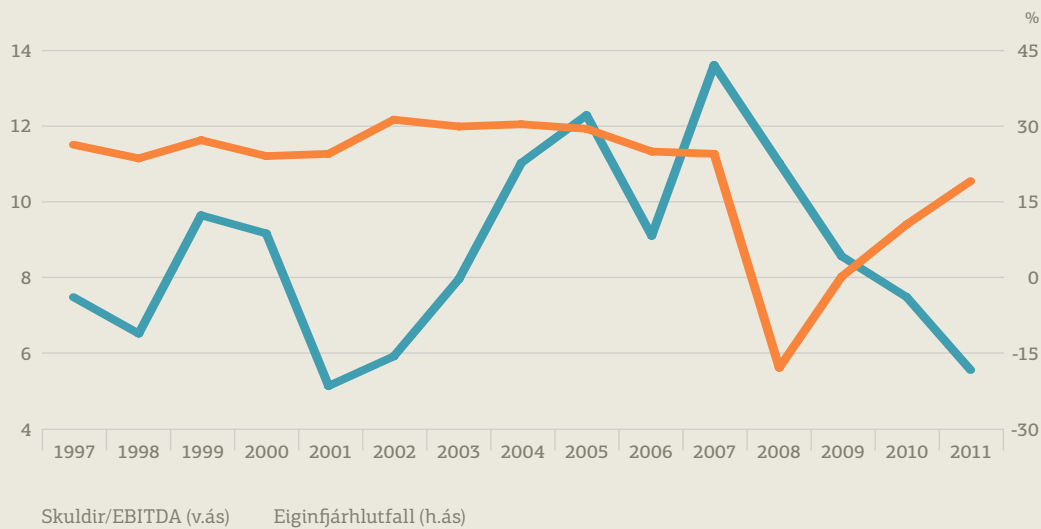
Ekki er gert ráð fyrir álveri í Helgúvík að þessu sinni í spá Hagfræðideildar. Enn ríkir töluverð óvissa um að orkuöflunarmöguleikar HS Orku og OR dugi fyrir álverið auk þess sem forstjóri HS Orku gaf nýverið út að hann teldi að núverandi álverð á heims-

markaði útilokaði arðsamt álver og arðsama virkjun á sama tíma.

Gert er ráð fyrir að kísilverið á Bakka verði að veruleika á spátímabilinu en um er að ræða 28 ma.kr. fjárfestingu. Þó að nokkur jákvæð efnahagsleg áhrif verði af framkvæmdinni munu þau þó ekki verða í neinni líkingu við þær stóriðjuþjárfestingar sem nefndar voru hér að framan. Íslenska ríkið og þýska fyrirtækið PCC hafa undirritað samning vegna byggingar og reksturs versins. Raforkusamningur milli Landsvirkjunar og PCC hefur einnig verið undirritaður. Stefnt er að því að framleiðsla hefjist árið 2016 en framleiðslugetan verður fyrst um sinn 33 þúsund tonn á ársgrundvelli, með möguleika á stækkun upp í 66 þúsund tonn.

Skuldsetning sjávarútvegsins

Heimild: Hagstofa Íslands



Stjórnendur bjartsýnir

Kannanir meðal stjórnenda varðandi almenna atvinnuvegafjárfestingu á næstu misserum eru nokkuð misvísandi. Samkvæmt nýjustu væntingakönnun Gallup meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins hafa væntingar ekki mælst jafn miklar til næstu sex mánaða síðan í september 2004. Mat á núverandi ástandi hefur heldur ekki verið betra síðan í mars 2008. Væntingar stjórnenda og fjárfestingar haldast gjarnan í hendur og því má gera ráð fyrir að stjórnendur séu komnir í stellingar með að hefja fjárfestingar fyrir alvöru. Nýbirt könnun Seðlabankans er ekki fyllilega í takt við væntingakönnunina,

en hún sýnir að stjórnendur fyrirtækja gera ráð fyrir að draga örlítið úr fjárfestingu á þessu ári en auka hana síðan um 4% á næsta ári en slíkt verður að teljast fremur hóflegur vöxtur. Á hinn bóginn er sammerkt með þessum könnunum að þær geta tekið tiltölulega miklum breytingum á stuttum tíma.

Innflutningur flutningatækja tvöfaldast

Innflutningur á flutningatækjum til atvinnurekstrar (án skipa og flugvéla) hefur rúmlega tvöfaldast á síðustu tveimur árum. Gera má ráð fyrir að hluti af þessari aukningu tengist auknum ferðamannafjölda hér á landi. Á föstu gengi hefur þessi

innflutningur farið úr 2,4 ma.kr. árið 2010 í 5,1 ma.kr. árið 2012. Hér er þó rétt að benda á að innflutningurinn árið 2010 var lítil í sögulegu ljósi, en hann nam að meðaltali 22 ma.kr. árin 2005-2008 á hverju ári á gengi ársins 2012.

Innflutningur fjárfestingarvaxa án flutningatækja var á fyrstu níu mánuðum ársins um 12,1% meiri en á sama tíma í fyrra á föstu gengi.

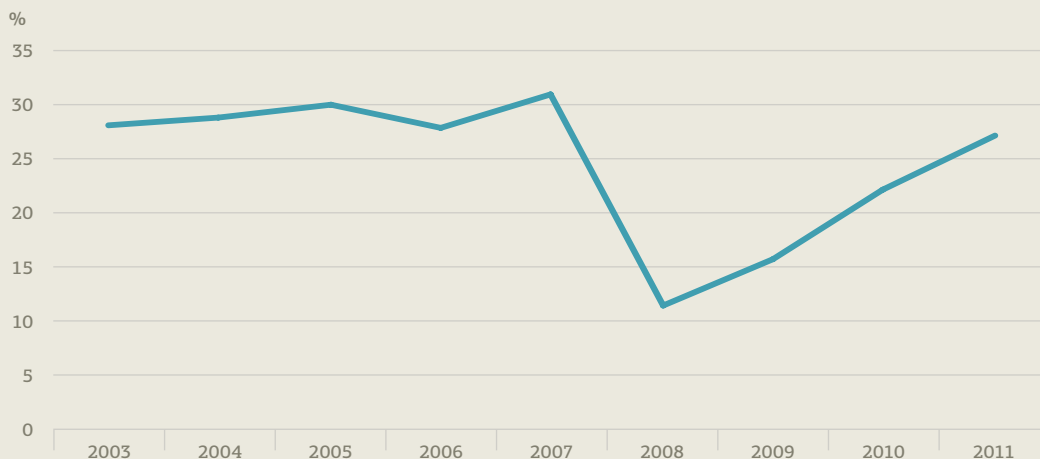
Fjárfesting í sjávarútvegi mun vaxa nokkuð

Gera má ráð fyrir að fjárfesting í íslenskum sjávarútvegi vaxi töluvert á næstu árum og helgast það fyrst og fremst af tvennu. Í fyrsta

lagi er meðalaldur fiskveiðiflotans orðinn fremur hár og því komin umtalsverð fjárfestingarþörf. Í öðru lagi hefur rekstur íslenskra útgerðarfyrirtækja aldrei gengið betur en á síðustu árum. Það skýrist að miklu leyti af gengisfalli krónunnar sem á móti jók skuldir greinarinnar verulega. Mikill rekstrarhagnaður hefur hins vegar gert fyrirtækjunum kleift að greiða hratt niður skuldir sínar og hefur eiginfjárstaða greinarinnar tekið stakkaskiptum frá því í árslok 2008. Eiginfjárstaðan var neikvæð um 18% í árslok 2008 en var orðin jákvæð um 19% í árslok 2011. Meðaleiginfjárlutfall greinarinnar frá 1997 til 2007 var 26,8%. Gera má fastlega ráð fyrir að

Eiginfjárlutfall fyrirtækja

Meðaleiginfjárlutfall atvinnugreinaflokka Hagstofunnar á hverju ári. Fjöldi fyrirtækja á bak við þessar tölur nema á bilinu 25 til 34 þúsund fyrir hvert ár
Heimild: Hagstofa Íslands



eiginfjárstaðan hafi haldið áfram að batna árið 2012 og sé komin nálægt sögulegu meðaltali. Einn mælikvarði á skuldsetningu og getu til fjárfestingar felst í því að bera saman rekstrarhagnað fyrir afskriftir (EBITDA) og langtímaskuldir. Samkvæmt þeim mælikvarða var staðan árið 2011 betri en hún hafði verið frá því á árinu 2002.

Að einhverju leyti hefur fjárfesting í sjávarútvegi á síðustu árum verið minni en fjárfestingargetan hefur gefið tilefni til. Það helgast að hluta til af mikilli og langvinnri óvissu um breytingar á fiskveiðistjórnunarkerfinu í tíð síðustu ríkisstjórnar sem forsvarsmenn sjávarútvegsfyrirtækja voru lengi vel uggrandi yfir.

Efnahagur fyrirtækja kominn á nokkuð gott ról

Einn af áhrifaþáttum á þróun atvinnufjárfestingar er eiginfjárstaða fyrirtækja. Verri eiginfjárstaða fyrirtækja dregur að öðru óbreyttu úr vilja lánastofnana til að lána til slíks reksturs enda meiri áhætta fólgin í því að lána fyrirtæki með betri eiginfjárstöðu. Fyrirtæki með lága eiginfjárstöðu hafa minna veðrymi og eru einnig ólíklegri til að standa skil á öllum lánnum sínum en þau fyrirtæki sem hafa hagstæðari efnahagsreikning. Mikil breyting varð á eiginfjárlutfalli íslenskra fyrirtækja milli ársloka 2007 og 2008 og fór eiginfjárlutfall þeirra, sem hafði verið í kringum

29% á árabílinu 2003 til 2007, niður í 11%. Auknar skuldir samfara gengisfalli krónunnar skýra þetta fall að miklu leyti. Einnig lækkuðu eignir fyrirtækja í verði sem og geta þeirra til að greiða niður lán sín, enda versnaði rekstur verulega vegna minni eftirspurnar í hagkerfinu. Frá árslokum 2008 hefur eiginfjárstaðan styrkst stöðugt og mældist eiginfjárlutfallið um 27% í lok árs 2011.

Með batnandi eiginfjárstöðu hafa skapast stöðugt betri skilyrði fyrir því að atvinnuvegafjárfesting geti farið að komast í eðlilegt horf á ný. Í ljósi þess efnahagsbata sem var á árinu 2012 má gera ráð fyrir að eiginfjárstaða fyrirtækja hafi um síðustu

áramót verið í kringum það hlutfall sem gildi fyrir hrun. Frjór jarðvegur fyrir því að atvinnuvegafjárfesting taki við sér fyrir alvöru á næstu misserum er því til staðar.

Opinber fjárfesting í lágmarki

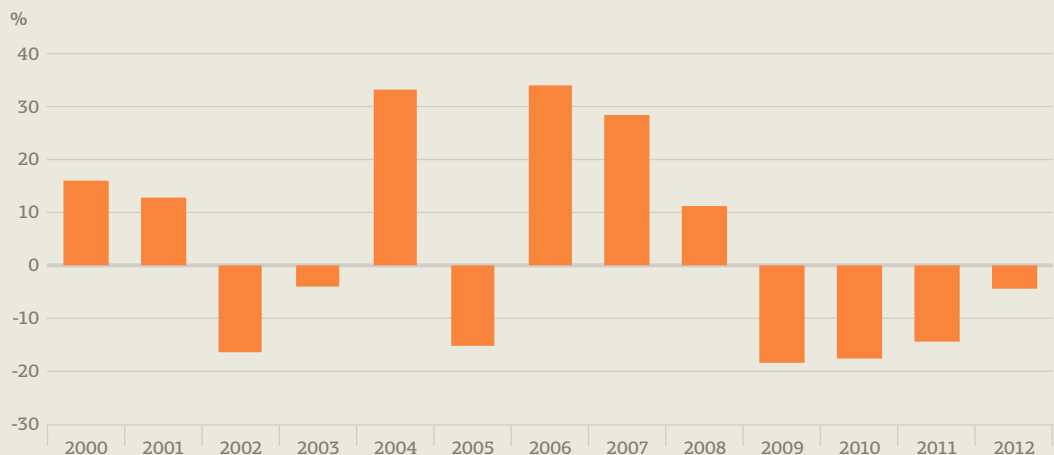
Áralöngu samdráttarskeiði opinberrar fjárfestingar virðist hafa lokið á þessu ári. Opinber fjárfesting er þó enn lítil eftir að hafa verið í algeru lágmarki á síðustu árum. Mælt á föstu verðlagi var opinber fjárfesting á árinu 2012 55% minni en á árinu 2008.

Opinber fjárfesting var einungis 2% af vergri landsframleiðslu í fyrra, en var 3,9% að meðaltali frá 2000-2008.

Eftir að fyrri ríkisstjórn boðaði fjárfestingaráætlun sína á síðasta ári hefur verið gert ráð fyrir aukningu opinberrar fjárfestingar. Stór verkefni eins og bygging nýs Landspítala hafa einnig

Opinber fjárfesting

Breyting milli ára.
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



verið inni í myndinni. Nú hafa stjórnvöld hins vegar slegið áform síðustu ríkisstjórnar nær alveg út af borðinu og bygging spítalans er

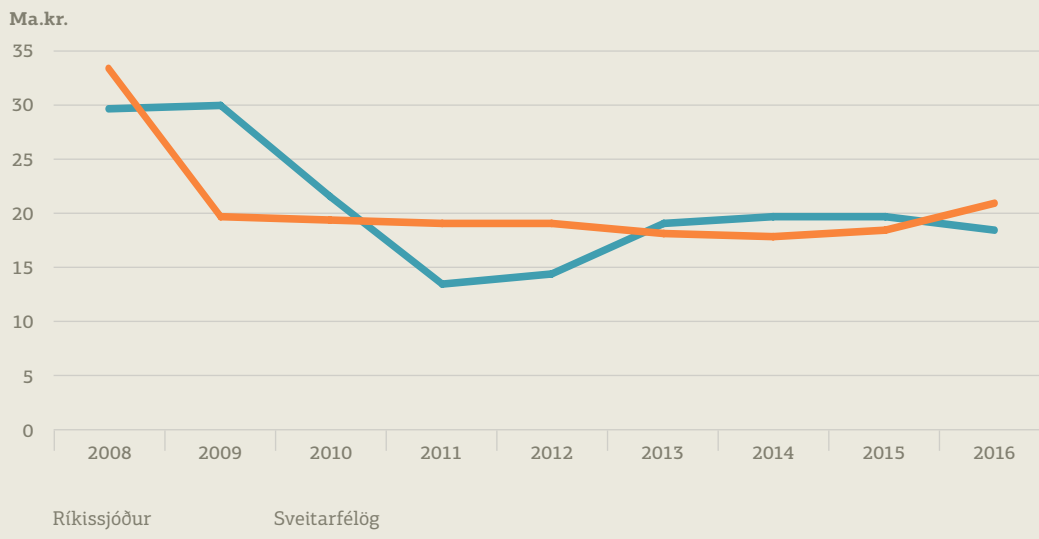
ekki inni í myndinni á næstu árum.

Bæði ríki og sveitarfélög drógu álíka mikið úr

fjárfestingum sínum, þó þróunin hafi verið fyrir á ferðinni hjá sveitarfélögunum. Fjárfesting sveitarfélaganna hefur verið nokkuð stöðug á

Fjárfesting ríkis og sveitarfélaga

Tölur eftir 2012 er spá Seðlabankans.
Heimild: Seðlabanki Íslands



tímabilinu en aukist lítillega hjá ríkinu.

Eins og áður segir er bygg-

ing nýs Landspítala ekki inni í myndinni á næstunni þannig að Vaðlaheiðargöng eru eina stóra verkefnið sem

opinberir aðilar fást við nú um stundir. Það verkefni er flokkað sem opinber framkvæmd vegna ábyrgðar

ríkisins. Áætlað er að fjárfesting vegna Vaðlaheiðarganga nemi um 14 ma. kr. og að meginþungi verksins falli til á árunum 2014 og 2015.

Sé horft til stöðu opinberra fjármála er ekki að vænta mikillar aukningar á næstu árum. Sveitarfélögin eru smám saman að rétta stöðu sína eftir hrunið og staða ríkisfjármálanna er mjög óviss.

Við gerum ráð fyrir því að opinber fjárfesting aukist um 5% á árinu 2014 og 3% á árunum 2015 og 2016. Verður heildarfjárfesting hins opinbera þá um 2% af landsframleiðslu við lok spátímabilsins.

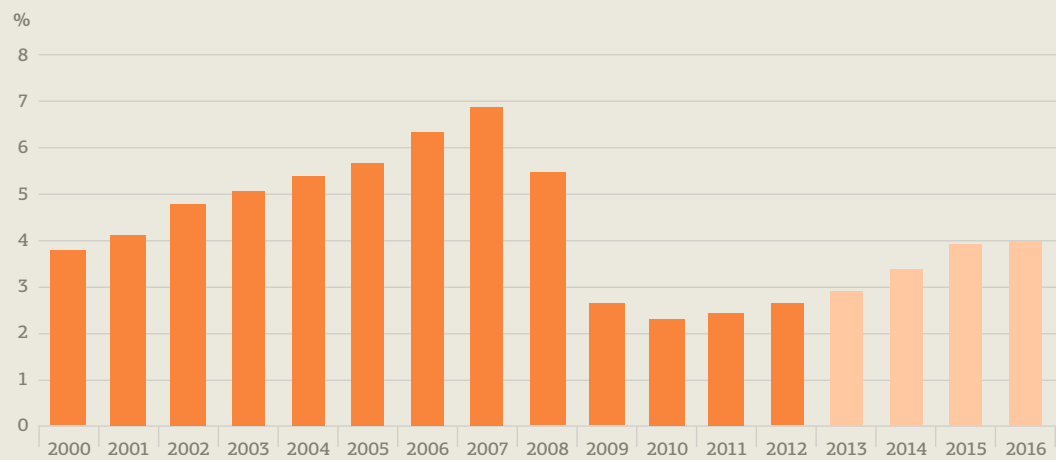
Íbúðafjárfesting enn í lægð

Fjárfesting í íbúðarhúsnæði var mikil á árunum fyrir hrun og fór upp í tæplega 7% af landsframleiðslu á árinu 2007. Íbúðafjárfestingin lækkaði svo verulega að raungildi á árunum 2008-2010 og fór þá niður í 2,3% af landsframleiðslu. Þróunin síðan þá hefur verið eilítið upp á við. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði jókst um 5,4% á árinu 2011 og 6,9% á árinu 2012 og var þá um 2,6% af landsframleiðslu.

Spár um íbúðafjárfestingu eru vandasamar og oft hafa þær á síðustu árum reynst of bjartsýnar. T.d. spáði Seðlabankinn 30% aukningu í ágúst á þessu ári en lækkaði spána í 20% í nóvember. Húsnæðis- og byggingamarkaðurinn varð einna verst úti í fjármálakreppunni og er enn nokkuð í land með að eðlilegt ástand skapist. Kaupgeta stórra hópa, einkum yngra fólks, er lítil og margar fjölskyldur hafa verið í læstri stöðu vegna ýmissa afleiðinga kreppunnar, t.d. vegna neikvæðrar eiginfjárstöðu. Ýmsar breytingar eru þó merkjanlegar á markaðnum, t.d. aukinn áhugi fjárfesta á íbúðarhúsnæði, m.a. til útleigu. Leigumarkaður stækkaði töluvert strax í kjölfar kreppunnar, en virðist

Íbúðafjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu

Tölur eftir 2012 eru spá Hagfræðideildar.
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans.



ekki hafa vaxið að neinu ráði eftir það.

Íbúðafjárfesting á árinu 2012 nam um 45 ma.kr. Ætla má að viðhald nemi a.m.k. 40% þeirrar upphæðar. Fjárfesting í nýbyggingum svarar því, lauslega reiknað, til byggingarkostnaðar um það bil 600 120 m² íbúða. Mikið er talað um byggingarverkefni í undirbúningi, en svo virðist sem nokkur tregða ríki við að koma mörgum þeirra af stað. Þá er því oft haldið fram að mikil þörf sé á smærri íbúðum, en svo virðist sem byggingarfyrirtæki sjái sér almennt ekki hag í að byggja íbúðir af því tagi. Í því sambandi hefur bæði verið bent á hátt lóða-

verð og litla kaupgetu yngri kaupenda sem skýringu á litlum áhuga.

Eins og oft áður eru upplýsingar um íbúðafjárfestingu misvísandi. Oft er vísað til söluaukningar í byggingarverkefni en nánari athugun leiðir í ljós að að ólíklegt sé að aukning á íbúðafjárfestingu verði jafn mikil á þessu ári og spáð hefur verið. Við reiknum þó með því að íbúðafjárfesting aukist um 10% á árinu 2013, um 15% á árunum 2014 og 2015 og 10% á árinu 2016. Vitað er að fjöldi verkefna er í undirbúningi og þorri þeirra mun eflaust fara af stað á næstu misserum. Þróun íbúðafjárfestingar verður þó háð

ýmsum öðrum þáttum eins og möguleikum á fjármögnun og kostnaði við hana. Hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu verður því 4,4% á árinu 2016 sem er nokkuð undir meðaltali síðustu 30 ára.

