



Efnahagshorfur 2024-2027

# **Haustlæggð yfir hagkerfinu:** **Djúp og köld, eða grunn og mild?**

Arion Greining, 26. september 2024

# Í hagspá er þetta helst

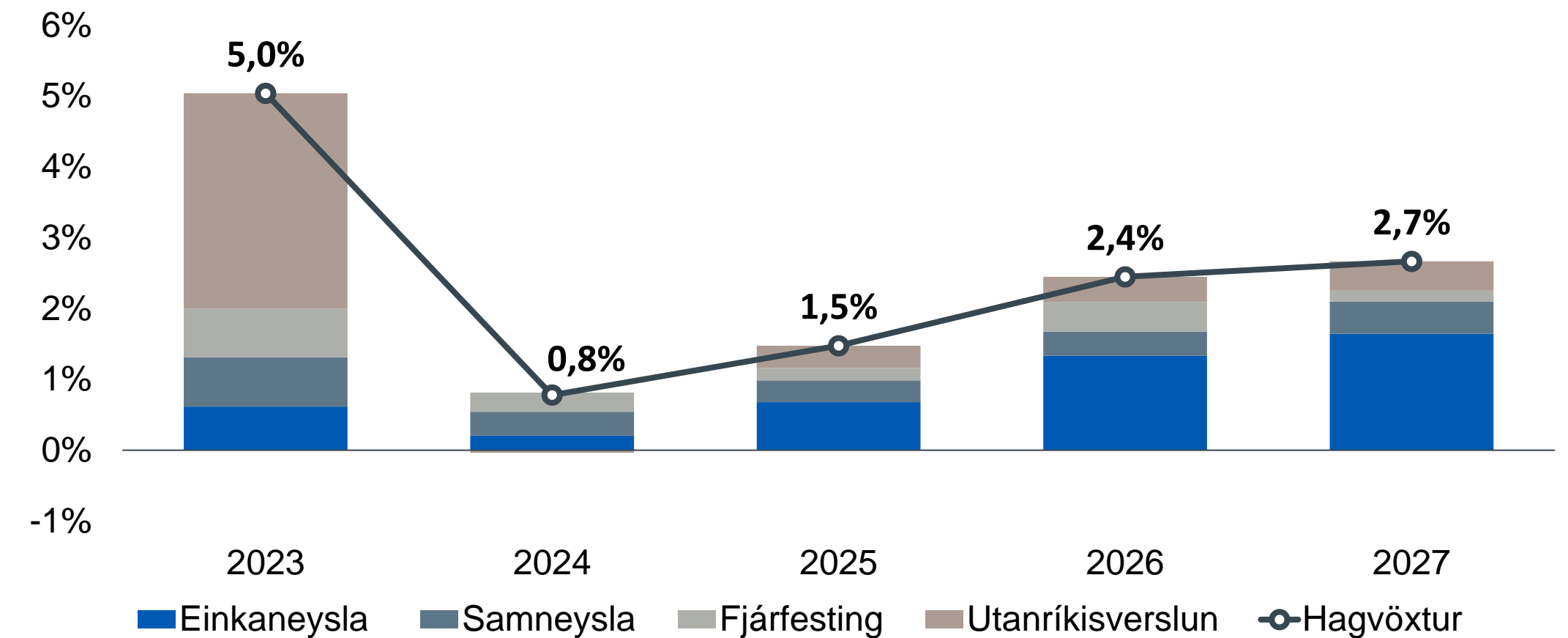
Ný efnahagsspá Arion banka gerir ráð fyrir að þjóðarskútan verði lengur í ládeyðu en áður var talið. Eftir samdrátt á fyrir hluta ársins er útlit fyrir að hagvöxtur taki við sér á ný, en fari þó hægt af stað og nái aðeins 1,5% árið 2025. Það er nokkuð minni vöxtur en gert var ráð fyrir í síðustu spá, sem má fyrst og fremst rekja til einkaneyslunnar og ferðapjónustunnar, sem hafa mætt meiri andbyr en áður var reiknað með.

Skammtímahorfurnar draga óneitanlega dóm af þétu taumhaldi peningastefnunnar, bæði á vinnumarkaði þar sem atvinnuleysi fer vaxandi og hvað varðar innlenda eftirspurn. Þá hefur miðlun peningastefnunnar til heimilanna styrkst til muna að undanfögnu með hertu aðgengi að verðtryggðum íbúðalánum, og því útlit fyrir að heimilin haldi áfram að rífa seglin og einkaneysla á mann dragist saman. Því til viðbótar á ferðapjónustan á brattann að sækja en á móti vega bjartar horfur í öðrum „óhefðbundnari“ útflutningsgreinum, s.s. eldi og lyfjaiðnaði.

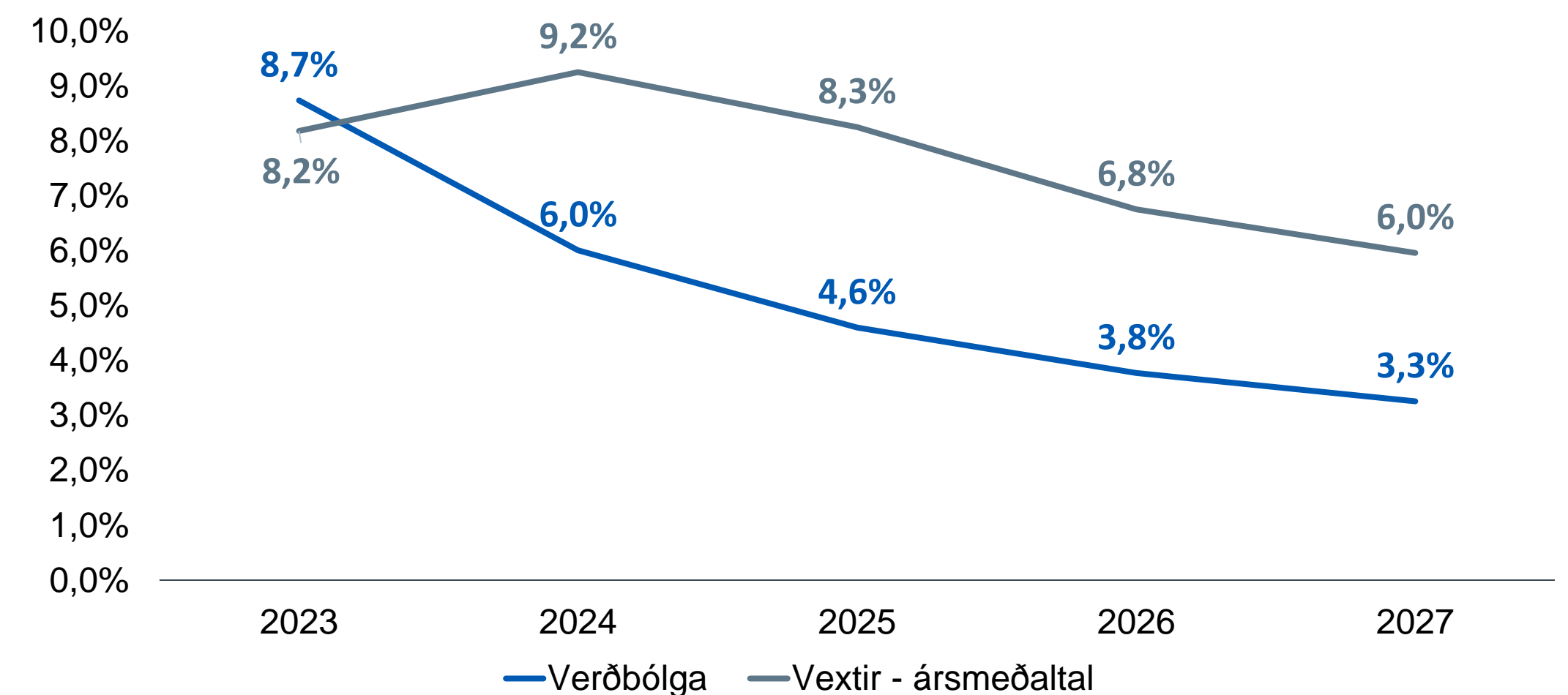
Það dylst engum að krefjandi tímar eru framundan og munu næstu misseri vafalaust reyna á þolrífin. Engu að síður teljum við að þjóðarskútan komist í gegnum þessa haustlægð án þess að steyta á skeri og að hagvöxtur glæðist á ný árið 2026, þá drifinn áfram af innlendri eftirspurn og útflutningi, einkum ferðapjónustunni.

Eins og ævinlega er óvissan mikil. Þó opinber gögn beri það ekki með sér – enn sem komið er – virðist staða ákveðinna hópa fara hratt versnandi. Taumhald peningastefnunnar er þétt og fátt bendir til þess að það muni breytast á næstunni. Það má því vera að hagspá þessi vanmeti áhrifin á fjárfestingu, hagvöxt og atvinnuleysi.

### Hagvöxtur - framlag undirliða



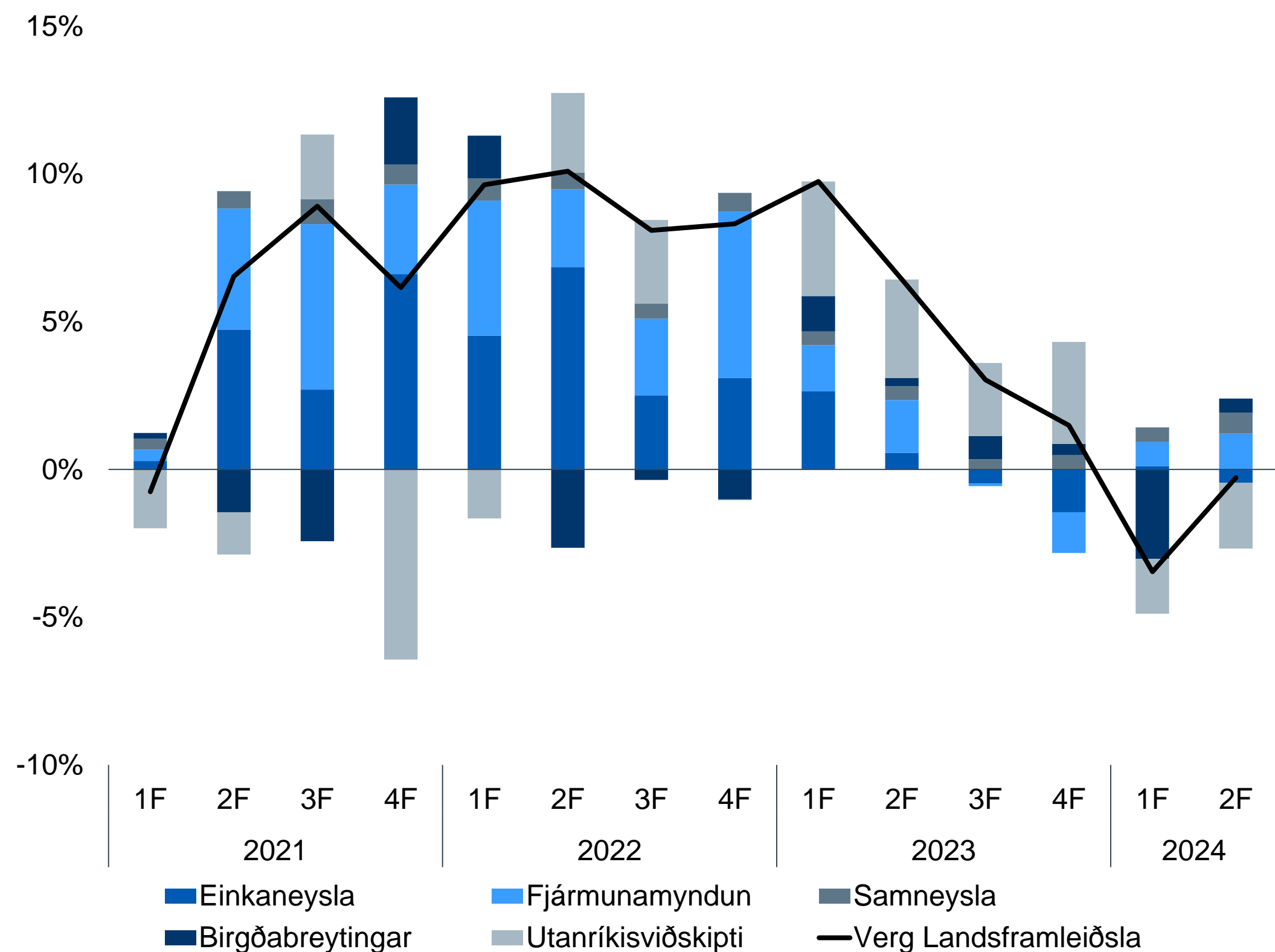
### Verðbólga og vextir



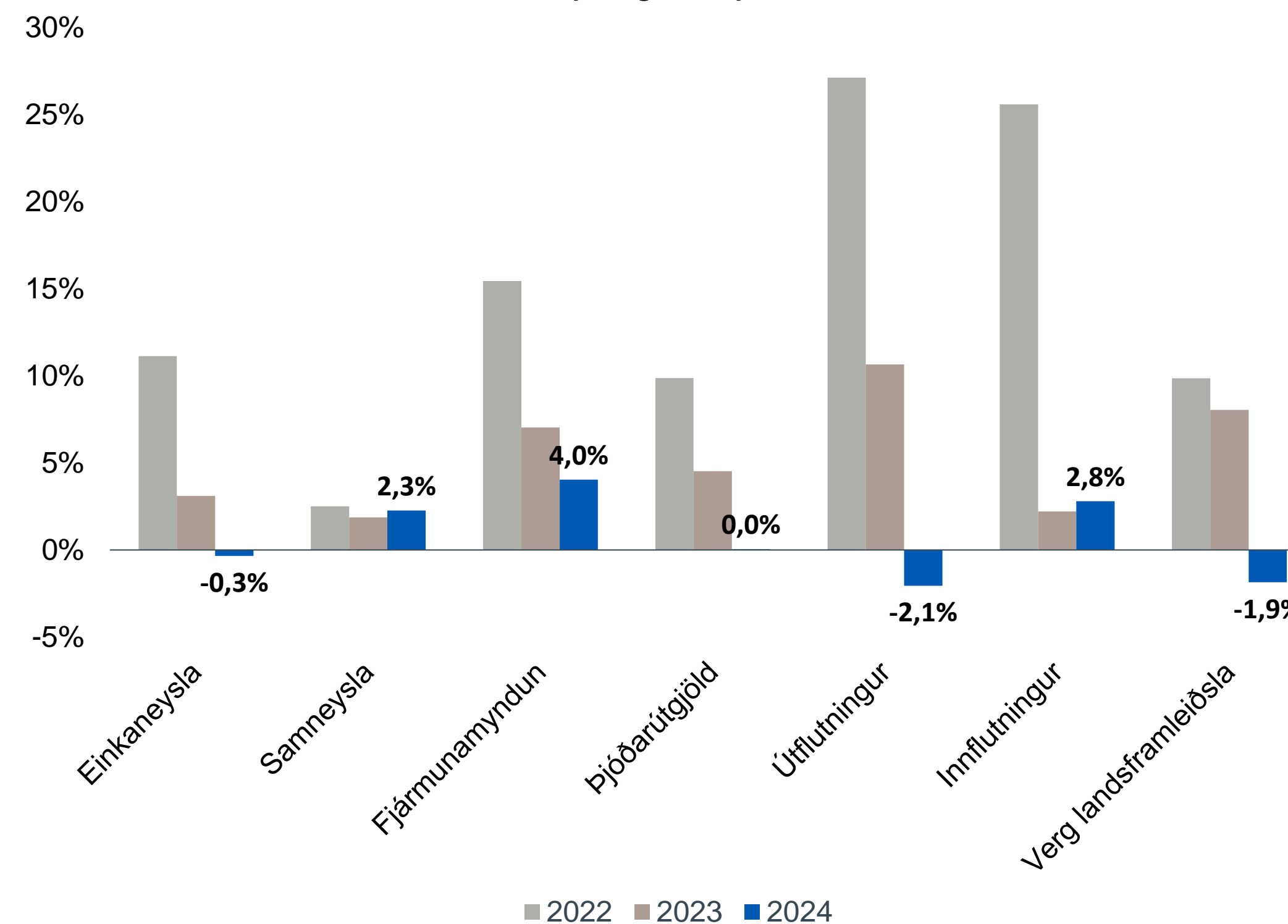
# Það gefur á þjóðarskútuna

Samkvæmt Hagstofu Íslands hélt hagkerfið áfram að dragast saman á öðrum ársfjórðungi, þvert á væntingar. Hagkerfið hefur þar af leiðandi dregist saman um 1,9% á milli ára á fyrri hluta ársins. Í ljósi þess að tölurnar – sem eru bráðabirgðatölur – ríma illa við aukningu vinnumagns og uppfærðar kortaveltutölur eigum við allt eins von á endurskoðun þegar fram líða stundir, sem væri ekki í fyrsta skiptið.

