Greining Íslandsbanka
September 2016

Þjóðhagsspá 2016-2018

Íslandsbanki

Umsjón og tengslaupplýsingar

Umsjón: Greining Íslandsbanka, greining@islandsbanki.is,
Ásta Björk Sigurðardóttir (440 4636), Ingólfur Bender (440 4635), Jón Bjarki Bentsson (440 4634)

Útgáfudagur: 28. september 2016

Ábyrgðarmaður: Ingólfur Bender, forstöðumaður Greiningar Íslandsbanka (440 4635)

Verðbréfamiðlun: Hópnúmer: 440 4499, netfang: vbm@islandsbanki.is

Gjaldeyrismiðlun: Hópnúmer: 440 4490, netfang: fxm@islandsbanki.is

Samantekt

- Við spáum nokkuð kröftugum hagvexti hér á landi í ár og á næsta ári, eða sem nemur 4,9% og 5,1%. Er þetta meiri hagvöxtur en mælst hefur hér á landi frá árinu 2007. Við reiknum í kjölfarið með nokkuð hægari hagvexti á árinu 2018, eða 3,0%.

- Hagvaxtarhorfur á spátímabilinu hafa á heildina litið batnað frekar frá síðustu spá okkar sem birt var í byrjun júní sl. Reiknum við með 1,1 prósentustigi meiri hagvexti á næsta ári og 0,4 prósentustigum meiri á árinu 2018 en í fyrri spá, en á móti hefur hagvaxtarspá okkar fyrir þetta ár verið endurskoðuð til lækkunar um 0,5 prósentustig.

- Landsframleiðsla á mann hefur aukist talsvert hér á undanförnum árum og er hún nú nokkuð mikil í alþjóðlegum samanburði. Var hún í fyrra, leiðrétt fyrir kaupmætti, 24% yfir meðaltali ESB ríkjanna, sem er jafn hátt og hún fór hæst fyrir efnahagsáfallið 2008. Reikna má með því að Ísland fari enn hærra í þessum samanburði í ár og á næsta ári vegna mikils hagvaxtar hér á landi í alþjóðlegum samanburði.

- Veigamiklir þættir í afkomu heimila hafa þróast með hagfelldum hætti undanfarið og stutt við mikinn vöxt einkaneyslu. Ber hér fyrst að nefna kaupmátt launa, sem hefur sjaldan aukist jafn mikið og um þessar mundir, og er aukningin langt umfram þá kaupmáttaraukningu sem varð í síðustu uppsveiflu. Einnig hefur störfum fjölgað nokkuð hratt og atvinnuleysi hjaðnað. Við spáum því að einkaneyslan vaxi um 8,1% í ár að raungildi. Rætist spá okkar verður það mesti vöxtur einkaneyslu síðan árið 2005.

- Við teljum að hægja muni á einkaneysluvexti næstu tvö ár, sem eðlilegt er í kjölfarið, og að hann muni nema 5,5% á næsta ári og 3,4% árið 2018, sem má þó teljast talsverður einkaneysluvöxtur. Þessu til grundvallar liggur m.a. spá okkar um vöxt kaupmáttar launa, sem við reiknum með að aukist um 10,0% í ár, 5,2% á næsta ári og 2,3% á árinu 2018.

- Atvinnuleysi hefur minnkað samfara vaxandi umsvifum í hagkerfinu. Er auknum hluta af vinnuaflsþörf hagvaxtarins nú mætt með innflutningi á vinnuafli, sem skýrir nokkuð hraða fólksfjölgun um þessar mundir. Við teljum að áfram dragi úr atvinnuleysi og að það fari niður í 3,1% í ár úr 4,0% í fyrra, verði svo 2,7% á næsta ári og 2,5% árið þar á eftir. Er atvinnuleysi á spátímanum undir jafnvægisatvinnuleysi og talsverð spenna á vinnumarkaðinum.

- Verulega hefur bætt í fjármunamyndun í hagkerfinu undanfarin misseri, og er hún nú komin í takt við það sem eðlilegt má teljast í þróuðu hagkerfi. Við gerum ráð fyrir að fjármunamyndun aukist um 21,3% á yfirstandandi ári frá fyrra ári. Árið 2017 spáum við 7,2% vexti fjárfestingar, og árið 2018 verður vöxturinn 0,6% að okkar mati.

- Ört vaxandi atvinnuvegafjárfesting á hvað mestan þátt í aukinni fjármunamyndun undanfarið. Stór hluti þessa vaxtar tengist ferðaþjónustu beint eða óbeint. Við gerum ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting aukist um 25,6% í ár frá síðasta ári. Á næsta ári gerum við ráð fyrir 5,9% vexti slíkrar fjárfestingar, en 1,6% samdrætti árið 2018. Samdrátturinn 2018 skýrist einkum af öllu minni fjárfestingu í skipum og flugvélum, sem og tækjum til mannvirkjagerðar, en árið á undan.

- Við spáum því að verð íbúðarhúsnæðis hækki um 8,5% í ár, 9,7% á næsta ári og um 6,6% á árinu 2018. Vaxandi kaupmáttur ráðstöfunartekna ásamt lýðfræðilegum þáttum, örum vexti í ferðaþjónustu og takmörkuðu framboði nýbygginga mun þrýsta verði upp. Mun raunverð íbúðarhúsnæðis hækka um 6,9% í ár, 8,0% á næsta ári og um 3,4% á árinu 2018.

- Við reiknum með því að fjárfesting í íbúðarhúsnæði aukist um 17,7% í ár, 16,0% á næsta ári og um 8,5% á árinu 2018. Nokkuð hröð fólksfjölgun um þessar mundir, m.a. vegna talsverðs innflutnings á vinnuafli, kallar á auknar fjárfestingar á þessu sviði. Til viðbótar er hluti af íbúðarhúsnæði nýttur til að mæta gistiþörf erlendra ferðamanna sem hingað hafa komið, en þar hefur verið mikill vöxtur undanfarið og líkur eru á að sá vöxtur haldi áfram.

- Frá árinu 2013 hefur viðskiptaafgangur verið umtalsverður, og hefur hann átt drjúgan þátt í að bæta erlenda stöðu þjóðarbúsins og efla gjaldeyrisforða Seðlabankans. Meginástæða þessa myndarlega viðskiptaafgangs er geysihraður vöxtur ferðaþjónustunnar á tímabilinu, en hún skilaði 35% allra útflutningstekna á fyrri helmingi yfirstandandi árs.

- Við teljum að þjónustuútflutningur muni vaxa fimmfalt hraðar en vöruútflutningur á tímabilinu. Mestur verður vöxtur þjónustuútflutnings í ár, en þá spáum við 14,4% vexti. Á næsta ári gerum við ráð fyrir 12% vexti þjónustuútflutnings, og árið 2018 áætlum við að vöxturinn verði 7%.

- Útflutningur sjávarafurða mun taka við sér á spátímanum. Við spáum ríflega 4% aukningu í útflutningi sjávarafurða á næsta ári, og rúmlega 3% aukningu árið 2018. Hins vegar verður lítill vöxtur í útflutningi afurða orkufreks iðnaðar á spátímanum, enda hafa tafir og óvissa einkennt uppbyggingu í þeim geira.

- Innflutningur hefur aukist hröðum skrefum undanfarið samfara aukinni innlendri eftirspurn og vexti þjónustuútflutnings. Við áætlum að vöxtur innflutnings verði hægari eftir því sem líður á spátímann þegar dregur úr vexti fjármunamyndunar, einkaneyslu og þjónustuútflutnings. Teljum við að innflutningur vöru og þjónustu aukist um 15,2% á yfirstandandi ári, um 7,7% árið 2017 og um 4,0% árið 2018. Tvö seinni árin verður að mati okkar allgott samræmi milli vaxtar útflutnings og innflutnings.

- Við teljum að afgangur verði af viðskiptajöfnuði allt spátímabilið. Spáum við því að afgangurinn nemi 4,2% af VLF í ár, 1,6% af VLF árið 2017 og 1,5% af VLF árið 2018. Gangi spáin eftir mun uppsafnaður viðskiptaafgangur áranna 2013-2018 alls nema fjórðungi af VLF.

- Gengi krónunnar hefur verið að styrkjast talsvert undanfarið. Nemur gengishækkunin 11% frá upphafi árs og 20% yfir síðastliðin tvö ár gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Við gerum ráð fyrir áframhaldandi styrkingu krónu fram á seinni hluta ársins 2017, og að styrkingin nemi u.þ.b. 5% frá núverandi gildum. Í kjölfarið teljum við hins vegar að gengi krónu taki að lækka á nýjan leik, enda raungengið þá orðið nokkuð hátt, farið að hægja á hagvexti og spennu í hagkerfinu, og tekið að draga úr gjaldeyrisinnflæði með minnkandi viðskiptaafgangi.

- Þegar höftunum verður létt af innlendum aðilum skapast nýtt landslag á gjaldeyrismarkaði sem fylgir meiri óvissa varðandi gengisþróunina en verið hefur. Losun haftanna getur haft í för með sér útflæði fjármagns og þar með lækkunarþrýsting á krónuna um a.m.k. hríð vegna aukinnar beinnar erlendrar fjárfestingar fyrirtækja og sakir viðleitni einstaklinga og fyrirtækja til að dreifa áhættu í eignasöfnum. Á móti vegur umtalsverður munur á innlendum og erlendum vöxtum, meiri hagvöxtur hér en í viðskiptalöndunum, góð hrein erlend skuldastaða þjóðarbúsins, hagstæð viðskiptakjör og mikið innflæði gjaldeyris vegna kröftugs vaxtar í ferðaþjónustu.

- Hækkun gengis krónunnar undanfarið hefur að hluta verið aðlögun raungengisins að hærra jafnvægisraungengi krónunnar. Stendur raungengi krónunnar nú rétt yfir mati Seðlabankans á jafnvægisraungenginu. Í ljósi þess að toppi núverandi uppsveiflu er ekki enn náð og verður ekki náð fyrr en á næsta ári samkvæmt okkar hagspá eru sterk rök fyrir því að raungengi krónunnar hækki áfram. Teljum við líklegt að sú hækkun verði að stórum hluta fyrir tilstilli hækkunar nafngengis krónunnar. Að sama skapi er líklegt, þegar aftur fer að draga úr framleiðsluspennunni, að raungengi krónunnar komi til með að lækka og þá alfarið fyrir tilstilli lækkunar nafngengis krónunnar.

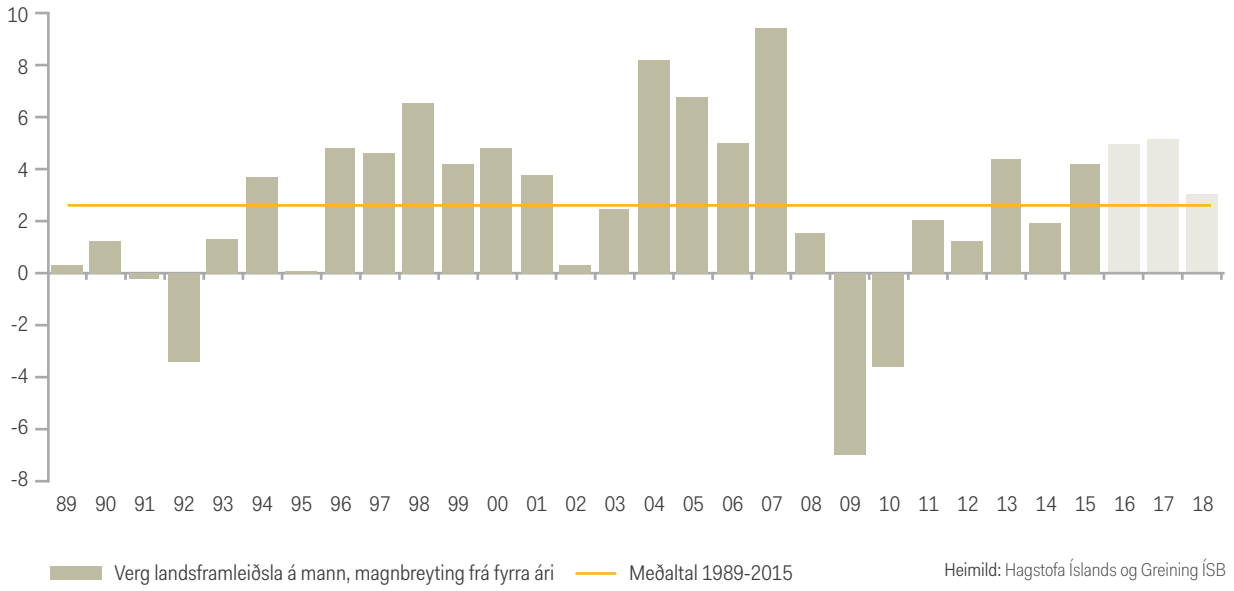
- Þrátt fyrir talsverðan innlendan verðbólguþrýsting hefur verðbólga nú verið undir verðbólgumarkmiði Seðlabankans samfleytt í tvö og hálft ár, fyrst og fremst vegna verðhjöðnunar á innfluttri neyslu.