Þróun fasteignaverðs

Fasteignaverð á Íslandi hækkaði mikið á milli árána 2004 og 2008, m.a. vegna innkomu bankanna á fasteignalánamarkað. Við hrun fjármálakerfisins lækkaði nafnverð fasteigna um 12,5% frá miðju ári 2008 til loka 2009.

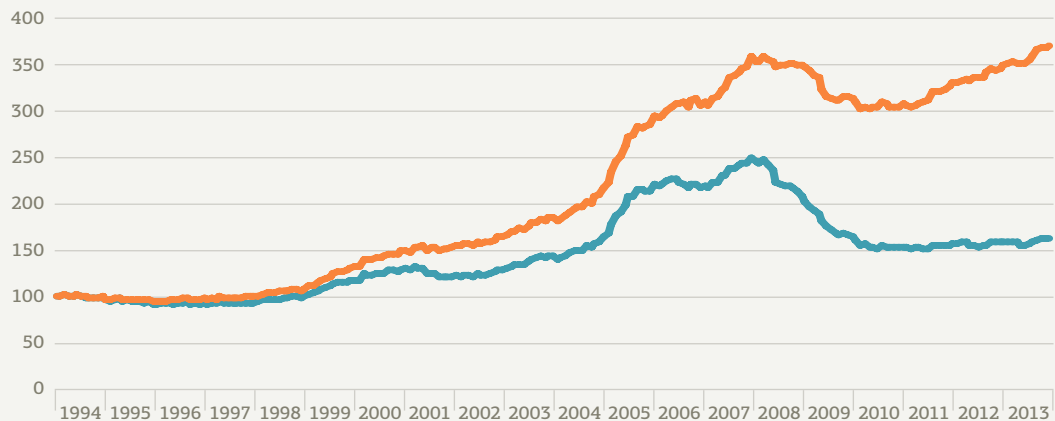
Frá þeim tíma hefur verð fasteigna hækkað töluvert eða um 24,5% fram til október 2013. Vegna mikillar verðbólgu á Íslandi gefur betri mynd að skoða raunverð fasteigna. Það féll um 39% frá því að það náði hámarki í október 2007 og náði botni í apríl 2010. Síðan þá hefur raunverð fasteigna hækkað hægt og er nú um 9,4% hærra en það var í apríl 2010.

Í þjóðhagsspa Hagfræðideildar haustið 2011 voru settar fram vangaveltur um væntanlega þróun fasteignaverðs. Litið var til nágrennaþjóða okkar sem gengið höfðu í gegnum fjármálakreppu í kringum 1990, Svíþjóðar og Finnlands, og þróun húsnæðisverðs í höfuðborgum landanna skoðað. Til þess að gefa mynd af ástandinu á húsnæðismarkaði var hápunktur raunverðs húsnæðis á höfuðborgar-

Nafn- og raunverð íbúða á höfuðborgarsvæðinu

Heimild: Þjóðskrá, Hagstofa Íslands

Vísitala: 1994 = 100



Raunverð Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu

svæðinu hér færður til jafns við hápunkt húsnæðisverðs í Stokkhólmi og Helsinki. Þróun húsnæðisverðs á höfuðborgarsvæðinu fylgir enn sem komið er þeirri þróun sem átti sér stað í Stokkhólmi en þar var raunverð nokkuð stöðugt í 4 ár eftir að hafa náð lág-

marki. Raunverð hefur nú verið nokkuð stöðugt í rúm 4 ár á Íslandi þegar þetta er skrifað. Það tók níu ár áður en raunverð í Svíþjóð náði fyrra hágildi sínu, sama þróun tók 15 ár í Finnlandi.

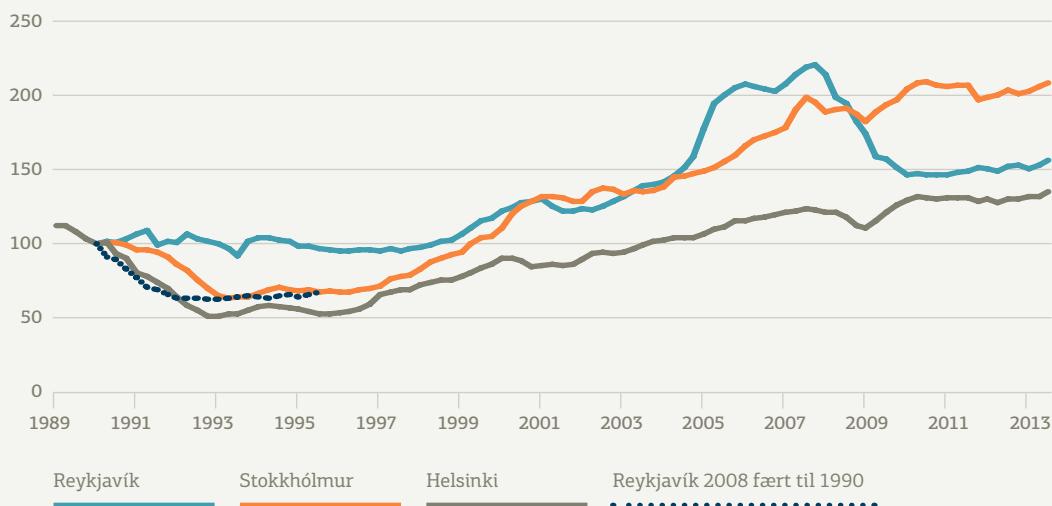
Spá Hagfræðideildar um húsnæðisverð frá 2011 gekk

eftir í stórum dráttum. Nú í lok árs 2013 hefur þróunin verið keimlík þeirri sem átti sér stað á Norðurlöndunum eftir 1990. Hins vegar er ekki búist við því að fasteignaverð hækki jafn hratt og gerðist í samanburðarlöndunum. Húsnæðisverð hækkaði hratt þar upp úr

Raunverð íbúða -Reykjavík, Stokkhólmur og Helsinki

Heimild: Þjóðskrá, Hagstofa Íslands, Statistics Finland, Statistics Sweden, Hagfræðideild Landsbankans

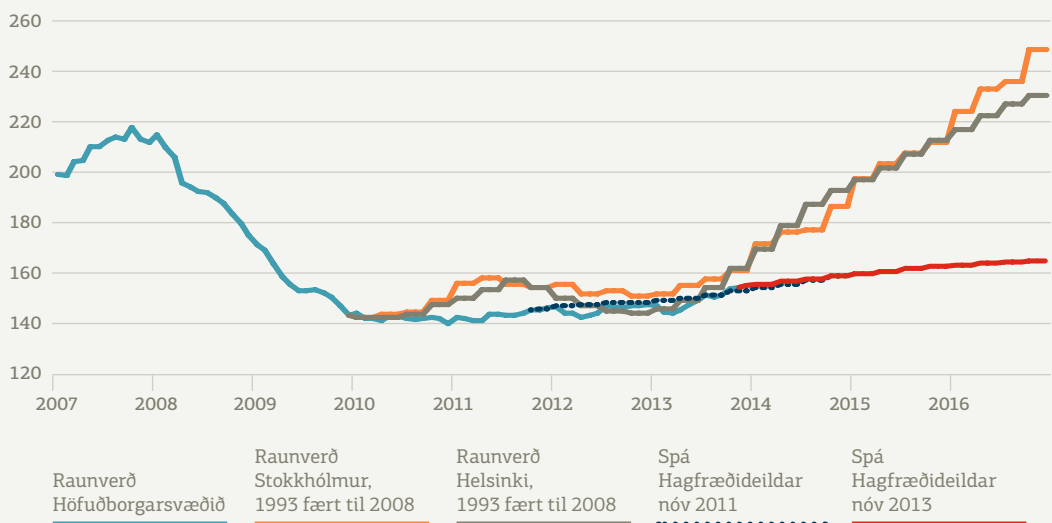
Vísitala: 1990 = 100



Raunverð íbúða -Þróun frá lögstu gildum eftir kreppu og spá

Heimild: Þjóðskrá, Hagstofa Íslands, Statistics Finland, Statistics Sweden, Hagfræðideild Landsbankans

Vísitala: 1994 = 100



miðju ári 1997, á svipuðum tíma og netbólan bólgnði út. Sú þróun hefur eflaust haft mikil áhrif á húsnæðisverðið.

Ef litið er á þróunina í Helsinki og Stokkhólmi frá því verð var lægst, ætti íbúðaverð hér á landi að

byrja að hækka fljótlega verði þróunin með sama hætti og þar var. Ef litið er til þess þegar verð var hæst, má reikna með lítt breyttu raunverði í 1½ ár til viðbótar. Auðvitað er þó ekki hægt að setja samasemmerki á milli þessara landa, kreppurnar eru ólíkar og aðstæður

að öðru leyti ekki að fullu sambærilegar.

Til þess að veruleg hækkun verði á fasteignaverði þurfa að koma til utanaðkomandi hvatar. Til dæmis þurfa þeir sem kaupa í fyrsta sinn að eiga kost á auðveldari lánsfjármögnun, óvenju mikil

kaupmáttaraukning þarf að verða á spátímanum eða skortur á húsnæði. Þá myndi aukning á nýbyggðu sölunæmlegu húsnæði verða til að draga verð á notuðu húsnæði upp á við. Á komandi misserum má því búast við að kaupmáttaraukning ráði mestu um raunhækkun húsnæðisverðs.

Samkvæmt spánni mun húsnæðisverð vera að meðaltali um 5,2% hærra árið 2014 en 2013. Á árinu 2015 er búist við áframaldandi hægri raunverðs aukningu og er gert ráð fyrir 2,5% hækkun milli ársmeðaltala það ár. Árið 2016 er búist við því að aftur dragi úr hagvexti og einnig að þá hægi á hækkun húsnæðisverðs, árhækkunin verði það ár 1,8%. Raunverð húsnæðisverður þá orðið 16,7% hærra en það var lægst í apríl 2010. Heildar raunverðshækkunin á spátímabilinu frá lokum 2013 verður um 9%.

5. Óverulegt framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar á næstu árum

Gert er ráð fyrir ríflega 4% vexti útflutnings á þessu ári og markast hann að verulegu leyti af vexti í þjónustuútflutningi sem aftur má rekja til mikils vaxtar í ferðaþjónustu.

Á næstu árum er gert ráð fyrir því að draga muni úr vexti útflutnings. Hann verður 2,9% á næsta ári en á bilinu 1,8 til 2,1% árin 2015 og 2016 og að mestu leyti borinn uppi af áframhaldandi vexti íslenskrar ferðaþjónustu.

Útlit er fyrir að innflutningur dragist saman á þessu ári. Það helgast einna helst af miklum innflutningi skipa og flugvéla í fyrra. Á næsta ári er gert ráð fyrir 1,2% vexti innflutnings en árið 2015 verður vöxturinn nokkuð meiri eða 3,6%. Vöxt innflutnings árána 2014 til 2016 má skýra að langmestu leyti með vexti í almennum þjónustu- og vöruinnflutningi. Áhrif kísilverisins á Bakka verða til þess að auka vöxt innflutnings árið 2015 en draga úr vextinum árið eftir.

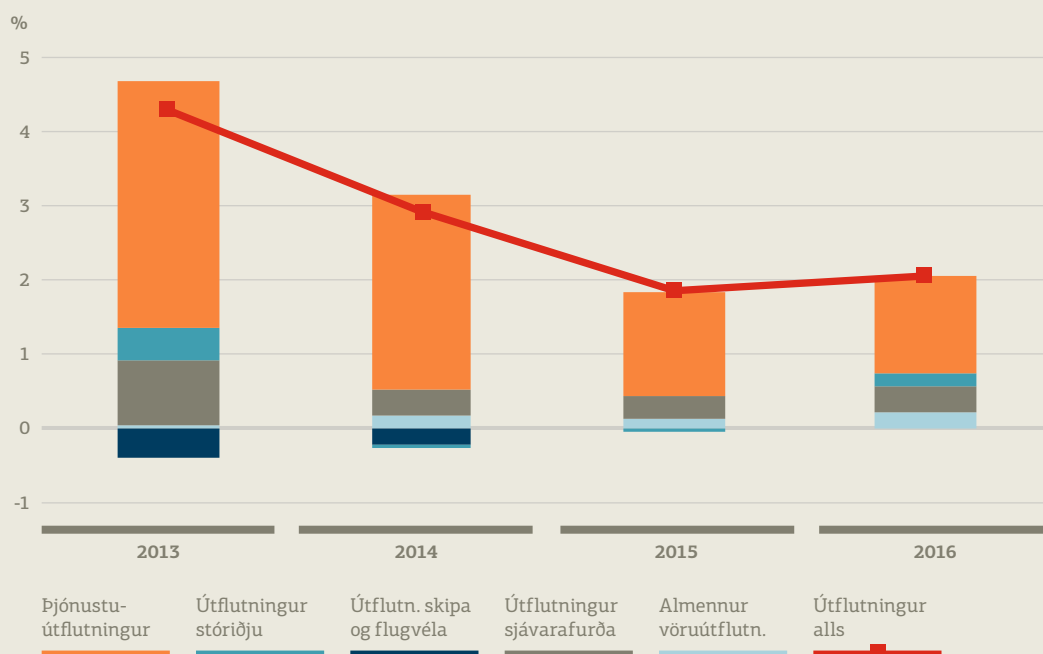
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður í heild fremur lítið á spátímabilinu. Yfirstandandi ár er þó undantekning þar sem framlag

utanríkisviðskipta skýrir verulega stóran hluta þess hagvaxtar sem spáð er. Á næsta ári munu utanríkisviðskiptin skýra tæpan þriðjung

af 2,9% hagvexti. Samanlagt framlag utanríkisviðskipta árin 2015 og 2016 verður hins vegar neikvætt en áhrifin verða þó lítil.

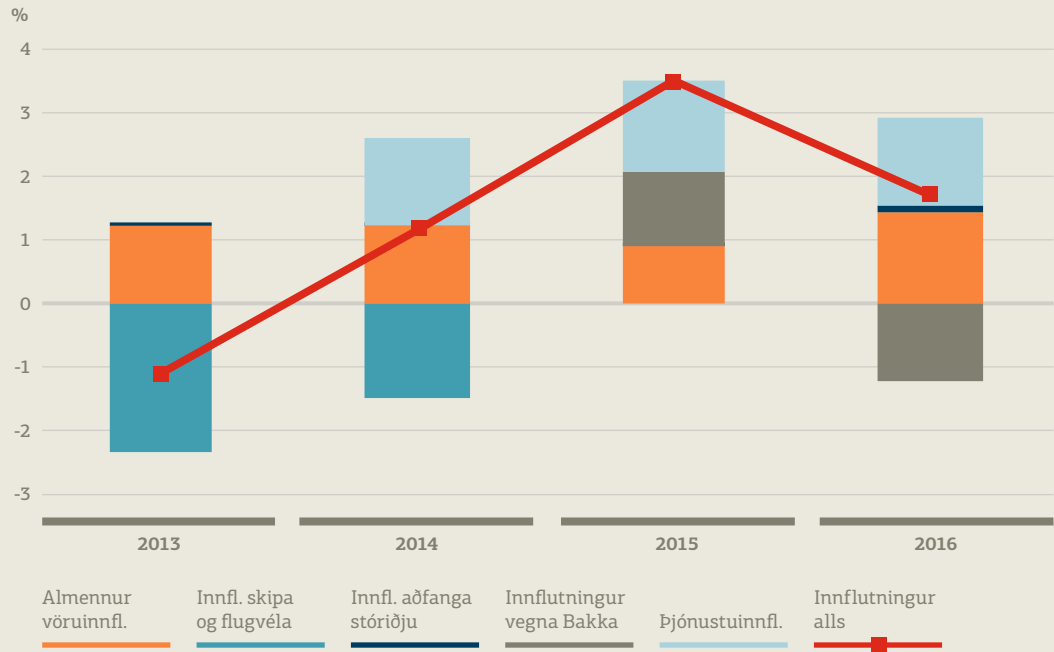
Vöxtur útflutnings og framlag undirlíða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans



Vöxtur innflutnings og framlag undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans



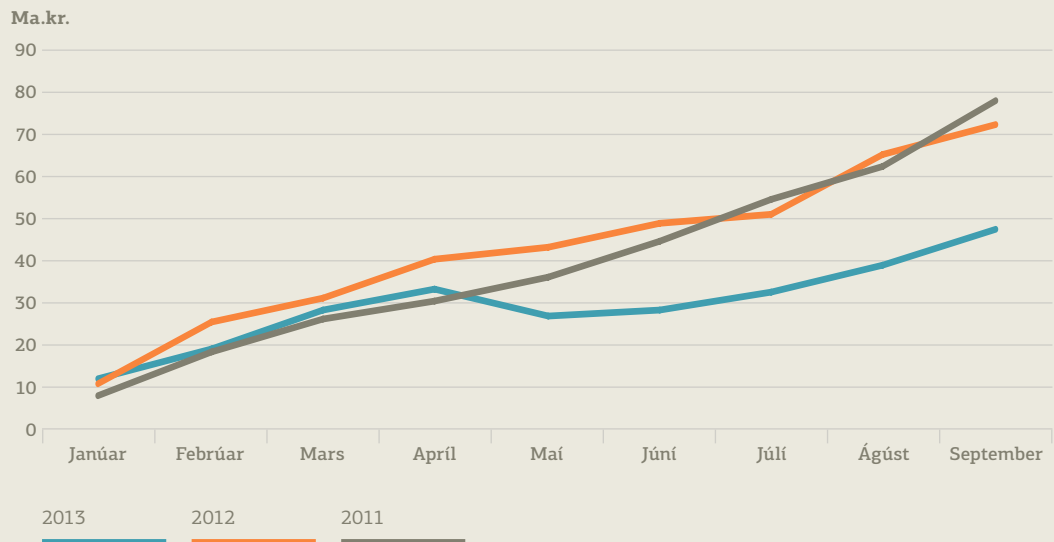
Vöruskiptaafgangur gefur eftir

Undirliggjandi vöruskiptaafgangur (þ.e. án skipa og flugvéla) hefur haldið áfram að dragast saman á þessu ári. Á fyrstu níu mánuðum ársins nam afgangur af undirliggjandi vöruskiptum 47,5 ma.kr. en í fyrra var hann 72,1 ma.kr. Samsvarandi upphæð fyrir árin 2010 og 2011 er 84,6 ma.kr. og 78,3 ma.kr. Þessi þróun er nokkurt áhyggjuefni þar sem minni afgangur þrýstir á gengi krónunnar til lækkunar.

Minni undirliggjandi vöruskiptaafgangur á fyrstu níu mánuðum þessa árs samanborið við sama tímabil í fyrra skýrist bæði af minni útflutningi og meiri innflutningi en í fyrra. Hið síðarnefnda vegur þó ögn

Uppsafnaður undirliggjandi vöruskiptaafgangur

Undirliggjandi vöruskiptaafgangur er hér skilgreindur sem vöruskiptaafgangur án inn- og útflutnings skipa og flugvéla
Heimild: Hagstofa Íslands



þyngra. Útflutningur dróst saman um 11 ma.kr. en það skýrist að miklu leyti af minni útflutningi iðnaðarvара. Þó ber þess að geta að verðmæti álútflutnings, sem þarna fellur undir, minnkaði

einungis um 2,6 ma.kr. milli ára. Sú lækkun skýrir fremur lítinn hluta af samdrætti í útflutningi iðnaðarvара. Innflutningur jókst um 13,6 ma.kr., þar ræður mestu innflutningur fjárfestingarvара

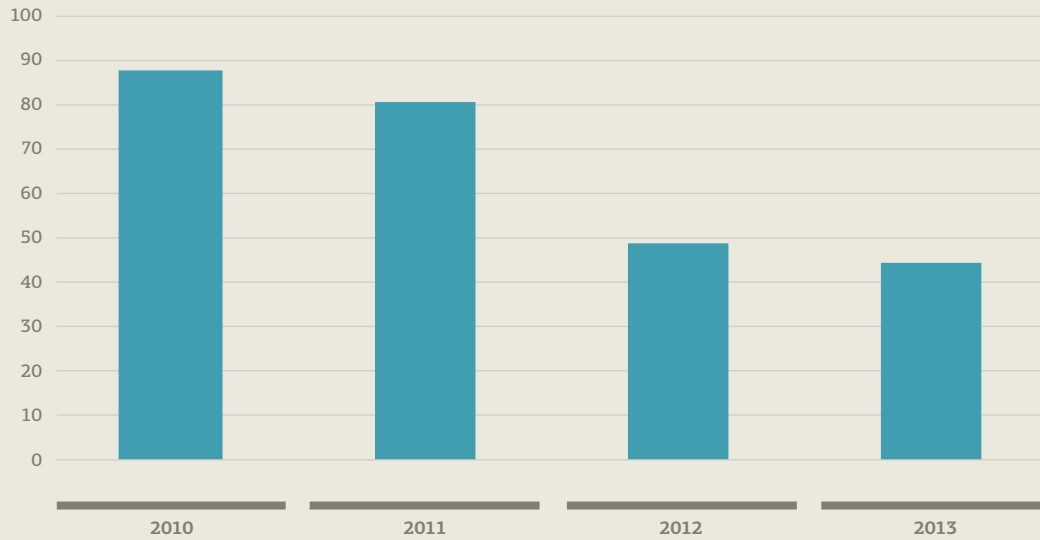
án flutningatækja en sá liður hækkaði um 10 ma.kr. milli ára.

