

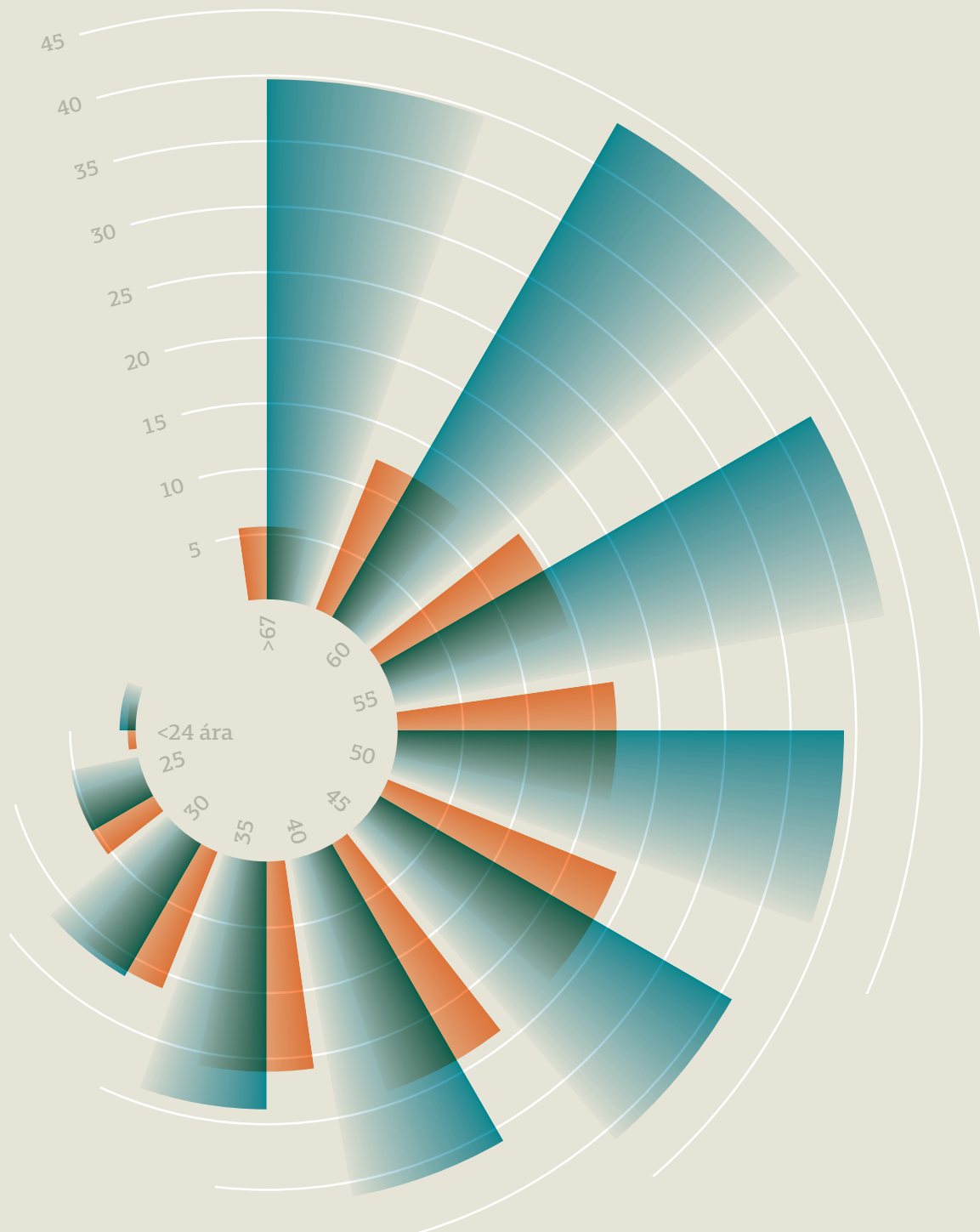


# Þjóðhagur

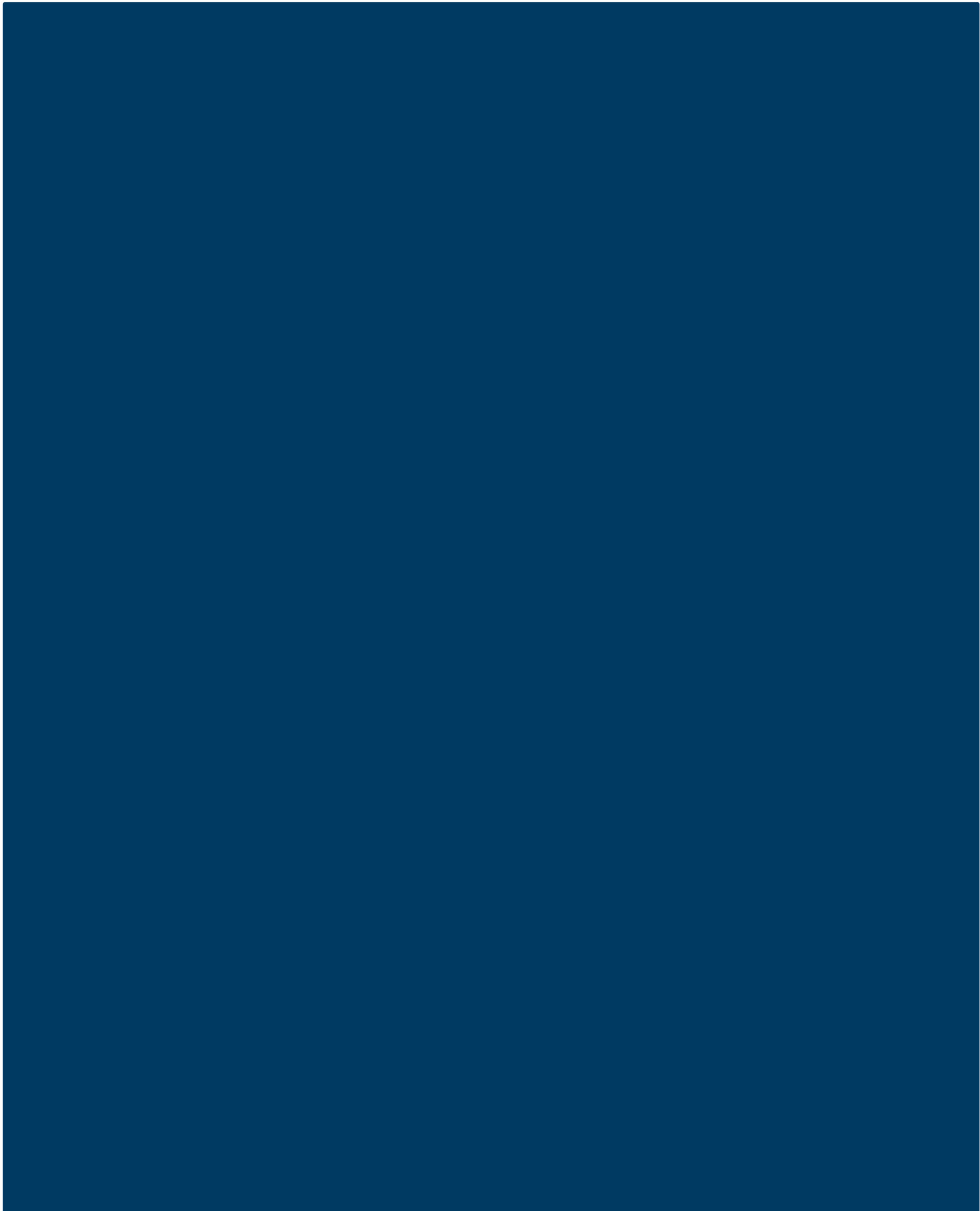
5. árgangur

Hagspá 2015–2018

Nóvember 2015



Eignir og skuldir einstaklinga  
í milljónum króna eftir aldurshópum árið 2014  
Heimild: Hagstofa Íslands og Hagfræðideild Landsbankans



# Þjóðhagur

Hagspá 2015 - 2018

---

## Efnisyfirlit

---

Formáli .....	2
1. Inngangur og samantekt .....	3
2. Verðbólgan eykst um mitt næsta ár.....	8
3. Einkaneyslan er komin á skrið .....	14
4. Fjárfesting er farin að taka við sér .....	32
5. Ferðaþjónustan heldur áfram að draga vagninn í útflutningi .....	40
6. Fjármál ríkisins á réttri leið en sveitafélögin í járnum .....	46
7. Innlendir fjármálamarkaðir .....	51
8. Ytri skilyrði og jöfnuður þjóðarbúsins .....	54

---

# Formáli

---

Þjóðhagur, ársrit Hagfræðideildar Landsbankans, kemur nú út í fimmta sinn. Í Þjóðhag er fjallað um þróun og horfur í efnahagsmálum, þjóðhags- og verðbólguþá deildarinnar til næstu fjögurra ára, ásamt samanburði við síðustu spá og helstu spár opinberra aðila.

Efnahagsaðstæður undanfarin tvö ár hafa að mörgu

leyti verið mjög hagfelldar, t.d. hefur verðbólga verið nánast samfelld undir 2,5% verðbólguþá Seðlabankans, kaupmáttur launa og ráðstöfunartekna hefur aukist mikið og skuldir heimila og fyrirtækja lækkað.

Hagfræðideild Landsbankans gerir ráð fyrir áframhaldandi hagvexti á

spátímabilinu. Samkvæmt spánni verður hagvöxtur um 4,5% í ár og næstu tvö árin, en lækkar svo í tæplega 3,7% árið 2018. Verðbólga verður nálægt markmiði Seðlabankans fram undir mitt næsta ár, en kröftugur hagvöxtur, með vaxandi framleiðsluspennu, ásamt áhrifum umtalsverðra launahækkana á næstu árum munu að öllum lík-

indum raska verðstöðugleiknum sem nú ríkir. Gert er ráð fyrir að verðbólga aukist töluvert á næsta ári, hún nái hámarki á árinu 2017 í um 5% en lækki síðan aftur í átt að verðbólguþá deildarinnar undir lok spátímans. Samkvæmt verðbólguþá deildarinnar verður meðalverðbólga um 3,3% á tímabilinu 2015-2018.

# 1. Inngangur og samantekt

---

**Efnahagsástandið er á flesta mælikvarða mjög gott.** Atvinnuleysi er lágt, kaupmáttur heimilanna á uppleið og skuldirnar á niðurleið. Gengi krónunnar hefur styrkst og verðbólgan er enn lág.

---

Loks sér fyrir endann á uppgjöri þrotabúa föllnu bankanna. Útlit er fyrir að sú lending sem þar er að nást muni gera stjórnvöldum kleift að afnema fjármagnshöftin og lækka skuldir ríkissjóðs verulega. Að sama skapi stefnir í að hreinar erlendar skuldir þjóðarbúsins komist í sögulegt lágmark eftir uppgjör þrotabúanna.

Efnahagsbatinn er nú á sínu fimmta ári og jafnframt er útlit fyrir að hagvöxtur verði umtalsvert meiri á spátímabilinu en hann hefur verið undanfarin fjögur ár. Þessum mikla hagvexti munu fylgja vaxtarverkir, en nýgerðir kjarasamningar bera þess skýr merki að framleiðsluslakinn sem myndaðist á samdráttarárunum sé horfinn. Óhjákvæmilegt virðist að verðbólga aukist nokkuð á næstu

árum en með skynsamlegri stjórn í peninga- og ríkisfjármálum ætti að vera mögulegt að hemja hana þannig að hún verði nálægt efri vikmörkum verðbólguarmiðsins þegar hagsveiflan nær hámarki. Það mun þó einnig krefjast þess að aðilar vinnumarkaðarins komist að skynsamlegu samkomulagi um fyrirkomulag kjaraviðræðna í framtíðinni sem tryggir launþegum bæði kjarabætur og efnahagslegan stöðugleika.

---

## Einkaneyslan er komin á skrið

---

Einkaneysla er um helmingur af vergrí landsframleiðslu. Því skiptir þróun hennar miklu máli þegar hagvaxtarhorfur eru metnar. Óhætt er að segja að óvenju margir þættir sem hafa áhrif

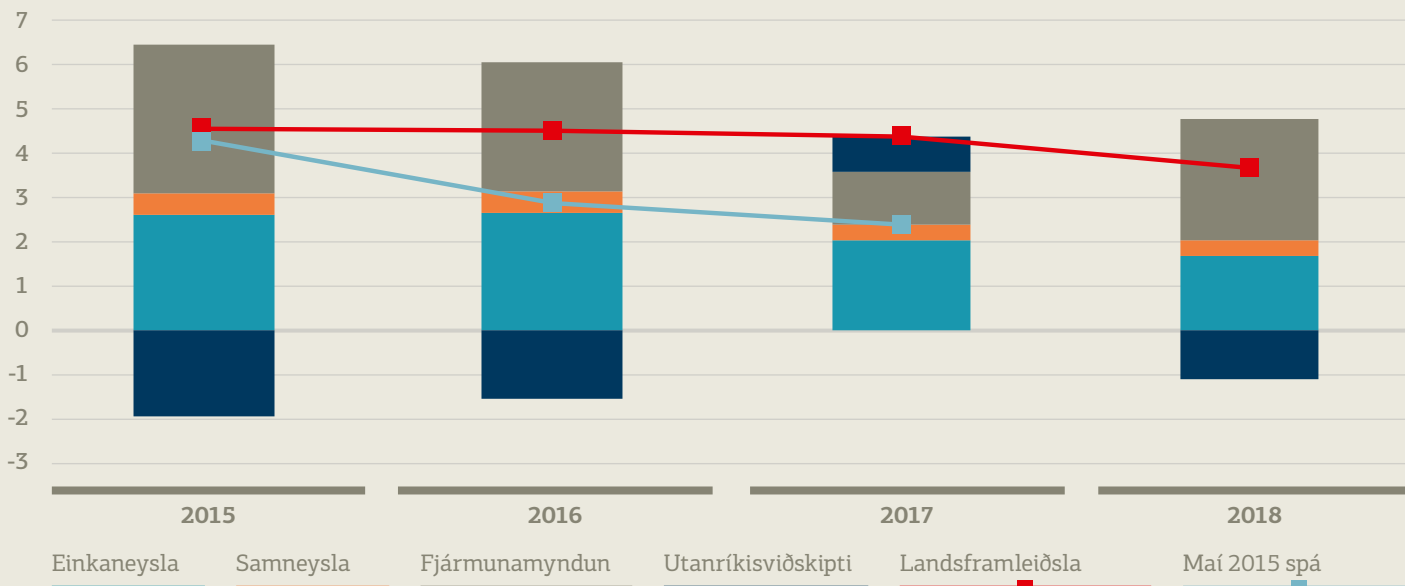
á þróun einkaneyslu séu með hagstæðasta móti um þessar mundir. Atvinnuástand er gott, laun og ráðstöfunartekjur hafa hækkað og eigna- og skuldastaða heimilanna hefur batnað.

Einkaneysla jókst um 4,4% fyrstu 6 mánuði ársins miðað við sama tíma í fyrra. Við gerum ráð fyrir að einkaneysla haldi áfram að aukast á síðari helmingi ársins og að í heild muni einkaneysla á árinu 2015 aukast um 4,9%. Þetta er talsverð breyting frá undanföllum árum. Ef spáin gengur eftir verður vöxtur einkaneyslu árið 2015 sá mesti síðan á árinu 2007, þegar hún jókst um 6,7% milli ára. Á næsta ári er svo útlit fyrir að enn bæti í og vöxturinn verði 5,0%. Eftir það hægist á honum. Við reiknum með 3,8% vexti einkaneyslu árið 2017 og

3,2% í lok spátímans árið 2018.

Þrátt fyrir að samdráttur einkaneyslu í nýyfyrstöðnu samdráttarskeiði hafi verið bæði meiri og langvinnari en í fyrri samdráttarskeiðum hefur einkaneysla tekið mun hægar við sér nú en eftir fyrri samdráttarskeið. Nú, þegar brátt fimm ár eru liðin frá því að efnahagsbatinn hófst, hefur einkaneysla aukist að meðaltali um 2,6% á ári. Á fyrri hagvaxtar-skeiðum frá árinu 1980 jókst einkaneysla að jafnaði um tæp 7% árlega. Í þjóðhagsspá Hagfræðideildar er gert ráð um 4,5% meðalvexti einkaneyslu á tímabilinu 2015-2018. Leiti vöxtur einkaneyslu hins vegar í svipað far og eftir fyrri samdráttarskeið má búast við að hagvöxtur í þjóðhagsspá Hagfræðideildar sé umtalsvert vanmetinn.

Breyting frá fyrra ári (%)



## Góð staða á vinnumarkaði

Atvinnuleysi hefur minnkað hratt. Í september var meðalatvinnuleysi síðustu 12 mánaða 3,1%, samkvæmt upplýsingum frá Vinnu-málastofnun um skráð atvinnuleysi. Eftirspurn eftir vinnuafli hefur aukist mikið í takt við aukna eftirspurn í hagkerfinu. Ljóst er að þróun hagkerfisins mun skapa vaxandi eftirspurn eftir vinnuafli á næstu árum sem verður að mæta að einhverju leyti með auknum innflutningi erlends vinnuafils. Þess má vænta að atvinnuleysi haldi áfram að minnka, en ekki með sama hraða og verið hefur. Hagfræðideild spáir því að skráð atvinnuleysi verði komið niður í 2,7% í lok spátímans árið 2018.

## Laun hafa hækkað umtalsvert

Launa- og kaupmáttarþróun á síðasta ári var launþegum almennt verulega hagstæð. Regluleg laun landsmanna voru að jafnaði 8,2% hærrí í september 2015 en í sama mánuði 2014. Kaupmáttaraukning á sama tímabili var að meðaltali 6,2%. Kaupmáttur launa er nú hærrí en nokkru sinni fyrr. Við gerum ráð fyrir að kaupmáttur launa haldi áfram að hækka á spátímabilinu, um 5% á næsta ári en um ríflega 2% á árunum 2017 og 2018.

## Fasteignaverð á fleygiferð upp á við

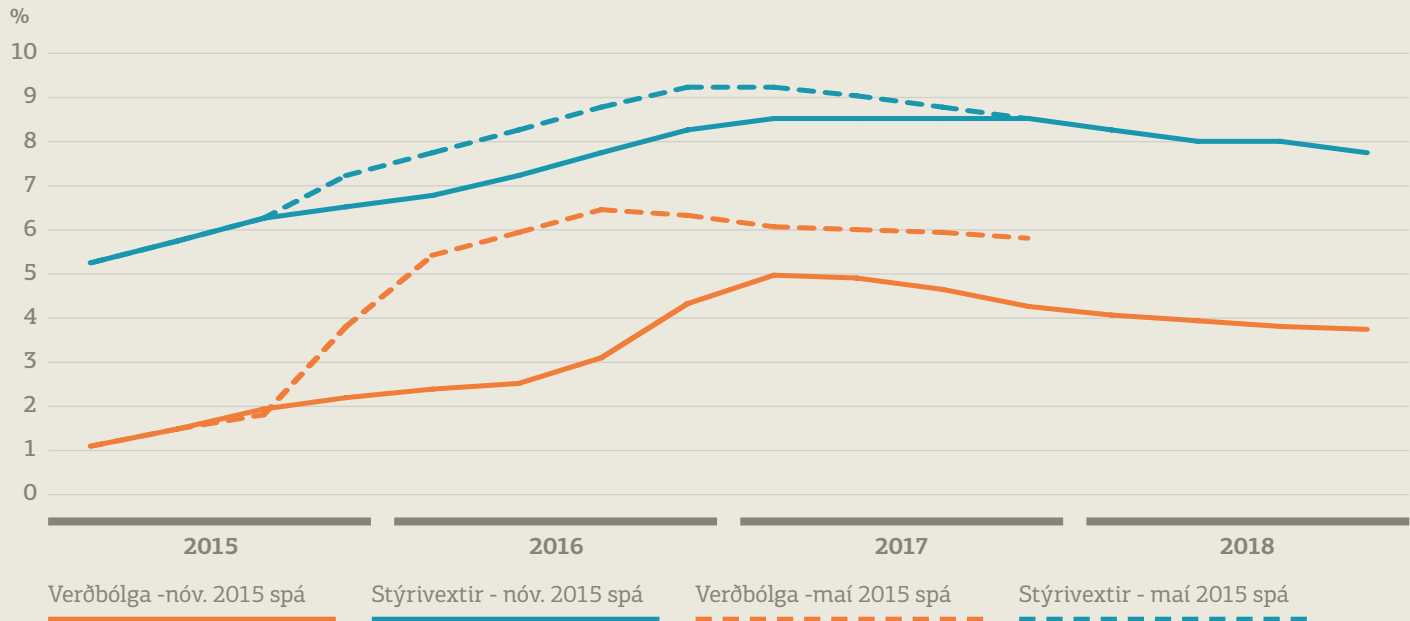
Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 8,5% á síðasta ári. Verðþró-

unin hefur verið með svipuðum hætti á þessu ári, en í september var 12 mánaða hækking húsnæðisverðs 9,3%. Flest bendir til þess að fasteignaverð haldi áfram að hækka. Framboð nýs húsnæðis virðist ekki halda í við aukna eftirspurn. Aukin samkeppni er á íbúðalánamarkaði og aðgangur að fjármagni hefur aukist. Útlit er fyrir áframhaldandi kaupmáttaraukningu, skuldastaða heimilanna hefur batnað til muna og hækking fasteignaverðs hefur aukið veðrymi heimilanna. Allt eru þetta þættir sem stuðla munu að hækking fasteignaverði á næstu misserum. Hagfræðideild spáir því að fasteignaverð hækki um 9,5% í ár, og 8% á næstu 3 árin.

## Fjárfesting eykst töluvert á spátímabilinu

Gert er ráð fyrir að heildarfjármunamyndun í hagkerfinu aukist töluvert á þessu ári og því næsta. Vöxtur í fjárfestingum verður rúm 20% í ár og um 15% á næsta ári. Síðan hægist á vextinum árið 2017 en þá verður hann 6%. Fjárfesting tekur svo aftur við sér árið 2018 með rúmlega 12% vexti. Vöxturinn skýrist að mestu af aukinni atvinnuvegafjárfestingu á næstu árum en framlag íbúðafjárfestingar verður þó töluvert næstu þrjú árin.

Útlit er fyrir að atvinnuvegafjárfesting aukist töluvert á spátímanum, ekki síst á þessu ári. Vöxturinn verður einnig nokkuð kröftugur árin 2016 og 2018. Ekki er



gert ráð fyrir að íbúðafjárfesting aukist mikið á þessu ári en að hún vaxi á hinn bóginn að meðaltali um 15% árlega árin 2016-2018. Þrátt fyrir batnandi stöðu ríkissjóðs gefa augljós þenslu-merki ríkinu lítið svigrúm til að ráðast í auknar fjárfestingar á komandi árum. Erfið fjárhagsstaða sveitarfélaga gefur ekki tilefni til að ætla að fjárfestingar þeirra aukist til muna. Við gerum ráð fyrir að árleg fjárfesting hins opinbera vaxi að jafnaði um rúm 4% á spátímanum.

### Verðbólga nálægt markmiði fram á mitt næsta ár

Verðbólguhorfur næstu mánuði eru nokkuð góðar. Um næstu áramót falla niður tollar á fatnað og skó sem gæti haft allt að 0,5 prósentu-

stiga áhrif til lækkunar á vísitölu neysluverðs. Auk þess verða nokkuð mikil grunnáhrif á tólf mánaða verðbólgu þegar mælingar fyrir febrúar og mars 2015 detta út, en vísitala neysluverðs hækkaði mikið milli mánaða þessa tvo mánuði. Við gerum því ráð fyrir að verðbólga verði að jafnaði nálægt verðbólgu markmiði Seðlabankans fram á mitt næsta ár.

Hagfræðideild gerir þó enn ráð fyrir að verðbólga muni aukast umtalsvert á næstu misserum. Samkvæmt spá okkar mun verðbólguáhrifin hins vegar koma töluvert seinna en við reiknuðum með í maí og jafnframt verða lægri. Á spátímabilinu, sem nær til ársloka 2018, gerum við ráð fyrir að verðbólga fari hæst í tæp 5% (meðaltal

ársfjórðungs) á fyrri helmingi ársins 2017. Verðbólgan verði komin niður fyrir efri vikmörk verðbólgu markmiðsins í lok spátímans, en verður þó talsvert yfir 2,5% verðbólgu markmiðinu.

### Stýrivextir eiga eftir að hækka töluvert

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur hækkað stýrivexti um alls 1,25 prósentustig það sem af er þessu ári. Miðað við verðbólguhorfurnar í maí sl. gerðum við ráð fyrir að nefndin myndi hækka vexti bankans um alls tvö prósentustig á árinu. Nú reiknum við hins vegar með því að nefndin haldi vöxtum bankans óbreyttum á seinasta nefndarfundum ársins í desember og að stýrivextir

verði því 6,5% í lok árs. Við reiknum með því að samhliða versnandi verðbólguhorfum er líður á árið 2016 muni Seðlabankinn hækka vexti allnokkuð. Í verðbólgu- og þjóðhagsspá Hagfræðideildar er gert ráð fyrir að vextir verði komnir í 8,5% í byrjun árs 2017 en lækki svo að nýju árið 2018.

### Aukinn útflutningur borinn uppi af vexti ferðapjónustunnar

Gert er ráð fyrir að vöxtur útflutnings verði eins og undanfarin ár borinn uppi af auknum umsvifum í ferðapjónustu. Gert er ráð fyrir að heildarútflutningur aukist um tæp 8% á þessu ári og rétt um 6% árlega á næstu tveimur árum, en tæplega 4% árið 2018.

## Yfirlit yfir þjóðhagsspá Hagfræðideildar Landsbankans

	Í ma. kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%)			
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar	2014	2015	2016	2017	2018
Verg landsframleiðsla	1.989	4,5 (4,3)	4,5 (2,9)	4,4 (2,4)	3,7
Einkaneysla	1.046	4,9 (4,5)	5,0 (3,5)	3,8 (2,0)	3,2
Samneysla	484	2,0 (2,0)	2,0 (1,5)	1,5 (1,5)	1,5
Fjármunamyndun	332	20,3 (21,6)	14,9 (9,6)	6,1 (-0,3)	12,3
Atvinnuvegafjárfesting	212	30,0 (27,2)	17,2 (8,7)	3,1 (-4,5)	15,1
Fjárfesting í (búðarhúsnæði	59	2,5 (18,0)	18,0 (18,0)	18,0 (10,0)	10,0
Fjárfesting hins opinbera	61	3,5 (3,5)	4,0 (4,0)	5,0 (5,0)	5,0
Þjóðarútgjöld alls	1.865	5,3 (6,9)	6,0 (4,1)	3,6 (1,5)	4,4
Útflutningur vöru og þjónustu	1.067	7,9 (6,8)	5,9 (4,5)	5,7 (3,2)	3,8
Innflutningur vöru og þjónustu	942	13,0 (12,3)	9,4 (7,1)	4,5 (1,5)	6,1
<b>Stýrivextir og verðbólga</b>		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Stýrivextir (lok árs, %)		6,50 (7,25)	8,25 (9,25)	8,50 (8,50)	7,75
Verðbólga (ársmeðaltal, %)		1,7 (2,0)	3,1 (6,0)	4,7 (5,5)	3,9
Gengi evru (ársmeðaltal)		147 (148)	141 (148)	139 (148)	138
Fasteignaverð (breyting milli ársmeðaltala, %)		9,5 (10,0)	8,0 (8,0)	8,0 (8,0)	8,0
<b>Vinumarkaður</b>		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Kaupmáttur launa (breyting frá fyrra ári, %)		5,1 (5,8)	5,3 (0,9)	2,1 (0,0)	2,3
Atvinnuleysi (hlutfall af vinnuafli, %)		2,9 (3,5)	2,8 (3,9)	2,7 (3,9)	2,7
<b>Viðskiptajöfnuður</b>		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Vöru og þjónustujöfnuður		6,9 (6,4)	5,8 (5,5)	6,5 (6,5)	5,3
Viðskiptajöfnuður		3,3 (2,2)	2,7 (1,2)	3,8 (2,5)	2,5

Tölur innan sviga eru spá Hagfræðideildar frá maí 2015

Gert er ráð fyrir auknum þorskútflutningi en svipuðum uppsjárveidum og undanfarið ár. Spá um útflutning frá stóriðju hefur breyst að því leyti að nú er gert ráð fyrir kísilveri Thorsil í Helgúvík sem ekki var áður í spá okkar. Heildarþróun útflutnings markast þó mest af spá okkar um áframhaldandi fjölgun ferðamanna. Gert er ráð fyrir að erlendum ferðamönnum fjölgi um 26% á þessu ári og um 24% á næsta ári en síðan hægi talsvert á fjölgun ferða-

manna eftir því sem líður á spátímann.

### Opinber fjármál á réttri leið

Staða sveitarfélaganna er enn erfið og þau skila litlum rekstrarafgangi, m.a. vegna aukins launakostnaðar. Staða ríkissjóðs hefur á hinn bóginn batnað jafnt og þétt undanfarin ár. Frumvarp til fjárlagalaaga fyrir 2015 hefur nú verið lagt fram. Samkvæmt því verður rúm-

lega 20 ma.kr. afgangur af rekstri ríkisins á þessu ári en í fjárlögum var gert ráð fyrir 3,5 ma.kr. afgangi. Í fjárlagafrumvarpinu fyrir 2016 er lagt upp með nokkuð markvissa áætlun um niðurgreiðslu skulda ríkissjóðs. Í frumvarpinu er ekki beinlínis gert ráð fyrir áhrifum af áætlunum um losun fjármagnshafna en samkvæmt yfirlýsingum ráðamanna er stefnt að því að svigrúminu sem myndast hjá ríkissjóði vegna uppgjörðs þrotabúa föllnu bankanna verði að

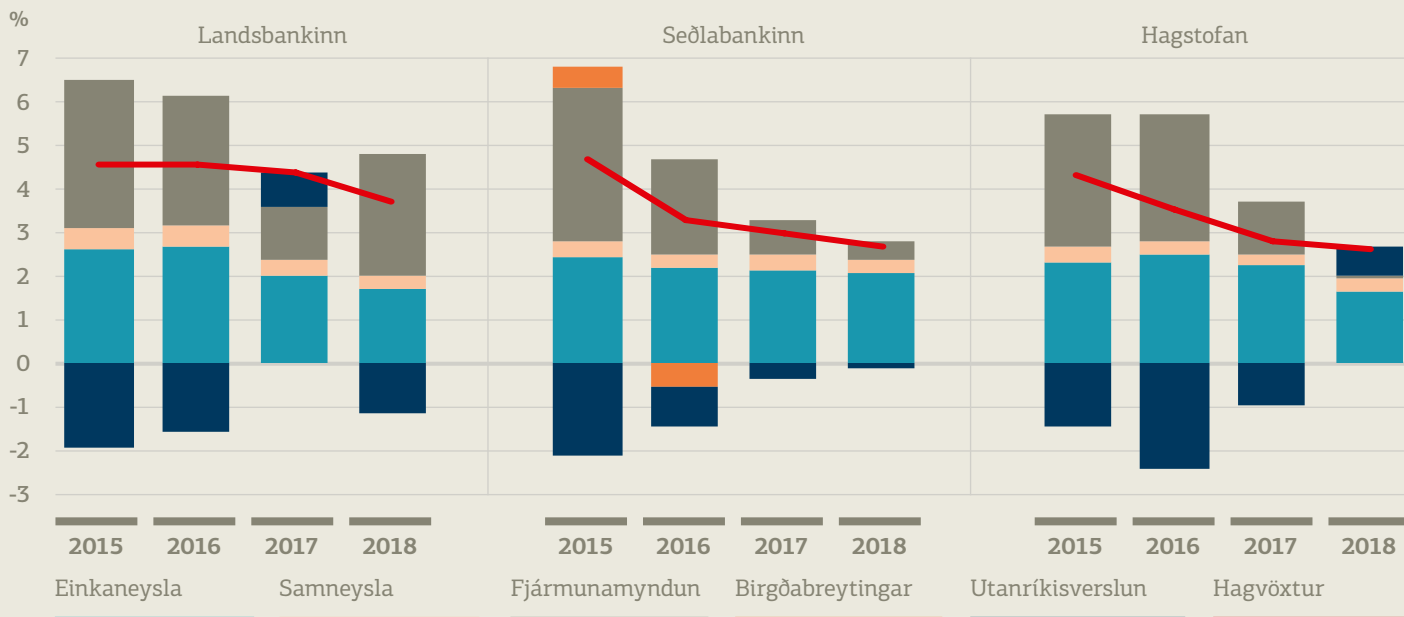
verulegu leyti varið til að lækka skuldir ríkissjóðs.

Hagfræðideild spáir því að samneysla aukist um 2% á árinu 2015, hún aukist aftur um 2% á næsta ári og 1,5% árin 2017 og 2018. Þar sem gert er ráð fyrir að landsframleiðslan aukist töluvert meira en samneyslan verður samneyslan um 22% af landsframleiðslu í lok spátímabilsins, sem er mun lægra en verið hefur á síðustu árum.



## Hagvaxtarspár ásamt framlagi undirliða

Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



### Innlendir fjármálamarkaðir

Horfur fyrir íslenska fjármálamarkaðinn á næsta ári eru almennt góðar, enda eru horfur fyrir hagkerfið í heild ágætar. Hagvöxtur á næsta ári mun styðja við hlutabréfamarkaðinn. Óvissa í tengslum við afnám fjármagnshafta, svo sem um hversu mikið fjármagn verður fært úr landi, hversu mikið mun koma til landsins og hvernig nýjum stýri-tækjum verður beitt í því sambandi, ásamt minna framboði af ríkisskuldabréfum, mun setja sitt mark á þróunina á skuldabréfamarkaði.