- Við spáum því að verðbólga verði að jafnaði 1,6% á árinu 2017, og að í lok næsta árs mælist hún 2,1%. Í kjölfarið teljum við hins vegar að verðbólga muni fara vaxandi og mælast að jafnaði 3,1% á árinu 2018.

- Við teljum að Peningastefnunefndin muni stíga frekari skref til lækkunar vaxta á næstunni, og að í heild muni hún lækka stýrivexti Seðlabankans um 0,5 prósent til viðbótar á þessu ári. Næsta vaxtaákvörðun bankans verður þann 5. október næstkomandi, og gerum við ráð fyrir 0,25 prósenta lækkun vaxta þann dag. Gengi krónunnar hefur styrkst frá síðustu vaxtaákvörðun og verðbólguvæntingar lækkað frekar, sem peningastefnunefndin mun m.a. vísa til við ákvörðun sína um vaxtalækkun. Þá spáum við öðru 0,25 prósenta lækkunarskrefi í nóvember næstkomandi. Í kjölfarið gerum við ráð fyrir óbreyttum vöxtum út spátímann. Raunstýrivextir munu hins vegar fara lækkandi þegar kemur fram á næsta ár og verðbólgutakturinn eykst.

Áframhaldandi kröftugur hagvöxtur

Verg landsframleiðsla, breyting frá fyrra ári (%)

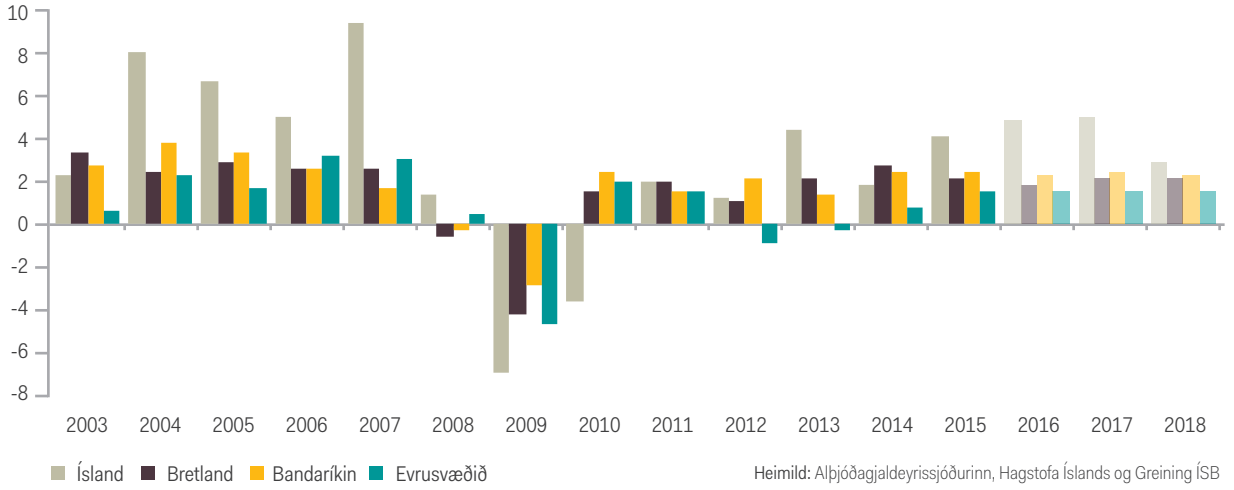


Heimild: Hagstofa Íslands og Greining ÍSB

Við spáum nokkuð kröftugum hagvexti hér á landi í ár og á næsta ári, eða sem nemur 4,9% í ár og 5,1% árið 2017. Er þetta meiri hagvöxtur en mælst hefur hér á landi frá árinu 2007. Við reiknum í kjölfarið með nokkuð hægari hagvexti á árinu 2018, eða 3,0%. Spáum við því að þenslan í efnahagslífinu nái hámarki á næsta ári. Hagvaxtarhorfur á spátímabilinu hafa á heildina litið batnað frekar frá því að við birtum síðustu spá okkar í upphafi júní sl. Reiknum við með 1,1 prósentustigi meiri hagvexti á næsta ári og 0,4 prósentustigum meiri á árinu 2018 en í fyrri spá, en á móti hefur hagvaxtarspá okkar fyrir þetta ár verið endurskoðuð til lækkunar um 0,5 prósentustig.

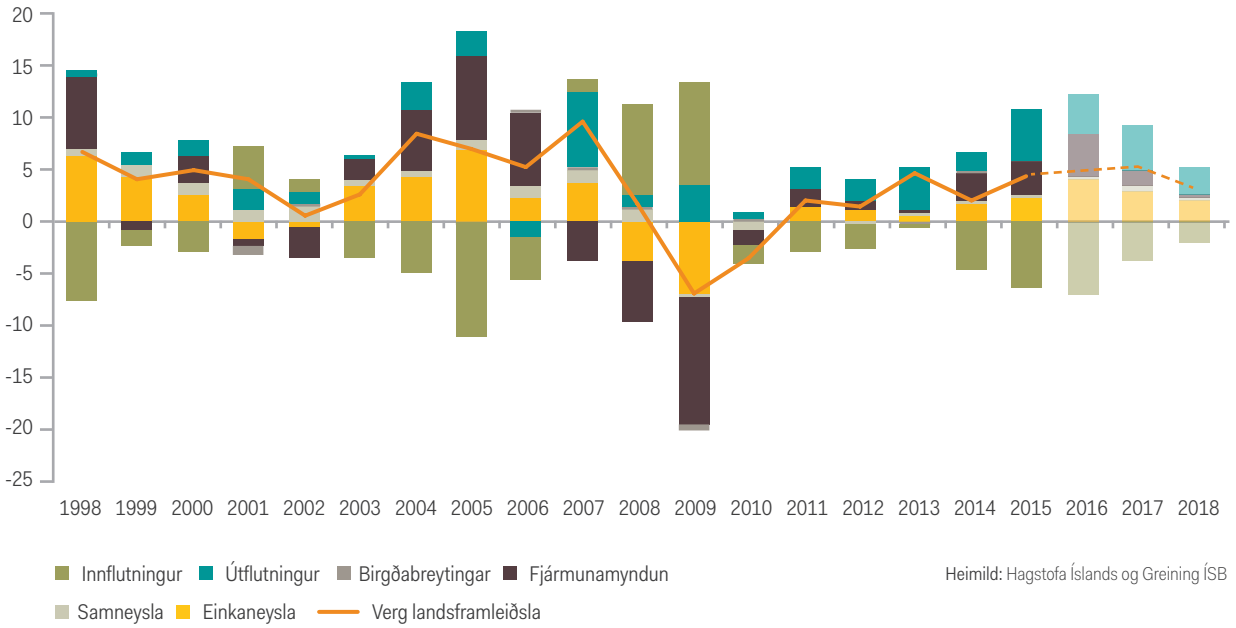
Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum okkar hefur verið hægur undanfarið og samkvæmt spám mun hann ekki glæðast mikið á næstunni. Þrátt fyrir þennan hæga hagvöxt hefur núverandi uppsveifla í íslensku efnahagslífi verið drifin áfram að stórum hluta af vexti útflutnings, og þá sérstaklega af miklum vexti þjónustuútflutnings. Undanfarið hefur innlend eftirspurn hins vegar einnig verið að taka nokkuð kröftuglega við sér hér á landi. Hefur aukinn vöxtur mælst bæði í fjárfestingum einkaaðila og einkaneyslu. Undir liggur m.a. bætt fjárhagsleg staða fyrirtækja og heimila. Er sú þróun úr takti við það sem hefur átt sér stað í flestum nálægum ríkjum, en þar hefur innlend eftirspurn víðast hvar verið að vaxa hægt.

Verg landsframleiðsla, breyting frá fyrra ári (%)



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands og Greining ÍSB

Verg landsframleiðsla og framlag undirliða, breyting frá fyrra ári (%)



Heimild: Hagstofa Íslands og Greining ÍSB

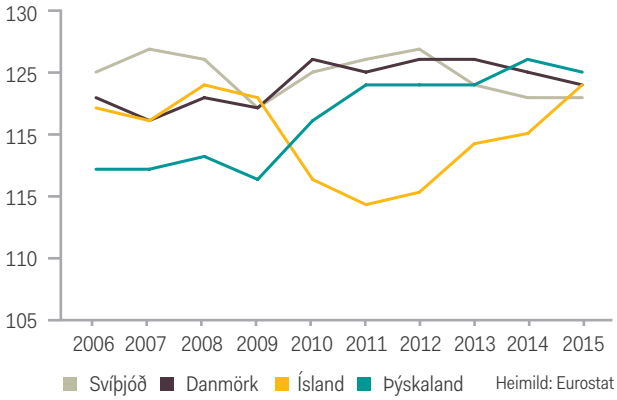
Þensla hefur verið að myndast í íslenska hagkerfinu undanfarin misseri á sama tíma og viðvarandi slaki er í hagkerfum flestra nálægra landa. Viðfangsefni hagstjórnar eru í þessu ljósi afar ólík hér á landi og í flestum öðrum iðnvæddum ríkjum um þessar mundir. Hefur verkefnið þannig verið að reyna að hvetja hagkerfið til vaxtar og vinna gegn of lítilli verðbólgu bæði á evrusvæðinu sem og í Bandaríkjunum svo dæmi sé tekið. Hér á landi hefur verkefni hagstjórnar hins vegar verið að beita aðhaldi í opinberum fjármálum og peningastjórnun til að kæla hagkerfið og vinna gegn verðbólguþrýstingi.

Þessi sérstaka staða íslenska hagkerfisins í alþjóðlegum samanburði er sýnileg í ýmsum hagstærðum um þessar mundir. Má nefna í því sambandi tölur af vinnumarkaði, en hvergi innan ríkja OECD er atvinnuleysið minna eða atvinnuþátttaka meiri en hér á landi. Hvergi innan OECD eru launahækkanir heldur meiri. Framleiðnivöxtur hefur verið hægur í nálægum ríkjum en þó víða umfram launahækkanir. Hér á landi hafa launahækkanir hins vegar verið langt umfram framleiðnivöxt undanfarið.

Landsframleiðsla á mann hefur aukist talsvert hér á landi á undanförnum árum og er hún mjög mikil í alþjóðlegum samanburði. Stóð hún í fyrra, leiðrétt fyrir kaupmætti, 24% yfir meðaltali ESB ríkjanna, sem er jafn hátt og hún fór hvað hæst fyrir efnahagsáfallið 2008. Reikna má með að Ísland mælist enn hærra í þessum samanburði í ár og á næsta ári vegna mikils hagvaxtar hér á landi í alþjóðlegum samanburði.

Miklar innlendar launahækkanir, styrking krónunnar og vaxandi skortur á vinnuafli gerir það að verkum að erlent vinnuafl sækir hingað í auknum mæli, sérstaklega frá láglaunasvæðum innan Evrópu. Þessi sveigjanleiki vinnumarkaðarins hefur hjálpað íslenska hagkerfinu mikið við að takast á við nýjar áskoranir sem ferðaþjónustan hefur m.a. kallað á, en einnig hefur þessi sveigjanleiki að mati okkar átt þátt í að stemma stigu við aukinni verðbólgu í kjölfarið á miklum kjarasamningsbundnum launahækkunum.

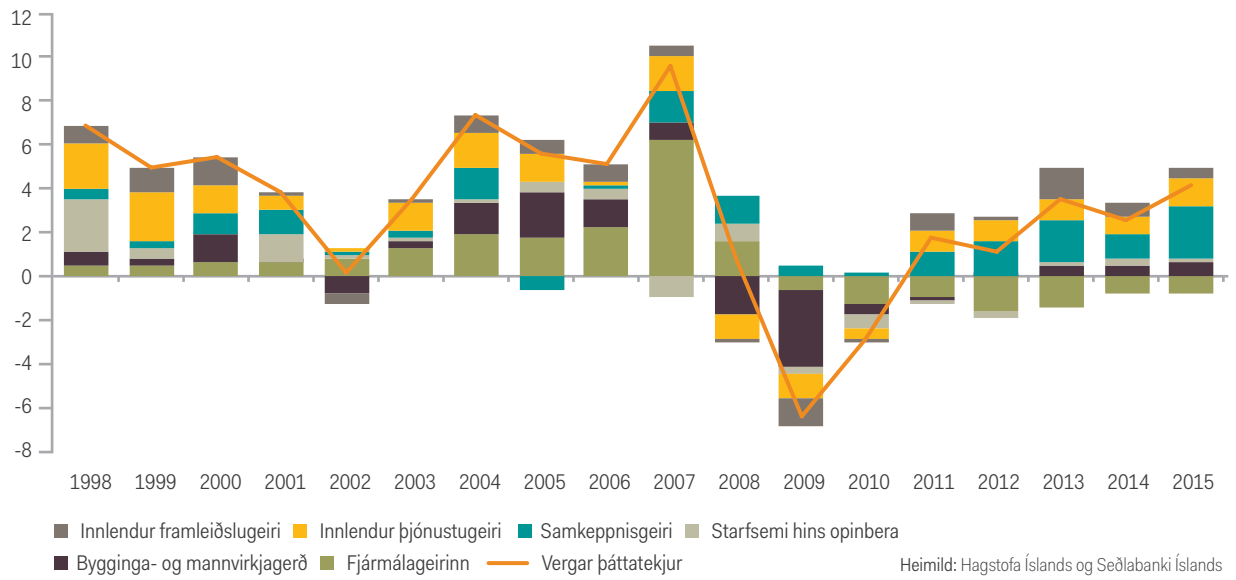
Verg landsframleiðsla á mann leiðrétt fyrir kaupmætti, ESB=100



Heimild: Eurostat

Eðlisbreyting hefur átt sér stað á íslensku efnahagslífi á undanförnum árum sem gerir það samofnara efnahagsþróun nálægra landa. Mjög hraður vöxtur ferðaþjónustu hefur á skömmum tíma gert þá grein að þeirri umfangsmestu í gjaldeyrisöflun þjóðarinnar, og í leiðinni tengt íslenska hagkerfið betur við efnahagsþróun þeirra landa sem ferðamennirnir koma frá. Með væntanlegum aðgerðum í losun gjaldeyrishafta verður stigið annað skref í að tengja hagkerfið betur efnahagsþróun umheimsins. Hagkerfið er því að opnast á ný, sem lofar góðu fyrir hagvaxtarþróun næstu ára.