Mikill innflutningur var á skipum og flugvélum í fyrra og lækkaði verðmæti hans

Vöruskiptaafgangur

Vöruskiptaafgangur fyrstu níu mánuði hvers árs.
Heimild: Hagstofa Íslands

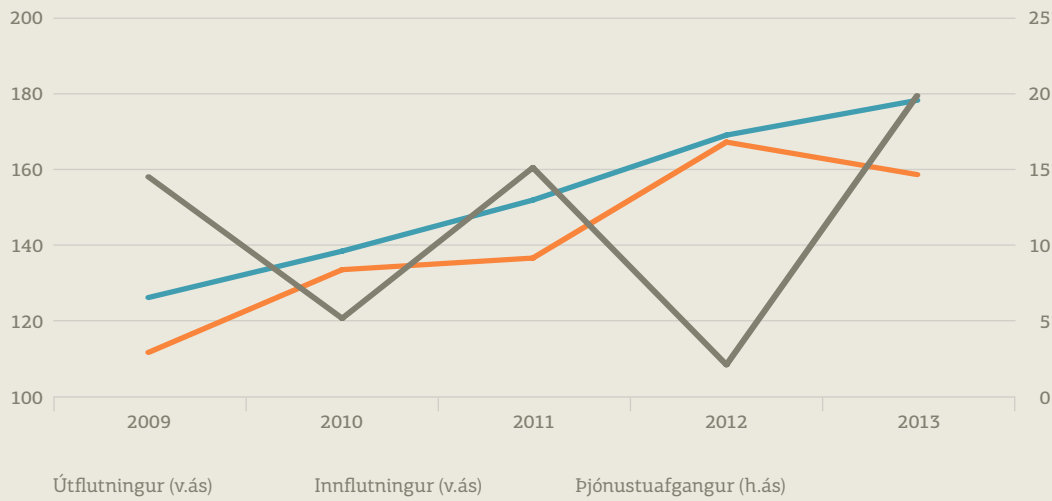
Ma.kr.



Útanríkisviðskipti með þjónustu

Fyrri helmingur hvers árs.
Heimild: Hagstofa Íslands

Ma.kr.



Metafgangur af þjónustuviðskiptum á fyrri árshelmingi

Þjónustuafgangurinn hefur, öfugt við vöruskiptaafganginn, aukist töluvert milli ára og hefur aldrei mælst jafn mikill eins og á fyrstu tveimur fjórðungum ársins. Afgangurinn nam tæpum 20 ma.kr. til samanburðar við 2 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Meiri afgangur skýrist að miklu leyti af vexti ferðaþjónustunnar milli ára en vöxtur í útflutningi ferðalaga jókst um 7,6 ma.kr. Útflutningur samgangna sem innihalda m.a. farþegaflutninga með flugi, sem aftur tilheyrir ferðaþjónustu, jókst um 4,4 ma.kr. milli ára. Minni innflutningur hafði einnig áhrif til meiri afgangis en í fyrra en innflutningur á annarri þjónustu en ferðalögum og

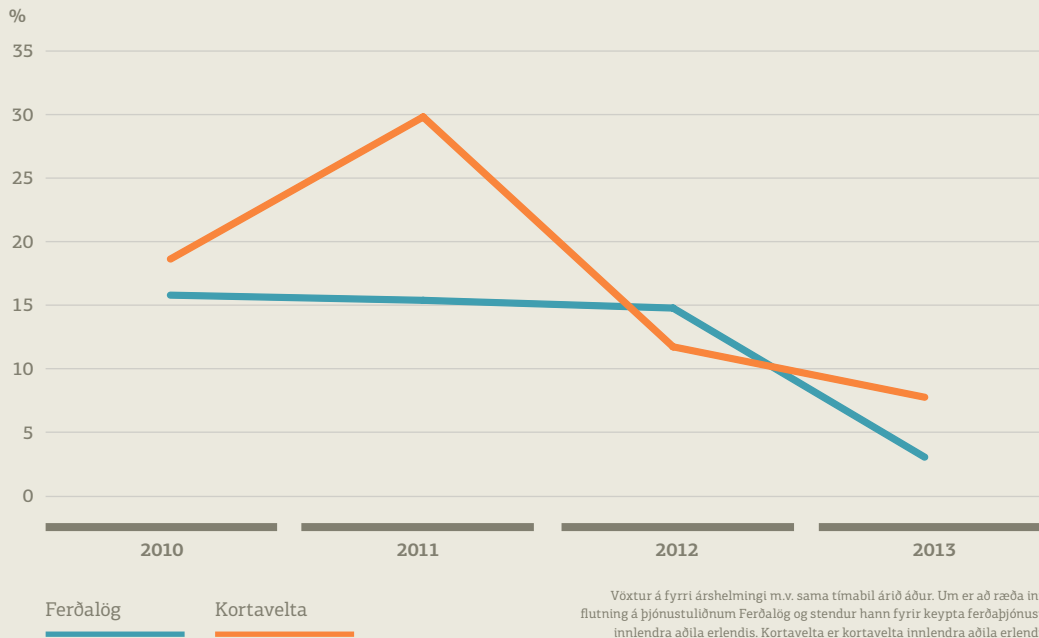
úr 29,5 ma.kr. í fyrra í 4,4 ma.kr. á þessu ári m.v. fyrstu níu mánuði ársins. Töluvert minni breytingar urðu á útflutningi skipa og flugvéla á sama tíma en útflutningurinn nam 6,3 ma.kr. á þessu

ári til samanburðar við 1,6 ma.kr. á sama tímabili í fyrra. Heildarvöruskiptaafgangurinn á fyrstu níu mánuðum ársins nam því 44,7 ma.kr. til samanburðar við 48,9 ma.kr. á sama tímabili

í fyrra. Þessar tölur eru þó báðar mun lægri en fyrir árin 2010 og 2011 en þá lágu þær á bilinu 81 til 88 ma.kr.

Vöxtur ferðalaga og erlend kortavelta

Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands



samgöngum dróst saman um 7,2 ma.kr.

Mikill vöxtur þjónustu-útflutnings skýrist nær eingöngu af vexti ferðaþjónustu

Vöxtur þjónustuútflutnings hefur verið töluverður á síðustu árum en á föstu gengi hefur vöxturinn numið samtals 30% frá 2009 til 2012. Í upphæðum talið á gengi ársins 2012 hefur útflutningurinn aukist um 87 ma.kr. Nær allan þann vöxt eða 98% má skýra annars vegar með vexti á liðnum „ferðþjónustu“ og hins vegar liðnum „farþegaflutningar með flugi“ sem er liður sem má flokka undir ferðaþjónustu í viðum skilningi. Nánar er fjallað um vöxt íslenskrar ferðþjónustu í rammagrein.

Almennur innflutningur er enn minni en fyrir hrun

Verulega dró úr almennum innflutningi í kjölfar gengisfallsins 2008. Innflutningur ýmissa vöruflokka, mælt á föstu gengi, hefur enn ekki náð því stigi sem hann var fyrir hrun. Heildarinnflutningur án skipa og flugvéla var á síðasta ári fjórðungi lægri en árið 2007. Þó að innflutningur matvara sé kominn á það stig sem tíðkaðist fyrir hrun er innflutningur varanlegra, hálfvaranlegra og óvaranlegra neysluvara í öllum tilfellum nokkuð lægri en árið 2007. Hann hefur þó farið vaxandi á síðustu árum. Innflutningur fólksbíla hefur aukist töluvert en er enn helmingi minni en var á árunum 2005-2007.

Innflutningur þjónustu vaxið töluvert

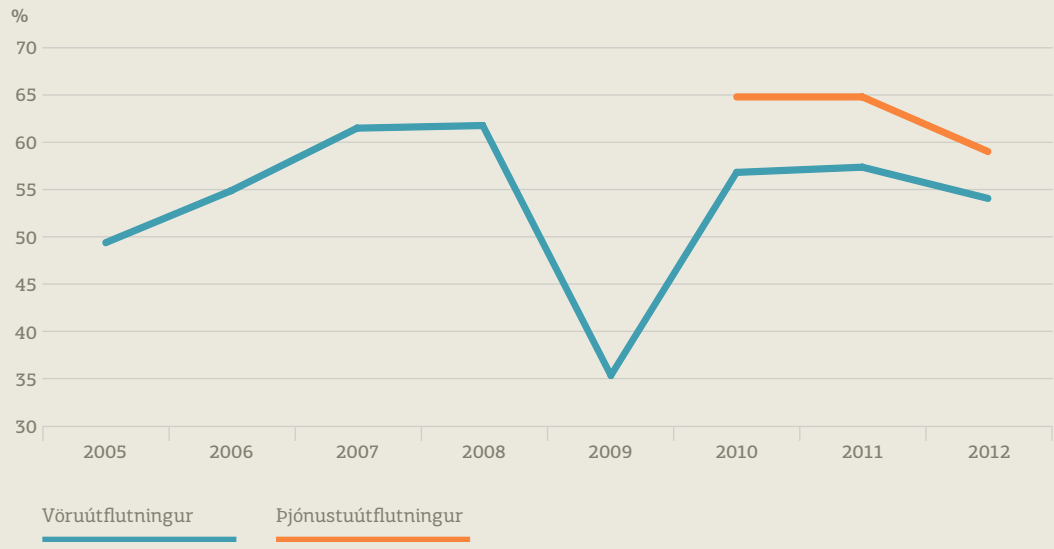
Innflutningur þjónustu hefur vaxið um tæp 40% milli árana 2009 og 2012. Þeir undirliðir sem mest hafa lagt til vaxtarins eru ferðþjónusta, samgöngur og önnur viðskiptaþjónusta, en undir hana falla t.d. rekstrarleiga og ýmis viðskipta- og tækniþjónusta, s.s. lögfræði- og endurskoðunarþjónusta annars vegar og viðskipta- og stjórnunarráðgjöf og almannatengsl hins vegar.

Vöxtur í innflutningi þjónustu milli ára hefur í heild aukist jafnt og þétt á síðustu árum. Innflutningur á þjónustu jókst um 16% milli árana 2011 og 2012 til samanburðar við 12% milli árana 2010 og 2011. Þróunin á fyrri helmingi ársins virðist hins vegar

benda sterklega til þess að hægja kunni á vextinum á næstu misserum, en innflutningur á þjónustu dróst saman um 5% á fyrri hluta ársins. Til samanburðar jókst hann um 22% á fyrri hluta árs 2012 miðað við sama tímabil árið áður. Verðmæti liðarins „ferðalög“ jókst um 3% á fyrri ársþingum borið saman við sama tímabil í fyrra. Þessi vöxtur hefur legið á bilinu 14,7 til 15,9% síðustu 3 ár þar á undan. Kortavelta Íslendinga erlendis sýnir svipaða þróun, en hægt hefur nokkuð á vexti hennar á síðustu misserum. Heilt yfir má gera ráð fyrir að vöxtur innflutnings verði viðvarandi á næstu árum en um leið að hann verði ívið minni en verið hefur.

Vöxtur útflutnings

Sýnir hlutfall þeirra vöru/þjónustuflokka sem vaxa milli samliggjandi ára. Tölur Hagstofunnar fyrir þjónustu ná aftur til ársins 2009 og því er fyrsta árið breyting milli 2009 og 2010. Heimild: Hagstofa Íslands



Bætt samkeppnisstaða hefur haft verulega takmörkuð áhrif á almennan vöruútflutning ...

Almennur vöruútflutningur frá landinu hefur enn ekki tekið við sér að neinu ráði þrátt fyrir að 5 ár séu liðin frá hruni. Með gengisfallinu breyttist samkeppnisstaða íslensks útflutningsverulega til hins betra og því mátti búast við að almennur útflutningur myndi vaxa nokkuð. Sé samkeppnishæfnin sett á mælikvarða raungengis sést að það var á árabílinu 2009-2012 að meðaltali rúmlega fjórðungi lægra en á árabílinu 2005-2008. Svo mikil breyting á raungengi hefði að öðru óbreyttu átt að leiða til vaxtar í almennum útflutning en reyndin er önnur.

Fyrir utan einstaka vöru-flokka, ál, sjávarafurðir og ferðaþjónustu er ekki að sjá að bætt samkeppnisstaða hafi haft nein teljandi áhrif á almennan útflutning frá landinu. Nákvæmasta flokkun Hagstofunnar á þeim vörum sem fluttar eru út frá landinu er svokölluð STIC-flokkun, samtals 247 flokkar. Á föstu gengi var útflutningur í 55% þessara flokka meiri árið 2012 en árið 2007. Í tæplega helmingi flokkanna var útflutningur því minni og verður það að teljast nokkuð hátt hlutfall í ljósi þess hve samkeppnisstaðan batnaði mikið. Sé lítið til magns í tonnum hefur staðan versnað verulega á fyrrnefndu árabíli. Þannig jókst útflutningur í tonnum talið í einungis 18% vöru-flokka en dróst saman í 82% flokka.

... en mikil áhrif á þjónustuútflutning

Þróun í almennum þjónustuútflutningi virðist hins vegar hafa verið með öðrum og jákvæðari hætti en í almennum vöruútflutningi. Í 69% af þjónustuflokkum var útflutningur meiri árið 2012 en árið 2009 en tölur Hagstofunnar ná ekki lengra aftur en til ársins 2009.

Mörg útflutningsfyrirtæki hugsanlega of smá

Skýringar á því hvers vegna útflutningur hefur almennt ekki tekið við sér blasa ekki beinlínis við. Margir vöru-flokkar sem fluttir eru út eru smáir í sniðum og breytingar milli ára að því er virðist tilviljanakenndar. Þannig sveiflast útflutningur á mörgum vöru-flokkum oft

töluvert milli ára án þess að sýna sérstaka leitni til vaxtar eða samdráttar yfir tíma.

Smæðin setur uppganginum töluverðar skorður og kann að skýra hvers vegna annar útflutningur frá landinu en álframleiðsla, sjávarafurðir og ferðaþjónusta hefur vaxið jafn lítið og raun ber vitni. Smæðin hefur þau áhrif að erfiðara er að stofna til langtíma viðskiptasambanda við stóra aðila þar sem slíkir aðilar þurfa oft meira magn en smá fyrirtæki geta framleitt. Eins dregur smæðin úr slagkrafti í sókn á erlenda markaði og erfiðara og hlutfallslega dýrara er fyrir smærri fyrirtæki en stærri að koma sér á framfæri erlendis. Skortur á stærðarhagkvæmni dregur einnig úr möguleikum til þróunar og fjárfestinga og erfiðara

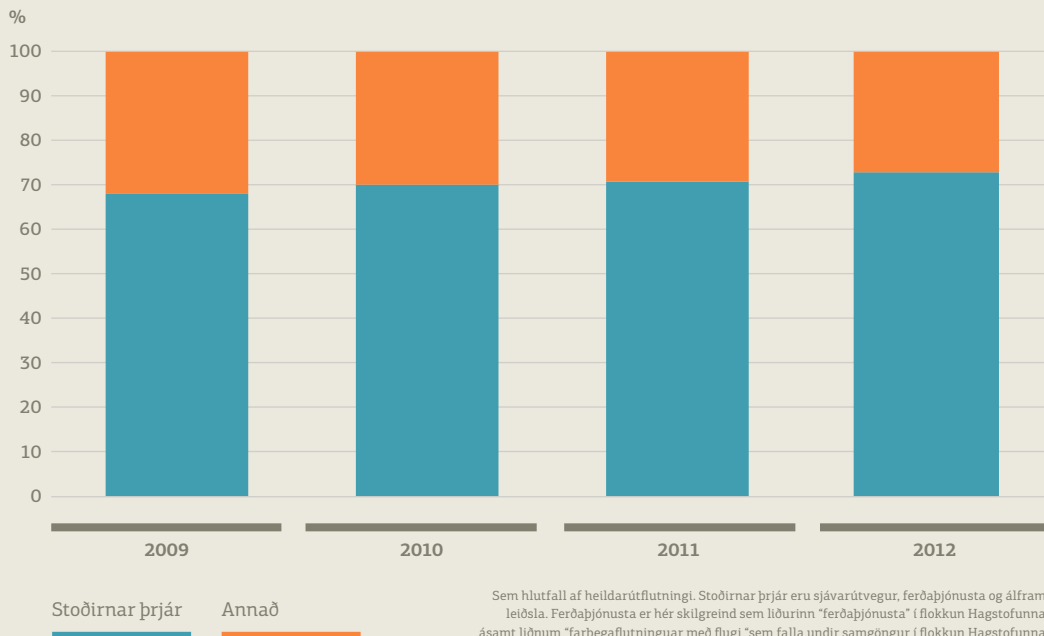
verður fyrir fyrirtæki að sérhæfa sig. Minni sérhæfing leiðir síðan til framleiðslu einsleitari vöru á hörðum samkeppnismarkaði. Framleiðsla á einsleitri vöru skilar því oft lægri arðsemi og hún er viðkvæmari fyrir áföllum en sérhæfðari rekstur.

Íslenskur útflutningur verður áfram fábrotinn

Íslenskur útflutningur er fábrotinn samanborið við mörg önnur lönd. Meginútflutningsafurðir landsins eru einungis þrjár; álframleiðsla, sjávarafurðir og ferðaþjónusta. Á síðustu árum hefur vægi þeirra vaxið fremur en minnkað. Telja má líklegt að með áframhaldandi vexti íslenskrar ferðaþjónustu muni samanlagt vægi þeirra vaxa fremur en minnka á næstu árum. Ljóst er að ruðningsáhrif þessara þriggja greina

Útflutningur og stoðirnar þrjár

Heimild: Hagstofa Íslands



eru mikil og það á sinn þátt í fábreytni íslensks útflutnings. Fábreytni útflutnings er sammerkt mörgum auðlindaríkum þjóðum því vaxtarmöguleikar annarra

greina en þeirra sem tengjast auðlindinni verða oft takmarkaðir við þær aðstæður. Þessu til viðbótar hefur fámennið og smæðin þau áhrif að stærðarhagkvæmni

er af skorum skammti sem dregur úr möguleikum til vaxtar.

Þjóðhagslegt mikilvægi ferðaþjónustunnar mun aukast verulega á næstu árum

Vöxtur íslenskrar ferðaþjónustu hefur verið mikill á síðustu árum og samfara því hefur þjóðhagslegt mikilvægi greinarinnar aukist hratt. Ferðaþjónustan stóð lengi vel í skugganum af megin-útflutningsstoðunum tveimur, áli og sjávarútvegi.

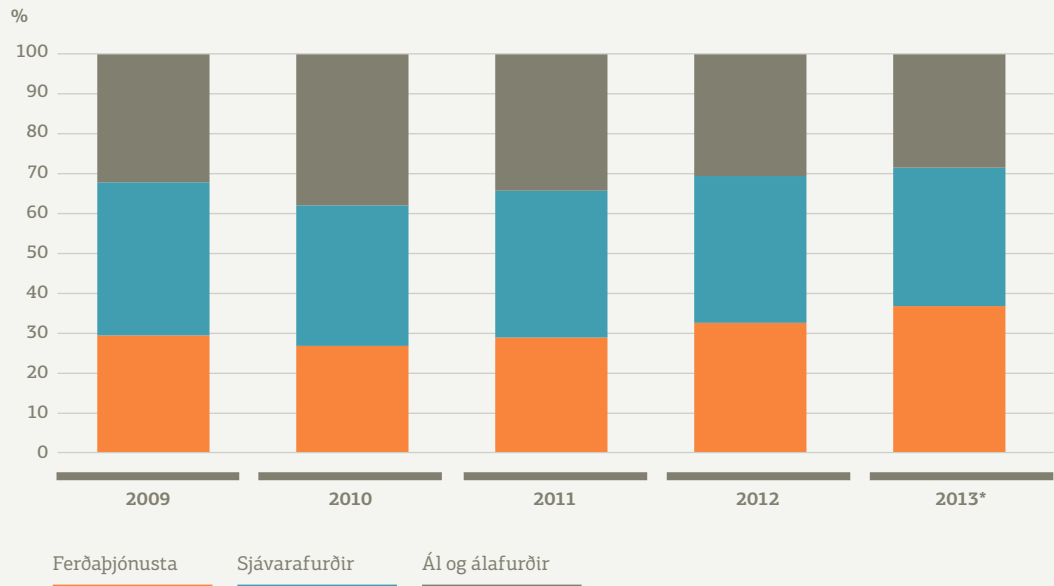
Sú staða hefur breyst og í dag má segja að ferðaþjónustan standi a.m.k. jafnfætis hinum tveimur. Þjóðhagslegt mikilvægi hennar er því orðið verulegt og mun aukast frekar á næstu árum.

