

Greining Glitnis
Febrúar 2008

Þjóðhagsspá 2008–2011

Markaðsyfirlit



Helstu atriði

Eftir tímabil mikils uppgangs í íslensku hagkerfi er nú útlit fyrir að fremur hratt dragi úr umsvifum í efnahagslífinu. Leggjast þar saman áhrif af lokum umsvifamikilla fjárfestinga í atvinnulífinu og áhrif af völdum veðrum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Við gerum ráð fyrir að landsframléiðsla verði óbreytt að raungildi á þessu ári miðað við nýliðið ár. Þar vegast á allsnarpur samdráttur í innlendra eftirspurn annars vegar, og verulegur bati á utanríkisviðskiptum hins vegar. Árið markast þannig af nokkuð örri þróun í átt til bæði innra og ytra jafnvægis í hagkerfinu eftir ójafnvægi undanfarinna missera. Við gerum ráð fyrir að viðskiptahalli minnki úr rúmum 13% af vergri landsframléiðslu (VLF) í fyrra í ríflega 9% af VLF á þessu ári og að atvinnuleysi muni verða 1,6% að meðaltali í ár, samanborið við 1,0% í fyrra.

Aðlögun að jafnvægi mun einnig einkenna næstu ár að mati okkar. Til viðbótar við bata á utanríkisviðskiptum mun innlend eftirspurn taka við sér á nýjan leik á næsta ári með lægri vöxtum, betra aðgengi að lánsfé, betri horfum á eignamörkuðum, vexti kaupmáttar og frekari stórfjárfestingum í iðnaði. Spáum við því að hagvöxtur muni aukast jafnt og þétt út spátímamann og reynast tæplega 3% á næsta ári, en ríflega 4% árin 2010 – 2011.

Útlit er fyrir allháa verðbólgu á þessu ári, eða 5,9% að meðaltali, en rétt eftir mitt næsta ár ætti 2,5% verðbólgu markmið Seðlabankans að nást og verðbólgan að haldast skapleg út spátímabilið. Viðskiptahalli mun að mati okkar dragast saman jafnt og þétt og vera í takti við það sem kalla má sjálfbært hlutfall í upphafi nýs áratugar. Spáum við að viðskiptahalli nemi rúmum 8% af VLF á næsta ári en ríflega 5% í lok spátímans árið 2011. Atvinnuleysi mun aukast nokkuð á næstu misserum og ná hámarki í 3% árin 2009 og 2010, sem þó er ekki mikið yfir því atvinnuleysisstigi sem samræmist jafnvægi á vinnumarkaði. Þannig teljum við líklegt að í upphafi nýs áratugar muni ríkja allgott jafnvægi á mörkuðum með vöru og þjónustu, utanríkisviðskiptum sem og vinnumarkaði.

Heldur hefur dregið úr hagvexti á heimsvísu undanfarið og hafa Bandaríkin leitt þá þróun en uppspretta yfirstandandi lánsfjárrísis er á bandarískum húsnæðislánamarkaði. Nokkur óvissa ríkir um heildaráhrif lánsfjárrísisunnar á íslenskt atvinnulíf, ekki síst bankana. Við teljum þó að lánsfjárrísin verði ekki það djúp og langvarandi að hún muni raska stöðugleika fjármálakerfisins hér á landi. Eiginfjárstaða bankanna er sterk og stöðst nýverið álagspróf Fjármálaeftirlitsins. Afkoma þeirra hefur einnig verið góð undanfarin ár og útlánatöpu afar lítil. Hagkerfið stendur einnig traustum fótum, og er þróað og sveigjanlegt. Samt sem áður mun reyna talsvert á fjármálakerfið á komandi mánuðum og skiptir þá miklu sú umgjörð sem bönkunum er búin hér á landi til rekstrar og frekari vaxtar.

Undanfarin misseri hefur krónan í æ ríkari mæli tekið kúrsinn af andrúmslofti á alþjóðlegum mörkuðum og hefur hún verið í hópi hávaxtamynta sem vinsælar eru til vaxtamunarviðskipta. Breytingar á áhættusækni eða –fælni alþjóðlegra fjárfesta hafa verið einn af megin drifkröftum gengisþróunar krónu og mun svo verða enn um sinn. Í því ljósi mun hún eiga undir högg að sækja, a.m.k. til skemmri tíma. Auk þess teljum við að Seðlabankinn byrji að lækka vexti sína á næsta vaxtaákvörðunarfundi hans í apríl á þessu ári. Teljum við að vextirnir verði komnir niður í 11% um næstu áramót og í 7% í lok ársins 2009, en hækki síðan lítillega á ný í upphafi næsta áratugar. Samfara lækkandi vöxtum mun gengi krónu gefa eftir, og spáum við að evran standi í 101 kr. og dollarinn í 69 kr. í árslok. Betri horfur í íslensku hagkerfi, sem og á alþjóðamörkuðum, munu þó vega þyngra að mati okkar en lækkandi vextir þegar kemur fram á næsta ár og teljum við að krónan styrkist hægt og bitandi út spátímans, og að evran lækki í 93 kr. og dollarinn í 63 kr. fyrir árslok 2011.

ÞJÓÐHAGSSPÁ 2008-2011

Umsjón: Auðbjörg Ólafsdóttir, Hjördís Dröfn Vilhjálmsdóttir, Hörður Garðarsson, Jarkko Soikkeli, Ingólfur Bender, Jón Bjarki Bentsson og Ragnhildur Jónsdóttir	Kólnar heitt ef köldu er á blásið	2
Ábyrgðarmaður: Ingólfur Bender	Hægir á hagvexti á heimsvísu	2
greining@glitnir.is	Er fjármálastöðugleikinn í hættu?	5
	Einkaneysla dregst tímabundið saman	7
	Hægist um á vinnumarkaði	7
	Hið opinbera stendur vel	8
	Veðurrof framundan í fjárfestingum	9
	Dregur hratt úr viðskiptahallanum	11
	Áhættulyst áhrifavaldur krónu	12
	Lækkun stýrivaxta handan við hornið	14
	Verðbólguhvíða á þessu ári en lygnara fram undan	16
	Aðrar leiðir sem hagkerfið gæti tekið	16
	Hagspá okkar hefur breyst nokkuð og sker sig úr	18
	Yfirlit þjóðhagsspár	21
Greining Glitnis, 19. febrúar 2008		
Öll álit og greiningar sem hér eru fram settar eru skoðanir Greiningar Glitnis á því augnabliki sem þær eru skrifaðar en geta breyst án fyrirvara. Glitnir banki hf. og starfsfólk hans taka ekki ábyrgð á viðskiptum sem gerð eru á grundvelli þeirra upplýsinga og skoðana sem hér eru settar fram. Lesendur eru hvattir til að leita sér frekari ráðgjafar við ákvarðanir um fjárfestingar á markaði.		

Kólnar heitt ef köldu er á blásið

Snörp kólnun
hagkerfisins framundan

Eftir tímabil mikils uppgangs, og á köflum ofhitnunar, í íslensku hagkerfi er nú útlit fyrir að fremur hratt dragi úr umsvifum í efnahagslífinu. Kaldir sviptivindar að utan leika um hagkerfið í kjölfar alþjóðlegrar fjármálakreppu sem hófst að áliðnu sumri 2007 og ætlar að reynast æði langvinn. Áhrif þessa á íslenskt efnahagslíf eru í þá veru að hraðar dregur úr umsvifum heimila og atvinnulífs en áður var útlit fyrir, þótt fyrirséð hafi verið að lok stóriðjuframkvæmda og hækkandi vextir til lengri jafnt sem skemmri tíma myndu draga úr innlendri eftirspurn eftir mikinn vöxt fjárfestingar og einkaneyslu um miðjan áratuginn.

1. mynd: Spá Greiningar Glitnis um helstu þjóðhagsstærðir

	2007	2008	2009	2010	2011
Hagvöxtur (%)	2,9	0,0	2,9	4,2	4,6
Neysluverð (% breyting milli ára)	5,1	5,9	3,1	2,0	2,9
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)	-13,3	-9,2	-8,1	-6,3	-5,4
Atvinnuleysi (% af vinnuafli)	1,0	1,6	3,0	3,0	2,7

Samdráttur innlestrar
eftirspurnar og aukinn
útlutningur draga úr
ytra ójafnvægi...

Við gerum ráð fyrir að landsframleiðsla verði óbreytt að raungildi á þessu ári miðað við nýliðið ár. Þar vegast á allsnarpur samdráttur í innlendri eftirspurn annars vegar, og verulegur bati á utanríkisviðskiptum hins vegar. Lok umfangsmikilla stóriðjuframkvæmda þýða að fjárfestingarstigið í hagkerfinu verður mun lægra í ár en verið hefur undanfarin ár, og við bætist að okkar mati samdráttur í fjárfestingu annarra atvinnuvega sem og minni gangur í íbúðabyggingum. Að auki teljum við að einkaneysla muni dragast saman eftir hraðan vöxt undangengin fimm ár. Stóraukin framleiðslugeta álvera, auk hagstæðara gengis krónu fyrir útflutningsatvinnuvegi, mun á hinn bóginn skila þjóðarþúinu talsvert meiri útflutningstekjum á þessu ári en hinu síðasta, þótt kvótakerðing vegi þar nokkuð á móti. Einnig teljum við að innflutningur fjárfestingarvöru muni dragast verulega saman og innflutningur bifreiða og varanlegrar neysluvöru minnki nokkuð. Árið markast þannig af nokkuð örri þróun í átt til bæði innra og ytra jafnvægis í hagkerfinu eftir ójafnvægi undanfarinna missera.

... og verðbólga hjaðnar

Næstu ár munu markast af áframhaldandi bata á utanríkisviðskiptum að okkar mati, auk þess sem innlend eftirspurn mun rétta úr kútnum að nýju með lægri vöxtum, batnandi aðgangi að lánsfé, betri horfum á eignamörkuðum, áframhaldandi vexti kaupmáttar og frekari uppbyggingu í orkufrekum iðnaði og þjónustu. Við gerum ráð fyrir að hagvöxtur aukist jafnt og þétt allt til loka spátímans, verði í námunda við jafnvægisvöxt á næsta ári en ríflega 4% á seinustu árum spátímans. Þrátt fyrir myndarlegan vöxt mun þjóðarþúskapurinn að líkum einkennast af betra jafnvægi ytra sem innra. Viðskiptahalli mun minnka og verðbólga verða í námunda við markmið Seðlabankans á síðari hluta spátímans.

Draga mun úr
vinnumarkaðsspennu

Samfara minni spennu í hagkerfinu mun draga úr eftirspurn á vinnumarkaði og mun atvinnuleysi aukast jafnt og þétt, án þess þó að fara verulega yfir það hlutfall sem samrýmist jafnvægi á vinnumarkaði. Nokkur óvissa ríkir um það í hversu ríkum mæli erlendir ríkisborgarar, sem hingað hafa flutt í miklum mæli undanfarin ár til að mæta eftirspurn á vinnumarkaði, muni flytja aftur af landi brott. Við gerum þó ráð fyrir að verulegur hluti þeirra muni hverfa á braut, annaðhvort til sinna heimahaga eða til efnahagssvæða þar sem vinnuframboð verður meira en hérlendis.

Hægir á hagvexti á heimsvísu

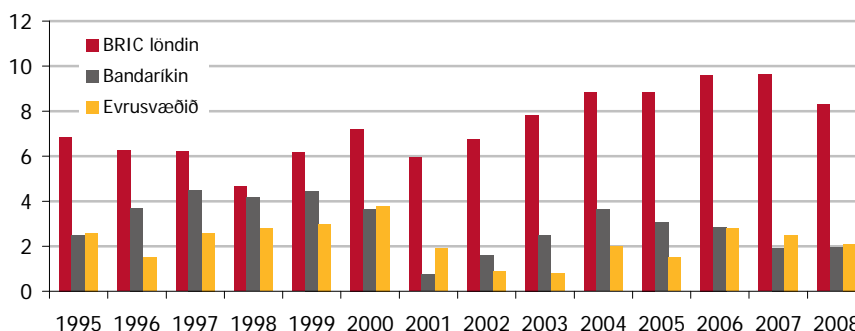
Eftir tiðlulega hraðan vöxt undanfarin ár hægir nú á hagvexti á heimsvísu. Ástæðuna má rekja að stærstum hluta til bandaríska hagkerfisins þar sem samspil lækkanði húsnæðisverðs og lánsfjárskorts hægir á vexti bæði fjárfestingar og neyslu. Þetta ástand hefur síðan smitast yfir til annarra hagkerfa, einkum evrópskra.

Lánsfjárekreppan hefur
viðtæk áhrif

Útlit í efnahagsmálum í Bandaríkjunum hefur hríðversnað á undanförunum mánuðum. Til viðbótar við lánsfjárskort og lækkan húsnæðisverðs draga hátt olíuverð og hráefnisverð úr vextinum. Hægari hagvöxtur á heimsvísu virðist einnig draga úr vexti útflutnings frá Bandaríkjunum og slá á þann ábata sem lágt gengi dollarans myndi annars færa. Viðnámsþróttur efnahagslífsins er hins vegar nokkur en hagvöxtur var hraður fyrir og afkoma fyrirtækja góð sem og staða heimilanna almennt. Líkur eru þó á því

að um hægist á fyrsta ársfjórðungi þessa árs og spáum við að hagvöxtur vestra verði 1,7% í ár samanborið við 2,2% vöxt í fyrra.

