

Hagvöxtur áfram

Eftir fimm ára vaxtarskeið hægir á hagkerfinu, nú þegar hægir á stóriðjuframkvæmdum og einkaneyslu landsmanna. Hagvöxtur verður þó jákvæður á næstu árum drifinn áfram af útflutningi og opinberum framkvæmdum. Verðbólguþáttur mun ekki nást fyrr en í upphafi árs 2010 og er gert ráð fyrir skammvinnu og grunnu vaxtalækkunarferli. Hár vaxtamunur við útlönd mun áfram styðja við krónuna.

Ásgeir Jónsson

asgeir.jonsson@kaupthing.com
Sími 444 6957

Ásdís Kristjánsdóttir

asdis.kristjansdottir@kaupthing.com
Sími 444 6968

Þórhallur Ásbjörnsson

thorhallur.asbjornsson@kaupthing.com
Sími 444 6967

Þorbjörn Atli Sveinsson

thorbjorn.sveinsson@kaupthing.com
Sími 444 6964

Ragnheiður Jónsdóttir

ragnheidur.jonsdottir@kaupthing.com
Sími 444 8520

Sölvi H. Blöndal

solvi.blondal@kaupthing.com
Sími 444 6239

Ábyrgðarmaður:

Ásgeir Jónsson

asgeir.jonsson@kaupthing.com

Hagkerfið hættir ei að stækka

Töluvert hægir á hagkerfinu á þessu og næsta ári þar sem nú hillir undir lok stóriðjuframkvæmda og einkaneysla tekur að mettast eftir 5 ára vaxtarskeið. Hagvöxtur mun þó verða jákvæður allt spátímabilið vegna útflutnings frá nýjum álsmiðjum og vegna vaxtar í opinberum fjárfestingum. Þjóðarútgjöld munu síðan aftur taka við sér árið 2009 með stóriðjuframkvæmdum í Helguvík, auknum ríkisútgjöldum og vaxandi atvinnuvegafjárfestingu, m.a. í verslunar- og skrifstofuhúsnæði.

Heldur er þenslan töm

Greiningardeild spáir um 5% verðbólgu á þessu ári og 3,9% á því næsta og að Seðlabankinn nái ekki markmiði sínu um 2,5% verðbólgu fyrr en 2010. Eins og staðan er nú virðist óvissan í spánni á næstu tveim árum vera mest upp á við – til vaxandi efnahagssumsvifa og meiri verðbólgu. Vinnumarkaður er mjög þaninn, kjarasamningar lausir, töluvert af stórum byggingarframkvæmdum í pípunum og mikið svigrúm til aukinna ríkisútgjalda.

Seint og stutt vextir lækka

Spár okkar gera ráð fyrir fremur skammvinnu og grunnu vaxtalækkunarferli frá maí 2008 fram á árið 2009 þegar nýtt vaxtahækkunarferli hefst. Flest bendir því til að vextir á Íslandi verðir fremur háir út spátímabilið eða til 2010. Hraðara vaxtalækkunarferli veltur algerlega á því að einhvers konar snöggkölnun eigi sér stað á eignamörkuðum – að hiksti komi í útrásina eða að offramboð eigi sér stað á bæði atvinnu- og íbúðarhúsnæði.

Sterk króna en hvellisöm

Frá því að erlendir spákaupmenn fóru að verða áberandi á íslenska gjaldeyrismarkaðinum eftir 2004 hefur raungengið bæði hækkað og orðið sveiflukenndara. Í raun má segja að krónan hafi aftengst íslenska hagkerfinu sem reyndar er velþekkt meðal annarra landa sem hafa sett gjaldmiðla sína flot. Greiningardeild spáir því að mikill vaxtamunur við útlönd muni áfram styðja við gengi krónunnar út spátímabilið í samræmi við spá um áframhaldandi efnahagssumsvif og takmarkað svigrúm Seðlabankans til vaxtalækkana. Mikill vaxtamunur leysir krónuna þó ekki undan gengissveiflum – en það er velþekkt staðreynd að óstöðugleiki og vaxtamunur fylgjast að.

Sjá [fyrirvara útgáfu](#) á öftustu síðu skýrslunnar

Skammvinnur samdráttur einkaneyslu

Greiningardeild spáir því að töluvert hægi á hagkerfinu á þessu og næsta ári þar sem nú hillir undir lok stóriðjuframkvæmda og einkaneysla tekur að mettast eftir 5 ára vaxtarskeið. Hagvöxtur mun hins vegar áfram verða jákvæður allt spátímabilið samhliða aukningu í útflutningi frá nýjum álsmiðjum og auknum opinberum fjárfestingum. Hagkerfið mun hins vegar taka aftur við sér árið 2009 með nýjum framkvæmdum í Helguvík, auknum ríkisútgjöldum og aukinni atvinnuvegafjárfestingu, m.a. í verslunar- og skrifstofuhúsnæði.

Horfur að hausti

– hagspá Greiningardeildar

Magnbreyting milli ára, %	2006	2007	2008	2009	2010
einkaneysla	4,4	2,7	-1,7	4,4	5,5
samneysla	3,9	3,0	3,6	3,0	2,0
fjármunamyndun	19,8	-16,6	-4,7	12,1	-3,9
- fjármunamyndun atvinnuvega	20,0	-27,5	-14,8	16,3	-7,3
- fjármunamyndun íbúðarhúsnæðis	17,8	12,0	3,9	5,0	10,0
- fjármunamyndun hins opinbera	22,3	2,8	24,3	10,6	-14,4
Þjóðarútgjöld	9,2	-3,7	-1,3	5,9	2,4
útflutningur	-5,1	9,8	9,8	4,0	2,5
innflutningur	10,1	-4,4	-3,8	7,5	3,2
verg landsframleiðsla	4,2	1,0	3,8	4,5	4,6

Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Endurskoðun Hagstofu Íslands á hagvaxtartölum fyrir árið 2006 leiddi í ljós að talsvert meiri gangur var í hagkerfinu í fyrra en tölur bentu til. Hagvaxtarspáin fyrir árið 2007 hefur af þeim sökum verið lækkuð um 0,8%. Þá voru jafnframt tafir á afhendingu raforku til Fjarðaáls sem leiðir til þess að vöxtur nýrrar álframleiðslu tefst um nokkra mánuði og færist frá árinu 2007 til 2008. Það hefur að sama skapi áhrif til að draga úr hagvexti á árinu.

Óvissuatriði: Meiri óvissa uppávið

Eins og staðan er nú virðist óvissan í spánni helst vera upp á við, a.m.k. þegar litið er til næstu tveggja ára.

Óvissa upp á við

- Rísandi einkaneysla.** Margar vísbendingar um einkaneyslu, s.s. innflutningur neysluvara, kreditkortavelta og svo framvegis, hafa snúist á fyrri hluta ársins og benda nú í átt til meiri vaxtar en spáð er hér.
- Þaninn vinnumarkaður og lausir kjarasamningar.** Enn sem komið er virðist ekkert lát á eftirspurn eftir vinnuafli eða launaskriði. Almennir kjarasamningar verða einnig brátt lausir og greina má harðan tón hjá verkalyðsfélögunum. Áframhaldandi hækkun launa mun styðja við einkaneyslu.
- Mikið af stórum byggingarframkvæmdum í pípunum.** Svo virðist sem töluvert mikið af stórum byggingarframkvæmdum sé nú í burðarliðnum þar sem einkum er um að ræða nýtt verslunar- og skrifstofuhúsnæði. Af þeim sökum gæti atvinnuvegafjárfesting aukist hraðar á árunum 2008-2010 en hér kemur fram.
- Góð staða ríkisfjármála.** Staða ríkisfjármála virðist vera betri en áður var talið. Til að mynda er áætluð afkoma ríkissjóðs á árinu um 57 mð.kr. hærrí en gert var ráð fyrir í fjárlögum. Meiri tekjur ríkisins gætu hæglega leitt til meiri eyðslu en gert er ráð fyrir hér. Samkvæmt spá fjármálaráðuneytisins fara ríkisútgjöld hækkandi og þau nema um 47% af landsframleiðslu á árinu 2009.

5. **Óvissa um stóriðjuframkvæmdir.** Í þessari spá er gert ráð fyrir framkvæmdum við nýtt 150.000 tonna álver í Helguvík sem hefjast árið 2008 og ná hámarki árið 2009. Það eru hins vegar góðar líkur á því að álfjórðingin yrði stærri – annað hvort með stækkun á álveri Alcans eða umfangsmeiri framkvæmdum í Helguvík.
6. **Mælióvissa hjá Hagstofunni.** Sá grunur leikur á að hagvöxtur sé mun meiri í raun en gagnabirtingar Hagstofunnar sýna. Nú þegar hefur áætlaður hagvöxtur á árinu 2006 verið hækkaður um allt að því helming eða úr 2,6% í 4,2%. Það kæmi Greiningardeild ekki á óvart að frekari hækkun gæti komið til við næstu endurskoðun Hagstofunnar. Núverandi spenna á vinnumarkaði bendir einnig til þess að töluverð umsvif séu enn til staðar – mun meiri en opinberar hagtölur sýna.

Óvissa niður á við

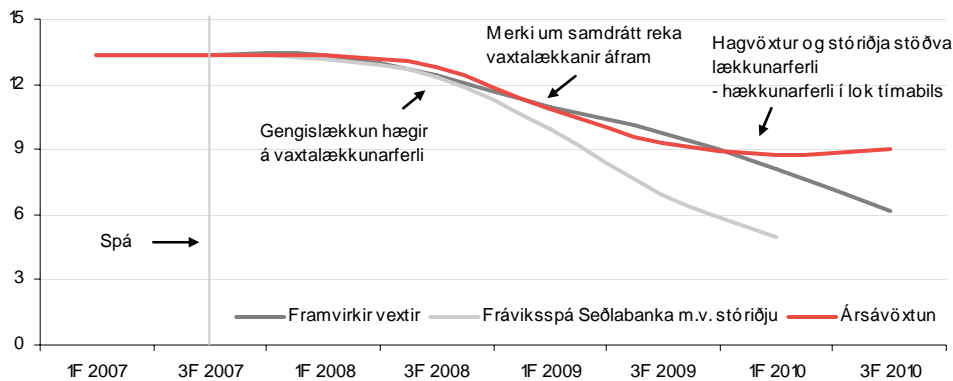
7. **Gengislækkun krónunnar.** Einkaneysla er mjög næm fyrir gengi krónunnar og ennfremur er ljóst að gjaldeyrismarkaðurinn er mikil ótemja. Krónan var fremur fljót að ná endurnýjuðum styrk í september eftir töluverða lækkun í undirmálslánakrisunni í ágúst. Hættan á snarþri gengislækkun er hins vegar ávallt til staðar sem gæti hæglega dregið mun meira úr einkaneyslu en okkar spár gera ráð fyrir.
8. **Lækkun eignaverðs – offramboð á fasteignum.** Ljóst er að aukning einkaneyslu hefur að miklu leyti verið drifin áfram af hækkunum á eignaverði – bæði hlutabréfa og fasteigna. Að mati Greiningardeildar hefur fasteignaverð nú náð hámarki og töluverð óvissa ríkir um hve mikið framboð er í pipunum. Hætta er því fyrir hendi að mögulegt offramboð á fasteignamarkaði leiði til lækkandi íbúðaverðs. Það sama á við ef hlutabréfamarkaðurinn verður fyrir einhvers konar áfalli. Stöðnun á eignamarkaði gæti því dregið mun hraðar úr einkaneyslu en okkar spár gera ráð fyrir.
9. **Óvissa á erlendum fjármagnsmörkuðum.** Ekki eru öll kurl kominn til grafar hvað varðar svokallaða undirmálslánakrísu (e. sup-prime). Eins og staðan er nú hefur þrengst um aðgang að fjármagni og lánaþjör hafa versnað. Ef lausafjárskortur dregst á langinn eða versnar enn frekar mun það geta haft töluverð neikvæð áhrif á fjórðinguna hérlendis.