### Líklegt að krónan styrkist

Gangi spá Hagfræðideildar eftir um að áfram verði

myndarlegur afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd á spátímanum, teljum við, að öðru óbreyttu, meiri líkur en minni á að krónan styrkist í kjölfar afnáms fjármagnshafta. Í þjóðhagsspá Hagfræðideildar er því gert ráð fyrir að meðalgengi krónu gagnvart evru verði um það bil 6% hærra árið 2018 en á árinu 2015.

### Hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndunum hafa versnað lítillega

Hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndunum Íslands hafa breyst nokkuð í ár. Væntingar um hagvöxt á evrusvæðinu eru um 1,5% í ár í samanburði við 1,1% í könnun sem gerð var í lok seinasta árs. Væntingar um hagvöxt í Bretlandi og Bandaríkjunum lækkuðu í

ár, en samt sem áður er gert ráð fyrir mun meiri hagvexti þar en á evrusvæðinu.

### Viðskiptakjör hafa batnað

Hrávöruvísitala Bloomberg var að meðaltali um 23% lægri fyrstu 10 mánuði ársins en árið 2014. Heimsmarkaðsverð á olíu hefur lækkað um 41% og álverð um 10%. Lækkun heimsmarkaðsverðs á hrávörum hefur ekki haft teljandi áhrif á verð sjávarafurða. Þvert á móti er verðvísitala sjávarafurða hærri í ár en hún var í fyrra. Við reiknum með að viðskiptakjör þjóðarbúsins í heild batni um 5% á þessu ári, haldist nokkuð stöðug á næsta ári en versni lítilsháttar á seinni hluta spátímabilsins.

### Samhljómur í opinberum spám

Spá Hagfræðideildar gerir ráð fyrir 4,3% meðalhagvexti á spátímabilinu, sem er töluvert meiri vöxtur en Seðlabankinn og Hagstofan sjá í kortunum, en spáir beggja aðila gera ráð fyrir um 3,3% meðalhagvexti á sama tímabili. Spárnar eru að öðru leyti nokkuð áþekkar hvað varðar samsetningu hagvaxtar á komandi árum, þ.e.a.s. að hann verði borinn upp af vexti innlendrar eftirspurnar; einkaneyslu, fjárfestingu og samneyslu. Spá Hagfræðideildar sker sig þó úr að því leyti að gert er ráð fyrir umtalsverðu jákvæðu framlagi utanríkisverslunar til hagvaxtar árið 2017. Hagstofan gerir þó einnig ráð fyrir jákvæðu framlagi utanríkisviðskipta árið 2018.

## 2. Verðbólga eykst um mitt næsta ár

---

**Hagfræðideild gerir ráð fyrir** að verðbólga muni aukast umtalsvert á næstu misserum. Samkvæmt nýrri spá okkar mun verðbólgukúfurinn hins vegar koma töluvert seinna en við reiknuðum með í maí og verður jafnframt lægri.

---

Á spátímabilinu, sem nær til ársloka 2018, gerum við ráð fyrir því að verðbólgan fari hæst í tæp 5% (meðaltal ársfjórðungs) á fyrsta árs-helmingi 2017. Verðbólga verði komin niður fyrir efri vikmörk verðbólgu-markmiðsins í lok spátímans, en verður þó talsvert yfir 2,5% verðbólgu-markmiðinu.

---

### **Breyting á verðbólguhorfum skýrist í grundvallaratriðum af tveimur meginþáttum**

---

Í fyrsta lagi hafa launa-hækkanir frá því í vor ekki skilað sér inn í verðlag að því marki sem við mátti búast. Til að mynda var 12 mánaða hækkun á innlendri þjónustu 2,7% í október,

rétt við verðbólgu-markmið Seðlabankans. Ætla má að þjónustuliðurinn sé einna næmastur fyrir breytingum á launakostnaði og þar með áhrifum af nýgerðum kjara-samningum. Þetta bendir til þess að fyrirtæki hafi ef til vill haft meira svigrúm til þess að taka á sig launa-hækkanir en gert var ráð fyrir í maí.

Í öðru lagi hefur gengi íslensku krónunnar styrkst nokkuð í ár, en í spá okkar í maí var gert ráð fyrir óbreyttu gengi út spátímanna. Seðlabanki Íslands hefur í ár keypt megnið af umfram-gjaldeyrissinnstreyminu á markaðnum, fyrir alls 218 milljarða króna á fyrstu tíu mánuðum ársins. Þrátt fyrir þessi kaup hefur krónan

styrkst á tímabilinu. Samkvæmt spá Hagfræðideildar verður áfram afgangur af viðskiptum við útlönd út spátímanna þótt hann minnki þegar fram í sækir. Um leið er gert ráð fyrir að Seðlabankinn dragi verulega úr gjaldeyriskaupum eftir að gjaldeyrísútboði vegna aflandskrónuvandans svo-kallaða lýkur snemma á næsta ári. Við teljum ólíklegt að Seðlabankinn velji að taka gengisfarveginn alveg úr sambandi í miðlun peningastefnunnar með stórfelldum inngrípum á markaði en slíkt myndi beinlínis vinna gegn verðbólgu-markmiði bankans. Styrking krónunnar lækkar verð á innfluttum vörum og þjónustu og beinir því hluta af aukningu innlestrar eft-

irspurnar úr landi, auk þess sem stórfelld gjaldeyriskaup Seðlabanka auka, að öðru óbreyttu, peningamagn í umferð og ýta þar með undir innlenda eftirspurn. Í verðbólgu-spá Hagfræðideildar er því gert ráð fyrir að krónan styrkist lítillega á spátímabilinu.

---

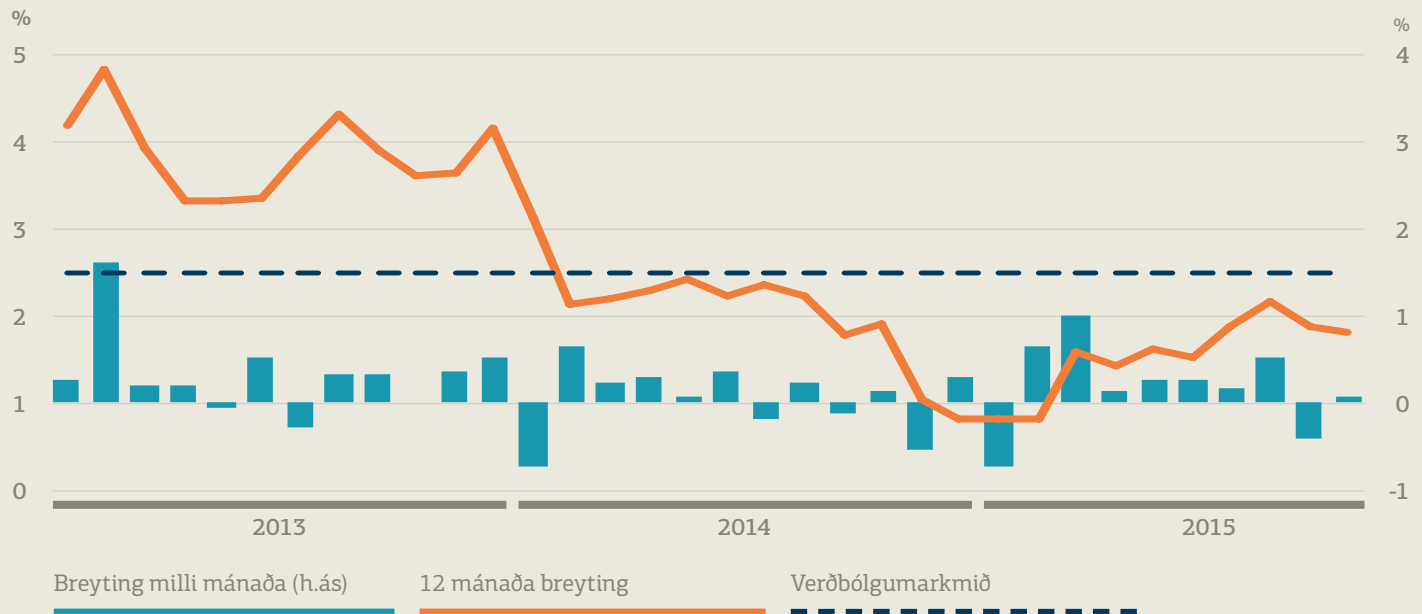
### **Verðbólga undir markmiði í 21 mánuð**

---

Verðbólgan mældist 1,8% í október sem er talsvert undir 2,5% verðbólgu-markmiði Seðlabankans. Verðbólga fór fyrst niður fyrir markmiðið í febrúar 2014 og hefur haldist undir markmiðinu samfelld í 21 mánuð. Verðbólga hefur aldrei áður mælst svo lág yfir svo langt tímabil frá

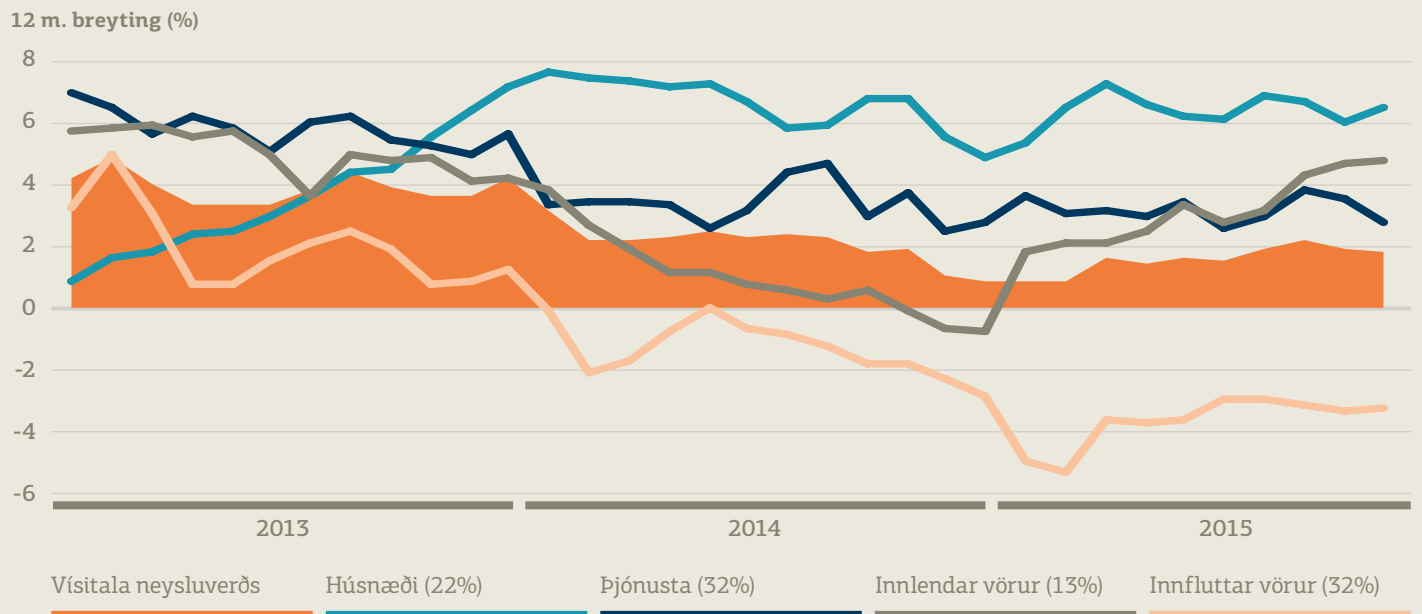
## Verðbólga Breytingar á vísitölu neysluverðs

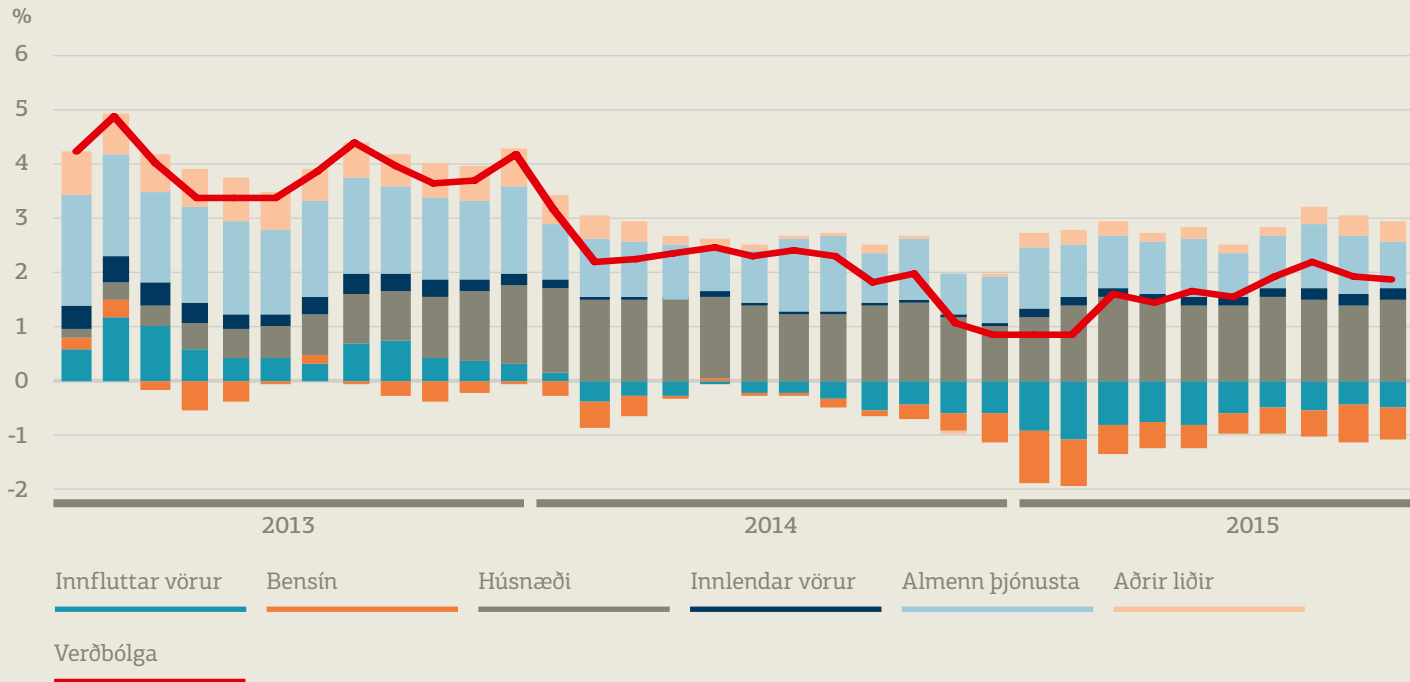
Heimild: Hagstofa Íslands



## Innflutt og innlend verðbólga

Heimild: Hagstofa Íslands





Því að verðbólguþéttun var tekið upp skömmu eftir síðustu aldamót.

Heildarkostnaður við húsnæði, sem nemur um 22% af vísitölu neysluverðs, hefur verið helsti drifkraftur verðbólgu undanfarið tvö ár, en tólf mánaða hækkunartaktur húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs hefur haldist í kringum 6% frá byrjun árs 2014. Innlend þjónusta, sem vegur um 32% í vísitölunni, hefur einnig hækkad nokkuð jafnt, að jafnaði um 3,3% á ári. Innfluttar vörur (13% af VNV) hafa lækkað nokkuð samfelld frá byrjun árs 2014, en þar hafa lagst á eitt sterkari gengi krónunnar og lækkandi innflutningsverð.

Söguleg gögn sýna að verðþróun á innlendum vörum og þjónustu haldast nokkuð vel í hendur. Á fyrri hluta þessa tímabils varð munur á hækkunartakti þessara tveggja undirliða og um tíma mældist verðhjöðnun á innlendum vörum. Í ár dró aftur saman og mældist tólf mánaða hækkun innlendra vara í október ívið hærri en innlendar þjónustu.

### Misvísandi skilaboð um verðbólguvæntingar

Á skilvirkum markaði ætti verðbólguálag á skuldabréfamarkaði að vera góður mælikvarði á verðbólguvæntingar fjárfesta. Í byrjun

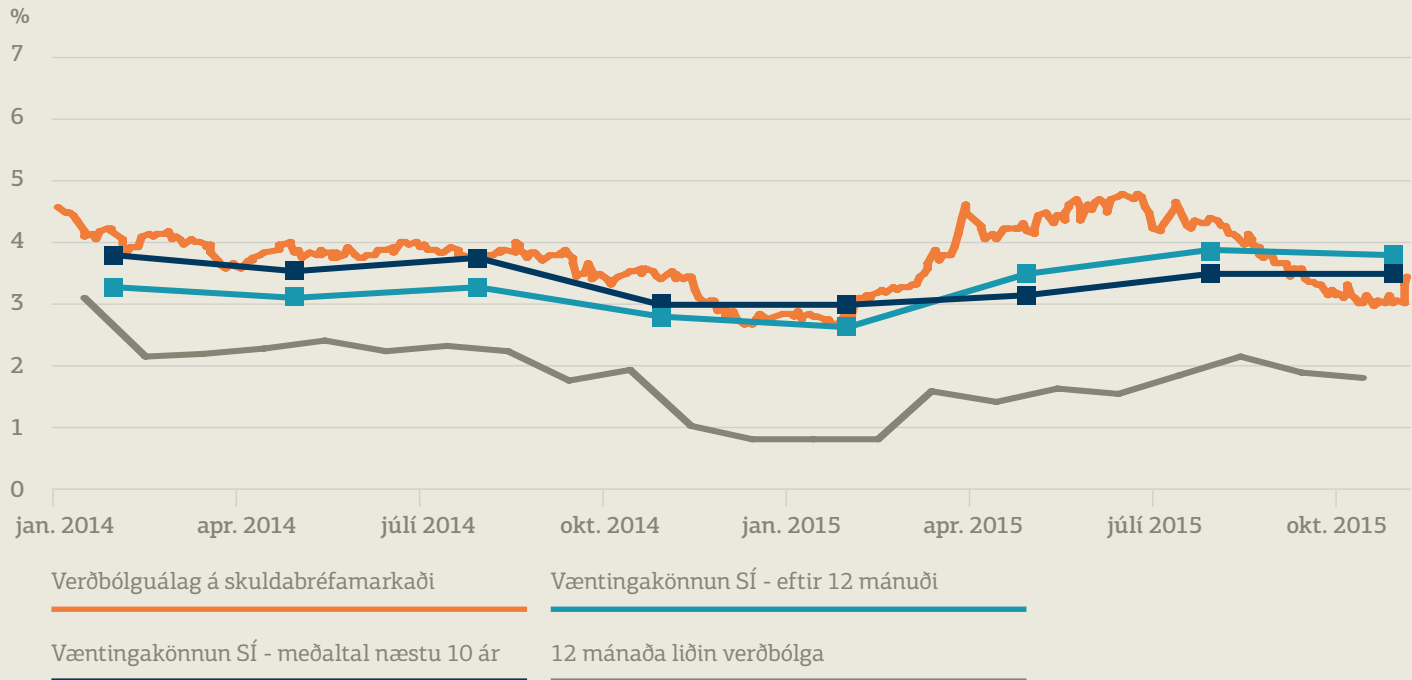
árs var munur á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa til u.þ.b. 5 ára undir þremur prósentustigum og stefndi verðbólguálagið í átt að verðbólguþéttun. Þegar ljóst var í hvað stefndi með kjarasamninga hækkandi álagið aftur og fór hæst í tæp 5% um mitt sumar. Erlendir fjárfestar hafa komið inn á skuldabréfamarkaðinn af miklum krafti síðustu mánuði og hefur það leitt til þess að álagið hefur lækkað þar sem þeir hafa fyrst og fremst áhuga á óverðtryggðum bréfum. Verðbólguálagið er núna um 3%. Vegna fyrirnefndrar afstöðu erlendrar fjárfesta ber að varast að líta svo á að álagið endurspegli

verðbólguvæntingar allra fjárfesta.

Hækkun á verðbólguvæntingum í aðdraganda kjarasamninga sást einnig í væntingakönnun markaðsaðila. Í könnuninni í febrúar var miðgildi svara greinenda um verðbólguvæntingar eftir eitt ár 2,6%, á meðan miðgildi svara um meðalverðbólgu til næstu fimm ára var 3%. Væntingar til verðbólgu eftir 12 mánuði hækkðu nokkuð hratt á árinu og voru 3,8% í könnuninni sem var gerð í lok október. Á hinn bóginn hækkðu væntingar til meðalverðbólgu næstu fimm árin mun minna og voru 3,5% í októberkönnuninni. Þessi

## Verðbólguvæntingar

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði er reiknað sem munur á RIKB22 og RIKS21. Seinasta dagsetning 6. nóv. 2015  
Heimild: Hagstofa Ísland, Seðlabanki Íslands, Kodiak pro



niðurstaða könnunarinnar um að markaðsaðilar geri ráð fyrir meiri verðbólgu næstu 12 mánuði en að meðaltali næstu fimm ár, rímar ágætlega við spá okkar um að búast megi við verðbólguálagi, þ.e. að verðbólgan hækki næstu 1 til 2 árin, en leiti síðan aftur niður.

### Verðbólga nálægt verðbólguálagi enn um sinn ...

Verðbólguhorfurnar næstu mánuði eru nokkuð góðar. Um næstu áramót falla niður tollar á fatnað og skó. Miðað við vægi þessara vara í vísitölu neysluverðs gæti tollabreytingin haft allt að

0,5 prósentustiga áhrif til lækkunar á vísitölunni ef lækkunin skilar sér að fullu til neytenda. Auk þess verða nokkuð mikil grunnáhrif á tólf mánaða verðbólgu þegar mælingar fyrir febrúar og mars 2015 detta út, en vísitala neysluverðs hækkaði mikið milli mánaða þessa tvo mánuði. Við gerum því ráð fyrir að verðbólgan verði að jafnaði nálægt verðbólguálagi fram á mitt næsta ár.

### ... en launahækkunir á næsta ári munu setja aukinn þrýsting á verðlag

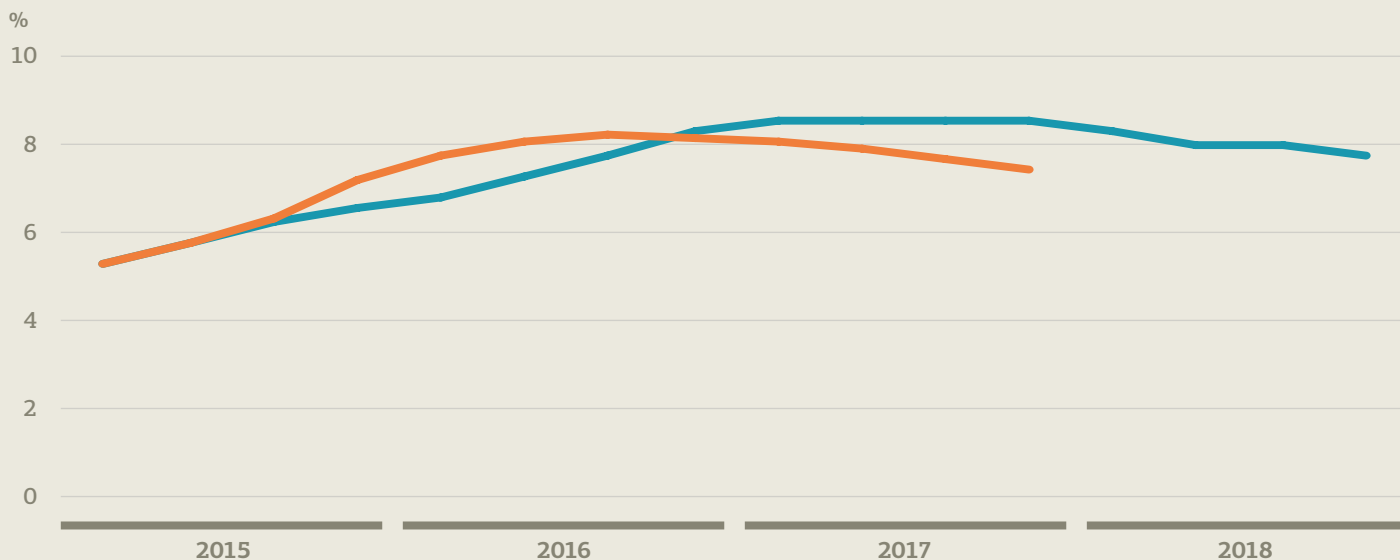
Önnur lota samningsbundinna launahækkana kemur

til framkvæmda á öðrum ársfjórðungi 2016. Nýlegt samkomulag SALEK-hópsins gæti mildað verðbólguáhrif af þeim launahækkunum, einkum ef samið verður um að hluti af launahækkunum muni felast í jöfnun lífeyrisréttinda. Það ætti að draga úr eftirspurnaráhrifum af kjarabótunum þótt kostnaðaráhrif á launagreiðendur verði þau sömu.

Við teljum eðlilegt að ríkið komi til móts við aukinn launakostnað fyrirtækja með lækkun tryggingargjalds en það myndi draga úr kostnaðaráhrifum launahækkanna á verðlag. Tryggingagjaldið var hækkað til að standa straum af auknum

bótageiðslum vegna aukins atvinnuleysis í kjölfar efnahagssamdráttarins. Atvinnuleysi hefur hins vegar lækkað mikið á síðustu árum og er nú komið niður í svipuð gildi og var á árunum fyrir hrun og því eðlilegt að álagning tryggingargjalds taki mið af minnkandi atvinnuleysi.

Vart verður hjá því komist að þær verulegu launahækkunir, sem samið hefur verið um til næstu þriggja ára, muni að lokum leiða til aukinnar verðbólgu. Þrátt fyrir að í spá okkar sé gert ráð fyrir að hrávörð- og olíuverð haldist áfram lágt og að krónan styrkist lítils háttar á næstu misserum, nægri það



Stýrivaxtaspa Hagfræðideildar Stýrivextir út frá Taylor reglu miðað við verðbólgu- og framleiðsluspennuspá Seðlabanka Íslands

ekki til að vega upp á móti áhrifum launahækkana. Við gerum því ráð fyrir að verðbólga hækki nokkuð hratt á síðari helmingi næsta árs og nálgist 5% árið 2017.

Við reiknum með að stýrivextir Seðlabankans hækki nokkuð jafnt og þétt fram undir mitt ár 2017 og verði þá farnir að bíta af fullum þunga. Að því gefnu að Seðlabankanum takist að halda hækkun langtímaverðbólguvæntinga í skefjum er útlit fyrir að verðbólgan hjaðni aftur í átt að verðbólgu markmiðinu undir lok spátímans. Að teknu tilliti til alls þessa reiknum við með því að verðbólgan verði að

meðaltali 3,6% á spátímabilinu öllu, þ.e. fram til ársloka 2018.

### Stýrivextir Seðlabanka Íslands í hækkunarfasa

Á fundi peningastefnu-nefndar Seðlabanka Íslands í byrjun júní ákvað nefndin að hækka vexti bankans um 0,5 prósentustig og bætti við annarri eins hækkun í ágúst. Í byrjun nóvember voru vextirnir hækkaðir frekar um 0,25 prósentustig. Í maíspá okkar gerðum við ráð fyrir að nefndin myndi hækka vexti bankans um alls 2% á árinu. Nú reiknum við hins vegar með því

að nefndin haldi vöxtum bankans óbreyttum á seinasta nefndarfundum ársins í desember og að stýrivextir verði því 6,5% í lok árs í stað 7,25% í maíspánni. Þessi breyting skýrist af því að verðbólga á árinu var töluvert lægri en við gerðum ráð fyrir.

Seðlabanki Íslands birtir ekki vaxtaferil í þjóðhagsspá sinni. Í þjóðhagslíkani Seðlabankans sem liggur til grundvallar verðbólguhátt hans er gert ráð fyrir að skammtímavextir fylgi svokallaðri Taylor-reglu og er því hægt að áætla vaxtaferilinn, a.m.k. gróflega, út frá verðbólguhátt og spá

bankans um framleiðsluspennu. Ferillinn sem kemur út hækkar nokkuð hratt og fer yfir 8% strax á öðrum ársfjórðungi næsta árs. Spá okkar um verðbólgu á fyrri helmingi næsta árs er nokkuð undir nýjustu spá Seðlabankans. Við gerum því ráð fyrir að peningastefnunefnd hækki stýrivexti mun hægar en stýrivaxtareglan bendir til nú. Við reiknum með að samhliða aukinni verðbólgu er líður á árið 2016 muni bankinn hækka vexti allnokkuð. Í stýrivaxtaspa okkar er gert ráð fyrir að vextir verði komnir í 8,5% í byrjun árs 2017 en lækki svo að nýju árið 2018.





### 3. Einkaneysla er komin á skrið

#### Einkaneysla er um helmingur af vergri landsframleiðslu. Því

skiptir þróun hennar miklu máli þegar hagvaxtarhorfur eru metnar. Óhætt er að segja að óvenju margir þættir sem hafa áhrif á framtíðarþróun einkaneyslu séu með hagstæðasta móti um þessar mundir. Meðal þessara þátta eru staða atvinnumála, hækkun launa og ráðstöfunartekna ásamt betri eigna- og skuldastöðu heimilanna.

Frá því að einkaneysla náði lágmarki á síðasta samdráttarskeiði árið 2010 hefur hún aukist ár frá ári um alls 9,2% fram til ársloka 2014. Hökt kom á vöxtinn árið 2013, þegar hann mældist einungis 0,8% milli ára, en það kann m.a. að skýrast af óvissu um efndir stjórnvalda á loforðum um að lækka verðtryggð fasteignalán heimilanna auk þess sem áhrif af sérstökum tekjum heimila, svo sem úttekt séreignalífeyrissparnaðar, fóru dvínandi. Hin árin jókst einkaneysla að jafnaði um 2,5%.

Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að aukinn kraftur hafi færest í vöxt

einkaneyslu síðustu mánuði en vöxturinn mældist um 4,4% fyrstu 6 mánuði ársins miðað við sama tíma í fyrra.

Gert er ráð fyrir að kröftugur vöxtur einkaneyslu haldi áfram á síðari helmingi ársins og að aukningin nemi um 4,9% fyrir árið 2015 í heild. Þetta er talsverð breyting frá undanförunum árum. Gangi spáin eftir verður vöxtur einkaneyslu árið 2015 sá mesti síðan á árinu 2007, þegar einkaneysla jókst um 6,7% milli ára. Á næsta ári er svo útlit fyrir að enn bæti í og vöxturinn verði 5% en eftir það hægist á vextinum. Við reiknum með 3,8% vexti einkaneyslu árið 2017 og

3,2% í lok spátímans árið 2018.

Lykilþættir í spá um þróun einkaneyslu eru aukinn kaupmáttur launa, aukið veðrymi heimila vegna umtalsverðrar lækkunar skulda og hækkunar fasteignaverðs, minnkandi atvinnuleysi, fólksfjölgun, styrking krónunnar og breytingar á aðflutningsgjöldum og tollum.

Á sama tíma spáum við umtalsverðum vexti landsframleiðslunnar og því verður ekki mikil breyting á einkaneyslu í hlutfalli af VLF. Gert er ráð fyrir að einkaneysla verði 53% af VLF í lok spátímans sem er talsvert lægra

en í öðrum þróuðum ríkjum með svipaða landsframleiðslu á mann. Einkaneysla verður jafnframt áfram lægra hlutfall af VLF en hún hefur verið að meðaltali undanfarin 30 ár, gangi spáin eftir.

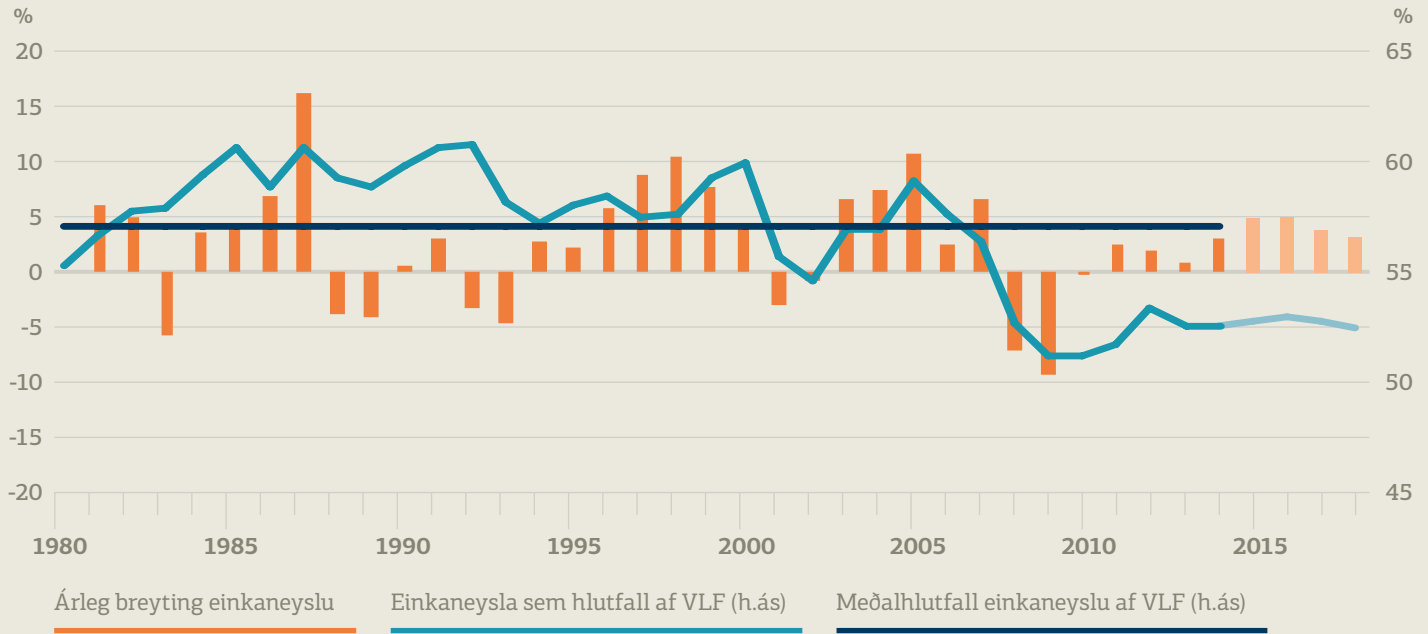
#### Kortavelta bendir til þess að aukinn kraftur sé að færest í einkaneyslu

Breytingar á einkaneyslu og kortaveltu hafa haldist í hendur í gegnum tíðina, enda eru greiðslukort langalgengasti greiðslumáti heimila. Kortaveltan er því jafnan ágæt vísending um þróun einkaneyslu.