Vergar þáttatekjur og framlag geira, breyting frá fyrra ári (%)

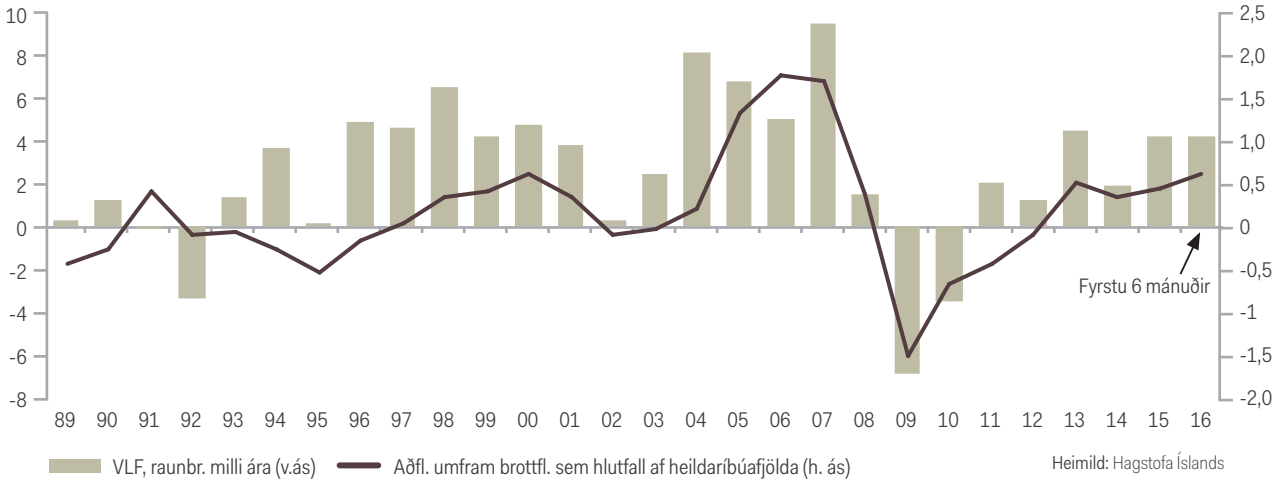


Heimild: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands

Í ljósi sögunnar er eðlilegt að spurt sé á hversu sterkum grunni þessi uppsveifla byggir. Ýmis rök benda til þess að hún sé byggð á talsvert traustari grunni en sú síðasta. Má þar t.d. nefna hóflegri hagvöxt sem ekki er byggður á aukinni skuldsetningu, betra innra og ytra jafnvægi hagkerfisins, mun betri erlenda skuldastöðu og fjölþættari gjaldeyrissköpun. Uppbygging eftir efnahagsáfallið 2008 hefur verið gerð með þann lærdóm í farteskinu, og á það stóran þátt í að skapa sterkari grunn. Sagan um nýja hagkerfið hefur hins vegar of oft reynst án innistæðu hér á landi sem og erlendis, og því ber að taka henni með fyrirvara og gagnrýni. Stutt er síðan íslenska hagkerfið tókst á við eftirköst slíks.

Núverandi uppsveifla byggir að stórum hluta á grein sem farið hefur á mjög skömmum tíma úr því að vera tiltölulega lítil hér á landi í að vera stærsta greinin í gjaldeyrissköpun þjóðarbúsins. Erum við í þessu að fara inn á óþekktar slóðir hér á landi í auðlindanýtingu og gjaldeyris- og atvinnusköpun, sem hefur hættur í för með sér. Er svo komið að áfall í þessari grein myndi hafa veruleg áhrif á íslenskt efnahagslíf. Sá mikli vöxtur sem spáð er í greininni hefur einnig umtalsverð áhrif á ganginn í öðrum greinum hagkerfisins og stöðu hagkerfisins alls sem nú er í þenslu. Segja má að ferðaþjónustan hafi þannig farið með hagkerfið í óvissuferð sem ekki sér enn fyrir endann á. Mjög mikilvægt er að stjórnvöld og hagsmunaaðilar séu meðvituð um þessar hættur þannig að tryggja megi að þessari þróun muni fylgja langtímaávinningur fyrir íslenskt efnahagslíf.

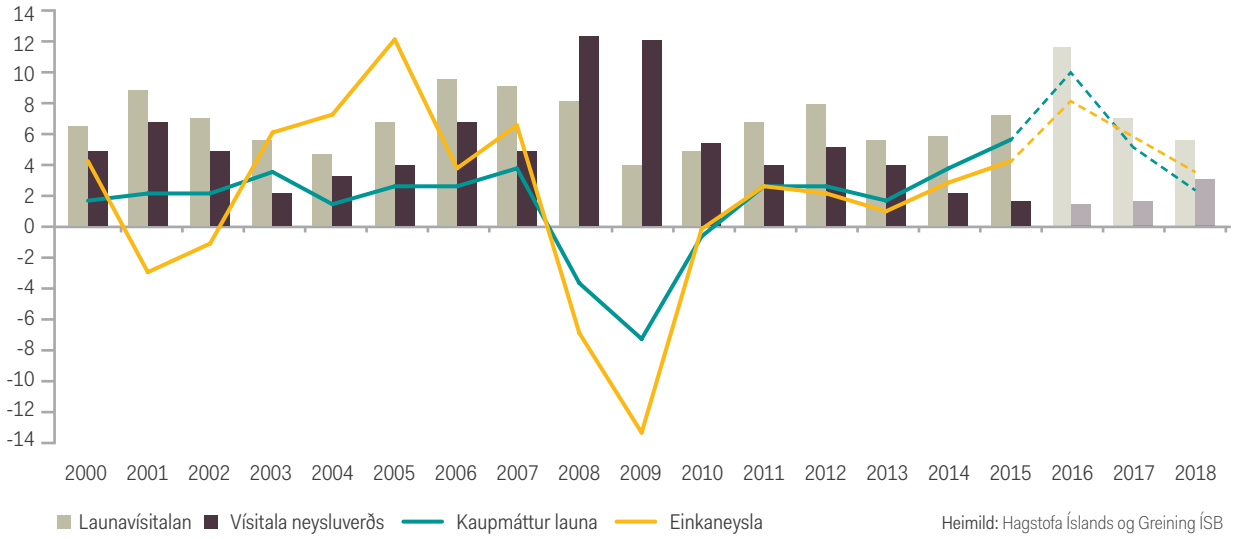
Verg landsframleiðsla og fólksflutningar (%)



Heimild: Hagstofa Íslands

Verulegur einkaneysluvöxtur í kortunum

Einkaneysla og kaupmáttur launa, breyting á föstu verði frá árinu á undan (%)

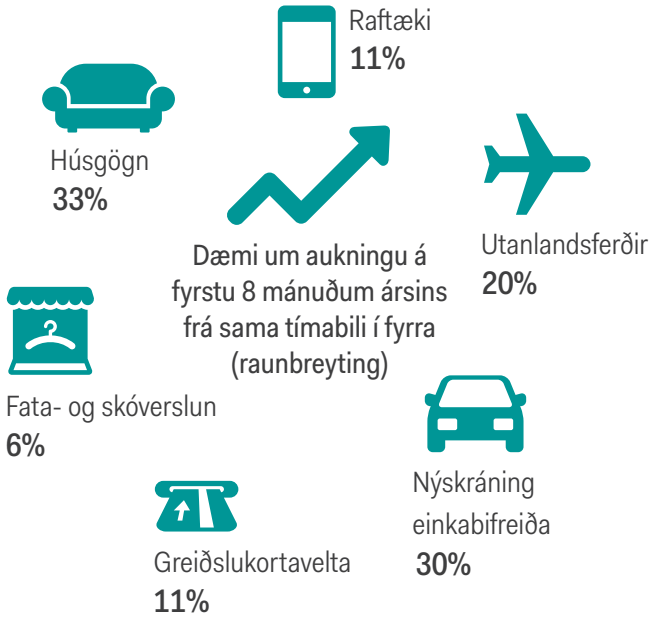


Heimild: Hagstofa Íslands og Greining ÍSB

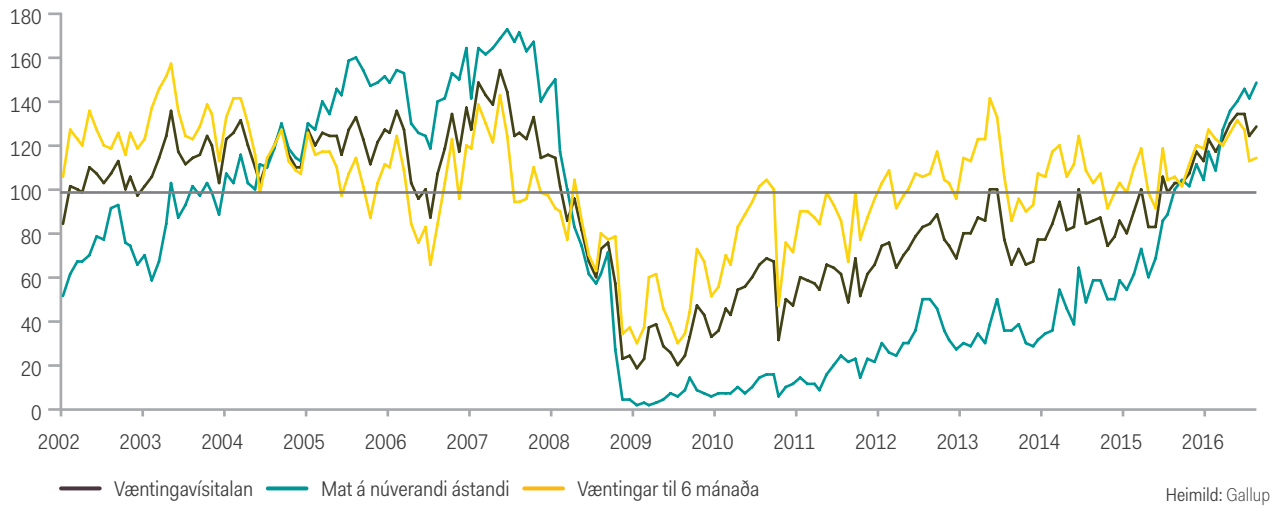
Helstu hagstærðir er gefa tóninn varðandi þróun einkaneyslu gefa til kynna að hún vaxi hröðum skrefum um þessar mundir. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að einkaneysla hafi vaxið um 7,7% að raunvirði á milli ára á fyrri helmingi ársins, sem má teljast verulegur vöxtur. Engu að síður teljum við að sá vöxtur sé aðeins hóflegri en við komum til með sjá fyrir árið í heild. Við spáum því hröðum vexti einkaneyslu þetta ár og myndarlegum vexti út spátímann. Við teljum þó að allgott samræmi verði milli vaxtar einkaneyslu og aukningar kaupmáttar á spátímanum, líkt og verið hefur framan af þessari uppsveiflu ólíkt síðustu uppsveiflu þegar einkaneysluaukningin var að verulegu leyti tekin að láni.

Greiðslukortavelta heimilanna hefur verið á hraðri siglingu síðustu misserin, en hún er einn besti mælikvarði á þróun einkaneyslunnar á hverjum tíma. Aðrir hagvísar er varða innflutning og sölu á hinum ýmsu neysluvörum hafa sömu sögu að segja. Auk þess hafa aldrei jafnmargir Íslendingar farið til útlanda á fyrstu átta mánuðum ársins og nú í ár, og á það einnig við sé leiðrétt fyrir fólksfjölgun. Að lokum má nefna þróun Væntingavísitölu Gallup, en hún hefur í rúmt ár mælst vel yfir 100 stigunum sem marka jafnvægi á milli bjart- og svartsýni heimila á stöðu og horfur í efnahags- og atvinnumálum þjóðarinnar. Sögulega séð hefur fylgni Væntingavísitölunnar við þróun einkaneyslunnar verið talsverð, og rímar þróun hennar við aðrar vísbendingar um að kröftugur einkaneysluvöxtur sé í kortunum.