Takmarkað svigrúm Seðlabankans til vaxtalækkana

Í það heila tekið benda spár okkar til þess að lítið svigrúm gefist til vaxtalækkana af hálfu Seðlabankans á næstunni. Spár okkar gera ráð fyrir því að vaxtalækkunarferlið hefjist í maí 2008 og að Seðlabankinn muni síðan fíkra sig varlega áfram. Ef svo fer fram sem horfir hvað varðar aukningu ríkisútgjalda, nýja stóriðju og aukna atvinnuvegafjárfestingu verður ekki séð annað en að stýrivextir Seðlabankans haldist áfram fremur háir út spátímabilið eða fram til 2010.

Stýrivaxtaspa Greiningardeildar

- Ásamt framvirkum vöxtum m.v. skiptasamninga og fráviksspa Seðlabankans m.v. stóriðju (allt forvextir)



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands

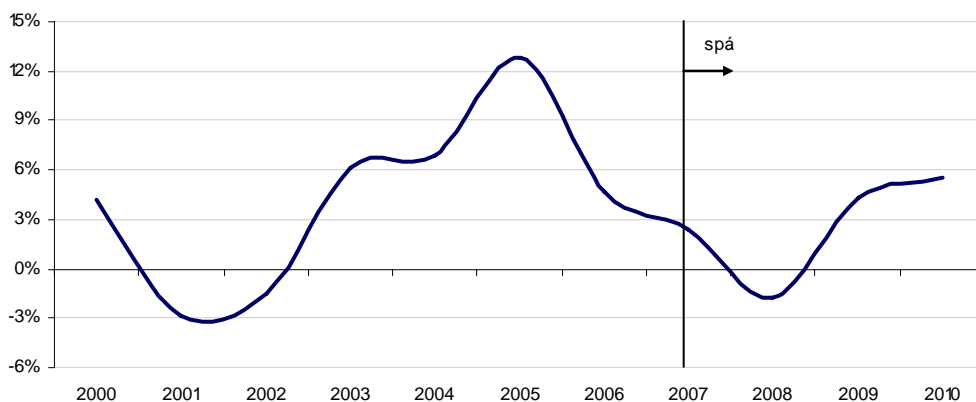
Hraðara vaxtalækkunarferli veltur algerlega á því að einhvers konar brotlending eigi sér stað á eignamörkuðum – að hiksti komi í útrásina eða að offramboð eigi sér stað á bæði atvinnu- og íbúðarhúsnæði. Áframhaldandi hár vaxtamunur við útlönd mun styðja við krónuna með sömu brothættu formerkjum og verið hefur.

Gangur hagsveiflunnar í sögulegu ljósi

Greiningardeild spár því að vöxtur einkaneyslu verði neikvæður árið 2008 eftir samfelldan vöxt næstu 5 ár á undan. Gert er ráð fyrir því að bakslagið verði aðeins samdráttur um 1,7% og síðan muni nýr vaxtarferill hefjast árið 2009.

Vöxtur einkaneyslu 2000-2010

- raunbreyting frá fyrra ári



Heimild: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Þessi þróun er í góðu samræmi við gang íslenskra hagsveiflna frá árinu 1960. Yfirleitt hefur einkaneyslan vaxið í um 4-7 ára uppsveiflum sem síðan hefur verið fylgt með 1-2 ára niðursveiflum. Uppsveiflan á árunum 1994-2000 stóð til að mynda í 7 ár en hún kom að vísu í kjölfarið á töluverðum eymdartíma á árunum 1988-1994 þegar þorsstofninn hrundi.

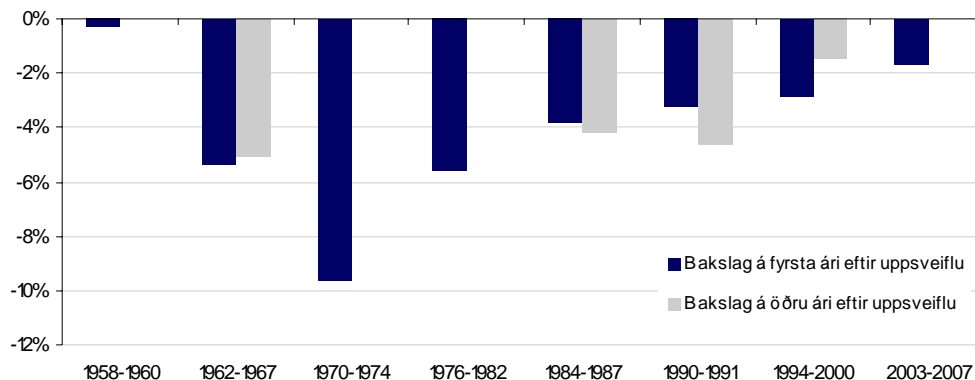
Uppsveifla og niðursveifla í einkaneyslu á Íslandi

	Árafjöldi með vaxandi einkaneyslu	Árafjöldi með minnkandi einkaneyslu
1958-1960	3	1
1962-1967	6	2
1970-1974	5	1
1976-1982	7	1
1984-1987	4	2
1990-1991	2	2
1994-2000	7	2
2003-2007	5	1

Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Það er einnig ljóst að bakslagið eftir vaxtarskeiðin hefur farið minnkandi á síðari árum eins og sést á meðfylgjandi mynd og er það ætlan Greiningardeildar að hið sama gerist nú og afturkippurinn verði fremur vægur. Má með góðum rökum halda því fram að hér sjáist áhrif þess að Seðlabankar vinni á mótí hagsveiflunni með aðhaldsamari peningamálastefnu á uppgangstímum og gefi síðan eftir þegar syrtir í álinn. Á fyrri tíð var allt látið reka á reiðanum og síðan gengið krónunnar fellt um tugi prósentu þegar kom að því að ná nýju jafnvægi.

Bakslag eftir uppsveiflur frá árinu 1958

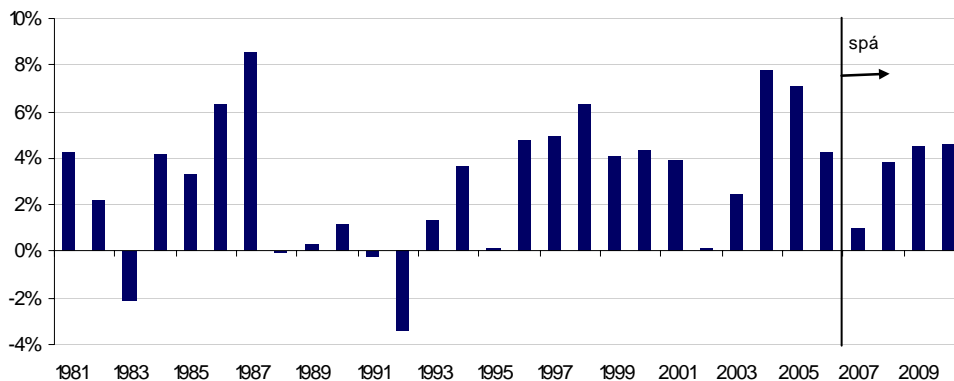


Heimild: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Einkaneysla er um 60% af landsframleiðslu og því skiptir þróun hennar mestu fyrir gang hagsveiflunnar. Samhliða því sem einkaneyslan dregst saman er ljóst að fjárfesting dregst saman 2007-2008 þegar stóriðjuframkvæmdum lýkur. Samkvæmt bókunum ætti því að marka fyrir botni íslensku hagsveiflunnar árin 2007-2008 – þegar fjárfesting og einkaneysla ná lágmarki. Hins vegar virðist botninn ætla að vera fremur hátt uppi í þessari hrinu því hagvöxtur mun ætíð verða jákvæður þegar lægðin gengur yfir. Hér má sjá áhrif aukins álutflutnings, nýrrar stóriðju og aukinna ríkisútgjalda sem áður hefur komið fram.

Hagvöxtur 1981-2010

- magnbreyting á VLF



Heimild: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Seðlabankinn í þungum andröðri á móti kraftmiklum straumi

Aðstæður eru eilítið sérstakar nú í íslensku hagkerfi þar sem efnahagsleg samþætting Evrópu er nú í fullum gangi. Það felur m.a. í sér að bæði ódýrt vinnuafli og fjármagn hefur streymt til landsins og aukið verulega við mögulegan vaxtarhraða efnahagslífsins. Ísland er hér á sama báti og mörg önnur jaðarlönd Evrópu, s.s. Írland, Spánn og Finnland. Af þeim sökum þarf ef til vill ekki að undra að háir raunvextir Seðlabankans hafi ekki náð að bita betur en raun ber vitni. Það eitt og sér er hins vegar ekki endilega staðfesting á því að íslensk peningamálastjórn sé vonlaus heldur ber kannski einnig vitni um að Seðlabankinn sé lentur í mjög þungum andröðri á móti kraftmiklum straumum – hagrænum samruna Evrópu. Og enn fremur að þjóðarskútuna hefði borið miklu meira af leið í átt til þenslu og ofhitunar ef Seðlabankinn hefði ekki róíð á móti. Að mati Greiningardeildar mun þessi róður halda áfram á næstu árum og því má áfram búast við háum vöxtum hérlendis samhliða miklum hagvexti og óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði.

Stýrivaxtaspá: 18 mánaða lækkunarferli hefst í maí

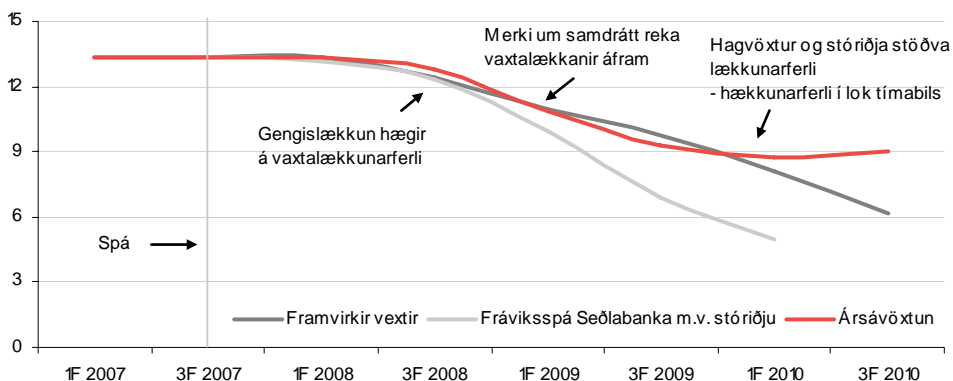
Að mati Greiningardeildar mun Seðlabankinn, á vaxtaákvörðunarfundi bankans þann 1. nóvember nk., tilkynna um frestun vaxtalækkunarferlisins fram í maí. Ástæðan liggur í senn í því að verðbólga hefur reynt hærrí og efnahagssumsvif meiri en spár bankans gerðu ráð fyrir. Skiptir þar einna mestu máli að vinnumarkaðurinn hefur ekki enn sýnt nein merki kólnunar og fasteignamarkaðurinn hefur sótt í sig veðrið.

Stýrivextir fara lægst í 8,75%

Að mati Greiningardeildar mun gengi krónunnar gefa eftir á svipuðum tímamarki og vaxtalækkunarferlið hefst og það eitt og sér mun hægja á vaxtalækkunarferli bankans en ekki kalla fram nýjar hækkunir. Stýrivaxtaspá deildarinnar gerir ráð fyrir að vextir fari lægst í 8,75% á seinni hluta ársins 2009 og haldist þar í u.þ.b. 12 mánuði. Greiningardeild gerir ráð fyrir að hagkerfið verði komið í uppsveflu á ný árið 2010 og að vextir taki þá að hækka á ný. Spáin gerir einungis ráð fyrir að fyrsti hluti álfers í Helgúvík verði að veruleika en óvissa spárinnar hnígur í átt að því að farið verði út í fleiri stóriðjuframkvæmdir um þetta leyti.