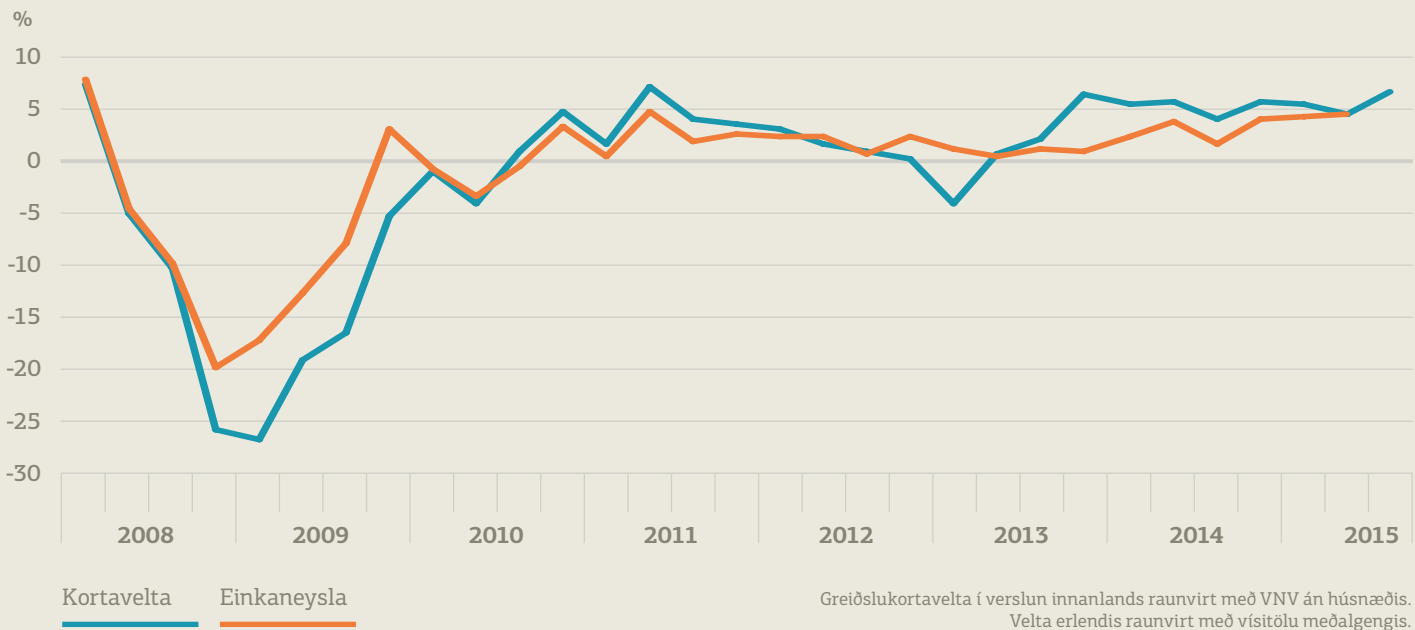
## Þróun einkaneyslu

Tölur fyrir 2015-2018 eru spá Hagfræðideildar  
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans

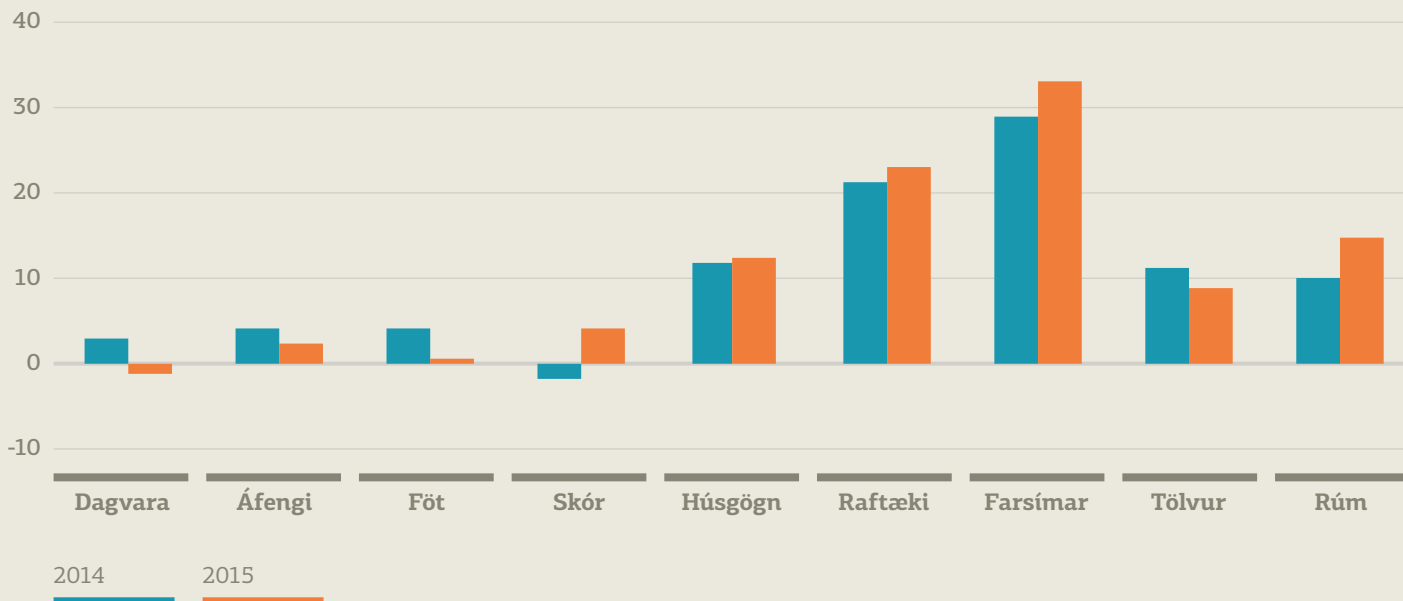


## Vöxtur einkaneyslu og kortaveltu

Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans



Breyting á meðalveltu fyrstu 9 mánuði ársins m.v. fyrra ár (á föstu verðlagi) %



Það sem af er þessu ári bendir þróun kortaveltu til þess að einkaneysla hafi aukist um og yfir 5% að raunvirði milli ára á fyrri helmingi ársins og að heldur hafi bætt í vöxtinn á þriðja ársfjórðungi. Fyrstu 9 mánuði ársins jókst velta innlendra korta í verslun innanlands um 3,9% að raunvirði miðað við sama tíma í fyrra. Kortavelta innlendra korta erlendis jókst hins vegar mun meira á sama tíma, eða um 18,2%.<sup>1</sup> Þegar einkaneysla er mæld nær sú mæling yfir neyslu innlendra aðila bæði hér á landi og erlendis. Þegar kortavelta fyrstu 9 mánuði

ársins bæði hérlendis og erlendis er skoðuð sést að vöxturinn nam um 5,6% milli ára. Þegar þróunin er skoðuð út frá meðaleyðslu með greiðslukortum undanfarna 12 mánuði var aukningin um 5,2% í september að raunvirði milli ára.

### Aukið líf í smásölu

Smásöluvísitölur Rannsóknarseturs verslunarinnar sýna talsverða söluaukningu í flestum flokkum varanlegra neysluvara meðan velta með dagvörur hefur dregist saman um 0,9% að

raunvirði milli ára. Mest er aukningin í sölu á ýmis- konar raftækjum sem jókst um 23,5% fyrstu 9 mánuði ársins m.v. sama tímabil í fyrra. Ekkert lát virðist því vera á söluaukningu raftækja því aukningin í fyrra mældist á sama tíma ríflega 21%. Sala á húsgögnum jókst um 12,6% að raunvirði fyrstu 3 ársfjórðunga ársins 2015 en minni aukning mælist í sölu á skóm (4,4%) og fatnaði (0,8%). Samkvæmt fjárlagafrumvarpinu sem nú liggur fyrir Alþingi er gert ráð fyrir að tollar á fatnað og skó verði afnumdir í byrjun næsta árs sem gæti

skilað allt að 13% verðlækkun á þessum vöruflokkum til neytenda. Því má búast við að fata- og skóverslunin glæðist eftir því sem líður á næsta ár.

### Endurnýjun bílafortans er hafin

Í lok október höfðu 12.399 fólksbílar verið nýskráðir frá áramótum. Þetta eru ríflega 42% fleiri nýskráningar en á sama tíma í fyrra, en allt árið 2014 voru nýskráðar fólksbifreiðar 9.498. Gert er ráð fyrir að yfir árið í heild séu bílaleigubílar um helmingur

<sup>1</sup> Kortavelta innlendra korta erlendis mælir bæði eyðslu Íslendinga á ferðalögum erlendis og viðskipti innlendra aðila í net- og pósthverslun við erlenda aðila.



nýskráninga sem skila sér í almenna sölu ríflega ári seinna. Til samanburðar voru um 2.000 bifreiðar nýskráðar árið 2009 þegar innflutningurinn náði lágmarki.

## Brúin lyftist á landsmönnum – loks eru fleiri bjartsýnir en svartsýnir á stöðu og horfur í efnahags- og atvinnumálum

Væntingar heimila ráða miklu um neyslu þeirra. Almenn er fólk, eins og vænta má, miklu síður líklegt til þess að ráðast í fjárfestingar og kaup á dýrari neysluvörum þegar óvissa ríkir. Samfara batnandi efnahag heimila og þjóðarbúsins hef-

ur væntingavísitala Gallup leitað upp á við undanfarin misseri, þó með töluverðum sveiflum. Hún var 108,9 stig í október á þessu ári og er enn nokkuð langt frá sínu hæsta gildi, 154,9 stigum, í maí 2007. Engu að síður er meirihluti landsmanna bjartsýnn á stöðu og horfur í efnahags- og atvinnumálum.

Aukin bjartsýni neytenda birtist einnig í vísitölu fyrirhugaðra stórkaupa. Samkvæmt þeirri vísitölu er óðum að losna um pyngju neytenda og hyggja fleiri landsmenn á bifreiðakaup og ferðir til útlanda en fyrir ári síðan.

## Áformaðar skatta- og tollabreytingar styðja við aukna einkaneyslu á spátímanum

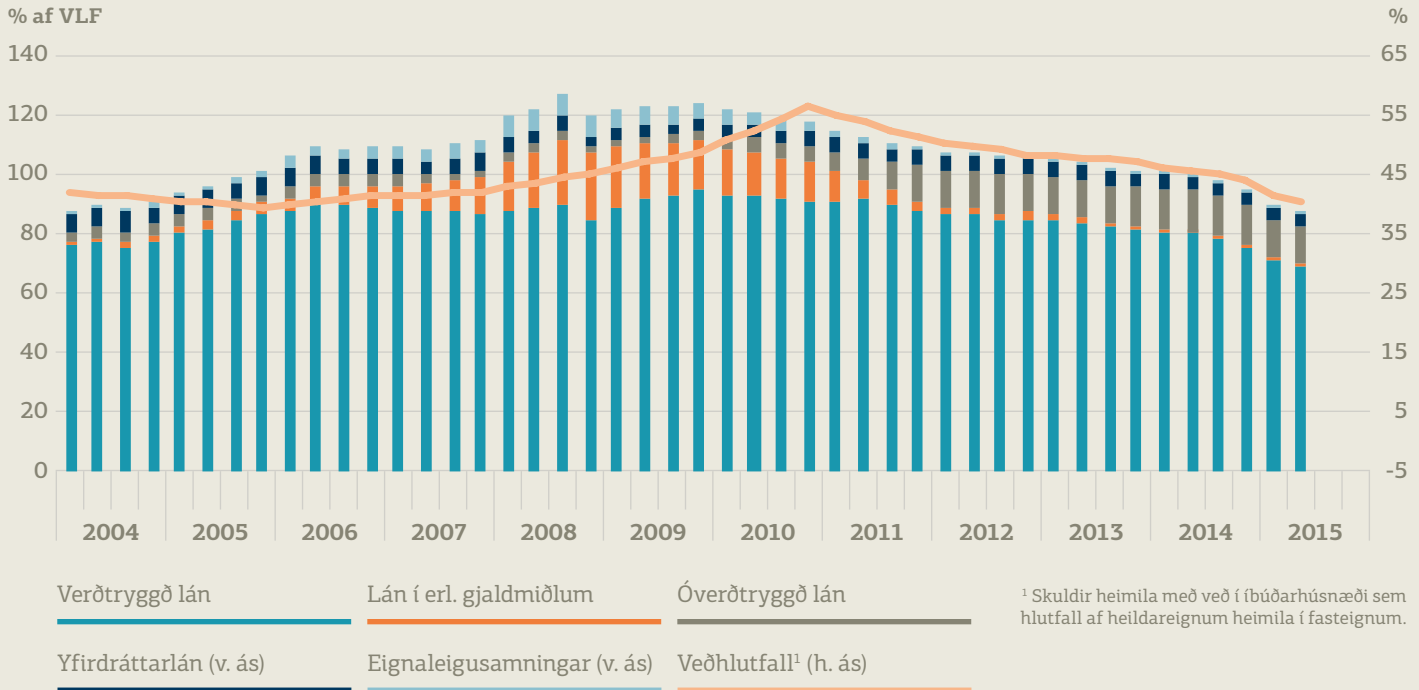
Samkvæmt fjárlagafrumvarpinu fyrir næsta ár og ríkisfjármálaáætlun fyrir árin 2016-2019 er gert ráð fyrir að tollar á fatnað og skó, sem eru nú að jafnaði um 15%, falli niður um næstu áramót. Áætlað er að þessi breyting hafi áhrif til lækkunar vísitölu neysliverðs um 0,5 prósentustig ef hún skilar sér að fullu til neytenda. Í byrjun árs 2017 er gert ráð fyrir að tollar á aðra sérvöru, sem eru á bilinu 7,5-15%, falli niður og mun það hafa svipuð áhrif á vísitölu neysliverðs og fyrri aðgerðin.

Eins eru fyrirhugaðar breytingar á tekjuskatti einstaklinga sem í heild lækka skattgreiðslur heimila um 5,5 ma.kr. Þessar skatta-breytingar munu einkum gagnast millitekjuhópum með mánaðarlegar tekjur á bilinu 300 til 850 þúsund á meðan skattbyrðin verður óbreytt hjá öðrum tekjuhópum. Samanlagt gætu þessar breytingar aukið ráðstöfunartekjur einstaklinga um 12 þúsund krónur á mánuði fyrir þá sem mest fá.

Áætlað er að breytingar á tollum lækki tekjur ríkissjóðs um 2,5 ma.kr. og að öðru óbreyttu aukist ráðstöfunartekjur heimila mögulega um sömu upphæð.

## Skuldir heimila sem hlutfall af VLF

Heimild: Seðlabanki Íslands



Á móti vegur breikkun á skattskyldu sem skila á ríkissjóði um 1 ma.kr. í tekjuauka.

Gangi þessar fyrirhuguðu skatta- og tollabreytingar eftir gætu þær haft jákvæð áhrif á einkaneyslu. Heimilin hafa val um að ráðstafa auknum tekjum í annað hvort neyslu eða sparnað. Ef aukning ráðstöfunar tekna er varanleg, eins og ætla má í þessu tilfelli, eru almennt meiri líkur á að einstaklingar ráðstafi hærra

hlutfalli aukinna tekna í neyslu fremur en í sparnað. Lægri tekjuhópar eru einnig líklegri til að nýta hærra hlutfall tekjuaukningar í aukna neyslu en hóparnir með hæstu tekjurnar. Jafnframt er talið að komi tekjuaukningin á sama tíma og væntingar einstaklinga eru háar eða vaxandi sé einnig líklegri að hærra hlutfalli aukinna tekna verði varið í neyslu fremur en í sparnað.

### Skuldir heimilanna hafa ekki verið lægra hlutfall af landsframleiðslu síðan um aldamótin

Um mitt þetta ár voru skuldir heimilanna um 88% af landsframleiðslu en á sama tíma í fyrra námu þær um 100%. Heildarskuldir heimila lækkuðu alls um 4,6% að raunvirði á tímabilinu. Seðlabankinn áætla að skuldir heimila hafi lækkað um 60 ma.kr., bæði vegna beinnar niður-

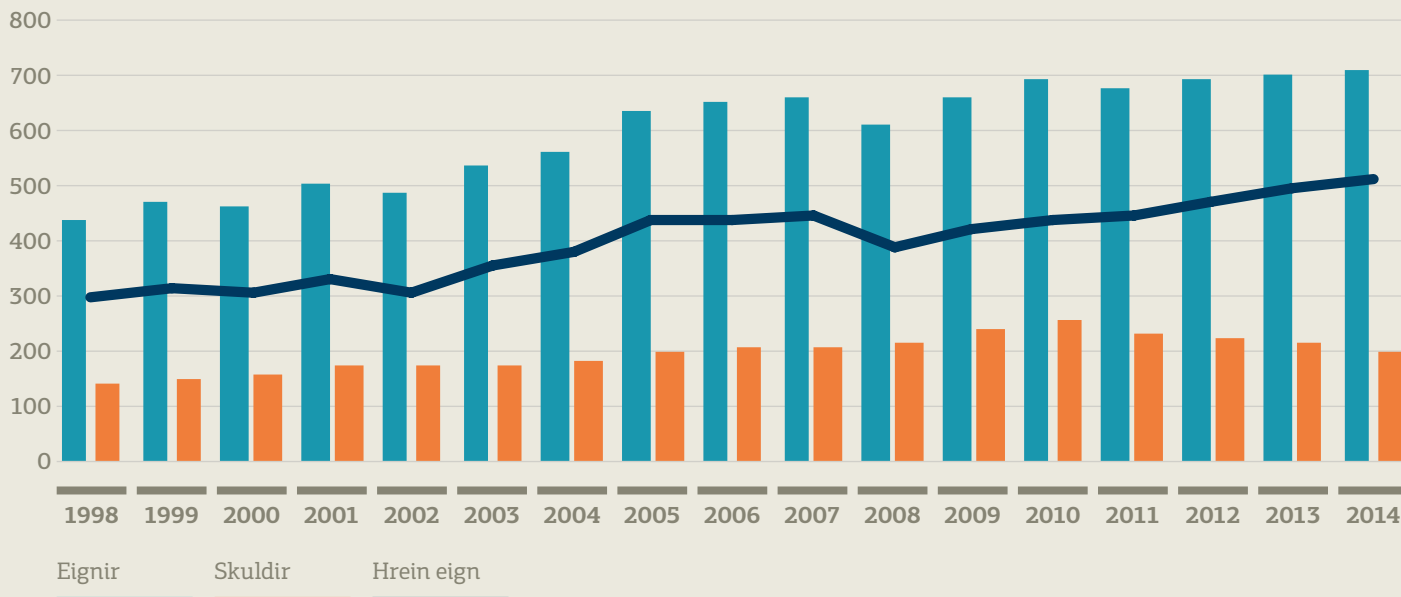
færslu og vegna þess að fólk hefur notað séreignalífeyris-sparnað til að greiða niður skuldir. Jafnvel þótt þessar aðgerðir hefðu ekki komið til framkvæmda áætla Seðlabankinn að skuldir heimilanna hefðu lækkað um 9 prósentustig af landsframleiðslu í stað 12 prósentustiga þegar aðgerðirnar eru teknar með í reikninginn.<sup>2</sup> Hluti af niðurfærslu stjórnvalda á eftir að koma fram (í skattframtölum skuldara) auk þess sem gert er ráð

<sup>2</sup> Fjármálastöðugleiki 2015:2, Seðlabanki Íslands.

## Eignir og skuldir heimila

Lífeyrissjóðseign miðast við útgreiðslu eftir 30% tekjuskatt.  
Heimild: Seðlabanki Íslands

### Hlutfall af ráðstöfunartekjum (%)



fyrir að heimild til að nýta séreignarsparnað skattfrjálst til niðurgreiðslu á höfuðstól íbúðalána gildi fram á mitt ár 2017. Það er því útlit fyrir að skuldir heimilanna muni að öðru óbreyttu halda áfram að lækka á spátím-anum.

Áætlað er að skuldir heimilanna í hlutfalli við ráðstöfunartekjur hafi numið um 184% um mitt þetta ár. Á þennan mælikvarða náðu skuldirnar hámarki árið 2010 í um 256% af ráðstöfunartekjum. Skulda-byrðin hefur því lækkað að

meðaltali um sem nemur 9 mánaða ráðstöfunartekjum á tæpum 5 árum. Skulda-byrðin er hins vegar mismunandi eftir aldurshópum og er staða ungs fólks t.a.m. enn erfið, en fer þó batnandi. Í aldurshópnum 35-40 ára var skuldahlutfallið 263% í lok árs 2014 en var 369% í árslok 2010. Hækkun íbúðaverðs, lækkun skulda og auknar tekjur gerði það að verkum að um síðustu áramót voru allir aldurs-hópar komnir með jákvæða eiginfjárstöðu að jafnaði. Á árinu 2010 var eiginfjárstaða fólks á aldrinum 30-35 ára

neikvæð um 1,7 milljónir króna en í lok síðasta árs var hún jákvæð um 0,8 milljónir króna.

### Eignastaðan hefur einnig batnað verulega

Hrein eign heimila í hlutfalli við tekjur hefur aldrei verið hærri en í árslok 2014, en áætlað er að hrein eign heimila hafi numið um fimmföldum ráðstöfunartekjum í árslok. Til samanburðar var þetta hlutfall um 380% í lok árs 2008 og um 300% í árslok 1997.

Mikil hækkun fasteigna-verðs skýrir mikinn hluta af þessari þróun en skuldir heimilanna hafa líka lækkað.

Bætt eiginfjárstaða heimilanna skapar svigrúm til aukinnar skuldsetningar, t.d. til að fjármagna kaup á varanlegum neysluvörum.

## Atvinnuleysi minnkar áfram

---

Atvinnuleysi hefur minnkað hratt, hvort sem litið er til skráðs atvinnuleysis samkvæmt tölum Vinnuálastofnunar eða niðurstöðu úrtakskannana Hagstofunnar. Í september var meðalatvinnuleysi síðustu 12 mánuði 3,1% samkvæmt tölum Vinnuálastofnunar um skráð atvinnuleysi og úrtakskönnun Hagstofunnar mældi 4,3% atvinnuleysi. Eftirspurn eftir vinnuafli hefur aukist mikið í takt við aukna eftirspurn í hagkerfinu. Mest hefur dregið úr atvinnuleysi hjá körlum og yngra fólki síðustu mánuði m.v. könnun Hagstofunnar.

Annað jákvætt merki er að samkvæmt niðurstöðum Gallup-könnunar, sem var gerð í ágúst og september meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, vilja fleiri fyrirtæki

fjölga starfsfólki en áður. Fólki í atvinnuleit fækkaði um 1.500 milli ára og langtímaatvinnulausum hefur einnig fækkað. Um mitt ár 2015 hafði þeim sem höfðu verið atvinnulausir í meira en eitt ár fækkað um rúmlega 500. Þetta voru þá um 13% af atvinnuleitendum en hlutfallið var hæst 26% árið 2011.

---

### Störfum fjölgar mikið

---

Störfum hefur fjölgað mikið og samkvæmt tölum Hagstofunnar fjölgaði starfandi einstaklingum um 5.600 milli september 2014 og september 2015. Heildarvinnustundum hefur fjölgað um 3,5% frá upphafi ársins 2015 og kemur þar bæði til fjölgun starfandi fólks og lengri vinnutími.

Ljóst er að þróun hagkerfisins mun valda vaxandi eftirspurn eftir vinnuafli á næstu árum og nú þegar hefur henni verið mætt að hluta með auknum innflutningi erlends vinnuafls. Svo mun verða áfram.

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

---

### Staða karla betri en kvenna

---

Skráð atvinnuleysi kvenna hefur verið meira en karla allt frá vorinu 2012, en tölur Hagstofunnar hafa jafnan sýnt meira atvinnuleysi meðal karla en kvenna. Munur á kynjunum samkvæmt tölum Hagstofunnar hefur farið minnkandi, en

töluverðar sveiflur á milli mánaða. Í upphafi þessa árs fór 12 mánaða meðaltal atvinnuleysis karla niður fyrir samsvarandi tölu fyrir konur og hefur staðan verið þannig síðan. Atvinnuleysi kvenna er því meira en meðal karla hvort sem litið er til upplýsinga Vinnuálastofnunar eða Hagstofunnar.

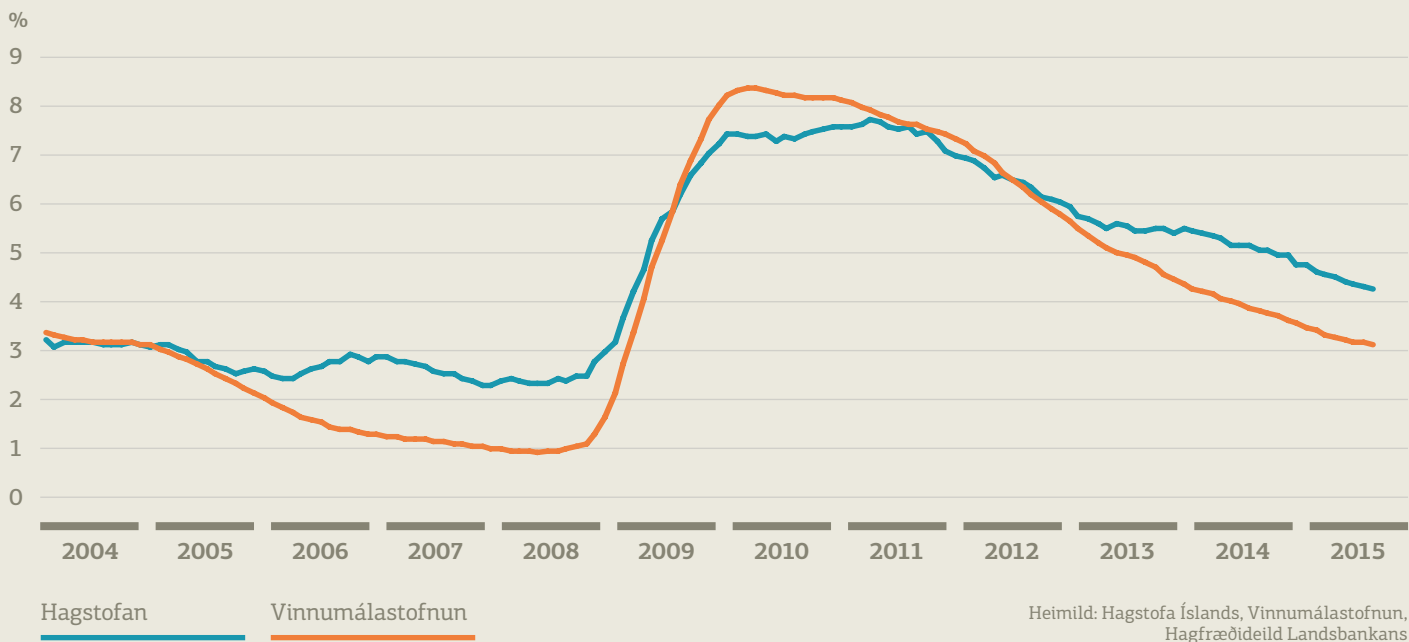
---

### Þróunin hraðari á höfuðborgarsvæðinu

---

Skráð atvinnuleysi karla hefur minnkað meira en hjá konum. Það á einkum við um karla á höfuðborgarsvæðinu, en atvinnuleysi meðal þeirra hefur minnkað um 5,5 prósentustig frá upphafi ársins 2012 sé litið á 12 mánaða meðaltal. Atvinnuleysi karla á landsbyggðinni hefur minnkað um 3,3 prósentu-

## Atvinnuleysi samkvæmt mælingum Hagstofu og Vinnumálastofnunar



stig á sama tíma. Svipaða sögu má segja af konum. Þar hefur atvinnuleysi kvenna á höfuðborgarsvæðinu minnkað um 3,8 prósentustig á þessum tíma en um 2,9 prósentustig hjá konum á landsbyggðinni.

Atvinnuleysi hefur lengi verið meira á Suðurnesjum en annars staðar á landinu. Þessi sérstaða hefur minnkað verulega síðustu mánuði og er atvinnuleysi á Suðurnesjum nú ekki mjög frábrugðið því sem það er á höfuðborgarsvæðinu. Mikill uppgangur ferðaþjónustu og fjölgun starfa í tengslum við Leifsstöð skýrir eflaust hluta af þessari jákvæðu þróun á Suðurnesjum.

### Staða háskólamenntaðra hefur hlutfallslega versnað

Frá janúar 2010 fram til ágúst 2015 hefur skráðum atvinnulausum fækkað um alls 71%. Atvinnulausum með grunnskólapróf hefur fækkað um 76%, atvinnulausum iðnaðarmönnum um 85%, en atvinnulausum með háskólamenntun hefur einungis fækkað um 45%. Háskólamenntuðu fólki hefur fjölgað og það lítur út fyrir að verr gangi að skapa störf fyrir það en aðra eða að fleiri störf fyrir háskólamenntað fólki hafi einfaldlega horfið.

### Lítill framleiðniaukning

Framleiðni vinnuafis hefur ekki aukist síðustu misseri

og að margra mati hefur framleiðni aukist frekar lítið eftir fjármálakreppuna. Hagvöxtur var þó meiri á fyrri hluta ársins en nemur fjölgun heildarvinnustunda og á þann mælikvarða er því um að ræða aukna framleiðni vinnuafis.

Staðan hér hefur reyndar ekki verið mikið frábrugðin því sem gerist í öðrum þróuðum ríkjum. Hér skipta máli þættir eins og mikil óvissa varðandi stöðu og efnahagshorfur, skuldsætning fyrirtækja sem hefur leitt af sér litla fjárfestingu, en hér á landi hefur atvinnuvegafjárfesting jafnan verið lítil.

Vannýtt framleiðslugeta hefur minnkað jafnt og þétt á síðustu árum og ætla má að áralangur slaki í þjóðar-

búskapnum sé ekki lengur fyrir hendi. Í ár má reikna með að landsframleiðslan vaxi hraðar en framleiðslugeta þjóðarbúskaparins og að framleiðsluspenna aukist þar með.

Í september 2015 mældist meðalatvinnuleysi síðustu 12 mánaða 3,1% samkvæmt tölum Vinnumálastofnunar og var að meðaltali 3,6% á árinu 2014. Atvinnuleysi hefur minnkað nokkuð hratt á síðustu misserum. Þess er að vænta að atvinnuleysi minnki enn frekar, en ekki jafn hratt og áður. Hagfræðideild spáir því að skráð atvinnuleysi verði 2,9% árinu 2015, 2,8% á árinu 2016 og 2,7% á árunum 2017 og 2018.

## Laun hafa hækkað mikið

### Laun hafa hækkað mikið

Launa- og kaupmáttarþróun á síðasta ári var launþegum almennt verulega hagstæð. Regluleg laun landsmanna voru að jafnaði 8,2% hærri í september 2015 en í sama mánuði 2014. Kaupmáttur jókst að meðaltali um 6,2% á þessu tímabili. Kaupmáttur jókst stöðugt fram til janúar 2015 en fór þá lækkandi og náði ekki fyrri hæðum fyrr en í júní 2015 og hefur aukist töluvert síðan. Kaupmáttur launa er nú orðinn hærri en nokkru sinni fyrr. Kaupmáttur á mælikvarða launavísitölu varð hæstur í ágúst 2007, náði aftur sama stigi í nóvember 2014 og hefur aukist síðan.

### Almenni markaðurinn á eftir

Árshækkun launavísitölu frá öðrum ársfjórðungi 2014 til sama tíma 2015 var 5,7%. Hækkunin var 4,8% á almennum vinnumarkaði og 7,8% hjá opinberum starfsmönnum. Þar af hækkuðu laun ríkisstarfsmanna um

5,1% og laun starfsmanna sveitarfélaga um 11,0%. Laun þessara hópa hafa þróast með áþekkingu hætti frá upphafi ársins 2011 fram til 2. ársfjórðungs 2015. Þannig munar einungis 1,6% á launahækkunum almenna markaðarins og hins opinbera á þessu tímabili, sem kemur ekki sérlega vel heim og saman við þá síendurteknu umræðu að tilteknir hópar séu alltaf langt á eftir öðrum og eigi inni leiðréttingu launa. Slíkur munur verður stundum til, en jafnast yfirleitt fljótlega út aftur og sá munur er ekki mikill nú.