Ferðaþjónustan fram úr álinu 2012

Ferðaþjónusta og það sem undir hana heyrir er skipt í tvennt í þjónustuflokkun Hagstofunnar. Þessir liðir eru annars vegar farþegaflutningar með flugi, sem falla undir flugsamgöngur, og hins vegar ferðaþjónusta, en undir hana falla hvers kyns ferðir, s.s. viðskiptaferðir og einkaferðir. Til einföldunar eru þessir tveir liðir sameinaðir í einn lið sem nefnist ferðaþjónusta í umfjölluninni hér að neðan. Þessi liður skilaði um 240 ma.kr. útflutningstekjum á árinu 2012.

Útflutningstekjur stoðanna þriggja

Hlutfall af heildarútflutningi þessara þriggja greina. Ferðaþjónusta er hér skilgreind sem farþegaflutningar með flugi og ferðaþjónusta. *Spá fyrir árið 2013. Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Til samanburðar námu útflutningstekjur sjávarútvegs 269 ma.kr. og álframleiðslufyrirtækja 225 ma.kr. Rúmur helmingur útflutningstekna ferðaþjónustunnar, þ.e. þessara 240 ma.kr., kemur frá farþegaflutningum með flugi.

Ferðaþjónustan stærsta útflutningsgreinin á þessu ári

Á fyrstu níu mánuðum ársins fóru 19% fleiri erlendis gestir um Leifs-

stöð en á sama tímabili í fyrra. Ef gert er ráð fyrir að ferðaþjónusta vaxi með sama hlutfalli yfir árið í heild og að meðalútflutningur áls og sjávarútvegs fyrstu níu mánuði ársins verði með sama hætti síðustu þrjá mánuði

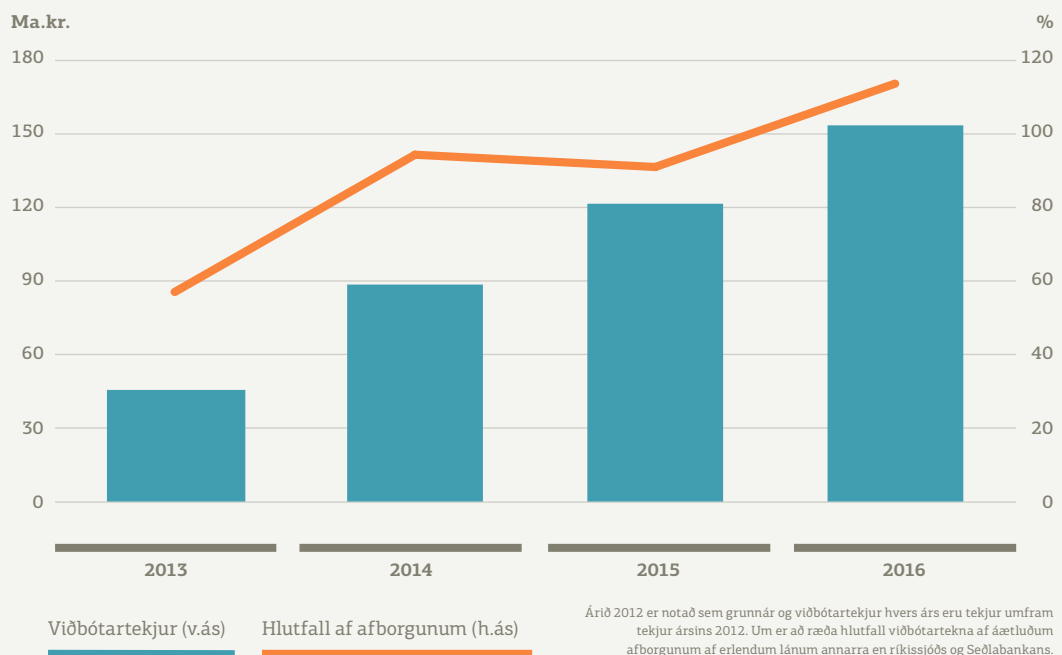
ársins munu útflutningstekjur ferðaþjónustu – yfir árið í heild - verða meiri en bæði útflutningstekjur sjávarútvegs og áls. Það mun þá verða í fyrsta skiptið sem það gerist að ferðaþjónustan sé leiðandi þáttur í gjald-eyrisöflun í samanburði við ál og sjávarútveg. Innbyrðis hlutföll verða þá 37% (ferðaþjónusta), 35% (sjávarútvegur) og 28% (ál).

Meiri vöxtur ferðaþjónustu

Útflutningstekjur ferðaþjónustu hafa aukist mun meira á síðustu árum en útflutningstekjur sjávarútvegs og áls. Frá 2009 til 2012 hefur ferðaþjónusta vaxið um 54% en á sama tíma hefur útflutningur sjávarafurða aukist um 29% og áls um 32%. Sé skoðuð breyting eftir magni kemur í ljós að álframleiðsla hefur nær ekkert breyst á tímabilinu og veitt magn hefur aukist lítið. Magn ferðamanna hingað til lands hefur hins vegar aukist verulega. Þannig jókst heildarfjöldi erlendra ferðamanna um Leifsstöð um 39% á þessu tímabili.

Viðbótarútflutningstekjur ferðaþjónustu

Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Árlegar útflutningstekjur ferðaþjónustu gætu aukist um 150 ma.kr. á fjórum árum

Hagfræðideild gerir ráð fyrir að vöxtur ferðamanna hingað til lands verði um 19% fyrir þetta ár, 15% á næsta ári og 10% árið 2015. Frá og með 2016 er gert ráð fyrir að komur ferðamanna hingað til lands leiti aftur í sögulegan vöxt á árunum 2003-2012, eða 8,6%. Útflutningstekjur greinarinnar munu

þess vegna taka verulega stór stökk á næstu árum, mælt í ma.kr., og mikilvægi greinarinnar fyrir þjóðarhag eykst verulega. Ef horft er á árið 2012 sem grunnár þegar útflutningstekjur ferðaþjónustunnar námu 239 ma.kr. verða tekjurnar 46 ma.kr. meiri á þessu ári, 89 ma.kr. meiri árið 2014 og 121 ma.kr. meiri árið 2015. Á lokaári spátímabilsins verða tekjurnar 392 ma.kr. eða 152 ma.kr. meiri en árið 2012. Til að setja þessa aukningu í samhengi við mikilvæga

hagstærð munu áætlaðar afborganir af erlendum lánum annarra en ríkissjóðs og seðlabankans nema um 134 ma.kr. árið 2016. Aukið gjaldeyrisinnstreymi vegna ferðaþjónustunnar eingöngu mun því verða umfram afborganir erlendra lána árið 2016.

6. Ríkisfjármál – mjög erfið staða

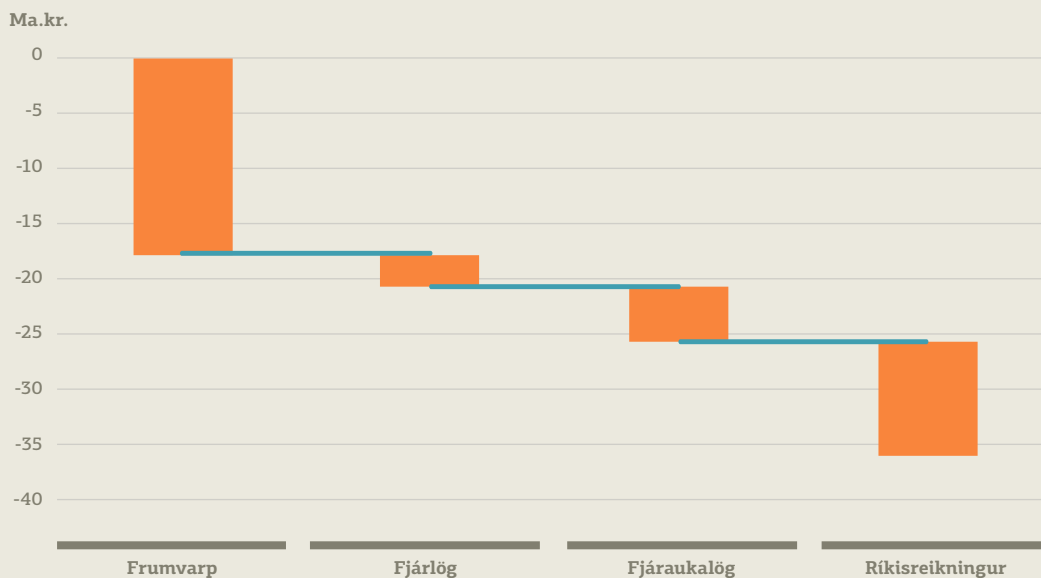
Óvissan sem umlykur fjárlagafrumvarpið og rekstur ríkisins hefur sjaldan verið meiri. Fjárlagafrumvarpið fyrir árið 2014 var lagt fram með afgangi. Mikil umræða hefur verið um ríkisfjármálin í kjölfarið og vísar hún í báðar áttir; bæði hefur verið dregið í land hvað boðaðar aðhaldsaðgerðir varðar og einnig gefnar væntingar um mikið aðhald og niðurskurð.

Í ljósi þessa má ætla að talsverðar breytingar verði á einstökum liðum frumvarpsins. Í stuttu máli má segja að þau markmið sem sett hafa verið um árangur í ríkisfjármálum á síðustu árum hafi ekki náðst. Niðurstaðan fyrir árið 2012 var t.a.m. mun verri en stefnt var að. Fjárlögin fyrir 2012 gerði ráð fyrir 21 ma.kr. halla, en endanleg niðurstaða var halli upp á 36 ma.kr.

Fjárlagafrumvarp ársins 2013 var samið og lagt fram við aðstæður þar sem bjartsýni um tiltölulega vænlega hagþróun fór vaxandi. Stjórnvöld töldu frumvarpið sýna að aðhaldssöm stefna í ríkisfjármálum hefði skilað markverðum árangri og var það samþykkt með tæplega 4 ma.kr. halla. Síðan hefur

Leiðin að endanlegri rekstrarniðurstöðu - 2012

Heimild: Fjársýsla ríkisins, Fjármála- og efnahagsráðuneytið



komið í ljós að væntingar um hagstæða efnahagsþróun stóðust ekki. Almenn áform um tekjuöflun hafa því ekki verið í takt við væntingar

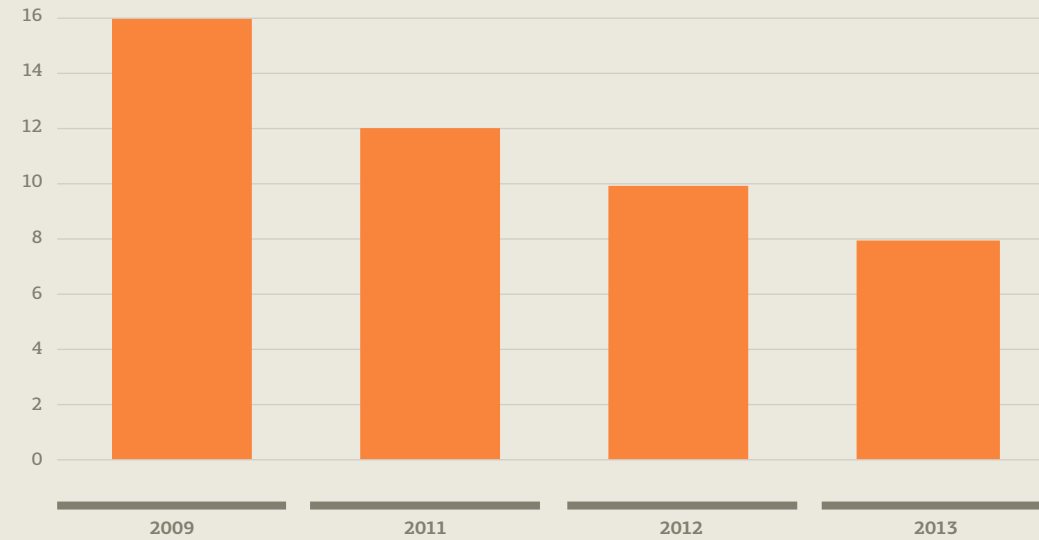
auk þess sem sumir áætlaðir tekjupóstar eins og veiðigjald, eignasala og arður hafa ekki gefið þær tekjur sem stefnt var að. Þessu til viðbótar

hefur einnig orðið nokkur eftirgjöf hvað útgjöld varðar. Ljóst virðist að hallinn á árinu 2013 verður a.m.k. 30 ma.kr. og munu fyrstu merki

Áætlanir um uppsafnaðan bata í frumjöfnuði

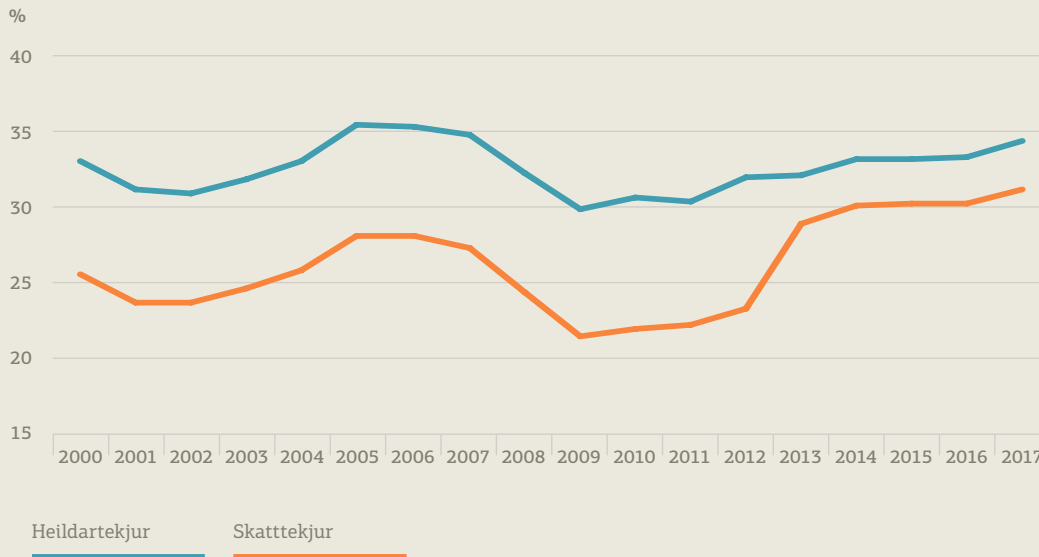
Heimild: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Seðlabanki Íslands

% af VLF



Tekjur ríkissjóðs - hlutfall af VLF

Tölur fyrir 2013-2017 eru áætlanir fjármála- og efnahagsráðuneytisins. Heimild: Hagstofa Íslands, Fjárlagafrumvarpið, Hagfræðideild Landsbankans



um stöðuna koma í ljós þegar frumvarp til fjárukalaga verður lagt fram.

Markmið efnahags- áætlunar stjórnvalda

Aukin festa var í stefnumörk-

un í ríkisfjármálum þegar efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) var í gildi. Í upphafi gerði áætlunin ráð fyrir að uppsafnaður bati á frumjöfnuði í rekstri ríkisins yrði 16% af landsframleiðslu á árabílinu 2009-2013. Smám

saman var slakað á þessu markmiði, bæði með beinum ákvörðunum og einnig með minna aðhaldi. Nú stefnir í að uppsafnaður bati á frumjöfnuði muni aðeins verða um 8% af landsframleiðslu á þessu tímabili í stað 16% markmiðsins.

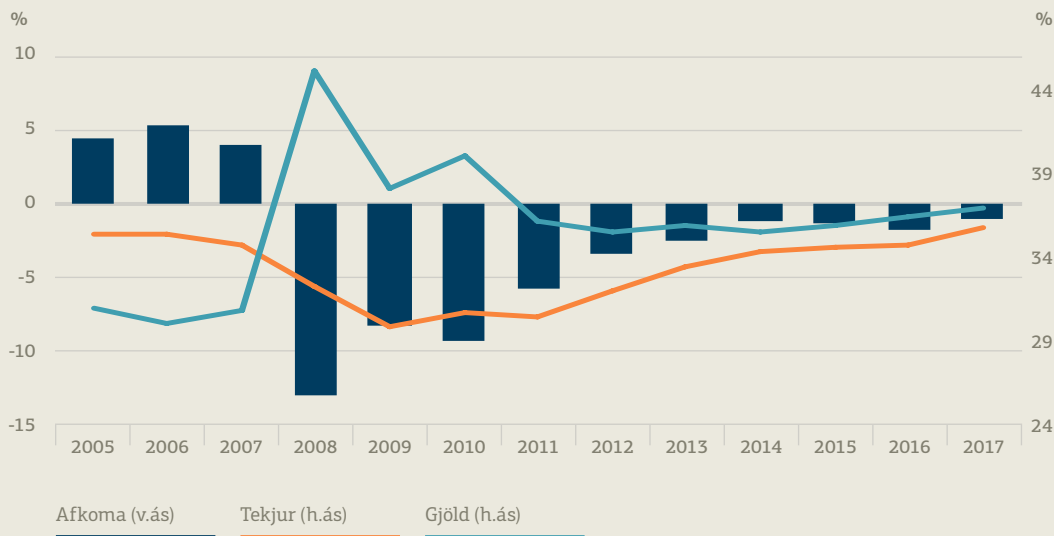
Fjárlagafrumvarp ársins 2014

Ný ríkisstjórn lagði fram frumvarp að fjárlögum nú í haust sem gerir ráð fyrir tekjuafgangi. Reyndar byggir sá afgangur að miklu leyti á tveimur stærðum sem hafa verið nokkuð umdeildar. Annars vegar var um að ræða endurskoðun skilmála skuldabréfs sem ríkissjóður lagði inn í Seðlabanka Íslands til þess að styrkja eiginfjárstöðu hans á árinu 2008. Sú endurskoðun felur í sér lækkun fjármagnsgjalda upp á tæpa 11 ma.kr. Þá er einnig áformað að sérstakur bankaskattur muni ná til banka í slitameðferð sem mun auka tekjur um rúma 11 ma.kr. Þar er auðvitað ekki um langtímatekjuöflun að ræða. Þessir tveir liðir skipta sköpum í frumvarpinu og nema 3,7% af áætluðum tekjum ársins 2014.

Þrátt fyrir að í frumvarpinu sé gert ráð fyrir jákvæðri rekstrarniðurstöðu var gengið út frá því að afkoma á greiðslugrunni yrði neikvæð um u.þ.b. 10 ma.kr. Ekki var ætlunin að brúa þann greiðsluhalla með aukinni lántöku, heldur með því að ganga á innstæður ríkissjóðs í Seðlabanka Íslands. Mikil gerjun hefur verið í allri umfjöllun um fjárlagafrumvarpið og ríkisfjármálin eftir að frumvarpið var lagt fram. Ýmsir ráðherrar hafa þannig dregið eitthvað í land hvað varðar boðaðar aðhaldsaðgerðir í frumvarpinu, t.d. hvað heilbrigðismálin varðar. Framlagning frumvarpsins fór augljóslega fram í skugga af starfi hagræðingarhóps ríkisstjórnarinnar sem starfað hefur síðustu mánuði. Því má segja að ljóst hafi verið allan tímann að fjárlagafrumvarpið væri að þessu sinni ómarkvissara

Afkoma ríkissjóðs - hlutfall af VLF

Tölur fyrir 2013-2017 eru áætlanir fjármála- og efnahagsráðuneytisins.
Heimild: Hagstofa Íslands, Fjárlagafrumvarpið, Hagfræðideild Landsbankans



en reyndin jafnan er og að ný ríkisstjórn bæði þyrfti og ætlaði sér meiri tíma til þess að vinna að markmiðum sínum og koma þeim á framfæri.