Stýrivaxtaspá Greiningardeildar

- Ásamt framvirkum vöxtum m.v. skiptasamninga og fráviksspá Seðlabankans m.v. stóriðju (allt forvextir)



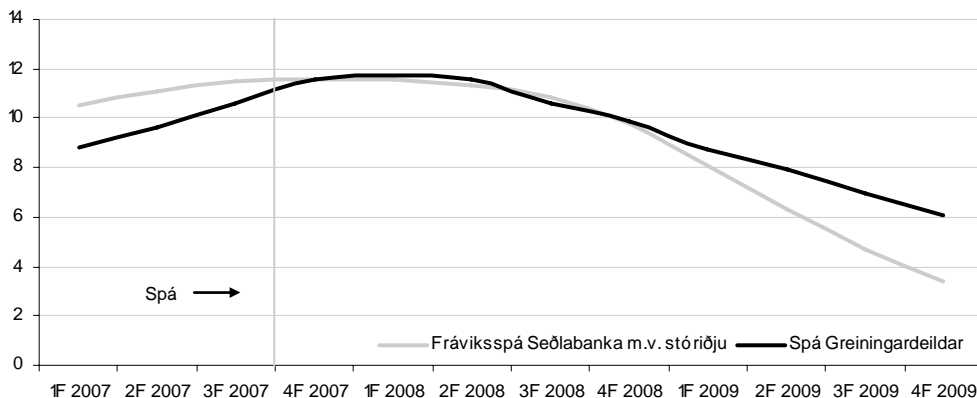
Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands

12% raunstýrivextir á næstunni

Miðað við spár Greiningardeildar um stýrivexti og verðbólgu verða raunvextir miðað við vænta verðbólgu (12 mánuði fram í tímann) nálægt 12% á næstu misserum. Raunstýrivextir taka þó að lækka á seinni hluta ársins 2008 sem kemur bæði til af vaxtalækkunum og aukinni verðbólgu. Þrátt fyrir lækkun raunstýrivaxta á þessum tíma verða þeir enn yfir 10% á þennan mælikvarða og skiptir þar miklu að verðbólguhorfur til tólf mánaða haldast áfram hóflegar.

Raunvaxtaspá m.v. verðbólguhorfur

- Stýrivextir að fráðreginni verðbólgu næstu 12m (skv. verðbólguþá)

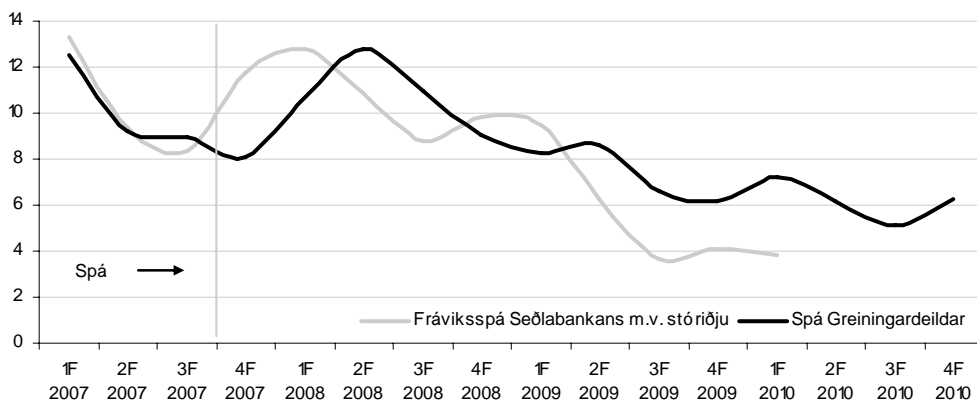


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands

Ef raunstýrivextir eru metnir með hliðsjón af fjórðungshækkun verðbólgu á ársgrundvelli er ljóst að raunvaxtaaðhaldið helst tiltölulega hátt á þennan mælikvarða á árinu 2008 þar sem húsnæðismarkaðurinn verkar að nokkru leyti sem akkeri fyrir verðbólgu á sama tíma og gengi krónunnar er að falla.

Raunvaxtaspá m.v. verðbólgu fjórðungs

-stýrivextir að fráðreginni verðbólgu fjórðungs á ársgrundvelli



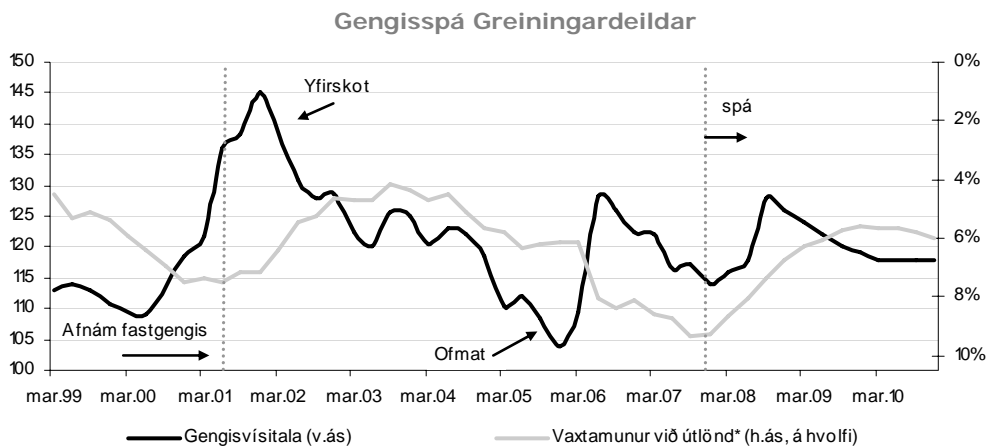
Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands

Spáum töluvert hærrí vöxtum en Seðlabankinn til lengri tíma litið

Stýrivaxtaspá Greiningardeildar gerir ráð fyrir töluvert hærrí vöxtum en spár Seðlabankans sjálfs eftir 2008 – jafnvel þótt fráviksspá Seðlabankans með stóriðju sé höfð til hliðsjónar. Ástæða þessa liggur í því að Greiningardeild gerir ráð fyrir að íslenska hagkerfið verði í uppsveiflu í lok spátímabilsins eftir stutta leiðréttingu en spár Seðlabankans gera ráð fyrir að íslenska hagkerfið verði í alldjúpri efnahagslægd á sama tíma. Að mati Greiningardeildar mun spá Seðlabankans þó færast nær okkar spá við útgáfu Peningamála þann 1. nóvember 2007.

Gengisspá: Krónan sveiflukennd áfram

Gengi krónunnar mun haldast tiltölulega sterkt næstu misseri þrátt fyrir talsverðar sveiflur. Greiningardeild gerir þó ráð fyrir því að gjaldeyrismarkaður muni taka dýfu um miðvik 2008 við upphaf vaxtalækkunarferlis Seðlabankans en muni þó rétta sig við aftur vegna viðvarandi háa vaxtamunar við útlönd sökum hve lítið svigrúm er til vaxtalækkana.

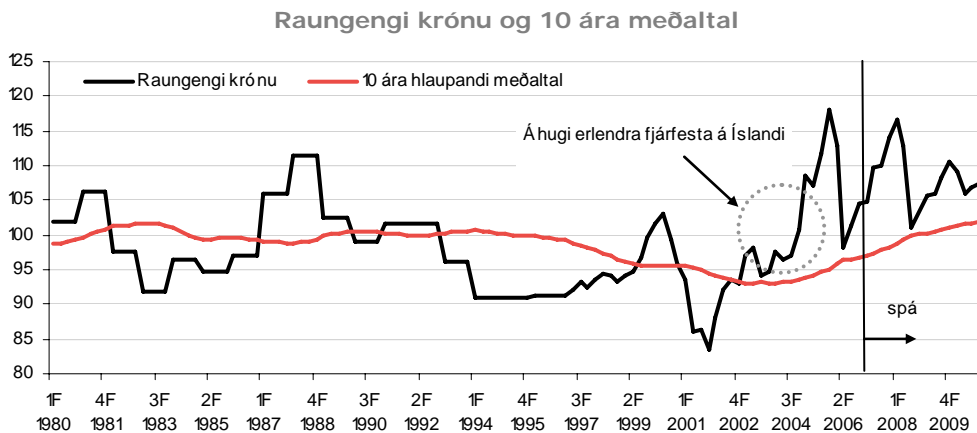


Krónan sveiflast kringum 116 stig næstu mánuði

Greiningardeild gerir ráð fyrir að gengi krónunnar verði fremur sterkt út árið og að gengisvísitalan sveifist í kringum 116 stig. Mesta óvissan lýtur að framgangi alþjóðlegra vaxtamunaviðskipta (e. carry trade) og má fastlega gera ráð fyrir áframhaldandi sveiflum.

Vaxtamunur við útlönd helst áfram hár

Vaxtamunur við útlönd mun áfram verða umtalsverður þótt hann muni dragast nokkuð saman samkvæmt spá Greiningardeildar, eða úr 9% í 6% árið 2009 (m.v. tveggja ára vaxtamun). Um mitt ár 2008 mun gengi krónunnar taka að veikjast en þá verða merki um kólnun hagkerfisins verða farin að berast og vaxtalækkunarferli Seðlabankans fer af stað.



Krónan áfram ofmetin

Krónan gæti talist ofmetin í augnablikinu í ljósi þess að raungengi krónunnar er u.þ.b. 10-15% yfir 10 ára meðaltali sínu. Hins vegar má búast við því að raungengið verði bæði hærra og sveiflukenndara í kjölfarið þess að krónan fór á flot 2001 og erlendir spákaupmenn komu inn á gjaldeyrismarkaðinn árið 2004.

Gengissveiflur komnar til að vera

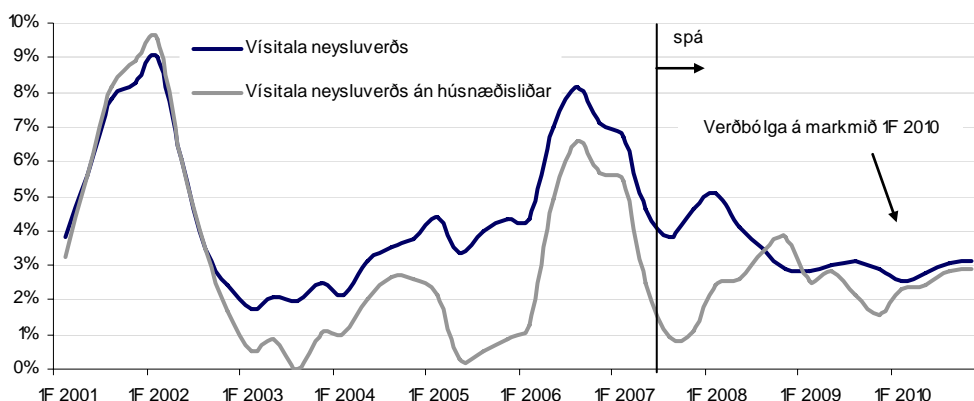
Greiningardeild spáir því að mikill vaxtamunur við útlönd muni áfram styðja við gengi krónunnar út spátímabilið í samræmi við spá um áframhaldandi efnahagsumsvif og takmarkað svigrúm Seðlabankans til vaxtalækkana. Krónan mun því áfram flokkast sem hávaxtamynt. Hár viðskiptahalli mun jafnframt gera það að verkum að krónan verður líklegri en aðrar myntir til að gefa eftir þegar harðnar á dalnum.