2. mynd: Hagvöxtur á heimsvísu



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, EcoWin, Bloomberg, spá Greiningar Glitnis.

Hagvöxtur í Evrópu hefur verið mikill...

Hagvöxtur á evrusvæðinu hefur verið nægilega góður undanfarin misseri til að skapa fjölda nýrra starfa og minnka atvinnuleysi á svæðinu niður í það lægsta sem mælst hefur frá upptöku evrunnar og í raun lengur. Spenna á vinnumarkaði hefur aukið launa- og verðbólguþrýsting sem Seðlabanki Evrópu hefur mætt með aðhaldsaðgerðum en verðbólgan hefur undanfarið verið nokkuð yfir markmiði bankans.

...en viðbúið að hægja muni á

Á evrusvæðinu er viðbúið að hagvöxtur minnki nokkuð á næstunni. Til viðbótar við gang mála í Bandaríkjunum og þá þætti sem þar eru að hægja á vexti kemur sterk staða evrunnar og hækkun vaxta á undanförunum misserum. Hagvöxtur á svæðinu mun þó að okkar mati ekki fara mikið undir jafnvægisvöxt. Spáum við 1,8% hagvexti á evrusvæðinu í ár samanborið við 2,5% vöxt í fyrra.

Í öðrum G7 ríkjum er hagvöxtur einnig að minnka. Í Bretlandi hægir kólnun húsnæðismarkaðarins á vexti innlendrar eftirspurnar. Þar er hætta á töluvert minni hagvexti. Innlend eftirspurn í Japan hefur aukist hægt og nú bætist við hægari hagvöxtur í Bandaríkjunum og bólga í verði hrávöru. Líkur eru á að hagvöxtur verði hægur í Japan í ár. Í Kanada veldur sterk staða gjaldmiðilsins og það hversu háð landið er útflutningi til Bandaríkjanna minni hagvexti.

3. mynd: Hagvöxtur á heimsvísu

	2006	2007s	2008s
Heimurinn	5,4	5,2	4,4
Bandaríkin	2,9	2,2	1,7
Evrusvæðið	2,9	2,5	1,8
Þ.a. Þýskaland	3,1	2,6	1,7
BRIC löndin	9,3	9,6	8,4
Þ.a. Rússland	6,7	7,4	6,3
Þ.a. Kína	11,1	11,3	9,7
Japan	2,2	1,8	1,6

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, EcoWin, Bloomberg, spá Greiningar Glitnis.

Nýmarkaðsríki drífa áfram hagvöxt á heimsvísu

Nýmarkaðsríkin eru ljósið í myrkrinu. Þrátt fyrir að aðeins hafi hægt á vextinum í þeim löndum þá vaxa þau hratt um þessar mundir og standa fyrir stórum hluta hagvaxtar í heiminum. Hagvöxtur í nýmarkaðsríkjunum kemur í auknum mæli frá innlendri eftirspurn og er innviðafjárfesting og einkaneysla t.d. ört vaxandi vegna aukins kaupmáttar launa, betri aðgangs að lánsfé og hás hráefnaverðs. Höft á fjármagnsflutninga hafa varið mörg þeirra fyrir vandræðum tengdum annars flokks húsnæðislánum í Bandaríkjunum og fjármálaafurðum byggðum á þeim.

Nýmarkaðsríkin eru þó ekki ósnortin af lánsfjárskortinum með öllu, en vöxtur þeirra hefur að stórum hluta verið sóttur í útflutning til Bandaríkjanna og Evrópu. Við spáum því að nýmarkaðsríkin muni vaxa að meðaltali um 8,4% á árinu samanborið við 9,6% vöxt í fyrra. Hraðastur verður vöxturinn í Kína þar sem við reiknum með um 9,7% vexti samanborið við 11,3% hagvexti í fyrra.

Lánsfjárskorturinn varir fram eftir ári

Erfiðleikar á bandarískum húsnæðislánamarkaði hafa valdið víðtækum lánsfjár- og lausafjárferiðleikum. Erfiðleikar þessir hafa verið hvað sýnilegastir í bandarískum og evrópskum fjármálaheimi þótt þeir hafi dreift sér víðar, t.d. til Asíu.

Þrátt fyrir að hafa nú staðið frá því um mitt síðasta ár eru enn fá merki um að lánsfjárrísan sé í rénun. Greiðslufallsálag á vexti lána til bankanna er hátt sögulega séð. Vegið meðaltal á skuldatryggingarálagi evrópskra banka er í um prósentustigi en við upphaf lánsfjárrísunnar stóð það álag í ríflega 0,2 prósentum. Álagið hefur hækkað um nær 0,5 prósent á þessu ári og því ljóst að ástandið á þeim markaði hefur ekki verið að batna.

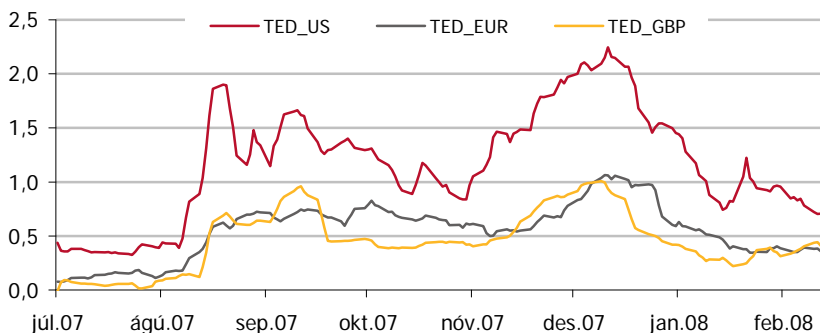
4. mynd: Próun skuldatryggingarálags evrópskra banka til 5 ára mælt með ITRAXX vísitölunni (punktar)



Heimild: Reuters.

Lausafjárskorturinn er hins vegar í rénun. Þessi skortur myndaðist þegar vilji bankanna til að lána hver öðrum hvarf nær vegna óvissu um hver bæri fjárhagslega áhættu vegna bandarísku húsnæðislánanna. Munurinn á millibankavöxtum og vöxtum skammtíma ríkisvixla hefur minnkað talsvert það sem af er ári bæði í Evrópu og í Bandaríkjunum. Að stórum hluta er þetta vegna aðgerða seðlabanka Bandaríkjanna og Evrópu sem hafa dælt peningum inn í bankana um þennan farveg. Aðgerðir bankanna hafa að þessu leyti virkað ágætlega til að ná millibankavöxtum niður. Við það bætist árstíðarbundin sveifla sem olli því að álagið var hátt yfir áramótin. Óvissan vegna undirmáslánanna er hins vegar enn til staðar þó svo að uppgjör fyrir fjórða ársfjórðung 2007 sem birt hafa verið á þessu ári hafi aðeins dregið úr henni.

5. mynd: Munurinn á peningamarkaðsvöxtum og ríkisvixlum til 3 mánaða (%)



Heimild: Reuters.

Skortur bankanna á lánsfjármagni ásamt versnandi efnahagsástandi hefur dregið úr lánveitingum þeirra á síðustu mánuðum. Það er ekki einvörðungu að banka skorti fé til lánveitinga heldur eru þeir einnig ragari við að lána í ljósi versnandi útlits í efnahagsmálum. Lánareglur hafa víða verið hertar. Einnig fara heimili og fyrirtæki varlegar í lántökur við þessar aðstæður. Líklegt er að þetta ástand komi einungis til með að ígerast á næstu mánuðum. Með þessum hætti hefur vandinn grafið sig dýpra á bandarískum fasteignalánamarkaði og hefur leitt til enn meiri samdráttar í spurn eftir húsnæði þar í landi og lækkunar húsnæðisverðs með tilheyrandi áhrifum á neyslu og greiðslufall hjá skuldurum. Óvissa er um hversu

Lánsfjárréttur hefur ágerst það sem af er þessu ári

Seðlabankar Bandaríkjanna og Evrópu hafa brugðist við vandanum

Áhættufælni fjárfesta hefur aukist

Lækkun húsnæðisverðs eykur hættuna á greiðslufalli

Umfang vandan er óþekkt og óvissa ríkir um áhættu

Staðan á erlendum mörkuðum er íslensku bönkunum erfið...

...en stoðir íslensks fjármálamarkaðar eru góðar

miklar afskriftir bandarísku undirmálslánin munu hafa í för með sér. Í því felst hluti þess vanda sem nú við blasir.

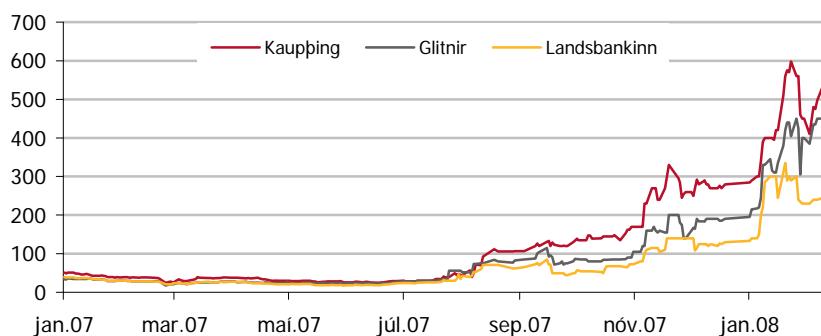
Líkt og með aðrar fjármálakrisur má reikna með því að hér sé um tímabundið ástand að ræða. Þó er líklegt að það muni grafa sig enn dýpra. Endurskoðun til hækkunar vaxta á ótryggum húsnæðislánum nær hámarki í sumar og mun það eflaust leiða til enn meira greiðslufalls. Það eru þó ekki vextirnir sem eru að valda mestum vandræðum heldur lækkun húsnæðisverðs og samsvarandi lækkun á hreinni eignastöðu heimilanna. Þetta hefur verið megin drifkraftur greiðslufalls húsnæðislána undanfarið og mun halda áfram að vera það á næstu mánuðum með frekari húsnæðisverðslækkunum.

Undirmálslán eru um 12% af heildarskuldum bandarískra heimila vegna húsnæðiskaupa og yfir 90% af skuldurum slíkra lána standa í skilum. Heildarafskriftir vegna þeirra eru þegar komnar í ríflega 100 ma. dollara og er reiknað með að afskriftirnar verði á bilinu 200-300 ma. dollara þegar upp er staðið. Þetta er ekki stórt hlutfall af heildarskuldum heimilanna, landsframleiðslu í Bandaríkjunum eða stærð bankakerfisins í heild sinni og vandinn í raun ekki stærðin heldur sú óvissa sem ríkir um hvar fjárhagsleg áhætta vegna þessara lána liggur. Enn skortir upplýsingar þar um og þar til þær liggja fyrir frá viðkomandi bönkum og fjárfestingarfélagum og öðrum þeim sem bera þessa fjárhagslegu ábyrgð mun þetta vandamál vera áfram til staðar. Við væntum þess að með uppgjörum fyrir fyrsta og annan fjórðung þessa árs verði bætt úr upplýsingaskortinum og í kjölfarið fari markaðurinn að rétta sig við. Það er því um mitt þetta ár sem hugsanlega verður viðsnúningur í þessum málum og fjármálamarkaðir fara að færast í eðlilegt horf að nýju.

Er fjármálastöðugleikinn í hættu?

Alþjóðleg lánsfjárrísa með vaxandi vantrú á gæði eigna og greiðsluhæfi banka er ógn við fjármálastöðugleika viðsvegar um heiminn um þessar mundir. Ísland er þar engin undantekning. Bankarnir hafa á undanförunum árum verið í hraðri útrás þar sem þeir hafa meðal annars byggt á góðu aðgengi að erlendu lánsfé. Þetta hefur gert það að verkum að íslensku bankarnir eru viðkvæmir fyrir stöðunni á þessum mörkuðum sem um þessar mundir kemur þeim illa rétt eins og erlendum fjármálafyrirtækjum sem reiða sig á markaðsfjármögnun í ríkum mæli. Hátt greiðslufallsáhættuálag bankanna um þessar mundir endurspeglar vantrú markaðarins á að bankarnir munu geta staðið við endurgreiðsluþyngð sína af lánum á næstu misserum.

6. mynd: Skuldatryggingarálag Glitnis, Kaupþings og Landsbankans til 5 ára (punktar)



Heimild: Reuters.

Við væntum þess að lánsfjárrísan verði ekki það djúp og langvarandi að hún raski stöðugleika fjármálakerfisins hér á landi. Við teljum að greiðslufallsáhættuálag bankanna sé of hátt og við reiknum með að bankarnir geti staðið við skuldbindingar sínar á næstu árum. Ástæða þessa er mat okkar bæði á lánsfjárrísunni sjálfri og stöðu bankanna hér á landi. Í því sambandi lítum við meðal annars til eftirfarandi þátta:

Eiginfjárstaða góð: Eiginfjárstaða íslensku bankanna er sterk og eiga þeir í því ljósi að geta staðið af sér veruleg áföll. Eiginfjárlutfall bankanna voru á bilinu 11-12% í lok síðasta árs.