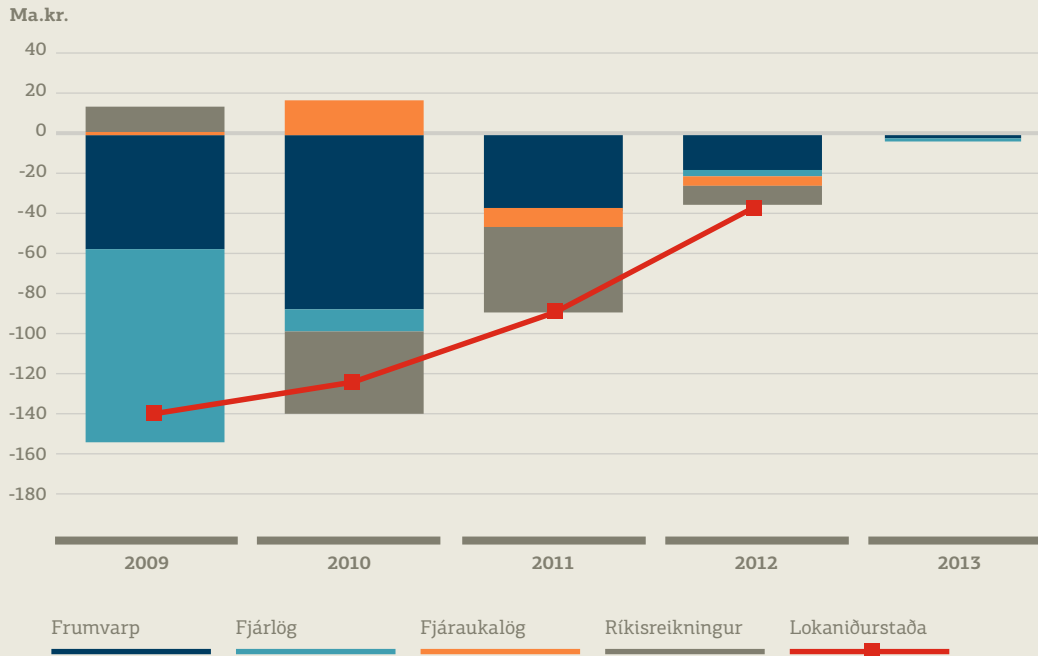
Tillögur hagræðingarhóps

Fyrstu tillögur hagræðingarhóps ríkisstjórnarinnar um aukna framleiðni og skilvirkni í ríkisrekstri voru lagðar fram í fyrri

hluta nóvember. Ekki er um markvissa tillögugerð að ræða heldur safn hugmynda í 111 liðum sem ætla má að unnið verði nánar úr á næstu vikum. Skipun formanns hópsins sem sérstaks aðstoðarmanns forsætisráðherra er varla hægt að skoða öðruvísi

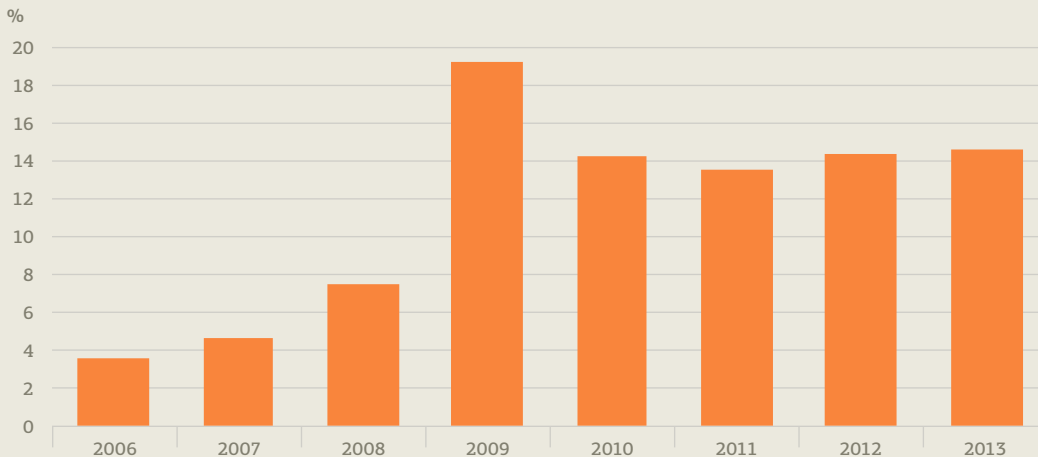
Tekjujöfnuður í fjárreiðum ríkisins

Heimild: Fjársýsla ríkisins,
Fjármála- og efnahagsráðuneytið



Vaxtagjöld sem hlutfall af tekjum ríkissjóðs

Tölur fyrir 2013 byggja á fjárlögum og áætlaðri landsframleiðslu.
Heimild: Fjársýsla ríkisins, Fjármála- og efnahagsráðuneytið



en að tillögur hópsins muni vega þungt í áframhaldandi starfi við fjárlög ársins 2014 og mótun framtíðarstefnu í ríkisfjármálum. Í ljósi alls þessa má e.t.v. vænta þess að aðhald í ríkisfjármálum verði aukið á næstunni og fari í sama farveg og var meðan

efnahagsáætlun AGS og íslenskra stjórnvalda var í gildi.

Framtíðarsýnin hvarf – en kemur líklega aftur

Sú breyting varð í fjárlagafrumvarpinu að þessu sinni

að markmið og stefnumörkun stjórnvalda í ríkisfjármálum næstu fjögurra ára voru ekki sjáanleg. Einungis var um einfaldan framreikning að ræða. Eflaust gildir það sama um þetta og frumvarpið sjálft, stefnumörkun væri ekki lokið og

meiri tíma þyrfti til. Þess er því að vænta að slík stefna liggi fyrir þegar fjárlög verða samþykkt, enda mikilvægt að langtímaáætlun í ríkisfjármálum liggi fyrir hverju sinni.

Háleit markmið, en grýtt leið

Hallalaust frumvarp til fjárlaga segir ekki alla söguna. Leiðin frá frumvarpi til fjárlaga, til fjáraukalaga og svo til ríkisreiknings er stundum önnur en haldið var. Ríkisfjármálin árið 2012 sýna þetta vandamál í hnotskurn. Frumvarpið gerði ráð fyrir 18 ma. kr. halla. Fjárlögin voru samþykkt með 21 ma.kr. halla, fjáraukalög juku hallann upp í 26 ma. kr. og endanleg niðurstaða var halli upp á 36 ma. kr.

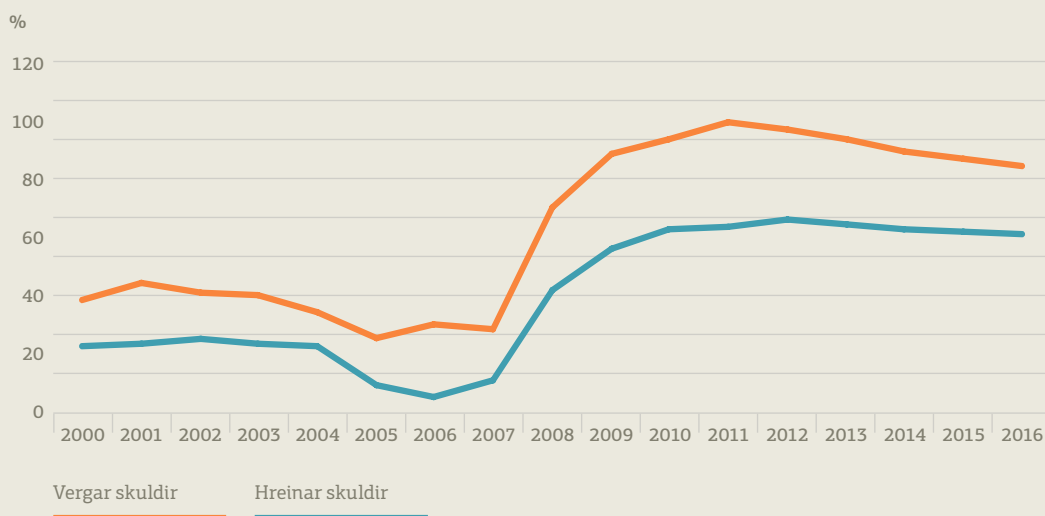
Sagan og reynsla síðustu ára bendir því ekki til þess að niðurstaða rekstrar ríkisins á árinu 2014 verði jákvæð, nema agi við fjármálastjórn verði stórukinn. Nú liggur fyrir að stefnt er að því að bæta umgjörð ríkisfjármála á næstu misserum, m.a. með framlagningu frumvarps sem ætlað er að skapa fjárlagavinnunni og eftirfylgni hennar betri umgjörð. Ekki er vanþörf á grundvallar-breytingu strax í meðferð ríkisfjármála ef markmið um hallalausan rekstur á árinu 2014 eiga að nást.

Skuldastaðan enn mjög erfið

Langvarandi hallarekstri ríkissjóðs hefur fylgt mikil skuldasoöfnun. Samkvæmt ríkisreikningi voru skuldir

Skuldir hins opinbera sem hlutfall af VLF

Tölur eftir 2012 eru spár Seðlabankans.
Heimild: Fjármála- og efnahagsráðun.,
Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



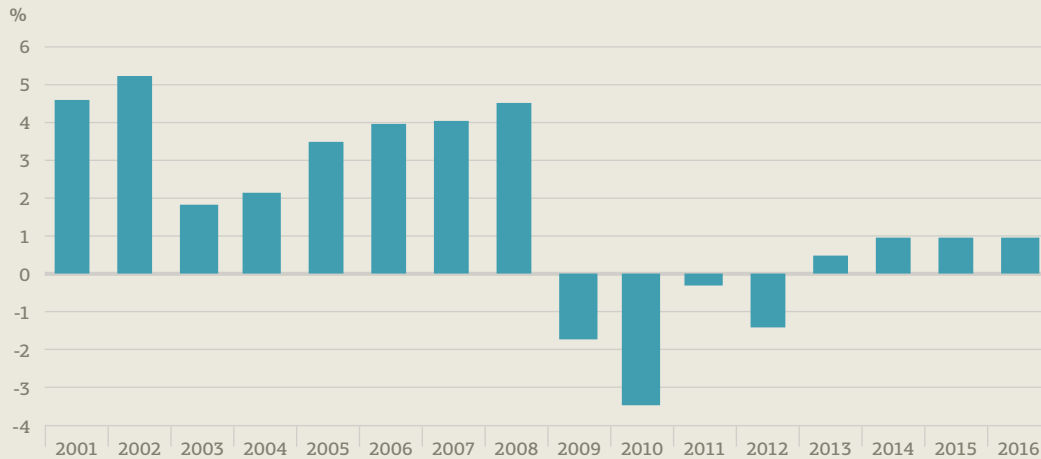
ríkisins án lífeyrisskuld-bindinga um síðustu áramót um 1.560 ma.kr. sem nemur um 92% af áætlaðri landsframleiðslu ársins. Þessar skuldir höfðu aukist lítillega í krónum talið frá árinu áður. Heildarskuldir hins opinbera án lífeyrisskuldbindinga og

viðskiptaskulda voru tæpir 1.650 ma. kr. um síðustu áramót sem nemur um 97% af landsframleiðslu ársins. Skuldastaða ríkisins miðað við þessa stærð fór hæst í tæp 100% af landsframleiðslu á árinu 2011.

Í ljósi fjárlagafrumvarpsins má ætla að niðurgreiðsla skulda ríkisins muni ganga hægar fyrir sig en ætlað var. Skuldir ríkisins sem hlutfall af landsframleiðslu náðu hámarki á árinu 2011 og í fjárlagafrumvarpinu er stefnt að því að skuldir verði

Árleg breyting samneyslu

Tölur eftir 2012 eru spá Hagfræðideildar.
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



komnar niður í 70% af landsframleiðslu á árinu 2017. Spá Seðlabanka Íslands gerir ráð fyrir að skuldir verði komnar niður í 85% af landsframleiðslu í lok ársins 2016.

Þróun skulda og niðurgreiðslu þeirra er auðvitað háð sömu óvissu og gildir um fjármál ríkisins almennt á þessu stigi málsins.

Vaxtabyrðin áfram mikil

Þrátt fyrir að kjör á markaði séu með allra hagstæðasta móti um þessar mundir í skjóli fjármagnshafta er greiðslubyrði vegna fjármagnskostnaðar verulega íþyngjandi fyrir ríkissjóð. Vaxtabyrði nam minna en 5% af tekjum ríkissjóðs á árunum fyrir hrun, en er nú um 14%. Vaxtagjöld á árinu 2012 voru samkvæmt ríkisreikn-

ingi um 75 ma.kr. og höfðu aukist um rúma 10 milljarða frá árinu áður. Í fjárlögum ársins 2013 var gert ráð fyrir vaxtagjöldum upp á u.þ.b. 85 ma.kr. Til samanburðar má benda á að í fjárlögum ársins 2013 veitir ríkið um 42 ma.kr. til reksturs Landspítalans. Vaxtakostnaður ársins 2013 nemur því tvöföldum rekstrarkostnaði spítalans.

Erfið verkefni bíða enn úrlausnar

Öll umfjöllun um opinber fjármál, t.d. skuldastöðu hins opinbera, fer fram í skugga mikilla lífeyrisskuldbindinga sem bæði ríki og sveitarfélög standa frammi fyrir. Lífeyrisskuldbindingar hins opinbera námu um 440 ma. kr. í lok ársins 2012 sem nemur rúmum fjórðungi landsframleiðslunnar. Það

er ljóst að á næstu árum þarf að taka á þessari stöðu sem mun íþyngja fjármálum hins opinbera verulega.

Hvað ríkissjóð varðar er ljóst að fjárhagslegur vandi vegna Íbúðalánasjóðs er verulegur. Á þessu ári veitti ríkið sjóðnum 13 ma. kr. eiginfjárframlag sem ekki hefur enn verið fært á rekstrarreikning. Í fjárlagafrumvarpi ársins 2014 er gert ráð fyrir 4,5 ma.kr. rekstrarframlagi til sjóðsins og gert er ráð fyrir álíka framlagi á hverju ári til 2017. Líklegt er að fjárþörf sjóðsins sé mun meiri en þessum upphæðum nemur og sé svo, leggist enn þyngri byrðar á ríkissjóð á næstu árum.

Samneyslan vex hægt

Samneyslan, eða rekstur hins opinbera, samanstendur

af ríkissjóði, sveitarfélögum og almannatryggingum. Samneyslan hefur dregist mikið saman á síðustu árum, eða um tæp 7% á árunum 2008-2012. Framlag samneyslunnar til hagvaxtar hefur því verið neikvætt á þessum tíma, en fram að þeim tíma var töluverður vöxtur í samneyslu.

Miðað við stöðu opinberra fjármála er þess ekki að vænta að framlag samneyslunnar til hagvaxtar verði mikið á næstu árum. Við gerum t.a.m. ráð fyrir að samneyslan vaxi um 1% á ári út spátímabilið. Eins og áður segir er óvissan um stöðu ríkisfjármála óvenju mikil um þessar mundir og margt í deiglu. Þessi spá byggir á því að áhersla verði lögð á hallalausn rekstur og lækkun skulda.

Björgunarpakkinn fyrir heimilin - Hverjar verða afleiðingarnar?

Ein af stærstu spurningunum sem ósvarað er í íslensku efnahagslífi um þessar mundir er hvort eitthvað verði af lækkun höfuðstóls verðtryggðra skulda almennings eins og lofað var fyrir síðustu kosningar.

Niðurstaðan gæti haft töluverð efnahagsleg áhrif, t.d. á einkaneyslu, kaupmátt, verðbólgu og stöðu ríkissjóðs, svo eitthvað sé nefnt. Umræða og umfjöllun um þetta mál hafði vafalaust mikil áhrif á væntingar almennings. Þannig snarhækkaði væntingavísitalan í kringum kosningar og myndun ríkisstjórnar en hefur fallið mikið síðan. Þar eiga dvínandi vonir um lækkun skulda efalaust einhvern hlut að máli.

Samkvæmt því sem fram kom var ætlunin að nýta það svigrúm sem myndast gæti samhliða uppgjöri þrotabúa gömlu bankanna til að koma til móts við lántakendur og þá sem lögðu sparnað í heimili sín. Nefnt var að nýta mætti allt að 300 milljarða króna úr uppgjörum þrotabúanna í þessum tilgangi.

Lögð hefur verið áhersla á að um sé að ræða réttlætismál og aðgerðirnar því almennar, þ.e.a.s. óháðar því t.d. hvernær lán var tekið, og að lögð verði áhersla á jafnræði og skilvirkni úrræða.

Hve mikill er vandinn?

Þegar rýnt er í tölur sést að 47% fjölskyldna á Íslandi skulda ekkert vegna húsnæðis, 27% þeirra búa í leiguhúsnæði og hafa því tæplega húsnæðisskuldir. 73% búa í eigin húsnæði og voru 27% þeirra skuldlausar. Tillögur ríkisstjórnarinnar beinast að hámarki að 53% heimila í landinu og þar sem þær snúa að miklu leyti að verðtryggum skuldum er sá hópur sem hefur vonir um einhverja leiðréttingu enn minni. Nýlega hefur komið fram að sérfræðingar

Seðlabankans telja að vandi heimila hafi farið minnkandi og því kann umfang hans að vera töluvert minna en látið var í veðri vaka í þingsályktunartillögum.

Leiðréttingarsjóður – af hverju?

Samkvæmt því sem fram hefur komið hjá ríkisstjórn er verið að skoða hvort komið verði á fót sérstökum leiðréttingasjóði, verði bið á því að samningar náist við kröfuhafa. Að sögn er unnið að tillögum um fjármögnun sjóðsins, sér í lagi um aðkomu ríkissjóðs og lánveitenda auk yfirlits yfir greiðsluflæði. Því er þó haldið til haga að fjármögnun aðgerða byggist að lokum á fyrrnefndu svigrúmi sem verður mögulega til við skuldaskil þrotabúa gömlu

bankanna. Grundvallaratriði er hvort hægt verði að ná markmiðum tillaganna án þess að auka útgjöld og skuldir ríkissjóðs og stuðla að aukinni verðbólgu. Þá er því einnig ósvarað hvort hægt verði að skapa sátt um leið af þessu tagi, t.d. með tilliti til þess að 47% heimilanna í landinu skulda ekkert vegna íbúðarhúsnæðis.

Það er óneitanlega áleitin spurning hvort hægt sé að fjármagna fyrrnefndan leiðréttingasjóð öðruvísi en með beinni eða óbeinni lántöku ríkissjóðs, eða með aukinni skattheimtu. Þess vegna er erfitt að sannfæra fólk um að sjóðurinn verði ekki ávísun á opinber útgjöld, allavega tímabundið, sem munu bitna á lítt aflögufærum ríkissjóði. Forsætisráðherra hefur reyndar sagt að sjóðurinn verði ekki fjármagnaður úr

ríkissjóði, heldur sé hugmyndin að fjármálafyrirtækin og jafnvel Seðlabankinn fjármagni aðgerðina.

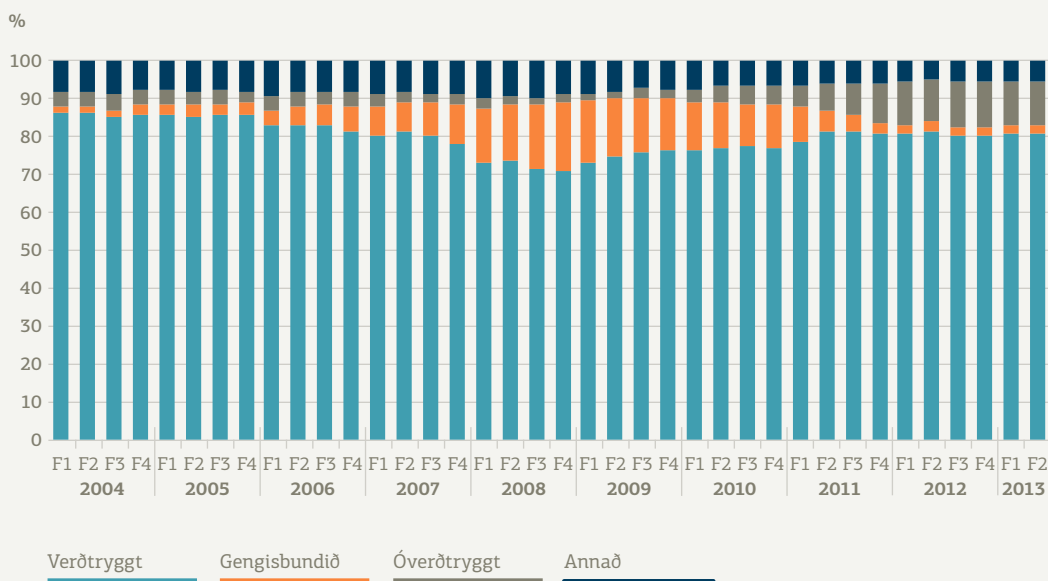
Hluti af hugmyndafræðinni felst í því að færa húsnæðis-skuldir heimilanna úr verðtryggðum lánnum yfir í óverðtryggð. Útfærslu þessara breytinga er einnig beðið, en alkunna er að óverðtryggðar skuldir geta gert heimilin berskjaldaðri gagnvart breytingum á greiðslubyrði lána í kjölfar óstöðugleika í efnahagsumhverfinu, t.d. við snöggþækkandi verðbólgu og vaxtahækkun í kjölfarið.