Verðbólguþjá: Í kringum markmið á árinu 2009

Seðlabankinn mun ekki ná 2,5% verðbólguþjá sínu fyrr en 2010 samkvæmt verðbólguþjá Greiningardeildar þrátt fyrir að verðbólgan verði raunar komin nálægt markmiði árið 2009. Nú mælist tólf mánaða verðbólga 4,5% en sé hins vegar litið framhjá skattalækkunum sem áttu sér stað í upphafi árs mælist verðbólgan 6,3%. Ljóst er því að Seðlabankinn á enn nokkuð í land með að ná markmiði sínu. Að mati Greiningardeildar mun þó draga hratt úr verðbólgu á árinu 2008 og hún standa í 2,9% í lok árs. Batnandi verðbólguhorfur má rekja til kólnunar á fasteignamarkaði ásamt því sem gert er ráð fyrir minnkandi spennu á vinnumarkaði. Greiningardeild gerir ráð fyrir að verðbólgan verði í kringum 5% á árinu 2007 og 3,9% á því næsta. Á árinu 2009 og 2010 er gert ráð fyrir að meðalverðbólgan yfir árið verði í kringum 2,9%.

Verðbólguþjá Greiningardeildar

- breyting frá fyrra ári

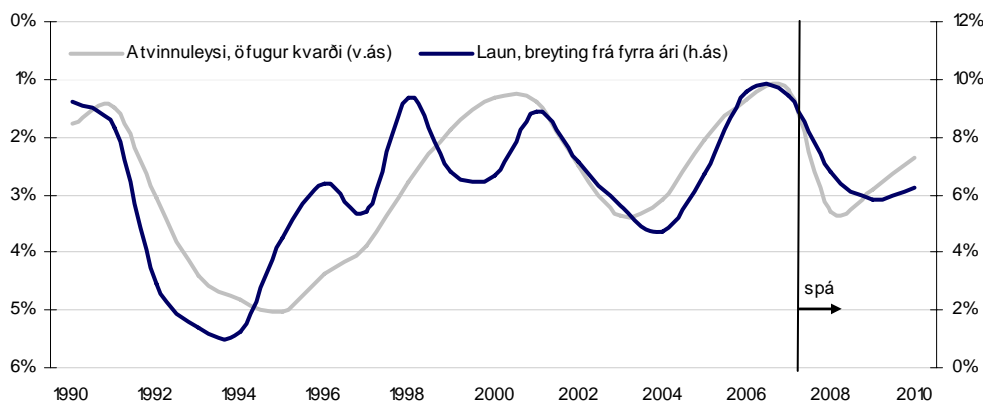


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Spenntur vinnumarkaður – slaki framundan

Hægar hefur dregið úr þenslu á vinnumarkaði en áður var talið, skráð atvinnuleysi mælist nú undir prósentustigi og hefur ekki mælist lægra í 19 ár. Þá hafa laun hækkað að meðaltali um 9,5% það sem af er þessu ári sem hefur sett enn frekari þrýsting á verðbólguna. Góður gangur í efnahagslífinu hefur haldist í hendur við endurnýjaðan uppgang á fasteignamarkaði en íbúðaverð hefur verið leiðandi þáttur í hækkingu verðbólgu á síðustu mánuðum. Þróunin það sem af er ári hefur verið í takt við spár Greiningardeildar um einkaneyslu í upphafi árs enda lá fyrir að sá bónus sem landsmenn fengu í upphafi árs, með skattalækkunum og launahækkunum, myndi seinka því ferli að jafnvægi næðist í hagkerfinu.

Skráð atvinnuleysi og almennar launahækkanir



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun

Hækkandi atvinnuleysi – kólnandi fasteignamarkaður

Greiningardeild spáir því að hægi á umsvifum á næsta ári og að þjóðarútgjöld dragist saman. Samhliða minnkandi eftirspurn í hagkerfinu mun atvinnuleysi taka að hækka á ný. Að mati Greiningardeildar mun því minnkandi spenna á vinnumarkaði á næstu tveimur árum draga úr frekari launahækkunum. Gert er ráð fyrir að laun á almennum vinnumarkaði hækki um 6,8% á árinu 2008 og í kringum 6% á árunum 2009 og 2010. Ennfremur er gert ráð fyrir kólnun á fasteignamarkaði og að fasteignaverð staðnæmist og myndi akkeri fyrir framskrið verðbólgunnar. Greiningardeild gerir ráð fyrir að íbúðaverð hækki um 4-4,5% á næstu tveimur árum.

Áhættuþættir

I. Gengisfall krónunnar

Einn helsti óvissuþátturinn í spá Greiningardeildar er gengisþróun krónunnar. Í gengisspá Greiningardeildar er gert ráð fyrir að krónan gefi eftir á síðari hluta árs 2008 en að veikingin verði skammvinn. Sú hætta er hins vegar fyrir hendi að gengisveikingin verði dýpri og langvinnari sem myndi skila sér í meira verðbóluskoti.

II. Áframhaldandi spenna á vinnumarkaði

Hægar hefur dregið úr spennu á vinnumarkaði en áður var talið. Greiningardeild gerir ráð fyrir að dragi úr þenslu á næstu misserum. Hins vegar bendir ekkert til þess að þenslan sé á undanhaldi sem eykur enn frekari hættu á launaskriði í nánustu framtíð.

III. Kjarasamningar lausir um áramótin

Kjarasamningar verða lausir nú um áramótin og má greina harðan tón hjá verkalyðsfélögum – lausir kjarasamningar setja enn frekari þrýsting á laun.

IV. Ný uppsveifla á fasteignamarkaði

Í upphafi árs tók fasteignamarkaðurinn við sér á ný og hefur fjöldi þinglýstra kaupsamninga slagað upp í tölur frá því þegar hæst lét veturinn 2004-2005. Greiningardeild gerir ráð fyrir hægari umsvifum á fasteignamarkaði á næsta ári. Reynist fasteignamarkaðurinn hins vegar þrautseigari gæti verðbólgan orðið hærri en spá Greiningardeildar gerir ráð fyrir.

V. Mælióvissa hjá Hagstofunni

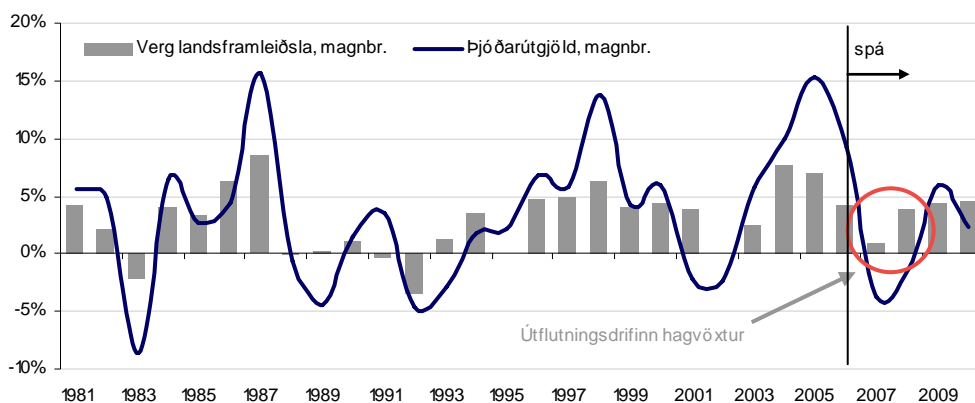
Að mati Greiningardeildar er ekki ólíklegt að hagvöxtur fyrir árið í ár sé hærri en gagnabirtingar Hagstofunnar sýna, en þegar hafa tölur fyrir hagvöxt á síðasta ári verið uppfærðar til hækkunar. Sú hætta er því fyrir hendi að framleiðsluspenna í ár reynist meiri en gert er ráð fyrir í spá Greiningardeildar.

Hagspá: Snögg niðursveifla – hagvöxtur framundan

Fjögurra ára samfelldum vexti þjóðarútgjalda lýkur nú á árinu með 3,7% samdrætti samkvæmt spá Greiningardeildar. Svo mikill samdráttur þjóðarútgjalda hefur ekki mælst í 15 ár eða frá árinu 1992. Hér veldur líklega mestu lok hinna viðamiklu stóriðjuframkvæmda en alls dregst fjárfesting saman um 17% á þessu ári þrátt fyrir áframhaldandi vöxt í íbúðafjárfestingu og fjárfestingu hins opinbera. Hins vegar vegur viðsnúningur í utanríkisviðskiptum á móti samdrætti í þjóðarútgjöldum. Af þeim sökum mun hagvöxtur áfram mælast jákvæður og verða í kringum eitt prósentustig á þessu ári og um 4% á því næsta. Á árunum 2009-2010 er gert ráð fyrir að þjóðarútgjöld taki að vaxa á ný og að hagvöxtur verði 4,5%.

Hagvöxtur og þjóðarútgjöld

- breyting frá fyrra ári



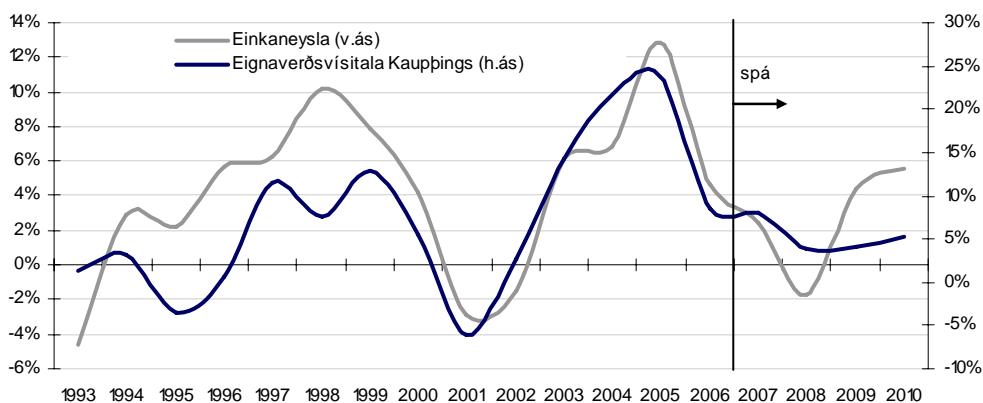
Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Dregur hægt úr neyslugleði heimila

Heimilin endurheimtu bjartsýni sína á ný í upphafi árs í kjölfar skattalækkana og launahækkana. Þá héldu eignamarkaðir áfram að hækka, bæði hlutabréfa- og fasteignamarkaðir, á sama tíma og krónan hélst tiltölulega sterk. Þessi þróun átti sér stað þrátt fyrir strangt vaxtaaðhald Seðlabanka Íslands. Tölur fyrir landsframleiðslu á fyrsta ársfjórðungi bentu til þess að aðlögun væri framundan í hagkerfinu, þar sem einkaneysla dróst saman og hagvöxtur mældist enginn. Sá samdráttur reyndist hins vegar skammvinnur því tölur fyrir 2. ársfjórðung sögðu allt aðra sögu, einkaneysla jókst um 10% milli fjórðunga og hagvöxtur tók við sér á ný. Vísendingar hrannast nú upp sem benda til þess að kaupgleði heimila sé enn staðar og allt útlit fyrir að vöxtur verði áfram í einkaneyslu á seinni árshelmingi. Af þeim sökum gerir Greiningardeild ráð fyrir að einkaneysla yfir árið í heild vaxi að meðaltali um 2,7% að magni til.