Standast álagspróf Fjármálaeftirlitsins: Fjórir stærstu viðskiptabankarnir standast allir álagspróf

Viðunandi afkoma bankanna

Fjármálaeftirlitsins (FME) sem framkvæmt er með reglubundnum hætti, nú síðast í byrjun þessa árs. Álagsprófið gerir ráð fyrir að fjármálafyrirtæki standist samtímis áföll í formi tiltekinnar lækkunar á hlutabréfum, markaðsskuldabréfum, vaxtafrystum/virðisrýrðum útlánum og fullnustueignum og áhrifa af lækkun gengis krónunnar án þess að eiginfjárlutfallið fari niður fyrir lögboðið lágmark.

Afkoma bankanna góð: Í fyrra var hagnaður bankanna eftir skatta af reglulegri starfsemi 19-27% (ROE eftir skatta). Í samanburði við erlenda banka er þetta mjög viðunandi afkoma. Afkoma bankanna er úr fjölbreyttum rekstri og eignir eru dreifðar.

Nær engin útlánatöp: Útlánatöp hjá íslenskum bönkum hafa verið mjög lítil. Könnun FME sýnir að í 70% tilvika sé útlánaáhætta íslensku bankanna lítil eða takmörkuð.

Krísan árið 2006 góður undirbúningur: Sá órói sem íslensku bankarnir stóðu frammi fyrir á lánsfjármörkuðum árið 2006 undirbjó þá vel fyrir núverandi óróleikaskeið. Bankarnir bættu lausfjárstöðu sína, lengdu í lánum, drógu úr markaðsáhættu og dreifðu uppsprettu lánsfjár betur eftir löndum, lánaformum og fjárfestum.

Staða hagkerfisins sterk: Hagkerfi á helstu starfssvæðum bankanna eru að koma út úr miklu hagvaxtarskeiði þar sem hagnaður fyrirtækja hefur verið góður og fjárhagsleg staða heimilanna styrkst. Hagkerfin eru því vel í stakk búin að taka á móti hægari hagvexti og í raun er það kærkomið andrými sem gefur tækifæri til að ná jafnvægi að nýju, en þjóðhagslegt ójafnvægi hefur verið eitt af megin áhyggjuefnum í hagstjórn hér á landi og víðar á markaðssvæðum bankanna undanfarin misseri.

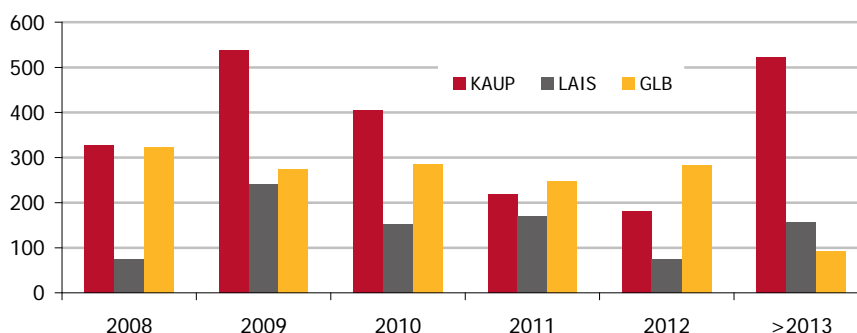
Íslenska hagkerfið er sveigjanlegt og staða ríkissjóðs sterk

Íslenska hagkerfið þróað og sveigjanlegt: Íslenska hagkerfið er þróað, opið, gegnsætt og virkt. Auðlindir í sjó og á landi eru miklar bæði í fiskimiðum og orku svo dæmi séu tekin, og margir undirstöðuatvinnuvegir þjóðarinnar eru í greinum sem eru nær ósnertar af núverandi aðstæðum á fjármálamörkuðum. Íslenska þjóðin er ung og vel menntuð. Staða ríkissjóðs er góð, en hann er nær skuldlaus sem er mikilvæg forsenda í góðu alþjóðlegu láns hæfi bankanna. Sterkt lífeyriskerfi hefur verið byggt upp hér á landi og er það kerfi sjálfbært ólíkt því sem þekkist hjá flestum öðrum þjóðum. Landsframleiðsla á mann er með því hæsta sem gerist í heiminum og innviðir efnahagslífsins traustir.

Tekjulindir bankanna fjölbreyttar...

Heilbriggt viðskiptalíkan: Uppbygging bankakerfisins hér á landi á undanförunum árum hefur gert það mun sterkara og áhættudreifðara. Það er þannig mun betur í stakk búið nú en áður til að taka á vandamálum sem nú blasa við á erlendum lánsfjármörkuðum. Viðskiptalíkan bankanna byggir á fjölbreyttum tekjugrunni sem nær til margra landa, og er landfræðileg dreifing þar að auki nokkuð ólík frá einum banka til annars. Gæði eignasafna bankanna eru traust og viðskiptamannagrunnur þeirra sömuleiðis.

7. mynd: Endurgreiðslubyrðni Kaupþings, Landsbankans og Glitnis (ma.kr.)



Heimild: Reuters.

...en örum vexti á alþjóðavísu fylgir viss áhætta

Þess ber þó að geta að útrás íslensku bankanna undanfarin ár hefur verið með slíkum hraða að það mun reyna á þanþól ríkisins og Seðlabankans komi til áfalls. Þetta er umhugsunarefni bæði fyrir væntingar um frekari vöxt þeirra og þá umgjörð sem þeim er búin til slíks vaxtar hér á landi. Það er ljóst að örmynt á borð við krónuna passar illa stórum alþjóðlegum fjármálafyrirtækjum.

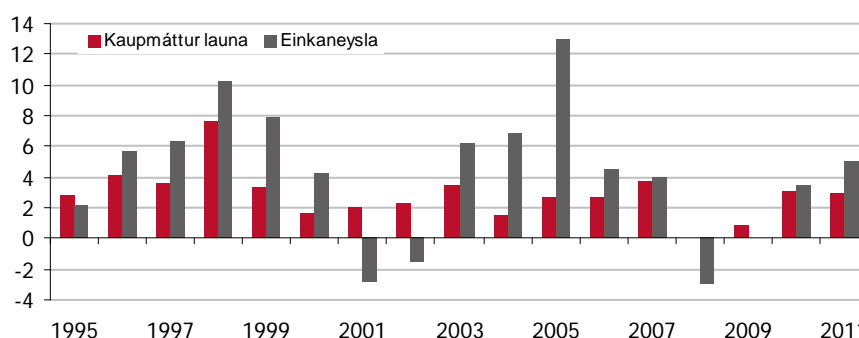
Einkaneysla hefur vaxið hratt...

...en dregst tímabundið saman í ár

Einkaneysla dregst tímabundið saman

Hraður vöxtur einkaneyslu hefur verið einn af lykilþáttum mikils hagvaxtar á undanförunum árum. Drifkraftar mikillar einkaneyslu hafa verið ör aukning kaupmáttar ráðstöfunartekna og hröð eignamyndun heimila, ásamt greiðum aðgangi að lánsfé. Þess hefur verið vænst í nokkurn tíma að hægja muni á einkaneyslu og í upphafi síðasta árs virtist sú þróun vera hafin. Neytendur tóku þá við sér og átti endurvakning einkaneysluvaxtar á síðari helmingi ársins stóran þátt í því að hagvöxtur var líklega umtalsvert meiri á síðasta ári en áður var reiknað með. Við gerum ráð fyrir því að ákveðinn viðsnúningur verði í einkaneyslu á komandi misserum, og að hún muni dragast saman á þessu ári og aukast lítið sem ekkert á því næsta. Sú spá grundvallast á neikvæðum áhrifum eignaverðsþróunar, háum skammtíma vöxtum, heftum aðgangi að lánsfé og mettnaráhrifum ásamt því að hægja mun á aukningu kaupmáttar. Á næstum árum á eftir gerum við ráð fyrir að einkaneyslan nái sér á strik aftur með vaxandi kaupmætti, hagstæðari eignaverðsþróun og lægri vöxtum.

8. mynd: Þróun kaupmáttar launa og einkaneyslu, prósentubreyting milli ári (2007-2011: Spá Greiningar Glitnis)



Heimildir: Hagstofa Íslands, spá Greiningar Glitnis.

Húsnæðisverð hefur hækkað...

...og skuldir heimilanna aukist

Eignir og skuldir heimilanna hafa aukist

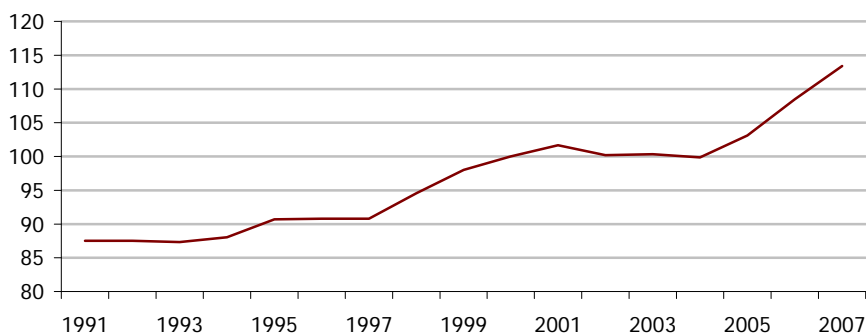
Eignir heimilanna hafa aukist mikið á síðustu árum. Hrein eign lífeyrissjóðanna til greiðslu lífeyris nam í lok síðasta árs um 1.647 mð.kr. og íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 15% í verði á síðasta ári. Þrátt fyrir þetta má segja að þróun eignastöðu heimilanna hafi á síðasta ári verið verri en á árunum á undan, en skuldir heimilanna námu 1.482 mð.kr. í lok þriðja ársfjórðungs 2007, sem er um 17% meira en á sama tíma árið 2006. Ólíkt árunum á undan varð þróun hlutabréfaverðs á síðasta ári til þess að veikja eignastöðu heimilanna og hefur sú þróun haldið áfram það sem af er yfirstandandi ári. Rannsóknir hafa sýnt fram á að mikilli lækkun hlutabréfaverðs fylgir jafnan hægari vöxtur bæði útlána og peningamagns, en báðir þessir þættir eru til þess fallnir að hægja á innlendri eftirspurn. Einnig má reikna með því að á næstu árum muni hægja töluvert á verðhækkun íbúðarhúsnæðis frá því sem verið hefur undanfarin ár sem mun draga úr möguleikum heimilanna á skuldsettri neyslu.

Hægist um á vinnumarkaði

Íslenskur vinnumarkaður hefur verið afar þaninn undanfarin ár, sem hefur komið fram í litlu atvinnuleysi, háu atvinnuþátttökuhlutfalli og mikilli hækkun launa. Þessu til viðbótar hefur aðflutningur erlends vinnuafis verið mikill. Þessi þróun hefur stutt við hagvöxt síðustu ára, en þrátt fyrir að verðbólguþrýstingur frá vinnumarkaði hafi verið mikill má færa rök fyrir því að án þessa mikla vinnuafisframboðs hefði sá þrýstingur verið enn meiri. Við reiknum þó með því að hægari gangur hagkerfisins muni leiða til þess að slakna mun á vinnumarkaði á næstu árum og atvinnuleysi aukast.

Slakna mun á vinnumarkaði

9. mynd: Vísitala vinnumagns (2000 = 100)

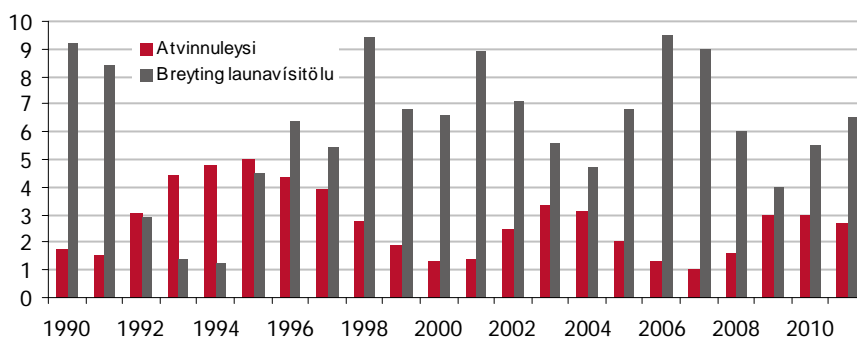


Heimildir: Hagstofa Íslands.

Atvinnuleysi mun aukast með hægari gangi hagkerfisins...