Veigamiklir þættir í afkomu heimila hafa haldið áfram að þróast með hagfelldum hætti og styðja því við mikinn vöxt einkaneyslu. Ber hér fyrst að nefna kaupmátt launa, sem hefur sjaldan aukist jafn mikið og um þessar mundir, og er aukningin langt umfram þá kaupmáttaraukningu sem var í síðustu uppsveiflu. Ástæðan er samspil kjarasamningsbundinna launahækkana sem hafa verið verulegar á sama tíma og verðbólga hefur haldist hófleg, og þá einna helst vegna styrkingar á gengi krónunnar. Að auki hefur eftirspurn eftir vinnuafli haldið áfram að aukast, og atvinnuleysi þar með minnkað samfara vaxandi umsvifum í hagkerfinu. Er auknum hluta af vinnuaflsþörf hagvaxtarins nú mætt með innflutningi á vinnuafli, sem skýrir nokkuð hraða fólksfjölgun um þessar mundir. Staðan á vinnumarkaði er almennt góð fyrir launafólk um þessar mundir og snýr vandamálið fremur að fyrirtækjum í greinum sem hafa vaxið hvað hraðast undanfarið, en þau finna í vaxandi mæli fyrir skorti á vinnuafli.



Væntingavísitala Gallup

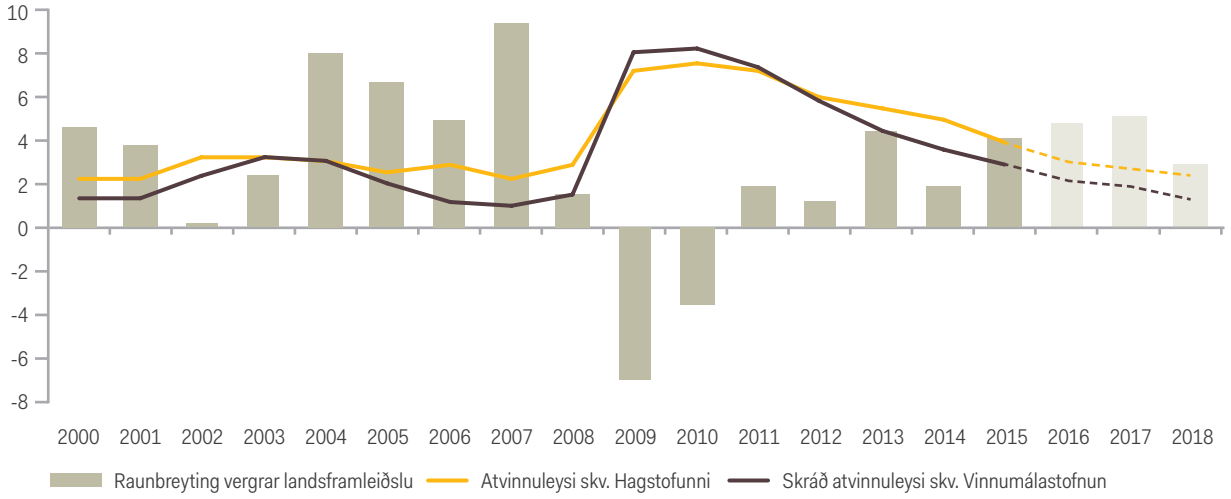


Heimild: Gallup

Á ofangreindum grundvelli spáum við einkaneysluvexti í ár sem nemur 8,1% að raungildi. Rætist spá okkar verður það mesti vöxtur einkaneyslu síðan árið 2005. Við teljum að hægja muni á einkaneysluvexti næstu tvö ár, sem eðlilegt er í kjölfarið, og að hann muni nema 5,5% á næsta ári og 3,4% árið 2018, sem má þó teljast talsverður einkaneysluvöxtur. Þessu til grundvallar liggur m.a. spá okkar um vöxt kaupmáttar launa, sem við reiknum með að verði um 10,0% í ár, 5,2% á næsta ári og 2,3% á árinu 2018. Líkt og í ár mun samspil myndarlegra launahækkana og hóflegrar verðbólgu knýja kaupmátt launa áfram á næsta ári, en við reiknum svo með minni launahækkunum og aukinni verðbólgu árið 2018 sem ætti að öllu jöfnu að draga úr einkaneysluvexti. Þá spáum við áframhaldandi raunhækkun íbúðaverðs á tímabilinu, eða um 6,9% í ár, 8,0% á næsta ári og 3,4% árið 2018. Að lokum teljum við að áfram dragi úr atvinnuleysi og að það fari niður í 3,1% í ár úr 4,0% í fyrra, verði svo 2,7% á næsta ári og 2,5% árið þar á eftir. Er atvinnuleysi á spátímanum þar með umtalsvert undir því atvinnuleysi sem mælst hefur að jafnaði hér á landi síðastliðin 25 ár. Reiknum við með því að samhliða þessu muni innflutningur á vinnuafli færast í aukana.

Samneysla hefur vaxið fremur hægt síðustu ár vegna aðhalds í opinberum rekstri. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst samneysla um 0,6% að raunvirði á fyrri árshelmingi frá sama tímabili í fyrra. Horfur eru á að kjarasamningsbundnar launahækkanir verði talsverðar á næstu árum og áætlanir hins opinbera gera ráð fyrir áframhaldandi aðhaldi. Gerum við því ráð fyrir hægum vexti samneyslu hins opinbera að raunvirði á spátímanum. Við gerum ráð fyrir að vöxturinn á árinu í heild verði aðeins meiri en var á fyrri árshelmingi, eða sem nemur um 1,1%. Á næsta ári spáum við því að samneyslan aukist um 1,8% og um 2,0% árið 2018.

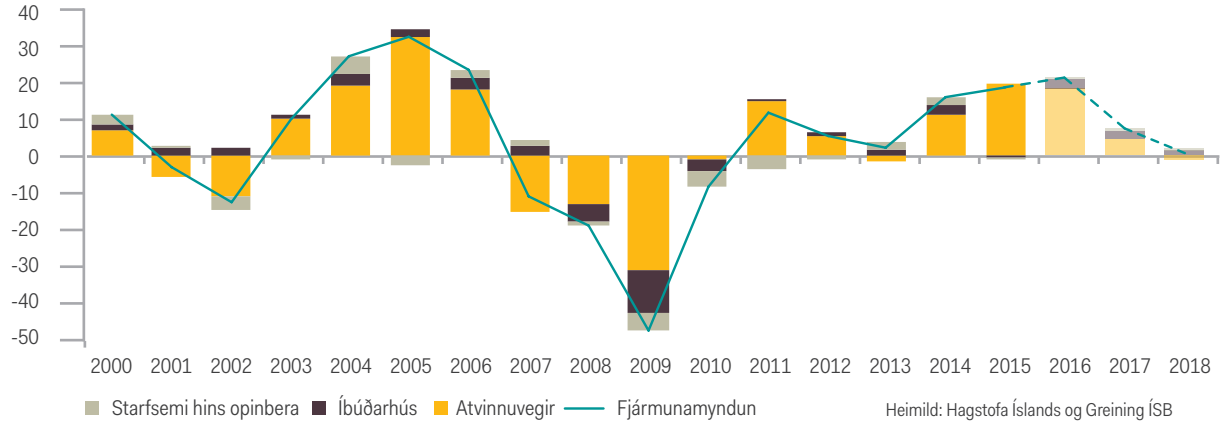
Verg landsframleiðsla og atvinnuleysi (%)



Heimild: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun og Greining ÍSB

Fjárfesting í upptakti

Framlag einstakra þátta í þróun fjármunamyndunar (%)

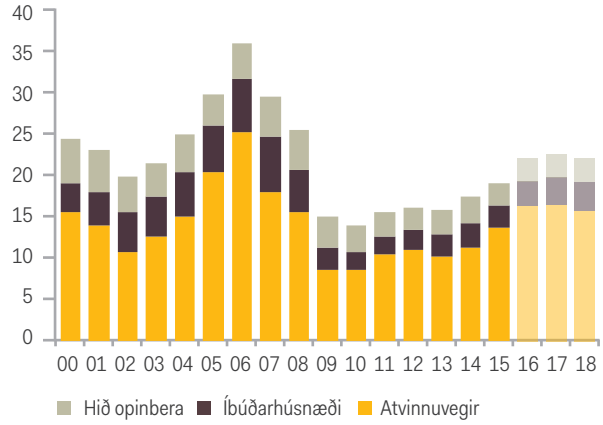


Heimild: Hagstofa Íslands og Greining ÍSB

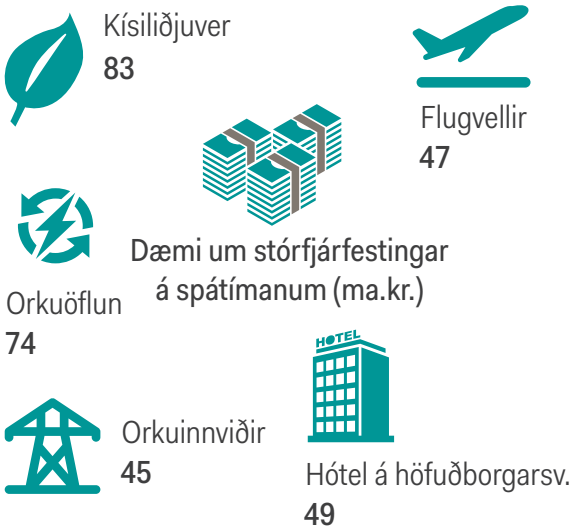
Verulega hefur bætt í fjármunamyndun í hagkerfinu undanfarin misseri, og er hún nú komin í takt við það sem eðlilegt má teljast í þróuðu hagkerfi. Samkvæmt tölum Hagstofunnar var hlutfall fjárfestingar af VLF u.þ.b. 23% á fyrri helmingi ársins 2016. Gjarnan er miðað við 20% af VLF sem eðlilegt fjárfestingarhlutfall að jafnaði í þróuðum ríkjum. Verulega dró úr fjárfestingu í kjölfar fjármálahrunsins 2008, og fór fjárfestingarhlutfallið lægst í 14% af VLF árið 2010. Framangreind þróun er því afar jákvæð, enda skýtur hún styrkari stoðum undir frekari hagvöxt og tekjuöflun litið fram á veg.

Í heild gerum við ráð fyrir að fjármunamyndun aukist um 21,3% á yfirstandandi ári frá fyrra ári. Árið 2017 spáum við 7,2% vexti fjárfestingar, og árið 2018 verður vöxturinn 0,6% að okkar mati. Hægur vöxtur á lokaári spárinnar kemur til vegna lítilsháttar samdráttar í atvinnuvegafjárfestingu, eins og fjallað er um hér á eftir. Allan spátímann verður fjármunamyndun samt sem áður myndarleg, og verður fjárfestingarhlutfallið á bilinu 21-22% af VLF allt tímabilið.

Hlutfall fjármunamyndunar af VLF (%)



Heimild: Hagstofa Íslands og Greining ÍSB



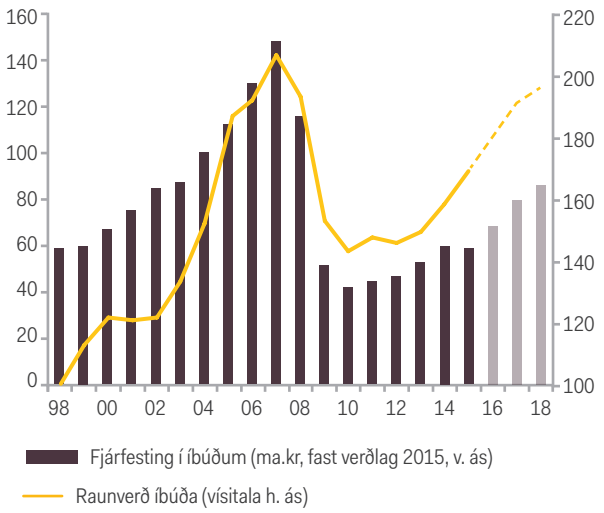
Ört vaxandi atvinnuvegafjárfesting á hvað mestan þátt í aukinni fjármunamyndun undanfarið. Á fyrri helmingi yfirstandandi árs jókst slík fjárfesting um ríflega 37% frá sama tíma í fyrra. Á sama tíma jókst íbúðafjárfesting um 17,3% en fjárfesting hins opinbera einungis um 1,9%. Stór hluti þessa vaxtar tengist ferðaþjónustu beint eða óbeint. Má þar nefna hótelbyggingar, kaup á bílaleigubílum, og fjárfestingu í stærri fólksflutningabifreiðum og flugvélum. Einnig koma til innviðafjárfestingar á borð við uppbyggingu Isavia við Keflavíkurflugvöll, sem útlit er fyrir að verði mikil að vöxtum út áratuginn hið minnsta. Auk þess hefur verið talsverður gangur í iðnaðaruppbyggingu það sem af er ári. Horfur eru hins vegar á hægari uppbyggingu í kísilmálmvinnslu en við töldum í síðustu spá okkar, enda hafa stóru fjárfestingarverkefnin af þeim toga orðið fyrir töfum með einum eða öðrum hætti. Einnig ríkir meiri óvissa en áður um hvort þau verði öll að veruleika í fyrirsjáanlegri framtíð, og endurspeglast það einnig í spá okkar fyrir atvinnuvegafjárfestingu á komandi misserum.