Flestallar viðræður um kjarasamninga hafa á þessu ári snúist um samanburð hinna ýmsu hópa við aðra hópa á vinnumarkaði. Slíkt getur auðveldlega leitt til launahækkana sem valda verðbólgu en ná ekki að auka kaupmátt, svo vel sé. Í því sambandi má minna á gagnrýni OECD á íslenska vinnumarkaðs- og kjarasamningalíkanið frá því í sumar. OECD hvatti til þess að meira væri byggt á efnahagslegum

raunveruleika fremur en að en laun annarra hópa væru notuð við kröfugerð.

### Kjarasamningar ársins

Kjarasamningar Samtaka atvinnulífsins við samtök á almenna markaðnum kveða á um u.þ.b. 20% launahækkunir fram til ársloka 2018. Úrskurður gerðardóms vegna kjaradeilu BHM og Félags hjúkrunarfræðinga við ríkið tryggðu mun meiri hækkunir og hafa í því sambandi verið nefndar 25-30% launahækkunir. Á grundvelli úrskurðar gerðardómsins fóru þrjú félög ríkisstarfsmanna fram á 30% launahækkunir á samningstímanum og var samið á þeim nótum. Í byrjun september samdi ríkið við Starfsgreinasambandið og Flóabandalagið um nærri 30% hækkun launa.

### SALEK-samkomulagið

Ákveðin straumhvörf urðu í lok október þegar samkomulag náðist í svokölluðum

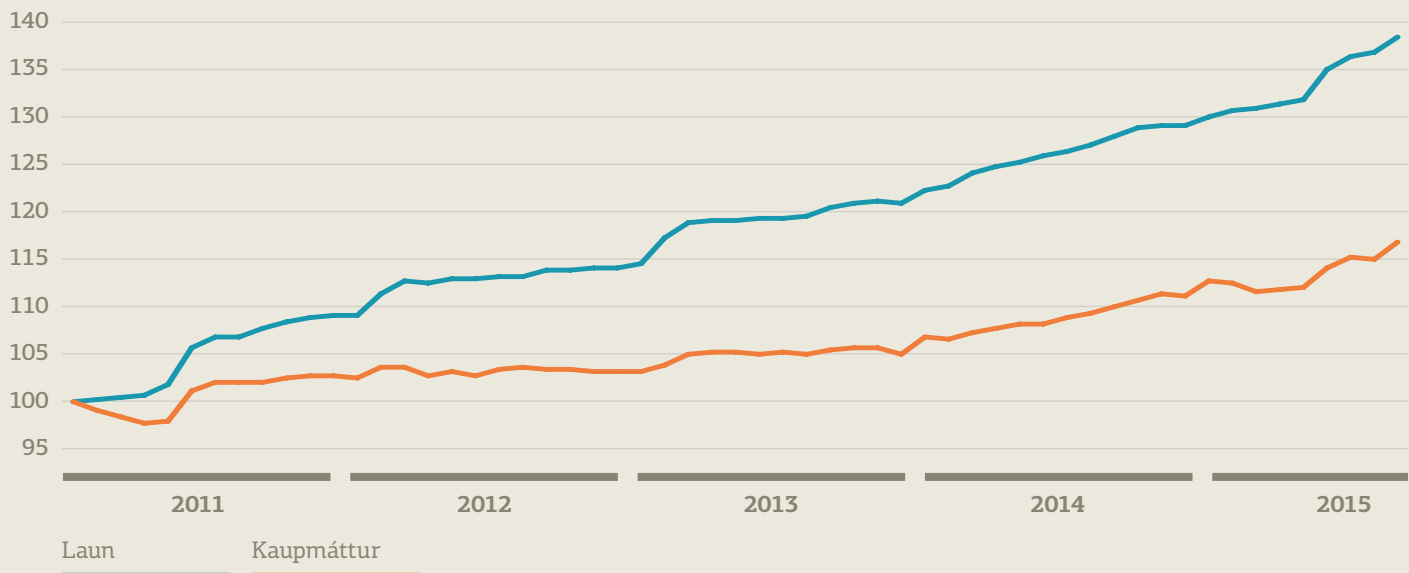
SALEK-hóp, en SALEK stendur fyrir samstarfsnefnd um launaupplýsingar og efnahagsforsendur kjarasamninga og eiga helstu aðilar vinnumarkaðarins aðild að hópnum. Í samkomulaginu er bæði fjallað um framtíðarlíkan kjarasamningsgerðar hér á landi og einnig hvernig á að leysa þann vanda sem uppi er um þessar mundir, svokallað höfrungahlaup, þar sem hver hópur eltir annan. Í samkomulaginu er gert ráð fyrir samræmdri launastefnu sem á að gilda fyrir næstu 3 ár. Stefnuna skal byggja á sameiginlegri kostnaðarvísitölu sem sett er á 100 í nóvember 2013 og má ekki vera hærri en 132 í árslok 2018, þ.e.a.s. kostnaður vegna launahækkana allra hópa verði ekki meiri en 32% á þessu tímabili. Sérstaklega er tekið fram að telja skuli kostnað við jöfnun lífeyrisréttinda með þegar hækkunirnar eru reiknaðar. Jafnframt á að tryggja opinberum starfsmönnum sama launaskrið og verður á almennum vinnumarkaði.



## Laun og kaupmáttur

Heimild: Hagstofa Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans

Vísitala, janúar 2011 = 100



Í fljótu bragði má ætla að hluti opinberra starfsmanna séu nú þegar komnir upp að þessum 32% mörkum. Almenni markaðurinn hefur væntanlega fengið í kringum 20% launahækkun og svipað gildir mögulega um hluta opinberra starfsmanna. Gróflega áætlað vantar því

almenna markaðinn töluvert upp á að svigrúmið verði fullnýtt. Aðferðafræðin verður væntanlega sú að ASÍ og SA finna lausn í fyrstu umferð og aðrir laga sig að henni. Breytingum á kjarasamningi þarf að vera lokið í síðasta lagi fyrir 1. febrúar 2016 og leggja þarf

þær undir atkvæði félagsmanna. Stefnt er að því að uppsagnarákvæði árána þar á eftir falli niður og að samningstímabilið nái að renna sitt skeið sem myndi þýða frið á vinnumarkaði til ársloka 2018. Niðurstaðan verður því sú að í árslok 2018 ætti launakostnaður allra

hópa að hafa hækkað um 32% frá árslokum 2013, en ekki er vitað nákvæmlega hvernig útfærslan verður.

Ekki er ólíklegt að jöfnun gagnvart opinbera markaðnum snúi að einhverju leyti að lífeyrismálunum og jöfnun lífeyrisréttinda á milli laun-

þega á almenna og opinbera vinnumarkaðinum. Lengi hefur verið stefnt að jöfnun lífeyrisréttinda milli þessara hópa, t.d. með því að framlög í lífeyrissjóði á almennum markaði verði aukin úr 12% í 15,5%. Aukin framlög atvinnurekenda í lífeyrissjóði yrðu þá talin til launahækkana á almenna markaðnum, en myndu ekki mælast í launavísitölu og yrðu þannig ekki þensluhvetjandi, þótt kostnaðaráhrif á vinnuveitendur séu þau sömu.

Þá er einnig ljóst að viðræður verða teknar upp við stjórnvöld um mót-

vægisáðgerðir til að reyna að tryggja að verðbólga aukist ekki samhliða þessu samkomulagi. Þar er uppi augljós krafa atvinnurekenda um að tryggingagjaldið verði lækkað aftur til fyrra horfs þar sem atvinnuleysi hefur lækkað mikið. Lækkun tryggingagjalds er líklegt útspil stjórnvalda í mót-vægisáðgerðum gegn verðbólguáhrifum vegna mikilla launahækkana. Önnur möguleg útspil væru fólgin í skattahækkunum til að slá á eftirspurn en fremur ólíklegt verður að teljast að slíkir valkostir séu upp á borðum hjá núverandi ríkisstjórn.

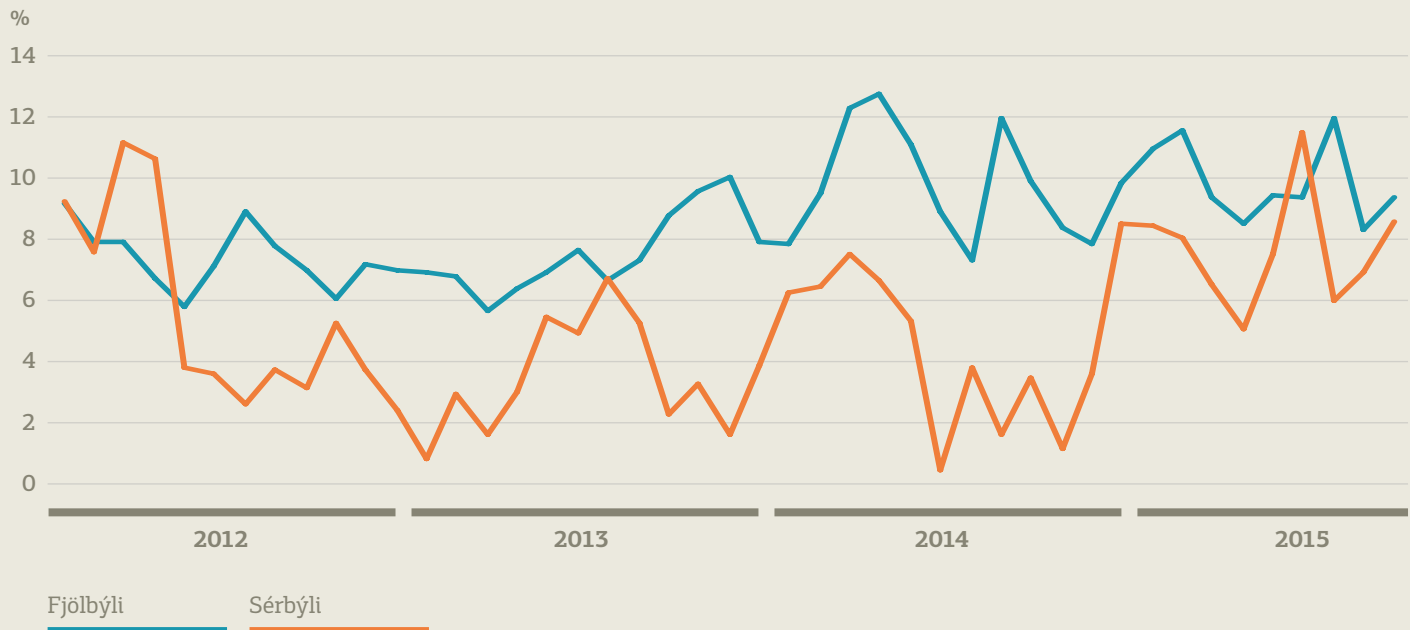
### **Mikil óvissa um þróun kjaramála**

Segja má að helsti prófsteinninn á SALEK-samkomulagið verði nú um áramótin en þá kemur í ljós hvort takist að framlengja núgildandi kjarasamningum til ársloka 2018 og afnema uppsagnarákvæðin á árunum 2017 og 2018. Það skiptir líka miklu fyrir þróun launavísitölu hvort kjarbætur verða í formi hærri launa, aukinna lífeyrisréttinda eða hvort aðrar leiðir verði notaðar. Líklegt verður að teljast að í árslok 2018 muni launakostnaður

atvinnurekenda að jafnaði hafa hækkað um 32% frá árslokum 2013, en væntanlega verður mismunandi hve mikið laun einstakra hópa hafa hækkað. Skiptar skoðanir eru um þetta samkomulag og líklegt er að tilfærsla á valdi og samningsrétti frá smáum einingum til stærri sé forsenda þess að breytingar af þessu tagi náist. Ágreiningur um SALEK-samkomulagið hefur þegar leitt til þess að einstökum aðilum þess hefur nú verið stefnt fyrir Félagsdómi á grundvelli þess að samkomulagið sé andstætt lögum um vinnumarkað.

## Árshækkun íbúðarhúsnæðis

Heimild: Þjóðskrá Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans



## Ekkert lát á hækkun fasteignaverðs

Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 8,5% milli 2013 og 2014. Verðþróunin hefur verið með svipuðum hætti á þessu ári og nú í september var 12 mánaða hækkun húsnæðisverðs 9,3%.

### Hækkun á verði sérbýlis meiri en undanfarin ár

Árshækkunin á fjölbýli í september var 9,4% og 8,6% á sérbýli. Hækkunar-

takturinn er því hár í báðum tilfellum. Hækkun fjölbýlis hefur verið nokkuð jöfn og þétt allt frá árinu 2011 en hækkun sérbýlis minni og sveiflukenndari. Sé litið á þróun síðustu ára má sjá að 12 mánaða hækkun fjölbýlis hefur verið yfir 8% í langan tíma. Þá er einnig greinilegt að hækkunartaktur sérbýlis hefur verið mun meiri á þessu ári en var á árunum 2012-2014.

### Útlit er fyrir að verðið hækki áfram

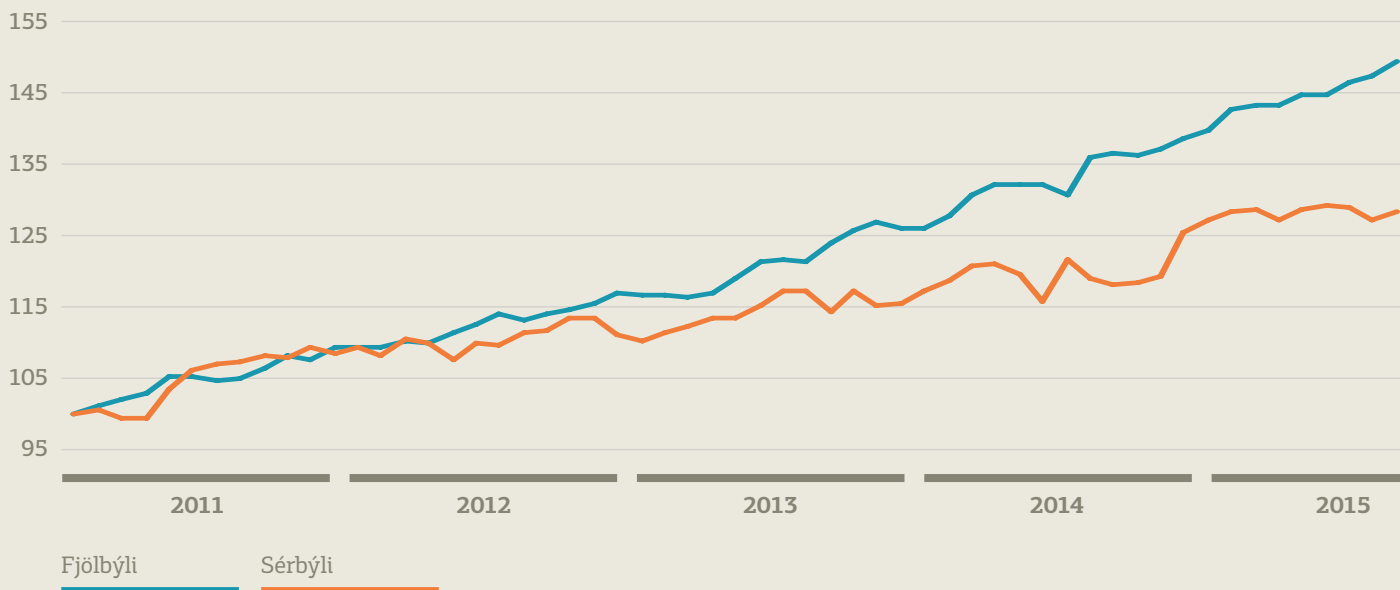
Flest bendir til þess að verð fasteigna haldi áfram að hækka. Það virðist t.d. ljóst að framboð á húsnæði, sérstaklega nýju húsnæði, uppfyllir ekki þá eftirspurn sem er fyrir hendi og slíkar markaðsaðstæður ýta verðinu upp. Þá hafa nýlega sést merki um aukna samkeppni á íbúðalánamarkaði. Lífeyrissjóðir eru farnir að gera sig gildandi á markaðnum.

Þeir hafa lækkað vexti í takt við lægri ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði og bjóða lægri vexti en viðskiptabankarnir, auk þess að bjóða líka upp á óverðtryggð lán. Þá hafa lífeyrissjóðir hækkað veðhlutföll og lækkað lán-tökukostnað nýrra útlána. Nú þegar hafa sést viðbrögð frá viðskiptabönkunum vegna þessa þannig að samkeppni á íbúðalánamarkaði gæti aukist. Allt auðveldar þetta aðgang að lánsfé sem aftur ýtir undir verð-

## Þróun nafnverðs fasteigna á höfuðborgarsvæðinu

Heimild: Þjóðskrá Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans

Vísitala: jan. 2011 = 100



hækkar. Þessu til viðbótar gætu þættir eins og lægri fjármögnunarkostnaður og lægri skattar á fjármála-fyrirtæki aukið svigrúm bankanna til þess að lækka vexti á húsnæðislánunum.

Þá hafa launahækkarir verið miklar að undanförmu og kaupmáttarþróun hagstæð enn sem komið er.

Staða heimilanna hefur batnað mikið að undanförmu. Skuldir hafa lækkað, eiginfjárstaða batnað og veðhlutföll eru nú lægri en þau hafa því fulla burði til þess að auka skuldir sínar í þenslunni sem er framundan. Allir þessir þættir vísa í þá átt að ýta undir áframhaldandi hækkun fasteigna-

verðs. Fleiri þætti mætti nefna í þessu sambandi, t.d. þörf á auknum innflutningi vinnuafis á næstu misserum sem kallar á aukið húsnæði og haldi fjölgun ferðamanna áfram með sama hætti er líklegt að útleiga húsnæðis til þeirra dragi enn úr framboði íbúða.

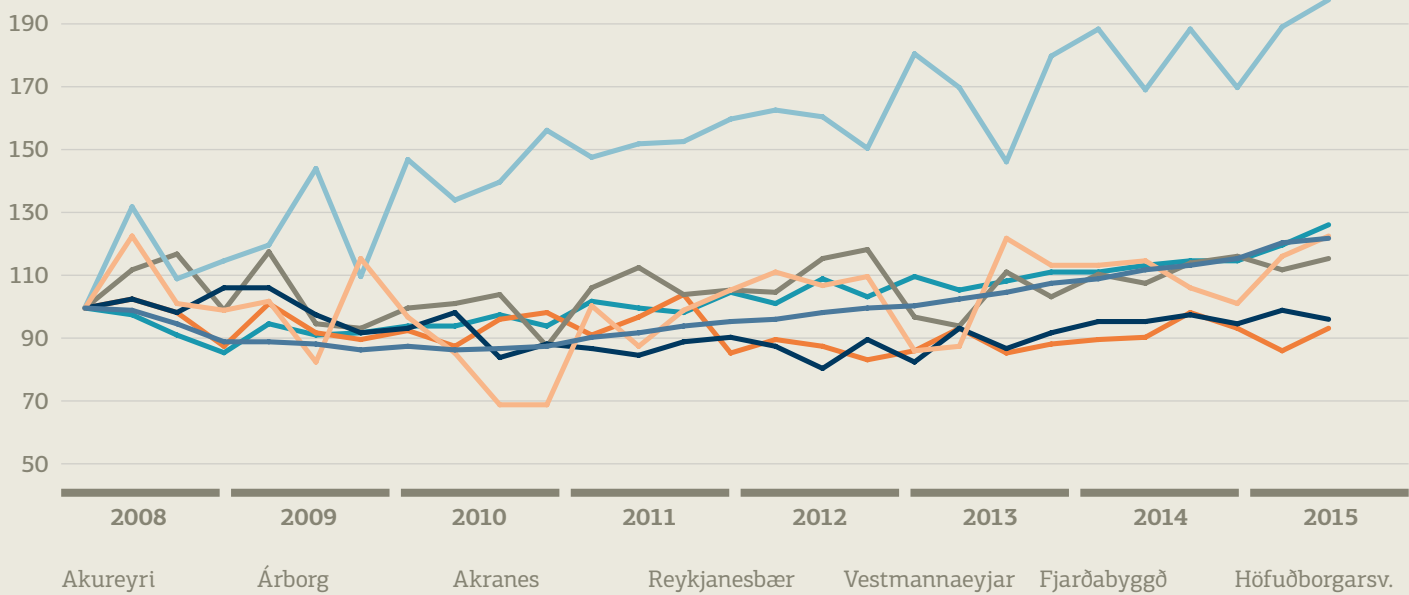
### Verðþróun er sú sama í stærri bæjarfélögum

Sé litið á þróun fasteigna-verðs í stærri bæjum utan höfuðborgarsvæðisins, frá 3. ársfjórðungi 2008 fram á 2. ársfjórðungi í ár, má sjá að þróunin er misjöfn. Þróunin í Vestmannaeyjum er algerlega í sérflokk, en þar hefur verðið tvöfaldast á þessum

## Þróun fasteignaverðs

Heimild: Þjóðskrá Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans

Visitala - 3. ársfj. 2008 = 100



tíma. Verðið hefur lækkað í Árborg og í Reykjanesbæ, en verið nokkuð stöðugt á síðustu misserum. Á hinum stöðunum, þ.e. á höfuðborgarsvæðinu, á Akureyri, í Fjarðabyggð og á Akranesi, hefur verðið hækkað með svipuðum hætti. Þessar tölur sýna greinilega að verðþróunin á höfuðborgarsvæðinu er í stórum dráttum hliðstæð

því sem gerist víða annarsstaðar.

### Fasteignaviðskipti aukast enn

Erfitt hefur verið að fylgjast með þróun viðskipta með fasteignir eftir mánuðum á þessu ári vegna verkfalla hjá sýslumannsembættum. Ef

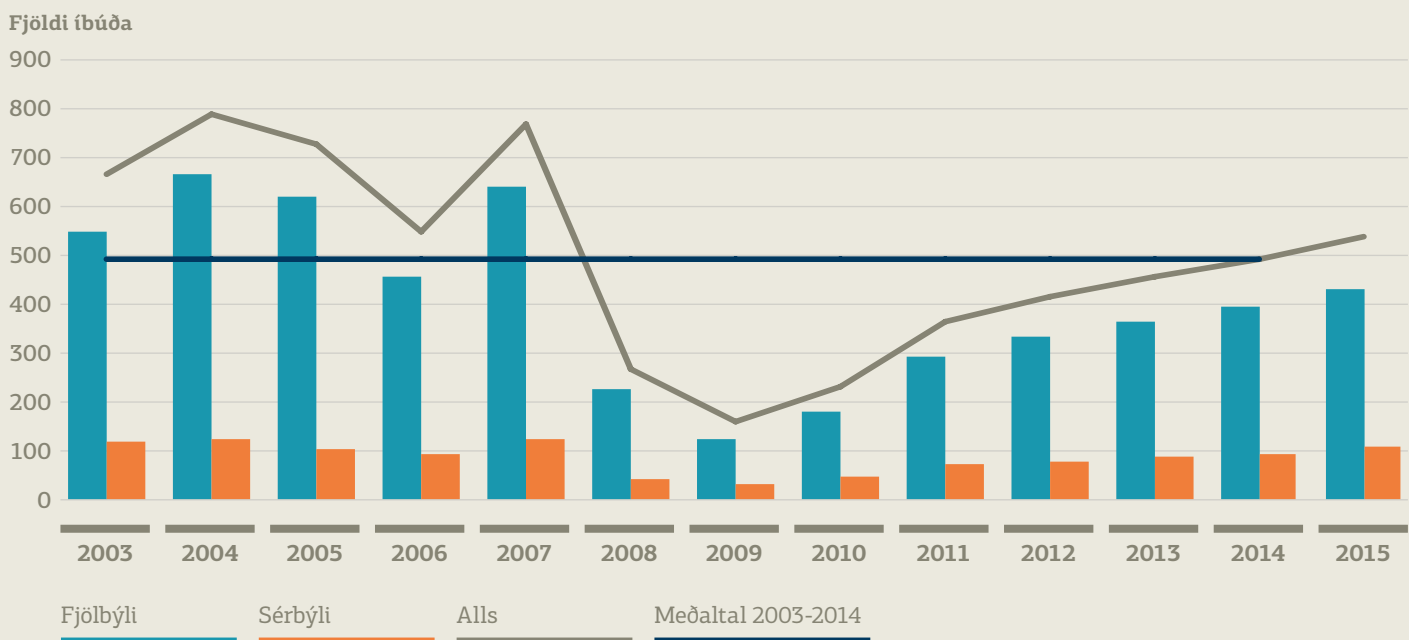
litið er á meðalfjölda viðskipta yfir lengri tíma má sjá að meðalviðskipti á mánuði á fyrstu 9 mánuðum þessa árs eru vel fyrir ofan meðaltal síðustu 11 ára. Viðskipti á fasteignamarkaði eru því enn að aukast og á meðan nýjar íbúðir koma ekki í meira magni inn á markaðinn er þessi staða ávísun á enn meiri hækkun.

### Húsaleiga heldur ekki í við hækkun kaupverðs

Leiguverð og kaupverð á íbúðum í fjölbýli héldust þétt í hendur síðustu 4 ár. Á síðustu mánuðum virðist sem þróun leiguverðs hafi gefið eftir. Þannig hafði kaupverð fjölbýlis í september hækkað um 4,3% síðustu 6 mánuði á meðan

## Meðalviðskipti með fasteignir á mánuði - höfuðborgarsvæðið

Heimild: Þjóðskrá Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans



leiguverð hafði lækkað um 1%.

Leigumarkaður hefur löngum verið óstöðugri og vanþroskaðri hér á landi en í nágrennalöndunum, enda hefur séreignarstefna löngum ráðið hér ríkjum. Mikil umræða fer jafnan fram um nauðsyn þess að bæta aðstæður á leigumark-

aði. Hið opinbera hefur lítið gert til að stuðla að slíkum breytingum, enda eru úrbætur mjög kostnaðarsamar.

Sú eðlisbreyting hefur orðið á leigumarkaði á síðustu misserum að fyrirtæki hafa í auknum mæli keypt íbúðir til þess að leigja þær út og þar með þrengt að hefðbundnum kaupendamarkaði.

Þá hefur útleiga húsnæðis til ferðamanna aukist mikið sem hefur þrengt að hefðbundnum leigumarkaði.

### Áformað er að byggja meira leiguhúsnæði

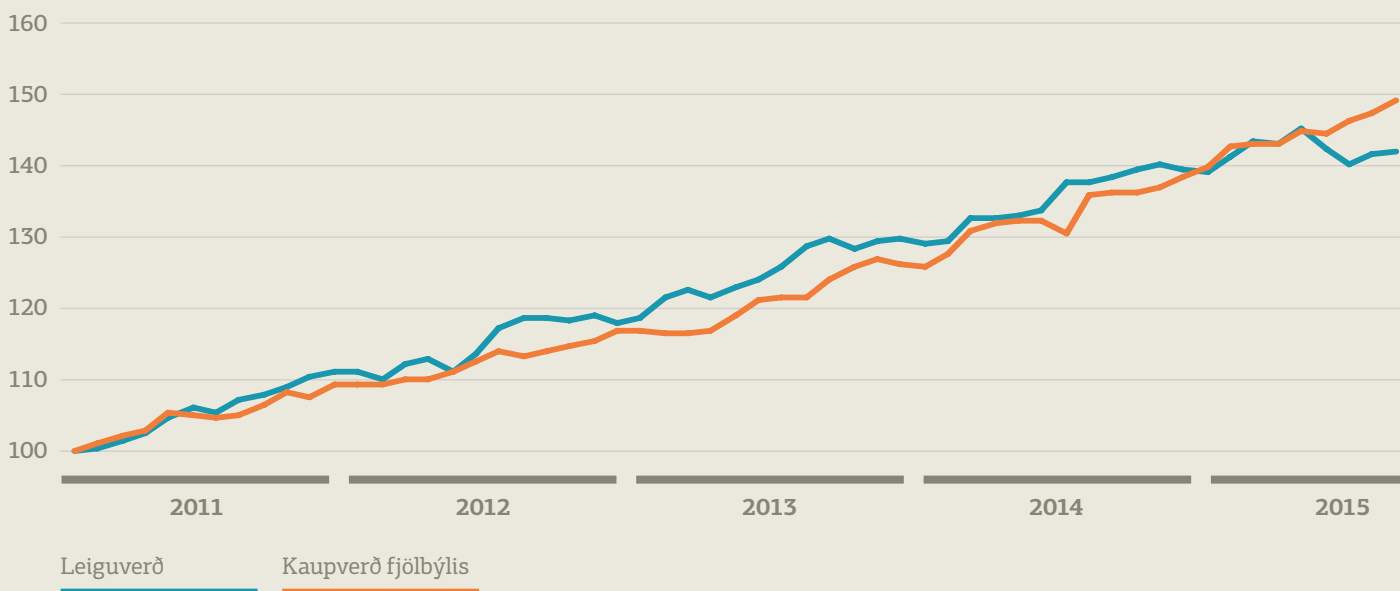
Ríkisstjórnin gaf út yfirlýsingu um húsnæðismál í samráði við aðila vinnu-

markaðarins og sveitarfélög í maí sl. Samkvæmt yfirlýsingunni er stefnt er að því að byggja 2.300 félagslegar leiguíbúðir á næstu fjórum árum, þ.e. á árunum 2016-2019, þó að hámarki 600 íbúðir á ári. Þetta er mikið magn sé t.d. miðað við þann fjölda íbúða sem fyrirtæki hafa keypt af einstaklingum til útleigu, og einnig miðað

## Leiguverð og kaupverð íbúða

Heimild: Þjóðskrá Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans

Vísitala, janúar 2011 = 100



við byggingastarfsemi á síðustu árum. Ljóst virðist að þessi áform munu tefjast eitthvað, t.d. verður tæplega lokið við að byggja allar þær íbúðir sem gert er ráð fyrir í yfirlýsingunni á næstu tveimur árum.

### Fasteignaverð helsta fódur verðbólgunnar

Viðvarandi hækkun fasteignaverðs hefur ýtt mikið undir verðbólgu hér á landi um nokkurt skeið. Síðastliðið eitt og hálf ár hefur húsnæðisliðurinn þannig skýrt verulegan hluta verðbólgunnar. Annað innlent verðlag hefur reyndar einnig

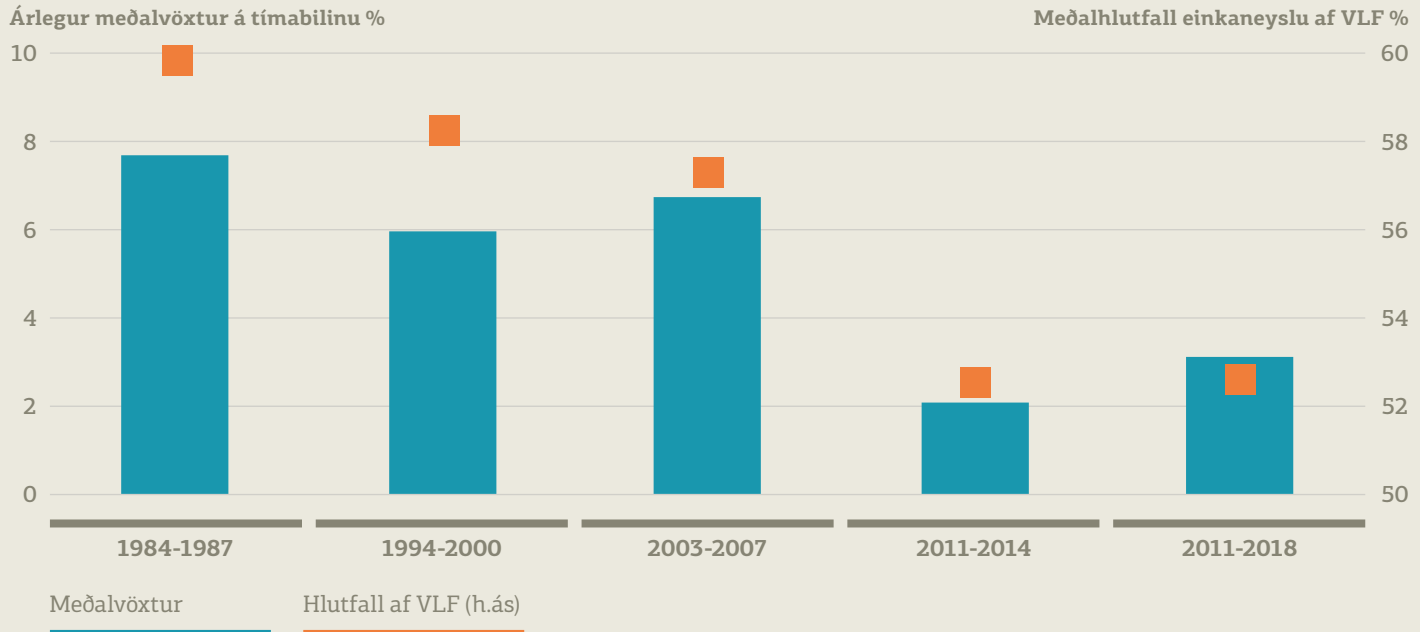
togað verðbólguna upp á við á síðustu mánuðum.

Efnahagsþróunin hefur verið á hraðri leið upp á við síðustu misserin. Hagvöxtur hefur aukist og sama má segja um einkaneyslu og kaupmátt ráðstöfunartekna. Fasteignaverðið helst í hendur við aðrar hagstærðir og því eru mestar líkur á

því að viðvarandi hækkun fasteignaverðs haldi áfram á næstu mánuðum og miss-erum. Hagfræðideild spáir því að fasteignaverð hækki um 9,5% í ár, og 8% á ári næstu þrjú árin.