### Framlag undirliða til hagvaxtar

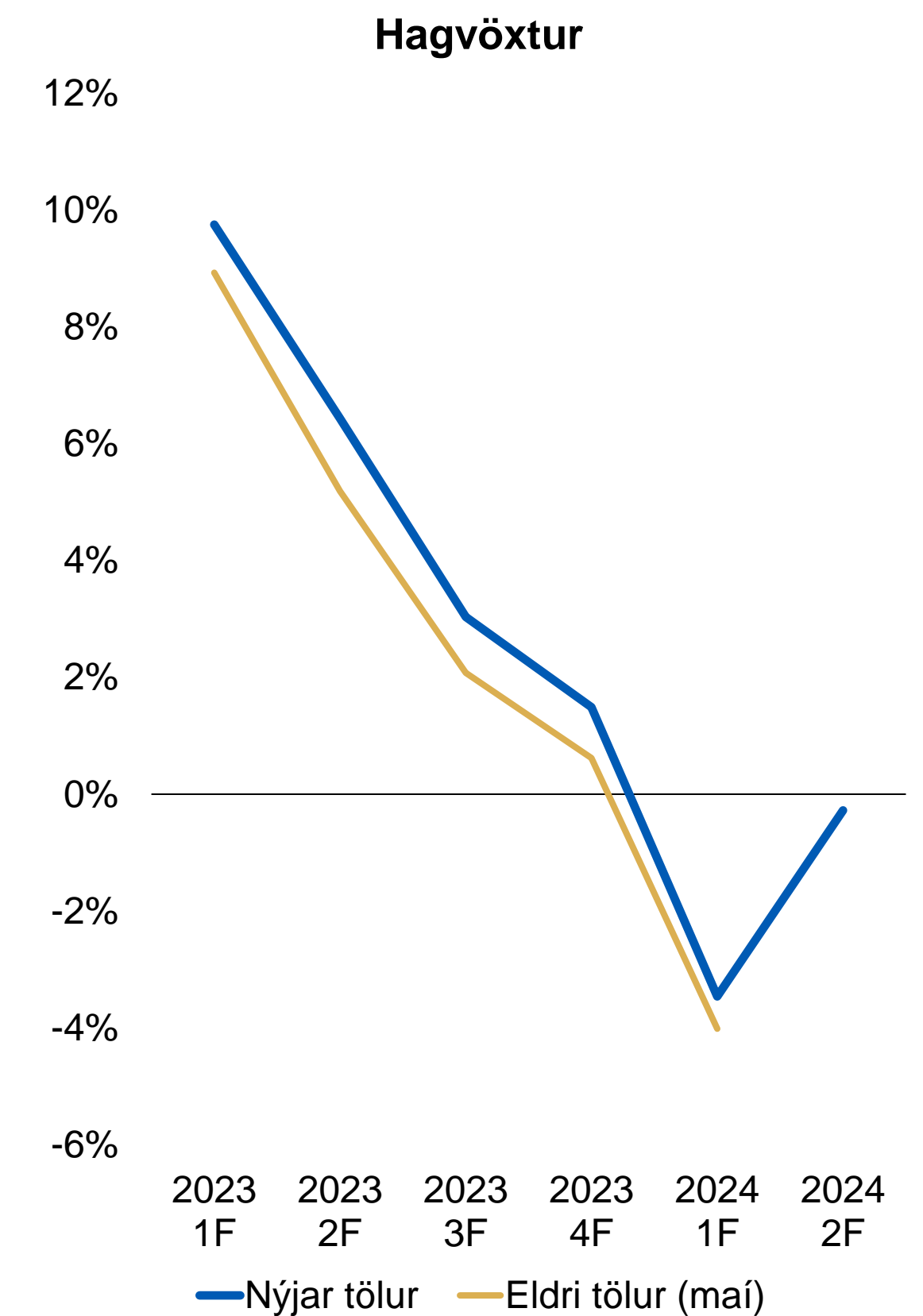
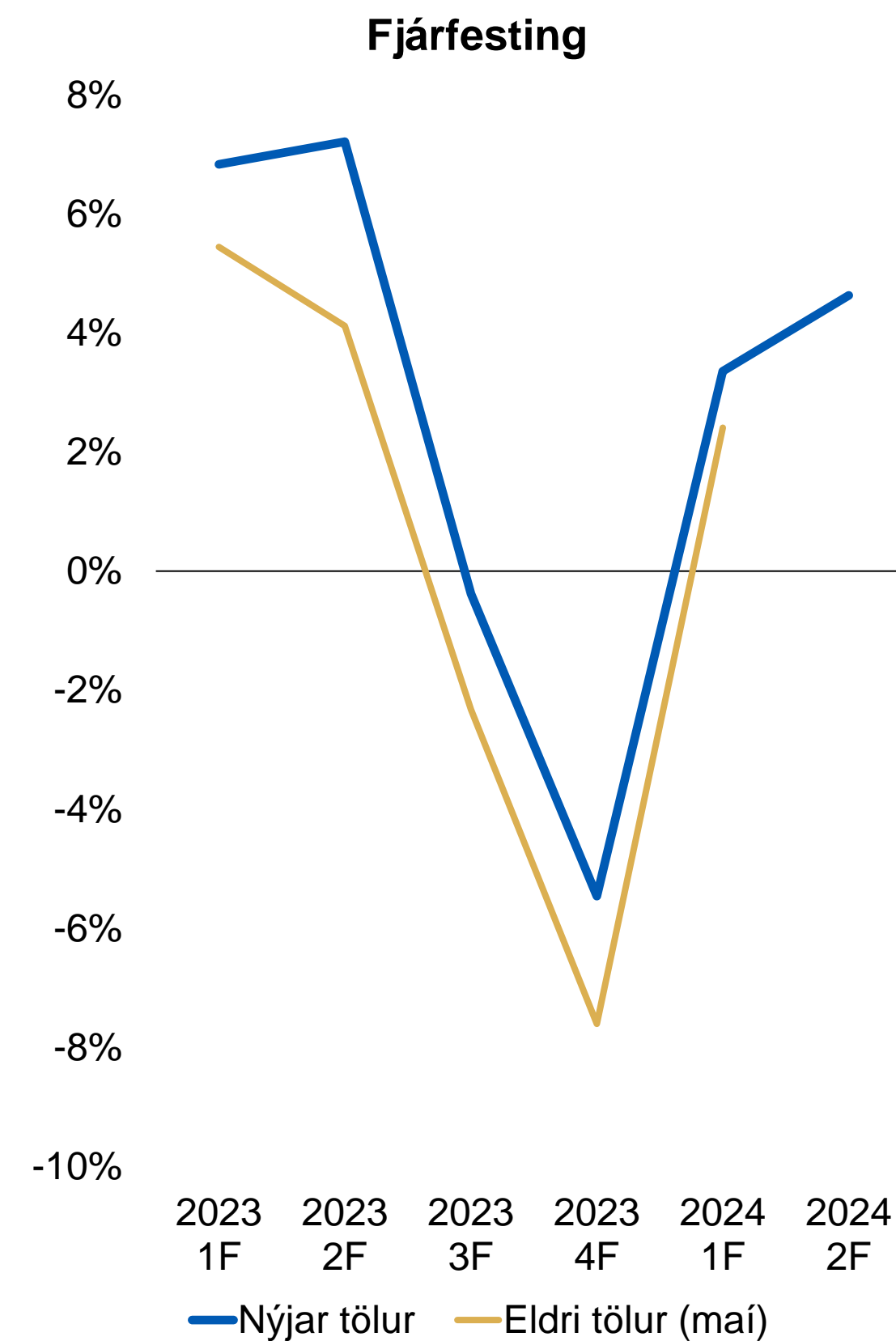
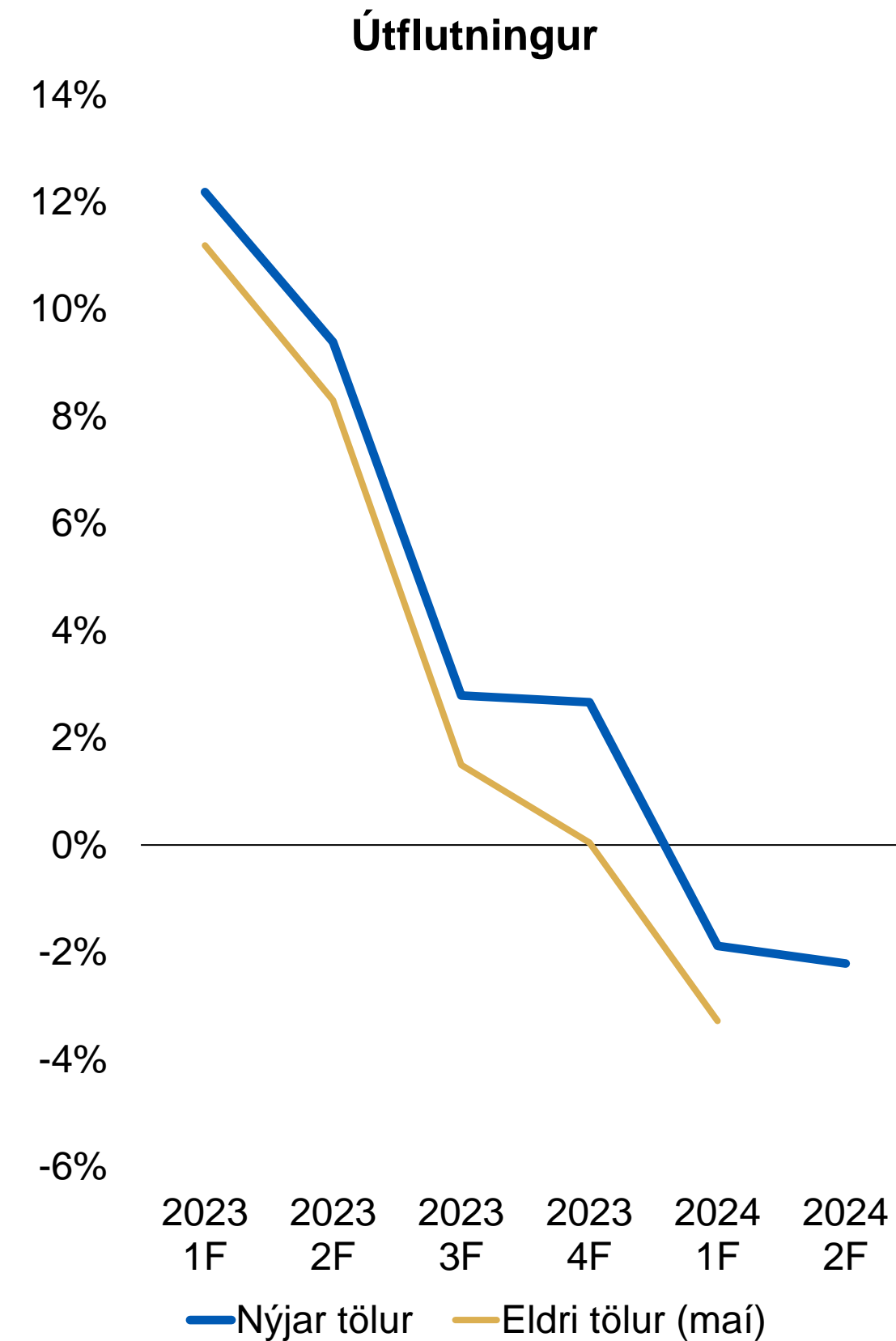
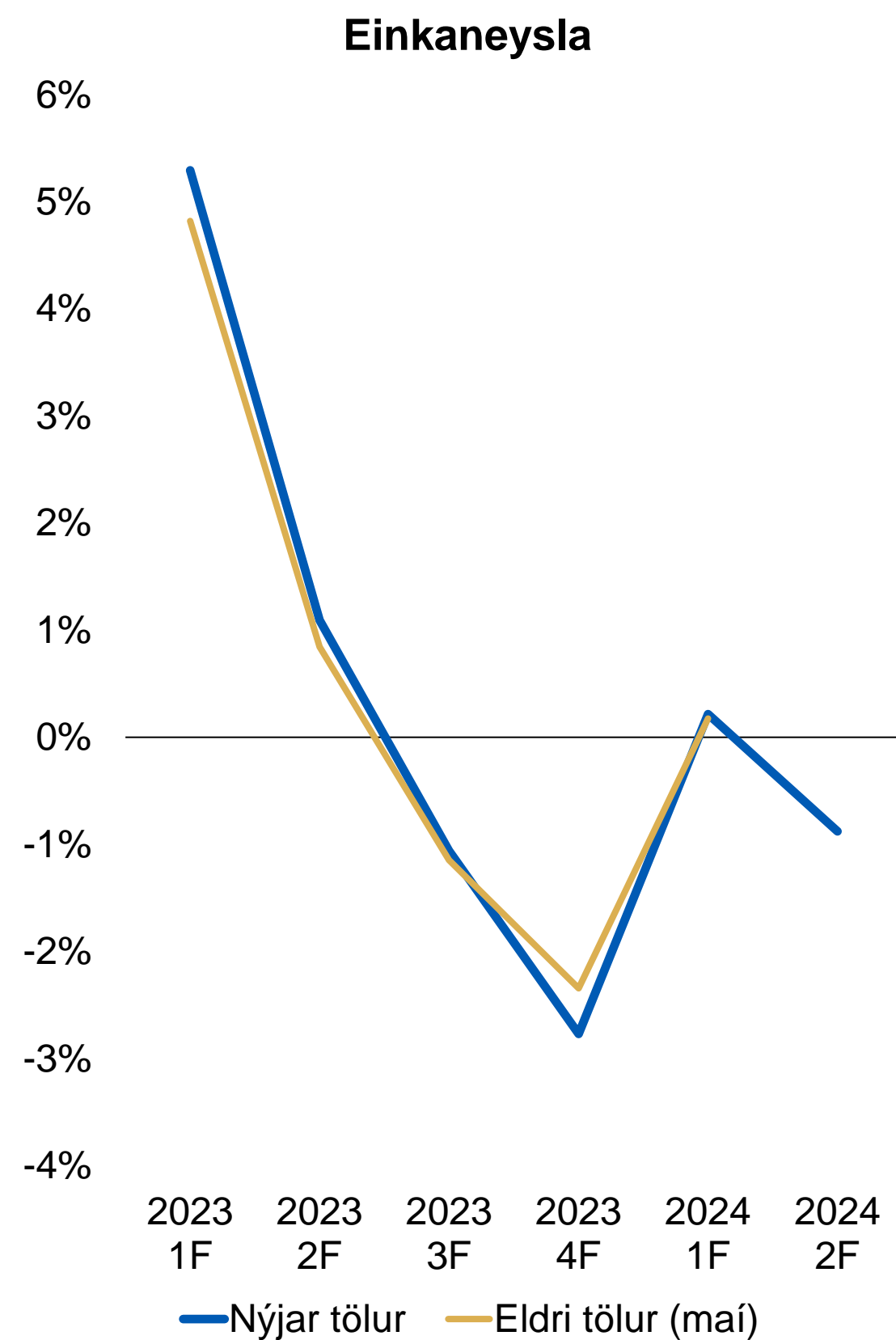


### Vöxtur undirliða landsframleiðslu á 1H - breyting frá fyrra ári



# Á sandi byggðri heimskur maður hús

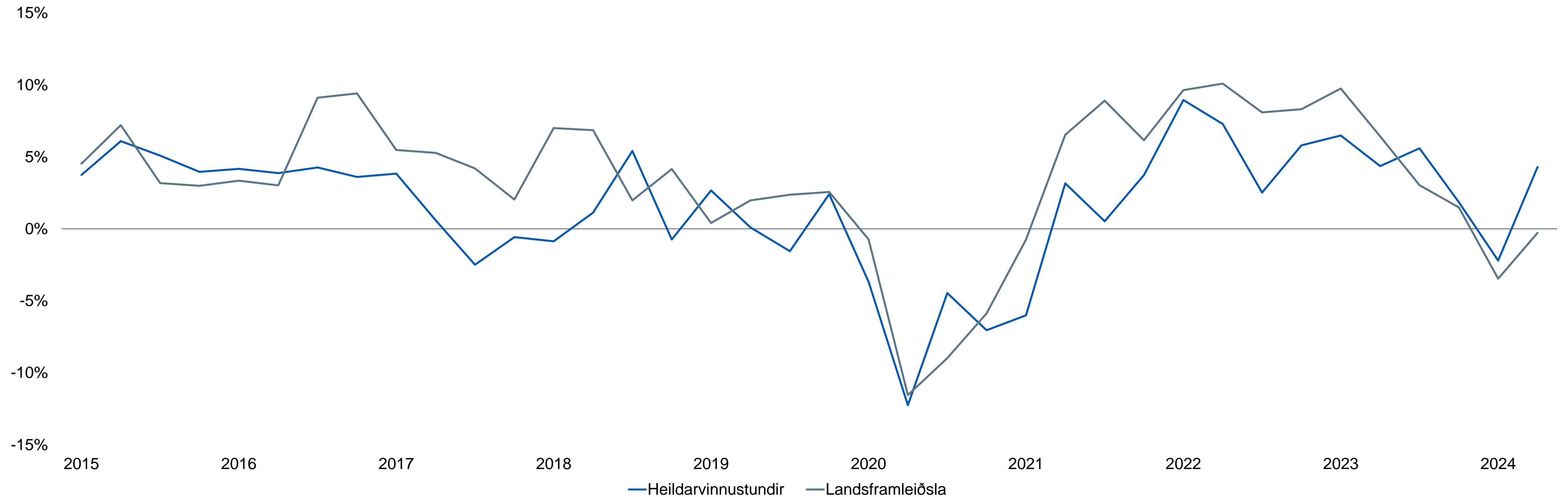
Efnahagsspár byggja á efnahagssamböndum og nýliðinni þróun efnahagsstærða. Í ljósi þess er einkar bagalegt hversu mikið fortíðin, og þar af leiðandi grunnurinn sem efnahagsspárnar byggja á, breytist milli útgáfa þjóðhagsreikninga. Var 5% hagvöxtur á síðasta ári? Dróst hagkerfið raunverulega saman á fyrri hluta ársins? Kemur í ljós.



# Hvort kemur á undan, hænan eða eggjó?

Hraðari vöxtur heildarvinnustunda það sem af er liðið 2024 gefur til kynna að annað hvort hafi landsframleiðsla verið vanmetin eða að dregið hafi verulega úr framleiðni vinnuafls.

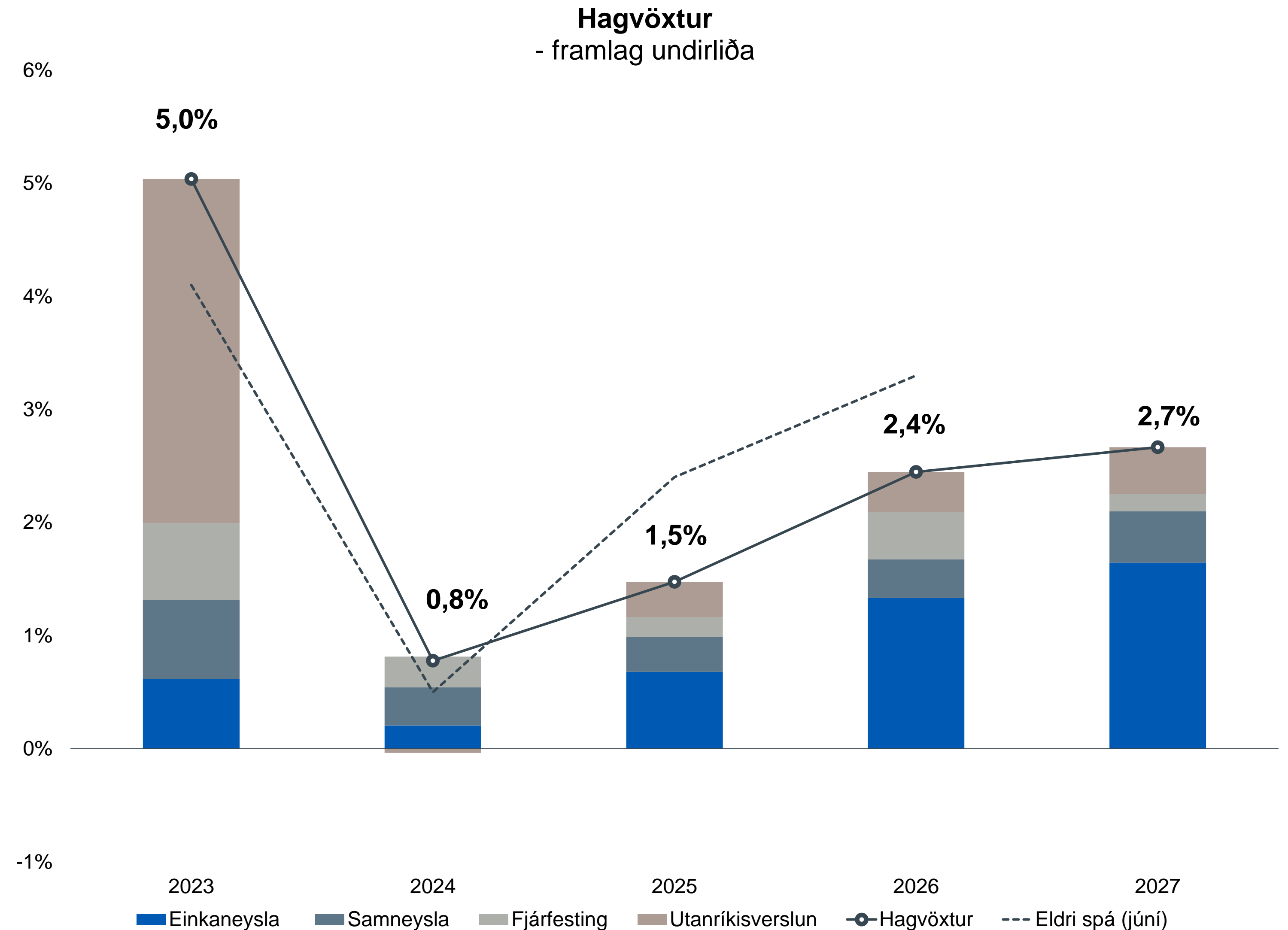
**Landsframleiðsla og vinnustundir**  
- % breyting milli ára eftir ársfjórðungum