Í kjölfar bæði minni atvinnuvegafjárfestingar og fjárfestingar í íbúðarhúsnæði má gera ráð fyrir því að erlendum starfsmönnum fækki hér á landi. Í hversu miklum mæli það verður er þó erfitt að meta og er það einn af helstu óvissupáttum spárinnar varðandi horfur um hvert atvinnuleysisstigið verður á spátímanum. Ljóst er þó að sá samdráttur sem verður í vinnuafleiðingunni verður meiri en breytingin í atvinnuleysisstiginu endurspeglar. Við spáum að atvinnuleysishlutfallið verði hæst 3% á spátímabilinu undir lok áratugarins, en það er í raun ekki mikið meira atvinnuleysi en samræmist jafnvægi á vinnumarkaði. Við gerum því ekki ráð fyrir að verulegt atvinnuleysi skapist þótt tímabundið hægi töluvert á hjólum efnahagslífsins.

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



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstafnun.

...og hægja mun á launaskriði

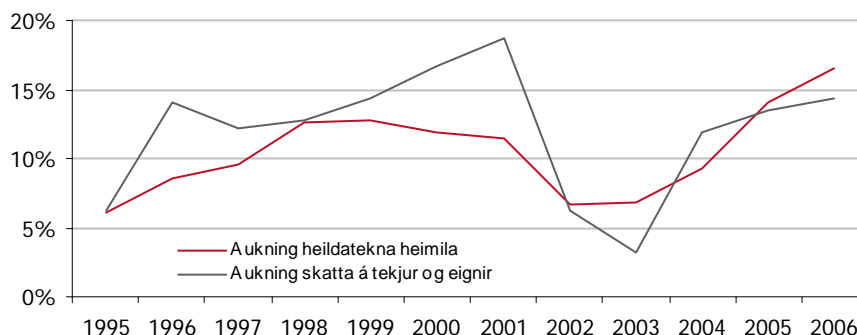
Með samdrætti innlendrar eftirspurnar og minnkandi vinnumarkaðsspennu, þar sem vinnumarkaður færast nær jafnvægisástandi, er líklegt að hægi á launaskriði. Það dregur frekar úr bæði innlendri eftirspurn og verðbólguþrýstingi. Fyrir liggur að kjarasamningar ASÍ og SA kveði á um að launþegum verði tryggð tiltekin hækkun launa á þessu ári og því næsta. Þá munu launataxtar hækka um 18.000 kr. frá 1. febrúar 2008, 13.500 kr. frá 1. mars 2009 og 6.500 kr. 2010. Einnig mun ríkisstjórnin koma að kjarasamningum með hækkun persónuafsláttar umfram almennar verðhækkningar sem nemur 7.000 kr. á næstu þremur árum sem tryggir launþegum frekari kaupmáttaraukningu. Þessu til viðbótar hefur ríkisstjórnin lýst því yfir að skattar á fyrirtæki muni lækka úr 18% í 15%

Hið opinbera stendur vel

Í uppsveiflu síðustu ára hefur tekjuafgangur hins opinbera verið mikill. Hið opinbera hefur þrátt fyrir þetta verið gagnrýnt fyrir aðkomu sína að hagstjórn, sér í lagi hvað tímasetningar skattalækkana af hálfu ríkisstjórnarinnar varðar, enda þótt þær kunni að hafa góð áhrif á hagkerfið til lengri tíma lítið. Segja má að jaðaráhrif skattkerfisins mildi áhrif hagsveiflunnar þar sem skattbyrðin eykst með vaxandi tekjum. Með lækkingu tekjuskattshlutfalls á undanföllum árum hefur verið dregið úr þessum eiginleika, en sjá má á mynd hér að neðan að heildartekjur heimilanna hafa aukist hraðar en útgjöld þeirra vegna skatta á tekjur og eignir.

Skattalækkningar drógu úr aðhaldsstigi ríkisfjármála

11. mynd: Breyting tekna og skattgreiðslna heimila á milli ára (%)



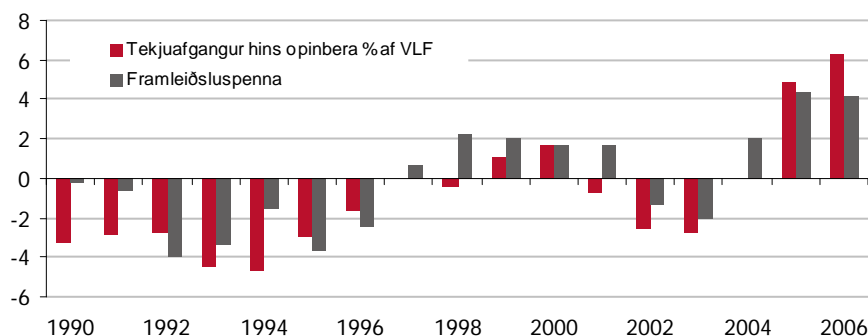
Heimild: Hagstofa Íslands.

Staða ríkissjóðs er afar sterk...

...en afkoma gæti versnað með minnkandi spennu í hagkerfinu

Við teljum að vöxtur samneyslu verði nokkuð hóflegur á næstu árum. Þrátt fyrir að opinber útgjöld muni aukast að einhverju marki í kjölfar þess að um hægist í hagkerfinu mun það einnig leiða til minni þrýstings til hækkunar launa, en langstærsti hluti samneyslunnar er launakostnaður hins opinbera. Tekjuafkoma hins opinbera hefur í gegnum tíðina verið mjög fylgin við framleiðsluspennu. Því má gera ráð fyrir að með minnkandi framleiðsluspennu og jafnvel slaka á næstu árum muni afkoma hins opinbera versna nokkuð frá því sem verið hefur undanfarin ár. Í því samhengi er mikilvægt að staða ríkissjóðs er mjög sterk og eru skuldir hans litlar. Ríkissjóður er því í ágætri stöðu til að mæta niðursveiflu hagkerfisins.

12. mynd: Afkoma hins opinbera og framleiðsluspenna



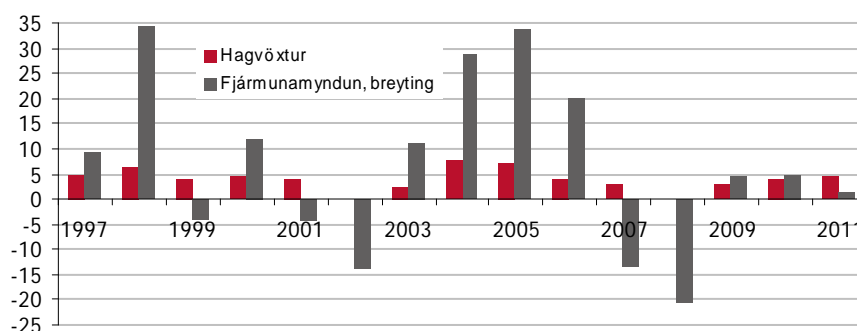
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Veðurrof framundan í fjárfestingum

Þegar litið er til þróunar fjárfestingar í hagkerfinu næstu misserin sannast hið fornkeðna að skjótt skipast veður í lofti. Viðsnúningur er framundan og á þessu ári og því næsta mun fjárfesting dragast verulega saman. Ástæðan er fyrst og fremst sú að botninn er nú dottinn úr fjárfestingu tengdri stóriðju. Framkvæmdunum í tengslum við stóriðjuuppbyggingu fyrir austan er nú að mestu lokið sem og síðasta áfanga stækkunar álfersins á Grundartanga. Þá varð ekkert úr stækkun álfers Alcan í Straumsvík sem áætlað var að hæfist af fullum krafti á fyrri hluta þessa árs. Samhliða þessu tímabundna stóriðjustoppi er logn skolið á í íbúðafjárfestingu.

Fjárfestingarstigið mun lækka

13. mynd: Þróun hagvaxtar og breytingar fjármunamyndunar (%)



Heimild: Hagstofa Íslands.

Íbúðafjárfesting: Logn til ársins 2011

Mikill vindur hefur verið í seglum fasteignamarkaðarins síðan haustið 2004 sem hefur síðan þá nánast sleitulaust siglt lygnan sjó verðhækkunar, hagstæðra lánskjara og mikillar eftirspurnar eftir nýju íbúðarhúsnæði. Helstu drifkraftar mikillar íbúðafjárfestingar hafa verið mikil fólksfjölgun og hátt íbúðaverð. Íbúðaverð hefur hækkað mun meira en byggingarkostnaður og fyrir vikið hefur arðsemi íbúðafjárfestingar fyrir bæði fyrirtæki og einstaklinga verið mikil. Raunar er það svo að vægi íbúðafjárfestingar í þjóðarþúskapnum hefur sjaldan verið meira en á síðustu árum. Nú er hinsvegar komið að því að skipta seglunum út fyrir árnar en næstu ár munu einkennast af samdrætti í hagkerfinu, minni fólksfjölgun, hægari kaupmáttaraukningu og versnandi aðgengi að lánsfé. Þetta mun gera það að verkum að viðsnúningur verður á fasteignamarkaði og fram til ársins 2011 mun draga úr íbúðafjárfestingu.

14. mynd: Spá um þróun fjármunamyndunar

	Ma. kr.	Breyting frá fyrra ári (%)				
	Árið 2006	2007s	2008s	2009s	2010s	2011s
Atvinnuvegafjárfesting	271	-22,5	-34,7	8,0	12,5	-0,1
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	75	10,0	-5,0	-8,0	0,0	5,0
Fjárfesting hins opinbera	42	1,5	18,3	13,2	-8,3	0,0
Fjármunamyndun alls	388	-13,6	-20,6	4,3	4,9	1,2

Atvinnuvegafjárfesting: Stóriðjustoppið skammvinnar skúrir

Fjárfesting atvinnuveganna mun einnig dragast saman á þessu ári, en tekur fyrr við sér en íbúðafjárfesting, eða strax á næsta ári, þegar fjárfesting í tengslum við uppbyggingu fyrri hluta álsvers Norðurlands í Helgúvík á Reykjanesi mun komast ná hámarki en útlit er fyrir að framkvæmdir hefjist á Reykjanesi strax á seinni hluta þessa árs. Stóriðjustoppið í hagkerfinu reyndist því vera lítið annað en stuttar skúrir en fjárfesting tengd stóriðju á komandi árum verður þó mun minni að umfangi en undanfarin ár. Ýmsar blikur eru á lofti varðandi fyrrihugaðar framkvæmdir í Helgúvík. Óljóst er hvort búið sé að tryggja orku fyrir framleiðsluna auk þess sem Landvernd hefur gert athugasemdir við umhverfismat verkefnisins. Engu að síður gerum við ráð fyrir að álframleiðsla hefjist í Helgúvík haustið 2010 líkt og áætlanir gera ráð fyrir. Hvað sem öðru líður er ljóst að undirbúningur er langt á veg komin og öll mikilvægustu leyfin í höfn. Áætlanir gera ráð fyrir að afkastageta fyrri hluta álsversins verði 150 þús. tonn, rösklega helmingur þess sem álverið mun framleiða fullbúið um miðjan næsta áratug. Við gerum ráð fyrir að kostnaður vegna fyrri hluta álsversins verði um það bil 60 ma.kr. og að stærsti hluti þeirrar upphæðar falli til á árunum 2009-2010. Við gerum ekki ráð fyrir að aðrar stóriðjuframkvæmdir komi til að verulegu marki á spátímabilinu. Þeim stóriðjuverkefnum sem enn eru á teiknborðinu hefur fækkað. Fullvíst verður að teljast að uppbygging álvers Alcoa á Bakka í Húsavík verði að raunveruleika enda er verkefnið vel á veg komið. Álverið á Norðurlandi myndi að minnsta kosti framleiða 250 þús. tonn á ári og mun framkvæmdin að öllum líkindum hefjast í byrjun næsta áratugar, enda útlit fyrir að orka verði í fyrsta lagi tilbúin til afhendingar undir miðjan þann áratug.

Viðsnúningur íbúðafjárfestingar væntanlegur

Frekari stóriðjuframkvæmdir á komandi árum

Umhverfissjónarmið fá aukið vægi við nýtingu náttúruauðlinda

Spurn eftir umhverfisvænni orku eykst

Það verður hinsvegar að teljast ólíklegt að fyrirátlanir Alcan um stækkun, eða jafnvel nýbyggingu álvers, sem og bygging nýs álvers í tengslum við áltæknigarð í Þorlákshöfn verði að veruleika næsta áratuginn. Yfirlýsing Landsvirkjunar þess efnis að netþjónabú og kísilvinnsla gangi framár álförum þegar kemur að því að úthluta orku á suður- og vesturhluta landsins skerpir á þessum veruleika. Uppbyggingu stóriðju og annars orkufreks iðnaðar eru þau takmörk sett að ekki verður nægjanleg orka til reiðu nógu snemma til að framkvæma öll verkefni og hugmyndir sem á teikniborðinu eru nema til verulega langs tíma lítið. Auk þess hefur rammaáætlun um nýtingu auðlindanna ekki enn verið lögð fram en samkvæmt stefnuyfirlýsingu Þingvallastjórnarinnar verður ekki farið inn á óróskuð svæði fyrr en hún liggur fyrir. Það virðist því ólíklegt að stjórnvöld geti snúið kápunni eftir veðri varðandi frekari uppbyggingu stóriðju og reynt að afstýra slaka í hagkerfinu með nýju álveri þar sem slík framkvæmd yrði að fara aftast í orkuröðina. Röðin lengist hinsvegar í sífellu enda spurn eftir umhverfisvænni orku mikil og í raun meiri en orkufyrirtækin geta annað, eins og málin standa í dag.