## Vöxtur einkaneyslu á góðærisárum

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild



## Vöxtur einkaneyslu mun hægari nú en eftir fyrri samdráttarskeið

Þrátt fyrir að samdráttur einkaneyslu, í því samdráttarskeiði sem nýlega er lokið, hafi verið bæði meiri og langvinnari en á fyrri samdráttarskeiðum, þá hefur hún tekið mun hægar við sér nú en eftir fyrri samdráttarskeið. Nú, þegar brátt eru fimm ár liðin frá því að efnahagsbatinn hófst, hefur einkaneysla aukist að meðaltali um 2,6% á ári. Á fyrri hagvaxtarskeiðum frá árinu 1980 jókst einkaneysla að jafnaði um tæp 7% árlega. Það sem af er þessu hag-

vaxtarskeiði er vöxtur einkaneyslu því mun hófsamari en á fyrri hagvaxtarskeiðum. Hugsanlega má skýra það að einhverju leyti með því að skuldsetning heimila hafi verið meiri nú en oft áður og skuldirnar hafi þrengt meira að pyngjunni en fyrr.

Þjóðhagsspá Hagfræðideildar gerir ráð fyrir að einkaneysla aukist um u.þ.b. 5% á þessu ári og því næsta, um tæp 4% árið 2017 og um ríflega 3% árið 2018.

Á undanförunum 35 árum hefur einkaneysla að meðaltali verið um 57% af vergri landsframleiðslu. Þetta hlutfall hefur sveiflast mikið, en það fór hæst í um 61% á níunda og tíunda áratugnum, lægst í 51% árin 2009 og 2010, en var 52,5% árið 2014. Í þjóðhagsspá Hagfræðideildar er gert ráð fyrir talsverðum vexti einkaneyslu á komandi árum, eða að meðaltali 4,5% á ári á tímabilinu 2015-2018. Á sama tíma spáum við verulegum vexti í fjármunamyndun

sem gerir það að verkum að hagvöxtur verður einnig mikill á tímabilinu, eða um 4,3% á ári. Við reiknum því ekki með að einkaneysla sem hlutfall af landsframleiðslu aukist að ráði á næstu árum. Leiti vöxtur einkaneyslu hins vegar í svipað far og eftir fyrri nýleg samdráttarskeið, má búast við því að spá okkar um hagvöxt sé umtalsvert vanmetin.





## 4. Fjárfesting er farin að taka við sér

**Útlit er fyrir að atvinnuvegafjárfesting** aukist töluvert á spátímanum, ekki síst á þessu ári. Vöxturinn verður einnig nokkuð kröftugur árin 2016 og 2018. Ekki er gert ráð fyrir að íbúðafjárfesting aukist mikið á þessu ári en að hún vaxi á hinn bóginn að meðaltali um 15% árlega árin 2016-2018.

Þrátt fyrir batnandi stöðu ríkissjóðs gefa augljós þenslumerki ríkinu lítið svigrúm til að ráðast í auknar fjárfestingar á

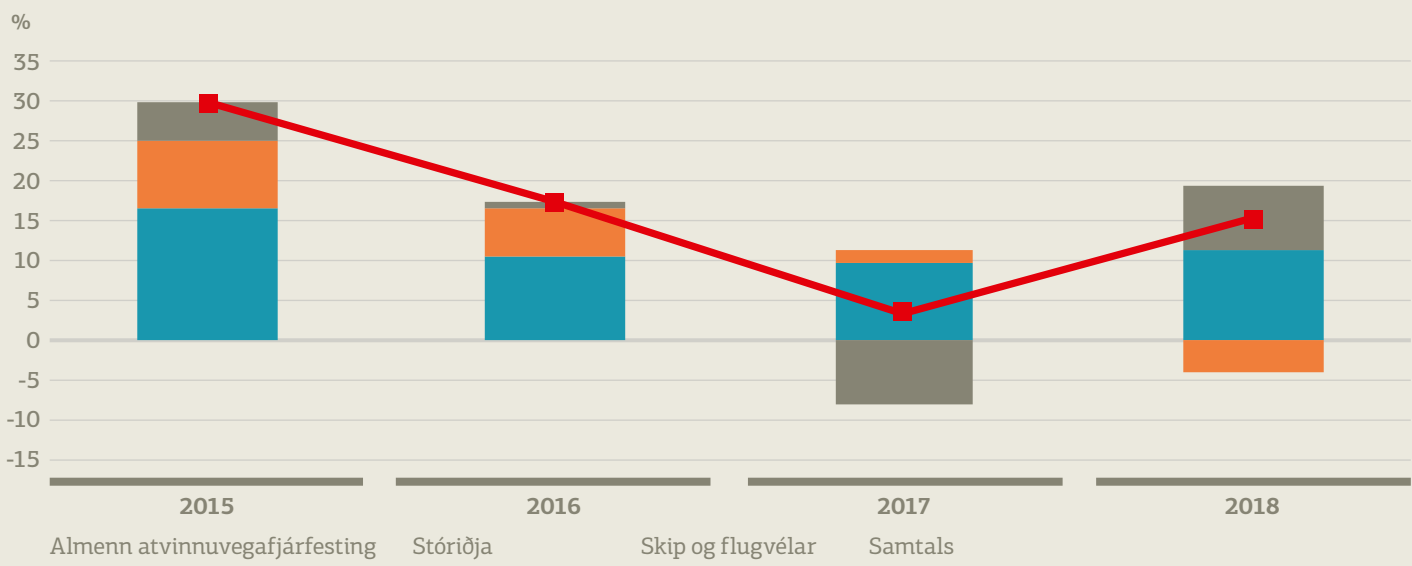
komandi árum. Erfið fjárhagsstaða sveitarfélaganna gefur heldur ekki tilefni til að ætla að fjárfestingar þeirra aukist til muna. Heilt

yfir reiknum við með því að árleg fjárfesting hins opinbera vaxi að jafnaði um rúm 4% á spátímanum.

Gert er ráð fyrir að heildarfjármunamyndun í hagkerfinu aukist töluvert á þessu ári og því næsta. Vöxturinn verður rúm 20% í ár og um

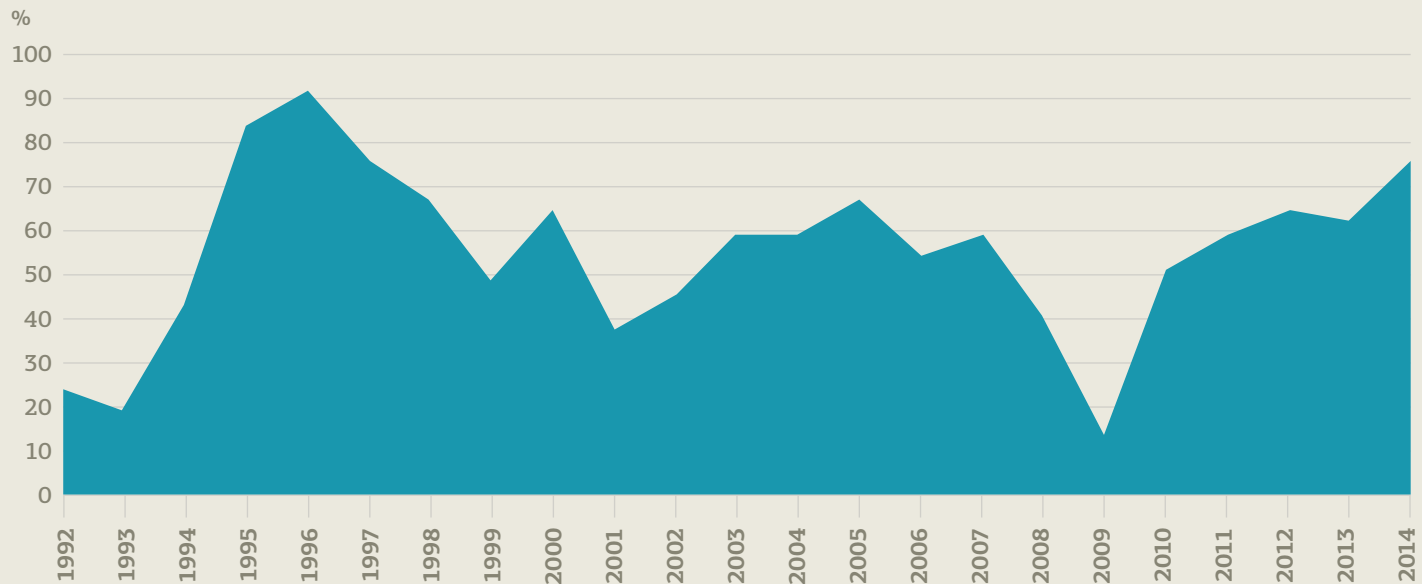
### Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar og framlag undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans



## Víðtækari aukning fjárfestingar en áður

Heimild: Hagstofa Íslands



Sýnir hlutfall þeirra 37 meginatvinnugreinaflokka Hagstofunnar sem auka fjárfestingu sína milli ára

15% á næsta ári. Það hægist síðan á vextinum árið 2017 þegar hann verður 6% en hann tekur svo aftur við sér árið 2018 með rúmlega 12% vexti. Vöxturinn skýrist að mestu af aukinni atvinnuvegafjárfestingu á næstu árum en framlag íbúðafjárfestingar verður þó töluvert næstu þrjú árin.

### Mikil aukning í fjárfestingu á fyrri hluta ársins

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst fjárfesting í hagkerfinu um 21% á fyrri hluta árs miðað við sama tímabil í fyrra en sá vöxtur var að öllu leyti borinn uppi af atvinnuvegafjárfestingu þar sem bæði íbúðafjárfesting og fjárfesting hins opinbera drógust saman milli tímabila. Atvinnuvegafjárfesting jókst

hins vegar um 38% en sá vöxtur var að mestu vegna fjárfestinga í skipum og flugvélum. Atvinnuvegafjárfesting án skipa og flugvéla jókst um 13,7% og heildarfjárfesting um 6,1% sé einnig horft framhjá skipum og flugvélum.

### Gert ráð fyrir töluverðum vexti atvinnuvegafjárfestingar

Hagfræðideildin gerir ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting aukist um 30% yfir árið 2015 í heild, að mestu vegna verulegrar aukningar í almennri atvinnuvegafjárfestingu. Á næsta ári reiknum við með því að vöxturinn verði um 17% og 3% árið 2017, en hægari vöxtur árið 2017 helgast fyrst og fremst af því að fjárfestingarkúfurinn í fiskiskipum verður þá

yfirstaðinn. Árið 2018 er gert ráð fyrir að vöxturinn taki vel við sér og verði um 15%. Það helgast að hluta til af mikilli fjárfestingu Ícelandair í flugvélum á árinu 2018.

### Atvinnuvegafjárfestingin víðtækari en oft áður

Vöxturinn í atvinnuvegafjárfestingu á fyrri árhelmingi hefur ekki verið jafn mikill frá fyrri árhelmingi ársins 2006. Það þarf jafnframt að leita langt aftur til að finna jafn almenna aukningu í atvinnuvegafjárfestingu. Hagstofan skiptir atvinnuvegafjárfestingu upp í 37 atvinnugreinaflokka og á síðasta ári jukust fjárfestingar í 28 af þessum flokkum, eða í 76% flokkanna. Þetta hlutfall hefur ekki verið jafn hátt frá árinu 1996. Að hluta til má rekja mikla atvinnu-

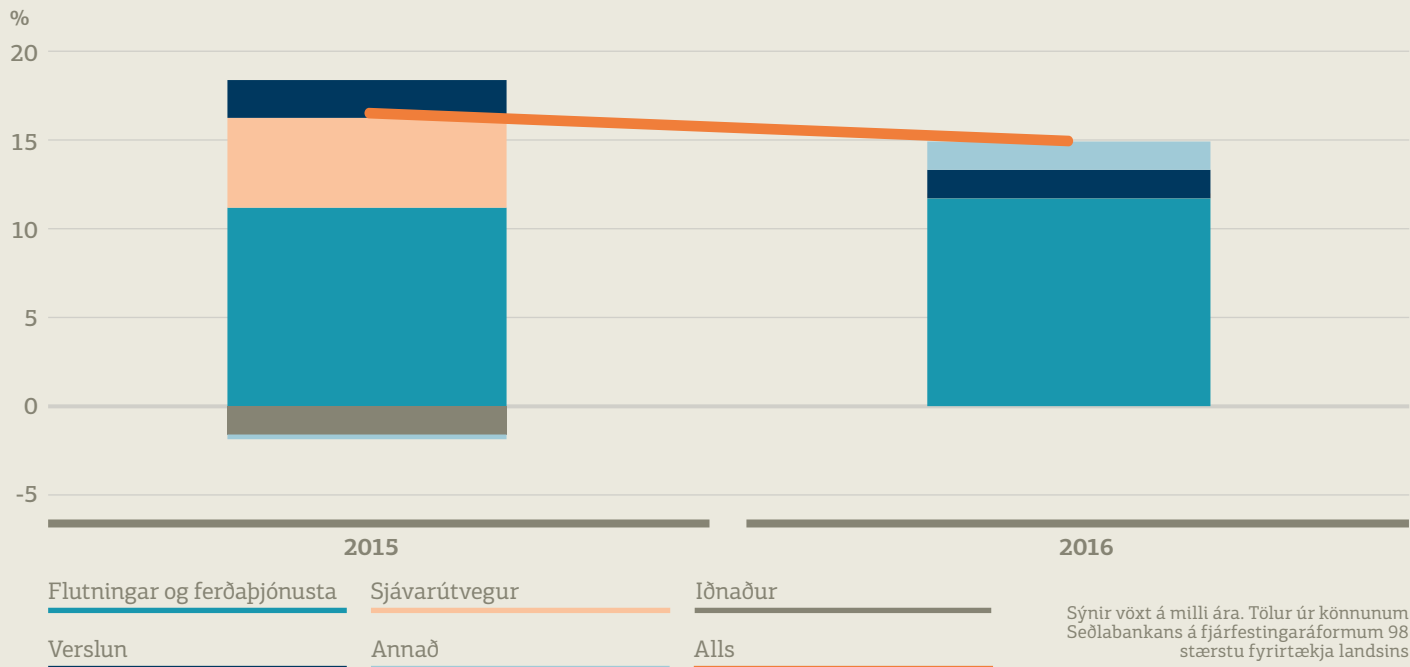
vegafjárfestingu til þess að mjög lítið var fjárfest í kjölfar bankahrunsins. Þá safnaðist upp fjárfestingarþörf sem nú virðist vera að leysast úr læðingi. Þetta er í raun endurtekning á því sem gerðist eftir efnahagssamdráttinn í byrjun 10. áratugar síðustu aldar.

### Kannanir benda til áframhaldandi vaxtar atvinnuvegafjárfestingar

Könnun Seðlabankans á fjárfestingaráformum fyrirtækja bendir til töluverðrar aukningar á þessu ári. Þannig gera 98 stærstu fyrirtækin ráð fyrir að fjárfesta fyrir um 66 ma.kr. sem yrði þá um 17% meiri fjárfesting en hjá sömu fyrirtækjum í fyrra. Á næsta ári gera þau síðan ráð fyrir að auka fjárfestingu sína um 15%. Bæði

## Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar og framlag einstakra greina

Heimild: Seðlabanki Íslands



á þessu og næsta ári ráðgera fyrirtæki í flutninga- og ferðaþjónustu að auka fjárfestingar mest, eða um 46% á þessu ári og 38% á því næsta. Tölur um innflutning fjárfestingarvara að viðbættum skipum og flugvélum, fyrstu 8 mánuði ársins, rímar vel við niðurstöður könnunarinnar en innflutningurinn jókst um 16,5% milli ára.

### Útlán til fyrirtækja aukast verulega

Þar sem fjárfesting í atvinnulífinu er að hluta fjármögnuð með lánsfé fylgist aukin atvinnuvegafjárfesting að við vöxt útlána. Á fyrstu 8 mánuðum

ársins námu ný útlán til fyrirtækja<sup>3</sup>, umfram uppgreiðslur, um 117 ma.kr. borið saman við 59 ma.kr. á sama tímabili í fyrra. Þarna er um að ræða tæplega tvöföldun milli ára. Aukningin skýrist af auknum útlánum til ýmissa geira en mest áberandi aukningin er í þjónustugeiranum. Ný útlán til þjónustufyrirtækja námu 64 ma.kr. á árinu borið saman við 9,1 ma.kr. á sama tímabili í fyrra. Líklegt er að töluverður hluti þessara lána sé til ferðaþjónustu sem hefur vaxið mjög hratt síðustu ár. Hluti af útlánum til þjónustugeirans fer til fasteignafélaga. Algengt er að fasteignarekstur hótela og annar rekstur þeirra sé aðskilin í mismunandi

fyrirtækjum. Það má því ætla að umtalsverður hluti lána til fasteignafélaga renni til félaga sem standa að hótélbyggingum.

### Vöxtur útlána bendir til kröftugri vaxtar á fyrri hluta ársins

Út frá greiningu á útlánum til fyrirtækja teljum við líklegt að vöxtur fjárfestinga á fyrri hluta ársins kunni að vera vanmetinn að einhverju leyti. Það er í ágætu samræmi við sögu síðustu ára en í fyrstu bráðabirgðatölum frá Hagstofunni er fjárfestingarstigið oft vanmetið. Á síðasta ári nam heildarfjárfesting atvinnuveganna um 212 ma.kr. Ný útlán umfram

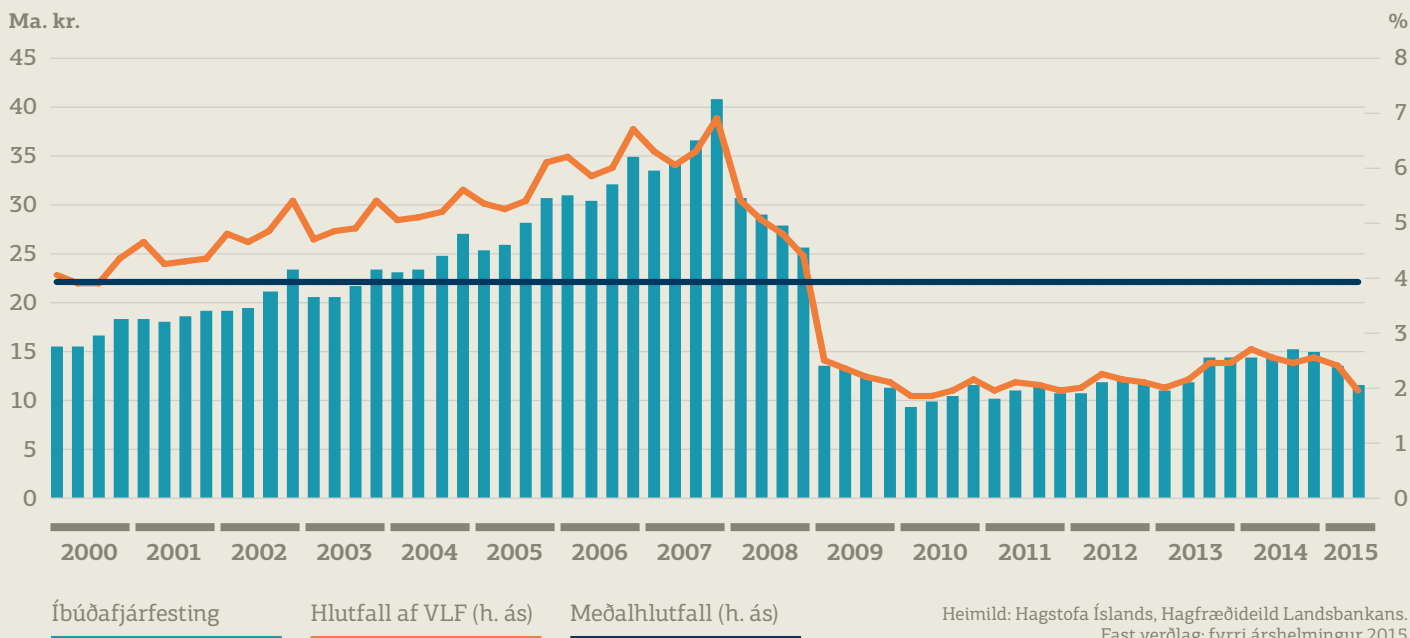
uppgreiðslur námu á sama tímabili 96 ma.kr. Það sem af er ári hafa ný útlán numið 117 ma.kr. borið saman við atvinnuvegafjárfestingu upp á 136 ma.kr. Við teljum að út frá nýjum útlánum fyrstu 8 mánuði ársins og þróun síðustu ára muni ný útlán nema um 149 ma.kr. á þessu ári. Sú upphæð yrði um 53 ma.kr. hærrí en í fyrra og 66 ma.kr. hærrí en árið 2013.

### Thorsil bætist við stóriðjufjárfestinguna

Fyrir skömmu tókust samningar milli Thorsil og Landsvirkjunar um sölu á raforku til kísilframleiðslu Thorsil í Helgúvík. Í síðustu spám Hagfræðideildar

<sup>3</sup> Um er að ræða atvinnugreinaflokkana landbúnað, fiskveiðar, iðnað, byggingastarfsemi og mannvirkjagerð, verslun o.fl., samgöngur og flutningar og þjónustu.

## Íbúðafjárfesting á föstu verðlagi og hlutfall af VLF



hefur verið gengið út frá þeirri meginforsendu að stóriðjufjárfesting fari ekki inn í spár fyrr en búíð er að tryggja raforku til framleiðslunnar. Þess vegna er í spá um stóriðjufjárfestingu gert ráð fyrir kísilveri PCC á Bakka og United Silicon, eins og síðast, auk þess sem Thorsil bætist nú við. Fjórða verkefnið um kísilver snýr að Silicor Materials á Grundartanga. Þar hafa náðst samningar milli Silicor Materials og dótturfélags Orkuveitu Reykjavíkur, Orku náttúrunnar, um sölu á 40 MW af raforku. Verið þarfnast hins vegar töluvert meiri orku, eða 85 MW, og því hefur full raforkuþörf ekki verið tryggð. Þetta verkefni er því ekki með í spánni.

### 25 ma.kr. fjárfesting í flugvélum 2018

Töluverðar fjárfestingar standa fyrir dyrum í ferðaþjónustu á næstu árum. Fyrir um tveimur árum skrifaði Icelandair undir samning um kaup á 16 farþegaþotum frá Boeing ásamt kauprétti á 8 vélum til viðbótar. Heildarverðmæti flugvélanna sextán samkvæmt listaverði Boeing er um 1,6 milljarðar Bandaríkjadala. Miðað við algeng afsláttarkjör við flugvélakaup af þessari stærðargráðu gerum við ráð fyrir að heildarfjárfestingin nemi um 100 ma.kr. Flugvélnar á að afhenda á tímabilinu 2018-2021 og því gætir áhrifa af þessari fjárfestingu undir lok spátímabilsins. Gert er ráð fyrir að fjórar vélar verði komnar til landsins

árið 2018, en andvirði þeirra nemur um 25 ma.kr.

### Miklar fjárfestingar í gistirými í bígerð

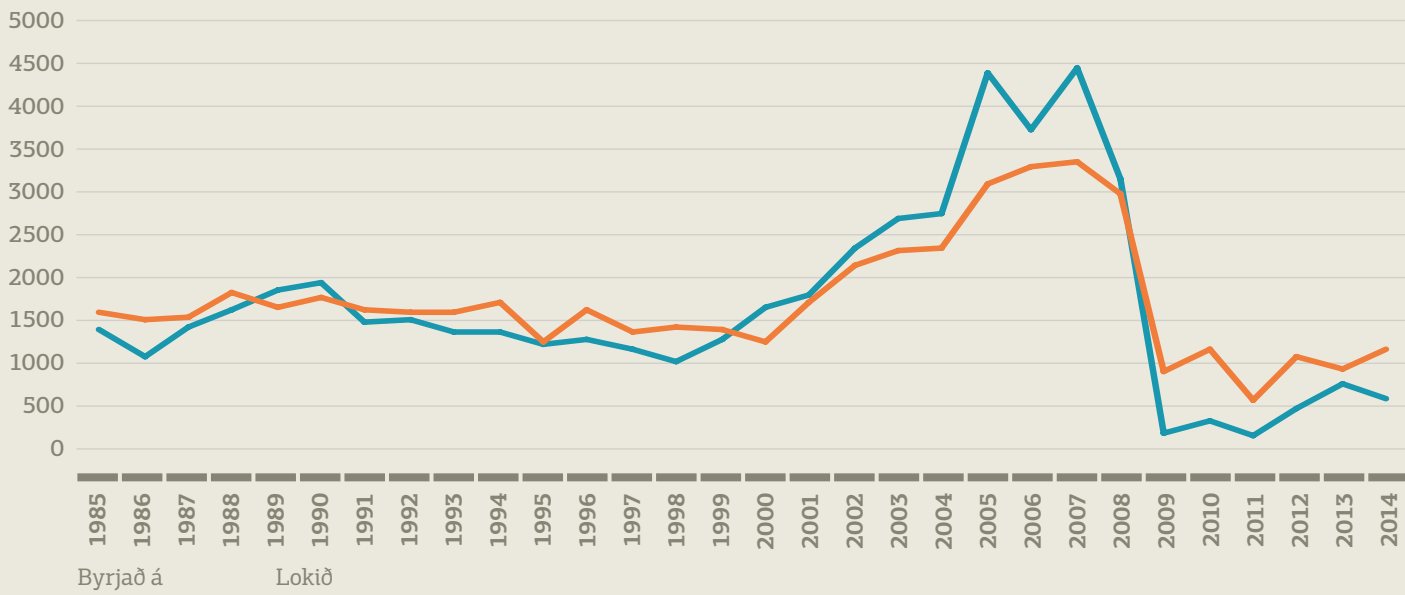
Í annarri fjármagnsfrækri grein innan ferðaþjónustunnar, hótélrekstri, er einnig verið að undirbúa miklar fjárfestingar. Þar ber hæst áætlanir um 250 herbergja hótél á Hörpureitnum sem mun kosta um 16 ma.kr en gert er ráð fyrir að það verði tekið í notkun árið 2018. Aðrar stórar hótélfjárfestingar á spátímanum eru á Landsímareitnum, Hlíðarenda og Fosshótél á Höfðatorgi sem tekið verður í notkun á þessu ári. Allar hinar fjárfestingarnar þrjár verða teknar í notkun á síðasta ári spátímabilsins, 2018. Mesti

þunginn í allri hótélfjárfestingunni verður árin 2017 og 2018, eða um 11,5 ma.kr. hvort ár. Samtals er áætlað að hótélfjárfestingar nemi um 38 ma.kr. frá 2015-2018.

### Isavia hyggur á 70-90 ma.kr. fjárfestingar

Stærstur hluti erlendra ferðamanna kemur í gegnum Leifsstöð og hefur fyrirbyggjandi vöxtur ferðamannastraumsins þrýst á um stækkingun flugstöðvarinnar. Isavia, rekstraraðili Leifsstöðvar, hyggst stækka flugstöðina verulega og er gert ráð fyrir að fjárfestingin verði á bilinu 70-90 ma.kr. á árunum 2017-2020. Í spánni er gert ráð fyrir að um 8 ma.kr. af fjárfestingunni verði árið 2017 og 20 ma.kr. árið 2018.

Fjöldi íbúða



## Þróun íbúðafjárfestingar ekki í samræmi við umræðu

Íbúðafjárfesting var 3% af landsframleiðslu á árinu 2014, en hafði verið á bilinu 4-6% frá aldamótum fram til ársins 2008. Hlutfallið fór undir 2% árið 2010 og aftur á 2. ársfjórðungi 2015. Síðustu þrjú ár hefur íbúðafjárfesting verið að meðaltali um 2,7% af VLF, sem er langt fyrir neðan meðalhlutfallið 4,1% á árunum 2000-2014.

Á fyrri árshelmingi 2015 dróst íbúðafjárfesting saman um 13,3% miðað við sama tíma árið áður, samkvæmt

bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Þessi samdráttur íbúðafjárfestingar er nokkuð á skjön við þá umræðu sem farið hefur fram um þessa starfsemi og er ekki útilokað að tölurnar breytist við endurskoðun. Íbúðafjárfesting jókst stöðugt fram til loka ársins 2007 og var þá rúmlega 40 ma.kr. á 4. ársfjórðungi á verðlagi ársins 2015. Íbúðafjárfesting hrunni svo niður í u.þ.b. 9 ma.kr. í upphafi ársins 2010 en jókst á ný og var á bilinu 12-15 ma.kr. til ársloka 2014. Síðan þá hefur hún hins vegar dregist saman og var einungis rúmlega 12 ma.kr. á 2. ársfjórðungi í ár.

## Tölur um íbúðabyggingar segja sömu sögu

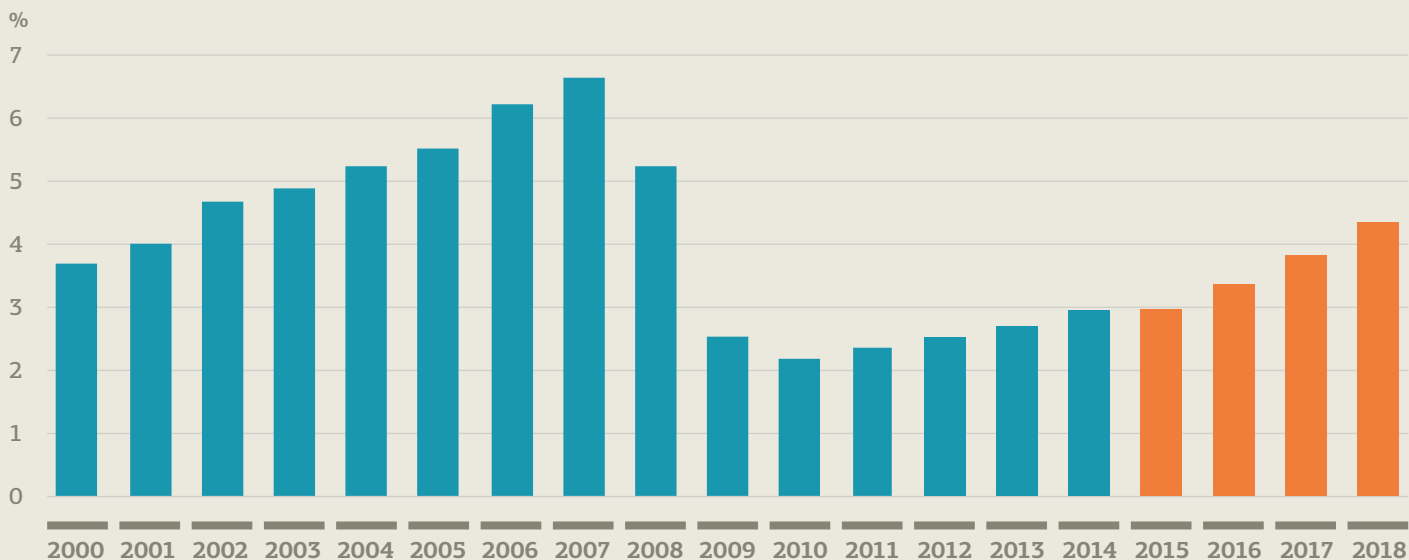
Upplýsingar um fjölda íbúða í byggingu segja sömu sögu. Byggingastarfsemi hrunni gersamlega á árinu 2008 og hefur ekki náð sér á strik síðan. Árið 2014 var einungis byrjað á um 580 íbúðum á landinu öllu, samkvæmt upplýsingum frá Hagstofunni, og byggingu var lokið á um 1.150 íbúðum. Á árunum 1985-2014 var að meðaltali byrjað á um 1.700 íbúðum á ári og lokið var við að byggja svipað magn. Á árinu 2014 var því einungis byrjað að byggja um 35% af meðalfjölda

íbúða í byggingu síðustu 30 ár. Talningar Samtaka iðnaðarins á íbúðum í byggingu á höfuðborgarsvæðinu eru á sömu lund, t.d. fækkaði íbúðum í byggingu á milli talninga í október 2014 og mars 2015 eftir að hafa farið fjölgandi fram að því. Talning í október 2015 sýndi aftur að íbúðum í byggingu hafði fjölgað lítilsháttar, en á hinn bóginn hafði íbúðum sem nýbyrjað var að byggja fækkað nokkuð. Þessar tölur styðja þá tilgátu að hægt hafi á byggingastarfsemi. Tölur um sementssölu til starfsemi annarrar en stóriðju gefa einnig vísbendingar um að starfsemi í



## Íbúðafjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans.  
Síðustu 4 árin eru spá Hagfræðideildar



byggingariðnaði sé minni en verið hefur undanfarin misseri. Sementssala jókst mikið á árunum 2013 og 2014, en hefur verið mun minni frá miðju ári 2014.

### Er enn of dýrt að byggja?

Samhengi byggingarkostnaðar og söliverðs íbúða raskaðist mikið í kringum hrúnið 2008. Íbúðaverð lækkaði og byggingarkostnaður hækkaði mikið, einkum vegna falls krónunnar, þannig að byggingarstarfsemi stöðvaðist nær alveg. Aukið jafnvægi náðist á milli þessara stærða á árunum

eftir 2011 og sérstaklega frá miðju ári 2013 þegar kaupverð hækkaði mun meira en byggingarkostnaður. Í kjölfar kjarasamninganna í vor hækkaði byggingarvísitalan mikið og má ætla að byggingarkostnaður hafi hækkað samhliða, þótt ekki sé fullkomið samband á milli byggingarvísitölu og raunverulegs byggingarkostnaðar. Hækkun fasteignaverðs er hins vegar mikil og stöðug sem ætti að ýta undir íbúðafjárfestingu á næstu árum.