Einkaneysla og eignaverð

- raunbreyting frá fyrra ári



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands

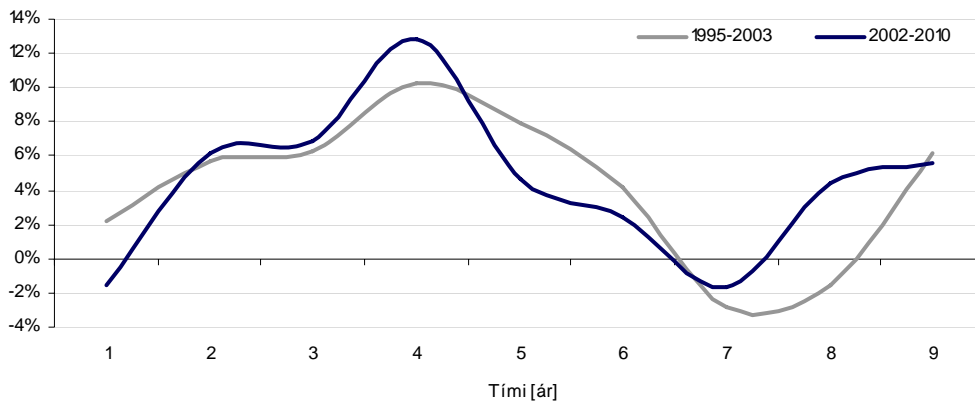
Einkaneysla dregst saman – en vex svo á ný

Á næsta ári er gert ráð fyrir minnkandi spennu á vinnumarkaði - atvinnuleysi taki að hækka samhliða því sem dregur úr launahækkunum. Þá er gert ráð fyrir að hægi á eignaverðshækkunum á sama tíma og gengi krónunnar gefur lítillega eftir á seinni ársþelmingi 2008 samkvæmt gengisspá Greiningardeildar. Stíft vaxtaáhalð Seðlabankans mun því að lokum setja hemil á neyslu heimila og er gert ráð fyrir að einkaneysla dragist saman að magni til um 1,7% á næsta ári. Sá samdráttur stendur þó stutt við því að á árinu 2009 er gert ráð fyrir nýrri uppsveiflu í hagkerfinu. Stóriðjuframkvæmdir munu þá ná hámarki og heimilin endurheimta kaupgleði sína á sama tíma og vaxtalækkunarferli Seðlabankans lýkur. Á árinu 2009-2010 er gert ráð fyrir að vöxtur einkaneyslu verði 4,5-5,5%.

Almennt hefur uppsveiflu í einkaneyslu verið fylgt eftir með 1-2 ára samdrætti í niðursveiflu og er spá Greiningardeildar í góðu samræmi við það. Eftir 5 ára samfelldan neysluvöxt er gert ráð fyrir 1 árs samdrætti áður en ný uppsveifla tekur við – einkaneysla dregst lítillega saman á næsta ári áður en nýr vaxtaferill hefst á árinu 2009.

Þróun einkaneyslu í síðustu og núverandi hagsveiflu

- breyting frá fyrra ári, 2007-2010 miðað við spá Greiningardeildar



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Fjárfestingauppsveiflan á enda

Yfirstandandi uppsveifla sem staðið hefur yfir frá árinu 2003 hefur einkennst af mikilli fjárfestingu í hagkerfinu á sama tíma og umtalsverður vöxtur hefur verið í einkaneyslu. Framkvæmdir tengdar stóriðju eru nú á lokastigi; töf varð á framkvæmdum fyrir austan en þeim framkvæmdum lýkur á næsta ári. Fjárfesting dregst saman í ár og á næsta ári sem helgast af minnkandi fjárfestingu atvinnuvega. Hins vegar er allt útlit fyrir að töluverð fjárfesting sé framundan á vegum hins opinbera. Líkt og í sumarspá Greiningardeildar er gert ráð fyrir að nýtt álver risi í Helguvík en þær framkvæmdir skiptast í tvo áfanga og nær sá fyrri hámarki á árinu 2009. Fjárfesting dregst saman á árinu 2010 samhliða því sem dregur úr fjárfestingu í atvinnulífinu og á vegum hins opinbera.

Spá Greiningardeildar um fjármunamyndun

- breyting frá fyrra ári

magnbreyting milli ára, %	2007	2008	2009	2010
Fjármunamyndun	-16,6	-4,7	12,1	-3,9
- fjármunamyndun atvinnuvega	-27,5	-14,8	16,3	-7,3
- fjármunamyndun íbúðarhúsnæðis	12,0	3,9	5,0	10,0
- fjármunamyndun hins opinbera	2,8	24,3	10,6	-14,4

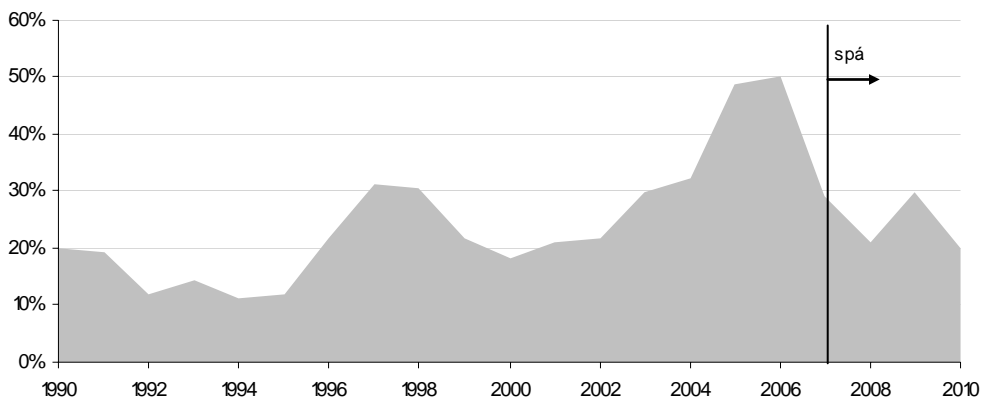
Heimildir: Greiningardeild Kaupþings

Mikill samdráttur í atvinnuvegafjárfestingu

Vöxtur fjárfestinga hefur að miklu leyti ráðist af framkvæmdum tengdum stóriðju. Greiningardeild gerir ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting dragist saman um 30% á árinu – þar af dregst fjárfesting í ál- og orkuverum saman um 56%. Á næsta ári er gert ráð fyrir að framkvæmdir hefjist við byggingu álversins í Helguvík en þær framkvæmdir eru hins vegar af mun minni stærðargráðu en yfirstandandi framkvæmdir eða rétt um þriðjungur af núverandi framkvæmdum. Framkvæmdir við Helguvík komast á fullt skrið á næsta ári en gert er ráð fyrir að þeim ljúki á árinu 2010. Í lok spátímabilsins er gert ráð fyrir að 150 þúsund tonna álver verði komið í gagn. Þ.

Fjármunamyndun í ál- og orkuverum

- sem hlutfall af fjármunamyndun atvinnuvega



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

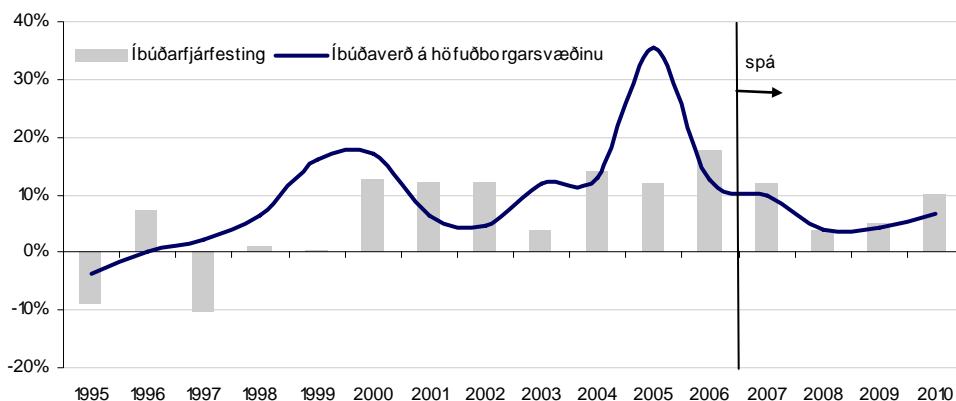
Á næsta ári gengur íslenska hagkerfið í gegnum skammvinna niðursveiflu sem mun draga úr hvata fyrirtækja til að ráðast í frekari fjárfestingar. Gert er ráð fyrir að fjárfesting atvinnuvega dragist saman um 15% á næsta ári – þar af er um 38% samdráttur í fjárfestingu tengdri stóriðju. Hins vegar liggur fyrir að umtalsverð byggingarverkefni eru framundan og af þeim sökum gerir Greiningardeild ráð fyrir að áframhaldandi uppgangur verði á því sviði á næstu árum. Við lok framkvæmda á fyrsta áfanga í Helguvík dregst fjárfesting saman á ný en ekki er gert ráð fyrir að ráðist verði í seinni áfanga á spátímabilinu.

Framlengdur vöxtur í íbúðafjárfestingu

Fasteignamarkaðurinn tók við sér á ný í upphafi árs samhliða því sem væntingar neytenda slógu hvert metið á fætur öðru og kaupmáttur heimila tók kipp. Íbúðaverð hefur hækkað um 11% frá fyrra ári og virðist lítið ætla að hægja á umsvifum á þeim markaði. Í ljósi þessa hefur Greiningardeild hækkað spá sína um íbúðafjárfestingu, enda skapar góður gangur á íbúðamarkaði hvata til frekari fjárfestinga. Á næstu árum er gert ráð fyrir að það taki að hægja á umsvifum á fasteignamarkaði samhliða því að hækkandi lánavextir og erfiðara aðgengi að lánsfé tekur að hafa áhrif á hugsanlega kaupendur. Á árunum 2008-2009 er gert ráð fyrir að íbúðafjárfesting vaxi um 3,5-5%. Á árinu 2010 er gert ráð fyrir að fasteignamarkaðurinn taki við sér á ný og að íbúðafjárfestingar vaxi um 10% á því ári.

Íbúðafjárfesting og þróun íbúðaverðs

- breyting að raunvirði frá fyrra ári



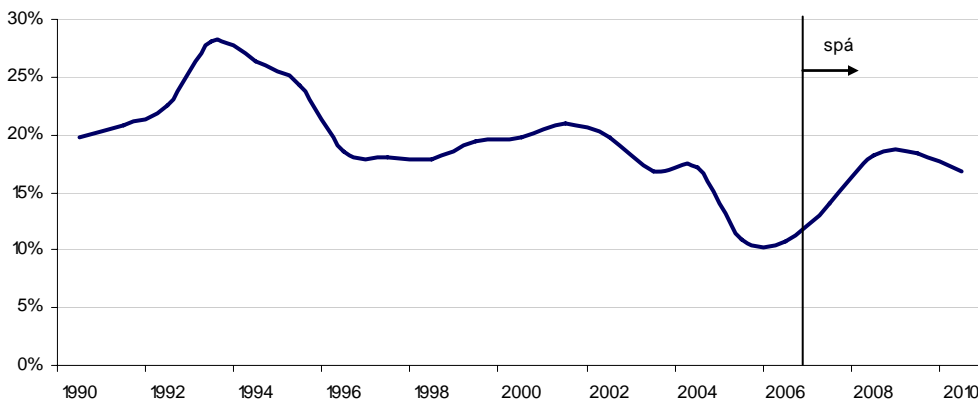
Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Hlutdeild hins opinbera fer hækkandi

Umtalsverðar framkvæmdir eru framundan á vegum hins opinbera og er þar meðal annars um að ræða mótvægisáðgerðir vegna skerðingar þorskvóta sem nema um 4 ma.kr. og falla til á árunum 2008-2009. Eftir mikla uppsveiflu í fjárfestingu atvinnuvega tekur hið opinbera því nú við. Greiningardeild gerir ráð fyrir að fjárfestingar hins opinbera vaxi um rúmlega fjórðung á næsta ári og um 10% á árinu 2009. Þá er gert ráð fyrir að fjárfestingar hins opinbera nálgist um 20% af heildarfjárfestingum í landinu á árunum 2008-2009.