Opinber fjárfesting: Stöðug úrkoma

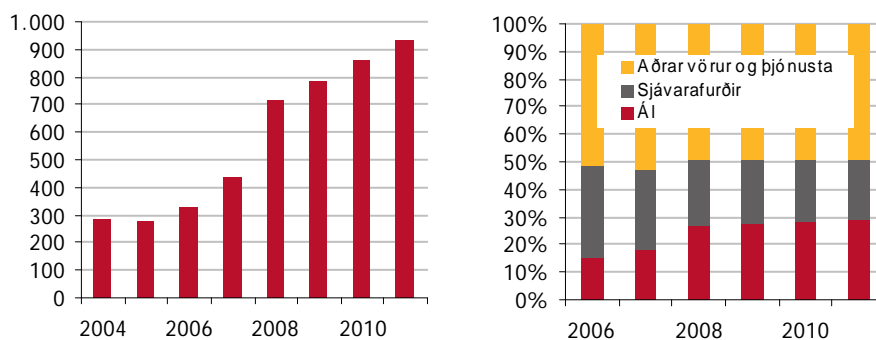
Á móti samdrætti í fjárfestingu íbúðarhúsnæðis og einkageirans vegur fjárfesting hins opinbera þar sem mun minni veðrabrigða er að vænta næsta kastið. Fjárfesting hins opinbera mun aukast lítillega á þessu ári en taka kipp á því næsta þegar vegaframkvæmdir og mótvægisáðgerðir vegna kvótasamdráttar ná hámarki. Fjárfesting hins opinbera nær þó ekki að vega gegn yfirvofandi samdrætti í atvinnuvega- og íbúðarhúsnæðisfjárfestingu, sem ræður för varðandi þróun fjárfestingar. Búast má við að eftir því sem hægja tekur á hagkerfinu og samdráttar verður vart á ýmsum sviðum muni aðhald ríkisfjármála slakna, en þrátt fyrir minnkandi skatttekjur stendur ríkisjóður mjög vel að vígi til að fjármagna stórar framkvæmdir á ýmsum sviðum sem fengið hafa að sitja á hakanum á þensluskeiði síðustu ára.

Dregur hratt úr viðskiptahallanum

Töluvert hefur dregið úr viðskiptahalla undanfarið eftir því sem fjárfestingarstig í hagkerfinu hefur lækkað, álútflytningur aukist og betra jafnvægi komist á þáttatekjur. Viðskiptahalli á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs nam þannig 110,5 mö.kr. sem er aðeins rétt rúmlega helmingur af hallanum á sama tímabili 2006. Halli á utanríkisviðskiptum er þó enn talsverður og mun taka nokkurn tíma að vinda ofan af því mikla ytra ójafnvægi sem einkenndi hagkerfið fram á síðasta ár.

Útlit er fyrir að vöruskiptahalli muni minnka allhratt eftir því sem líður á þetta ár. Eftir tafir á gangsetningu álvers í Reyðarfirði vegna seinkunar á verklokum við Kárahnjúka eykst álframleiðsla hratt héraendis. Við reiknum með að álframleiðsla ársins verði í námunda 720 þús.tonn, sem jafngildir 65% magnaukningu milli ára. Alls er álframleiðslugeta á Íslandi nú u.þ.b. 786 þús.tonn á ári, en líklegt er að hún muni aukast frekar á næstu árum. Álverð er enn fremur hátt um þessar mundir og lítur út fyrir að svo verði áfram næstu árin. Útflutningsverðmæti áls gæti numið nálægt 130 mö.kr. á þessu ári, en það fer nærri því að vera fjórföldun í útflutningsverðmæti frá árinu 2005.

15. mynd: Vinstri myndin sýnir framleiðslugetu álvera í þús.tonna/ár, en hægri myndin sýnir hlutfallsskiptingu útflutnings (2008–2011: spá Greiningar Glitnis)



Heimild: Hagstofa Íslands, Greining Glitnis

Fjárfesting hins opinbera vegur á móti samdrætti atvinnuvegafjárfestingar

Viðskiptahallinn er enn mikill...

En mun minnka með auknum útflutningi áls og minni innflutningi

Samdráttur í útflutningsvirði sjávarafurða verður skammvinnur

Meiri blikur eru á lofti varðandi útflutning sjávarafurða í kjölfar niðurskurðar þorskvóta síðastliðið sumar. Við áætluðum að útflutningur sjávarafurða hafi dregist saman um 4,5% á síðasta ári og að hann muni minnka um ríflega 6% til viðbótar á þessu ári. Frá og með næsta ári teljum við hins vegar að útflutningur sjávarafurða aukist nokkuð, þótt við gerum ekki ráð fyrir að aflinn verði jafnmikill á spátímanum og raunin var um miðjan áratuginn. Líkt og með ál eru horfur allgóðar hvað varðar heimsmarkaðsverð sjávarafurða á spátímanum, og mun það veða að nokkru leyti upp minni afla í tonnum talið.

Lækkun gengis krónu bætir samkeppnisstöðu útflutningsgreina

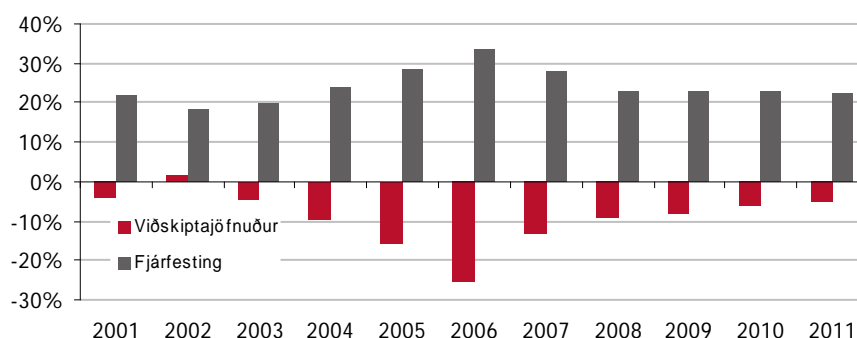
Horfur fyrir annan útflutning vöru og þjónustu eru allgóðar. Raungengi hefur lækkað nokkuð undanfarið og mun lækka frekar á þessu ári, sem mun bæta samkeppnisstöðu útflutningsgreina. Þær greinar sem ekki búa við skorður á framboði, öfugt við álframleiðslu og sjávarútveg, sjá því fram á nokkuð hagfellt rekstrarumhverfi og möguleika til vaxtar á næstu árum.

Óvissa ríkir um þróun þáttatekna...

Meiri óvissa ríkir um þróun jafnaðar þáttatekna næstu misserin. Þessi undirþáttur viðskiptajafnaðar hefur haft meiri áhrif á viðskiptajöfnuð eftir því sem eignir og skuldir Íslendinga erlendis hafa aukist í hlutfalli við landsframleiðslu. Óreglulegir liðir hafa orsakað miklar sveiflur í þáttatekjujöfnuði undanfarið, og nam halli á þáttatekjum til að mynda um 7,5% af VLF ársins 2006, en á fyrstu þremur fjórðungum nýliðins árs var þáttatekjuhali hins vegar innan við 1% af VLF tímabilsins. Óvissan um þróun þáttatekjuhalls liggur fyrst og fremst á tekjuhliðinni, þar sem drýgstur hluti þáttagjalda er í formi vaxtagreiðslna af erlendum skuldum sem ráðast af höfuðstól og vaxtastigi á skuldum. Þáttatekjurnar munu hins vegar að mestu leyti verða í formi arðs af þeirri fjárfestingu sem fjármögnuð hefur verið með erlendri skuldsetningu undanfarið ár. Arðsemi fjárfestingarinnar skiptir því sköpum fyrir það hvort þáttatekjuhalli minnkar á komandi árum. Við gerum ráð fyrir að arðsemi fjárfestingarinnar muni duga til að standa straum af fjármagnskostnaði og gott betur, og að þáttatekjujöfnuður muni því hægt og bítandi verða hagstæðari yfir spátímann.

...en við reiknum með bata í þáttatekjujöfnuði

16. mynd: Þróun og spá um viðskiptajöfnuð og fjárfestingu í hlutfalli við VLF



Heimild: Hagstofa Íslands.

Viðskiptahalli mun minnka

Á heildina litið gerum við ráð fyrir að viðskiptahalli minnki úr ríflega 13% af VLF á síðasta ári í 9% af VLF á yfirstandandi ári. Næstu árin mun svo viðskiptahalli minnka enn frekar þar sem hraðari vöxtur verður í útflutningi vöru og þjónustu en innflutningi, auk þess sem halli á þáttatekjum mun heldur minnka. Verður hallinn að mati okkar í námunda við 6% af VLF í upphafi nýs áratugar.

Áhættulyst áhrifavaldur krónu

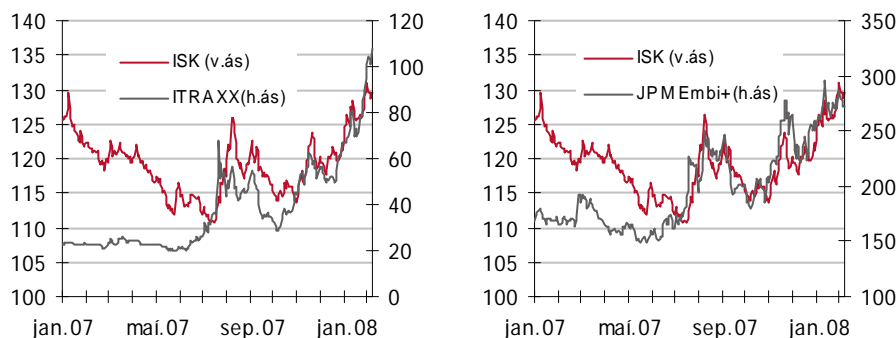
Krónan er mjög háð alþjóðamörkuðum

Fáum dylst að krónan hefur á undanfönum misserum tekið kúrsinn í æ ríkari mæli af andrúmslofti á alþjóðlegum mörkuðum. Háir vextir hafa hvatt til vaxtamunarviðskipta innlendra jafnt sem erlendra fjárfesta, en þeir sem stunda slík viðskipti eru margir hverjir fljótir til þegar veðurhorfur breytast á mörkuðum og má merkja það á gengisþróun flestra hávaxtamýnta.

Fróðlegt er að bera saman þróun gengis krónu annars vegar, og algengra kvarða á áhættusækni eða – fælni hinsvegar, frá því að fjármálaóróinn skall á upp úr miðju síðasta ári. Til að mynda hefur fylgni krónu við skuldtryggingarálag á evrópsk fyrirtæki, eins og það er mælt með ITRAXX vísitalunni, verið sterk undanfarið hálf ári. ITRAXX vísitalan hefur sveiflast afar mikið síðustu mánuði og náði sínum hæstu gildum frá upphafi í annarri viku febrúarmánaðar, og um svipað leyti fór gengisvísitala krónu í sitt

hæsta gildi frá miðju ári 2006.

17. mynd: Gengisþróun krónunnar og þróun ITRAXX vísitölunnar og skuldaálags skv. JPMorgan Embi+ vísit.



Heimild: Reuters.

Annar algengur kvarði á áhættulyst á alþjóðamörkuðum er álag skuldabréfa nýmarkaðsríkja miðað við bandarísk ríkisskuldabréf eins og það er reiknað samkvæmt skuldabréfavísitölu JP Morgan. Sé það álag borið saman við gengisvísitöluna má glögg sjá sterka fylgni undanfarna mánuði. Hér ber þó að hafa í huga að ólíkt skuldatryggingarálagi í Evrópu er álag á skuldabréf nýmarkaðsríkja enn mun lægra en það var fyrir fáeinum árum síðan. Endurspeglar það aukna trú markaðarins á nýmarkaðsríkjum sem skuldurum, sem og þá útbreiddu skoðun að mörg þeirra muni sleppa að verulegu leyti við skakkaföll vegna fjármálaóróans.

Líklegt er að meðan vextir á Íslandi eru háir og veður viðsjárverð á mörkuðum muni breytingar á áhættusækni fjárfesta verða sterkur áhrifavaldur á gengi krónu. Meðan sú er raunin munu fréttir sem í raun tengjast Íslandi og innlendu efnahagslífi ekki neitt hafa veruleg áhrif á krónuna rétt eins og aðrar hávaxtamyntir víða um heim.

Hversu óstöðug er krónan?

Umræða um íslensku krónuna er á stundum því marki brennd að krónan sé of sveiflukenndur og ótraustur gjaldmiðill til að vera á vetur setjandi. Víst er að frá innleiðingu núverandi fyrirkomulags peningamála á vormánuðum 2001 með flotgengi og verðbólgu-markmiði hafa sveiflur krónu verið talsverðar. Til að mynda fór gengisvísitalan hæst í 151 á haustdögum 2001, en lægst varð hún rétt rúmlega 100 haustið 2005.