Svo virðist sem hvatar séu enn miklir til þess að byggja stærri og dýrari íbúðir, þrátt fyrir mikla umræðu og heit-

strengingar ráðamanna um að breytinga sé þörf. Mikil umræða hefur farið fram um stöðu á húsnæðismarkaði. Þannig gaf ríkisstjórnin út yfirlýsingu í tengslum við kjarasamningana í maí um mikið átak til fjölgunar leiguíbúða og var stefnt að byggingu 2.300 leiguíbúða á næstu fjórum árum. Ljóst virðist að þau áform munu tefjast eitthvað.

### Talsverð aukning íbúðafjárfestingar á næstu árum

Þrátt fyrir tölur Hagstofunnar um samdrátt í

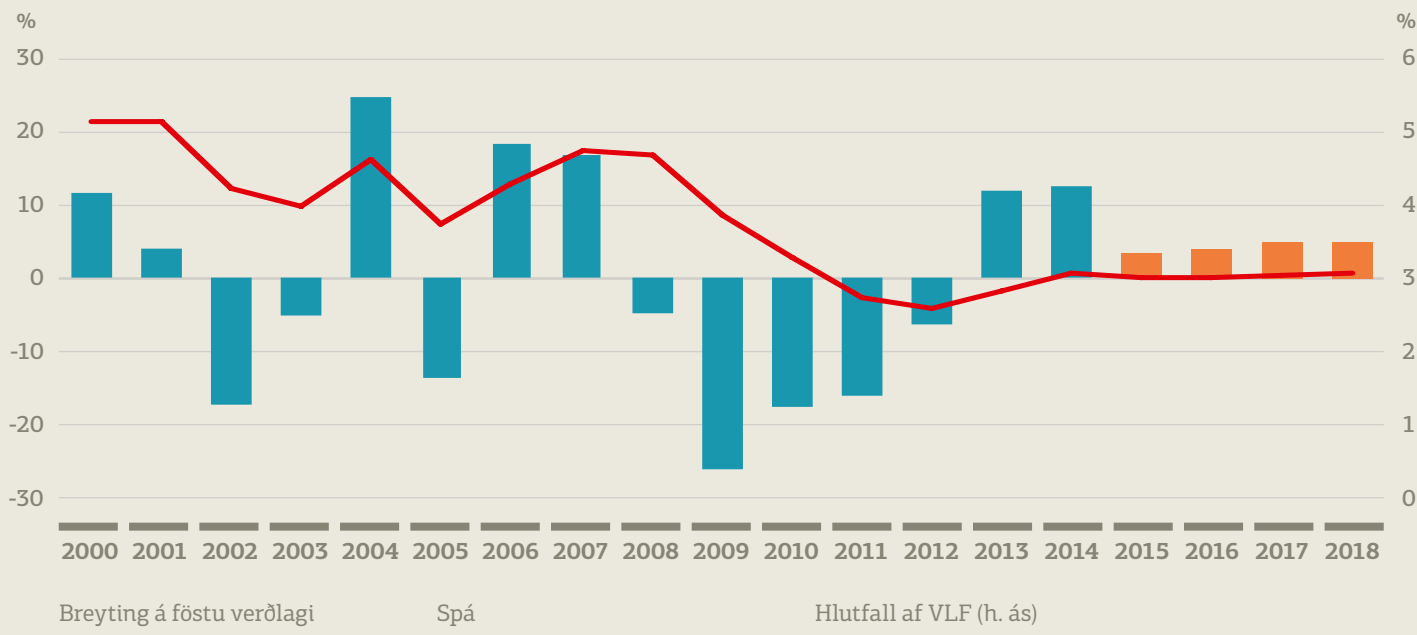
íbúðafjárfestingu milli fyrri hluta 2014 og 2015 spáir Hagfræðideild því að íbúðafjárfesting aukist um 2,5% á árinu 2015 í heild, og svo um 18% á ári árin 2016 og 2017 og 10% árið 2018. Gangi spáin eftir mun íbúðafjárfesting nema 4% af landsframleiðslu á árinu 2018, sem er svipað og meðaltal síðustu 15 ára.

### Lítið svigrúm til aukinnar opinberar fjárfestingar á komandi árum

Opinber fjárfesting jókst um 12,8% í fyrra samkvæmt tölum Hagstofunnar og var

## Opinber fjárfesting 2000-2018

Heimild: Hagstofa Íslands,  
Hagfræðideild Landsbankans.



þá 3,1% af landsframleiðslu sem er hálfu prósentustigi minna en meðaltal síðustu 10 ára. Á fyrri helmingi ársins 2015 mældist síðan 0,8% samdráttur í opinberri fjárfestingu. Í fjárlagafrumvarpinu fyrir árið 2016 er fjallað töluvert um fjárfestingar ríkissjóðs í nánustu framtíð og boðað að stefnt sé að því að viðhalda álfika fjárfestingarstigi og kveðið var á um í fjárlögum 2015, eða u.þ.b. 1,2% af VLF. Samkvæmt því gæti orðið til svigrúm fyrir ný fjárfestingarverkefni 2017 sem kæmu

þá í stað verkefna sem lýkur á tímabilinu. Í áætlunum stjórnvalda er m.a. gert ráð fyrir að byggingu sjúkrahótels á Landsspítalareitnum verði lokið og einnig fullnaðarhönnun á meðferðarkjarna LSH. Að sumu leyti hafa litlar opinberar fjárfestingar verið hluti af viðleitni hins opinbera til að sporna við þenslu þar sem stundum er auðveldara að draga úr framkvæmdum, eða hefja þær ekki, en að draga úr hefðbundnum útgjöldum.

Á síðustu árum hefur myndast umtalsverð fjárfestingarþörf á ýmsum sviðum, m.a. vegna skorts á viðhaldi. Nú er ljóst að hagur ríkissjóðs mun batna mikið á næsta ári, m.a. vegna stöðugleikaframlaga frá slitabúum föllnu bankanna. Því til viðbótar eru þingkosningar á árinu 2017 og sagan sýnir að ekki sé ólíklegt að bætt verði í fjárfestingar í fjárlagafrumvarpi næsta árs.

Staða sveitarfélaga er með þeim hætti að þau munu væntanlega ekki auka fjárfestingar sínar á næstu misserum. Hagfræðideild sér ekki ástæðu til þess að breyta fyrri spá sinni fyrir árin 2015-2018 og gerir því ráð fyrir að opinber fjárfesting aukist um 3,5% í ár, 4% á næsta ári, og 5% á árunum 2017 og 2018. Opinber fjárfesting mun því nema 3,1% af landsframleiðslu á árinu 2018 sem er svipuð staða og var á árinu 2014.





## 5. Ferðapjónustan heldur áfram að draga vagninn í útflutningi

**Vöxtur útflutnings á fyrri hluta ársins 2015** nam 9% miðað við sama tímabil 2014. Þetta er mikill vöxtur og þarf að leita 7 ár aftur í tímann til að finna meiri vöxt í útflutningi á fyrri hluta árs. Þessi þróun var að megninu til borin uppi af aukningu þjónustuviðskipta sem má að mestu leyti rekja til vaxtar í ferðapjónustu.

Mikill vöxtur hefur verið í ferðapjónustu undanfarin ár. Hlutur greinarinnar í útflutningsverðmætum hefur aukist ár frá ári. Um leið hefur útflutningsverðmæti þorsks og loðnuafurða aukist og annar þjónustuútflutningur en ferðapjónusta sömuleiðis.

### Aukinn útflutningur verður borinn uppi af vexti ferðapjónustunnar

Gert er ráð fyrir að útflutningsvöxturinn verði sem fyrr borinn uppi af auknum umsvifum í ferðapjónustu. Spáin um stóriðjuútflutning

hefur breyst að því leyti að nú er gert ráð fyrir kísilveri Thorsil í Helguvík sem ekki var áður. Áfram er gert ráð fyrir að þorskstofninn stækki og að næsta loðnuvertíð verði svipuð og sú síðasta. Þjónustuútflutningur utan ferðapjónustu hefur aukist töluvert og er gert ráð fyrir að svo verði áfram næstu ár. Gert er ráð fyrir að vöxtur útflutnings verði 7,9% á þessu ári. Á næstu tveimur árum verður hann í kringum 5,8% en dettur niður í 3,8% árið 2018. Heildarþróunin markast að miklu leyti af spá um fjölgun ferðamanna.

### Gert er ráð fyrir mikilli fjölgun erlendra ferðamanna á næsta ári

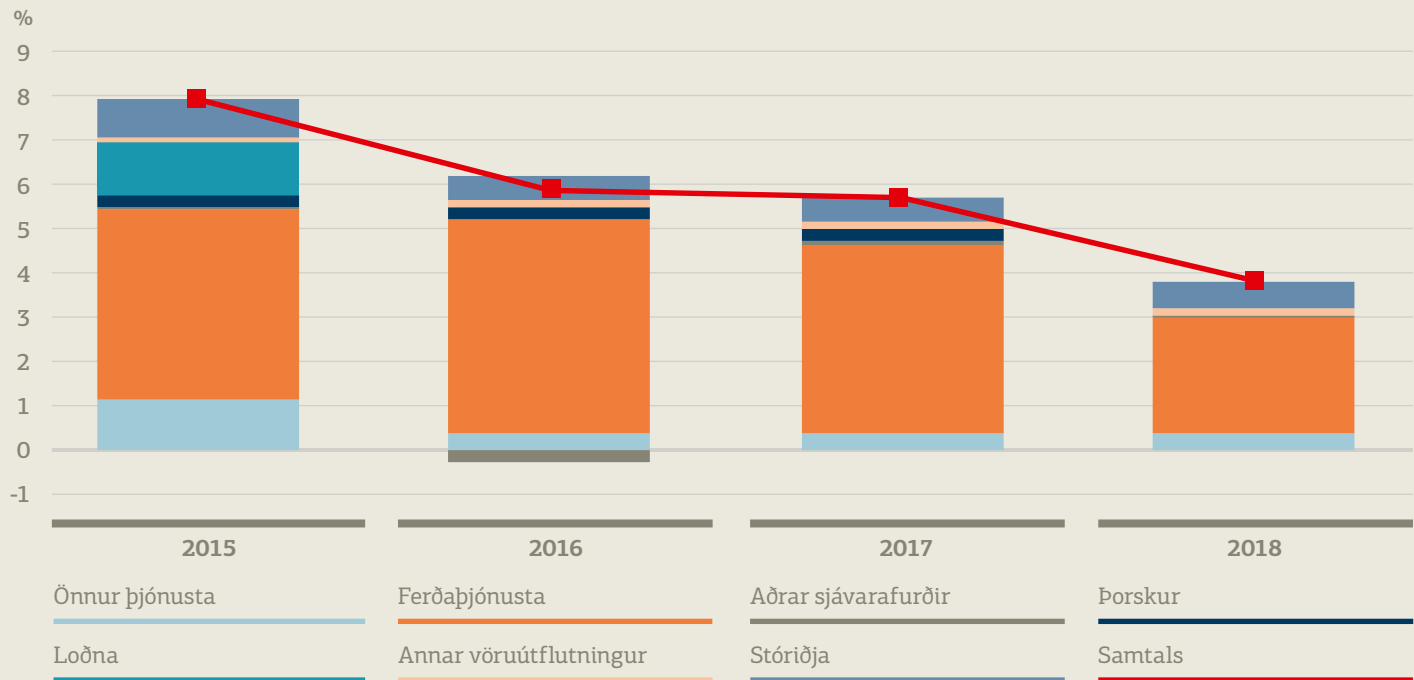
Spá okkar um drifkrafta útflutningsvaxtar hefur lítið breyst á síðustu árum. Ferðapjónustan mun eftir sem áður draga vagninn. Gert er ráð fyrir að erlendum ferðamönnum fjölgi um 26% á þessu ári. Á fyrstu 10 mánuðum ársins komu rúmlega milljón ferðamenn til landsins um Leifsstöð, sem er 29,8% aukning frá sama tímabili í fyrra. Þetta er, vel að merkja, mesta aukningin milli ára í núverandi uppsveiflu sem hófst árið 2011. Á næsta ári er gert ráð fyrir

24% fjölgun ferðamanna og er þar stuðst við spá Isavia. Spár Hagfræðideildar hafa á síðustu árum gert ráð fyrir að hægja taki á vextinum eftir því sem líður á spátímabilið og er gert ráð fyrir að vöxturinn fari niður í 18% árið 2017 og í 10% árið 2018 sem yrði lítillega yfir sögulegum meðalvexti.

Útflutningur á ferðapjónustu frá landinu skiptist í tvennt, annars vegar neyslu erlendra ferðamanna hér á landi og hins vegar tekjur íslenskra flugfélaga af flutningi erlendra ferðamanna, og skiptir þá ekki máli hvort þeir koma hingað til lands

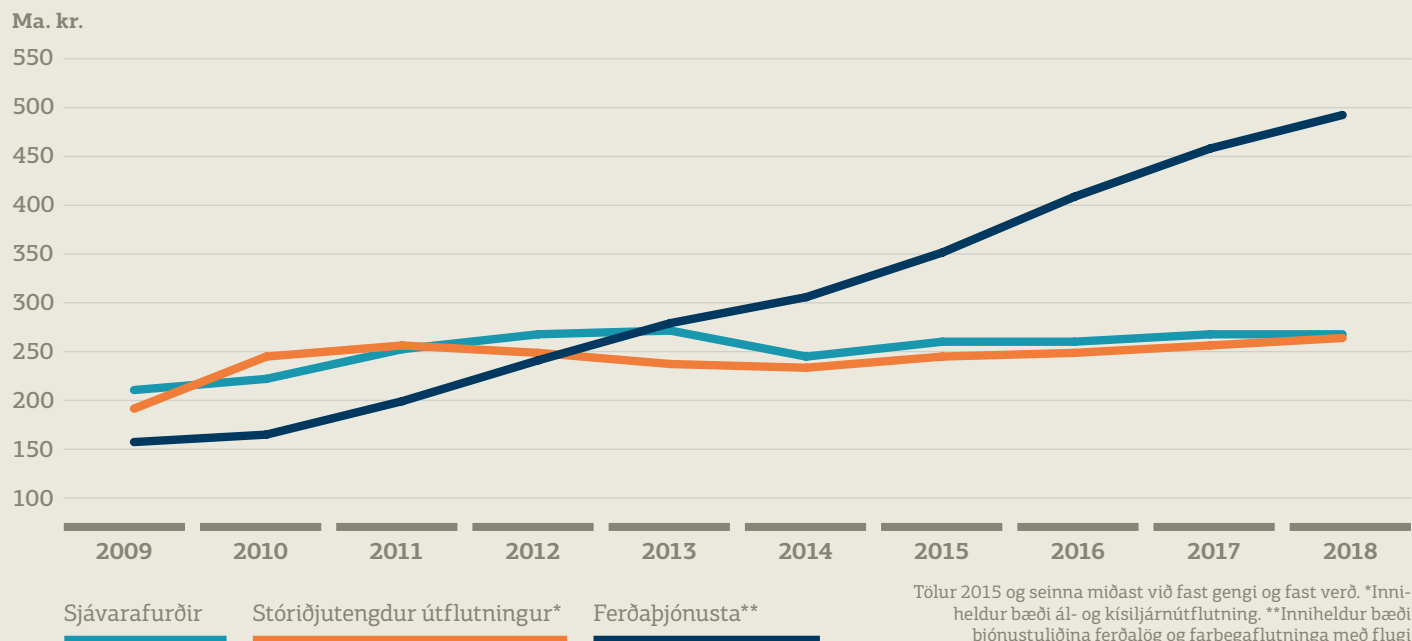
## Vöxtur útflutnings og framlag undirliða

Heimild: Hagfræðideild Landsbankans



## Útflutningur stoðanna þriggja

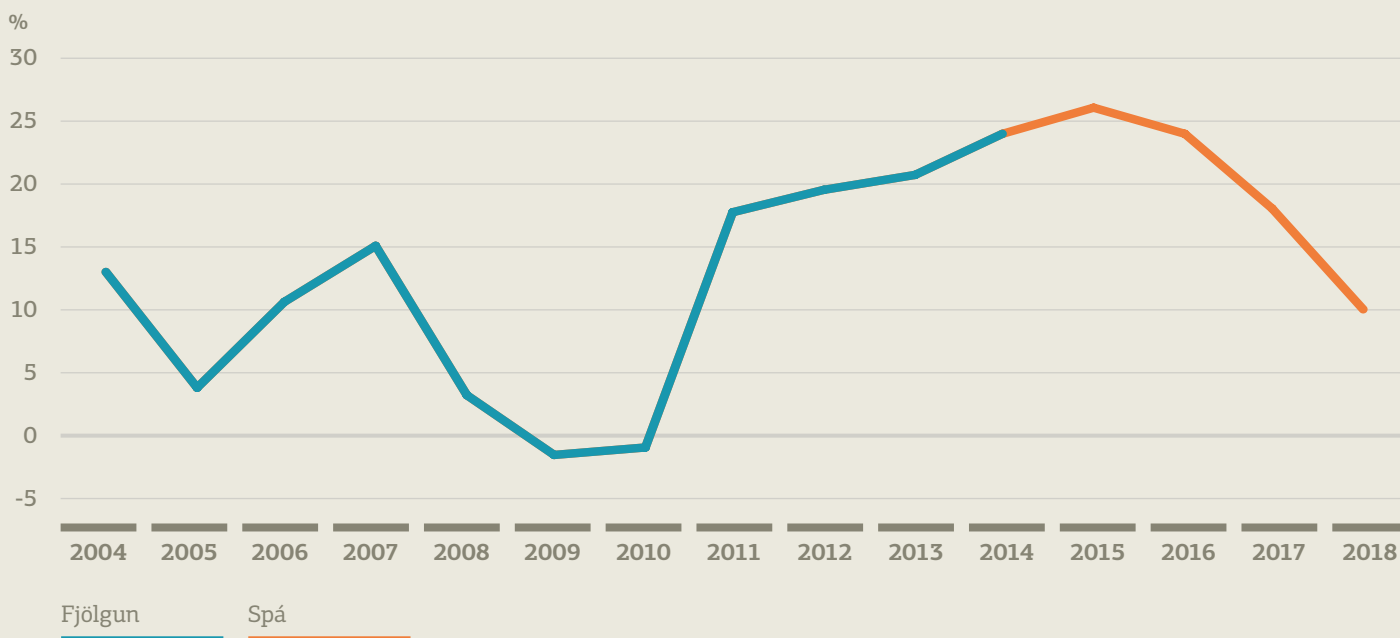
Síðustu 4 ár eru spá Hagfræðideildar  
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



Tölur 2015 og seinna miðast við fast gengi og fast verð. \*Inniheldur bæði ál- og kísiljárnútflutning. \*\*Inniheldur bæði þjónustuliðina ferðalög og farþegaflutninga með flugi

## Fjölgun erlendra ferðamanna

Heimild: Ferðamálastofa, Hagfræðideild Landsbankans



eða ekki. Farþegaflutningar, sem hafa á síðustu árum numið u.þ.b. helmingi af gjaldeyrstekjum ferðaþjónustunnar, hafa aukist hægar en neysla erlendra ferðamanna hér á landi og er gert ráð fyrir að svo verði áfram.

### Vægi ferðaþjónustu nálægt því það sama og stóriðju og sjávarútvegs til samans

Gangi þessi spá eftir mun hlutdeild stöðanna þriggja í heildarútflutningi breytast töluvert. Ferðaþjónusta mun fara úr því að skila um 28% af útflutningi árið 2014 upp í 36% árið 2018. Sjávarafurðir og stóriðja voru hvor um sig með í kringum 22% af

heildarútflutningi árið 2014 en hlutur greinanna, hvort um sig, mun fara undir 20% í lok spátímabilsins. Heildarvægi stöðanna þriggja í heildarútflutningi mun vaxa úr 72% árið 2014 upp í 75% árið 2018.

### Ýmsir þættir sem styðja áframhaldandi fjölgun ferðamanna til landsins

Ýmsir þættir styðja spár um áframhaldandi fjölgun ferðamanna hingað til lands og má þar t.d. nefna að gert er ráð fyrir að hagvöxtur í upprunalöndum ferðamanna sem komu til Íslands í fyrra verði 2-2,5% á næstu árum<sup>4</sup>. Lágt olíuverð mun einnig styðja við áframhaldandi

fjölgun enda er eldsneytis-kostnaður einn af stærstu útgjaldaliðum flugfélaga.

### Líklegt að þrjú kísilver verði byggð á næstu árum

Stóriðjufjárfestingin sem útlit er fyrir að ráðist verði í á spátímanum mun hafa í för með sér aukinn útflutning. Í spá okkar er gert ráð fyrir uppbyggingu þriggja kísilvera: PCC á Bakka við Húsavík, og United Silicon og Thorsil sem bæði verða staðsett í Helguvík. Hið síðastnefnda hefur nýverið tryggt sér raforku til framleiðslunnar og því er framkvæmdinni bætt inn í spána. Heildarframleiðsla veranna

þriggja er áætluð um 110 þúsund tonn á ári en þar yrði um að ræða tvöföldun á útflutningi kísilafurða miðað við útflutninginn 2014. Þessu til viðbótar hefur Norðurál á Grundartanga unnið að því að auka framleiðslugetu verksmiðjunnar úr 300 þúsund tonnum á ári í 350 þúsund tonn.

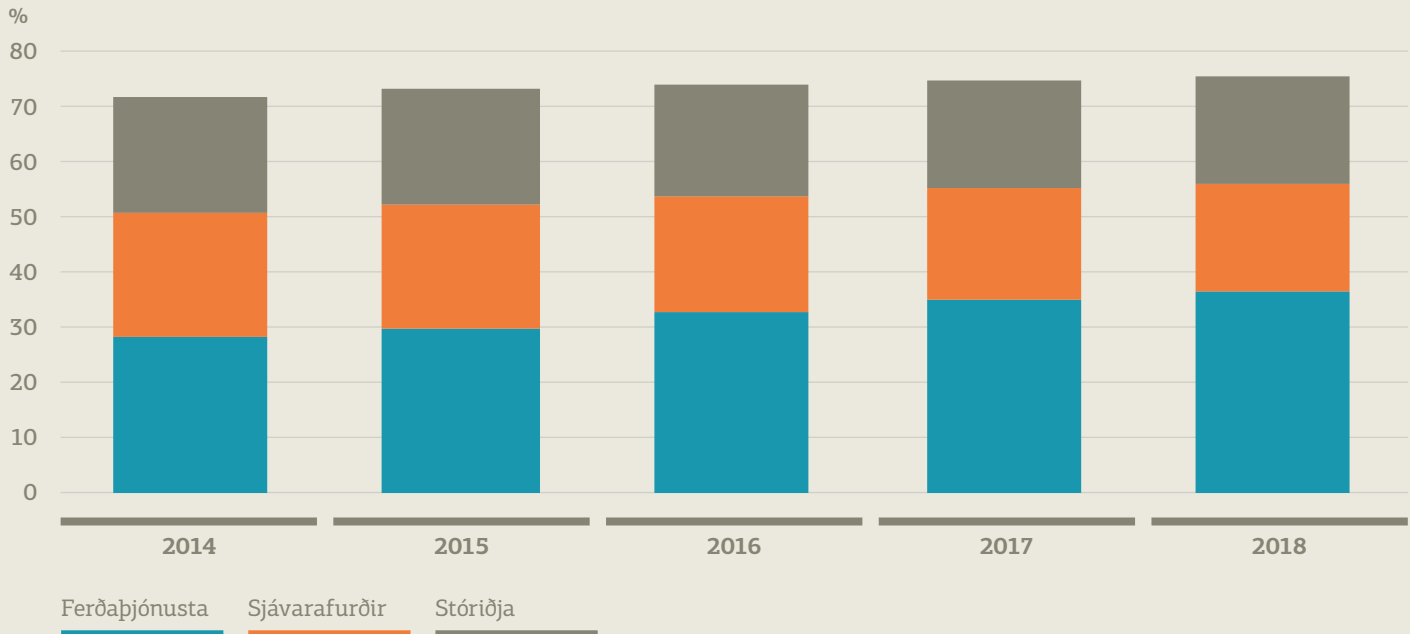
### Mikil aukning innflutnings á fyrri hluta ársins

Langt er síðan innflutningur hefur aukist jafn hratt. Vöxturinn á fyrri hluta ársins 2015 nam 13,6% og þarf að leita aftur til ársins 2006 til að finna álíka tölur. Aukning vöruinnflutnings var mun meiri en sem nam

<sup>4</sup> Spá um hagvöxt hvers lands er vegin með hlutdeild þess í heildarfjölda ferðamanna á síðasta ári. Stuðst er við spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

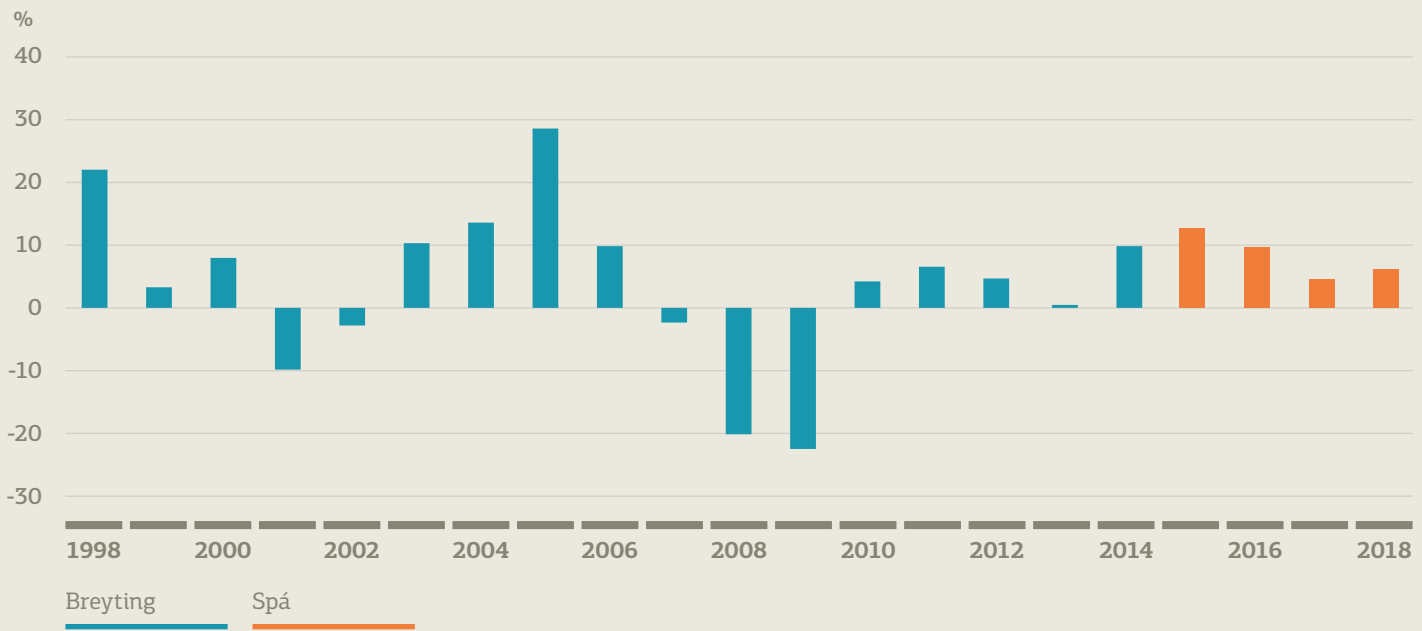
## Hlutdeild stoðanna í heildarútlutningi

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



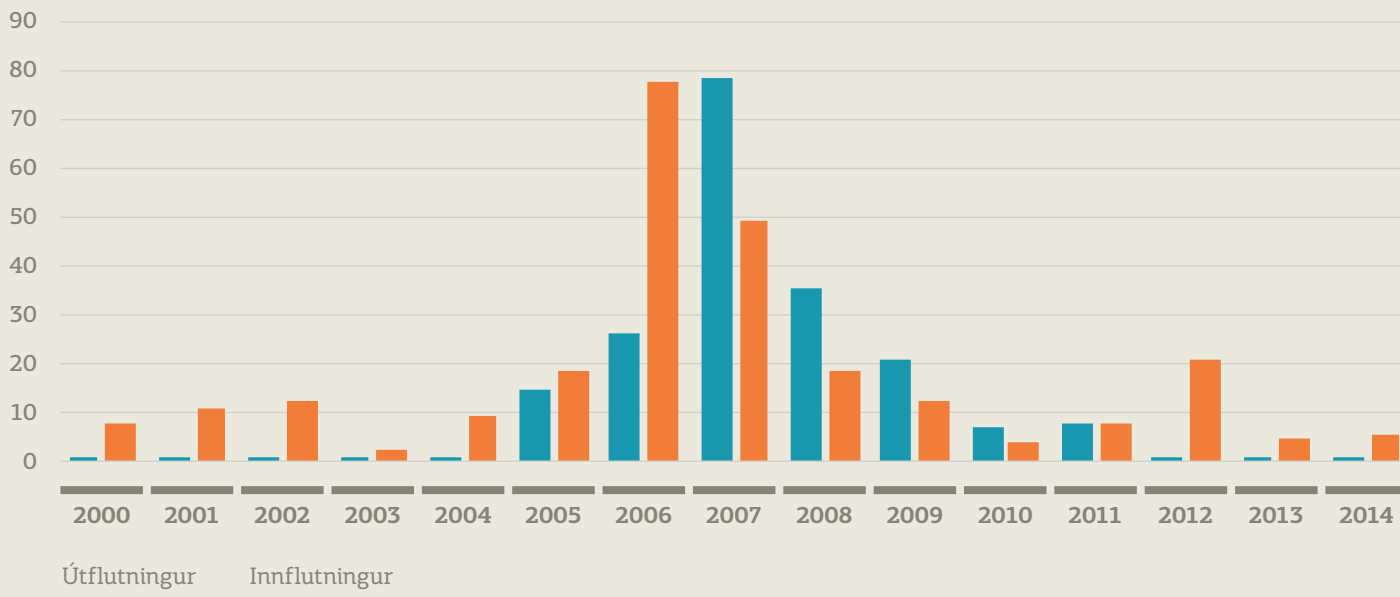
## Breytingar á innflutningi

Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans





Ma. kr.



aukningu þjónustuinnflutnings og skýrir hið fyrnefnda að langmestu leyti þann vöxt sem var í heildarinnflutningi á fyrri hluta ársins. Þannig má skýra tæplega 90% af vexti heildarinnflutnings með auknum vöruinnflutningi.

## Innflutningur flugvéla setur mark sitt á innflutningstölur

Innflutningur endurspeglar jafnan vel breytingar í innlendri eftirspurn, einkum einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingu. Ef litið er til einstakra vöruliða skýrir stórauðinn innflutningur flugvéla verulegan hluta af

auknum heildarinnflutningi. Þannig var innflutningur flugvéla um 14 ma.kr. meiri fyrstu sex mánuði ársins en á sama tíma í fyrra. Til samanburðar jókst vöruinnflutningur í heild um 56 ma.kr. og innflutningur flugvéla er því um þriðjungur þess. Við þetta má bæta að skipa-innflutningur var um 13% af aukningu vöruinnflutnings. Innflutningur flugvéla hefur oft sett töluvert mark á heildarinnflutning, án þess að hafa varanleg áhrif. Þannig virtust flugvélar oft fluttar inn og skráðar hér á landi fyrir hrun en svo fluttar aftur út ári síðar og þær urðu því ekki varanleg fjárfesting. Á árabílinu 2012-2014 nam innflutningur

flugvéla rúmum 30 ma.kr. á sama tíma og útflutningurinn nam einungis 1,4 ma.kr. Líklegt er að flugvélarnar sem fluttar voru inn á þessu ári séu komnar til að vera en þessi fjárfesting var á vegum flugfélagsins WOW. Gert er ráð fyrir töluverðum innflutningi á flugvélum í lok spátímabilsins en á árunum 2018-2021 ráðgerir Ícelandarir að fjárfesta í þotum fyrir um 100 ma.kr.

## Innflutningur mun áfram aukast

Gert er ráð fyrir að innflutningur muni aukast um 13% yfir árið 2015 í heild sem yrði þá mesti vöxtur

innflutnings frá árinu 2005. Innflutningsspáin er í raun afgangsstærð og ræðst fyrst og fremst af breytingu í einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingu milli ára. Vöxtur innflutnings verður einnig kröftugur á næsta ári, eða 9,4%, en síðan fellur hann niður í 4,5% að mestu leyti vegna lítillar aukningar í atvinnuvegafjárfestingu það ár. Innflutningur tekur svo aftur við sér í lok spátímans og mun vaxa um 6,1% sem skýrist að mestu leyti af töluverðri aukningu í atvinnuvegafjárfestingu milli ára.



## 6. Fjármál ríkisins á réttri leið en sveitafélögin í járnum

**Samneyslan jókst um 1,8% í fyrra** og um 1% á fyrri hluta ársins 2015. Samneysla var tæplega fjórðungur af landsframleiðslu á síðasta ári, en það hlutfall hefur verið nokkuð stöðugt frá árinu 2009. Staða sveitarfélaganna er áfram erfið hvað útgjöld varðar og hefur rekstrarafgangur þeirra dregist saman, m.a. vegna útgjaldaaukningar og aukins launakostnaðar.

Ólíkt flestum sveitafélögum hefur staða ríkissjóðs á hinn bóginn batnað jafnt og þétt síðustu ár. Reyndar má rekja jákvæða niðurstöðu ríkisreiknings síðastliðinna tveggja ára að miklu leyti til einskis- og óreglulegra liða, en engu að síður eru mörg teikn um að þróunin sé góð. Væntanleg stöðugleikaframlög föllnu bankanna skipta miklu máli í því sambandi.