Fyrri helmingur ársins gefur að mati okkar tóninn fyrir árið í heild, þótt líklegt sé að vöxtur atvinnuvegafjárfestingar reynist heldur hóflegri á seinni árshelmingi. Við gerum ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting aukist um 25,6% í ár frá síðasta ári. Á næsta ári gerum við ráð fyrir 5,9% vexti slíkrar fjárfestingar, en 1,6% samdrætti árið 2018. Samdrátturinn á lokaári spárinnar skýrist einkum af öllu minni fjárfestingu í skipum og flugvélum, sem og tækjum til mannvirkjagerðar, en árið á undan. Eftir sem áður verður mikill gangur í atvinnuvegafjárfestingu öll árin að mati okkar.

Mikið aðhald hefur verið í opinberri fjárfestingu á undanförnum árum, og endurspeglast það í lágu hlutfalli hennar af VLF í sögulegu ljósi. Á síðasta ári var þetta hlutfall 2,8%, en til samanburðar var hlutfallið 4,3% að jafnaði á fyrsta áratug þessarar aldar. Ástæða þessa mikla aðhalds er fyrst og fremst bág skuldastaða og tekjumissir ríkis og sveitarfélaga í kjölfar fjármálahrunsins við lok síðasta áratugar. Þessi staða hefur hins vegar batnað verulega, einkum hvað ríkissjóð varðar, og eru hreinar skuldir hans nú komnar niður í 23% af VLF. Þrátt fyrir þetta hefur lítið verið slakað á aðhaldsklónni. Það birtist til að mynda glögglega í nýlegri þingsályktunartillögu um fjármálastefnu fyrir árin 2017-2021. Í henni er lagt til áframhaldandi aðhald í opinberum fjármálum, og gert ráð fyrir að opinber fjárfesting verði á bilinu 2,3% - 2,5% af VLF næstu 5 árin. Við teljum hins vegar að nokkuð verði slakað á klónni á komandi misserum. Þörf fyrir fjárfestingu í samgöngumannvirkjum og öðrum innviðum hefur farið vaxandi, og með sterkari stöðu ríkissjóðs og sveitarfélaga verður auðveldara að réttlæta auknar fjárveitingar til slíkra fjárfestinga. Gerum við því ráð fyrir nokkrum vexti í opinberri fjárfestingu á spátímanum, og að hún muni áfram nema u.þ.b. 2,8% af VLF. Spá okkar hljóðar upp á 2,5% vöxt á þessu ári, 5,3% vöxt árið 2017 og 4,5% vöxt árið 2018.

Við spáum því að verð íbúðarhúsnæðis hækki um 8,5% í ár, 9,7% á næsta ári og um 6,6% á árinu 2018. Vaxandi kaupmáttur ráðstöfunartekna ásamt lýðfræðilegum þáttum, örum vexti í ferðaþjónustu og takmörkuðu framboði nýbygginga mun þrýsta verði upp. Mun raunverð íbúðarhúsnæðis hækka um 6,9% í ár, 8,0% á næsta ári og um 3,4% á árinu 2018. Raunverðshækkunin verður hröðust á fyrri hluta spátímans bæði vegna þess að þá mun, nafnverðshækkunin verða meiri samkvæmt okkar spá og einnig verður verðbólgan lægri. Ástæðan fyrir þessum takti í raunþróuninni er að á fyrri hluta spátímabilsins spáum við meiri vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna, hraðari fólksfjölgun og örari vexti ferðaþjónustu. Undir lok spátímabilsins mun raunverð íbúðarhúsnæðis að okkar mati standa nokkuð hátt sögulega séð og talsvert hátt á einstökum landsvæðum, sérstaklega þar sem ferðaþjónustan hefur verið í hvað örustum vexti líkt og til að mynda í miðbæ Reykjavíkur. Verð á móti launum, sem er einn af mælikvörðum verðbólu á fasteignamarkaði, mun hins vegar haldast nokkuð stöðugt á spátímabilinu og þannig teljum við að gangi spá okkar um verðþróunina eftir muni ekki myndast verðbóla á íbúðamarkaði á tímabilinu.

Íbúðafjárfesting og raunverð íbúða



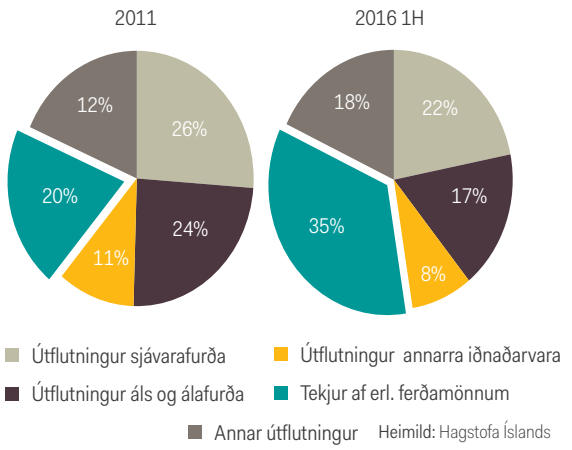
Heimild: Hagstofa Íslands og Greining ÍSB

Talsvert hraður vöxtur var í fjárfestingu í íbúðarhúsnæði á fyrri helmingi þessa árs og mældist hann 17,3%. Hefur verið vöxtur í fjárfestingu í íbúðarhúsnæði frá árinu 2010 að frádregnu síðastliðnu ári þegar mældist 3,1% samdráttur. Lóðaskortur, hár byggingarkostnaður, fyrirhugaðar breytingar á byggingareglugerð sem tóku gildi um síðustu áramót og mikið umfang fjárfestinga í hóteluppbyggingu eru meðal þeirra þátta sem ollu þessum samdrætti. Í þjóðhagsspá okkar í júní sl. sögðum við að samdrátturinn í fyrra væri tímabundinn og að íbúðafjárfestingin tæki við sér á ný á þessu ári. Fjöldi íbúða sem byrjað var á í lok síðastliðins árs voru fleiri en mælst hafa á því byggingarstigi síðan á árinu 2008. Gaf sú staða fyrirheit um góðan vöxt á þessu ári. Hækkun byggingarkostnaðar hefur verið nokkuð undir verðhækkun húsnæðis undanfarið, m.a. vegna hækkunar á gengi krónunnar, og hefur það hvatt til aukinnar fjárfestingar í íbúðarhúsnæði. Reiknum við með framhaldi á þessari þróun. Þá hefur fjárhagsleg staða heimilanna batnað talsvert undanfarið m.a. vegna hraðs vaxtar í kaupmætti ráðstöfunartekna. Einnig kallar nokkuð hröð fólksfjölgun um þessar mundir, m.a. vegna talsverðs innflutnings á vinnuafli, á auknar fjárfestingar á þessu sviði. Til viðbótar hefur hluti af íbúðarhúsnæði farið í að sinna gistiþörf erlendra ferðamanna sem hingað hafa komið, en þar hefur verið mikill vöxtur undanfarið og líkur eru á að sá vöxtur haldi áfram. Í þessu ljósi reiknum við með því að fjárfesting í íbúðarhúsnæði aukist um 17,7% í ár, 16,0% á næsta ári og um 8,5% á árinu 2018.

Áfram hagstæð utanríkisviðskipti

Viðsnúningurinn sem orðið hefur í utanríkisviðskiptum undanfarin þrjú ár hefur átt drjúgan þátt í að bæta erlenda stöðu þjóðarbúsins og efla gjaldeyrisforða Seðlabankans. Frá árinu 2013 hefur viðskiptaafgangur verið umtalsverður, og nam hann að jafnaði 5,6% af VLF síðastliðin þrjú ár. Meginástæða þessa myndarlega viðskiptaafgangs er hin sama og skýrir að stórum hluta mikinn hagvöxt að undanförnu, þ.e. hinn geysihraði vöxtur ferðaþjónustunnar á tímabilinu. Árið 2011 komu t.a.m. 541 þús. ferðamenn til Íslands um Keflavíkurflugvöll. Árið 2015 hafði þessi tala ríflega tvöfaldast, en þá komu 1.262 þús. ferðamenn til landsins m.v. sömu skilgreiningu. Þessi þróun endurspeglast í hlutfalli ferðaþjónustu af heildarútflutningstekjum. Ferðaþjónustan aflaði 20% gjaldeyristekna af útflutningi vöru og þjónustu árið 2011. Á fyrri helmingi yfirstandandi árs var þetta hlutfall komið í 35% samkvæmt tölum Hagstofunnar. Til samanburðar skilaði sjávarútvegur 22% af útflutningstekjum tímabilsins, og áliðnaður 17% teknanna. Ferðaþjónustan skilaði þar með nærri jafn miklum útflutningstekjum á fyrri árshelmingi 2016 og sjávarútvegur og áliðnaður samanlagt.

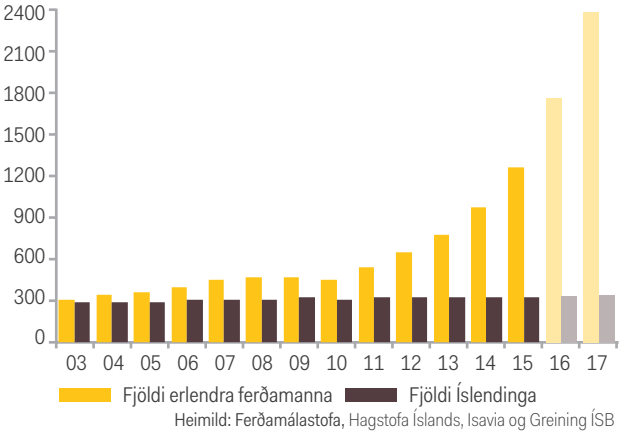
Hlutdeild helstu liða útflutnings í útflutningstekjum



Okkur virðist ljóst að ferðaþjónustan verði áfram burðarásinn í aukningu útflutningstekna á spátímanum. Við teljum að erlendum ferðamönnum sem hingað koma muni fjölga um 39% í ár frá síðasta ári og þeir verði hátt í 1,8 milljónir talsins. Á næsta ári gerum við ráð fyrir 35% fjölgun ferðamanna, og verða þeir samkvæmt því tæplega 2,4 milljónir talsins það ár.

Í ljósi þessarar þróunar ætti ekki að koma á óvart að þjónustuútflutningur hefur vaxið mun hraðar að raungildi en vöruútflutningur síðustu ár. Undanfarin 5 ár hefur þjónustuútflutningur þannig að jafnaði aukist um tæp 8% ár hvert, en vöruútflutningur á sama tíma vaxið um tæplega 3% á ári að meðaltali. Þetta teljum við að verði áfram raunin á

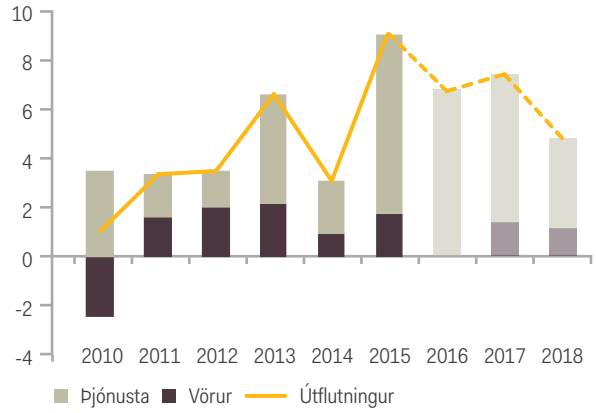
Fjöldi ferðamanna um KEF og fjöldi Íslendinga (í þús.)



Heimild: Ferðamálastofa, Hagstofa Íslands, Isavia og Greining ÍSB

spátímanum, og áætlum við raunar að þjónustuútflutningur vaxi fimmfalt hraðar en vöruútflutningur á tímabilinu. Mestur verður vöxtur þjónustuútflutnings á yfirstandandi ári, en þá spáum við 14,4% vexti. Á næsta ári gerum við ráð fyrir 12% vexti þjónustuútflutnings, og árið 2018 áætlum við að vöxturinn verði 7%. Verður þjónustuútflutningur það ár tvöfalt meiri að raunvirði en hann var í upphafi áratugarins, gangi spá okkar eftir. Hægari vöxtur þjónustuútflutnings eftir því sem á spátímann líður kemur að mati okkar til af hærra raungengi og framboðstakmörkunum, svo nokkuð sé nefnt.