Líklegt er að ýmsum hafi brugðið við sveiflur krónunnar frá því hún var sett á flot á vordögum 2001, enda hafði henni verið haldið stöðugri af Seðlabanka á gengismarkmiði næstu tíu ár á undan. Slíkar sveiflur í gjaldmiðlum eru þó ekkert einsdæmi. Ein leið til að slá mati á breytileika í gengiskrossum er að reikna svokallaðan breytileikastuðul (e. coefficient of variation) sem jafngildir hlutfalli staðalfráviks og meðaltals yfir tiltekið tímabil. Með þessari aðferð fæst staðlaður kvarði á sveiflur, óháð verðgildi gjaldmiðlanna innbyrðis. Hér er að vísu um mjög grófan kvarða að ræða, og til að mynda er ekki tekið tillit til leitni í gengisþróun. Kvarðinn gefur þó einhverja hugmynd um þá óvissu sem þeir standa frammi fyrir sem til að mynda stunda viðskipti milli viðkomandi mynta til meðallangs tíma litið.

18. mynd: Samanburður á einföldum kvörðum fyrir sveiflur í ýmsum myntum gagnvart evru

	Breytileika- stuðull	Meðalbreyting (08.07-01.08)	Meðalbreyting (01.02-01.08)
EURISK	0,057	2,0%	1,1%
EURSEK	0,015	0,8%	0,6%
EURNOK	0,039	2,0%	1,4%
EURGBP	0,046	0,9%	0,7%
EURTRY	0,151	1,4%	1,5%
EURUSD	0,145	0,9%	1,0%
EURJPY	0,119	1,4%	1,0%

Heimild: Reuters.

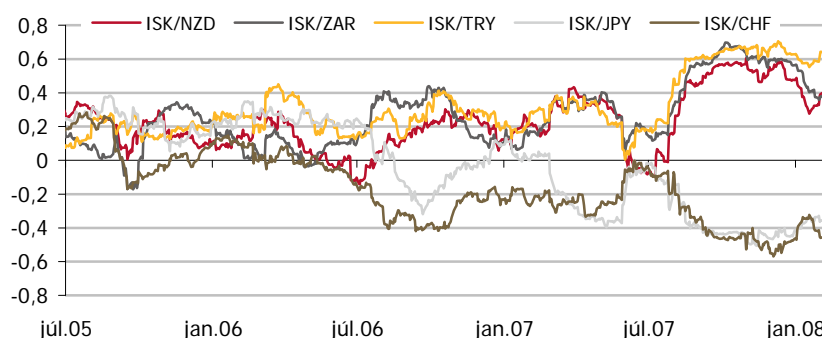
Áhættufælni fjárfesta og mikill vaxtamunur við útlönd vegast á

Flókt á gengi krónunnar hefur verið talsvert frá upptöku verðbólgu-markmiðs

Sveiflur í gengi krónunnar gagnvart evru ekki meiri en gengur og gerist

Sé breytileikastuðull evru/krónu gengiskrossins borinn saman við breytileika ýmissa annarra mynta gagnvart evru frá því að flotgengi var komið á héraendis kemur upp úr kafinu að hann er ekki ýkja hár. Báðar myntirnar, króna og evra, voru raunar í styrkingarham mikinn hluta tímabilsins gagnvart viðskiptaveginni gengiskörfu, en þessi niðurstaða bendir þó til þess að sveiflurnar gagnvart okkar stærstu viðskiptamynt hafi ekki verið meiri en gengur og gerist. Utanríkisviðskipti Íslands við evrusvæðið að viðbætti Danmörku eru u.þ.b. helmingur af heildarviðskiptum við útlönd, en gengi dönsku krónunnar er fest við gengi evru með tvíhliða samningi milli Seðlabanka Danmerkur og Seðlabanka Evrópu. Raunar er athyglisvert að breytileikastuðull í krossgengi norsku og sænsku krónunnar gagnvart evru er enn lægri en hinnar íslensku, en bæði fyrrnefndu löndin eiga í miklum viðskiptum við evrusvæðið líkt og við Íslendingar. Svíar hafa vitaskuld þá sérstöðu að vera eina ríki ESB sem hefur skuldbundið sig til þess að taka upp evru í framtíð án þess að tímasetning upptökunnar hafi verið fastsett.

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



Heimild: Reuters.

Fylgni á milli krónunnar og annarra hávaxtamýnta

Á hinn bóginn virðast skammtímasveiflur krónu gagnvart evru talsverðar, ef marka má samanburð á meðaltali vikubreytinga í ýmsum gengiskrossum. Sér í lagi hafa skammtímasveiflurnar verið miklar frá miðju síðasta ári. Þess ber þó að geta að skammtímahreyfingar krónu eru áþekkar hreyfingum annarra hávaxtamýnta gagnvart stærstu gjaldmiðlum, enda hefur fylgni milli hávaxtamýnta verið talsvert mikil undanfarið. Ef lengra tímabil er skoðað kemur hins vegar á daginn að skammtímasveiflur milli krónu og evru, mældar með ofangreindum hætti, virðast í samræmi við sveiflur annarra mynta gagnvart evrunni. Það kann því að vera að skammtímasveiflur krónu undanfarna mánuði séu fremur rótin að tali um óstöðugleika hennar en lengri tíma hreyfingar. Þó ber að hafa í huga að þar sem u.þ.b. helmingur utanríkisviðskipta okkar er við evrusvæðið og Danmörku yrði helmingi allrar gengisóvissu í utanríkisviðskiptum eytt með upptöku evru í einni eða annarri mynd. Evran er hins vegar langt í frá laus við sveiflur gagnvart öðrum gjaldmiðlum, eins og sjá má af töflunni að ofan.

Lækkun stýrivaxta handan við hornið

Verðbólga hefur um langt skeið verið umfram 2,5% verðbólguþröngmið Seðlabanka Íslands, eða allt frá því í maí 2004. Í sama mánuði hóf Seðlabankinn það stýrivaxtahækkunarferli sem staðið hefur síðan og sér brátt fyrir endann á. Stýrivextir bankans standa í 13,75% og hafa aldrei verið hærrí. Eftir mikinn hagvöxt undanfarinna ára, sem einkum má rekja til hás fjárfestingarstigs og mikillar einkaneyslu, er nú útlit fyrir að kaldir vindar blási hér á landi á þessu ári og að stöðnun verði í landsframleiðslu. Versnandi skilyrði á lánsfjármörkuðum og aukin áhættufælni lánveitenda og fjárfesta hafa komið illa við krónuna á undanförunum mánuðum og hefur gengi hennar lækkað um ríflega 14% frá því að áhrifa undirmálslánakrísunnar fór að gæta hér á landi í júlílok á síðasta ári. Þar af hefur krónan veikst um tæp 7% frá ársbyrjun.

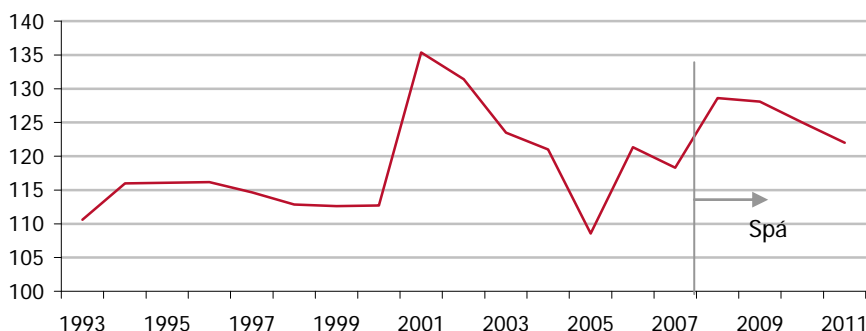
Þróun á alþjóðamörkuðum hefur lagst á sveif með peningamálastefnunni

Gengislækkun krónunnar hefur um nokkurn tíma verið yfirvofandi þar eð gengi krónu hefur um langt skeið verið hærra en samræmist ytra og innra jafnvægi þjóðarbúsins vegna viðvarandi verðbólguþrýstings og mikils viðskiptahalla. Segja má að lækkun gengis krónunnar undanfarna mánuði hafi því verið af hinu góða þótt hún hafi komið til af neikvæðum þáttum þar sem lækkun gengisins stuðlar að betra jafnvægi þjóðarbúsins þegar horft er fram á veginn. Til skemmri tíma litið eykur lækkun gengis krónunnar hins vegar verðbólguþrýsting. Óhagstæð skilyrði á fjármálamörkuðum, skert aðgengi að lánsfé ásamt innlendum eignaverðsáhrifum munu hins vegar draga úr innlendra eftirspurn og verðbólguþrýstingi á næstu misserum, og gera Seðlabankanum kleift að lækka vexti. Þá vinnur láns- og lausafjárkrísan ásamt

Væntingar um kólnun lækka gengi krónunnar

hækkandi skuldatryggingarálagi á íslensku bankana með miðlun peningastefnunnar um þessar mundir og hefur veitt henni meðbyr.

20. mynd: Spá Greiningar Glitnis fyrir þróun gengisvísitölu krónunnar, ársmeðaltöl



Heimildir: Seðlabanki Íslands, spá Greiningar Glitnis.

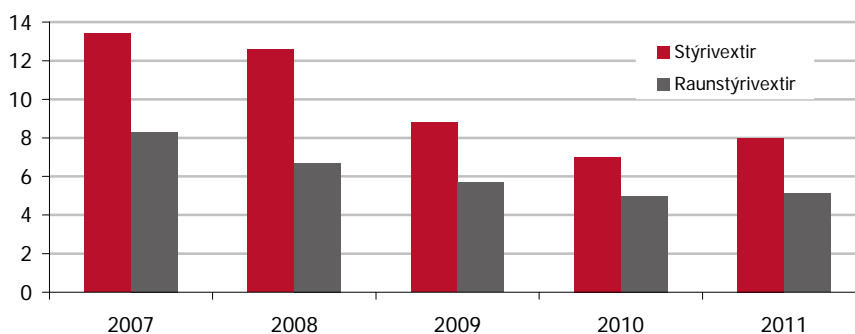
Stýrivextir lækka í apríl...

Við spáum því að Seðlabankinn hefji lækkunarferli stýrivaxta á næsta vaxtaákvörðunardegi bankans 10. apríl næstkomandi samhliða birtingu nýrrar þjóðhags- og verðbólguþáttar. Þá reiknum við með að stýrivextir verði lækkaðir nokkuð hratt eftir því sem hægist á hjólum efnahagslífsins og að þeir standi í 11% í árslok og 7% í lok ársins 2009. Gengi krónunnar lækkar á komandi misserum samhliða því sem Seðlabankinn lækkar vexti og dregur úr vaxtamuni við útlönd á sama tíma og dregur úr spennu í þjóðarbúskapnum. Við spáum því að gengi krónunnar hækki síðan aftur á árinu 2009 þegar þýðari vindar eru farnir að blása og dregur úr ytra ójafnvægi hagkerfisins.

...en hækka aftur í lok spátímans

Á síðari hluta spátímans mun hagvöxtur taka verulega við sér og aukin bjartsýni á markaði styðja við gengi krónunnar og eftirspurn sem skila sér í auknum verðbólguþrýstingi. Við spáum því að stýrivextir taki að hækka aftur, en hóflega þó, eftir því sem hagvaxtarhorfur glæðast. Spáum við að vextir muni standa í 7% að meðaltali á árinu 2010 og 8% að meðaltali á árinu 2011 til að stemma stigu við vaxandi verðbólguþrýstingi. Aukinn vaxtamunur við útlönd styður aukinheldur við krónuna í lok spátímans.

21. mynd: Spá Greiningar Glitnis um stýrivexti Seðlabanka Íslands og raunstýrivexti miðað við verðbólguþátt (%)



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

Húsnæðisvextir lækka með lægri stýrivöxtum

Langtíma vextir munu lækka á spátímabilinu samhliða lækkun skammtíma vaxta. Við reiknum með að verðtryggðir langtíma vextir miðað við ávöxtunarkröfu HFF44 muni ná lágmarki á árinu 2010 og verði nálægt 3,8% að meðaltali á árinu en fari tímabundið niður fyrir það. Á árinu 2011 má búast við að langtíma vextir stigi lítillega á ný samhliða lækkun skammtíma vaxta. Miðað við þessa forsendu má reikna með að vextir á verðtryggðum húsnæðislánum muni lækka um allt að 1,3% frá því sem nú er.

Verðbólga 5,9% á þessu ári...