### Greiðsluafkoma bendir til útgjaldaþenslu

Greiðsluuppgjör ríkissjóðs fyrir fyrstu 8 mánuði ársins liggur nú fyrir og er þar að finna upplýsingar um afkomu ríkissjóðs á grundvelli innheimtra tekna og

greiddra gjalda. Tekjujöfnuður tímabilsins var jákvæður um 462 m.kr. Innheimtar tekjur jukust um 24,4 ma.kr. milli ára en greidd gjöld um 37,3 ma.kr. Innheimtar tekjur ríkissjóðs námu um 430 ma.kr. á fyrstu 8 mánuðum ársins og jukust um 6%. Greidd gjöld voru um 429 ma.kr. og jukust um 9,5%. Greidd gjöld hafa því aukist töluvert meira en innheimtar tekjur á fyrstu 8 mánuðum ársins. Þrátt fyrir þennan mun á tekjum og gjöldum tímabilsins jukust greidd gjöld með álíka hætti og gert hafði verið ráð fyrir. Þetta gæti verið vísbending um að aðhald í útgjöldum gæti vera meira og að mikið vægi einskisliða og óreglulegra tekna hafi stuðlað að auknum útgjöldum. Þessar

tölur sýna einungis sjóðshreyfingar en ekki rekstrarstöðu ársins 2015.

### Fjárukalög 2015

Frumvarp til fjárukalaga fyrir 2015 hefur nú verið lagt fram. Samkvæmt því verður afgangur af rekstri ríkisins á þessu ári rúmir 20 ma. kr. en í fjárlögum var gert ráð fyrir 3,5 milljarða afgangi. Hvað tekjurnar varðar munar mest um 15 ma. kr. hærrí arðgreiðslur í ríkissjóð frá dótturfyrirtækjum, sérstaklega Landsbankanum, en arðgreiðslur frá honum nema alls 23,5 ma.kr. á þessu ári. Afkomubreyting ríkissjóðs frá fjárlögum er um 17 ma.kr. en þar af skýra auknar arðgreiðslur um 15 ma.kr.

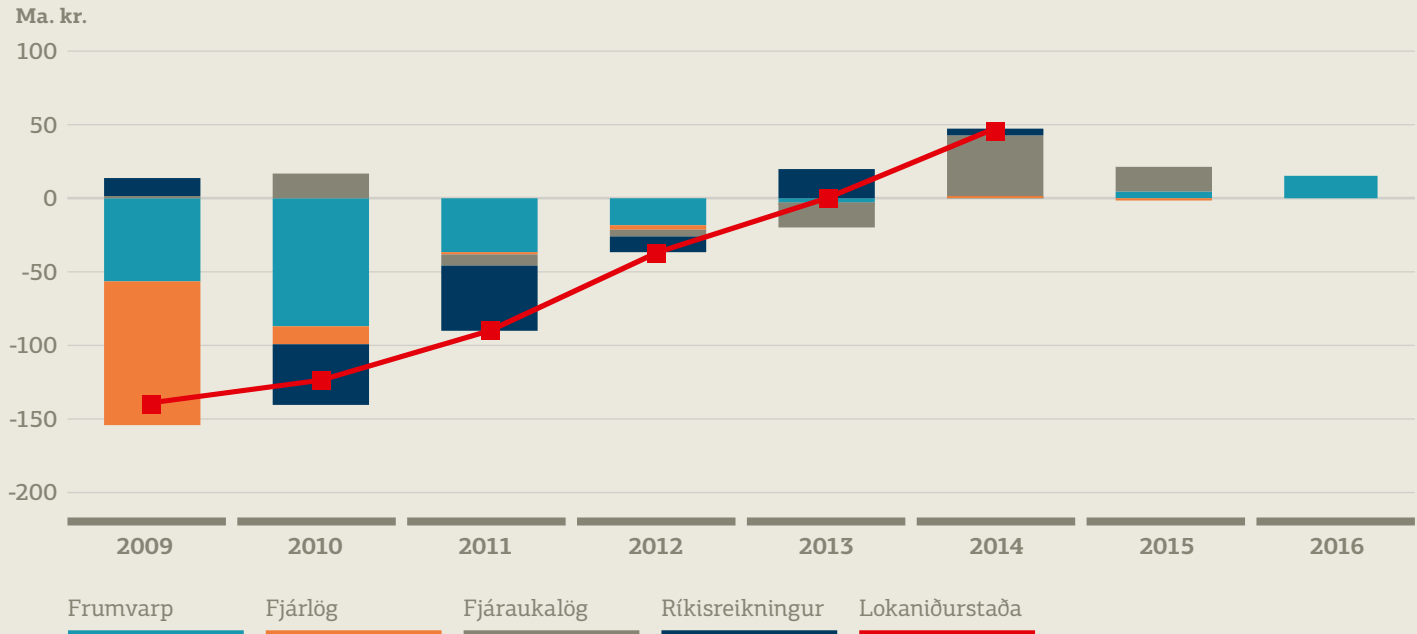
Útgjöld munu aukast um tæplega 10 ma.kr. frá því sem fjárlög gerðu ráð fyrir. Þar munar mest um tæplega 3 ma.kr. viðbótarframlag til Vegagerðarinnar vegna snjósmoksturs, rúmlega 2 ma.kr. viðbótarframlag til Sjúkratrygginga Íslands um og 850 m.kr. framlag í framkvæmdasjóð ferðamannastaða.

Gert er ráð fyrir að vaxtajöfnuður ríkissjóðs batni um 5 ma.kr., eða 0,2% af vergri landsframleiðslu (VLF). Skýringin felst aðallega í 5,7 ma.kr. lækkun á vaxtagjöldum vegna þess að vextir voru lægri á árinu en en gert var ráð fyrir.



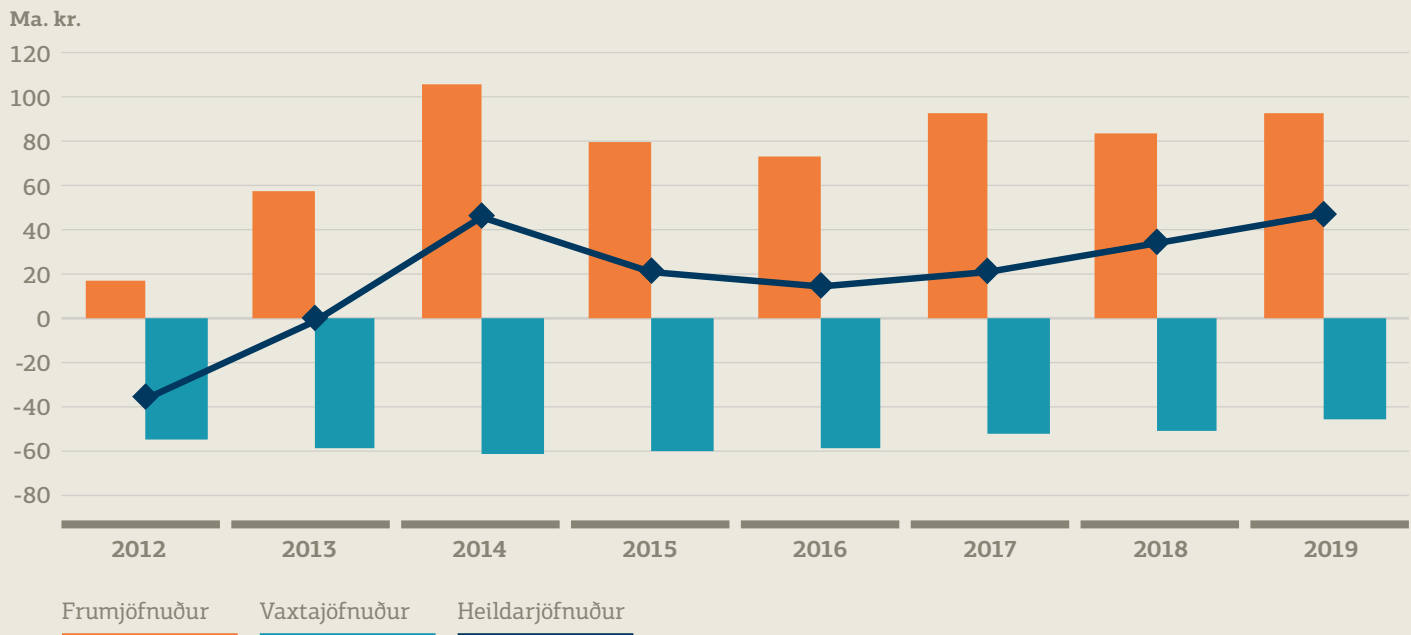
## Tekjufnuður í fjárreiðum ríkisins

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



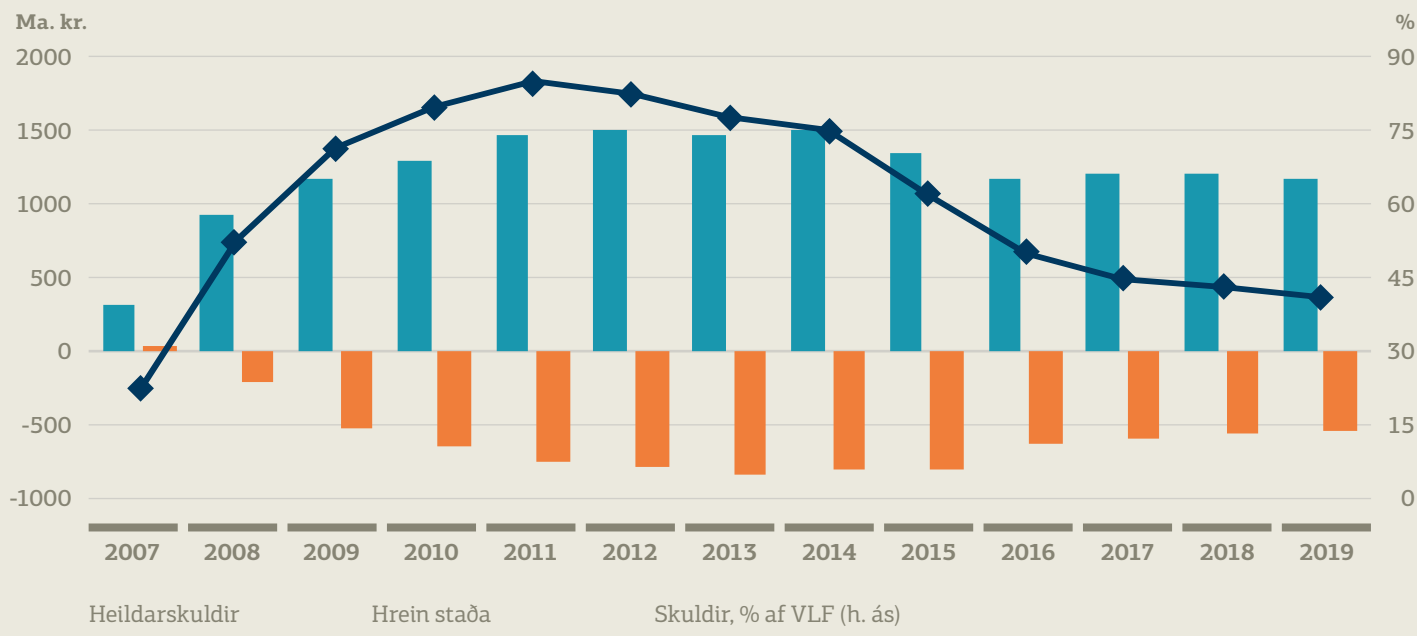
## Áætluð niðurstaða úr rekstri ríkissjóðs

Heimild: Frumvarp til fjárlaga 2016



## Skuldir ríkissjóðs

Heimild: Frumvarp til fjárlaga 2016



### Fjárlagafrumvarp lagt fram með afgangi

Í frumvarpi til fjárlaga 2016 er gert ráð fyrir 15,3 ma.kr. afgangi. Lagt er upp með hóflegri aðhald í vexti frumútgjalda ríkissjóðs en síðustu ár, en líklegt er að meiri launahækkanir en gert var ráð fyrir muni hafa áhrif á þau áform og leiða til aukinna útgjalda. Samkvæmt frumvarpinu á að forgangsraða fjárfunum sérstaklega í þágu almanna-trygginga, heilbrigðis- og menntamála. Engin krafa verður t.d. gerð um aðhald vegna almanna- og atvinnuleysistrygginga eins og verið hefur síðustu ár.

Áætlað er að tekjuskattur einstaklinga lækki í tveimur áföngum. Við seinni áfangann fækkar skattþrepum úr þremur í tvö. Þá er stefnt að því að tollar á fatnað og skó verði lagðir af í árslok 2015. Áformað er að aðrir tollar á neysluvörur, öðrum en matvælum, verði afnumdir 1. janúar 2017.

Ríkisstjórnin hefur undanfarið staðið fyrir ýmsum skattalækkunum og um leið reynt að halda aftur af útgjöldum. Auknar tekjur, aðallega vegna einskis- og óreglulegra liða, skýra að hluta til að slaknað hefur á aðhaldi í ríkisfjármálum. Í yfirlýsingu peningastefnu- nefndar Seðlabanka Íslands við vaxtaákvörðun í byrjun

nóvember var t.d. bent sérstaklega á að frumvarp til fjárlaga fæli í sér nokkra slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum, að teknu tilliti til hagsveiflu.

### Óvissuþættir

Helstu óvissu- og áhættuþættir ríkisfjármála eru ófjármagnaðar lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs sem námu 435,6 ma.kr. í árslok 2014. Að óbreyttu munu opinberu lífeyrissjóðirnir tæmast árið 2030. Nýverið lýsti Bjarni Benediktsson, fjármálaráðherra, því yfir að stefnt væri að því að hefja greiðslur inn í sjóðinn á árinu 2017, en engin slík áform eru þó í frumvörpum

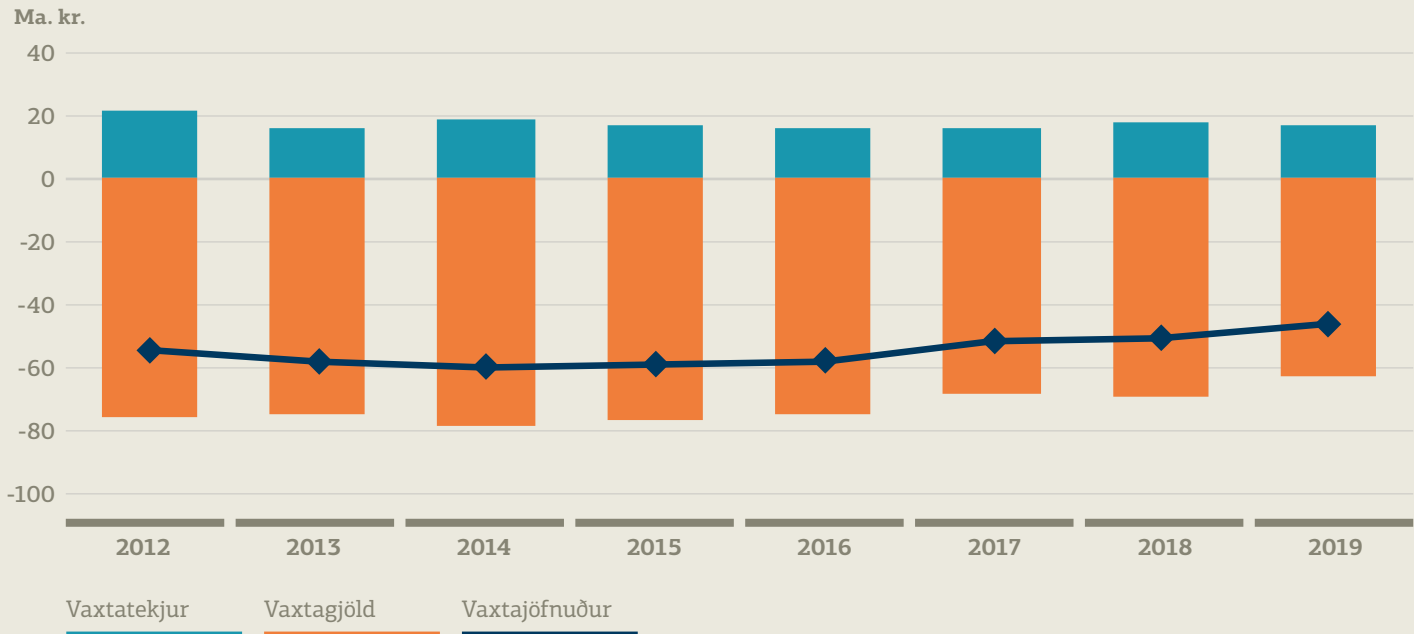
til fjárlaga eða fjárukalaga. Þá má einnig nefna stöðu Íbúðalánasjóðs, en útistandandi ríkisábyrgðir vegna hans eru liðlega 900 ma.kr. og hefur ríkissjóður þegar þurft að gjaldfæra framlög til sjóðsins sem nema um 50 ma.kr.

### Skuldir ríkissjóðs fara lækkandi

Í umfjöllun um skuldir ríkissjóðs í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2015 var lögð áhersla á að skuldirnar myndu lækka sem hlutfall af landsframleiðslu en tekið fram að þær myndu ekki endilega lækka mikið að nafnverði. Þessi áætlun breyttist greinilega því nokkrum sinnum hafa

## Vaxtajöfnuður ríkissjóðs

Heimild: Frumvarp til fjárlaga 2016



borist fréttir af greiðslum skulda, t.d. þegar ríkissjóður leysti til sín eigin skuldabréf að nafnvirði 400 m. Banda-ríkjadala nú í sumar og þegar skuldin við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn var greidd upp.

Í fjárlagafrumvarpinu fyrir 2016 er lagt upp með nokkuð markvissa áætlun um greiðslu skulda ríkissjóðs. Í frumvarpinu er ekki beinlínis gert ráð fyrir áhrifum af áætlunum um losun fjármagnshafta að öðru leyti en að ríkissjóður greiði skuldabréf Seðlabankans upp á fyrri hluta næsta árs. Sú greiðsla mun samsvara um 6% af landsframleiðslu. Þá er í frumvarpinu gert ráð fyrir að í framhaldi af sölu á

30% hlut ríkissjóðs í Landsbankanum komi til annarrar sérstakrar niðurgreiðslu.

### Hagur ríkissjóðs vænkast við framlög frá þrotabúum föllnu bankanna

Samkvæmt yfirlýsingum ráðamanna er stefnt að því að svigrúminu sem myndast hjá ríkissjóði verði að verulegu leyti varið til að lækka skuldir og þá hugsanlega til viðbótar við það sem getið er um hér að ofan. Alls er því áætlað að vergar skuldir ríkissjóðs verði um 45% af landsframleiðslu í lok árs 2018 og skuldir hins opinbera 53%. Þetta er gjörbreyting frá því sem verið hefur á síðustu árum.

### Vaxtakostnaður ríkissjóðs

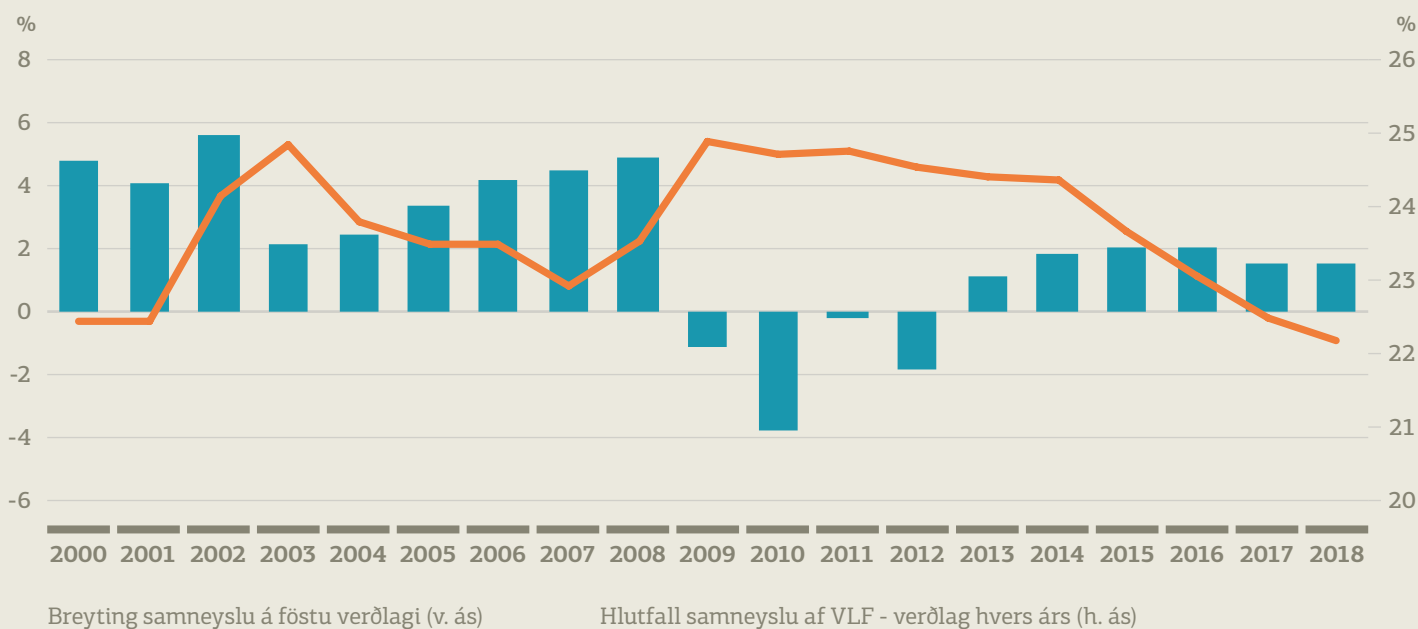
Heildarskuldir ríkissjóðs í árslok 2014 samkvæmt ríkisreikningi námu um 1.485 ma.kr. Til viðbótar þarf að telja óuppgerða 430 ma.kr. skuldbindingu ríkissjóðs við B-deild Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins. Sé sú skuldbinding tekin með námu skuldirnar um 1.915 ma.kr., eða um 96% af landsframleiðslu ársins 2014. Af þessum skuldum voru 1.500 ma.kr. í íslenskum krónum en andvirði 415 ma.kr. í erlendri mynt.

Vaxtabyrði ríkissjóðs af þessum skuldum hefur verið veruleg. Greiddur fjármagnskostnaður ríkis-

sjóðs á fyrstu 8 mánuðum ársins 2015 var 55,3 ma.kr., eða um 13% allra ríkisútgjalda, og síðustu ár hefur fjármagnskostnaður ríkissjóðs numið um og yfir 4% af landsframleiðslu. Þær miklu skuldir sem söfnuðust upp í kjölfar hrunsins eru ríkissjóði því þungur baggi, en bjartara er framundan í þeim efnum. Takist að greiða niður skuldir myndu vaxtagjöld ríkissjóðs lækka verulega. Það hefur t.d. komið fram að 640 ma.kr. lækkun skulda gæti leitt til þess að vaxtagjöld ríkissjóðs myndu lækka um 35 ma.kr. á ári.

## Samneysla 2000-2018

Síðustu 4 árin eru spá Hagfræðideildar  
Heimild: Hagstofa Íslands, Hagfræðideild Landsbankans



### Samneysluútgjöld munu aukast

Gera má ráð fyrir að samneysla aukist nokkuð meira en á síðustu misserum, í takt við aukinn hagvöxt og vaxandi umsvif í samfélaginu. Ýmsir þættir benda til þess að þróunin verði á þessa leið, t.d. gáfu stjórnvöld út yfirlýsingu um ýmsar aðgerðir, svo sem í húsnæðismálum, í tengslum við nýgerða kjara-

samninga. Aðgerðir af þessu tagi auka gjarnan ríkisútgjöld og draga úr skatttekjum og leiða þannig til meiri slaka á aðhaldi í ríkisfjármálum. Þá er einnig ljóst að launakostnaður ríkissjóðs verður meiri en væntingar stóðu til. Því til viðbótar koma einnig útgjöld vegna móttöku fleiri flóttamanna, svo dæmi sé nefnt. Því miður sýnir sagan að stjórnvöld hafa átt mjög erfitt með að

hemja útgjöld ríkissjóðs í uppsveiflu og þannig hafa þau oftast en ekki lagst á sveif með hagsveiflunni í stað þess að vinna á móti henni eins og heppilegast væri. Allar aðstæður eru ríkissjóði mjög hagstæðar nú um stundir. Eins og oftast áður er þó hættu á að góð staða ríkissjóðs leiði til aukinna ríkisútgjalda og þar með til aukinnar þenslu.

Hagfræðideild spáir því að samneysla aukist um 2% á árinu 2015, hún aukist aftur um 2% á næsta ári og 1,5% árin 2017 og 2018. Þar sem gert er ráð fyrir að landsframleiðslan aukist meira en samneysla. Áætlað er að samneyslan verði um 22% af landsframleiðslu í lok spátímabilsins, sem er mun lægra en verið hefur á síðustu árum.

## 7. Innlendir fjármálamarkaðir

**Horfur fyrir íslenska fjármálamarkaðinn** á næsta ári eru almennt góðar, enda eru horfur fyrir hagkerfið í heild ágætar. Hagvöxtur á næsta ári mun styðja við hlutabréfamarkaðinn. Óvissa í tengslum við afnám fjármagnshafta, svo sem hversu mikið fjármagn verður fært úr landi, hversu mikið mun koma til landsins, hvernig nýjum stýritækjum verður beitt í því sambandi, ásamt minna framboði ríkisskuldabréfa mun setja sitt mark á þróunina á skuldabréfamarkaði.

Stærsti óvissuþátturinn á fjármálamarkaði á næsta ári lýtur að losun fjármagnshafta. Þótt það sé jákvætt og nauðsynlegt til lengri tíma að slaka á höftunum geta óvarleg skref í þá átt valdið óróa og fjármagnsflóttu og leitt til lækkunar á mörkuðum til skamms tíma. Ef vel tekst til má reikna með jákvæðum áhrifum á fyrirtæki í landinu vegna betra lánshæfis þeirra, lægri vaxta og þar með auðveldara aðgengi að fjármagni. Við teljum að fyrstu skrefin verði varfærin og ættu því ekki að leiða til óróa á fjármálamörkuðum, einkum í ljósi þess að vaxtamunur

milli Íslands og helstu viðskiptalandana er verulegur um þessar mundir.

### Verð hlutabréfa hefur hækkað mikið það sem af er ári

Úrvalsvísitala kauphallarinnar (OMX18ISK) hækkaði um 41% fyrstu tíu mánuði ársins og stóð í 1.846 stigum í lok október. Mánaðarleg velta fyrstu 10 mánuði ársins 2015 var að meðaltali 32 ma.kr., samanborið við 23 ma.kr. á sama tímabili 2014.

Í lok síðasta árs voru talsverðar væntingar um að

hlutabréf myndu hækka á árinu 2015. Framan af ári hækkaði úrvalsvísitalan hins vegar lítið og hélst svo til óbreytt frá upphafi árs fram í byrjun apríl. Þá tók við töluverð hækkun fram í nóvember og hækkaði úrvalsvísitalan um 34% á fimm mánuðum. Skýringarnar á hækkuninni í sumar eru m.a. að skráð félög skiluðu góðum uppgjörum á tímabilinu og að ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði fór lækkandi. Stjórnvöld kynntu aðgerðaáætlun um losun fjármagnshafta í júní og hafði hún jákvæð áhrif á væntingar og studdi við hækkunir á markaði.

### Markaðsvirði íslenskra hlutafélaga svipað og erlendis með tilliti til hagnaðar

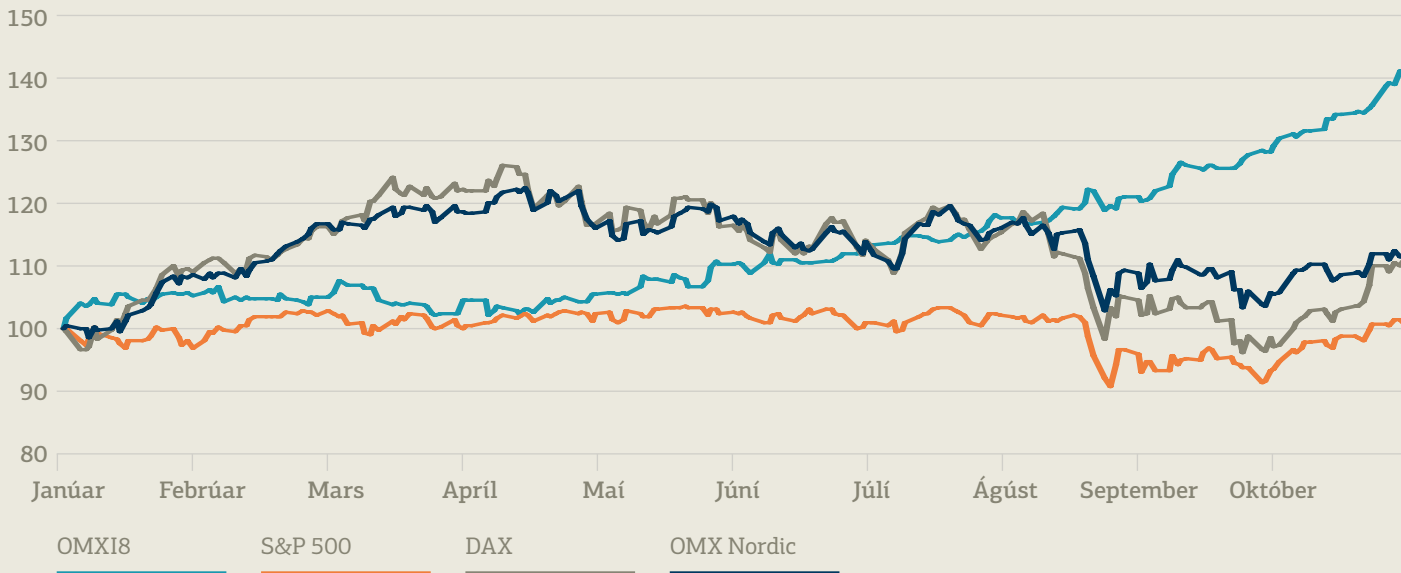
Algeng leið til að meta verðlagningu á hlutabréfamörkuðum er að skoða markaðsvirði fyrirtækja á móti hagnaði þeirra (V/H-hlutfall). Í Bandaríkjunum hefur þetta hlutfall oftast legið á bilinu 10 til 20 en langtíma meðaltal er 15,5. Hátt V/H-hlutfall gefur vísbendingu um að hlutabréf kunni að vera yfirverðlögð og sömu leiðis bendir lágt hlutfall til þess að þau séu undirverðlögð.<sup>5</sup> Meðal V/H-hlutfall á íslenska markaðnum hefur

<sup>5</sup> Margir þættir spila þó hér inn í, t.d. vaxtastig landa og samsetning félaga í vísitölunni eftir starfsemi.

## Þróun hlutabréfavísitalna 2015

Heimild: Bloomberg,  
Hagfræðideild Landsbankans

Vísitala: 1. janúar 2015 = 100



verið u.þ.b. 16 það sem af er ári samanborið við 18 á bandaríska hlutabréfamarkaðnum (S&P 500) og 18,2 á þýska hlutabréfamarkaðnum (DAX). Frá upphafi árs 2013 hefur V/H-hlutfall innlendra félaga hreyfst nokkuð í takt við erlenda markaði og á svipuðu bili, þ.e. á milli 15 og 20. Í lok september stóð hlutfallið í 16,8 hér á landi. Þessi fylgni við erlenda markaði þarf ekki að koma á óvart sé litið til þess að stór hluti skráðra fyrirtækja á íslenska hlutabréfamarkaðnum færir tekjur og birtir uppgjör í erlendum myntum.

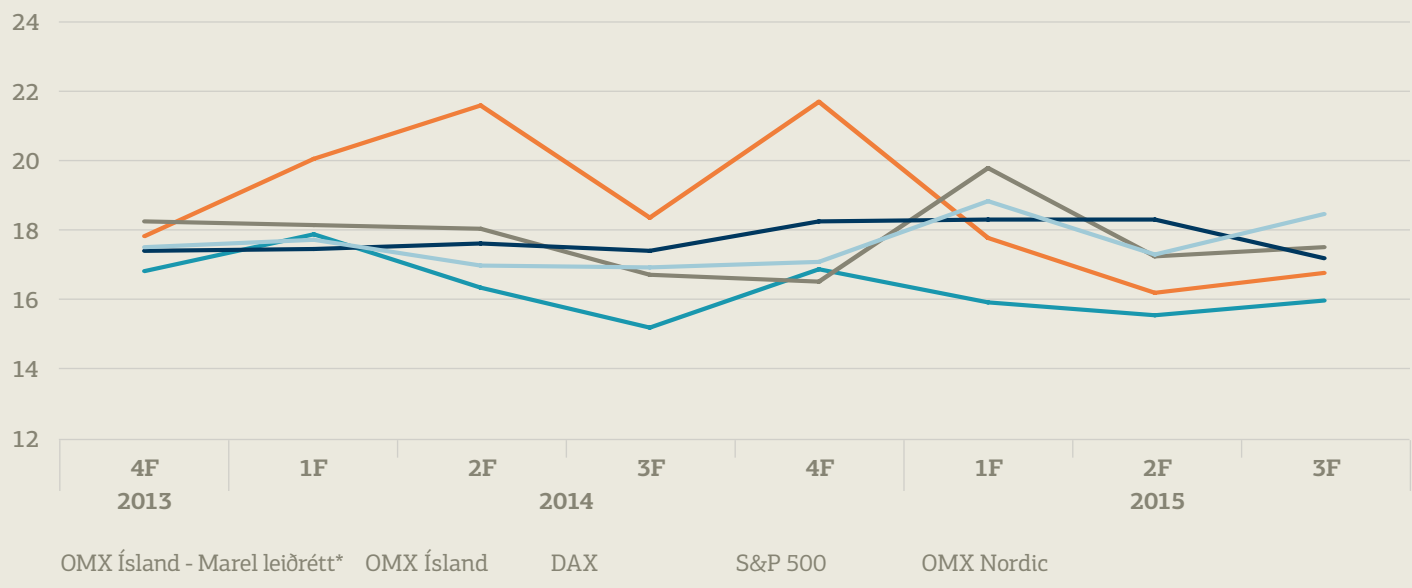
### Þrjú ný félög á markað

Í apríl á þessu ári voru fasteignafélögin Eik og Reitir skráð í Kauphöllina og í október kom Síminn á markað. Í almennu útboði seldist 14% af hlutafé Eikar, 13% af hlutafé Reita og 21% af hlutafé Símans. Töluverð umframeftirspurn var í útboðum félaganna, fimmföld hjá Símanum, fjórföld hjá Reitum og 2,5-föld hjá Eik. Í byrjun nóvember var markaðsverð Símans um 14% yfir útboðsgengi félagsins, Eikar 16% og Reita 33% (miðað við verð í tilboðsbók A hjá félögunum). Heildarupphæð seldra hluta í þessum þremur útboðum nam 16,4 ma. kr.