# Hagkerfið áfram í lága drifinu

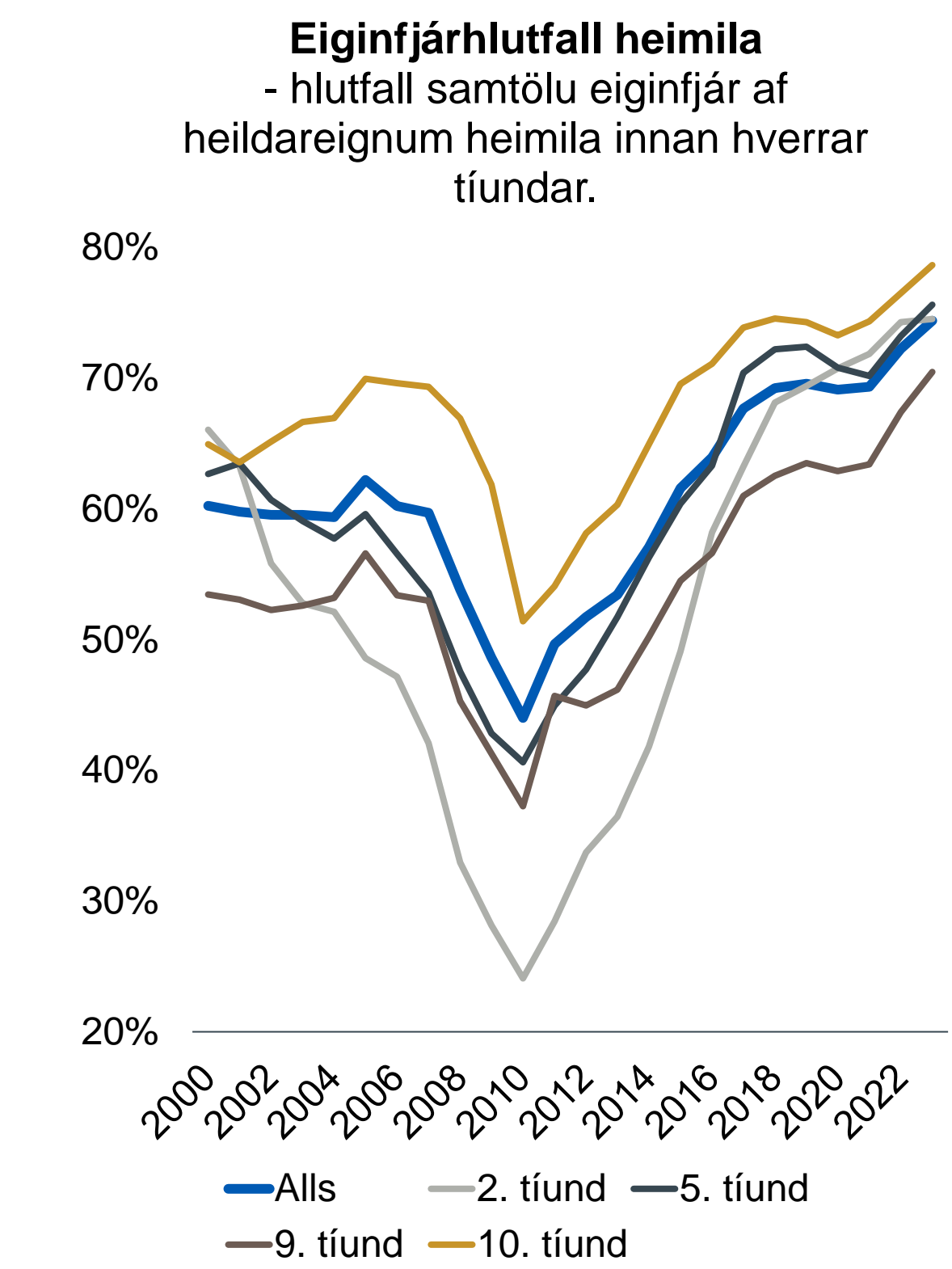
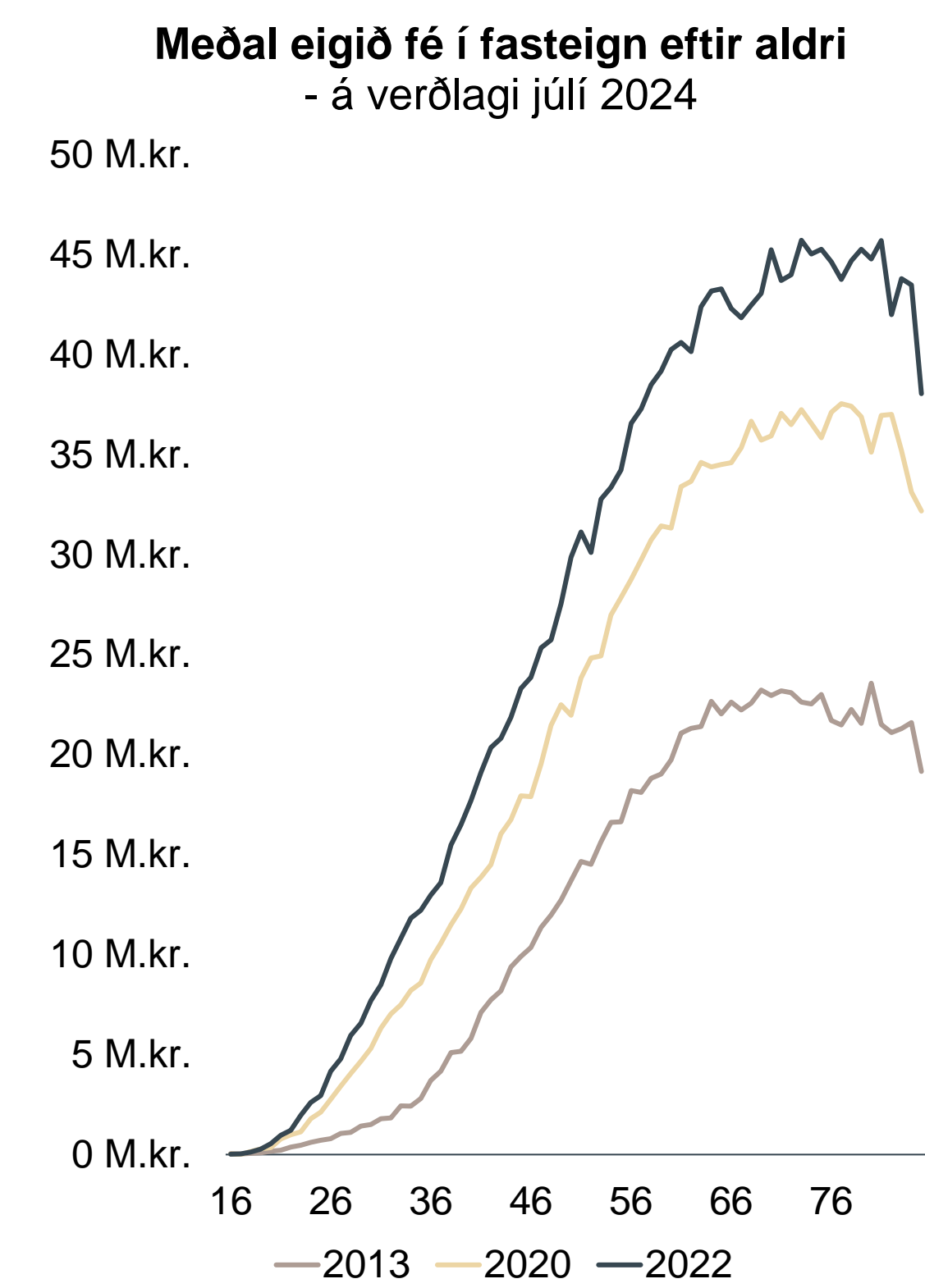
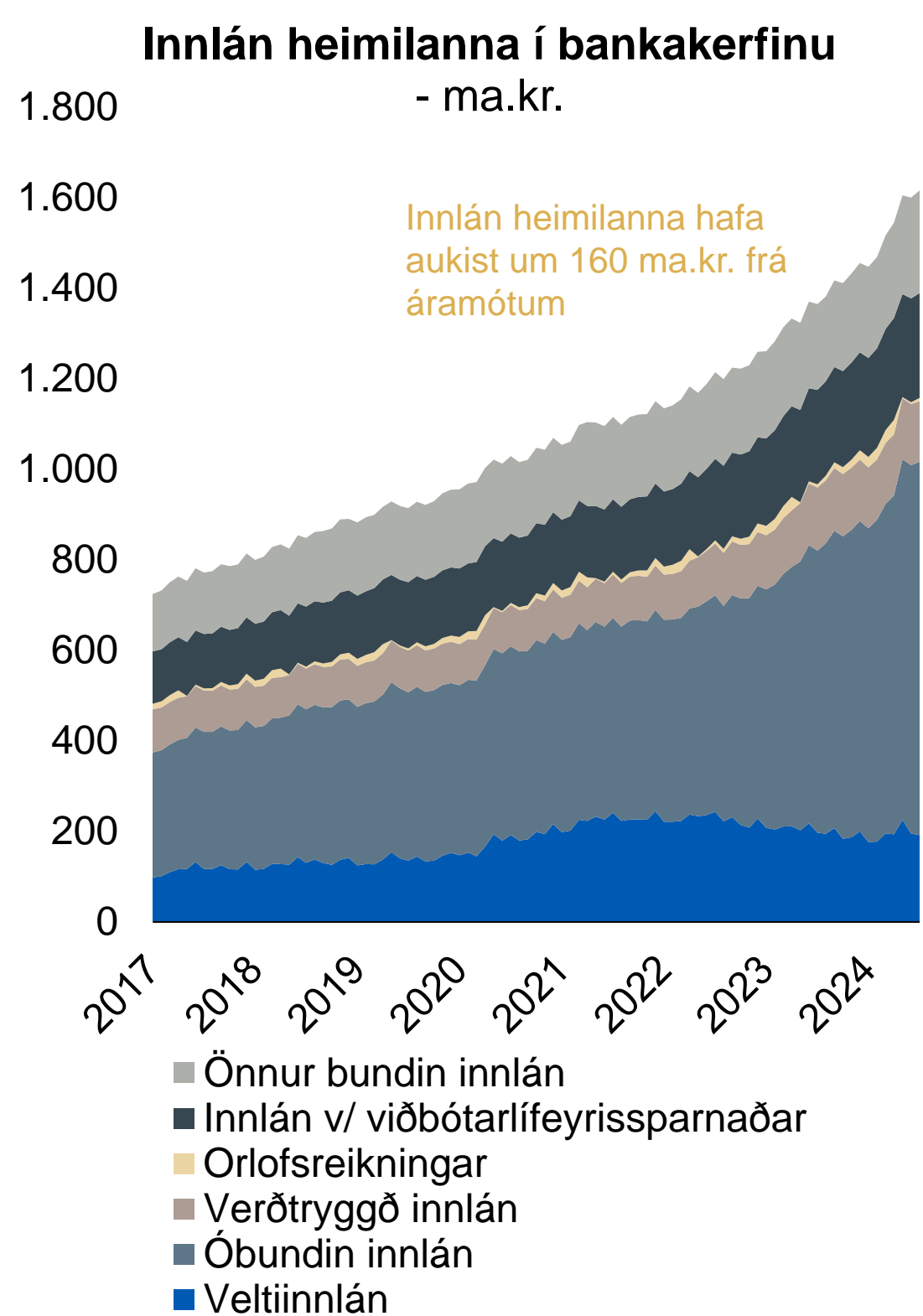
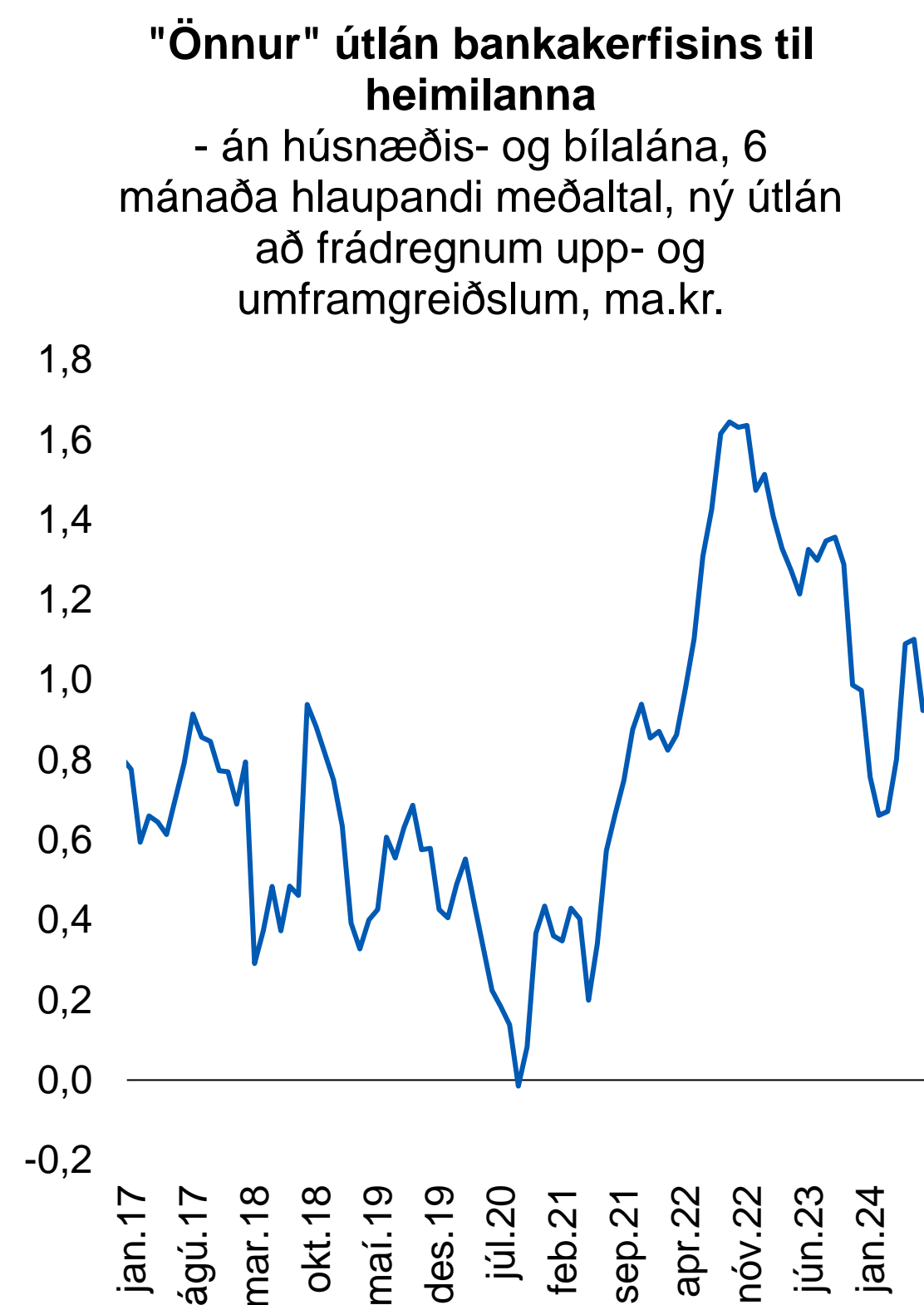
Það er engum blöðum um það að fletta, árið fór brösulega af stað. Loðnubrestur setti svip sinn á fyrsta ársfjórðung svo um munaði og samdráttur einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi olli heilabrotum. Þó landsframleiðslan hafi dregist saman um 1,9% á fyrri hluta ársins reiknum við með að seinni hluti ársins verði hagkerfinu gjöfylli, að minnsta kosti þegar kemur að einkaneyslu og vöruútflutningi, einkum eldisafurðum.

Innlend eftirspurn fer engu að síður hægt af stað, enda vextir háir og taumhald peningastefnunnar þétt. Innflutningur dregur dóm af þeirri þróun, og er því útlit fyrir að utanríkisverslun snúist á sveif með hagvexti á ný á næsta ári í gegnum útflutningsvöxt umfram innflutningsvöxt. Þá fara útflutningshorfur almennt batnandi þrátt fyrir að ferðapjónustan eigi á brattann að sækja þar sem „óhefbundnari“ útflutningsgreinum, s.s. eldi og lyfjaframleiðslu, hefur vaxið fiskur um hrygg.



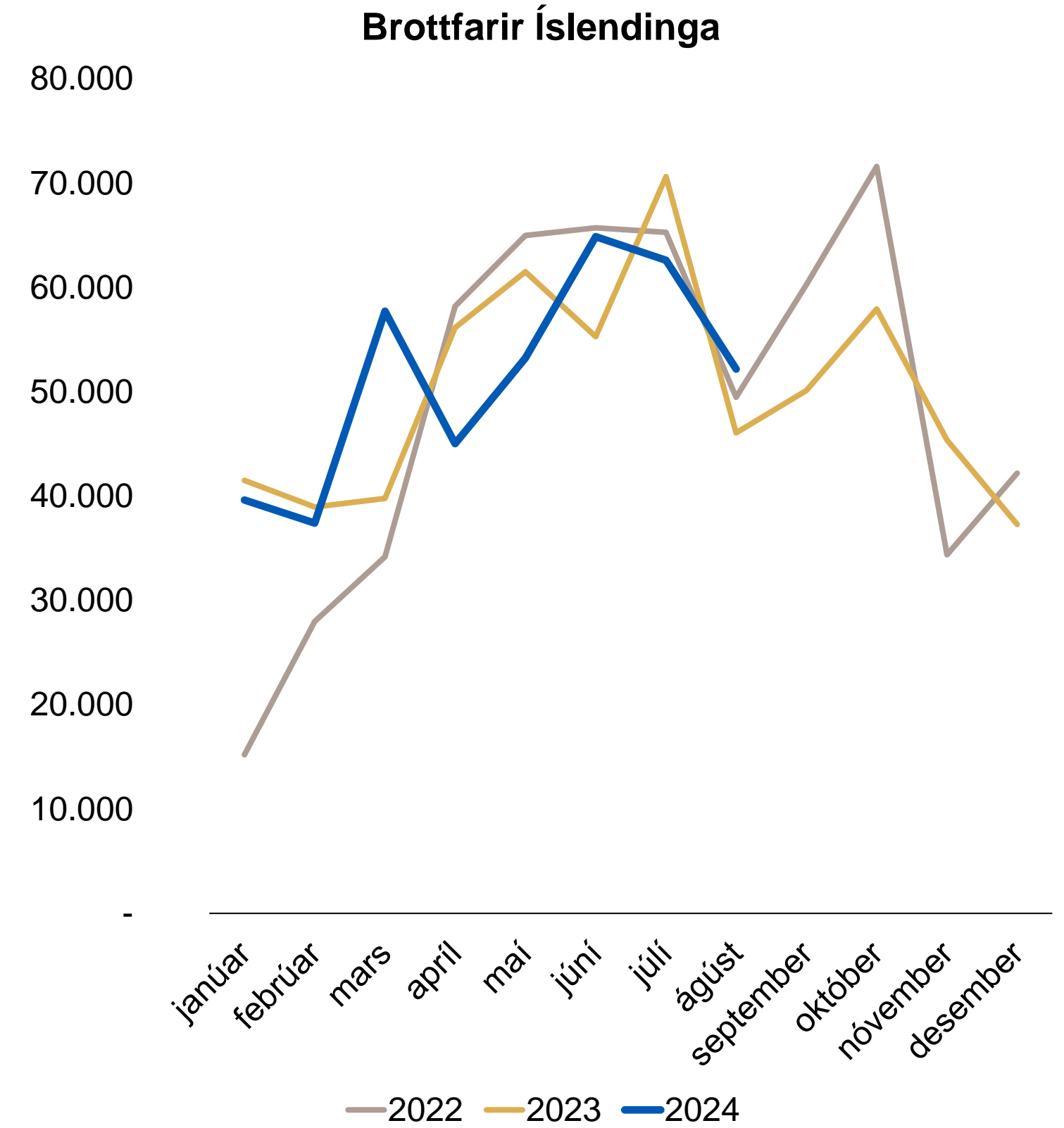
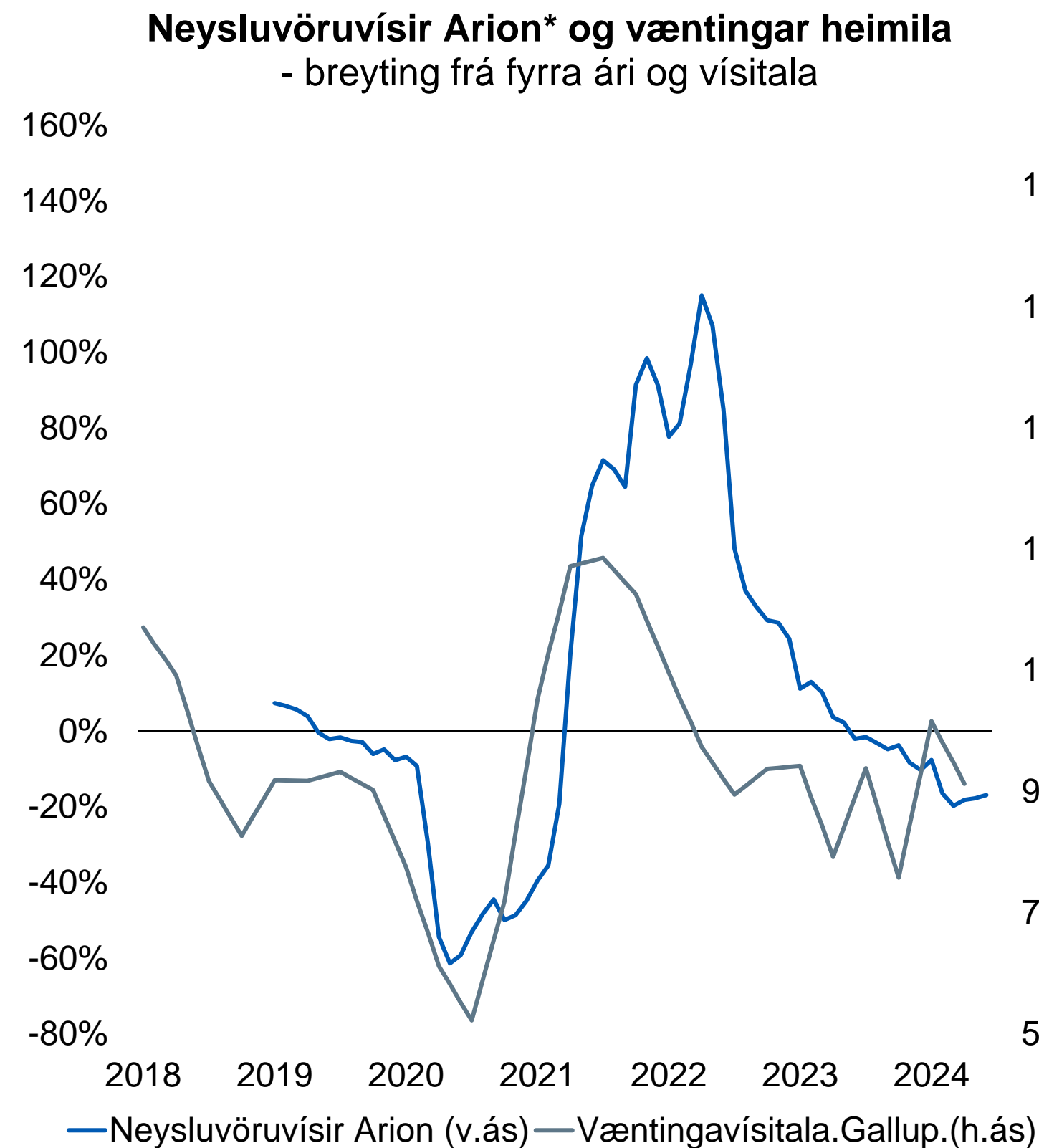
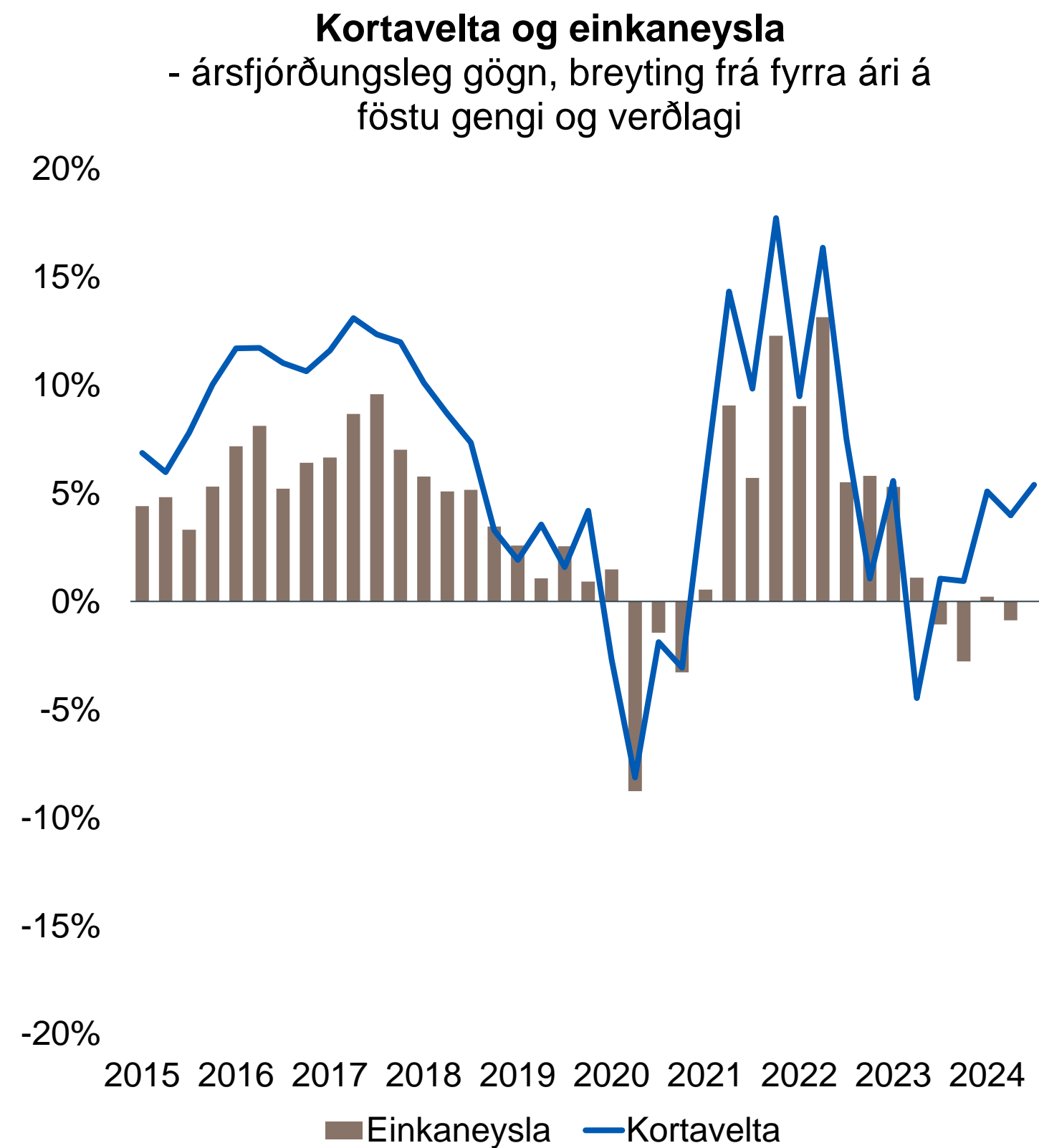
# Staða heimilanna er ágæt – út frá opinberum gögnum