Úr einum vasa í annan

Vart þarf að nefna að verulegur hluti verðtryggðra skulda heimilanna er í eigu heimilanna sjálfra, þ.e. lífeyrissjóða eða ríkistengdra aðila eins og Íbúðalánasjóðs og Landsbankans. Þeir eiga um 86% verðtryggðra skulda heimilanna. Ríkið á

Innbyrðis skipting skulda heimilanna

Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild Landsbankans.



einnig hlut í Íslandsbanka og Arion banka, þannig að þetta hlutfall er í raun eitthvað hærra. Niðurfærsla þeirra skulda sem um ræðir felst af þessum sökum að miklu leyti í því að færa fé úr einum vasa í annan. Endanleg áhrif velta þó vitaskuld á því hvernig staðið verður að fjármögnun

niðurfærslu lánanna, ef af því verður.

Aðrar útfærslur

Allt frá myndun ríkisstjórnarinnar hefur kastljósið fyrst og fremst beinst að kosningaloforðum Framsóknarflokksins og marg-

sinnis hefur verið ýjað að því að sjálfstæðismenn séu ekki allir jafn hrifnir af þeim hugmyndum. Það hefur því legið í þagnargildi að Sjálfstæðisflokkurinn gaf einnig kosningaloforð á þessu sviði, sem að mörgu leyti voru mun einfaldari og skýrari en þau sem framsóknarmenn gáfu.

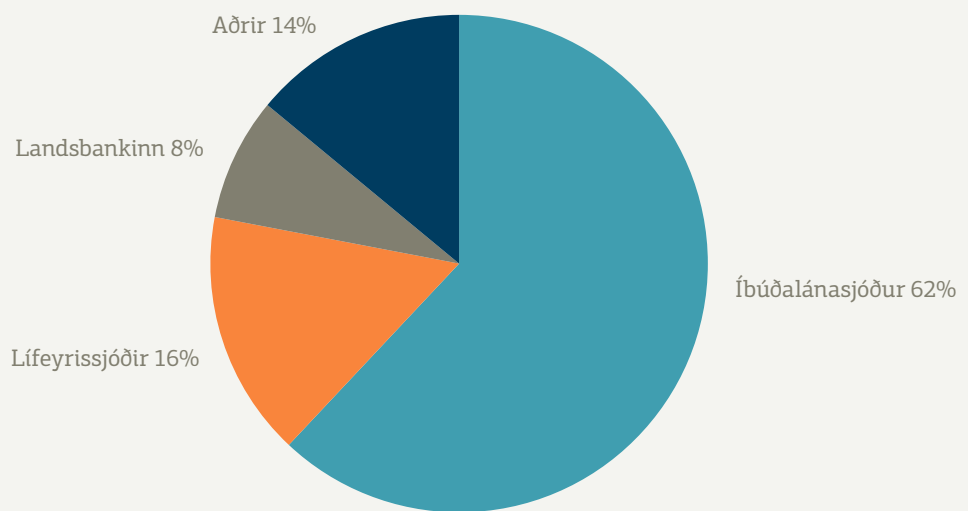
Sjálfstæðismenn vildu t.d. lækka höfuðstól skulda með skattaafslætti. Nefndur var allt að 40.000 króna sérstakur mánaðarlegur skattaafsláttur vegna afborgana af íbúðaláni sem færi beint inn á höfuðstól lánsins til lækkunar. Þessi leið átti að standa öllum til boða. Þá var einnig lagt til að opna leiðir til enn meiri höfuðstólslækkunar með nýtingu á sér eignarsparnaði. Sú leið fólst í því að nota bæði framlag launþega og vinnuveitanda til að greiða skattfrjálst niður höfuðstól láns. Með þeim hætti yrði mánaðarlega greitt sem nemur 4% launa inn á höfuðstól íbúðalánsins. Þessi leið átti einnig að standa öllum til boða.

Mikil óvissa um framhaldið

Lögð hefur verið mikil áhersla á að vinna sérfræðinga felist í útfærslu ákveðinna markmiða, fyrst

Eigendur verðtryggðra lána

Tölur miðast við árslok 2012.
Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild Landsbankans.



og fremst lækkun höfuðstóls verðtryggðra skulda. Enn er óljóst hvaða beinar tillögur verða lagðar fram í þessu sambandi, en miðað við alla forsögu og umgjörð málsins er e.t.v. hæpið að annar stjórnarflokkurinn fái alfarið að ráða væntanlegum útfærslum og að tillögur hins verði alveg settar til hliðar. Það er því ekki ólíklegt að

tillögur Sjálfstæðisflokksins séu einnig til hliðsjónar. Þær eru nokkuð skýrar en fela í sér töluverð áhrif á fjármál ríkisins, ólíkt því sem gildir um tillögur framsóknarmanna.

Í ljósi þessa er ekki möglegt að leggja faglegt mat á það hvaða áhrif óframkomnar tillögur kunna að hafa á

framvindu efnahagsmála á komandi misserum. Ekki er því hægt að taka sérstakt tillit til þeirra í þjóðhagsspá en áhrif þeirra eru óneitanlega einn stærsti óvissuþáttur spárinnar. Áhrif á þróun einkaneyslu og fjárfestingu heimilanna, ríkisfjármálin og verðbólguna velta vitaskuld á umfangi og útfærslu aðgerðanna.

7. Innlendir fjármálamarkaðir

Þrátt fyrir metnaðarfull markmið stjórnvalda sem sett voru fyrir 5 árum vofir skuggi fjármagnshaftanna áfram yfir innlendum fjármálamörkuðum og engin fullmótuð stefna um afnám haftanna er í sjónmáli.

Takmarkaður aðgangur að erlendum fjármagnsmörkuðum og fábreyttir fjárfestingakostir munu því áfram standa innlenda markaðnum fyrir þrífum á næstu miss-erum. Að því sögðu er þó óhætt að fullyrða að fyrstu mánuðir ársins 2013 hafi verið nokkuð viðburðaríkir á íslenskum fjármálamarkaði, þó fyrst og fremst á hlutabréfamarkaði. Í byrjun árs 2013 hækkaði úrvalsvísitalan snögglega en eftir sveiflukennt ár stóð vísitalan í lok október í 1.183 stigum sem er 11,7% hærra en hún stóð í upphafi árs. Ekki er ólíklegt að hlutabréfamarkaðurinn verði áfram drifkrafturinn á fjármálamarkaði á næsta ári, menn binda vonir við betri afkomu stærstu félaganna og að fleiri félög verði skráð á markað.

Kraftur að færast í hlutabréfamarkaðinn

Meðalvelta á mánuði fyrstu 10 mánuði ársins 2013 nam 17,9 milljörðum króna samanborið við 6,1 milljarð á sama tímabili 2012.

Aðallisti Kauphallarinnar samanstendur nú af 13 fyrirtækjum, þar af eru þrjú færeysk félög. Á First North markaði Kauphallarinnar eru skráð 4 félög. Tvö ný félög voru skráð á aðallistann á árinu, VÍS og TM, og eru bæði félögin hluti af Úrvalsvísitölunni (OMX6I). Fyrir lok árs 2013 er síðan ráðgert að hlutabréf í N1 hf. verði tekin til viðskipta í Kauphöll Íslands og stefnt er að því að 25-28% hlutafjár félagsins verði boðið til sölu. Samkvæmt nýlegum kauprétti sem fjárfestar nýttu sér er áætlað heildarvirði hlutafjár í N1 hf. 14,2 milljarðar króna. Nýlega samþykkti

stjórn HB Granda hf. einnig að leitast eftir afskráningu af First North með því markmiði að skrá bréf félagsins á aðalmarkað Kauphallarinnar en markaðsvirði félagsins samkvæmt síðasta skráða gengi var 28,5 ma.kr. Stjórn Promens hf., sem er í eigu Horns Fjárfestingafélags hf. og Framtakssjóðs Íslands slhf., gaf einnig út yfirlýsingu þess efnis nýverið að félagið myndi leita eftir skráningu í Kauphöllinni í lok árs 2014.

Markaðsvirði allra félaga á aðalmarkaði Kauphallarinnar er u.þ.b. 437 milljarðar króna eða um 26% af áætlaðri landsframleiðslu í ár. Þó þetta hlutfall hafi aukist töluvert frá sama tíma árið 2012 er hlutfallið enn mjög lágt í samanburði við norræna markaði en verðmæti skráðra hlutabréfa á hinum Norðurlöndum er á bilinu 60-120% af lands-

framleiðslu. Þó verður að taka tillit til þess að engir bankar eða fjármálafyrirtæki (utan tryggingafélaga) eru skráð á Íslandi en víðast erlendis er hlutur þeirra í heildarmarkaðsvirði hlutabréfamarkaðar töluvert stór.

Stærsti hluti skráðra félaga með erlendar tekjur

Það sem er nokkuð sérstakt við íslenska hlutabréfamarkaðinn er að bróðurpartur félaga á aðallista Kauphallarinnar er með tekjur sínar að miklu eða nær öllu leyti í erlendum gjaldmiðli og upp-
gjörsmýnt þeirra önnur en íslenska krónan. Hlutabréf þessara félaga og viðskipti með þau eru hins vegar skráð í íslenskum krónum. Markaðsvirði þessara félaga er 72% af verðmæti skráðra félaga í Kauphöllinni og því ættu breytingar

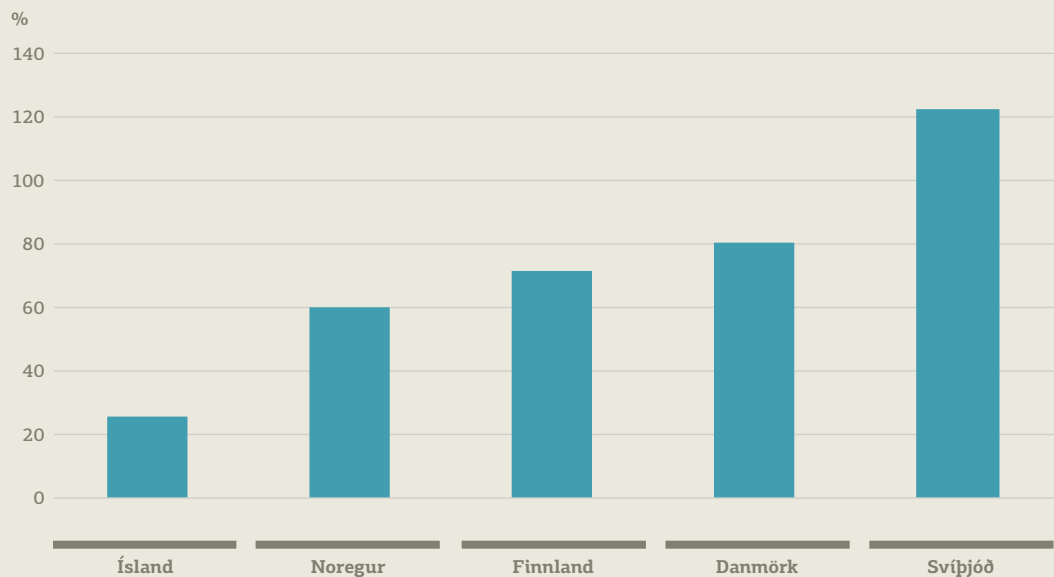
á gengi krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum að hafa bein áhrif á verðmæti þeirra félaga og verðþróun í Kauphöllinni².

Fleiri fjárfestingakostir

Eitt af því sem mikið er rætt um í tengslum við gjald-eyrishöftin er að of fáir fjárfestingakostir séu í boði, bæði fyrir einstaklinga, fag-fjárfesta og fyrirtæki. Eftir hrun þurrkaðist hlutabréfama-
markaðurinn hreinlega út og sömu sögu má segja um skuldabréfamarkað fyrirtækja sem enn í dag hefur ekki náð nægjanlegu flugi og er ekki sá fjármögnunarkostur sem hann áður var. Þetta má fyrst og fremst rekja til áhuga-
leysis stærri fyrirtækja á skráningu skuldabréfa og

Markaðsvirði skráðra hlutabréfa í hlutfalli af VLF

Heimild: Nasdaq OMX



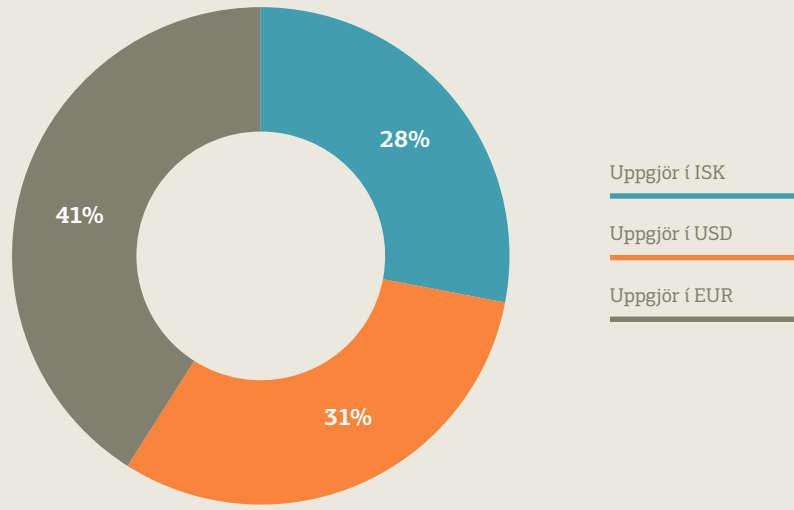
greiða aðgangs þeirra sem þau hafa að hagstæðum kjörum annars staðar. Að auki má ekki gleyma því að margir fjárfestar brenndu sig illilega á þessum markaði

í kjölfar hrunsins og áhugi þeirra því enn sem komið er takmarkaður. Skuldabréfama-
markaðurinn með ríkis- og íbúðalánabréf hefur því verið helsti vettvangur fjárfesta

sem hefur leitt til lækkandi ávöxtunarkröfu og hærra verðs.

Hlutabréfamarkaðurinn hefur þó hægt og bitandi

² Sjá Hagsjá: "Fylgir hlutabréfaverð gengi krónunnar?" 1. nóvember 2013.



verið að taka við sér frá 2009. Sex ný félög hafa verið skráð og virði skráðra hlutabréfa í Kauphöllinni hefur hækkað úr 116 ma.kr. í 437 ma.kr. frá miðju ári 2009 til loka október 2013.

Ekki er líklegt að aukinn kraftur verði í útgáfu á skuldabréfamarkaði á næsta ári og því eru bundnar vonir við að fjárfestingakostum fjölgi á hlutabréfamarkaði. Miklar líkur eru taldar á því að N1 hf. og HB Grandi hf. verði skráð á aðalmarkað OMX í lok þessa árs eða byrjun næsta. Reitir, Sjóvá og Skipti verða að margra mati skráð á árinu 2014 en gróflaga áætlað getur markaðsvirði þeirra numið 70-80 ma.kr. Að auki má fastlega búast við töluverðri fjölgun skráninga á næstu 2-5 árum en erfitt er að spá nákvæmlega fyrir um fjöldann. Ástæða væntinga

um skráningu fleiri félaga byggist að miklu leyti á því að eigendur margra stærstu félaga landsins eru kröfuhafar og framtakssjóðir sem eru í eðli sínu ekki langtímaeigendur. Þeir eru jafnvel undir lagalegum kvöðum um losun eignahluta þó skráning sé ekki endilega eina lausn þeirra til að losa eign sína.

Er First North kostur?

Forstjóri Kauphallarinnar vakti nýlega athygli á First North markaði Kauphallarinnar og þeim ókosti að samkvæmt lögum um verðbréfavíðskipti fellur First North ekki undir það að vera skipulagður verðbréfamarkaður, heldur telst hann markaðstorg fjármálagerninga. Því flokkast fjárfesting í fyrirtækjum á þeim markaði sem óskráð

eign í bókum lífeyrissjóða. Hann bendir á að þetta fyrirkomulag standi First North markaðnum fyrir þrífum, það hamli skráningu félaga á listann og hefur hann talað fyrir rýmri heimildum lífeyrissjóða til fjárfestinga á þessum markaði, enda njóta fjárfestar í meginatriðum sömu verndar á First North og aðalmarkaði. Það er vissulega rétt að sú breyting yrði líklega til þess að fjölga fjárfestingakostum á fjármálamarkaðnum í ljósi þess hversu mikilvægur eigendahópur lífeyrissjóðir eru á aðalmarkaði Kauphallarinnar. Aftur á móti skipta fleiri þættir máli fyrir fyrirtæki sem eru að leita sér að fjármagni og ekki víst að rýmri fjárfestingaheimildir lífeyrissjóða einar og sér laði fyrirtæki á markað. First North er fyrst og fremst ætlað litlum og meðalstórum fyrirtækjum og fyrirtækjum

í örum vexti í leit að fjármagni. Fyrir slík fyrirtæki er aukin þekking og aðgangur að mörkuðum sem fylgir nýjum fjárfestum jafn mikilvægt og fjármagnið sjálft. Því má segja að einsleitur hópur fjárfesta á Íslandi komi að einhverju leyti í veg fyrir að markaðurinn blómstri. Það bætist við þá ókosti af völdum fjármagnshafta sem fjármálamarkaðurinn á Íslandi býr við.

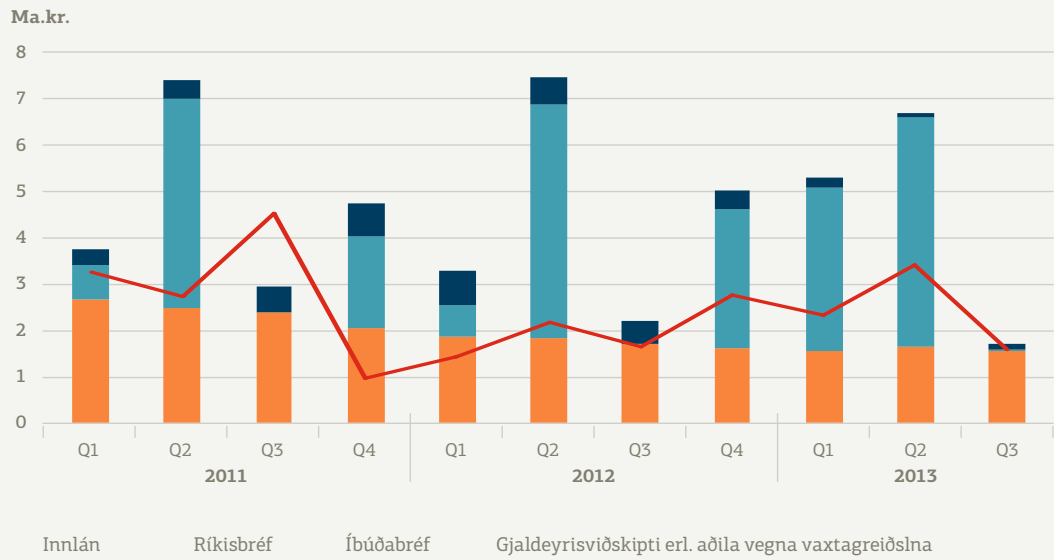
Fullt afnám fjármagnshaftanna ekki í sjónmáli

Stærstan hluta 20. aldarinnar voru höft á fjármagnshreyfingum til og frá landinu. Í kjölfar aðildar Íslands að evrópska efnahagssvæðinu 1994 voru fjármagnshreyfingar gefnar frjálssar til samræmis við reglur samningsins.

Fjármagnshreyfingar jukust talsvert í kjölfarið en færðust fyrst verulega í aukana upp úr aldamótum þegar erlent fjármagn leitaði hingað í svokölluðum vaxtamunarviðskiptum. Hluti þessa fjármagns rann aftur út úr landinu á fyrri hluta árs 2008 en verulegur hluti læstist inni þegar viðskiptabankarnir féllu haustið 2008. Áhyggjur yfir því að þetta fjármagn myndi leita hratt út og þar með veikja gengi krónunnar enn frekar var meginástæða þess að ákveðið var að setja höft á fjármagnshreyfingar til og frá landinu undir lok árs 2008. Þá voru meira en 500 ma.kr. af krónum í erlendri eigu læstir inni með fjármagnshöftum. Þessi upphæð er nú komin niður í um 340 ma.kr., meðal annars fyrir tilstuðlan gjaldeyrisútboða Seðlabanka Íslands.

Vaxtagreiðslur og gjaldeyrisviðskipti erlendra aðila

Heimild: Seðlabanki Íslands, Útreikningar Hagfræðideildar.
Skýring: Vaxtagreiðslur til erlendra aðila og gjaldeyrisviðskipti í tengslum við þær.