Lítið er í hendi varðandi nýskráningar fyrirtækja á næsta ári en gefið hefur verið til kynna að Skeljungur kunni að fara á markað auk þess sem stefnt er að sölu á 30% hlut ríkisins í Landsbankanum. Einnig er óvissa um afdrif Arion banka og Íslandsbanka, en ríkið fær að öllum líkindum allan eignarhlut Glitnis í Íslandsbanka afhentan á árinu 2016. Ekki er ljóst hvernig staðið verður að sölu á hlut ríkisins í bönkunum eða hvort þeir verði skráðir á markað. Tryggingafélög teljast til fjármálafyrirtækja og eru þrjú slík skráð í Kauphöllinni. Samanlagt verðmæti þeirra nemur um 10% af heildarmarkaðsvirði félaga á aðallista

Kauphallarinnar. Erlendis er vægi fjármálafyrirtækja umtalsvert meira. Vægi fjármálafyrirtækja í S&P 500 vísitölunni er rúmlega 30%, og hlutur fjármálafyrirtækja í OMX Stockholm 30 er rúmlega 20%. Líklegt er að skráning a.m.k. eins af stóru viðskiptabönkunum myndi styrkja hlutabréfamarkaðinn hér á landi. Vegna smæðar myndi skráning eins af stóru bönkunum nægja til að vægi fjármálafyrirtækja á hlutabréfamarkaðnum yrði svipað og í helstu samanburðarlöndunum. Verði allir stóru bankarnir hins vegar skráðir á markað er ljóst að vægi fjármálafyrirtækja í Kauphöllinni yrði rúmlega 40%.

V/H hlutfall



### Miklar hækkanir á skuldabréfamarkaði

Markaðsvirði verðtryggðra skuldabréfa hækkaði um 13,7% og óverðtryggðra skuldabréfa hækkaði um 8,5% á fyrstu 10 mánuðum ársins, samkvæmt skuldabréfavísitölum GAMMA. Meðalvelta á mánuði fyrstu 9 mánuði ársins 2015 nam 160 ma.kr. samanborið við 116 ma.kr. árið 2014. Velta óverðtryggðra bréfa var rúmlega 77% af heildarveltunni en velta verðtryggðra bréfa nam 23%. Velta íbúða- og húsnæðisbréfa nam 9% og velta verðtryggðra ríkisskuldabréfa nam 11%. Staða markaðsskuldabréfa, þ.e. skráðra bréfa, var 2.352

ma.kr. í lok september. Til samanburðar var staða skráðra hlutabréfa um 873 ma.kr. í lok september. Stærsti hluti markaðsskuldabréfa eru ríkisbréf (38%) og íbúðabréf (32%).

Erlendir fjárfestar juku við eign sína í ríkisskuldabréfum í haust. Frá lokum maí til októberloka bættu þeir um 41 milljarði króna við eign sína, mest í bréfum til lengri tíma. Þetta varð til þess að ýta ávöxtunarkröfu þeirra niður og þar með verðinu upp. Erlendir fjárfestar virðast aðallega hafa áhuga á lengri bréfum og hefur vaxtakúrfan farið frá því að vera upphallandi í byrjun árs í það að vera lítillaga niðurrhallandi.

### Sprenging í veltu á gjaldeyrismarkaði

Sprenging varð á veltu á millibankamarkaði með gjaldeyri í sumar. Veltan fór hæst í 80 ma.kr. í ágúst í samanburði við meðalveltu í kringum 20 ma.kr. mánuðina þar á undan. Nokkuð dró aftur úr veltu í september og október, enda háannatími í ferðaþjónustu að baki. Alls var um 80% meiri velta á gjaldeyrismarkaði á fyrstu tíu mánuðum ársins miðað við sama tímabil 2014.

Gengisvísitalan var mjög stöðug frá byrjun árs 2014, þrátt fyrir að eðli málsins samkvæmt hafi stakir gjaldmiðlar ýmist hækkað eða

lækkað í hlutfalli við krónu, þar til um miðjan júlí. Þá tók krónan að styrkjast nokkuð miðað við gjaldmiðla helstu viðskiptalanda okkar. Þessi styrking átti sér stað þrátt fyrir mikil gjaldeyriskaup Seðlabanka Íslands. Nánar er fjallað um krónuna í kafla 8.

## 8. Ytri skilyrði og jöfnuður þjóðarbúsins

**Nokkur breyting hefur orðið á hagvaxtahorfum** helstu viðskipta-landa Íslands. Í markaðsvæntingakönnun Bloomberg í lok október voru væntingar um hagvöxt á evrusvæðinu í ár um 1,5% samanborið við 1,1% í könnuninni sem gerð var í lok seinasta árs.<sup>6</sup>

Væntingar um hagvöxt í Bretlandi og Bandaríkjunum lækkuðu í ár, en samt sem áður er gert ráð fyrir mun meiri hagvexti þar en á evrusvæðinu. Lækkun á hagvaxtarhorfum í Bandaríkjunum skýrist meðal annars af væntingum um hækkun stýrivaxta þar í landi en þeir hafa verið afar lágir allt frá árinu 2009.

### **Heimsmarkaðsverð á olíu og áli lækkar en verð sjávarafurða hækkar**

Óhætt er að segja að miklar sviptingar hafi verið á hrávöruverði í ár. Þannig hefur hrávöruvísitala Bloomberg að meðaltali verið um 23% lægri fyrstu 10 mánuði ársins en árið 2014. Heimsmarkaðsverð á olíu hefur

lækkað um 41% og álverð um 10%. Heimsmarkaðsverð á olíu féll nokkuð hratt undir lok seinasta árs þegar ljóst varð að OPEC-ríkin myndu ekki bregðast við lágu olíuverði með því að draga úr framleiðslu. Í sumar dró einnig úr væntingum um hagvöxt í Kína, en síðustu ár hefur Kína verið mjög mikilvægur markaður fyrir hrávörur. Hluttur Kína í heildarinnflutningi á málum og málmgrýti hefur t.a.m. farið úr því að vera í kringum 2% á níunda áratug síðustu aldar í að vera þriðjungur í byrjun árs 2015.

Þessar lækkanir á heimsmarkaðsverði á hrávörum virðast ekki hafa haft teljandi áhrif á verð sjávarafurða.

Þvert á móti hefur verðvísitala sjávarafurða í ár að jafnaði verið hærrí en hún var í fyrra. Við reiknum með því að viðskiptakjör þjóðarbúsins í heild batni um 5% á þessu ári, haldist nokkuð stöðug á næsta ári en versni lítilsháttar á seinni hluta spátímabilsins, eftir því sem eftirspurn eftir hrávörum eykst samhliða auknum hagvexti í heimsbúskapnum.

### **Nauðasamningar hafa jákvæð áhrif á erlenda stöðu þjóðarbúsins**

Í byrjun júní kynnti ríkisstjórnin áætlun um losun hafta og slitastjórnir gömlu bankana skiluðu inn drögum að nauðasamningum. Slitastjórn Glitnis breytti síðar

sínum tillögum. Seðlabankinn skilaði greinargerð í lok október þar sem kom fram að bankinn teldi að fyrirbyggjandi drög, ásamt áætluðum mótvægisráðstöfunum, leiði hvorki til óstöðugleika í gengis- og peningamálum né raski þau fjármálastöðugleika. Það virðist því fátt því til fyrirstöðu að nauðasamningar gangi eftir.

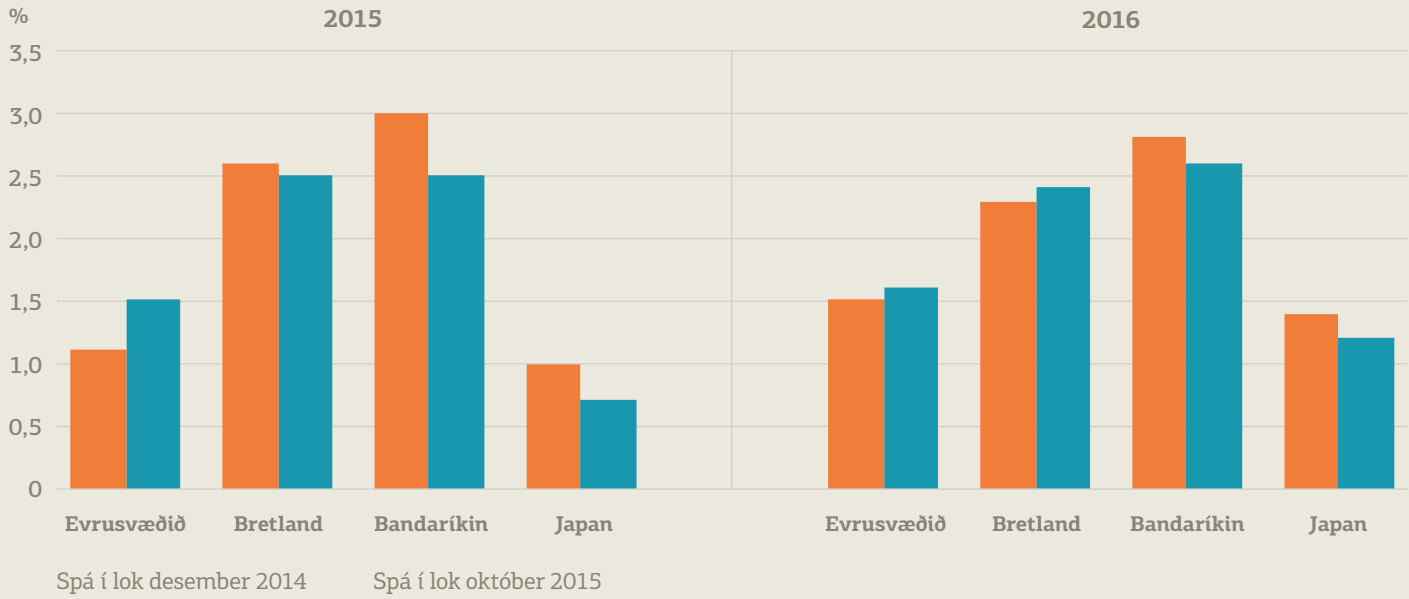
Drögin eru tæknilega nokkuð flókin. Í stórum dráttum gefa þrotabúin eftir megnið af krónueignum sínum, alls 379 milljarða króna, í formi stöðugleikaframlags til ríkisins og endurfjármagna fyrirgreiðslu Seðlabankans og ríkisins til nýju viðskiptabankana. Í staðinn fá þrotabúin heimild til að greiða út erlendar eignir ásamt því að

<sup>6</sup> Miðað er við miðgildi svara.



## Hagvaxtarspár

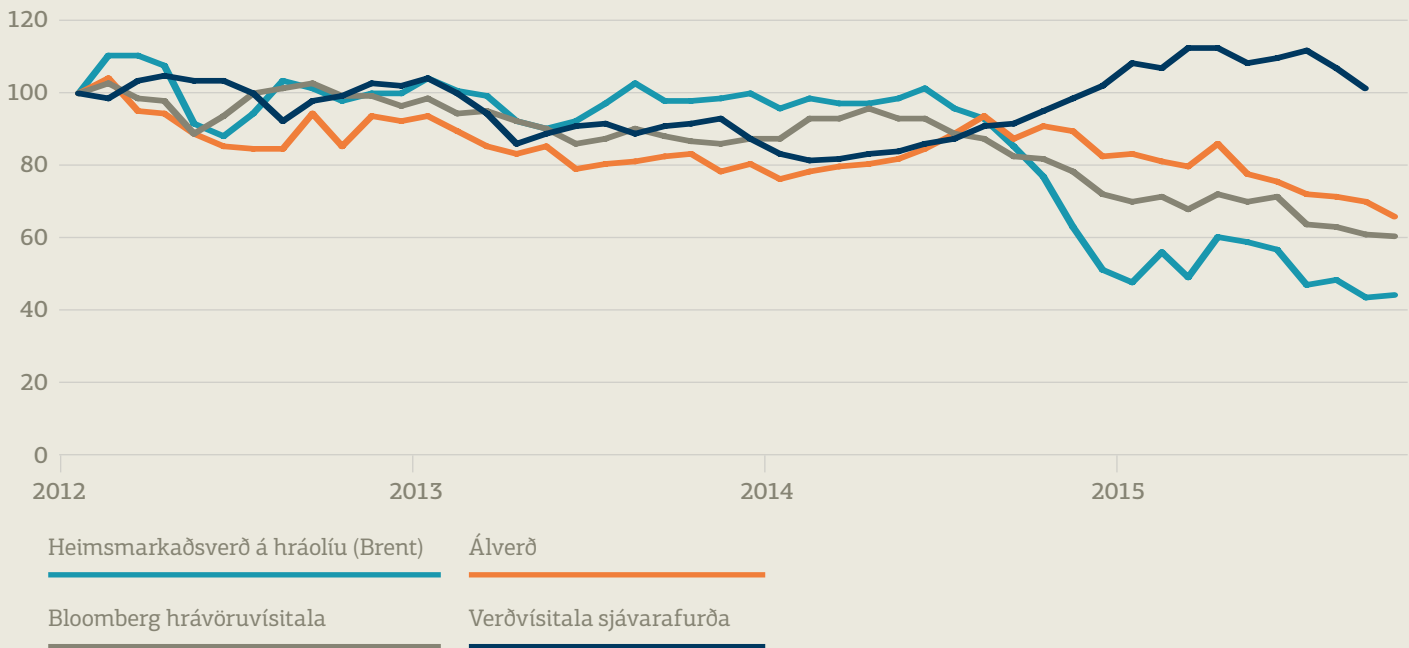
Miðgildi spáa markaðsaðila hjá Bloomberg fréttaveitunni.  
Heimild: Bloomberg



## Hrávöruverð

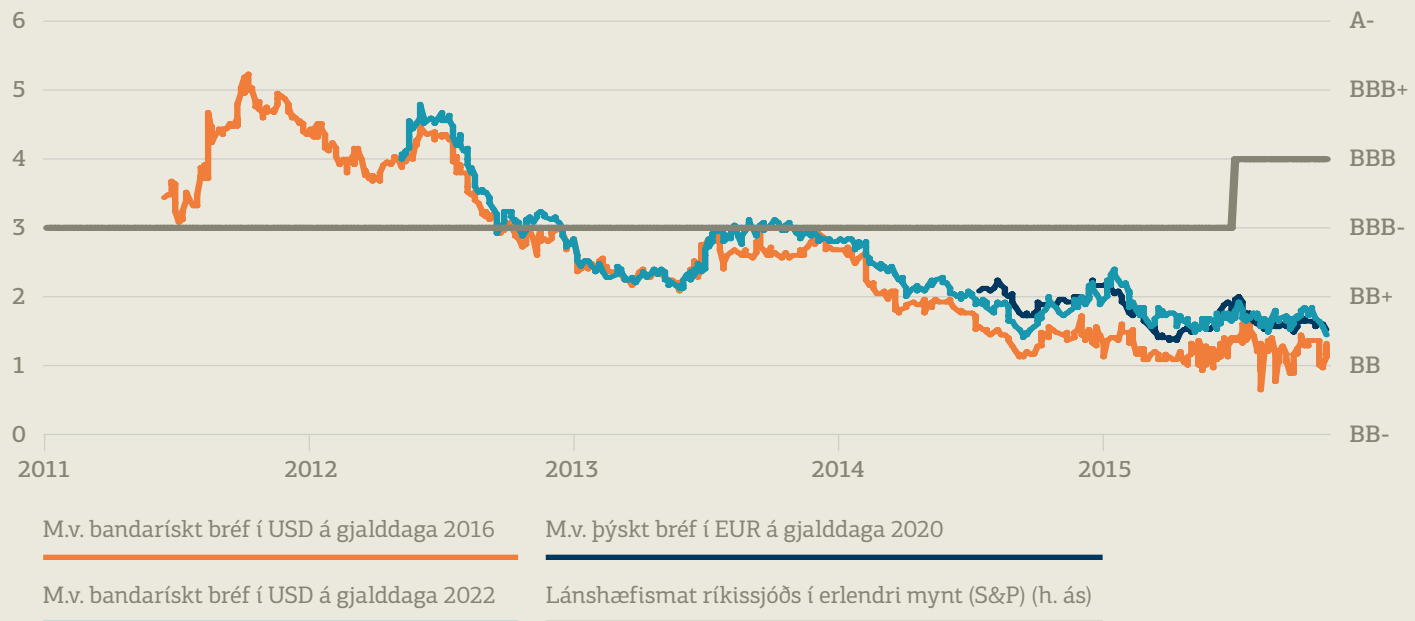
Öll verð í Bandaríkjadollurum.  
Heimild: Bloomberg, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Vísitala: jan. 2012 = 100



## Vaxtaálag á íslensk ríkisskuldabréf í erlendri mynd

Seinasta dagsetning 5. nóv. 2015.  
Heimild: Bloomberg



fá að skipta krónueignum sem þau halda eftir í gjalddaga eyni.

Seðlabanki Íslands er, í gegnum eignarhaldsfélagið ESÍ ehf., stór eigandi krafna á þrotabú gömlu bankana. Gjalddeyrisendurheimtur ESÍ í gegnum uppgjör þrotabúanna, ásamt endurfjármögnun nýju bankana, koma á móti útstreymi vegna krónueigna sem skipt er fyrir erlendan gjalddeyri. Alls metur Seðlabankinn það svo að heildaráhrif á gjalddeyrisforðann verði jákvæð um rúma 40 milljarða króna.

Í spá okkar gerum við ráð fyrir að nauðasamningar gangi eftir í samræmi við fyrirbyggjandi drög. Áhrifin koma einkum í gegnum viðskiptajöfnuð, meðal annars

vegna lægri vaxta- og arðgreiðslna í greiðslujöfnuði eftir að búið verður að ljúka uppgjöri gömlu bankanna.

### Vaxtakjör ríkisins erlendis halda áfram að batna

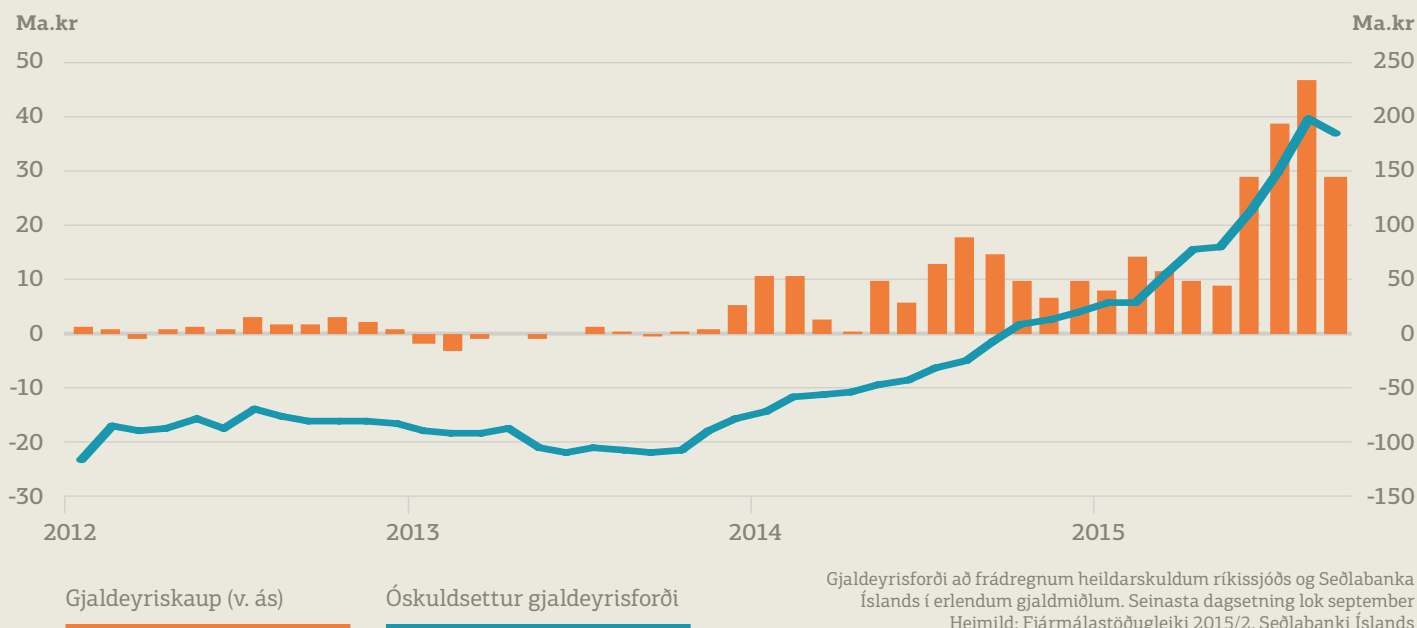
Í júní hækkaði Moody's láns-hæfismat íslenska ríkisins í erlendri mynt um einn flokk. S&P og Fitch hækkuðu síðan hvort um sig láns-hæfismat ríkisins einnig um einn flokk í júlí. Nú er láns-hæfismat íslenska ríkisins hjá S&P einum flokki fyrir ofan Rússland og einum fyrir neðan Ítalíu. Það sem öðru fremur varð til þess að láns-hæfismats-fyrirtækin hækkuðu láns-hæfismat ríkisins á þessum tímum var að þau töldu aðgerðaáætlun til losunar fjármagnshafta raunhæfa.

Fyrir árið fyrirframgreiddi ríkissjóður lán frá Póllandi sem tekið var árið 2009 í tengslum við efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins eftir fall fjármálakerfisins. Í haust greiddi ríkissjóður upp lán frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum sem tekið var af sama tilefni. Þar með er ríkissjóður búinn að greiða upp öll lán sem tekin voru í tengslum við áætlunina og er nú eingöngu fjármagnaður á markaði. Auk þessara fyrirframgreiðslna keypti ríkissjóður á þessu ári hluta af skuldabréfaútgáfunni í Bandaríkjadöllum sem er á gjalddaga 2016 til baka.

### Aukið traust á íslensku efnahagslífi endurspeglast í lægri ávöxtunarkröfu á erlend skuldabréf ríkissjóðs

Stuttu eftir að ríkissjóður gaf fyrst út markaðsskuldabréf erlendis frá árinu 2008, í júní 2011, var ávöxtunarkrafa þess á eftirmarkaði um 5 prósentustigum hærri en á bandarísk ríkisskuldabréf á gjalddaga sama ár. Síðan þá hefur þetta álag lækkað. Þeir þrjú flokkar markaðshæfra ríkisskuldabréfa sem ríkið hefur gefið út í erlendri mynt síðan 2008 bera nú milli 1,3 og 1,5 prósentustiga álag á bandarísk eða þýsk ríkisskuldabréf á gjalddaga sama ár.

## Gjaldeyriskaup Seðlabanka Íslands og óskuldsettur gjaldeyrisforði



### Seðlabanki Íslands byggir upp óskuldsettan gjaldeyrisforða

Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum árið 2014 var 125 milljarðar króna (6,3% af VLF). Spá Hagfræðideildar gerir ráð fyrir um 145 milljarða króna afgangi (6,9% af VLF) í ár. Seðlabankinn hefur keypt mikið af gjaldeyri í ár, en nettókaup bankans fyrstu 10 mánuði ársins nema um 218 milljörðum króna, sem er nokkuð umfram spá okkar um afganginn af vöru- og þjónustuviðskiptum fyrir árið í heild. Þessi kaup voru til viðbótar við 111 milljarða króna nettókaup á gjaldeyri á árinu 2014.

Þrátt fyrir að yfirlýst markmið með inngrípum Seðlabanka Íslands á gjaldeyrismarkaði hafi upphaflega verið að jafna út skammtímasveiflur á gengi krónunnar en ekki að byggja upp óskuldsettan gjaldeyrisforða hefur Seðlabankinn náð að byggja upp nokkuð myndarlegan óskuldsettan forða.<sup>7</sup> Gjaldeyrisvarasjóður Seðlabankans er núna um 185 milljörðum króna hærrí en skuldir ríkissjóðs og Seðlabankans í erlendum gjaldreyri. Þess ber þó að geta að hluti þessa gjaldeyris verður notaður í gjaldeyrisútboðum í tengslum við afnám hafta, en Seðlabankinn verður mótaðili í þeim útboðum.

### Viðskiptabankarnir sækja fé á markaði erlendis

Í kjölfar þess að S&P hækkaði láns hæfiseinkunn ríkissjóðs hækkaði það einnig láns hæfismat Arion banka, Íslandsbanka og Landsbankans. Allir þrír eru nú með láns hæfiseinkunina BBB-, en láns hæfiseinkunn Landsbankans er með jákvæðar horfur.

Viðskiptabankarnir þrír gáfu út í ár skuldabréf erlendis, en heildarútgáfa þeirra erlendis í ár var um 130 milljarðar króna. Kjörin á útgáfunum voru á bilinu 2,6-3,1 prósentustig yfir millibankavöxtum í þeim gjaldmiðli sem viðkomandi skuldabréf var í, en bankarnir gáfu út

bréf í evrum, norskum og sænskum krónum.

Í október gaf Landsbankinn út 300 milljóna evra skuldabréf, en það var fyrsta útgáfa bankans erlendis frá því fyrir hrun. Landsbankinn mun nýta andvirði útgáfunnar til þess að fyrirframgreiða veðtryggð skuldabréf í erlendum gjaldmiðlum við LBI sem eru á gjalddaga í október 2016 og að hluta skuldabréf sem eru á gjalddaga í október 2018.

### Vaxtamunaviðskiptin eru hafin á ný

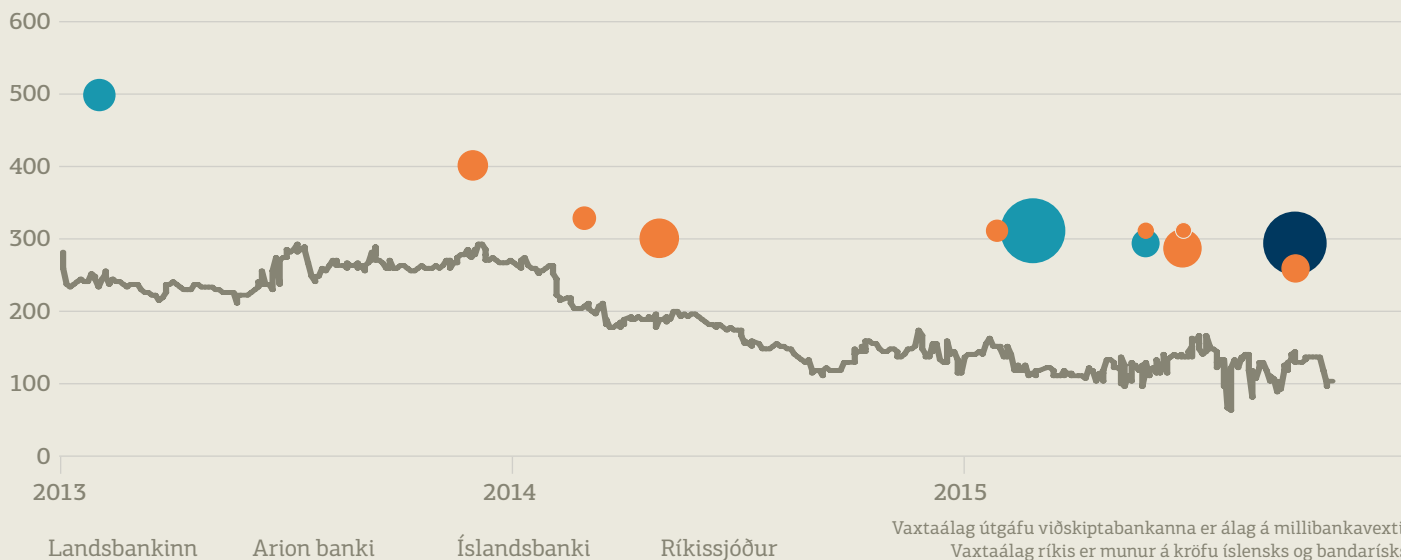
Á fyrstu níu mánuðum ársins var heildarfjárfesting erlendra aðila hér á landi

<sup>7</sup> Hér er átt við að forðinn sé óskuldsettur í erlendra mynt.

## Erlendar útgáfur viðskiptabankanna

Stærð kúlna í réttu hlutfalli við stærð útgáfu  
Heimild: Bloomberg

Vaxtaálag (punktar)



Vaxtaálag útgáfu viðskiptabankanna er álag á millibankavexti.  
Vaxtaálag ríkis er munur á kröfu íslensks og bandaríksks  
ríkisskuldabréfs í USD á gjaldþega 2016

um 54 milljarðar króna. Þar af voru um 40 milljarðar króna í ríkisbréfum. Þetta er mikil aukning frá því í fyrra, en til samanburðar var hrein nýfjárfesting í fyrra um 7 milljarðar króna. Þessi aukni áhugi erlendra fjárfesta á íslenskum ríkisskuldabréfum skýrist fyrst og fremst af miklum vaxtamun á íslenskum og erlendum ríkisskuldabréfum, en vextir á evrusvæðinu og í Bandaríkjunum eru nú mjög lágir.

Þessi sókn erlendra aðila í vaxtamunaviðskipti hófst stuttu eftir að áætlun um afnám hafta var kynnt. Þróunin virðist hafa komið Seðlabanka Íslands á óvart, þar sem svokölluð þjóðhagsvarúðartæki sem ætlað var að stýra flæði sem þessu, eru enn ekki tilbúin. Seðlabankinn hefur hins vegar

gefið til kynna að þessi tæki séu í þróun og verði væntanlega tilbúin þegar til afnáms hafta kemur.

### Viðskiptajöfnuðurinn áfram jákvæður á spátímabilinu

Samkvæmt spá Hagfræðideildar verður vöru- og þjónustujöfnuður við útlönd jákvæður allt spátímabilið út árið 2018, um sem nemur á bilinu 5,3 til 6,8% af landsframleiðslu. Jöfnuður þáttatekna (hreinar vaxta- og arðgreiðslur til erlendra fjárfesta) verður neikvæður allt spátímabilið og viðskiptajöfnuður í heild því talsvert lægri en jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta eingöngu. Þó er gert ráð fyrir að viðskiptajöfnuðurinn verði jávæður allt spátímabilið um

sem nemur 3% af landsframleiðslu að jafnaði. Gangi spáin eftir verður tímabilið frá 2012 til 2018 líklega lengsta tímabilið í hagsögu Íslands með jákvæðan undirliggjandi viðskiptajöfnuð við útlönd.

### Líklegt að krónan styrkist

Í fundargerð peningastefnunar Seðlabanka Íslands frá septemberfundi nefndarinnar kom fram að nefndarmenn væru sammála um að markmið gjaldeyriskaupa bankans væri ekki að koma í veg fyrir styrkingu krónunnar sem byggðist á þróun grunnþátta þjóðarþúsins, heldur að byggja upp gjaldeyrisforða í aðdraganda losunar hafta sem ekki væri fjármagnaður af erlendum

lánnum og koma í veg fyrir að sveiflur á genginu yrðu of miklar, t.d. vegna tímabundins inn- eða útstreymis. Standi nefndin við þessa afstöðu má gera ráð fyrir að dregið verði verulega úr gjaldeyriskaupum Seðlabankans í upphafi næsta árs þegar útboðum vegna losunar aflandskrónanna svokölluðu verður lokið. Gangi spá Hagfræðideildar eftir, um að áfram verði myndarlegur afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd á spátímanum, teljum við að öðru óbreyttu meiri líkur en minni á að krónan styrkist í kjölfar afnáms fjármagnshafta. Í þjóðhagsspá Hagfræðideildar er því gert ráð fyrir að meðalgengi krónu gagnvart evru verði um það bil 6% sterkara árið 2018 en á árinu 2015.



**Útgefandi:** Landsbankinn hf.

**Ábyrgðarmaður:** Daníel Svavarsson

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

**Upplag:** 600

**Hönnun:** Jónsson & Le'macks

**Umbrot:** Guðmundur Ragnar Steingrímsson

**Myndir:** Marino Thorlacius

**Prentun:** Prentmet, nóvember 2015

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.