...en verðbólguþétt Seðlabankans næst á næsta ári

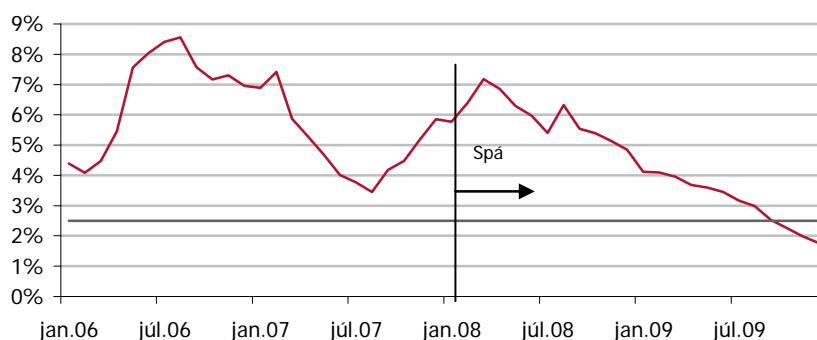
Óvissa um framhaldið er mikil

Verðbólguþétt á þessu ári en lýgnara fram undan

Miðað við þær forsendur sem gengið er út frá við gerð þessarar þjóðhagsspár verður verðbólguþéttur á fyrri hluta þessa árs vegna lækkunar gengis krónunnar. Við reiknum með að verðbólga nái hámarki í mars og verði þá rúmlega 7% en að hún muni hjaðna nokkuð og vera nálægt 5% á seinni hluta ársins. Í gengisspá er gert ráð fyrir að gengi krónunnar muni lækka yfir árið og verða lægst næsta vetur. Þar af leiðandi má búast við viðvarandi verðbólguþétt vegna innfluttrar verðbólgu á árinu. Auk þess má búast við áframhaldandi þétt vegna verðhækkunar hrávöru og eldsneytis á heimsmarkaði, að minnsta kosti til skemmri tíma lítið.

Á móti vegur að hægja mun á hjólum efnahagslífsins hér á landi á þessu ári. Það mun koma fram í minni kaupmáttaraukningu, bæði vegna minni launahækkunar en verið hefur undanfarin ár og vegna tímabundinnar verðbólgu vegna gengislækkunar. Enn fremur gerum við ráð fyrir að húsnæðisverð muni lækka lítillega á þessu ári, auk þess sem verðhækkun húsnæðis næstu ára mun verða nokkuð hófleg. Í síðustu þjóðhagsspá gerðum við ráð fyrir að gengislækkun krónunnar yrði seinna í tíma og í þeirri spá var lengra í að verðbólguþétt náist. Þar sem við gerum ráð fyrir að gengislækkun krónunnar verði fyrr á ferðinni, er nokkru styttra í að verðbólguþétt Seðlabankans náist, eða á þriðja fjórðungi næsta árs í stað byrjunar árs 2010 líkt og reiknað var með í fyrri spám. Á árunum 2010 og 2011 gerum við ráð fyrir að verðbólga verði nálægt markmiði Seðlabankans en að verðbólguþétt verði farinn að aukast aftur undir lok spátímabilsins í kjölfar örari vaxtar innlestrar eftirspurnar og hækkunar launa.

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

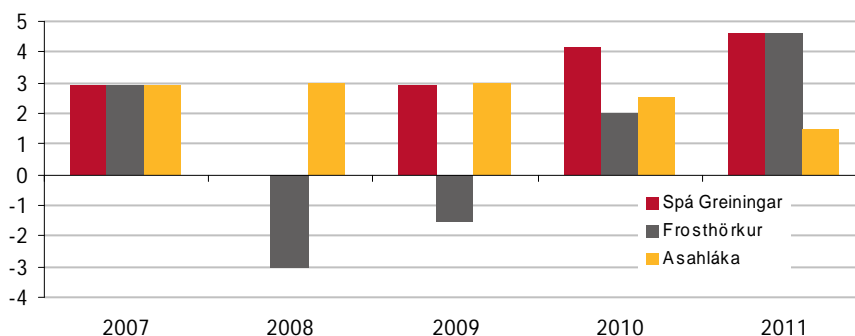


Heimildir: Hagstofa Íslands, spá Greiningar Glitnis.

Aðrar leiðir sem hagkerfið gæti tekið

Spáin sem hér er kynnt endurspeglar þá hagþróun sem við teljum líklegasta á komandi misserum. Mikil óvissa ríkir nú um hvernig fjármálaorði á alþjóðamörkuðum mun leika þjóðarþétt og einnig kunna aðrir áhrifaþættir að verða með öðrum hætti en við gerum ráð fyrir. Ef hægt er að líkja núverandi ástandi við að nú hausti í hagkerfinu eftir óvenju langt og sólríkt sumar má að sama skapi setja fram mismunandi spár um hvernig haustið og veturinn muni verða.

23. mynd: Spá Greiningar Glitnis fyrir hagvöxt ásamt fráviksdæmum



Heimild: Greining Glitnis.

Aðstæður á erlendum mörkuðum gætu orðið erfiðar lengur...

...sem hefði neikvæð áhrif á íslenskt hagkerfi...

...en við teljum þá þróun ólíklega

Lánsfjárvandinn gæti lagast fyrr og stóriðjuframkvæmdir orðið meiri...

...það myndi örva eftirspurn og hagvöxt...

...en fyrir vikið myndi aðlögun hagkerfisins að jafnvægi frestast

Frosthörkur

Frá miðju síðasta ári hefur mikill órói einkennt alþjóðlega fjármálamarkaði, og ekki er útséð um hversu mikil áhrif hans muni verða hér á landi. Hugsanlegt er að hin fjölþætta fjármálakreppa reynist langvinnari en vonir standa til, og jafnvel að enn syrti í álinn frá núverandi stöðu. Slíkt kynni að reynast íslensku efnahagslífi talsvert þungur baggi. Hin hraða útrás íslenskra fyrirtækja hefur nærst á greiðum aðgangi að lánsfé á hagstæðum kjörum. Undanfarna mánuði hefur aðgangur að erlendu lánsfé hins vegar verið æði takmarkaður og lánskjörin óhagstæð. Framhaldi á þeirri stöðu gæti fylgt verulegt bakslag. Auk heldur er hætt við að íslenska krónan muni eiga erfitt uppdráttar í slíku árferði og gæti verulegt gengisfall krónu valdið einstaklingum og fyrirtækjum talsverðum búsifjum.

Samanlögð áhrif þessa yrðu aukning vanskila og gjaldþrota, snörp aukning atvinnuleysis eftir því sem á árið liði, frekari lækun hlutabréfaverðs og verðfall á fasteignamörkuðum. Þetta myndi svo leiða til mikils samdráttar í fjárfestingu og að sama skapi myndi einkaneysla minnka mikið, ekki síst þar sem verðbóluskot vegna gengisfalls krónu myndi minnka kaupmátt ráðstöfunartekna almennings og auka enn á áhrif af vaxandi atvinnuleysi, neikvæðum eignaáhrifum og óhagstæðum lánskjörum. Afleiðingin yrði snarpur samdráttur í landsframleiðslu sem teygst gæti fram á næsta ár.

Við teljum þessa þróun ólíklega. Þrátt fyrir ágjöf frá erlendum fjármálamörkuðum er staða íslensku bankanna, sem og flestra stærri fyrirtækja, býsna sterk. Mikil hækkun á skuldatryggingaálagi bankanna síðustu vikur ber vott af yfirskoti, og teljum við líklegt að möguleikar þeirra til erlendar fjármögnunar muni batna talsvert með hækkandi sól. Íslenskt hagkerfi hefur áður sýnt að það er býsna sveigjanlegt og fljótt að rétta úr kútnum þótt áföll dynji yfir. Grunnstoðir þess eru sterkar og vinnumarkaður sveigjanlegur. Auk þess stendur ríkissjóður afar vel og eiga því stjórnvöld hægt um vik með að bregðast við snörpu bakslagi með t.d. verulegri aukningu opinberra framkvæmda, skattalækkun af ýmsu tagi, eða jafnvel hvoru tveggja.

Asahláka

Á hinn bóginn er einnig hugsanlegt að stórhriðina sem geisað hefur á mörkuðum undanfarið lægi snögglega, erlend lánskjör færast því sem næst í sama far og þau voru á fyrri hluta síðasta árs og alþjóðlegt efnahagslíf taki hressilega við sér að nýju. Á sama tíma eru á lofti margar hugmyndir um erlenda fjárfestingu á Íslandi, og ekki er útilokað að verulegur hluti hennar komi til framkvæmda á allra næstu misserum. Aukið traust á íslensku efnahagslífi og bankakerfi gæti stuðlað að hækkun gengis krónunnar, jafnvel þótt vextir lækki töluvert á næstunni, enda hefur lækun gengis krónu undanfarna mánuði átt sér stað þrátt fyrir afar háa vexti hérlendis. Mikið kapp myndi þá færast í útrás jafnt sem innlend umsvif hérlendra fyrirtækja, atvinnustig yrði áfram mjög hátt og atvinnuleysi að sama skapi lítið, og spenna á vinnumarkaði myndi bæta í launaskrið og auka þannig kaupmátt til skemmri tíma lítið.

Greiðara aðgengi að fjármagni og lægra vaxtastig myndi leiða til áframhaldandi hækkunar á eignaverði, sem væri líklegt til að auka enn frekar við kaupgleði neytenda og stuðla að áframhaldandi fjárfestingu í íbúðarhúsnæði. Svipaða sögu má segja um fjárfestingu innlendra fyrirtækja. Einkaneysla væri líkleg til að halda áfram að vaxa í ljósi hagstæðari lánskjara, vaxtar kaupmáttar, jákvæðra eignaáhrifa og hás atvinnustigs. Að því kæmi að Seðlabankinn yrði að bregðast við vaxandi þenslu með því að hætta vaxtalækkunarferli sínu, eða jafnvel hækka vexti á nýjan leik, sem aftur myndi styðja við gengi krónu og auka tímabundið kaupmátt almennings á bifreiðum og varanlegum neysluvörum.

Sá galli er hins vegar á gjöf Njarðar að í slíku árferði myndi nauðsynlegri aðlögun hagkerfisins enn vera skotið á frest eftir mikið ójafnvægi undanfarin ár. Líkt og oft vill verða eftir langvinnan gleðskap yrðu eftirköstin þá verri en ella. Lánskjör ríkis og banka myndu rýrna til lengri tíma lítið, enda hafa erlend matsfyrirtæki marglýst því að forsenda hárrar lánshæfiseinkunnar sé aðlögun í þjóðarbúskapnum. Verðbólguvandi myndi að líkindum ágerast og væntingar um háa verðbólgu festa sig í sessi. Erlendar skuldir myndu halda áfram að aukast jafnt og þétt, og bjóða þannig heim hættunni á skelli ef brestur yrði á erlendra fjármögnun í framtíðinni. Viðvarandi mikil verðbólga væri líkleg til að leiða annaðhvort til vítahings víxlverkunar launa og verðlags eða talsverðrar kaupmáttarskerðingar til meðallangs tíma lítið. Slík snöggþíða í hagkerfinu gæti reynst skammgóður vermir og ávísun á vandræði seinna meir.

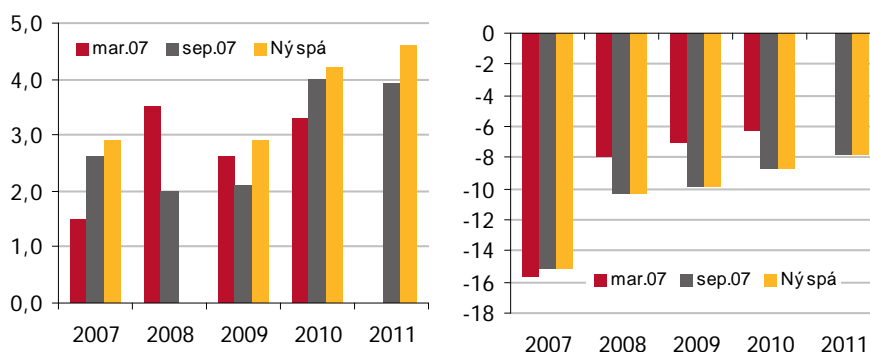
Líkt og raunin er með sviðsmyndina af frosthörkum í efnahagslífinu teljum við ofangreinda sýn tiltölulega ólíklega. Ástandið á alþjóðamörkuðum er nú orðið of langvinnt til að vænta megi að það lagist í einu veffangi. Einnig er líklegt að hvati til mikillar erlendar fjárfestingar í orkufrekum iðnaði verði minni ef ekki dregur úr þenslu í hagkerfinu, auk þess sem ríkisfjármál verða væntanlega öllu aðhaldssamari á næstu árum en við gerum ráð fyrir í spá okkar, ef ekki slaknar verulega á fjárfestingarstigi í hagkerfinu.