Framlag vöru og þjónustu í vexti útflutnings (%)



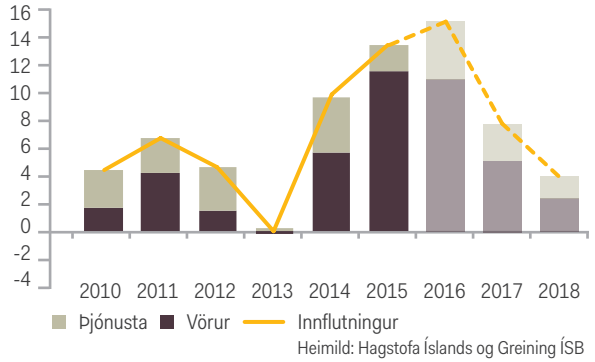
Heimild: Hagstofa Íslands og Greining ÍSB

Sem fyrr segir hefur vöxtur vöruútflutnings verið fremur hægur undanfarin ár þrátt fyrir lágt raungengi framan af áratuginum. Raunar hefur sýnt sig að vöruútflutningur á Íslandi er ekki ýkja næmur fyrir þróun raungengis, þar sem útflutt magn í helstu vöruflokkum (sjávarfangi og áli) ræðst miklu fremur af framboðstakmörkunum á borð við aflaheimildir og gæftir í sjávarútvegi, eða framleiðslugetu álvera, en samkeppnisstöðu á alþjóðamarkaði. Þetta endurspeglast

glöggt í útflutningi á fyrri helmingi ársins, þar sem nærri 5% samdráttur í útflutu magni sjávarafurða frá sama tíma í fyrra skýrist að miklu leyti af rýrri loðnuvertíð.

Við teljum að fiskútflutningur muni taka við sér á seinni helmingi ársins, ekki síst vegna aukinna aflaheimilda í þorski og öðrum botnfiski. Sú þróun mun svo áfram ráða för í sjávarútvegi, og gerum við ráð fyrir ríflega 4% aukningu í útflutningi sjávarafurða á næsta ári, og rúmlega 3% aukningu árið 2018. Hvað orkufrekan iðnað varðar ríkir hins vegar ákveðin stöðnun í slíkum útflutningi, enda sýnist okkur útséð um að frekari uppbygging verði í áliðnaði hérlendis nema hvað varðar hugsanlegar endurbætur á framleiðsluferlinu. Þá er útlit fyrir að framleiðsla hefjist síðar en áður var talið í þeim kísiliðjuverum sem eru í byggingu eða fjármögnunarfasa þessa dagana. Mun útflutningur á slíkum afurðum því hafa fremur lítil áhrif á spátímanum, þótt hann hefjist væntanlega á síðustu fjórðungum hans. Annar vöruútflutningur mun hins vegar að mati okkar aukast jafnt og þétt líkt og verið hefur undanfarin ár.

Framlag vöru og þjónustu í vexti innflutnings (%)



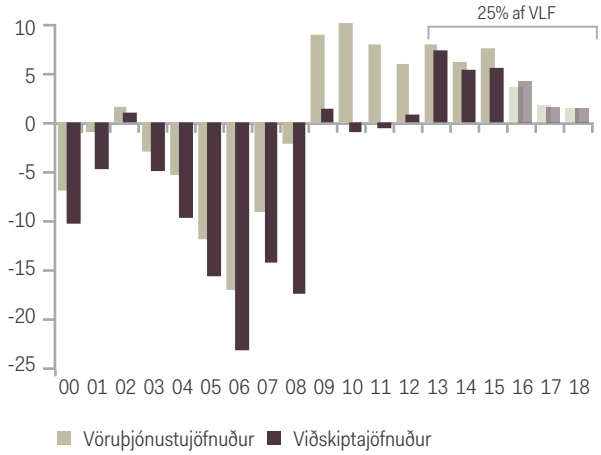
Heimild: Hagstofa Íslands og Greining ÍSB

Innflutningur hefur aukist hröðum skrefum undanfarið samfara aukinni innlendri eftirspurn og vexti þjónustuútflutnings. Á fyrri hluta yfirstandandi árs óx innflutningur til að mynda um 16,2% frá sama tíma í fyrra. Þar af jókst þjónustuinnflutningur um 12,9% og vöruinnflutningur um 18,0%. Þessi hraði innflutningsvöxtur tengist reyndar að verulegu leyti uppbyggingu í ferðaþjónustu, bæði hvað varðar innflutning á fjárfestingarvörum, innflutning neysluvara fyrir hina erlendu gesti og síðast en ekki síst aukningu í innfluttri þjónustu á borð við rekstrarleigu flugvéla. Einnig kemur hér til mikill vöxtur í innfluttri einkaneyslu, t.d. bifreiðum til einkanota, óvaranlegum neysluvörum og innfluttri þjónustu vegna utanlandsferða svo nokkuð sé nefnt.

Við áætlum að vöxtur innflutnings verði hægari eftir því sem líður á spátímann og dregur úr vexti fjármunamyndunar, einkaneyslu og þjónustuútflutnings. Teljum við að innflutningur vöru og þjónustu vaxi um 15,2% á yfirstandandi ári, um 7,7% árið 2017 og um 4,0% árið 2018. Tvö seinni árin verður að mati okkar allgott samræmi milli vaxtar útflutnings og innflutnings.

Hraðari vöxtur innflutnings en útflutnings á fyrri hluta spátímans er ein helsta ástæða þess að við gerum ráð fyrir minni viðskiptaafgangi á komandi misserum en verið hefur síðustu ár. Þetta er í rauninni birtingarmynd hins klassíska sambands milli raungengis og viðskiptajafnaðar, þar sem hækkandi raungengi fer gjarnan saman við óhagstæðari viðskiptajöfnuð og öfugt. Á móti þessari þróun vinnur stórbætt erlend staða þjóðarbúsins, en um mitt ár var hrein

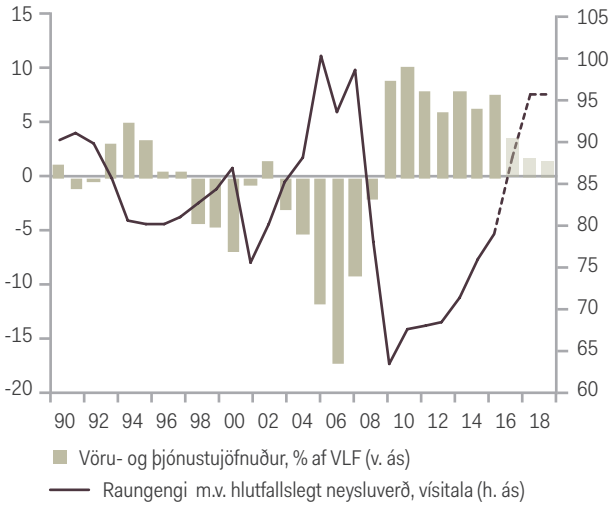
Viðskiptajöfnuður (% af VLF)



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands og Greining ÍSB

erlend staða þjóðarbúsins neikvæð um 1,1% af VLF samkvæmt tölum Seðlabankans. Til samanburðar má nefna að samkvæmt mati Seðlabankans var undirliggjandi hrein staða þjóðarbúsins, að slitabúum gömlu bankanna frátöldum, neikvæð um tæplega 60% af VLF fyrir réttum 5 árum síðan. Við teljum að afgangur verði af viðskiptajöfnuði allt spátímabilið. Spáum við því að afgangurinn nemi 4,2% af VLF í ár, 1,6% af VLF árið 2017 og 1,5% af VLF árið 2018. Gangi spáin eftir mun uppsafnaður viðskiptaafgangur áranna 2013-2018 alls nema fjórðungi af VLF.

Vöru- og þjónustujöfnuður og raungengi ISK



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands og Greining ÍSB

Reiknum með hækkun gengis krónunnar í bráð

Gengi krónunnar hefur verið að styrkjast talsvert undanfarið. Nemur gengishækkunin 11% frá upphafi árs og 20% yfir síðastliðin tvö ár gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Í þjóðhagsspá okkar í júní sl. spáðum við styrkingu krónunnar í bráð. Hefur þróun gengis krónunnar verið í þá átt, en nokkuð hraðari en við reiknuðum með því krónan hefur styrkst um 9% síðan. Gengi krónunnar hefur styrkst mest gagnvart bresku pundi undanfarið, en gengi pundsins lækkaði talsvert eftir þá ákvörðun Breta að segja sig úr ESB. Nemur hækkun krónunnar gagnvart pundinu 26% frá upphafi árs, 10% gagnvart evrunni og 13% gagnvart dollaranum.

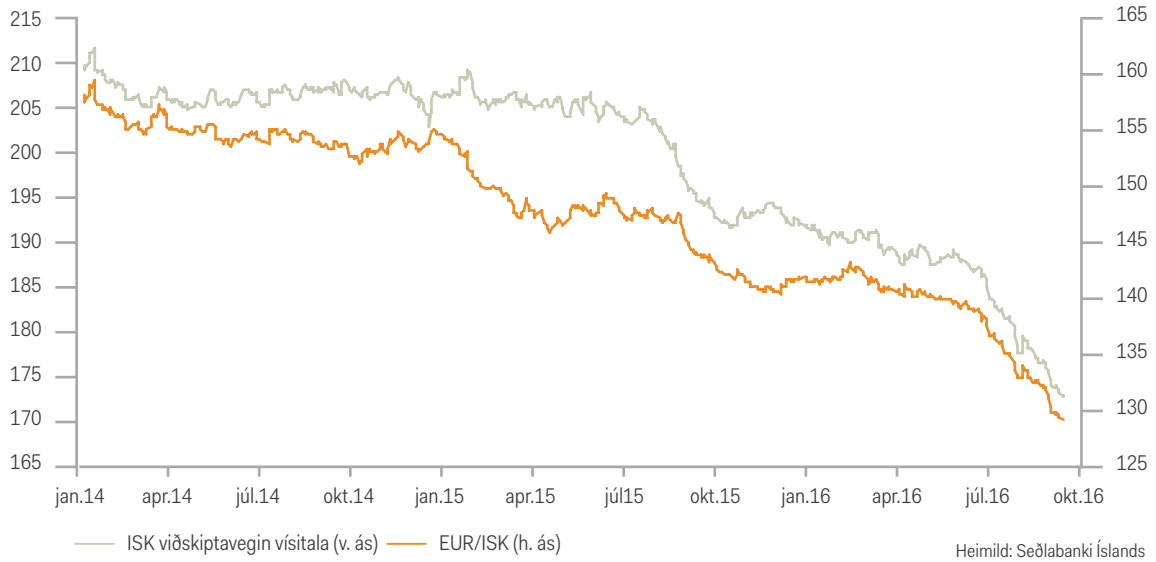
Innan gjaldeyrishaftanna hefur gengisþróun krónunnar verið stýrt af Seðlabankanum. Mikill afgangur af þjónustuviðskiptum við útlönd vegna mikils vaxtar ferðaþjónustu, góð viðskiptakjör og hagstæðari erlend skuldastaða en hér hefur sést í áratugi hefur gert bankanum kleift að kaupa umtalsvert af erlendum gjaldeyri í gjaldeyrisvarasjóð sinn samhliða því að hann hefur leyft gengi krónunnar að styrkjast og færast í átt að því sem hann telur þróun efnahagslífsins kalla á. Mikið innstreymi gjaldeyris hefur einnig skapað svigrúm til að auka heimildir lífeyrissjóðanna til fjárfestinga erlendis, en þær hafa verið rýmkaðar talsvert síðan sjóðunum var fyrst veitt heimild til slíkra fjárfestinga innan núverandi gjaldeyrishafta um mitt síðastliðið ár. Þessu til viðbótar setti Seðlabankinn í byrjun júní sl. reglur um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris, en þar er um að ræða tæki sem er ætlað er að draga úr áhættu sem getur fylgt óhóflegu fjármagnsinnflæði. Segja má að reglurnar hafi stöðvað kaup erlendra aðila á innlendum skuldabréfum, en þau höfðu verið allnokkur frameftir ári. Reglurnar hafa þannig dregið úr styrkingu krónunnar.

Markmið Seðlabankans með gjaldeyriskaupunum hefur verið að safna nægjanlega stórum gjaldeyrisvarasjóði til þess að hægt væri að fara í losun fjármagnshafta á innlenda aðila. Tilkynnti hann í upphafi júlí sl. að gjaldeyrisforðinn væri orðinn nægjanlega stór til að hægt væri að stíga þetta skref. Í ljósi þessa hefur bankinn verið að sleppa hlutfallslega nokkru meira af gjaldeyri í gegn á gjaldeyrismarkaði undanfarið samanborið við síðasta ár, enda hefur krónan styrkst talsvert á tímabilinu.

Frumvarp um losun fjármagnshafta á innlenda aðila leit dagsins ljós um miðjan ágúst sl. Samkvæmt því verða höft á fjármagnsflutninga einstaklinga og fyrirtækja losuð að verulegu leyti í tveimur skrefum á komandi mánuðum. Frá og með ársbyrjun 2017 verður heimilt að fjárfesta allt að 100 m.kr. á ári í erlendum verðbréfum og öðrum fjármálagerningum. Beinar fjárfestingar erlendis verða ótakmarkaðar en háðar staðfestingu Seðlabankans.