Fjármunamyndun hins opinbera

- sem hlutfall af heildarfjármunamyndun í landinu

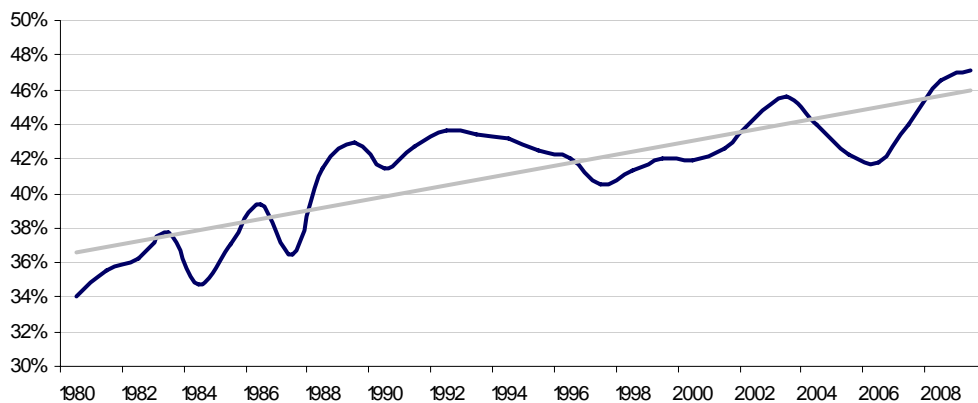


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Staða ríkisfjármála reyndist enn betri en áður var talið, en áætluð afkoma ríkissjóðs á árinu var hækkuð um 57 ma.kr. frá fjárlögum. Betti afkoma ríkissjóðs virðist ætla að kalla á meiri eyðslu. Í spá fjármálaráðuneytisins er gert ráð fyrir að þáttur ríkisins aukist á næstu árum og að ríkisútgjöld sem hlutfall af VLF slagi hátt upp í 50% af landsframleiðslu á árinu 2009.

Ríkisútgjöld sem hlutfall af VLF

- miðað við spá fjármálaráðuneytisins 2007-2009



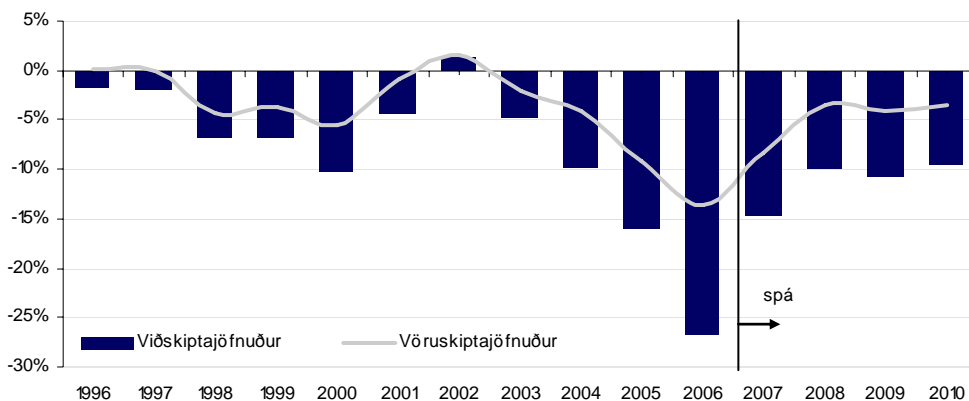
Heimildir: Fjármálaráðuneyti, Hagstofa Íslands

Viðskiptahalli: Breyting til batnaðar

Allt útlit er fyrir að viðskiptahallinn dragist töluvert saman á árinu frá fyrra ári þegar hann var í methæðum. Greiningardeild gerir ráð fyrir að halli á viðskiptum við útlönd verði í kringum 14,7% af vergrí landsframleiðslu (VLF) á árinu 2007 samanborið við tæp 26% á árinu 2006. Á árunum 2008-2010 er gert ráð fyrir að hallinn verði í kringum 10-12% af VLF.

Viðskipta- og vöruskiptajöfnuður

- sem hlutfall af VLF



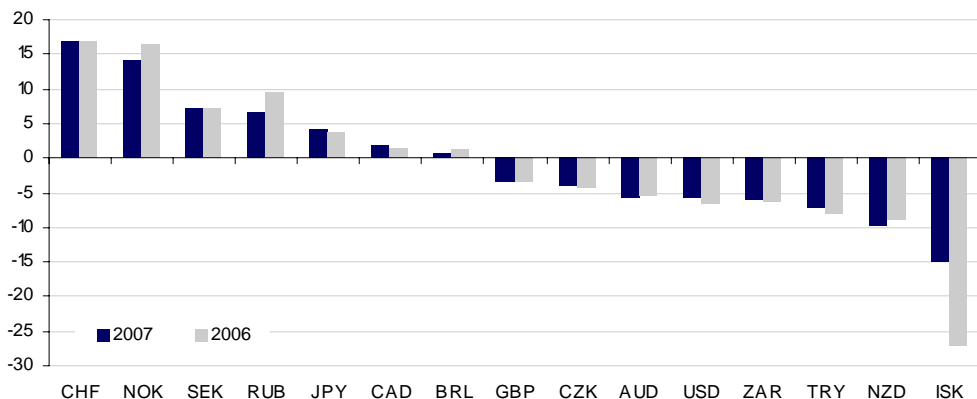
Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands

Árið fór vel af stað

Viðskiptahallinn á fyrri ársþingunni nam um 13% af VLF og batnaði til muna frá fyrra ári. Skýringuna á minnkandi halla má að stórum hluta rekja til óreglulegra liða eins og flugvélaviðskipta, en jafnframt gekk þáttatekjujafnaðurinn hratt niður. Hafa ber í huga að hinn mikli þáttatekjuhalli sem mældist á síðasta ári gaf verri mynd af stöðu þjódarbúsins en ástæða var til vegna margs konar sérstöðu íslenska hagkerfisins og mælingarvanda sem því fylgja. Nú hefur sá halli gengið tilbaka og gefur að mati Greiningardeildar gleggri mynd af raunverulegum viðskiptahalla, þrátt fyrir að ljóst sé að hann verði áfram hár á næstu árum í alþjóðlegum samanburði. Að mati Greiningardeildar gefur vöruskiptajöfnuðurinn gleggsta mynd af ytra jafnvægi íslenska þjódarbúsins, en halli á vöruskiptum við útlönd batnaði umtalsvert á árinu og er útlit fyrir að sú þróun haldi áfram á næstu árum þegar nýjar álsmiðjur hefja útflutning og innflutningur dregst saman í takt við minnkandi fjárfestingu í hagkerfinu.

Þróun viðskiptajafnaðar í ýmsum löndum

- sem hlutfall af VLF



Heimildir: Bloomberg

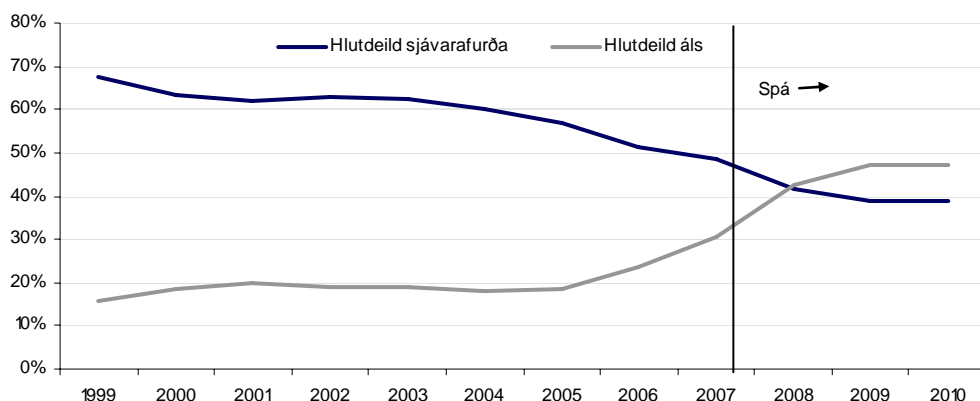
Vöruskiptahallinn minnkar þegar álið tekur við sér

Mikill halli á vöruskiptum við útlönd á árinu 2006 skýrðist að stórum hluta af innflutningi tengdum fjárfestingarverkefnum og mikilli neyslugleði landans. Hallinn hefur hjaðnað nokkuð á árinu 2007 en þó hægar en vonir stóðu til í upphafi árs vegna tafa við framkvæmdir fyrir austan. Greiningardeild gerir ráð fyrir að vöruskiptahallinn verði 8,4% af VLF á árinu 2007, m.a. vegna aukinnar álframleiðslu. Vöruskiptahallinn nær lágmarki á árinu 2008 í kringum 4,2% af VLF en eykst lítillega á ný árið 2009 þegar framkvæmdir í Helguvík ná hámarki. Á sama tíma er gert ráð fyrir upphafi nýs vaxtarferils einkaneyslu sem kallar eftir frekari innflutning á neysluvörum.

Útflutningur áls dregst á langinn

Tafir urðu á framkvæmdum fyrir austan sem leiðir til þess að vöxtur í útflutningi á áli reyndist minni en áður var talið. Nú liggur fyrir að álbræðsla á Reyðarfirði kemst ekki nema að litlu leyti í gagnið og framleiðslan verður því aðeins um 30 þúsund tonn á árinu. Þá hefur heimsmarkaðsverð á áli lækkað síðustu mánuði sem dregur úr útflutningsverðmæti áls. Á næsta ári mun álútflutningur aukast umtalsvert þegar aukin framleiðslugeta verður að fullu komin fram í verksmiðju Norðuráls á Grundartanga eða úr 230 þúsund tonnum í 260 þúsund tonn. Eins mun Reyðarál að öllum líkindum ná að framleiða um 300 þúsund tonn á næsta ári og loks ná fullri framleiðslugetu árið 2009 sem eru 346 þúsund tonn. Samkvæmt útreikningum Greiningardeildar má búast við að útflutningsverðmæti áls aukist úr tæpum 80 mö.kr. á þessu ári í rúma 130 ma.kr. á næsta ári og verði komið í um 150 ma.kr. á árinu 2009. Greiningardeild gerir ráð fyrir að framkvæmdir hefjist að fullu í Helguvík í byrjun næsta árs og að framkvæmdum við fyrsta áfanga ljúki á árinu 2010. Ný álsmiðja í Helguvík, 150 þús. tonn, mun því hefja framleiðslu á árinu 2011.

Hlutdeild sjávar- og álafurða í heildarútflutningsverðmæti



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands

Fiskveiði minnkar í kjölfar niðurskurðar

Eins og áður hefur komið fram voru þorskaflaheimildir skornar niður um 33% í sumar. Að mati Greiningardeildar mun útflutningsverðmæti þorskkvóta í kjölfarið skerðast um 15-20 ma.kr. þegar áhrifin verða að fullu komin fram. Á þessu ári munu útflutningstekjur af þorski minnka um 5-7 ma.kr og um 10 ma.kr. til viðbótar árið 2008.