Um helmingur af vaxtagreiðslum fer út

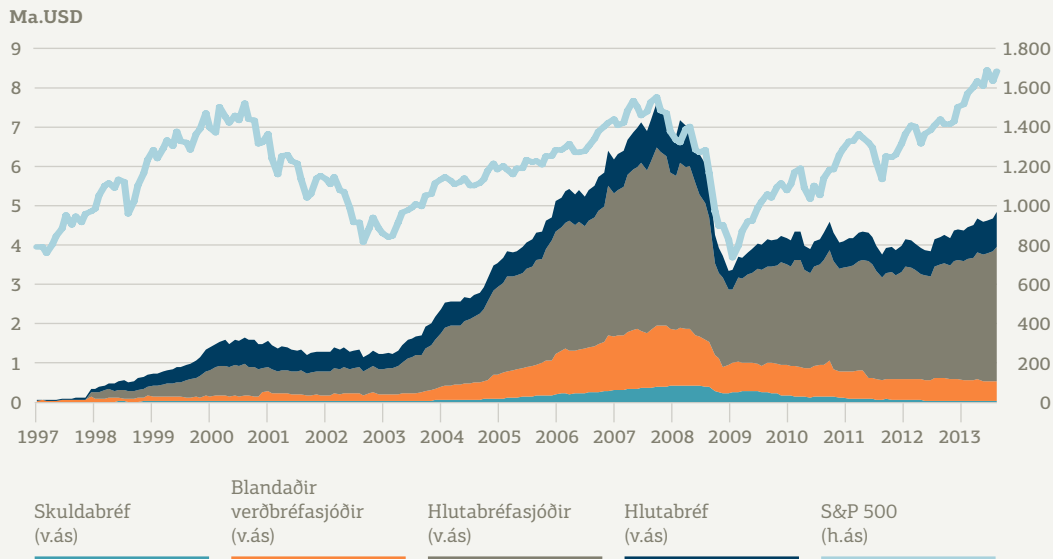
Fjármagnshöftin ná einungis til höfuðstóls krónueignar erlendra aðila. Samkvæmt reglunum er heimilt að flytja vaxta- og arðgreiðslur úr

landi innan ákveðins tíma frá því að þær eru greiddar út. Svo virðist sem aðeins um helmingur af vaxtagreiðslum sem erlendum aðilum áskotnast hér á landi skili sér í gjaldeyrisviðskipti. Auk þess hafa erlendir

aðilar verið að færa sig úr innlánnum og ríkisvixlum í lengri ríkisbréf. Þetta tvennt bendir til að hugsanlega séu þeir erlendu aðilar með fastar krónueignir hér á landi þolinmóðari en almennt hefur verið ætlað.

Erlendar eignir lífeyrissjóðanna

Heimild: Seðlabanki Íslands,
Hagfræðideild



Uppgjör þrotabúa gömlu bankanna bætist við vandann

Samkvæmt nýjasta mati frá Seðlabankanum nema innlendar eignir þrotabúa gömlu bankanna um 960 ma.kr. en hluti af þessum eignum er bókfærður í erlendum gjaldmiðlum. Erlendir aðilar eiga um 95% af öllum kröfum þrotabúanna þannig að við uppgjör þeirra er áætlað að við bætist 871 ma.kr. krafa erlendra aðila á innlenda. Þá verða óuppgjörðar kröfur útlendinga á innlenda aðila í kjölfar efnahagskreppunnar um 1.200 ma.kr. Til samanburðar var afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum á síðasta ári 102 ma.kr. Miðað við að tekið hafi 5 ár að lækka krónueignir erlendra aðila úr ríflega 500 ma.kr. niður í um 340 ma.kr. er augljóst að afnám fjármagnshafta er ekki í augnsýn nema samið verði sérstaklega um að

meðferð krafna þrotabúanna á innlenda aðila valdi ekki óásættanlegri röskun á fjármálastöðugleika.

Innlendir aðilar einnig læstir inni

Auk þess að festa krónueignir erlendra aðila í landinu er innlendum aðilum einnig óheimilt að færa fjármagn úr landi til hvers kyns fjárfestinga. Heildarinnlán innlendra aðila í innlánastofnunum eru að stærstum hluta laus til innlausnar með skömmum fyrirvara en alls nema þau um 1.580 ma.kr. Hluti þeirra er í eigu innlendra aðila sem eru ólíklegir til að fara með fé út ef fjármagnshöftum er lyft (til dæmis ríkissjóður, sveitafélög og lífeyrissjóðir). Sá hluti innlána sem ætla má að mest hættu sé á að gæti að hluta streymt úr landi við afnám hafta er í eigu heimilanna (600 ma.kr.) og eignarhaldsfélaga (250 ma.kr.).

Hins vegar er með öllu óvíst hversu stór hluti þessa fjármagns myndi leita út.

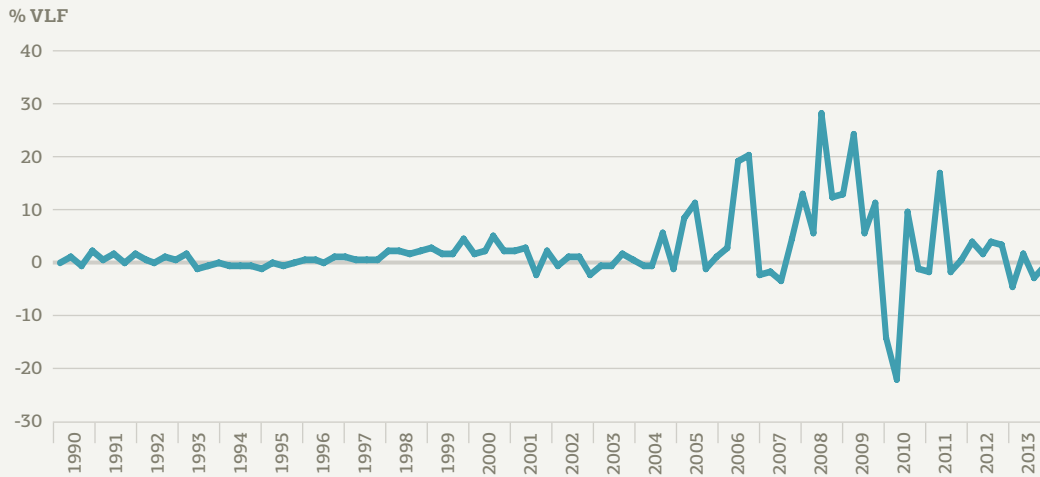
Búast má við að uppsöfnuð fjárfestingarþörf með tilliti til eðlilegrar áhættudreifingar og takmarkaðra innlendra fjárfestingarkosta sé veruleg. Lífeyrissjóðirnir eru langstærstu innlendu fjárfestarnir. Fyrir 1998 voru erlendar eignir lífeyrissjóðanna óverulegar enda fjárfestingarheimildir takmarkaðar og tiltölulega nýlega búið að gefa fjármagnsflutninga frjálsta. Þessar eignir jukust hins vegar mjög hratt á árunum 2003 til 2008, bæði vegna þess að lífeyrissjóðir voru duglegir að fjárfesta erlendis og einnig vegna örrar hækkunar eignaverðs erlendis á þessum tíma. Erlendar eignir lífeyrissjóðanna náðu hámarki í október 2007, voru þá 7,6 ma. Bandaríkjadala, sem samsvarar 454 ma.kr. á gengi þess tíma eða 27% af heildaeignum

lífeyrissjóðanna. Verðmæti erlendra eigna sjóðanna lækkaði síðan samfara lækkaði eignaverði erlendis árið 2008. Auk þess hafa lífeyrissjóðirnir flutt eitt hvert fjármagn heim, bæði í gegnum Avens-samninginn og gjalddeyrissúttöð Seðlabankans. Erlendar eignir lífeyrissjóðanna eru nú um 4,8 ma. Bandaríkjadala, eða 590 ma.kr. sem samsvarar um 23% af heildareignum.

Þar sem íslenska þjóðin er hlutfallslega ung eru inngreiðslur í lífeyrissjóðina hærri en útgreiðslur. Fá þeir ekki heimildir til að fjárfesta erlendis má búast við að hlutfall erlendra eigna þeirra lækki áfram með tilsvarendi samþjöppun áhættu í innlendum eignum. Í greinargerð um framgöngu áætlunar um losun fjármagnshafta kemur fram að til skoðunar sé að setja hömlur á erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna eftir

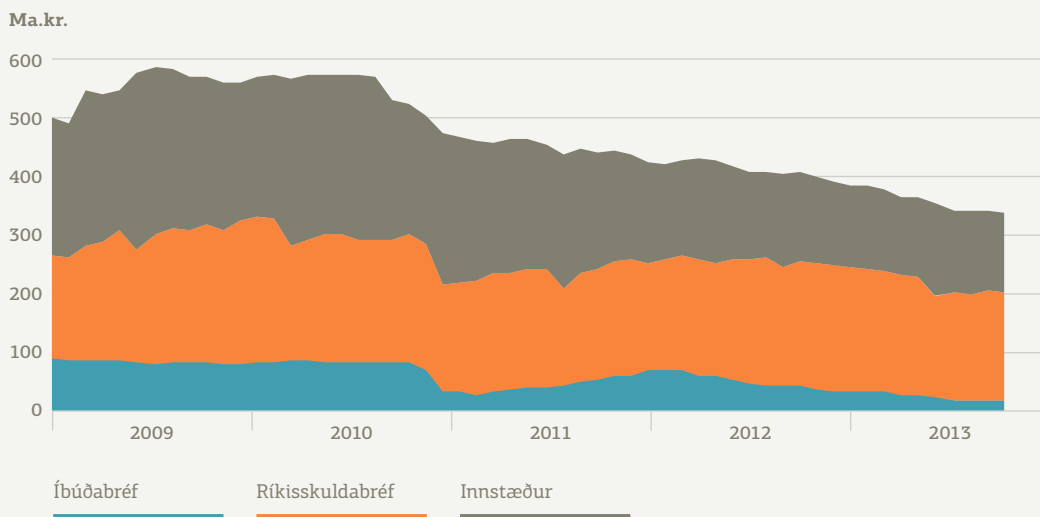
Fjármagnshreyfingar til og frá Íslandi

Ársfjórðungstölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands



Krónueign erlendra aðila

Heimild: Seðlabanki Íslands



að höftum hefur verið aflétt þannig að margt bendir til þess að vægi erlendra eigna lífeyrissjóða eigi ekki eftir að aukast á næstunni.

Er frjálst flæði fjármagns sjálfgefið?

Almennt er talið að frjálst flæði fjármagns; líkt og

frjálst flæði vöru, þjónustu og vinnuafis; hafi á heildina litið jákvæð áhrif. Það hefur til dæmis verið yfirlýst stefna Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) að tala fyrir frjálstu flæði fjármagns milli landa. Það þóttu því talsverð tíðindi þegar fjármagnshöft voru sett á hér á landi með samþykki sjóðsins.

Nýlegar yfirlýsingar AGS gefa hins vegar til kynna breytt viðhorf til skilyrðislaus óhefts flæðis fjármagns. Það er þó enn yfirlýst stefna sjóðsins að frjálst fjármagnsflæði milli landa hafi almennt jákvæð áhrif. Hins vegar viðurkennir sjóðurinn nú að frjálst flæði fjármagns feli í sér mikla áhættu. Snöggar breytingar á flæði

fjármagns geti auðveldlega stefnt fjármálastöðugleika ríkja í hættu. Almennt séu jákvæð áhrif fjármagnshreyfinga meiri og áhættan minni eftir því sem stofnana- og fjármálakerfi landsins er þróaðra. Það er nú hins vegar yfirlýst afstaða AGS að ekki sé víst að í öllum ríkjum og á öllum tímum sé rétt að stefna að fullkomlega frjálstu flæði fjármagns.

Að því gefnu að núverandi vandi vegna aflandskróna leysist farsælega hlýtur sú spurning að vakna hvort stefna skuli að fullu frelsi í fjármagnsflutningum að nýju, eða hvort Ísland sé í hópi þeirra ríkja þar sem hömlur af einhverju tagi þurfi að vera viðvarandi. Í ljósi reynslunnar undanfarin 10 ár verður það síðarnefnda að teljast líklegra.

Þróun eignaverðs frá hruni. Er bóla að myndast?

Nánast allir markaðir á Íslandi botnfrusu á haustmánuðum 2008 og mikil óvissa og ringulreið ríkti í kjölfar falls bankanna. Sé litið til helstu eignamarkaða frá miðju ári 2009, þegar mesti skjálftinn var komin úr skuldabréfa- og hlutabréfamarkaði, sést að skuldabréfamarkaðurinn hefur gefið bestu ávöxtunina, en vísitala verðtryggðra íbúðabréfa hefur hækkað að meðaltali um 11,7% á ári.

Hlutabréfamarkaðurinn tók við sér á seinni hluta árs 2009 en fór síðan ekki að hækka aftur að ráði fyrr en í ársbyrjun 2013.

Er að myndast eignabóla í skjóli fjármagnshafta?

Ekki er einfalt að skilgreina eignabólu og oft erfitt að greina hvort slík bóla sé til staðar. Raunin er því stundum sú að tilvist eignabólu verður ekki ljós fyrr en um seinan. Eignabóla er ástand þar sem verð eignar hefur í raun slitið tengsl við þá undirliggjandi þætti sem eiga jafnan að stýra verðþróun. Þá virðist sem sú tilhneiging að sjá ekki bóluna fyrr en hún er sprungin hafi

orsakað að verðhækkunir á eignamarkaði í dag eru oft túlkaðar sem bólu myndun. Í sögulegu samhengi voru áföllin árið 2008 mikil og því hafa hækkanir á mörkuðum hér á landi síðustu misseri leitt til alvarlegra vangaveltna um verðbólur og skapað áhyggjur af því að sagan endurtaki sig. Ofan á þetta geta fjármagnshöft haft brenglandi áhrif á eðlilega verðmyndun á innlendum eignamörkuðum og stuðlað að bólu myndun. Þetta helgast af því að verulegar krónueignir erlendra aðila eru læstar hér á landi og innlendum fjárfestum einnig óheimilt að fjárfesta erlendis. Ef eftirspurn eftir innlendum fjárfestingarkostum verður meiri en framboðið leiðir það

eðlilega til verðhækkunar sem getur orðið það skörp og mikil að umfangi að bóla taki að myndast.

Kjöraðstæður til myndunar eignabólu eru til staðar, en mikil lánsfjárförf ríkissjóðs hefur haldið uppi framboði af fjárfestingarkostum

Eftirspurn eftir fjárfestingarkostum á Íslandi er mikil um þessar mundir. Lífeyrissjóðirnir eru stærstu einstöku fjárfestarnir á Íslandi. Árleg fjárfestingarþörf þeirra er yfir 100 ma.kr. Á sama tíma er framboð fjárfestingarkosta takmarkað. Hallarekstur ríkissjóðs undanfarin ár hefur tryggt

stöðugt framboð af ríkisskuldabréfum en eftir því sem aukið jafnvægi kemst á ríkissfjármálin dregur úr lánsfjárförfinni. Samkvæmt ársáætlun Lánamála ríkisins 2013 var reiknað með að heildarútgáfa ársins yrði 90 ma.kr., en hrein útgáfa ríkissbréfa einungis 7 ma.kr.

Vegna stöðu Íbúðalánasjóðs er ekki að búast við útgáfu nýrra íbúðabréfa í bili. Hlutabréfaútbod á árinu hafa verið smá í sniðum en þó er búist við auknum skráningum á næstu árum og þegar gert ráð fyrir a.m.k. þremur skráningum á næstu 12 mánuðum. Stærð þessara skráninga er óljós, en betur má ef duga skal. Þessi mikla eftirspurn, ásamt fáum

fjárfestingarkostum, skapar kjörlendi fyrir eignabólur þar sem verð þrýstist upp án þess að breyting hafi orðið á grundvallareiginleikum eignanna.

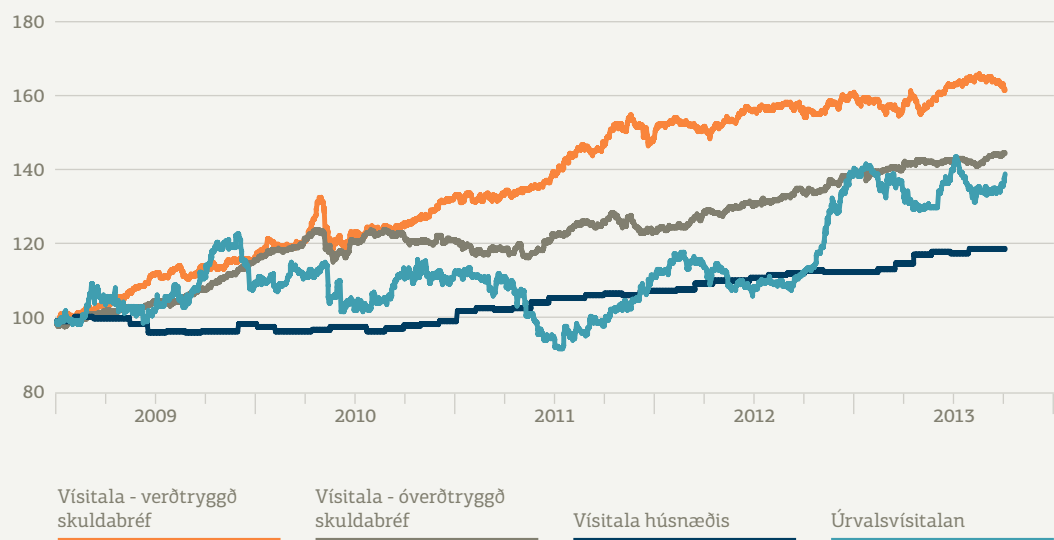
Verðlagning hlutabréfa- markaðarins erfið

Íslenskur hlutabréfamarkaður er enn lítill og í þróun frá hruni. Félögum hefur fjölgað nokkuð, en þó er enn langt í land að markaðurinn verði hlutfallslega jafn stór og í nálægum löndum. Vegna þess hversu fá félög eru á aðallista Kauphallarinnar og á dreifðum mörkuðum er ómögulegt að horfa á heildarmarkaðinn eða vísitölu í sambandi við verðbólgu á Íslandi. Nærtækast er því að reyna að horfa á hvert félag fyrir sig og greina hvort félagið sé undir- eða yfirverðlagt.

Í sinni einföldustu mynd eru tveir þættir sem ráða virði fyrirtækis, annars vegar vænt fjárstreymi og hins vegar sú ávöxtunarkrafa sem gerð er á það fjárstreymi. Hækkandi virði fyrirtækja er því byggt á væntingum um ákveðið fjárstreymi

Þróun helstu vísitalna frá miðju ári 2009

Heimild: Nasdaq OMX / Þjóðskrá



(hagnaður og arður) og/eða lækkandi ávöxtunarkröfu. Hættan hér á landi er að eftirspurnarþrýstingur leiði til ósjálfbærrar lækkunar á ávöxtunarkröfu markaðarins. Einnig er sú hættu fyrir hendi að markaðsaðilar ofmeti væntan árangur fyrirtækja til að réttmæta fjárfestingu í þeim.

V/H-kennitalan (verð hlutafélags í hlutfalli við hagnað þess) er sennilega sú sem mest er notuð til að meta mögulega undir- eða yfirverðlagningu hlutabréfa.

V/H-hlutfall þeirra nýu íslensku félaga sem eru skráð á aðallista Kauphallarinnar er á bilinu 7,7 til 29,4. Meðaltal vegið með markaðsvirði félaganna er 18. Horft eingöngu á úrvalsvísitöluna þá er þetta hlutfall 17,1. Mikil umræða hefur einnig verið erlendis um bólu myndun á hlutabréfamörkuðum, sér í lagi í Bandaríkjunum þar sem hækkun hlutabréfa hefur nánast verið stöðug í 5 ár. Í þeirri umræðu er horft á V/H-hlutföll og bent á að þessi kennitala sé komin í sama gildi og á haustmán-

uðum 2007. Hins vegar er á móti bent á að vænt arðsemi fyrirtækja sé meiri, skuldsætning minni og kerfisleg áhætta ekki eins mikil og áður. Það að sérfræðingar geti horft á sömu tölur og komist að ólíkri niðurstöðu varðandi þetta mál sýnir þann vanda sem felst í því að greina hlutabréfabólur.

Engar vísbendingar um bólu á fasteignamarkaði

Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu hefur hækk-

að um 24,5% síðan það var lægst í lok árs 2009. Miðað við almennt verðlag kostar íbúð núna svipað og um mitt ár 2004, miðað við laun er íbúðaverð nú svipað og árin 2004 og 1994. Fasteignaverð í hlutfalli við laun er nú nálægt sögulegu meðaltali. Byggingakostnaður hækkaði mikið í kjölfar hrunsins. Það er almennt álitid að söluverð nýs húsnæðis standi ekki undir byggingakostnaði nema í dýrustu hverfum á höfuðborgarsvæðinu. Miðað við þá stöðu þyrfti fasteignaverð að hækka til þess að hægt sé að byggja og svara þörf fyrir nýju húsnæði. Þau gögn sem liggja fyrir gefa því engan veginn til kynna að verðbólga sé á íslenskum fasteignamarkaði.