Mikil umræða hefur skapast að undanfögnu um aukin vanskil heimila og fyrirtækja, samkvæmt gögnum frá innheimtufyrirtækjum og umboðsmanni skuldara. Þessi þróun hefur ekki gert vart við sig í opinberum gögnum ennþá, en ný útlán bankakerfisins til heimila, að undanskildum húsnæðis- og bílalánum, hafa dregist saman á fyrstu sjö mánuðum ársins. Þá hafa innlán aukist verulega, eiginfjárstaðan almennt batnað og vanskil í bankakerfinu tekið litlum breytingum – þó leitnin sé vissulega til verri vegar.



# Er einkaneyslan að koma eða fara?

Einkaneyslan hefur valdið efnahagsgreinendum miklum heilabrotum undanfarna fjórðunga. Erfitt er að lesa í skammtímavísa, sem liggja þvers og kruss: uppfærðar kortaveltutölur Seðlabanka Íslands benda til einkaneysluvaxtar á þriðja ársfjórðungi á sama tíma og neysluvöruvísir Arion Greiningar dregst saman, svartsýni heimilanna eykst og utanlandsferðir Íslendinga standa nánast í stað. Er því nema von að maður spyrji, hvert er einkaneyslan að fara? Hvaðan er hún að koma?



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Arion Greining  
\*Byggt á innfluttum ferðalögum, fólksbílum, ilmötum og snyrtivörum, kæli og frystitækjum, sjónvarpstækjum, húsgögnum, ferðabúnaði, handtöskum, fatnaði og skófatnaði





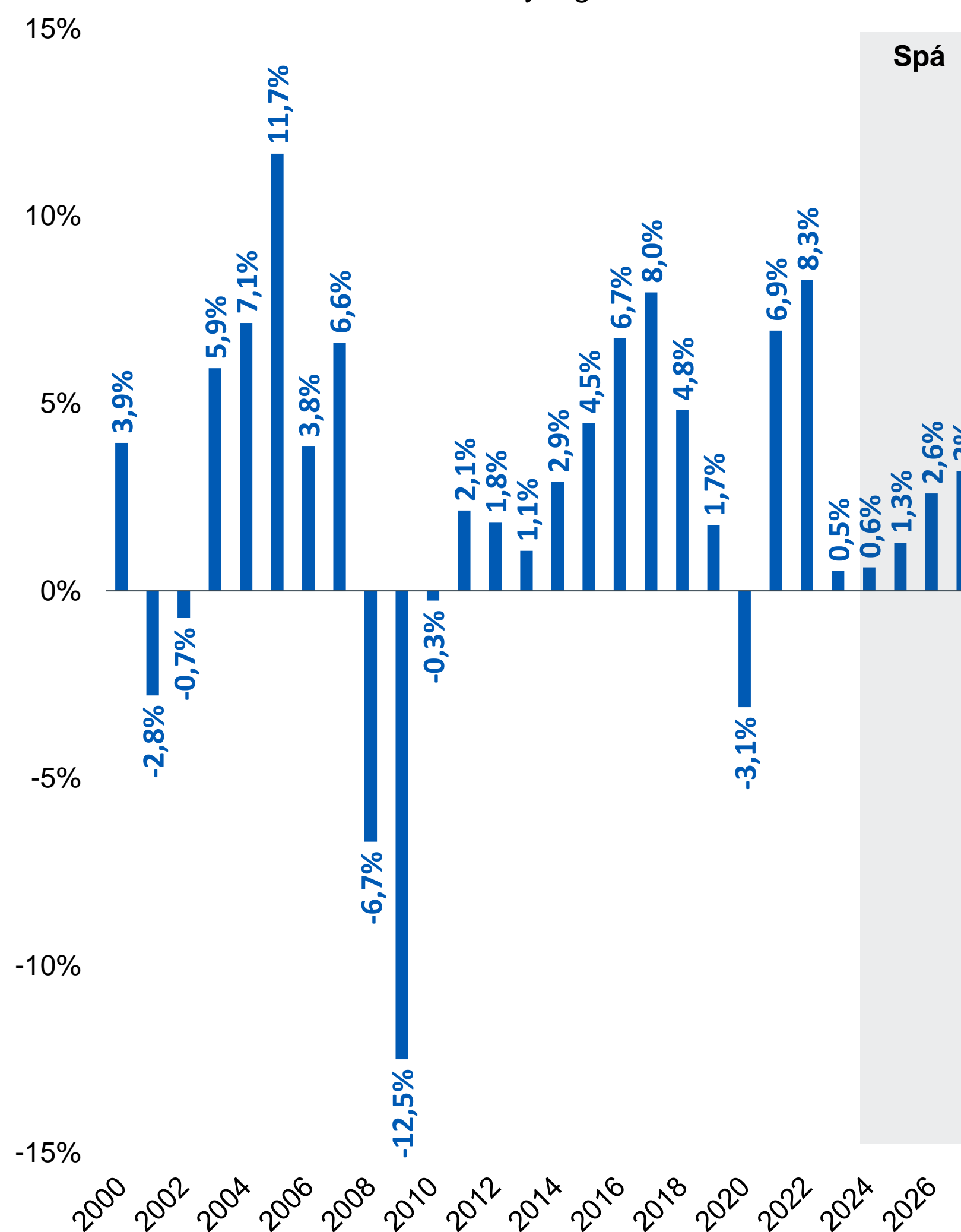
# Heimilin horfa í skildinginn

Hægt hefur mun hraðar á einkaneyslunni en við gerðum ráð fyrir í síðustu spá. Þó erfitt sé að festa fingur á raunverulega stöðu einkaneyslunnar, benda ólík spálíkön til aukningar á þriðja ársfjórðungi.

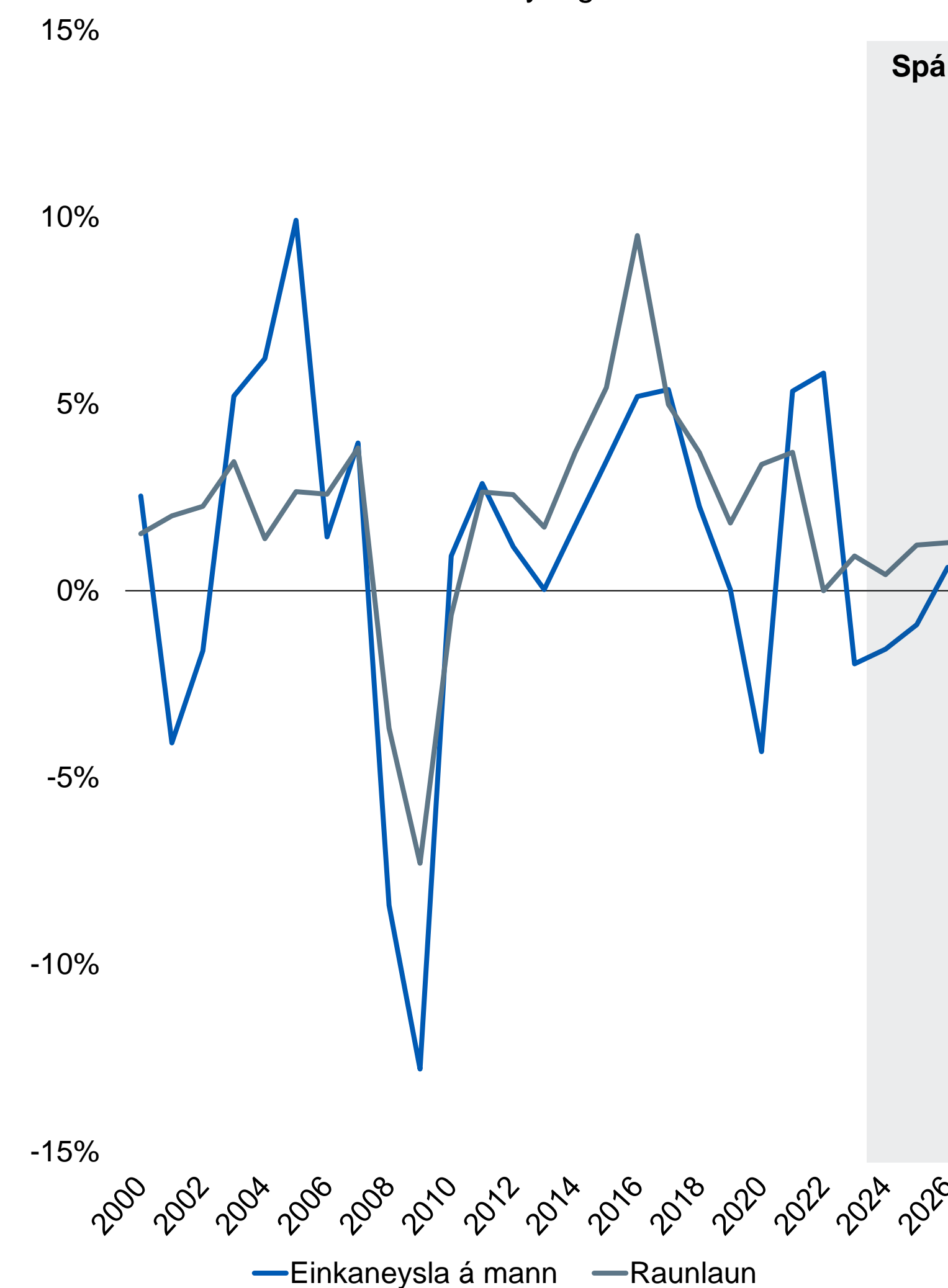
Leiðin áfram er hins vegar skrykkjótt, og skiptir þétt taumhald peningastefnunnar talsverðu máli í því samhengi. Miðlun peningastefnunnar til heimilanna hefur styrkst til muna að undanfögnu í gegnum hert aðgengi að verðtryggðum íbúðalánnum, á sama tíma og mörg fasteignalán eru komin að vaxtaendurskoðun. Við reiknum því með að heimilin muni rífa seglin og að einkaneysla á mann halda áfram að dragast saman á næsta ári, samhliða vaxandi atvinnuleysi.

Aftur á móti má gera ráð fyrir að einkaneyslan komi af krafti til baka á seinni hluta spátímans eftir því sem kaupmáttur eykst, verðbólga hjaðnar og vextir lækka. Þá gæti fólksfjölgun ýtt undir frekari vöxt.

Einkaneysla 2000-2027  
- ársbreyting



Einkaneysla á mann  
- ársbreyting



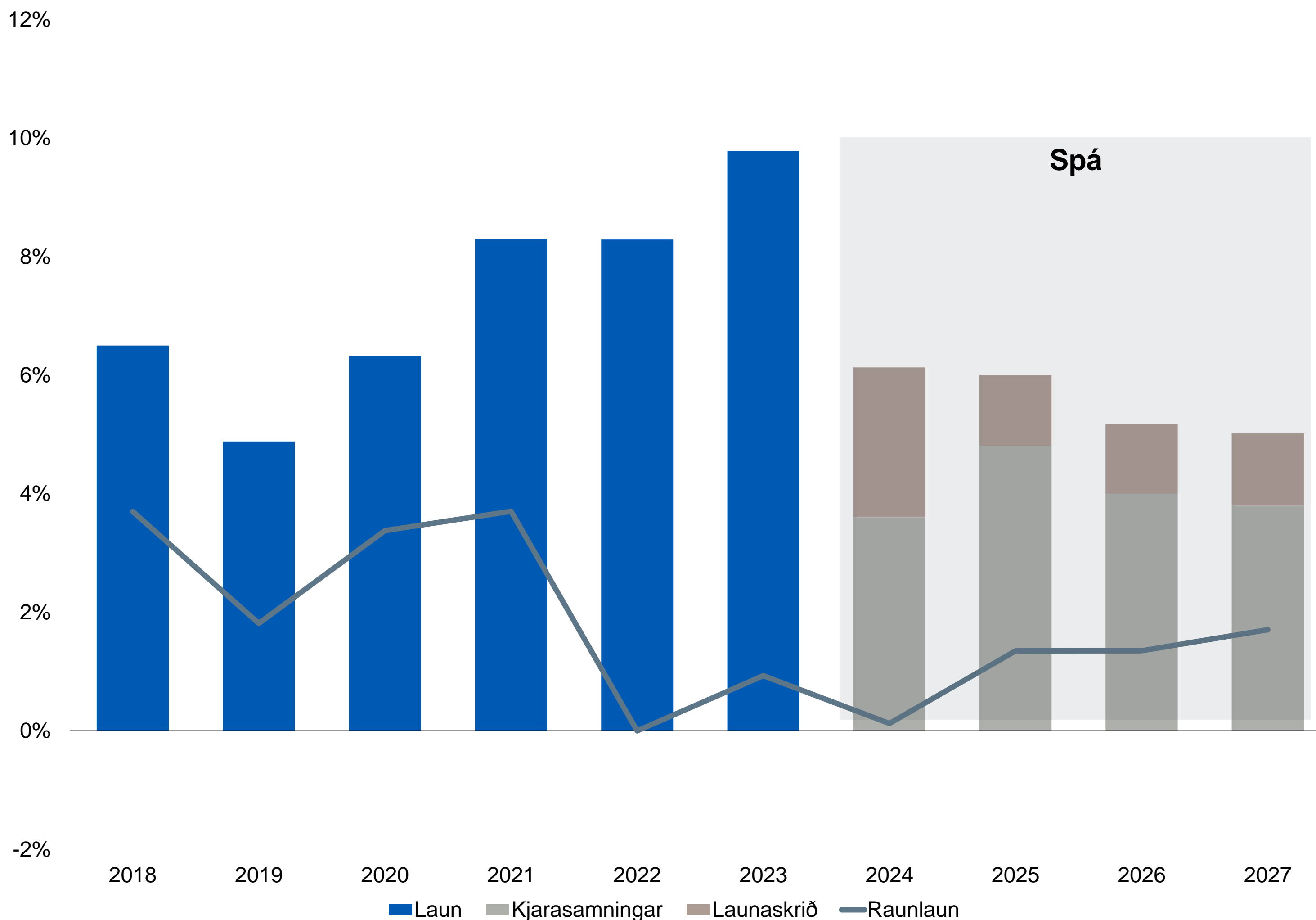
# Kjarasamningar hækka rána

Laun hafa þróast í takt við væntingar okkar það sem af er ári og horfurnar fram á við lítið breyst, enda stór hluti vinnumarkaðarins búinn að skrifa undir kjarasamning sem gildir yfir spátímann.

Kjarasamningurinn, sem hefur verið kallaður Stöðugleikasamningurinn, leggur línurnar fyrir launaþróun á spátímanum, en við teljum að aðrir kjarasamningar muni falla innan þessa ramma líkt og raunin hefur verið hingað til.

Á næsta ári er útlit fyrir að kauptaxtauki virkjist, sem veldur því að kjarasamningsbundnar hækkanir verða meiri en áður var talið. Á móti vegur minni spenna á vinnumarkaði og hægara launaskrið, samhliða vaxandi atvinnuleysi.

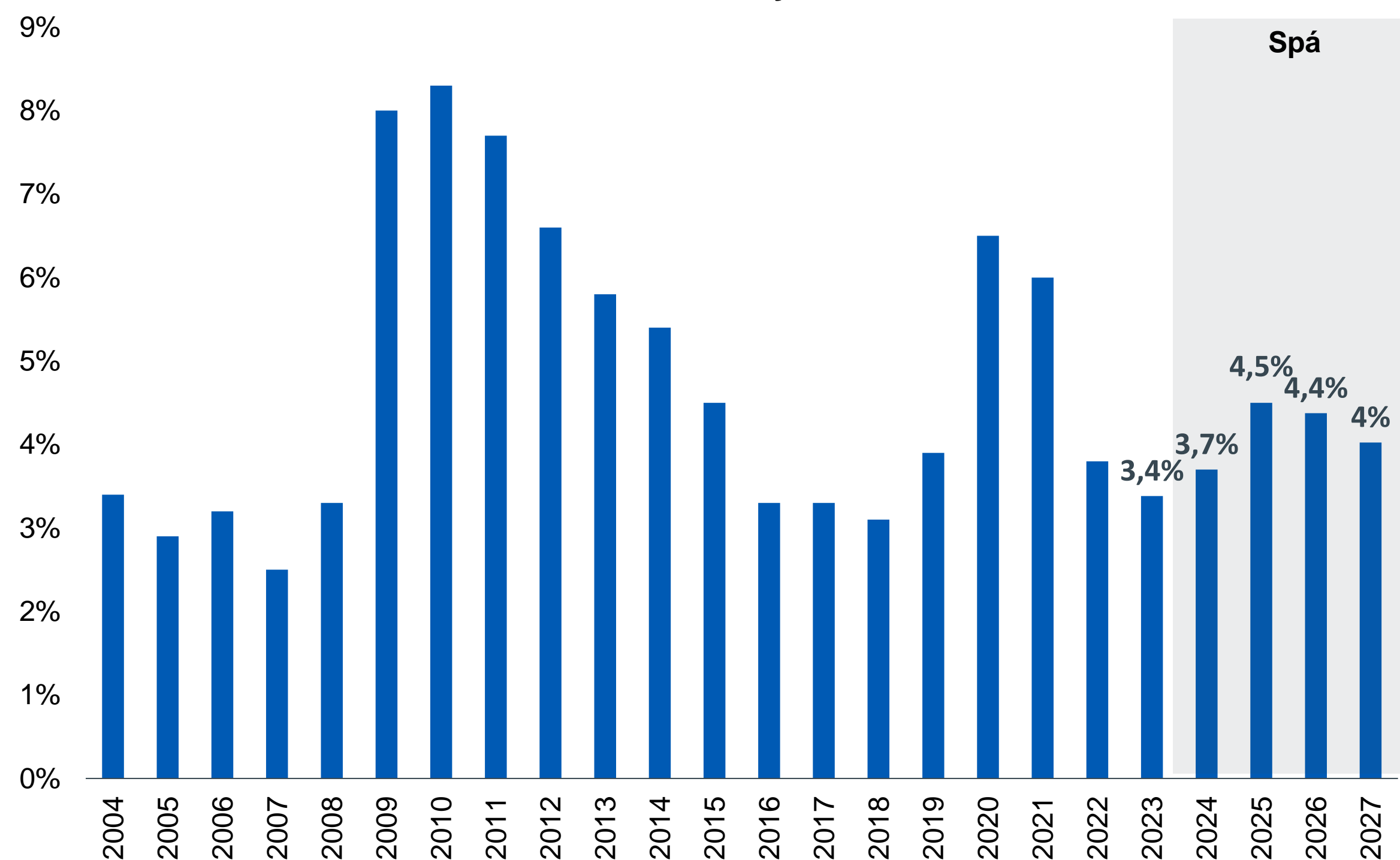
Laun og raunlaun  
- breyting frá fyrra ári