Alþjóðleg efnahagsmál: Undirmáslánakrísa tefur vöxt

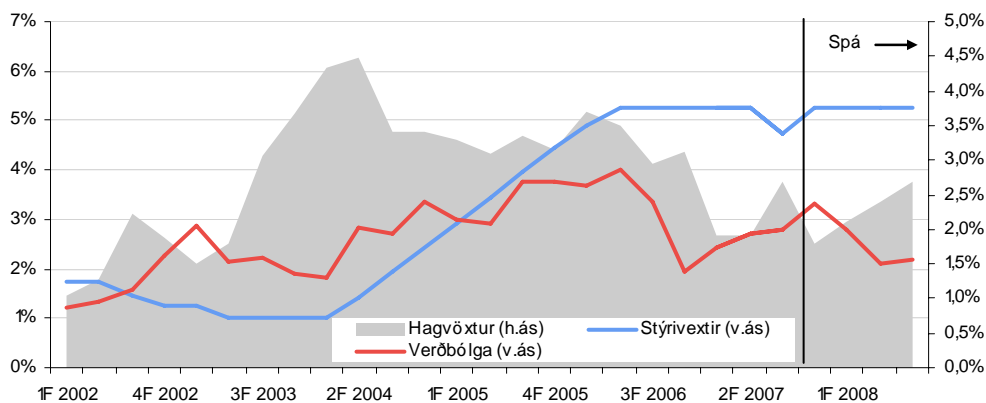
Þau tíðindi gerðust síðan Efnahagshorfur voru síðast gefnar út að skuldavafningar úr bandarískum undirmáslánum náðu að gera óskunda á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Vanskil á undirmáslánum í Bandaríkjunum urðu til þess að margir aðilar á fjármálamörkuðum urðu illa úti, áhættufælni jókst á mörkuðum og lánsfjárburrð gerði vart við sig í kjölfarið. Í kjölfar jókst kostnaður til lánsfjármögnunar um víða veröld sem hefur áhrif á bæði heimili og fyrirtæki. Áður en krísan hófst voru margir helstu seðlabankar heimsins að mjaka upp stýrivöxtum sínum til þess að sporna við auknum verðbólguþrýstingi. Eftir því sem óróinn jókst í ágúst hafa seðlabankar hins vegar leitast við að auka magn lausafjár á millibankamörkuðum og vaxtahækkanir hafa stöðvast. Í kjölfarið hafa hagvaxtartölur verið endurskoðaðar til lækkunar í öllum stærri hagkerfum heims. Útlit er þó fyrir að hagvöxtur á heimsvísu verði jákvæður um nær 5% á næsta ári og drifinn áfram af nýmarkaðsríkjum eins og Kína, Indlandi og Rússlandi.

Bandaríkin – minnkandi eftirspurn

Bandarískt hagkerfi tók við sér á öðrum ársfjórðungi þessa árs eftir slaka byrjun og var hagvöxtur á fyrri helmingi ársins 2,5%. Undanfarið hefur þó hægt á einkaneyslu vegna herra olíuverðs og vandræða á húsnæðismarkaði en sterkur útflutningsgeiri og miklar fjárfestingar fyrirtækja hafa staðið undir vextinum. Húsnæðismarkaðurinn hefur verið dragbitur á bandarískt efnahagslíf undanfarin misseri og í kjölfar húsnæðislánakreppunnar hafa hagvaxtartölur fyrir Bandaríkin verið endurskoðaðar til lækkunar en nú er búist við 1,9% hagvexti á árinu 2008. Verulega hefur dregið úr verðbólgu á síðustu mánuðum og er búist við að hægari umsvif í hagkerfinu dragi enn frekar úr verðbólguþrýstingi. Dollarinn veiktist í kjölfar óróa á fjármálamörkuðum og er líklegt að sú þróun haldi áfram það sem eftir er árs og í byrjun þess næsta. Upprisa dollarans er svo væntanleg þegar bandarískt hagkerfi tekur við sér á ný upp úr miðju ári 2008 og væntingar um stýrivaxtahækkanir í kjölfarið. Viðskiptahalli er enn mikill en búast má við að hann leiðrættist nokkuð þar sem veiking dollarans og sterk eftirspurn á alþjóðavísu ýtir undir útflutning þar ytra en einnig er líklegt að innflutningur minnki eftir því sem hægir á eftirspurn heimafyrir.

Bandaríkin – helstu hagstærðir

- 12 mánaða breyting á VLF og verðlagi



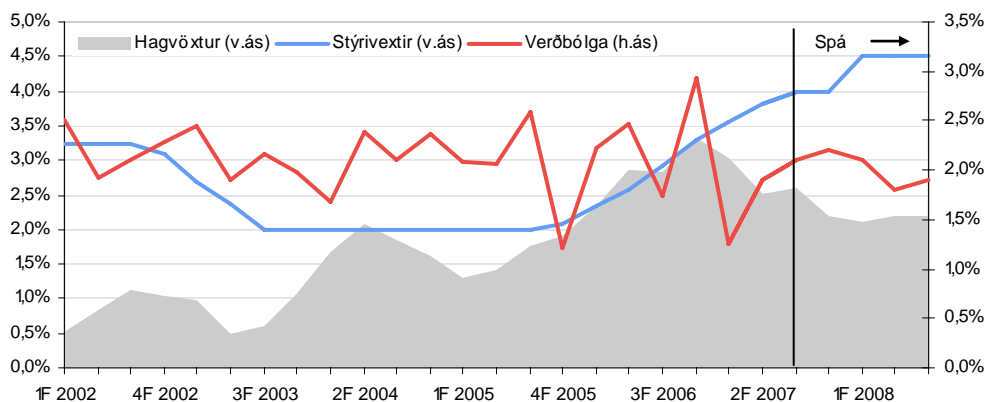
Heimildir: Bloomberg, EIU

Evrusvæði – hægari vöxtur

Á evrusvæðinu hægði á hagvexti á öðrum fjórðungi eftir tvo sterka ársfjórðunga þar á undan. Hagvöxtur hefur einkum verið drifinn af fjárfestingu og miklum útflutningi. Nú er talið að hægja muni á vexti á evrusvæðinu vegna fjármálaóroa og hægari vexti í Bandaríkjunum. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur fyrir árið í heild verði um 2,5% á árinu 2007 og 2,1% á árinu 2008. Líklegt er talið að þrengri lánaskilyrði muni hafa áhrif á fasteignamarkaði til kælingar sem og neyslu heimila. Fjölmarginir evrópskir bankar hafa orðið fyrir áhrifum af undirmálslánakrisunni og allur sá geiri hefur fundið fyrir lausafjárskorti og hærri kostnaði við lánsfjármögnun. Á hinn bóginn er líklegt að góð afkoma fyrirtækja muni styðja við fjárfestingu og góðar aðstæður á vinnumarkaði muni styðja við einkaneyslu. Verðbólga á evrusvæðinu hefur almennt verið fyrir neðan 2% það sem af er ári og líklegt þykir að evrubanki haldi vöxtum óbreyttum a.m.k. þar til ljóst er hversu mikil áhrif undirmálslánakrisunnar hafa á hagerfið.

Evrusvæði – helstu hagstærðir

- 12 mánaða breyting á VLF og verðlagi



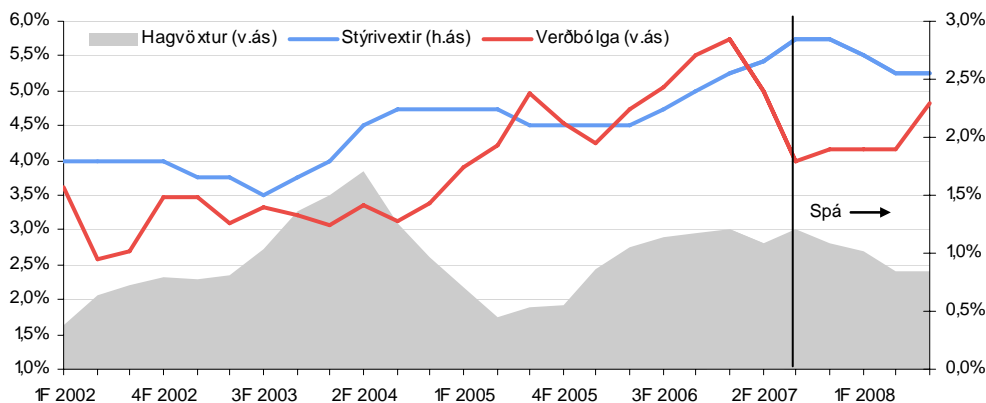
Heimildir: Bloomberg, EIU

Bretland – skörp lækkun íbúðaverðs ógn við stöðugleika

IMF spáir 3,1% hagvexti í Bretlandi í ár en 2,3% á því næsta. Vöxtur einkaneyslu hefur verið hægari en hagvöxtur undanfarin ár. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði í kringum 2,3% í ár og haldist næstu tvö ár í kringum markmið seðlabanka Bretlands (2%). Ekki er talið líklegt að teljanlegur verðbólguþrýstingur skapist í umhverfi sem einkennist af hófsömum eftirspurnarvexti og erfiðari lánaskilyrðum. Hægt hefur hraðar á verðbólgu en búist var við og einnig í kjölfar lausafjárkrisunnar og er því búist við að stýrivextir hafi náð hámarki í bili. Í ljósi þess að minnkandi hagvöxtur og erfiðari lánaskilyrði muni þrengja að heimilum og fyrirtækjum á næstunni og telja markaðsaðilar að stýrivextir verði lækkaðir yfir næstu fjórðunga og muni standa í 5,25% í lok árs 2008. Almennt er talið að fasteignaverð í Bretlandi hafi þegar toppað og er talið líklegt að aukið atvinnuleysi og fyrrnefnd lánaskilyrði hafi áhrif til kælingar á þeim markaði á næstu misserum, en skörp lækkun á fasteignamarkaði er talin ein helsta ógnin við efnahagslegan stöðugleika í Bretlandi. Breska pundið hefur styrkst gegn dollara síðan í byrjun 2007 og þar sem útlit er fyrir að losað verði um aðhald í peningamálum fyrr í Bandaríkjunum en á Bretlandi er búist við að pundið haldist sterkt gagnvart dollar á næstu misserum. Hins vegar er búist við veikingu gagnvart evru á næsta ári.

Bretland – helstu hagstærðir

- 12 mánaða breyting á VLF og verðlagi



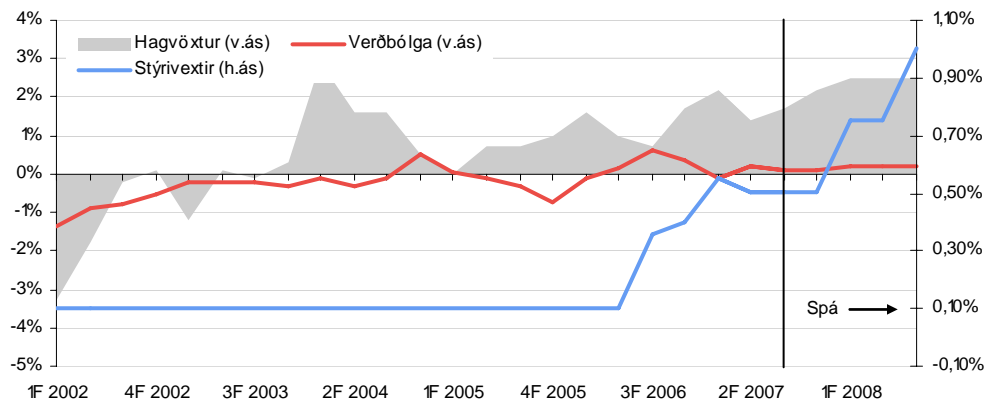
Heimildir: Bloomberg, EIU

Japan – lætur bíða eftir sér

Langbráður bati í japönsku efnahagslífi lætur bíða eftir sér. Erfiðlega hefur gengið að ná tókum á verðhjöðnun þar í landi sem hefur plagað Japani í hátt á áratug. Vaxtahækkunarferli var hafið í Japan á haustmánuðum í fyrra og var búist við að stýrivextir yrðu komnir í 1,25% um mitt næsta ár. Væntingar um vaxtahækkunir hafa hins vegar frestast og nú er búist við að stýrivextir endi árið 2008 í 1%. Undirmálslánakrisan hefur áhrif í Japan eins og annars staðar, vaxandi áhættufælni alþjóðlegra fjárfesta leiddi til lækkunar á hlutabréfamarkaði ásamt því sem eftirspurn á vaxtarmunarviðskiptum dróst saman, en slík viðskipti hafa almennt verið fjármögnuð í lágvaxtalöndum líkt og Japan. Hagvaxtartölur hafa verið endurskoðaðar til lækkunar og er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði 2% í ár.