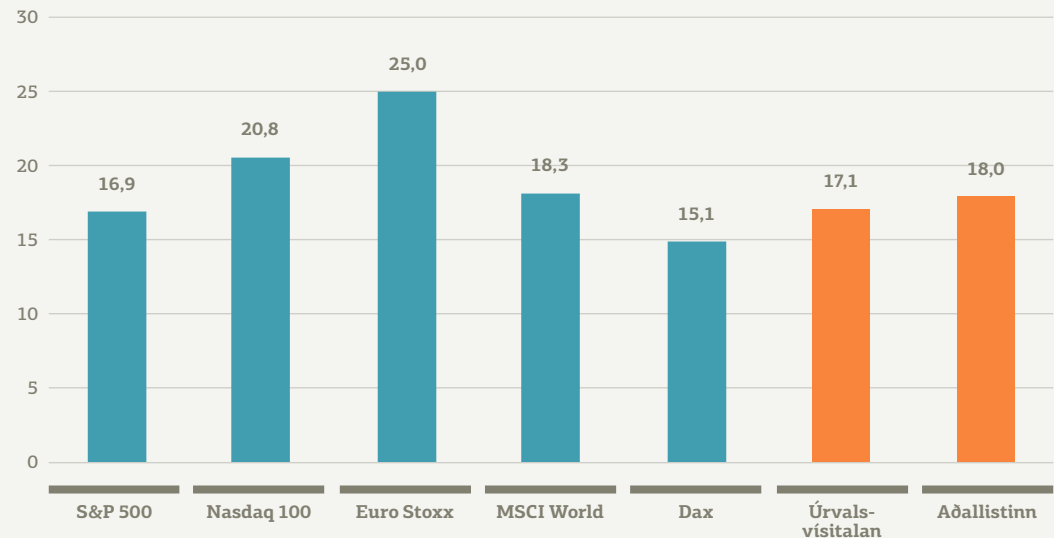
Höftin brengla skuldabréfamarkaðinn

Raunávöxtunarkrafa markaðsskuldabréfa hér á

V/H hlutföll

Verð / Hagnaður.
Heimild: Bloomberg og Hagfræðideild

Hlutfall



landi er á bilinu 2% til 3%. Til samanburðar fór ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa aldrei undir 3,5% á tímabilinu frá 2004 til október 2008.

Fjármagnshöftin skapa umframtirspurn eftir inn-

lendum fjárfestingarkostum og þar eru skuldabréf helsti kosturinn. Eftirspurnin hækkar verð og þar með lækkar ávöxtunarkrafan. Það má ætla að ávöxtunarkrafan væri eitthvað hærri ef fjármagnshaftanna nyti ekki við, sem myndi þýða

samsvarandi lækkun á verði bréfanna.

Erlendir aðilar, sem eru læstir inni með íslenskar krónur vegna haftanna, eiga að nafnvirði um 180 ma.kr. í ríkisskuldabréfum, aðallega á styttri endanum. M.v. lok

október 2013 áttu erlendir aðilar 67% af RIKB14, 70% af RIKB15, 85% af RIKB16 og 44% af RIKB19.

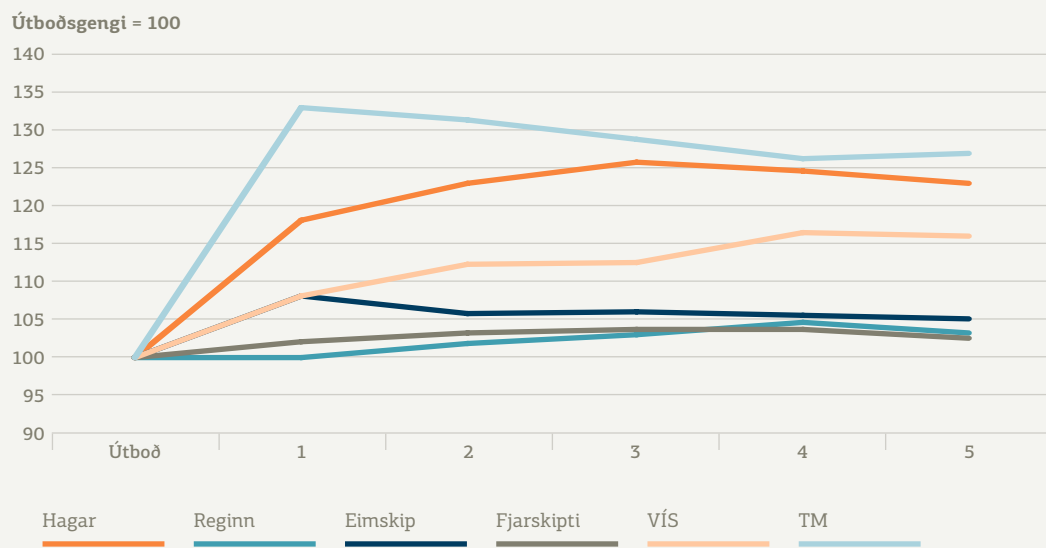
Ólíklegt er að þessi bréf fari öll á markað við afnám gjald-eyrishaftanna, slíkt myndi valda of miklum truflunum á markaði. Líklegra er að hluti af afléttingaráætlun felist í að gleypa þessi bréf. Þetta er enn eitt dæmið um erfiða stöðu sem er uppi vegna fjármagnshaftanna.

Óvissa vegna fjármagnshafta

Þau gögn sem nú eru fyrir hendi benda ekki til þess að almenn verðbólga sé þegar til staðar á íslenskum eignamarkaði. Aftur á móti eru vísendingar um að boginn sé að spennast sem sést t.d. í miklum hækkunum á fyrstu dögum í kjölfar nýskráninga TM og VÍS og sílækkandi ávöxtunarkröfu á skulda-

Fyrstu fimm viðskiptadagar eftir skráningu

Heimild: Bloomberg



bréfamarkaði. Þó er ekki útilokað að hlutabréfaútboðin hafi verið lítillega undirverðlögð þar sem mikil áhersla er venjulega lögð á að útboð takist vel. Hins vegar fela fjármagnshöftin í sér að óvissa ríkir um hversu vel verð endurspeglar raunverulegt virði eigna. Skilvirkni er

í lágmarki og því líklegt að verð endurspegli skort á fjárfestingartækifærum innan haftanna í stað raunverulegs virðis eigna. Fjárfestar þurfa því að hafa sérstakan vara á þegar aðstæður eru með þessum hætti.



8. Endalok alþjóðlegu efnahagskreppunnar í sjónmáli

Efnahagsástandið í Evrópu, mikilvægasta markaðssvæðis Íslands, hefur verið erfitt undanfarin misseri. Þó er útlit fyrir að heldur sé farið að rofa til. Til að mynda jókst landsframleiðsla á evrusvæðinu um 0,3% milli 1. og 2. ársfjórðungs eftir að hafa dregist saman síðustu sex fjórðunga þar á undan.

Stýrivextir í lágmarki og verðbólga lág en veikir hagvöxtur beggja vegna Atlantshafsins

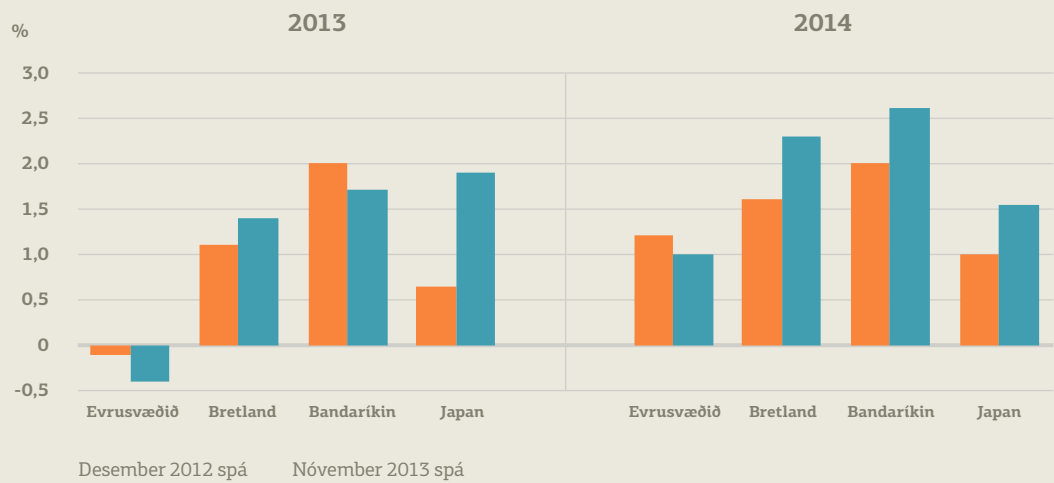
Fyrir árið í heild er almennt búist við um 0,4% samdrætti á árinu.³ Á næsta ári gera bæði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og markaðsaðilar ráð fyrir um 1% hagvexti á evrusvæðinu.

Flestar spár gera ráð fyrir að verðbólga á evrusvæðinu verði undir 2% á þessu og næsta ári. Ekki er búist við að evrópski seðlabankinn hækki vexti á næsta ári, en stýrivextir bankans eru nú í 0,25%.

Ýmislegt bendir til þess að aðgerðir bandaríska seðlabankans til að örva

Hagvaxtarspá

Miðgildi spáa markaðsaðila sem skiluðu spá til Bloomberg. Heimild: Bloomberg

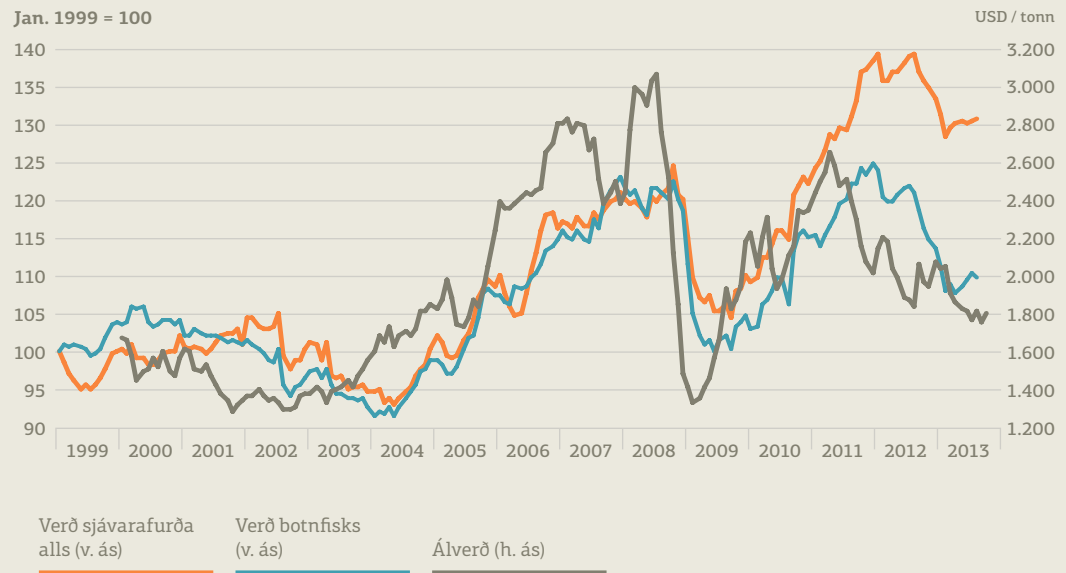


hagkerfið séu komnar að endamörkum, en auk þess að halda stýrivöxtum lágum hefur bankinn keypt mikið magn af skuldabréfum til þess að þrýsta vaxtastiginu

niður enn frekar. Við þetta hefur efnahagsreikningur bankans stækkað mikið, en ekki liggur fyrir hvernig stendur til að vinna ofan af þeirri stækkun. Dregið hefur

úr væntingum markaðsaðila um hagvöxt í Bandaríkjunum á næsta ári sem kann að skýrast af væntingum um að aðgerðum seðlabankans fari að ljúka. Töluverð óvissa

³ Af þeim 61 greinendum sem tóku þátt í síðustu væntingakönnun Bloomberg var enginn sem spáði aukningu á landsframleiðslu milli ára. Spárnar lágu á bilinu -0,1% til -0,6%. Miðgildi þessara spáa var -0,4%, sem er í samræmi við nýlega spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um 0,4% samdrátt á árinu.



ríkir enn um framvindu ríkisfjármála þar sem hækkun skuldabaks ríkissjóðs hefur mætt mikilli andstöðu í þinginu. Eftir mikil átök um hækkun þaksins á haustmánuðum mun aftur reyna á ríkisfjármálastefnuna þegar útlit er fyrir að hækka þurfi skuldabakið á ný í febrúar á næsta ári.

Hrávörur um helmingur af útflutningi landsins

Sjávarafurðir, ál og kísiljárn eru á bak við um helming útflutningsverðmæta Íslands. Verð á þessum vörum, eins og öðrum hrávörum, er mjög háð framvindu alþjóðafnaghagsmála. Þetta sýndi sig t.d. í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar á síðari

hluta ársins 2008 þegar verð á hrávörum lækkaði mjög skarpt.

Búist er við að hægist á hagvexti í nýmarkaðsríkjum, en hagvöxtur þar hefur verið einn helsti drifkraftur hækkunar á hrávöruverði seinustu ár. Því eru taldar auknar líkur á að draga muni úr verðhækkunum og verð jafnvel lækka á allra næstu árum.

Í spá Hagfræðideildar er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða muni lækka nokkuð á þessu ári. Á fyrstu níu mánuðum ársins var verðið að meðaltali 5,5% lægra en á sama tíma í fyrra. Verðið hefur þó farið hækkandi síðustu mánuði og er gert ráð fyrir lítilsháttar hækkun út spá-

tímabilið. Í heild er reiknað með að verðlag sjávarafurða í lok spátímabilsins verði svipað og í fyrra.

Álverð hefur gefið nokkuð eftir á síðustu árum. Frá aldamótum fór mánaðarlegt meðalverð hæst í 3.071 Bandaríkjadali fyrir tonnið í júlí 2008, en meðalverð í október á þessu ári var um 1.804 Bandaríkjadalar. Sé miðað við meðalverð undanfarin 5 ár er verðið nú um 11% lægra en um 3% lægra sé miðað við meðalverð það sem af er þessu ári. Sveiflur í álverði hafa verið miklar undanfarin ár. Aukið framboð af áli frá Kína og óvissa um þróun eftirspurnar gerir það að verkum að erfitt er að spá fyrir um framhaldið. Miðað við spár alþjóðlegra

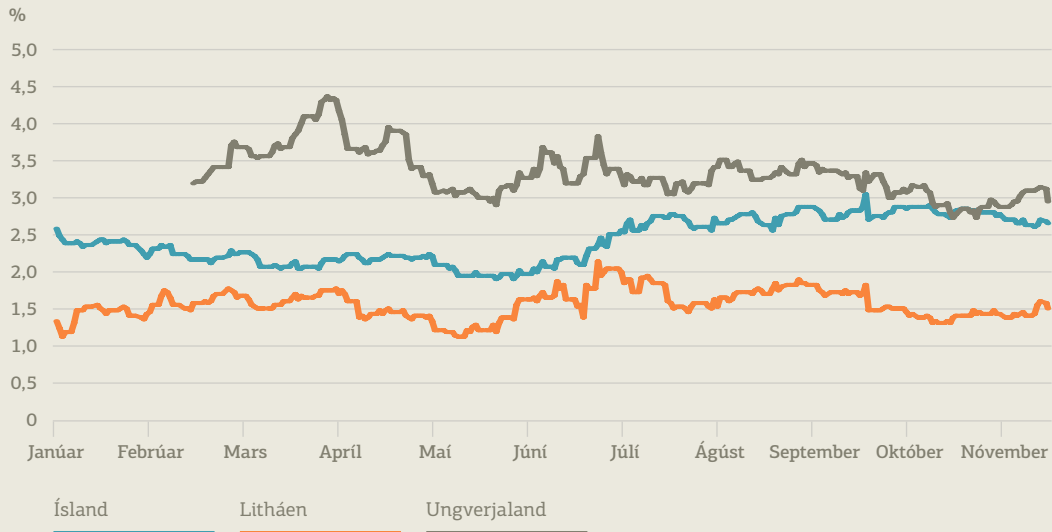
markaðsaðila og framvirkt verð má reikna með nokkurri hækkun frá núverandi gildum á spátímabilinu. Spá Hagfræðideildar gerir ráð fyrir að verðið haldi áfram að sveiflast mikið en reiknar með hóflegri hækkun frá núverandi gildum og að álverð verði í kringum 2.000 Bandaríkjadali á tonnið í lok spátímabilsins.

Aðgangur Íslands að erlendum fjármagnsmörkuðum til staðar

Þrjú stærstu lánsþæfismatsfyrirtækin - S&P, Moody's og Fitch - uppfærðu öll lánsþæfismat sitt á íslenska ríkinu í ár. S&P hélt lánsþæfiseinkunn ríkissjóðs vegna langtímaskuld-

Vaxtamunur við bandarísk ríkisskuldabréf 2013

Heimild: Bloomberg
Vaxtamunur á tíu ára ríkisskuldabréfi gefið út í dollurum og bandarísku ríkisskuldabréfi af svipaðri lengd.



bindinga í erlendri mynt óbreyttri í BBB- (einum flokki fyrir ofan spákaupmennskuflokk), en breytti horfum úr hlutlausum í neikvæðar. Moody's hélt mati sínu á langtímaskuldbindingum í erlendri mynt óbreyttu í Baa3 (einum flokki fyrir ofan spákaupmennskuflokk) og breytti horfum úr neikvæðum í stöðugar. Fitch hækkaði hins vegar lánshæfismat ríkissjóðs úr BBB- (einum flokki fyrir ofan spákaupmennskuflokk) í BBB (tveimur flokkum fyrir ofan spákaupmennskuflokk).

Eitthvað virðist vera að rofa til í aðgengi íslenskra fyrirtækja að erlendu lánsfé. Arion banki gaf út skuldabréf fyrir 500 milljón norskar krónur í febrúar. Þau

eru til 5 ára og bera 5% álag á millibankavexti í Noregi. Orkuveita Reykjavíkur gerði lánasamning við Goldman Sachs í apríl að andvirði 25 milljóna Bandaríkjadala til 18 mánaða sem hluta af endurskipulagningu á erlendum skuldum fyrirtækisins.

Blikur á lofti varðandi vaxtakjör ríkissjóðs

Rökstuðningur S&P fyrir því að breyta horfum á lánshæfismati ríkissjóðs úr stöðugum í neikvæðar hefur vakið nokkra athygli. Í umfjöllun matsfyrirtækisins kemur fram að fyrirhuguð almenn skuldaniðurfærsla heimilanna gæti valdið fjárhagslegri áhættu fyrir ríkis-

sjóð, auk þess sem það gæti orðið til þess að lækka mat þeirra á stofnanaumhverfi landsins og fyrirsjáanleika stjórnkerfisins.

Alls eru fimm markaðshæf erlend skuldabréf ríkissjóðs útistandandi. Mest viðskipti eru með 10 ára skuldabréf í Bandaríkjadöllum sem gefið var út á síðasta ári. Ávöxtunarkrafa þess bréfs á eftirmarkaði var í upphafi árs 2,5 prósentum fyrir ofan bandarískt ríkisskuldabréf af svipaðri lengd. Þetta álag gefur ágætis vísbendingu um áhættumat erlendra fjárfesta á íslenska hagkerfinu. Fyrri hluta árs fór álagið lækkanði. Lægst fór það í 1,9 prósentur í maí og stefndi þá í að krafan yrði svipuð og á sambærilegu litháísku ríkis-

skuldabréfi. Um mitt árið hækkaði álagið á íslenska bréfinu nokkuð skarpt og fór hæst í 3 prósentur í september. Álagið á íslenska bréfinu er nú svipað og á ungversku bréfi af svipaðri lengd, en Ungverjaland er með lægri lánshæfiseinkunn en bæði Ísland og Litháen. Þessi þróun hefur vitaskuld áhrif á aðra innlenda aðila, þar sem ávöxtunarkrafa ríkissjóðs skilgreinir það grunnviðmið sem aðrir innlendir aðilar munu þurfa að búa við.

Útgefandi: Landsbankinn hf.

Ábyrgðarmaður: Daníel Svavarsson

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

Upplag: 600

Hönnun: Jónsson & Le'macks

Umbrot: Guðmundur Ragnar Steingrímsson

Myndir: Sigurður Eggertsson

Prentun: Prentmet, nóvember 2013

Innihald og form þeirra greininga sem birtast hér er unnið af starfsmönnum Hagfræðideildar Landsbankans hf. og byggist á aðgengilegum opinberum upplýsingum á þeim tíma sem þær voru unnar. Mat á þeim upplýsingum endurspeglar skoðanir starfsmanna Hagfræðideildar Landsbankans á þeim degi þegar þær eru dagsettar, en þær geta breyst án fyrirvara.

Landsbankinn hf. og starfsfólk hans taka ekki ábyrgð á viðskiptum sem byggð eru á þeim upplýsingum og skoðunum sem hér eru settar fram, enda eru þær ekki veittar sem persónuleg ráðgjöf fyrir einstök viðskipti.

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