Þegar höftunum verður létt af innlendum aðilum er komið nýtt landslag á gjaldeyrismarkaði sem fylgir meiri óvissa varðandi gengisþróunina. Losun haftanna getur haft í för með sér útflæði fjármagns og þar með lækkunarþrýsting á krónuna um hríð a.m.k. vegna aukinnar beinnar erlendrar fjárfestingar fyrirtækja og sakir viðleitni einstaklinga og fyrirtækja til að dreifa áhættu í eignasöfnum. Á móti vegur umtalsverður munur á innlendum og erlendum vöxtum, meiri hagvöxtur hér en í viðskiptalöndunum, góð hrein erlend skuldastaða þjóðarbúsins, hagstæð viðskiptakjör og mikið innflæði gjaldeyris vegna kröftugs vaxtar í ferðaþjónustu. Sviðsmyndagreining Seðlabankans gerir ráð fyrir að 110-245 ma.kr., þ.e. 10-21% af VLF, gætu flætt út úr krónunni í kjölfar ofangreindrar losunar haftanna. Bankinn telur lægri tölurnar

Gengi krónunnar



Heimild: Seðlabanki Íslands

líklegri, og að jafnvel þó að hærri talan yrði niðurstaðan myndi það flæði ekki ógna fjármálastöðugleika eða greiðslujöfnuði. Til samanburðar var gjaldeyrisvarasjóður bankans 3,7 ma.EUR (493 ma.kr.) nettó og 5,6 ma.EUR (733 ma.kr.) brúttó í lok ágúst sl. Frá því í byrjun júní hefur bankinn keypt meira af gjaldeyri inn í forðann en sem nemur hóflegu sviðsmyndinni í ofangreindu mati bankans á útflæðinu í kjölfar afléttingar haftanna.

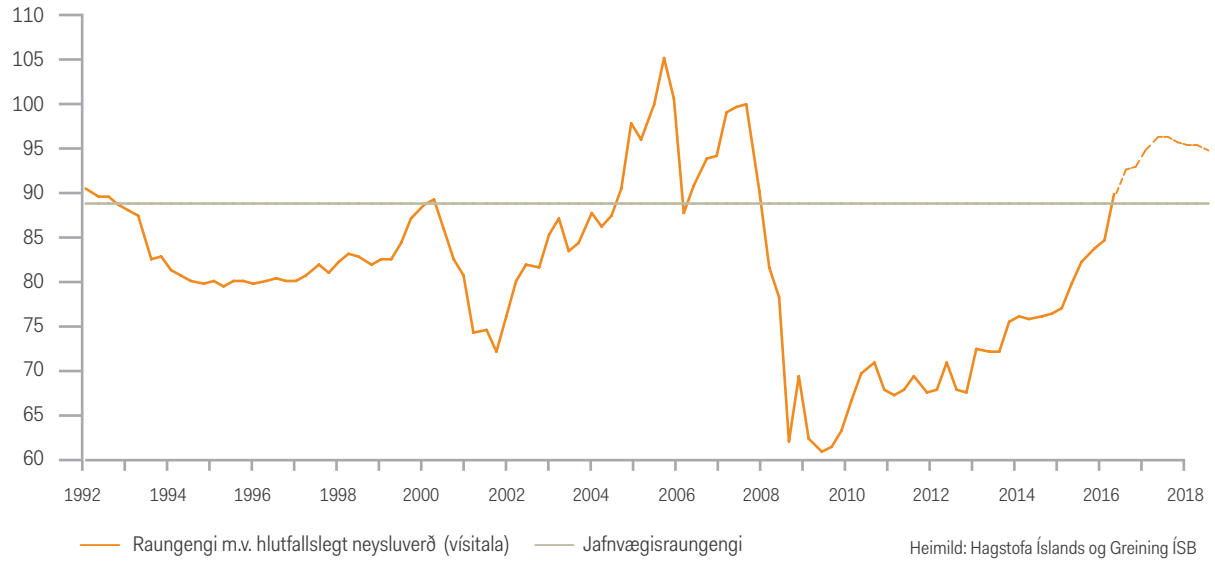
Í Seðlabankanum hefur ekki enn verið mótuð inngripastefna sem tekur mið af hinu breytta umhverfi sem hér verður á gjaldeyrismarkaði eftir að ofangreind skref í afléttingu haftanna hafa verið stigin. Segir seðlabankastjóri að bankinn muni ekki nota gjaldeyrisforðann sem sína fyrstu víglínu við afléttingu hafta heldur verði genginu leyft að hreyfast svo framarlega sem gengissveiflurnar verði ekki óhóflegar. Í þessu ljósi má reikna með auknu flökti í gengi krónunnar eftir að þetta skref hefur verið stigið í afléttingu hafta. Segir seðlabankastjóri að á einhverjum tímapunkti geti Seðlabankinn hins vegar notað forðann sem stuðpúða en hvort gengi krónunnar verði þá lægra en núna er hins vegar annað mál.

Að mati Seðlabankans hefur hækkun gengis krónunnar undanfarið verið að hluta aðlögun raungengisins að hærra jafnvægisraungengi krónunnar. Segir bankinn að jafnvægisraun-gengið hafi hækkað vegna þess að ytri jöfnuður þjóðarbúsins hefur batnað með batnandi viðskiptakjörum og kröftugri útflutningsstarfsemi, sérstaklega undanfarin ár samfara kröftugum vexti útfluttrar þjónustu. Stendur raungengi krónunnar nú rétt yfir mati Seðlabankans á jafnvægisraungenginu. Mat á jafnvægisraungenginu er hins vegar mikilli óvissu háð, en taka má undir með Seðlabankanum að það hafi líklegast hækkað undanfarið sökum ofangreindra þátta. Umtalsverður afgangur af utanríkisviðskiptum bendir aftur á móti til þess að svigrúm sé til frekari styrkingar krónunnar áður en ytra ójafnvægi skapast á hagkerfinu. Sögulega hefur raungengið einnig farið yfir jafnvægisraungengi krónunnar í uppsveiflu.

Í ljósi þess að toppi núverandi uppsveiflu er ekki enn náð, og verður ekki náð fyrr en á næsta ári samkvæmt okkar hagspá, eru sterk rök fyrir því að raungengi krónunnar hækki áfram. Teljum við líklegt að sú hækkun verði fyrir tilstilli hækkunar nafngengis krónunnar að stórum hluta. Að sama skapi er líklegt þegar aftur fer að draga úr framleiðsluspennunni að raungengi krónunnar komi til með að lækka, og þá alfarið fyrir tilstilli lækkunar nafngengis krónunnar.

Í ljósi ofangreinds teljum við líklegt að nafngengi krónunnar muni styrkjast fram á seinni hluta næsta árs. Spáum við um 5% hækkun gengis krónunnar á þeim tíma. Þegar draga fer úr framleiðsluspennunni reiknum við hins vegar með því að sú styrking gangi til baka að stærstum hluta. Rétt er að undirstrika að óvissan í spám um gengisþróun er mikil og á það ekki síst við um spá um gengisþróun íslensku krónunnar næsta kastið, sem er örmynt sem er að losna að hluta úr viðjum fjármagnshafta.

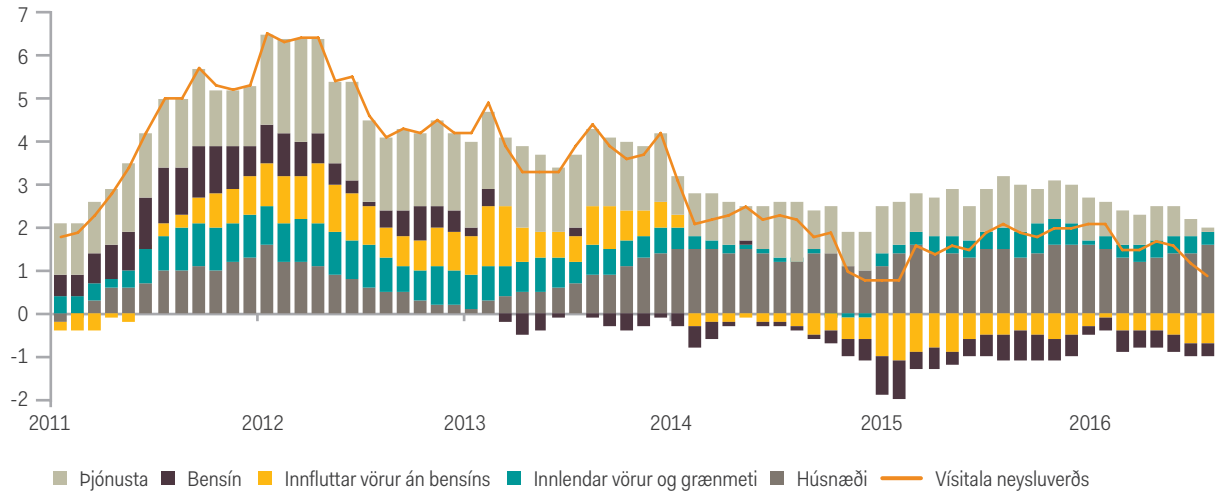
Raungengi krónunnar



Heimild: Hagstofa Íslands og Greining ÍSB

Verðbólga áfram hófleg framan af spátímanum

Innlend og innflutt verðbólga, framlag til verðbólgu (%)

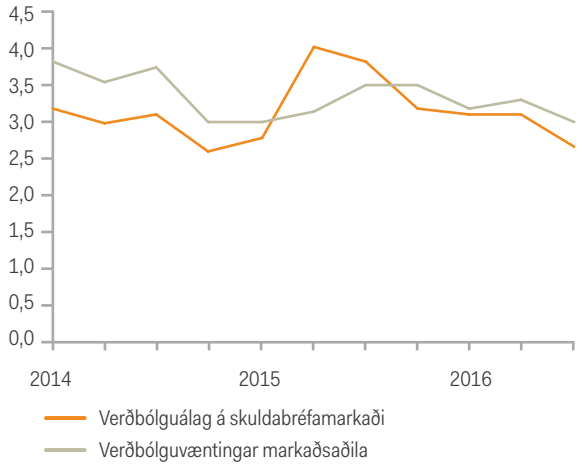


Heimild: Hagstofa Íslands

Verðbólguþróun undanfarinna missera hefur verið afar óvenjuleg fyrir Ísland. Þrátt fyrir uppgang í hagkerfinu, vaxandi spennu á vinnumarkaði, hækkandi fasteignaverð og hraða hækkun launa hefur verðbólga nú verið undir verðbólgumarkmiði Seðlabankans samfleytt í tvö og hálft ár. Ástæðan er að stærstum hluta umtalsverð styrking krónu á tímabilinu ásamt litlum innfluttum verðþrýstingi og í sumum tilfellum raunar verðlækkun mælt í erlendri mynt, sér í lagi á eldsneyti. Verðhjöðnun í hinum innflutta hluta neyslukörfu landsmanna hefur því vegið að mestu upp verulega verðbólgu í innlenda hlutanum.

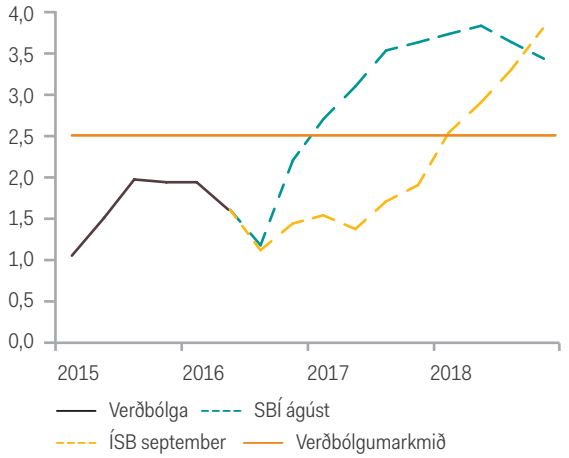
Eftir því sem þessi tími lítillar verðbólgu hefur lengst hafa verðbólguvæntingar að sama skapi orðið stöðugri. Virðast þær nú samrýmast verðbólgumarkmiði Seðlabankans til meðallangs tíma litið, hvort sem litið er til verðbólguálags á skuldabréfamarkaði eða svara úr væntingakönnunum meðal markaðsaðila og stjórnenda fyrirtækja.

Verðbólguvæntingar og verðbólguálag til 5 ára (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands, Kodiak og Greining ÍSB

Verðbólguspár (%)



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands og Greining ÍSB

Undanfarna mánuði hefur verðbólga hjaðnað enn frekar, og fór hún undir 1,0% neðri þolmörk verðbólgumarkmiðs Seðlabankans í ágúst sl. Horfur eru á að verðbólgan fari yfir þolmörkin að nýju innan tíðar, en að styrking krónunnar frá miðju ári verði þó til þess að halda aftur af frekari hækkun vísitölu neysluverðs út þetta ár, og að verðbólga mælist 1,5% í árslok. Í kjölfarið er útlit fyrir áframhaldandi hóflega verðbólgu hérlendis svo lengi sem gengi krónu gefur ekki eftir á nýjan leik. Við spáum því að verðbólga verði að jafnaði 1,6% á árinu 2017, og að í lok næsta árs mælist hún 2,1%. Í kjölfarið teljum við hins vegar að verðbólga muni fara vaxandi, fara yfir 2,5% verðbólgumarkmið Seðlabankans á fyrsta ársfjórðungi 2018 og verða nærri 4,0% efri þolmörkum markmiðsins á síðasta fjórðungi spátímans.