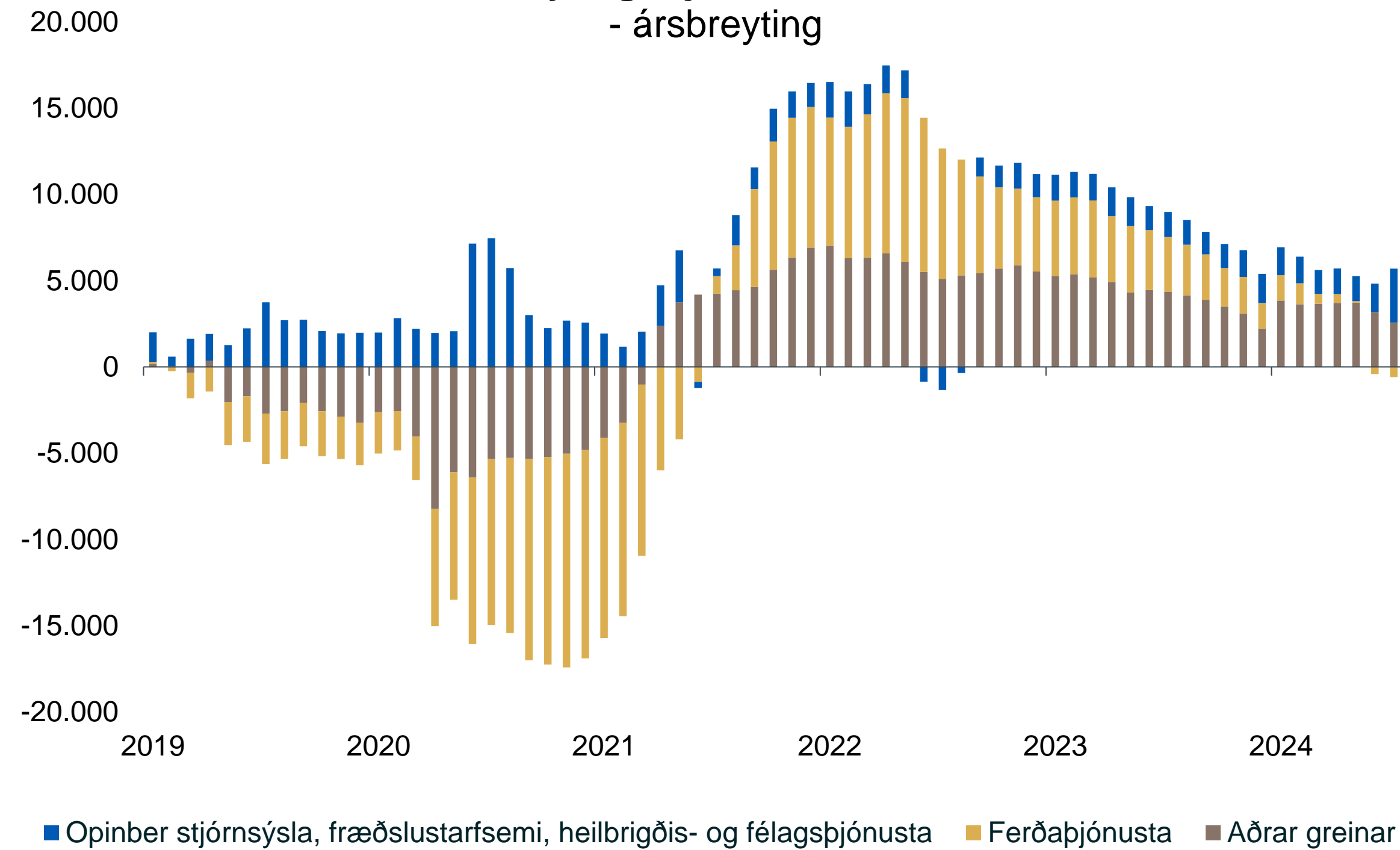
# Ríkið ræður

Hægt hefur á fjölgun starfandi undanfarin misseri og störfum í ferðapjónustu fækkað milli ára. Störfum hjá “hinu opinbera\*” heldur hins vegar áfram að fjölga - þvert á markmið peningastefnunnar – á sama tíma og einkageirinn ræðst í hagræðingaraðgerðir og uppsagnir. Við teljum að atvinnuleysi haldi áfram að aukast og nái hámarki á næsta ári í 4,5%. Byrðunum er hins vegar misskipt og ólíklegt að vinnuafleifisþurn dragist mikið saman í ákveðnum greinum gangi metnaðarfull fjárfestingaráform eftir. Þá bendir fátt til þess að opinberum starfsmönnum eigi eftir að fækka.

### Atvinnuleysi

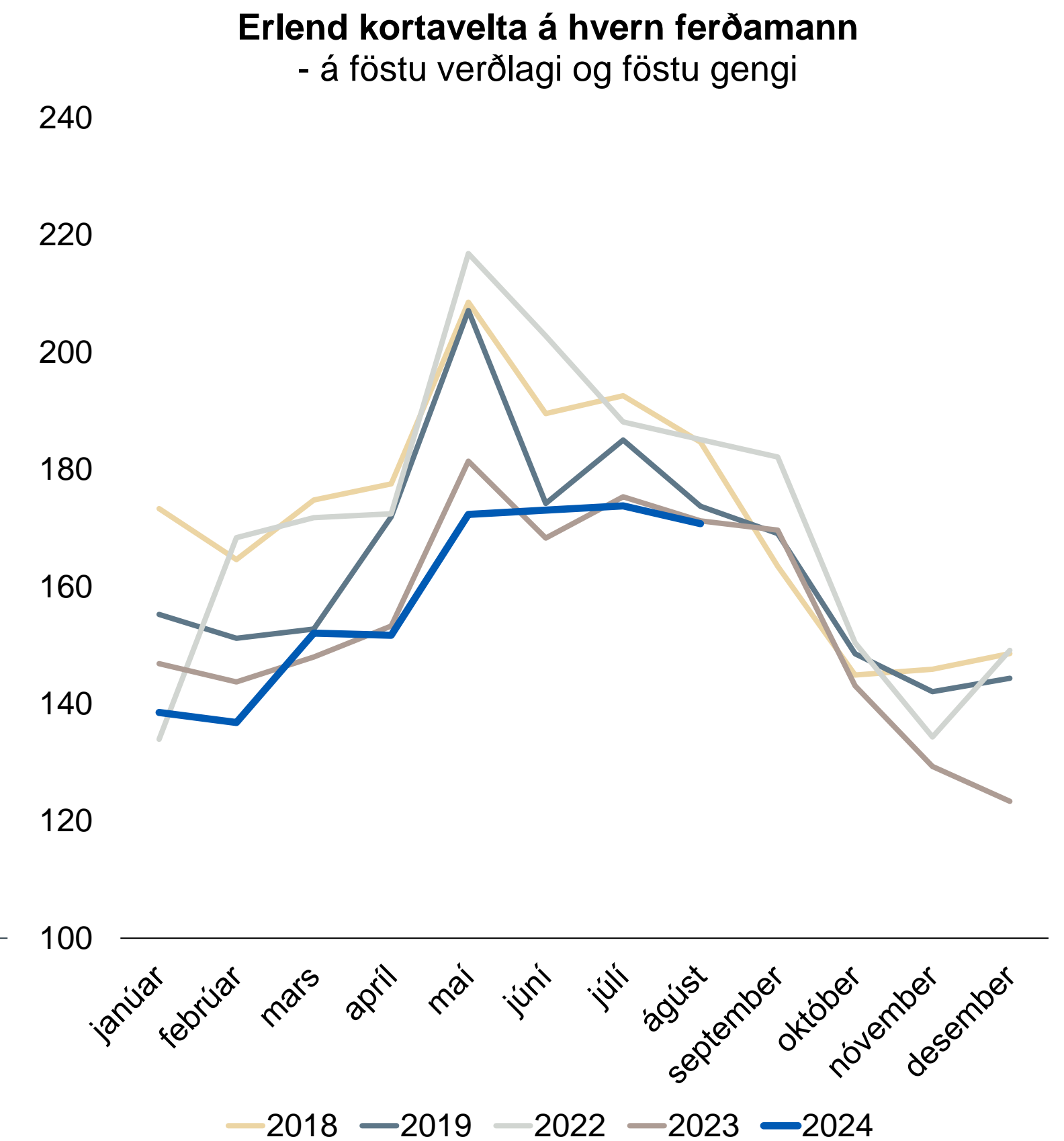
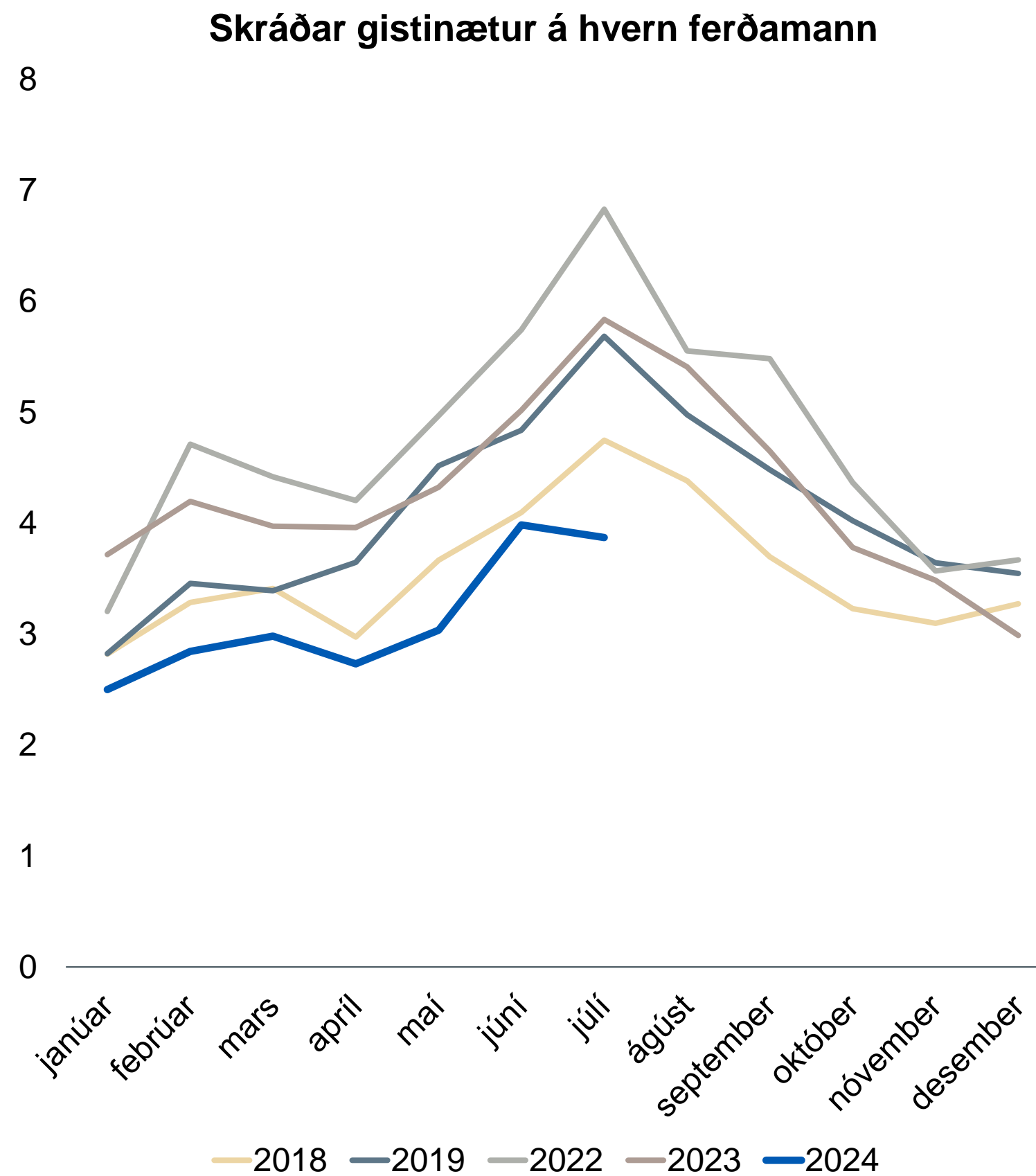
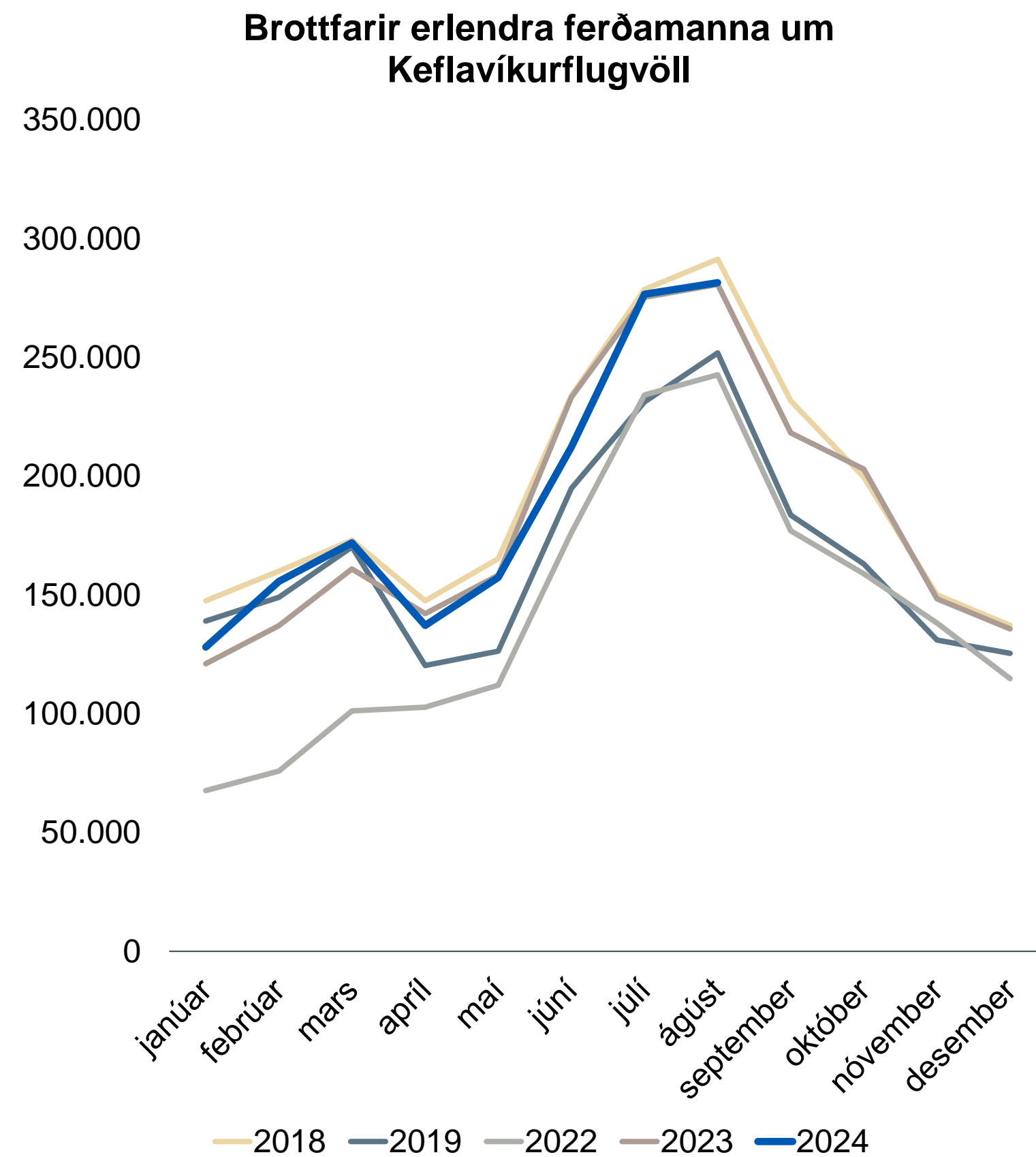


### Breyting í fjölda starfandi - ársbreyting



# Vindar blása úr ýmsum áttum um ferðapjónustuna

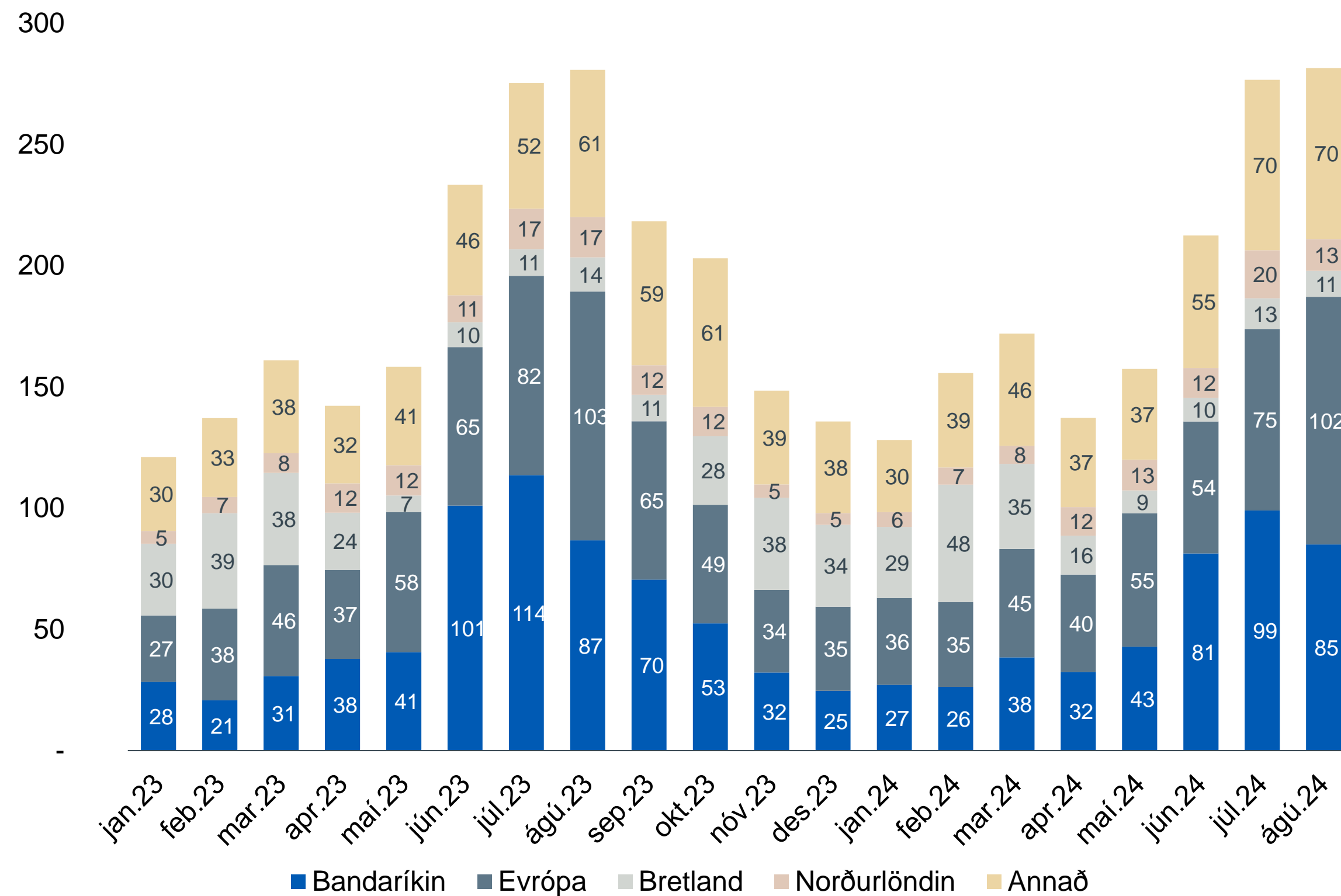
Það er nokkuð snúið að leggja mat á stöðu greinarinnar út frá opinberum gögnum, en þau benda til þess að svipaður fjöldi ferðamanna komi til landsins og í fyrra, en að þeir dvelji skemur og eyði minna, miðað við fast gengi og verðlag.