Hagspá okkar hefur breyst nokkuð og sker sig úr

Nokkrar breytingar hafa orðið á hagvaxtarspá okkar frá því að við birtum síðustu þjóðhagsspá í september á síðasta ári. Breytingarnar frá síðustu spá endurspegla þá sýn að við gerum ekki einungis ráð fyrir hraðari kólnun hagkerfisins en áður heldur gerum við einnig ráð fyrir hraðari bata. Við búumst við stöðnun hagvaxtar á þessu ári en í septemberspá okkar spáðum við hinsvegar hægum vexti á árinu. Ástæðan fyrir breytingunni er sú að auk þess sem við sjáum fyrir okkur að fjárfesting mun dragast meira saman en við áður reiknuðum með er útlit fyrir að sá samdráttur sem hefur verið yfirvofandi í einkaneyslu um nokkurt skeið komi að fullu fram á þessu ári. Á hinn bóginn gerum við ráð fyrir meiri hagvexti á næsta ári. Þar vegur þyngst fjárfesting atvinnuveganna og hins opinbera. Þá gerum við nú ráð fyrir auknum útflutningi á næsta ári og að viðskiptahallinn dragist meira og hraðar saman en við töldum áður. Loks höfum við breytt spá okkar á þann veg að við reiknum nú með að samdráttur í íbúðafjárfestingu verði langvinnari en áður og teygji sig lengra fram eftir spátímabilinu.

Útlit varðandi viðskiptajöfnuð á tímabilinu er nú bjartara en í septemberspánni og reiknum við með að viðskiptahallinn dragist meira og hraðar saman en við áður spáðum. Þá gerum við ráð fyrir að innflutningur verði mun minni á þessu ári og því næsta en við spáðum í september, sem má rekja til minni kaupmáttar launa og veikara raungengis. Viðskiptajöfnuður verður þó neikvæður út allt spátímabilið en við sjáum fyrir okkur að viðskiptahallinn verði 5,4% í lok spátímabilsins í stað 7,8% í fyrri spá okkar frá því í sept.

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



Nokkur breyting er á verðbólguhorfum á spátímabilinu frá fyrri spám. Við spáum talsvert meiri verðbólgu á þessu ári en við gerðum í september. Næstu þrjú árin þar á eftir snýst dæmið hinsvegar við og gerum við ráð fyrir minni verðbólgu á því tímabili en í fyrri spá. Ástæðurnar fyrir þessari breyttu sýn á verðbólguþróun er að við búumst við skammvinnnum verðbólguþróun á fyrri hluta þessa árs vegna gengislækkunar krónunnar. Eftir það mun hægari kaupmáttaraukning ásamt þróun á fasteignamarkaði, sem meðal annars mun leiða til verðlækkunar á húsnæði, stuðla að minni verðbólgu á seinni hluta spátímabilsins en við reiknuðum áður með.

Við teljum að atvinnuleysi verði ögn meira á þessu ári og því næsta samanborið við fyrri spá. Líklegt er að það verði að einhverjum hluta staðbundið og tengist verklokum framkvæmda í tengslum við álverið á Austurlandi og uppsagna í sjávarútvegi vegna niðurskurðar þorskkvóta á yfirstandandi fiskveiðitari sem kemur aðallega niður á smærri sjávarplássum á landsbyggðinni.

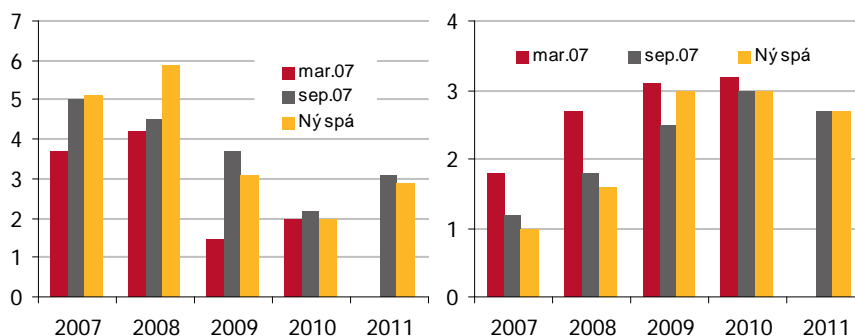
Útlit fyrir hraðari kólnun en áður var talið

Horfur varðandi viðskiptajöfnuð betri en áður

Til skamms tíma eru verðbólguhorfur verri en áður...

...en betri til lengri tíma

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

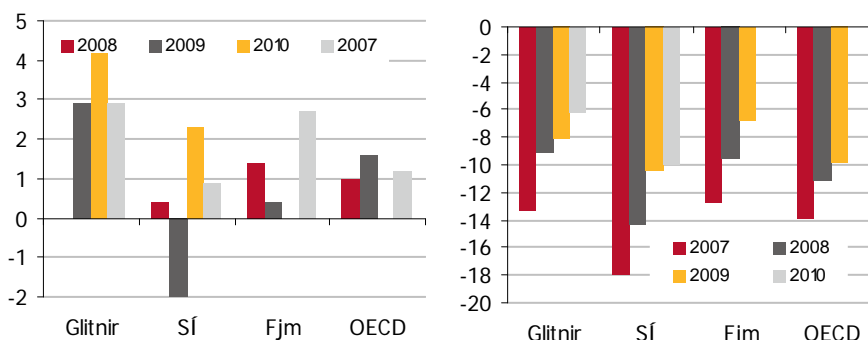


Heimildir: Seðlabanki Íslands, fjármálaráðuneytið, OECD, spá Greiningar Glitnis.

Við spáum minni
hagvexti í ár en aðrir

Hagvaxtarspá okkar er nokkuð svartsýnni fyrir þetta ár en spár annarra. Meðan við gerum ráð fyrir stöðnun gera aðrir spáaðilar ráð fyrir hagvexti á bilinu 0,4%-1,4%. Þá er töluverður munur á okkar spá og spá Seðlabankans hvað varðar hagvaxtarhorfur á næsta ári. Á meðan við gerum ráð fyrir 2,9% hagvexti á árinu 2009 spáir Seðlabankinn 2% samdrætti. Aðrir spámenn eru nær okkur í sínum spám. Hafa verður í huga að spá Seðlabankans er frá því í nóvember en spá OECD er síðan í desember og spá fjármálaráðuneytisins frá því í janúar.

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

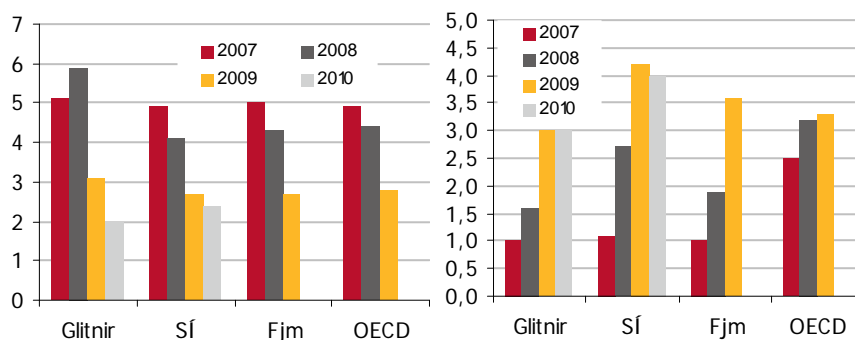


Heimildir: Seðlabanki Íslands, fjármálaráðuneytið, OECD, spá Greiningar Glitnis.

Ólíkar spár um
viðskiptahalla

Spá Seðlabankans fyrir viðskiptajöfnuð sker sig einnig nokkuð úr en að öðru leyti eru spárnar svipaðar. OECD og fjármálaráðuneytið gera líkt og við ráð fyrir að viðskiptahallinn verði í kringum 13% á þessu ári en dragist nokkuð hratt saman á því næsta. OECD býst þó við að hægar vindi ofan af viðskiptahallanum en spár okkar og fjármálaráðuneytisins gera ráð fyrir.

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



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

Spá okkar sker sig nokkuð úr varðandi verðbólguþróun en við gerum ráð fyrir talsvert meiri verðbólgu á

Við reiknum með meiri verðbólgu í ár en aðrir

Þessu ári en aðrir. Spár allra aðila fyrir næsta ár eru þó keimlíkar og gera ráð fyrir að verðbólga verði í kringum 3% og nálgist verðbólguþröng Seðlabankans á næsta ári. Seðlabankinn og OECD eru áberandi svartsýnni varðandi atvinnuleysi á þessu ári og spá auk þess mun meiri atvinnuleysi á tímabilinu heldur en við og fjármálaráðuneytið gerum. Allar spárnar gera ráð fyrir að atvinnuleysi aukist á næsta ári enda spáaðilar almennt sammála um að hagkerfið kólni þegar líða tekur á seinni hluta þessa árs og að kólnunin standi fram á næsta ár.

Yfirlit þjóðhagsspár

<i>Magnbreytingar frá fyrra ári %</i>	Árið 2006 í m.kr.	Spá 2007	Spá 2008	Spá 2009	Spá 2010	Spá 2011
Einkaneysla	685.639	4,0	-3,0	0,0	3,5	5,0
Samneysla	285.371	2,8	2,8	2,5	2,4	2,5
Fjármunamyndun	387.994	-13,6	-20,6	4,3	4,9	1,2
Þ.a. atvinnuvegafjárfesting	270.965	-22,5	-34,7	8,0	12,5	-0,1
Þ.a. íbúðarhús	75.160	10,0	-5,0	-8,0	0,0	5,0
Þ.a. fjárfesting hins opinbera	41.868	1,5	18,3	13,2	-8,3	0,0
Birgðabreytingar	13.498					
Þjóðarútgjöld, alls	1.372.502	-2,3	-6,1	1,5	3,5	3,6
Útflutningur vöru og þjónustu	373.997	11,2	11,8	6,6	7,1	6,8
Þ.a. útflutningur sjávarafurða	124.375	-4,5	-6,2	2,8	4,3	3,9
Þ.a. afurðir álvinnslu	57.027	33,4	65,5	9,2	9,5	8,7
Þ.a. annar útflutningur vöru og þjónustu	192.595	14,8	3,0	7,0	7,0	7,0
Innflutningur vöru og þjónustu	-583.567	-4,0	-5,9	2,8	5,4	4,2
Verg landsframleiðsla	1.162.932	2,9	0,0	2,9	4,2	4,6
<i>Sem % af VLF</i>						
Þjóðhagslegur sparnaður	7,9	14,3	13,4	14,6	16,6	16,7
Viðskiptajöfnuður	-25,5	-13,3	-9,2	-8,1	-6,3	-5,4
<i>Breyting milli ársmeðaltala (%)</i>						
Neysluverð	6,8	5,1	5,9	3,1	2,0	2,9
Laun	9,5	9,0	6,0	4,0	5,5	6,5
Íbúðaverð	16,8	9,4	3,5	0,5	3,0	4,5
Meðalgengi erlendra gjaldmiðla	11,7	-2,5	8,7	-0,4	-2,4	-2,4
Raugengi krónunnar m.v. verðlag	-6,4	4,2	-5,3	1,4	2,4	3,3
Framleiðni vinnuafis	-0,5	0,0	2,0	2,5	2,5	2,3
Kaupmáttur launa	2,5	3,7	0,1	0,9	3,4	3,5
<i>Ársmeðaltal (%)</i>						
Atvinnuleysi	1,2	1,0	1,6	3,0	3,0	2,7
Gengisvisitala krónunnar	121,3	118,3	128,6	128,1	125,0	122,0
Stýrivextir Seðlabanka Íslands	11,8	13,4	12,6	8,8	7,0	8,0
Langtímavextir (HFF 44)	3,9	4,1	4,4	4,0	3,8	3,9

*Glitnir Capital Markets Iceland**Markets Head Office*

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

Markets FX Sales

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

Markets Securities Brokerage

Elmar Svavarsson	440 4452
Ingi Rafnar Júlíusson	440 4459
Jón Eggert Hallsson	440 4469
Jón Ingi Árnason	440 4451
Aðalsteinn Einar Eymundsson	440 4454
Karl Finnbogason	440 4467
Katrín Huld Grétarsdóttir	440 2504
Helgi I. Eysteinnsson	440 4494
Guðmundur Hauksson	440 4872
Stefán Helgi Jónsson	440 4461
Þórunn Stella Hermannsdóttir	440 2503
Sveinbjörn Sveinbjörnsson	440 4462
Tryggvi Björnsson	440 4458

Nordic Research

Almar Guðmundsson	440 4944
Sigrún Hjartardóttir	440 4748

Markets Derivatives

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

Markets FX Managed Accounts

Guðmundur Magnús Daðason	440 4481
Vilborg Þórðardóttir	440 4492
Arnar Gauti Reynisson	440 2507
Magnús Pálmi Örnólfsson	440 4487
Ingimundur Ásgeirsson	440 4496
Magnea Árnadóttir	440 4475
Eiríkur Ragnar Eiríksson	440 4495
Pétur Jónasson	440 4871

Research

Grétar Már Axelsson	440 4631
Hlín Magnúsdóttir	440 4632
Valdimar Halldórsson	440 4638
Sveinn Þórarinnsson	440 4633
Ásmundur Gíslason	440 4768
Ingólfur Hreiðar Bender	440 4635
Ragnhildur Jónsdóttir	440 4648
Jón Bjarki Bentsson	440 4634
Hörður Garðarsson	440 2505
Auðbjörg Ólafsdóttir	440 4699
Eyjólfur Vilberg Gunnarsson	440 2507
Hjördís D Vilhjálmsdóttir	440 4689

Proprietary Trading

Valgarð Már Valgarðsson	440 2500
Jónas Guðmundsson	440 4479

email: fornameftirname@glitnir.is