Verðbólguspá okkar hljóðar upp á talsvert minni verðbólgu nær allan spátímann en síðasta spá Seðlabankans. Samkvæmt okkar spá verður verðbólgan þannig undir 2,5% verðbólgumarkmiði bankans fram á árið 2018 á meðan Seðlabankaspáin gerir ráð fyrir að verðbólga fari yfir markmið strax á fyrsta fjórðungi ársins 2017. Gengisforsendan hefur væntanlega hvað mest að segja um mismun þessara spáa, en Seðlabankinn festir gengi krónu á spádegi í sínum verðbólguspám.

Gengi krónu ræður mestu um þá verðbólguþróun sem hér er spáð til meðallangs tíma. Eins og fyrr segir gerum við ráð fyrir áframhaldandi styrkingu krónu fram á seinni hluta ársins 2017, og að styrkingin nemi u.þ.b. 5% frá núverandi gildum. Í kjölfarið teljum við hins vegar að gengi krónu taki að lækka á nýjan leik, enda raungengið þá orðið nokkuð hátt, farið að hægja á hagvexti og spennunni í hagkerfinu, og tekið að draga úr gjaldeyrisinnflæði með minnkandi viðskiptaafgangi. Veikingu krónu fylgir aukin verðbólga, en það mildar þó höggið að útlit er fyrir hægari hækkun á launakostnaði og íbúðaverði á seinni hluta spátímans.

Spáum frekari lækkun stýrivaxta á þessu ári

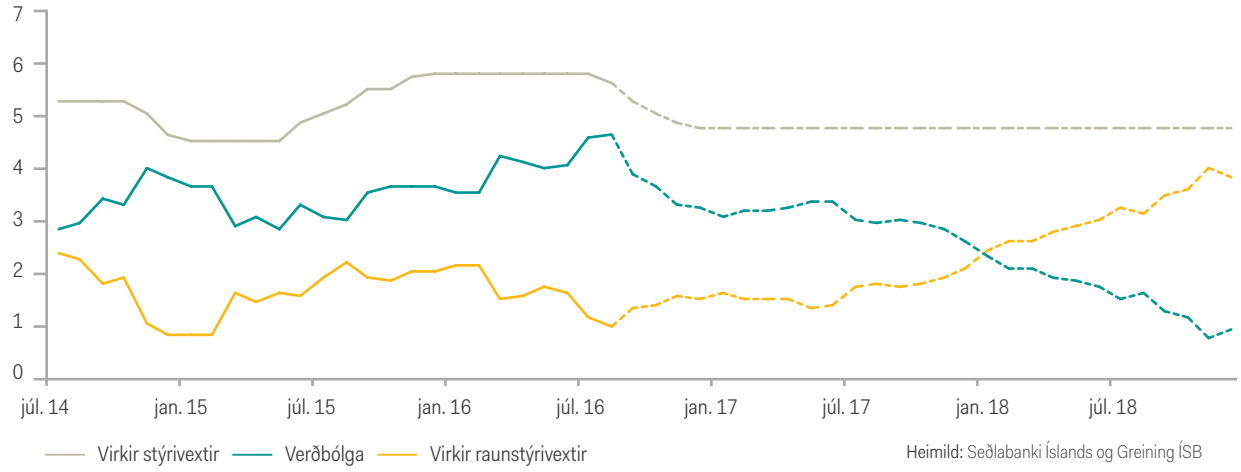
Eftir að hafa haldið stýrivöxtum óbreyttum frá nóvember í fyrra lækkaði Seðlabankinn óvænt vexti um 0,5 prósent í ágúst sl. Peningastefnunefndin tók auk þess upp hlutlausan tón varðandi næstu skref, en hafði áður boðað hert aðhald á komandi fjórðungum. Breytta stefnu rökstuddi nefndin á þá leið að peningastefnan hefði skilað meiri árangri undanfarið en vænst var sem m.a. sýndi sig í lækkun verðbólgu og verðbólguvæntinga, og því væri útlit fyrir að hægt væri að halda verðbólgu nærri markmiði bankans á komandi misserum með lægri vöxtum en áður var talið. Gat nefndin þess að það myndi ráðast af efnahagsþróun og því hvernig til tekst við losun fjármagnshafta hvort næstu skref yrðu til hækkunar eða lækkunar vaxta. Ákvörðunin hafði mikil áhrif á markaði og hafa bæði raunvextir og verðbólguálag lækkað talsvert frá því að ákvörðunin var kynnt.

Við teljum að Peningastefnunefndin muni stíga frekari skref til lækkunar vaxta á næstunni, og að í heild muni hún lækka stýrivexti Seðlabankans um 0,5 prósentur til viðbótar á þessu ári. Þar leikur gengi krónu stórt hlutverk, en bankinn tók fram við vaxtaákvörðunina í ágúst að frekari styrking krónu myndi leiða til minni verðbólgu en grunnspá hans hljóðar upp á. Við spáum áframhaldandi styrkingu krónunnar fram á seinni hluta næsta árs, sem halda mun aftur af verðbólgunni lengst af spátímans. Eftir að toppi uppsveiflunnar í efnahagslífinu verður náð á næsta ári reiknum við hins vegar með lækkun á gengi krónunnar sem auka mun verðbólgu um hríð.

Næsta vaxtaákvörðun bankans verður þann 5. október næstkomandi, og gerum við ráð fyrir 0,25 prósenta lækkun vaxta þann dag. Gengi krónunnar hefur styrkst frá síðustu vaxtaákvörðun og verðbólguvæntingar lækkað frekar, sem við teljum að peningastefnunefndin muni m.a. vísa til við ákvörðun sína um vaxtalækkun. Í kjölfarið spáum við öðru 0,25 prósenta lækkunarskrefi í nóvember næstkomandi. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á 7 daga bundnum innlánum, verða þá komnir niður í 4,75%. Í kjölfarið gerum við ráð fyrir óbreyttum vöxtum út spátímann. Raunstýrivextir munu hins vegar fara lækkandi þegar kemur fram á næsta ár og verðbólgutakturinn eykst.

Framvinda stýrivaxta ræðst m.a. af samspili stjórnunar opinberra fjármála og peningamála. Niðurstaða Alþingiskosninga í lok október nk. gæti haft áhrif á þetta samspil á spátíma okkar. Talsverð óvissa er um þann þátt spárinnar. Reiknum við þó með því að hið opinbera muni styðja peningastefnuna með nokkru aðhaldi á þessu þenslutímabili. Fjárhagsleg staða ríkisins hefur hins vegar batnað umtalsvert, sem endurspeglast m.a. í nýlegri hækkun á lánshæfiseinkunn þess hjá Moody's upp í A flokk. Í ljósi bættrar stöðu og aðhalds á ýmsum sviðum opinberra fjármála undanfarin ár er talsvert hávær krafa um aukin útgjöld bæði ríkis og sveitarfélaga. Teljum við líklegt að þetta valdi því að peningamálin og opinberu fjármálin gangi ekki jafn mikið í takt á spátímabilinu og æskilegt væri.

Verðbólga, stýrivextir og raunstýrivextir (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands og Greining ÍSB

Þjóðhagsspá Greiningar Íslandsbanka

Magnbreytingar frá fyrra ári (%)	Árið 2015 í m.kr.	Spá 2016	Spá 2017	Spá 2018
Einkaneysla	1.110.867	8,1	5,5	3,4
Samneysla	522.620	1,1	1,8	2,0
Fjármunamyndun	419.951	21,3	7,2	0,6
Þ.a. atvinnuvegafjárfesting	299.627	25,6	5,9	-1,6
Þ.a. íbúðarhús	58.361	17,7	16,0	8,5
Þ.a. fjárfesting hins opinbera	62.909	2,5	5,3	4,5
Birgðabreytingar	3.489	0,0	0,0	0,0
Þjóðarútgjöld, alls	2.046.927	8,8	5,0	2,4
Útflutningur vöru og þjónustu	1.188.745	6,9	7,6	4,9
Þ.a. útflutningur sjávarafurða	264.722	-1,0	4,1	3,2
Þ.a. afurðir álvinnslu	238.397	0,0	1,7	0,8
Þ.a. annar vöruútflutningur	111.264	1,9	2,7	4,4
Þ.a. útflutningur þjónustu	574.363	14,4	12,0	7,0
Innflutningur vöru og þjónustu	1.022.129	15,2	7,7	4,0
Þ.a. innflutningur vöru	649.879	17,2	7,9	3,7
Þ.a. innflutningur þjónustu	372.250	11,5	7,4	4,5
Verg landsframleiðsla	**2.213.543**	**4,9**	**5,1**	**3,0**
Sem % af VLF				
Fjármunamyndun	19,0	21,6	21,5	21,1
Viðskiptajöfnuður	5,1	4,2	1,6	1,5
Vöru-/þjónustujöfnuður	7,5	3,6	1,8	1,5
Breyting milli ársmeðaltala (%)				
Neysluverð	1,6	1,5	1,6	3,1
Laun	7,2	11,7	6,9	5,5
Íbúðaverð	8,2	8,5	9,7	6,6
Meðalgengi erlendra gjaldmiðla	-2,8	-9,7	-8,2	0,8
Raungengi krónunnar m.v. verðlag	4,4	9,6	7,8	0,3
Kaupmáttur launa	5,5	10,0	5,2	2,3
Ársmeðaltal (%)				
Atvinnuleysi (könnun Hagstofu)	4,0	3,1	2,7	2,5
Gengisvísitala krónunnar	201,1	181,6	166,7	168,0
Stýrivextir SBÍ (7d veðlán)	5,8	6,2	5,5	5,5
Langtímanafnvextir (RIKB 25)	6,4	5,9	5,4	6,0
Langtímaraunvextir (HFF 44)	2,7	2,8	2,6	2,8

Lagalegur fyrirvari

Skýrsla þessi er tekin saman af Greiningu Íslandsbanka hf.

Upplýsingar í skýrslunni eru upprunnar frá innlendum og erlendum upplýsinga- og fréttaveitum, sem taldar eru áreiðanlegar, ásamt opinberum upplýsingum, eigin úrvinnslu Greiningar og mati á hverjum tíma. Upplýsingarnar hafa ekki verið kannaðar sjálfstætt af Íslandsbanka og ábyrgist bankinn ekki nákvæmni þeirra, áreiðanleika eða réttmæti. Skoðanir höfunda geta breyst án fyrirvara og ber Íslandsbanka ekki skylda til að uppfæra, lagfæra eða breyta skýrslunni við breyttar forsendur.

Skýrslan er einungis birt í upplýsingaskyni og skal því ekki litið á hana sem ráðleggingu/ráðgjöf um að ráðast eða ráðast ekki í tiltekna fjárfestingu eða tilboð um að kaupa, selja eða skrá sig fyrir tilteknum fjármálagerningum. Íslandsbanki og starfsmenn bankans bera ekki ábyrgð á viðskiptum sem kunna að vera gerð á grundvelli þeirra upplýsinga sem fram koma í skýrslunni. Þeim aðilum sem hafa hug á viðskiptum er bent á að leita sér sérfræðilegrar ráðleggingar og kynna sér vel hina ýmsu fjárfestingarkosti sem í boði eru. Fjárfestingum fylgir ávallt fjárhagsleg áhætta og ber m.a. að hafa í huga áhættu vegna alþjóðlegra fjárfestinga og gengisflökts gjaldmiðla. Fjárfestingamarkmið og fjárhagsstaða fjárfesta er mismunandi. Bent skal á að árangur í fortíð er ekki trygging um árangur í framtíð.

Skýrslur og aðrar upplýsingar sem berast frá Íslandsbanka eru einungis ætlaðar til einkanota.

Hvorki má afrita efnið, vitna í það né dreifa því, í heild eða að hluta, án skriflegs leyfis frá Íslandsbanka.

Skýrsla þessi er stutt samantekt og ber ekki að líta svo á að í henni sé að finna allar tiltækar upplýsingar um þau viðfangsefni sem hún fjallar um.

Eftirlitsaðili: Fjármálaeftirlitið (www.fme.is).

Bandaríkin

Skýrslu þessari eða afritum hennar má ekki dreifa í Bandaríkjunum eða til viðtakenda sem eru bandarískir ríkisborgarar í andstöðu við takmarkanir sem kveðið er á um í bandarískum lögum. Dreifing skýrslunnar í Bandaríkjunum kynni að teljast brot á þeim lögum.

Kanada

Upplýsingar í skýrslu þessari eru ekki ætlaðar til dreifingar eða útbreiðslu með neinum hætti í Kanada og því ber ekki að líta á þær sem fjármálaráðgjöf eða ráðleggingu um fjárfestingar í skilningi kanadískra verðbréfalaga.

Önnur lönd

Lög og reglugerðir í öðrum löndum kunna einnig að takmarka dreifingu skýrslu þessarar.

Frekari upplýsingar varðandi efni Greiningar Íslandsbanka má finna á vefsíðunni: http://islandsbanki.is

Þjóðhagsspá 2016-2018
Íslandsbanki Kirkjusandi 155 Reykjavík, Ísland Sími: +354 440 4000 islandsbanki@islandsbanki.is islandsbanki.is

Íslandsbanki