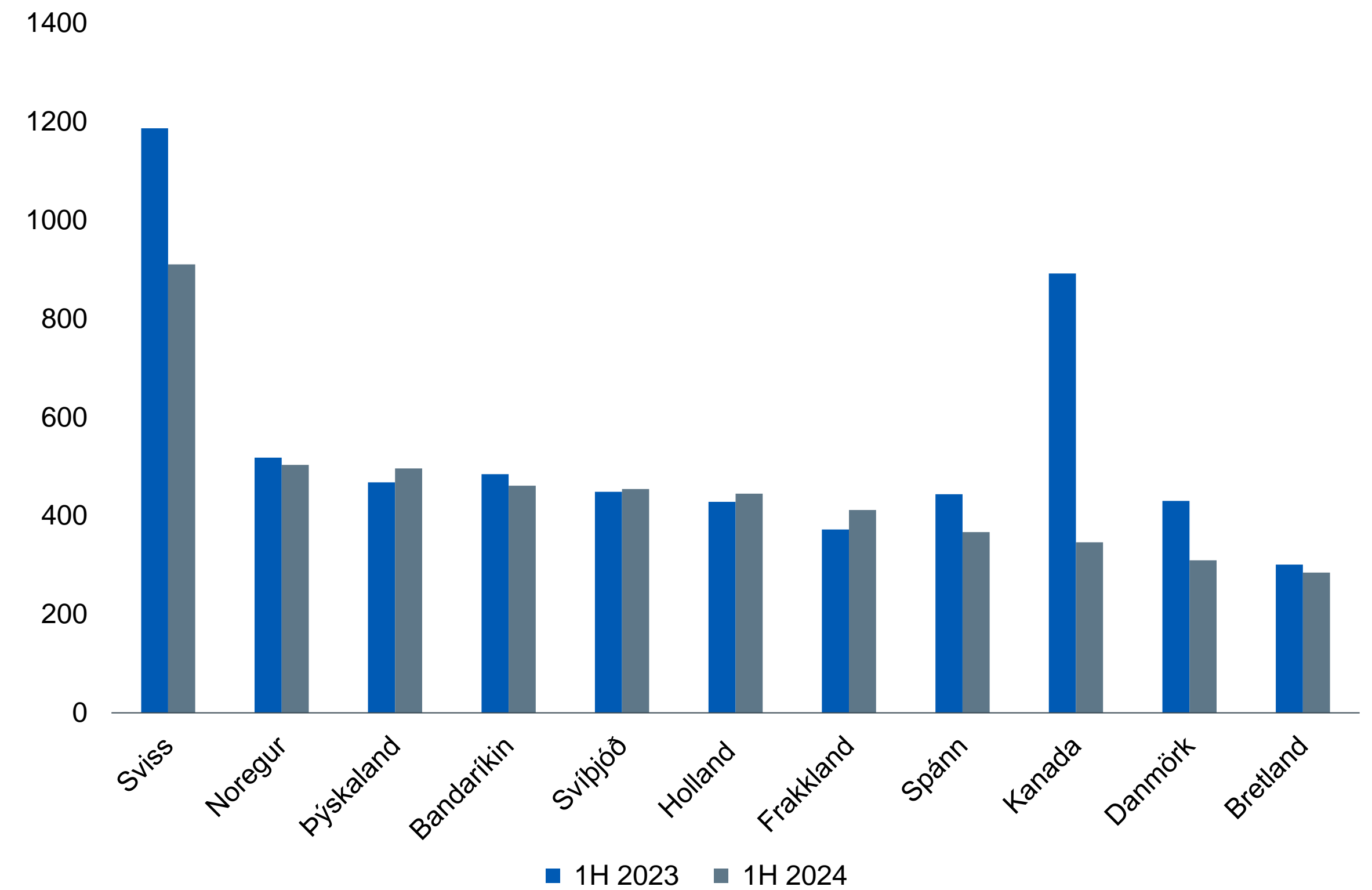
# Bandarískir ferðamenn fjölmennastir – en fer fækkandi

Bandaríkin eru enn stærsta markaðssvæði íslenskrar ferðapjónustu og því áhyggjuefni að sjá fækkun í komum bandarískra ferðamanna, ekki síst í ljósi þess að um er að ræða “betur borgandi ferðamenn”. Mögulega hefur villandi umfjöllun um eldsumbrotin á Reykjanesskaga og lokun Bláa Lónsins haft áhrif inn í háönnina, þar sem Bandaríkjamenn bóka gjarnan ferðalögin í upphafi árs.

**Fjöldi ferðamanna eftir þjóðerni**  
- þúsundir ferðamanna um Keflavíkurflugvöll



**Eyðsla á hvern ferðamann eftir þjóðerni**  
- á föstu verðlagi og föstu gengi



# Er Ísland dottið úr tísku?

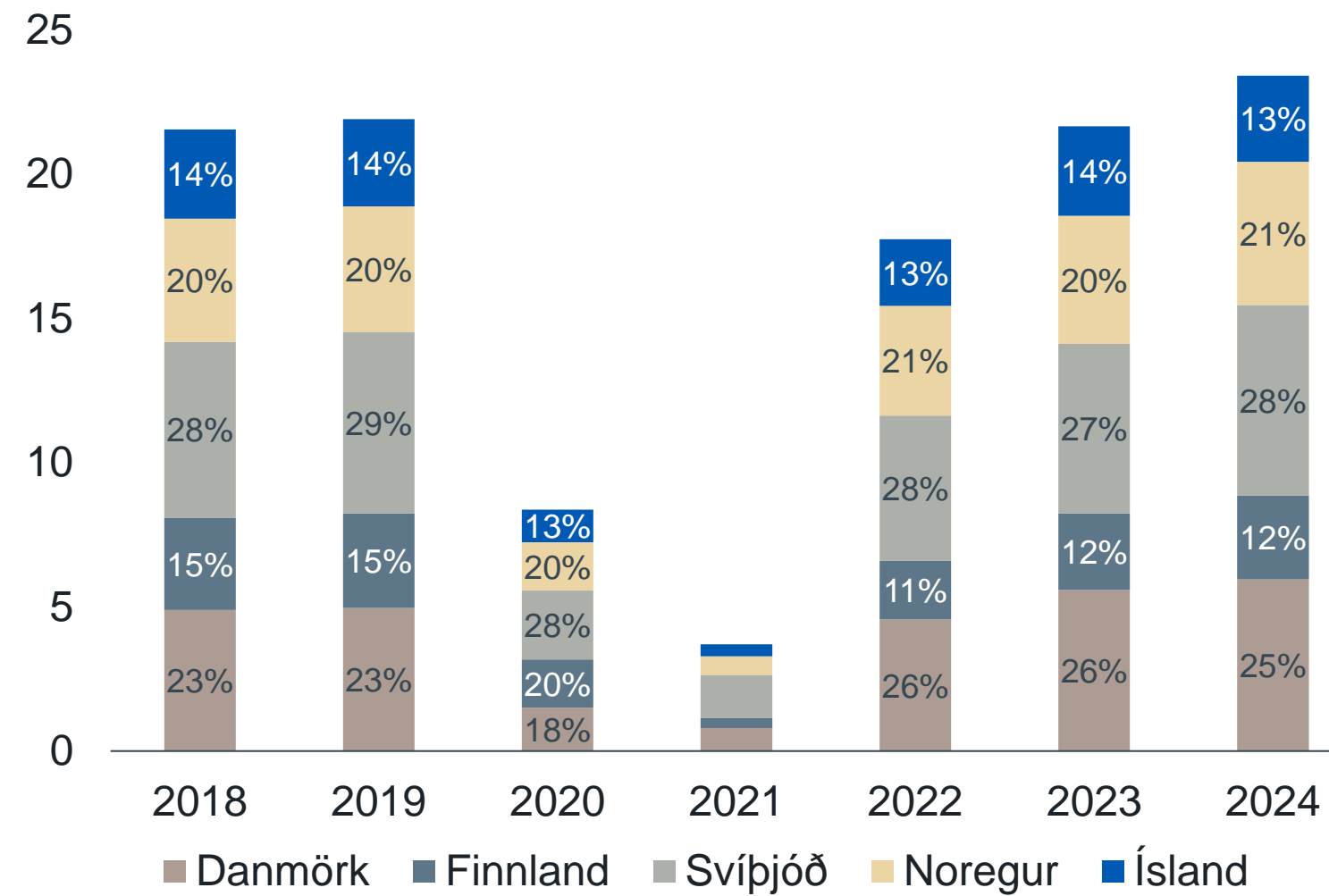
Því er orðum aukið. Sem dæmi fjölgaði komum erlendra ferðamanna til landsins um 0,8% milli ára á fyrstu átta mánuðum ársins.

Ferðapjónustan stendur hins vegar í alþjóðlegri samkeppni þar sem sífellt fleiri áfangastaðir standa ferðamönnum til boða. Ef við tökum gistinætur útlendinga á Norðurlöndunum saman virðast Noregur (veikari norsk króna) og Svíþjóð (Taylor Swift tónleikar í Stokkhólmi) hafa aukið hlutdeild sína á kostnað annarra landa, þar á meðal Íslands, en það er full djúpt í árinna tekið að segja að Ísland sé dottið úr tísku.

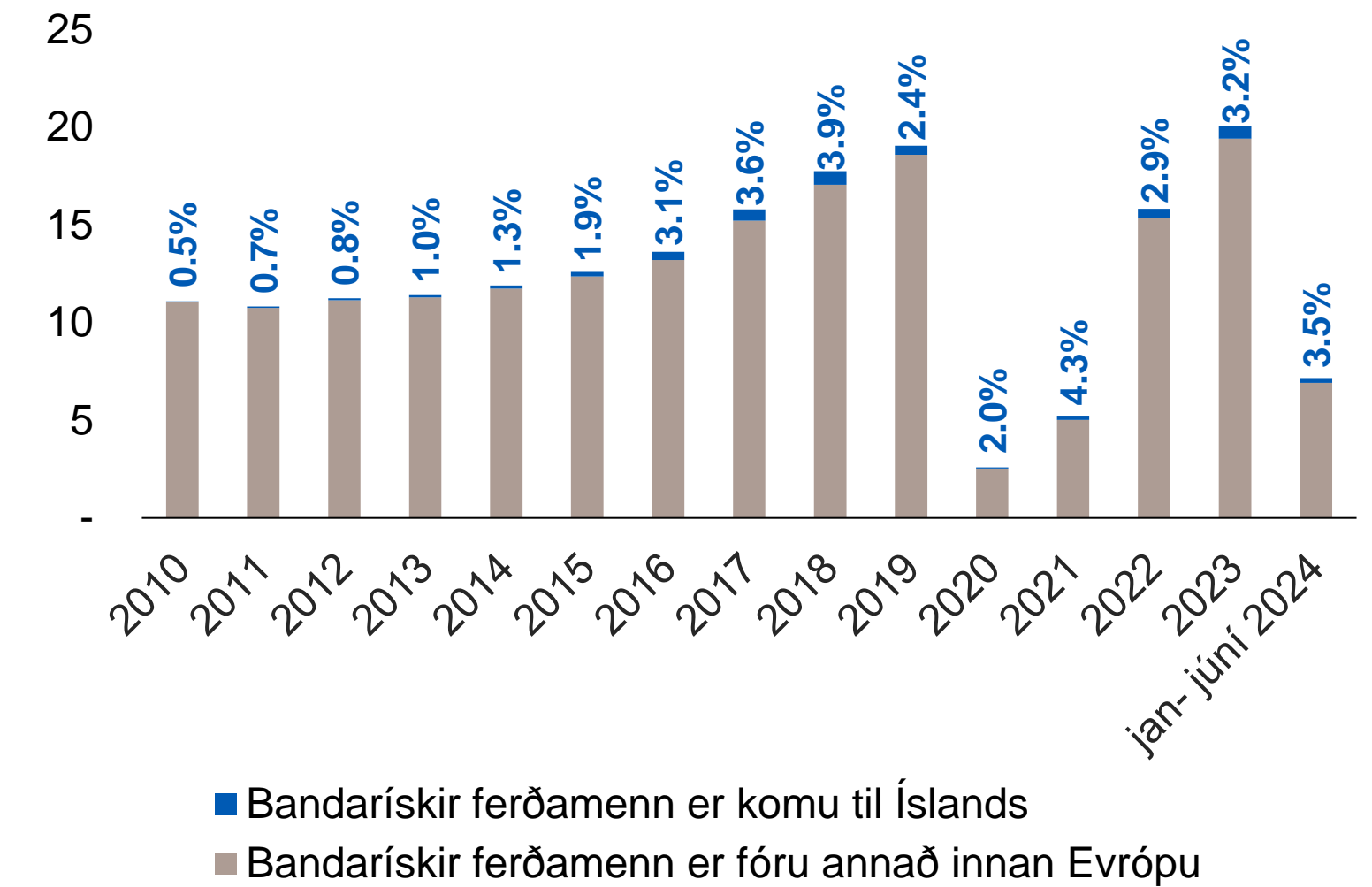
Þá má benda á að Ísland hefur haldið hlutdeild sinni og rúmlega það þegar kemur að bandarískum ferðamönnum sem ferðast til Evrópu, og miðað við Google leitir virðist ekki hafa dregið úr áhuga Bandaríkjamanna að sækja landið heim.

Því verður þó ekki neitað að það eru blikur á lofti, líkt og sjá má í leitarniðurstöðum Breta, enda er landið dýrt og launakostnaður hár, sem dregur úr samkeppnishæfni greinarinnar.

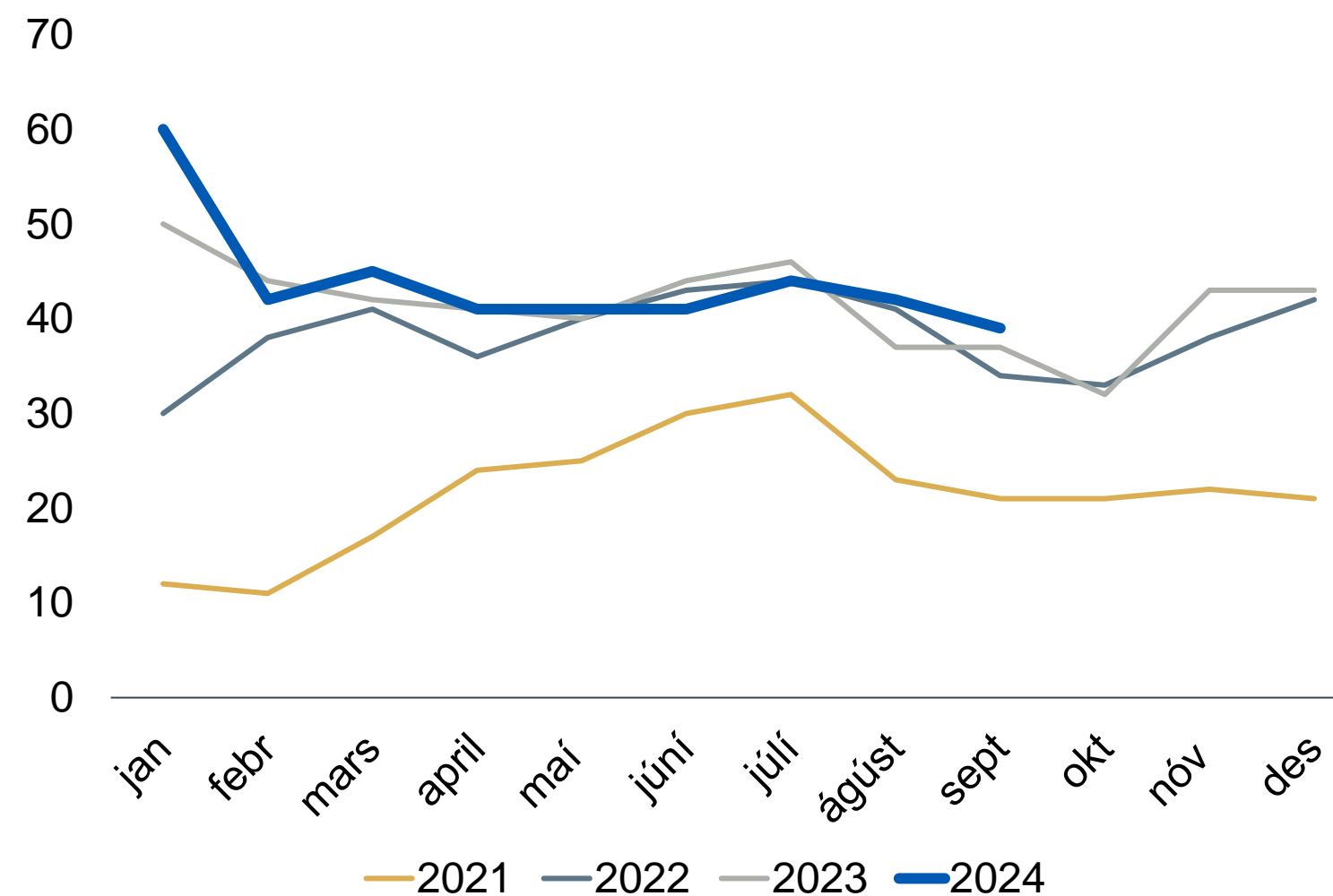
**Gistinætur útlendinga á Norðurlöndunum á 1H**  
- milljónir og hlutdeild landa í heildarfjölda



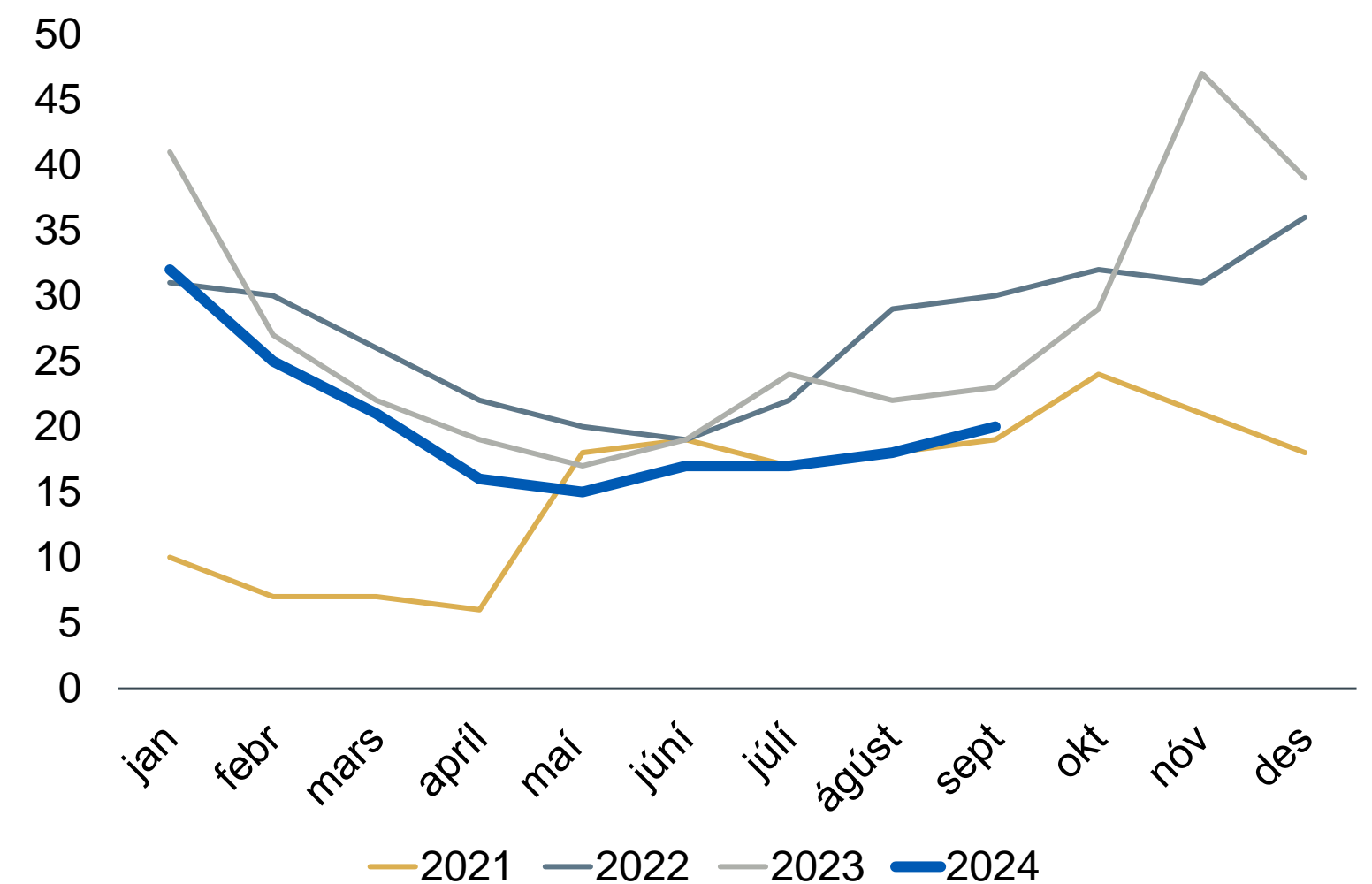
**Ferðalög bandarískra ferðamanna til Evrópu**  
- milljónir og hlutfall sem heimsótti Ísland



**Google leitir að flugi til Íslands í Bandaríkjunum**  
Vísitala



**Google leitir að flugi til Íslands í Bretlandi**  
vísitala

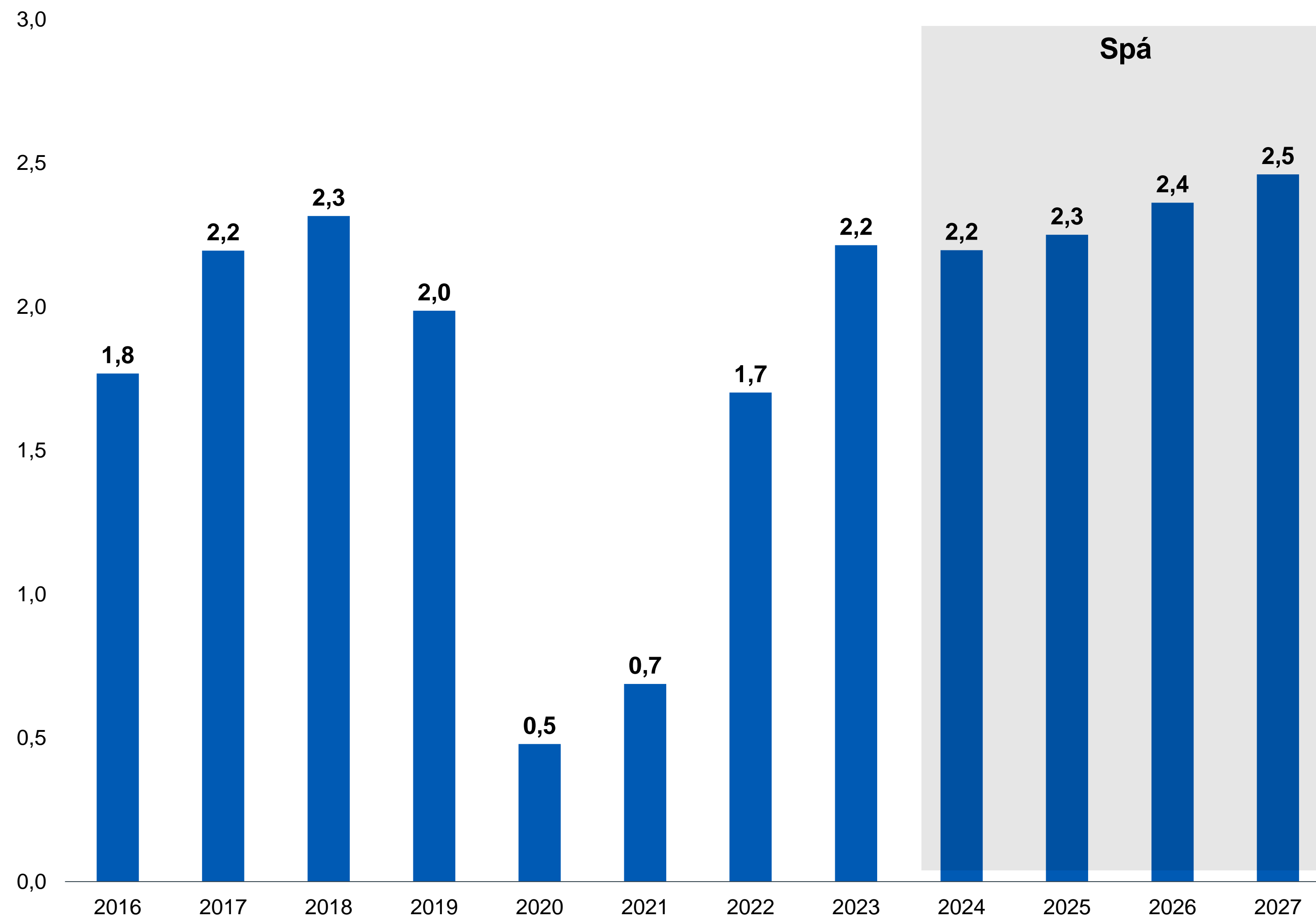


# Ferðapjónustan þreyir þorrann

Það hefur staðið nokkur styr um stöðu ferðapjónustunnar í ár. Þó umræðan beri þess ekki merki hefur fjöldinn skilað sér, en því verður ekki neitað að það er óheillamerki að sjá dvalartímann stytta og tekjur af hverjum ferðamanni dragast saman. Greininni eru skorður settar, bæði af náttúrunni og innviðum, og viljum við því frekar sjá vöxt í gegnum gæði fremur en magn. Þróunin er þó ekki óviðbúin og reiknum við með að áfram verði pressa á tekjur greinarinnar.