Japan – helstu hagstærðir

- 12 mánaða breyting á VLF og verðlagi



Heimildir: Bloomberg, EIU

Þjóðhagsspá 2007-2010

Magnbreyting milli ára, %	2006	2007	2008	2009	2010
einkaneysla	4,4	2,7	-1,7	4,4	5,5
samneysla	3,9	3,0	3,6	3,0	2,0
fjármunamyndun	19,8	-16,6	-4,7	12,1	-3,9
- fjármunamyndun atvinnuvega	20,0	-27,5	-14,8	16,3	-7,3
- fjármunamyndun íbúðarhúsnæðis	17,8	12,0	3,9	5,0	10,0
- fjármunamyndun hins opinbera	22,3	2,8	24,3	10,6	-14,4
Þjóðarútgjöld	9,2	-3,7	-1,3	5,9	2,4
útflutningur	-5,1	9,8	9,8	4,0	2,5
innflutningur	10,1	-4,4	-3,8	7,5	3,2
verg landsframleiðsla	4,2	1,0	3,8	4,5	4,6
viðskiptajöfnuður % VLF	-25,6	-14,7	-10,7	-12,1	-11,5
- vöruskiptajöfnuður	-13,5	-8,4	-4,2	-5,6	-5,4

Breyting frá fyrra ári (%) m.v. ársmeðaltöl					
Vísitala neysliverðs	6,8	4,9	3,9	2,9	2,9
Launavísitala	9,5	9,4	6,8	5,8	6,2
Kaupmáttur launa	2,7	4,5	2,9	2,9	3,3
Atvinnuleysi skv. mælingum Vinnumálasl	1,3	1,2	3,3	2,9	2,4
Atvinnuleysi skv. mælingu Hagstofunnar	2,9	2,5	4,5	4,2	4,0
Meðalgengi erlendra gjaldmiðla	11,7	-2,9	3,9	-0,6	-2,7

Ársmeðaltal (%)					
Stýrivextir Seðlabanka Íslands	11,8	13,3	12,9	9,8	8,9
Raunstýrivextir Seðlabanka Íslands*	6,8	10,4	10,8	7,4	6,4
Raunstýrivextir Seðlabanka Íslands**	10,3	9,7	10,9	7,4	6,2
Gengisvísitala krónunnar	121	117	122	121	118

* m.v. verðbólgu næstu 12 mán. (skv. spá Greiningardeildar)

** m.v. verðbólgu fjórðungs á ársgrundvelli

Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Verðbólguþá

	Ársbr. (%)	Ársfjórðungsbr. (%)
1F 2007	6,7	0,4
2F 2007	4,6	1,3
3F 2007	3,8	1,3
4F 2007	4,6	1,5
1F 2008	5,1	0,9
2F 2008	4,1	0,3
3F 2008	3,5	0,7
4F 2008	2,9	1,0
1F 2009	2,8	0,8
2F 2009	3,0	0,5
3F 2009	3,1	0,8
4F 2009	2,9	0,7
1F 2010	2,5	0,5
2F 2010	2,8	0,7
3F 2010	3,1	1,1
4F 2010	3,1	0,8

Gengissþá

	ISV	Evra	Dollar
1F 2007	122	89	68
2F 2007	116	86	64
3F 2007	117	87	61
4F 2007	115	85	60
1F 2008	116	86	61
2F 2008	118	88	63
3F 2008	128	95	69
4F 2008	126	93	69
1F 2009	124	91	70
2F 2009	122	90	69
3F 2009	120	88	68
4F 2009	119	87	67
1F 2010	118	87	66
2F 2010	118	87	66
3F 2010	118	87	66
4F 2010	118	87	66

Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Stýrivaxtasþá (%)

	Forvextir	Ársávöxtun	Raunstýrivextir*	Raunstýrivextir**
1F 2007	13,3	14,25	9,2	12,5
2F 2007	13,3	14,25	10,1	9,2
3F 2007	13,3	14,25	10,8	9,0
4F 2007	13,3	14,25	11,3	8,1
1F 2008	13,3	14,25	11,4	10,7
2F 2008	13,1	14,0	11,0	12,8
3F 2008	12,8	13,7	10,6	10,9
4F 2008	12,2	13,0	10,1	9,0
1F 2009	10,8	11,5	8,9	8,3
2F 2009	10,2	10,7	8,0	8,6
3F 2009	9,3	9,7	6,6	6,6
4F 2009	8,8	9,2	6,0	6,2
1F 2010	8,8	9,2	6,2	7,2
2F 2010	8,8	9,2	6,2	6,2
3F 2010	9,0	9,4	6,4	5,2
4F 2010	9,0	9,4	6,9	6,2

* m.v. verðbólgu næstu 12 mán. (skv. spá Greiningardeildar)

** m.v. verðbólgu fjórðungs á ársgrundvelli

Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

VIÐAUKI I

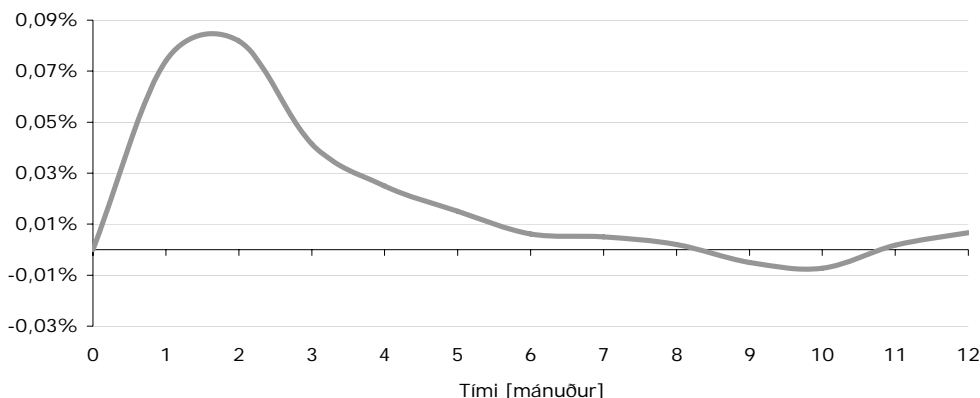
Áhrif gengisbreytinga á verðlagsþróun

Greiningardeild hefur metið áhrif gengisleka (e. exchange rate pass-through) á verðlag hér á landi. Kannað var hvaða áhrif gengisbreytingar hafa á vísitölu neysluverðs án húsnæðisliðar að teknu tilliti til innflutningsverðlags þar sem stuðst var við gögn frá árunum 1997-2007.

Meðfylgjandi mynd sýnir púlssvörunarfall (e. impulse response function) fyrir verðbólgu hér á landi, þ.e. hvaða afleiðing skjót gengisbreyting hefur á verðbólguhorfur til skamms tíma. Á neðangreindri mynd er gert ráð fyrir að gengi krónunnar hækki um 1% í upphafi tímabils ($t=0$). Áhrif gengisveikingar á tíma $t=0$, leiðir til þess að verðbólgan hækkar um 0,04-0,08% strax á þremur fyrstu mánuðunum þegar áhrif gengisleka ná hámarki. Frá þeim tíma liðnum fjara gengisáhrifin smám saman út samhliða því sem dregur jafnt og þétt úr verðbólguþrýstingi. Innan árs frá gengisveikingu hafa áhrifin endanlega fjarað út. Niðurstaða Greiningardeildar er í raun svipuð þeirri atburðarás sem átti sér stað vorið 2006, þegar skörp lækkun krónunnar smitaðist fljótt út í verðlag með tilheyrandi verðbólguþrýstingi.

Áhrif gengisbreytinga á verðlag

- m.v. 1% gengisveikingu á tíma $t=0$



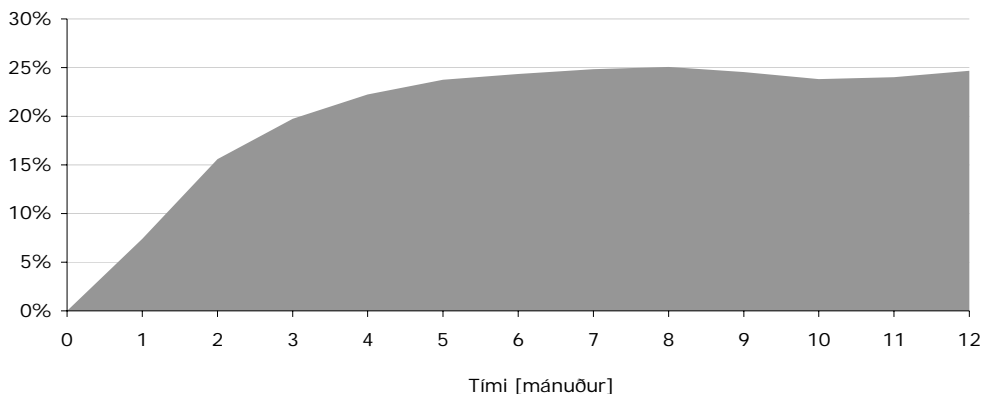
Heimild: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands

Athyglisvert er einnig að skoða umfang gengisleka og hvernig þróunin er yfir tímabilið sem skoðað er. Almenn er talið að umfang gengisleka eigi að endurspegla gróflega vægi innfluttra vara í VNV, en þær vörur veга rúmlega 30% í grunni vísitölnunnar. Hins vegar er það svo að gengisþróun hefur áhrif á fleiri liði en innfluttar vörur, til að mynda má ætla að innlendar samkeppnisvörur sveiflist almennt í takt við gengisþróun þar sem stór hluti aðfanga í innlendra framleiðslu eru innfluttar vörur. Hækkanir eða lækkunir á framleiðslukostnaði innlendra vara vegna gengisbreytinga ættu því að lokum að skila sér út í verðlag til neytenda. Af þeim sökum má ætla að umfang gengisleka sé meira en sem nemur hlutfalli innfluttra vara.

Líkt og sést á meðfylgjandi mynd hefur um 20% af gengisveikingu krónunnar skilað sér út í verðlag að þremur mánuðum liðnum. Innan tólf mánaða hefur um 25% af veikingu krónunnar lekið út í verðlag. Í lok tímabils hefur því rúmlega 80% af áætluðum gengisleka smitast út í verðlag til neytenda, sé miðað við vægi innfluttra vara í grunni vísitölunnar.

Umfang gengisleka á verðlag

m.v. 1% gengisveikingu á tíma t=0



Heimild: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands

Fyrirvarar útgáfu:

Efni og innihald þessarar útgáfu er unnið af starfsmönnum Greiningardeildar Kaupþings banka hf. Greiningardeild styðst þar við upplýsinga- og fréttaveitur, innlendar og erlendar, sem hún telur áreiðanlegar ásamt eigin úrvinnslu og mati á opinberum upplýsingum. Kaupþing banki hf. tekur hvorki ábyrgð á nákvæmni upplýsinganna né viðskiptum sem byggð eru á þeim. Í því sambandi er bent á að umfjöllun Greiningardeildar getur verið stytt útgáfa viðameiri greininga og rannsókna og forsendur á fjármálamörkuðum breytast ort. Ráðgjöf og spár Greiningardeildar geta því breyst án fyrirvara en þær endurspeglar skoðanir starfsmanna Greiningardeildar á þeim tíma sem þær eru settar fram. Þeim sem hafa hug á viðskiptum er bent á að hafa samband við sérfræðinga Kaupþings banka hf. áður en ákvörðun er tekin. Vakin er athygli á því að Kaupþing banki hf., starfsmenn og aðrir aðilar tengdir bankanum kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem útgáfufelni Greiningardeildar lýtur að hverju sinni.