Það eru hins vegar ekki verðlag og gengisþróun sem ráða úrslitum þegar kemur að fjölda ferðamanna til landsins, heldur flugframboð. Bæði íslensku flugfélögin leggja nú aukna áherslu á skilvirkni umfram vöxt, og benda áætlanir um flugflota aðeins til lítilsháttar framboðs aukningar. Sömu sögu má segja um erlend flugfélög er fljúga hingað til lands. Þá skiptir samsetning farþega ekki síður máli, en skiptifarþegum hefur fjölgað verulega á kostnað ferðamanna til landsins. Ferðamannaspá okkar dregur dóm af þeirri þróun og gerum við ráð fyrir hóflegum vexti út spátímann.

Fjöldi erlendra gesta um Keflavíkurflugvöll  
- árstölur, milljónir



Fyrir lítið opið hagkerfi líkt og Ísland er lífsnauðsynlegt að hlúa að útflutningi og renna undir hann styrkum stoðum. Vexti stóru útflutningsgreinanna eru takmörk sett og liggja tækifærin því annars staðar.

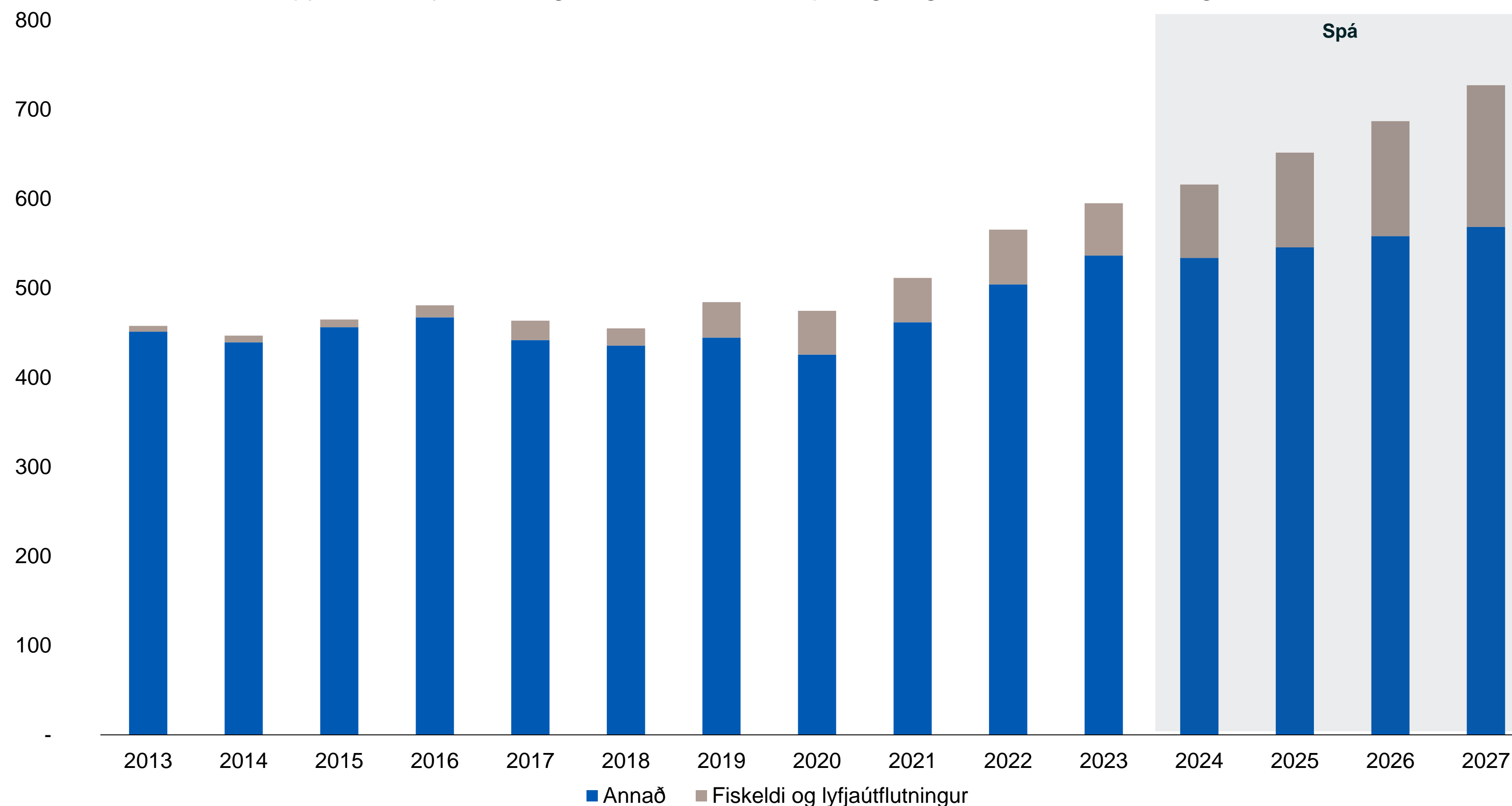
Í þessu samhengi hefur útflutningur á eldisfisk og lyfjum verið nefndur, en þessar tvær greinar standa undir 100 milljarða króna verðmætaaukningu á spátímanum.

Óvissan er hins vegar mikil og við erum varfærin í okkar mati, þrátt fyrir metnaðarfull áform í lyfjaiðnaði og fiskeldi, sem spila engu að síður lykilhlutverk í okkar vaxtaspá.

# Laxar og lyf lyfta öðrum útflutningi

## Annar vöru- og þjónustuútflutningur

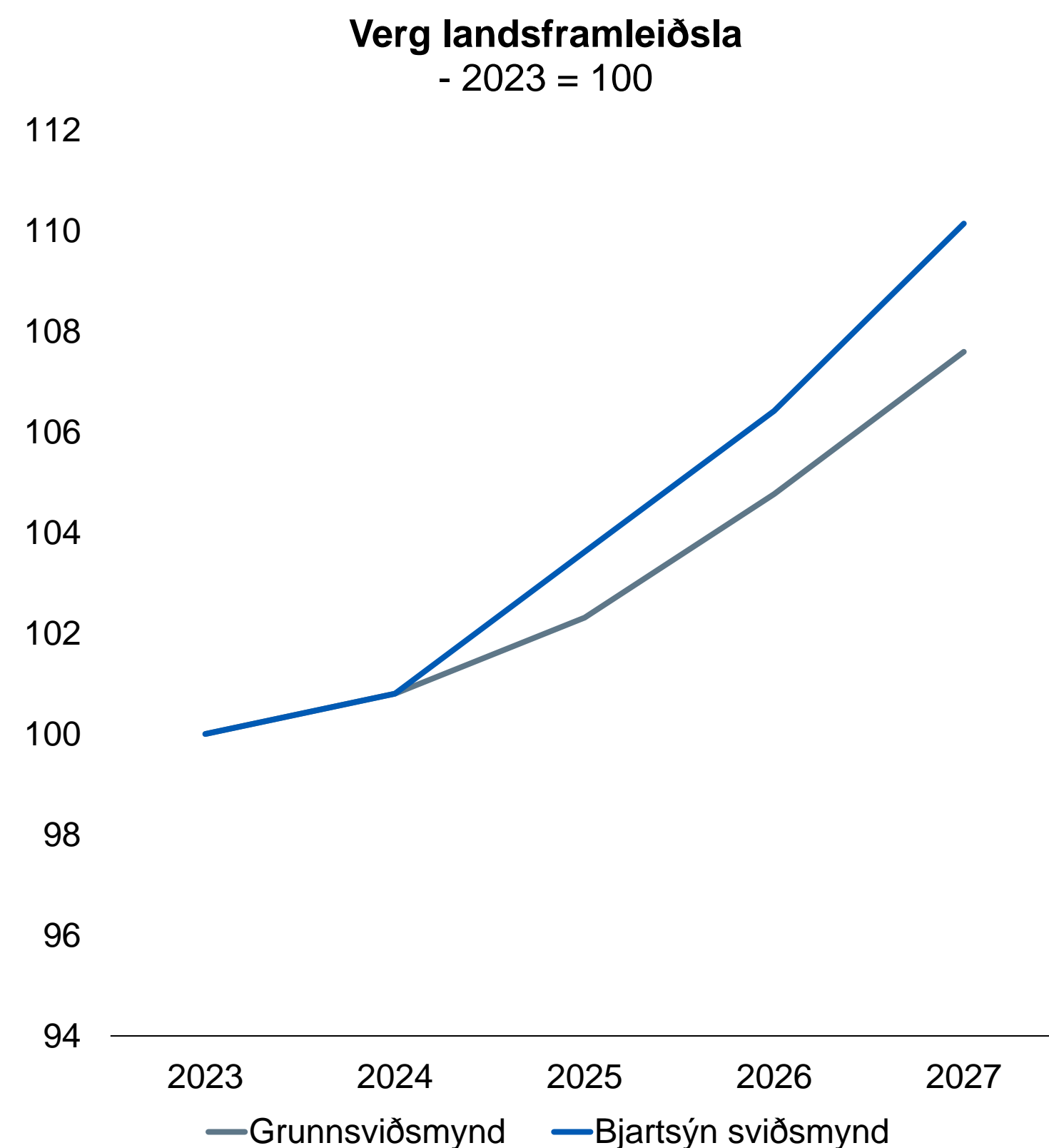
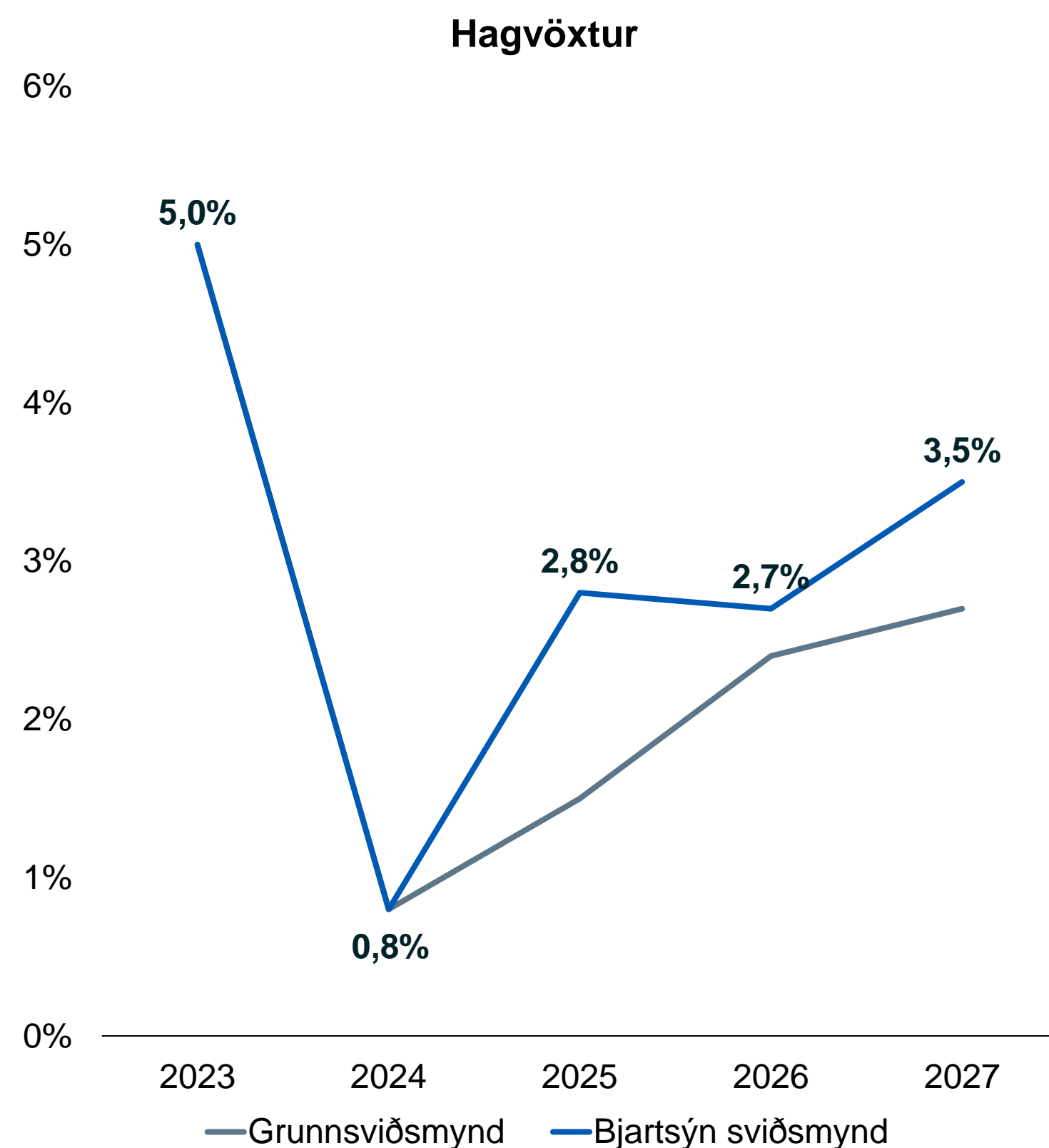
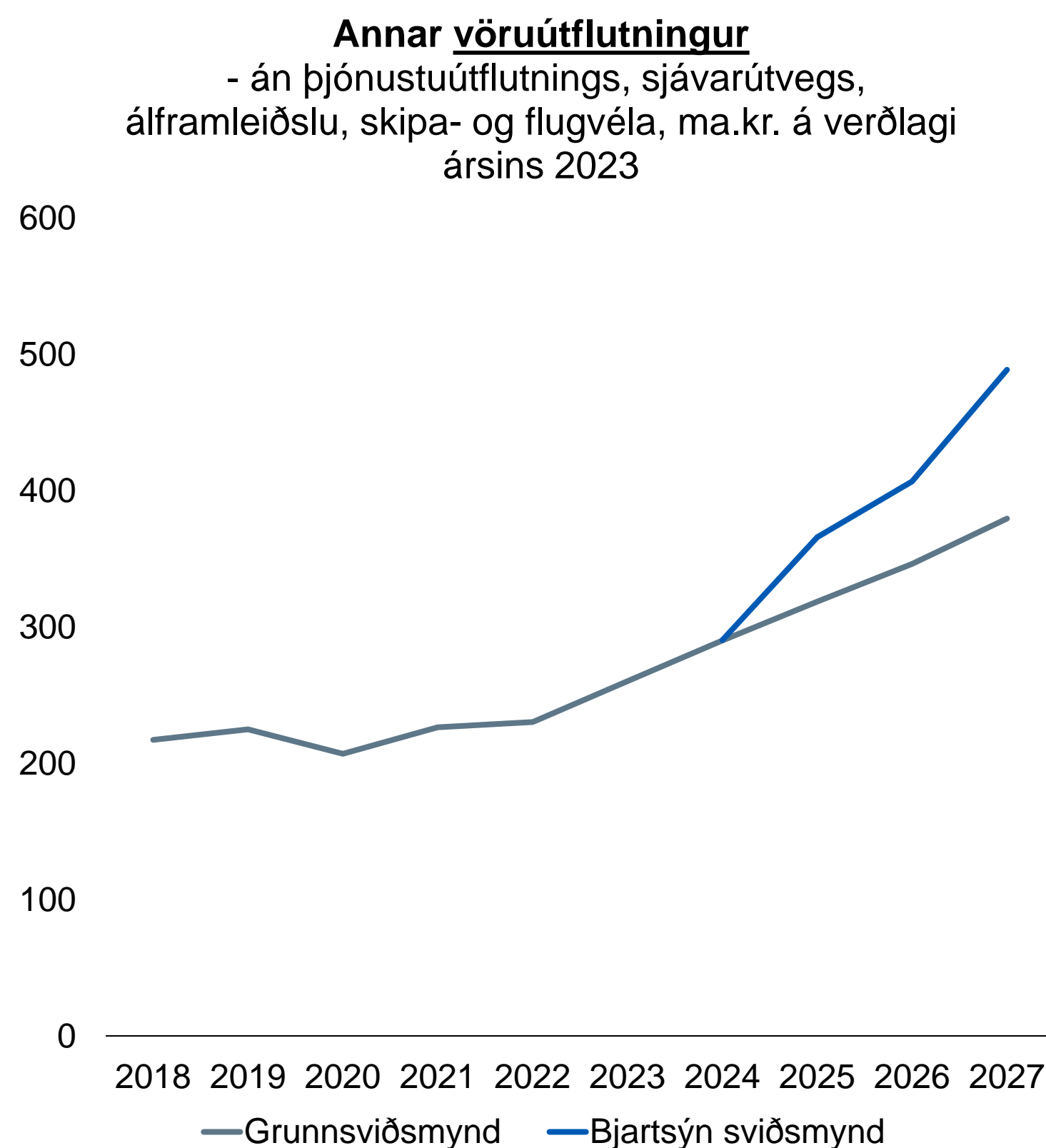
- án ferðaþjónustu, sjávarútvegs, álframleiðslu, skipa og flugvéla, ma.kr. á verðlagi ársins 2023





# Hvað ef: Allar áætlanir ganga eftir?

Hér er aðeins um að ræða leik að tölum og ekki tekið tillit til allra afleiddra áhrifa, svo sem á vinnumarkaðinn, gengi krónunnar og innflutning – og þar af leiðandi á hagvöxt. Engu að síður sýnir þessi talnaleyfimi ágætlega hversu metnaðarfull framtíðaráformin eru, bæði í eldi og lyfjaiðnaði, er kemur að fjárfestingu og útflutningi.



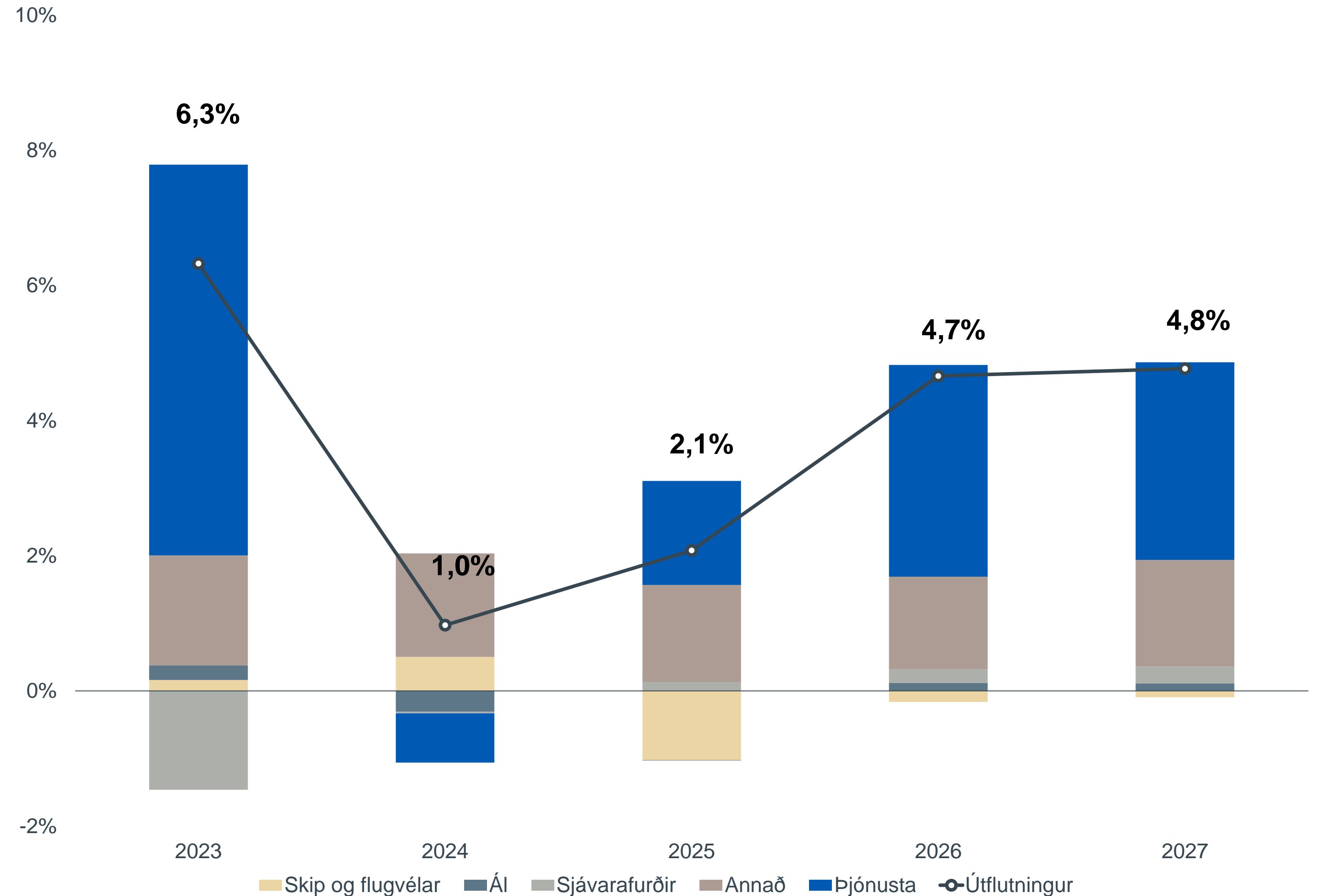
# Útflutningur snýr vörn í sókn á spátímanum

Það sem af er ári hefur þjónustuútflutningur látið undan síga. Ekki er einvörðungu við ferðapjónustuna að sakast þar sem annar þjónustuútflutningur hefur einnig gefið eftir. Útlit er fyrir að seinni hluti ársins verði ekki síður krefjandi og reiknum við með samdrætti í útfluttri þjónustu í ár.

Horfurnar fyrir næsta ár eru nokkuð betri, þótt tekjuvöxtur ferðapjónustunnar verði hófstemmdur og fyrst og fremst drifinn áfram af fjölgun ferðamanna. Teljum við að aðrar greinar, svo sem lyfjaiðnaður, fiskeldi og ýmis hugvitsdrifin starfsemi taki við keflinu og vaxi hvað mest.

Hvað hinar hefðbundnu stoðir varðar eru tiltölulega litlar breytingar í álútflutningi, þó lág vatnsstaða í uppistöðulónum gæti sett strik í reikninginn, líkt og á fyrri hluta þessa árs. Þá fáum við ekki betur séð en að skammtímahorfur í sjávarútvegi séu þokkalegar ef horft er til ástands nytjastofna, þó aldrei sé á vísan að róa.

Útflutningur  
- framlag undirliða



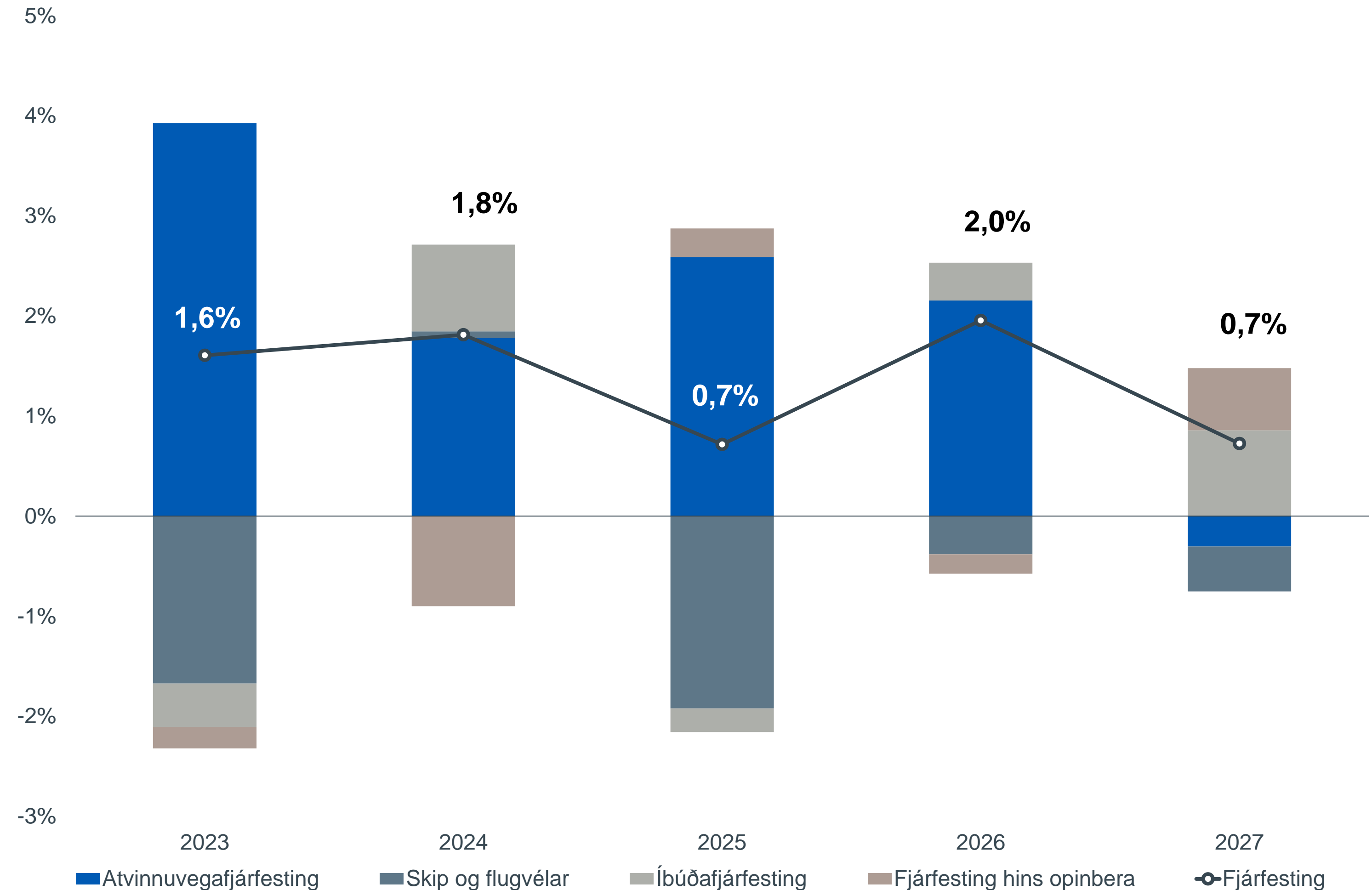
# Sneiðir fjárfesting há háum vöxtum?

Samkvæmt endurskoðuðum þjóðhagsreikningum jókst fjárfesting um 1,6% í fyrra, en fyrri tölur hljóðuðu upp á 0,6% samdrátt. Hefðbundin atvinnuvegafjárfesting tók mestum breytingum en hún jókst um 5% samkvæmt nýjustu tölum.

Hækkandi raunvaxtastig virðist ekki hafa náð að tjóðra fjárfestingu, sem hefur haldið áfram að vaxa þökk sé atvinnuvegafjárfestingu og íbúðafjárfestingu. Útlit er því fyrir 1,8% fjárfestingarvöxt á yfirstandandi ári, þrátt fyrir 5,5% samdrátt í fjárfestingu hins opinbera.

Við teljum fjárfestingu hafa alla burði til að aukast á spátímanum samhliða lækkandi vöxtum og auknum umsvifum. Framkvæmdir í stóriðju og raforkuframleiðslu brengla þó vöxtinn undir lok spátímans og leiða til samdráttar í atvinnuvegafjárfestingu, jafnvel þó hefðbundin atvinnuvegafjárfesting sæki í sig veðrið.

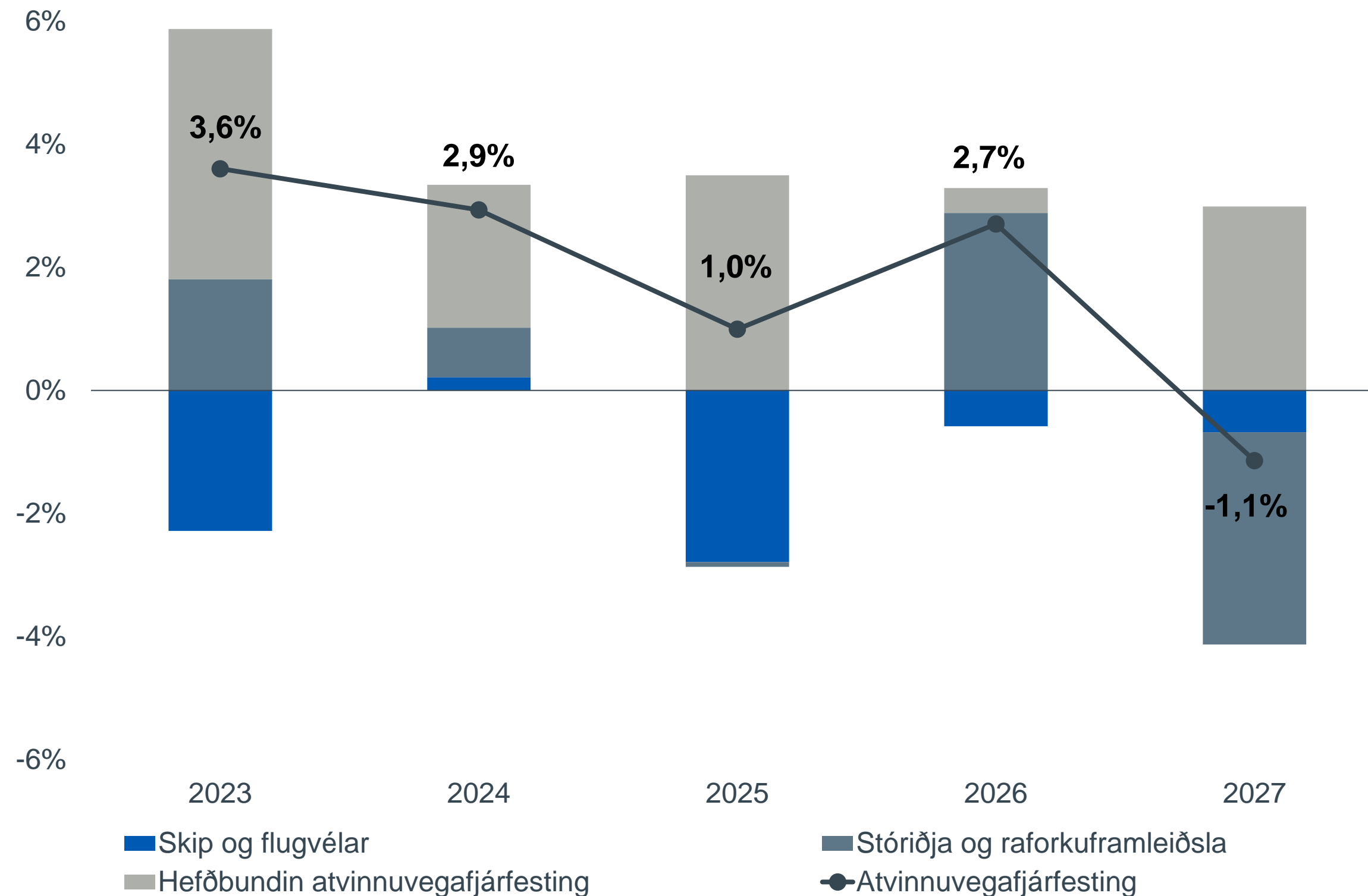
## Fjárfesting - framlag undirliða



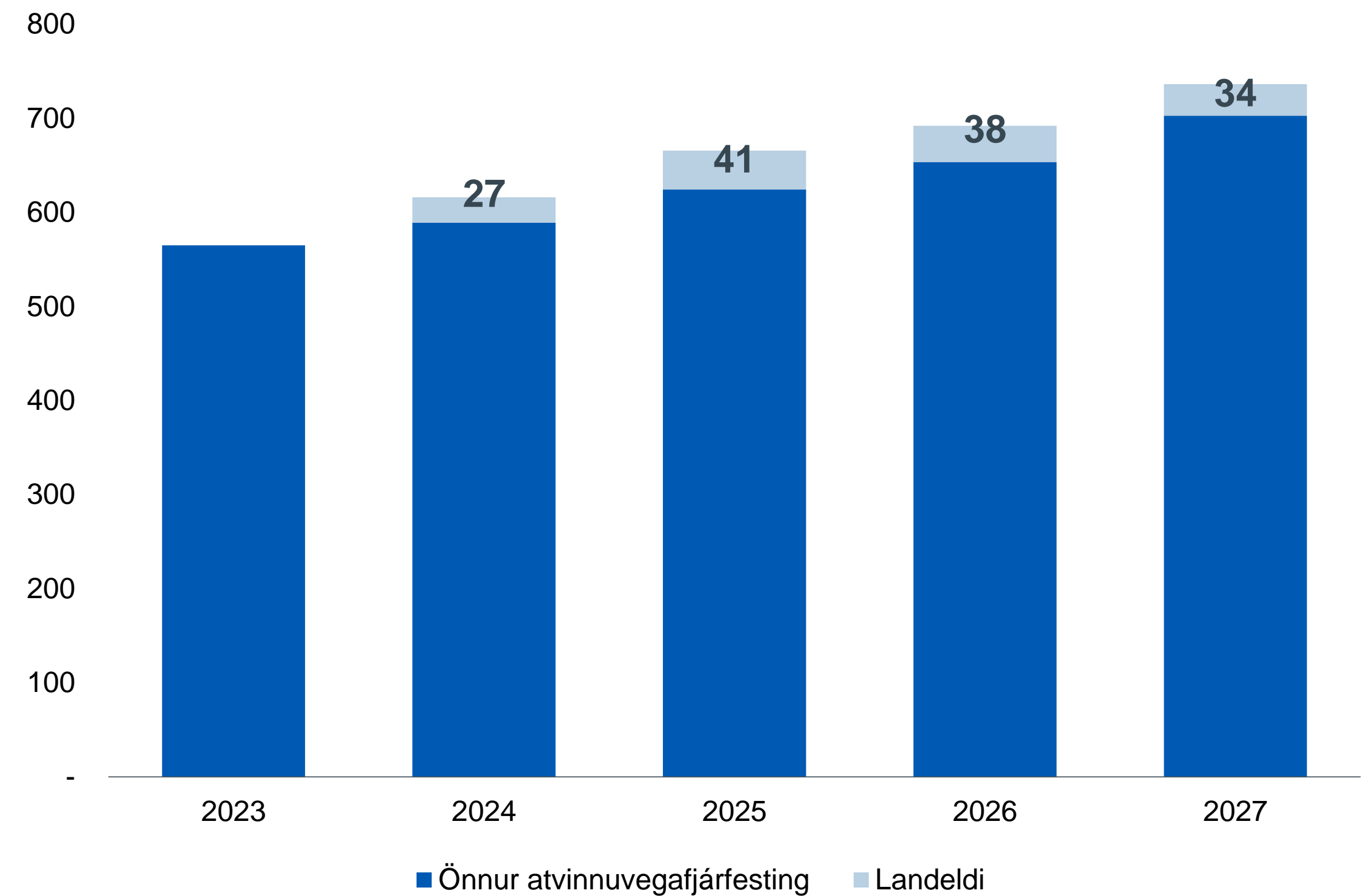
# Virkjanir og landeldi halda uppi atvinnuvegafjárfestingu

Samkvæmt Landsvirkjun er enn stefnt að því að Hvammsvirkjun taki til starfa fyrir árslok 2028, sem þýðir að fjárfestingin fellur að miklum meirihluta innan spátímans. Hvað varðar hefðbundna atvinnuvegafjárfestingu teljum við að hún myndi dragast saman um rúmt prósent á næsta ári að raunvirði, ef ekki væri fyrir nokkur stór fjárfestingaverkefni tengd landeldi sem eru nú þegar komin af stað.

Atvinnuvegafjárfesting  
- framlag undirliða



Almenn atvinnuvegafjárfesting og landeldi  
-ma.kr.

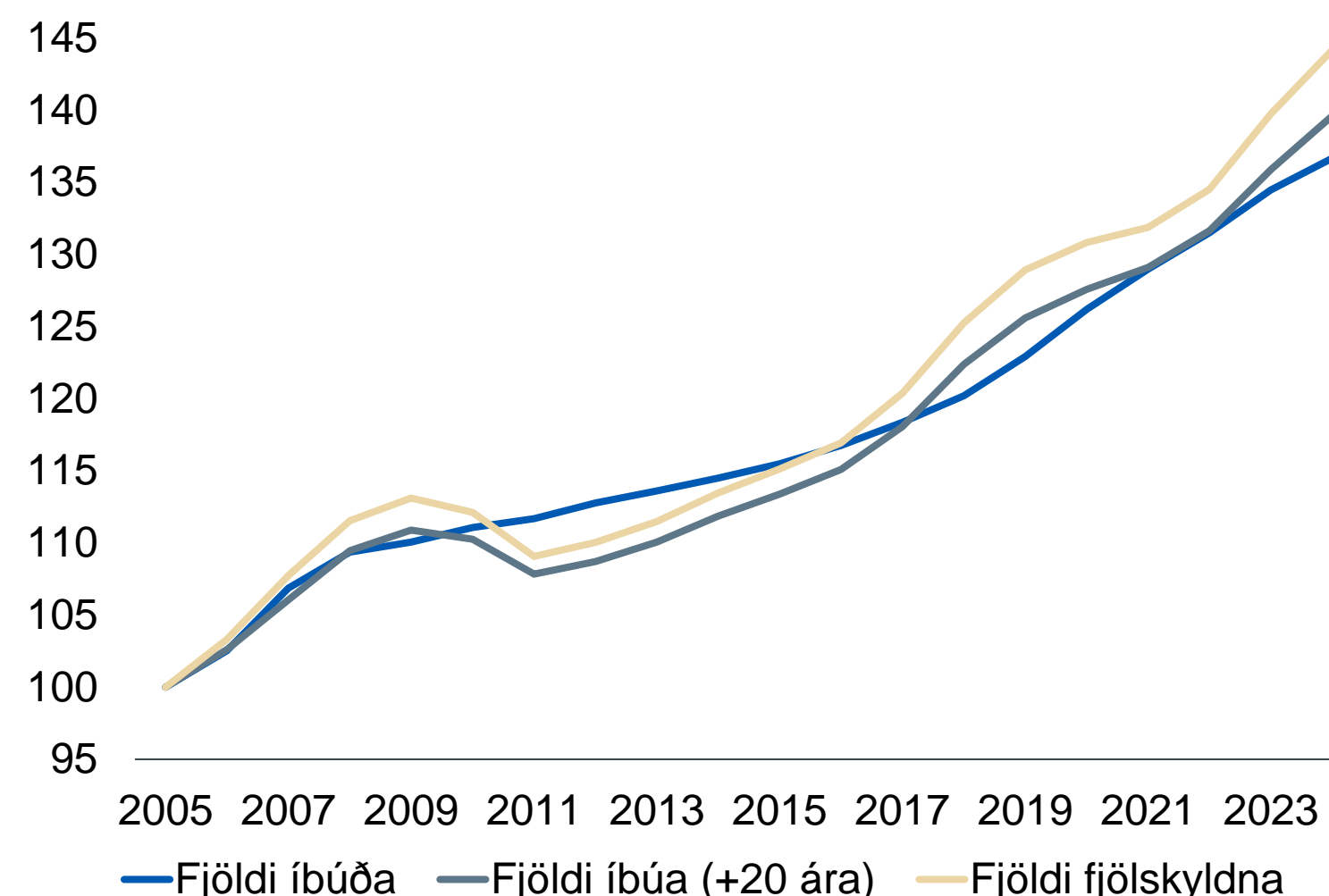


# Vextir bíta í íbúðafjárfestingu

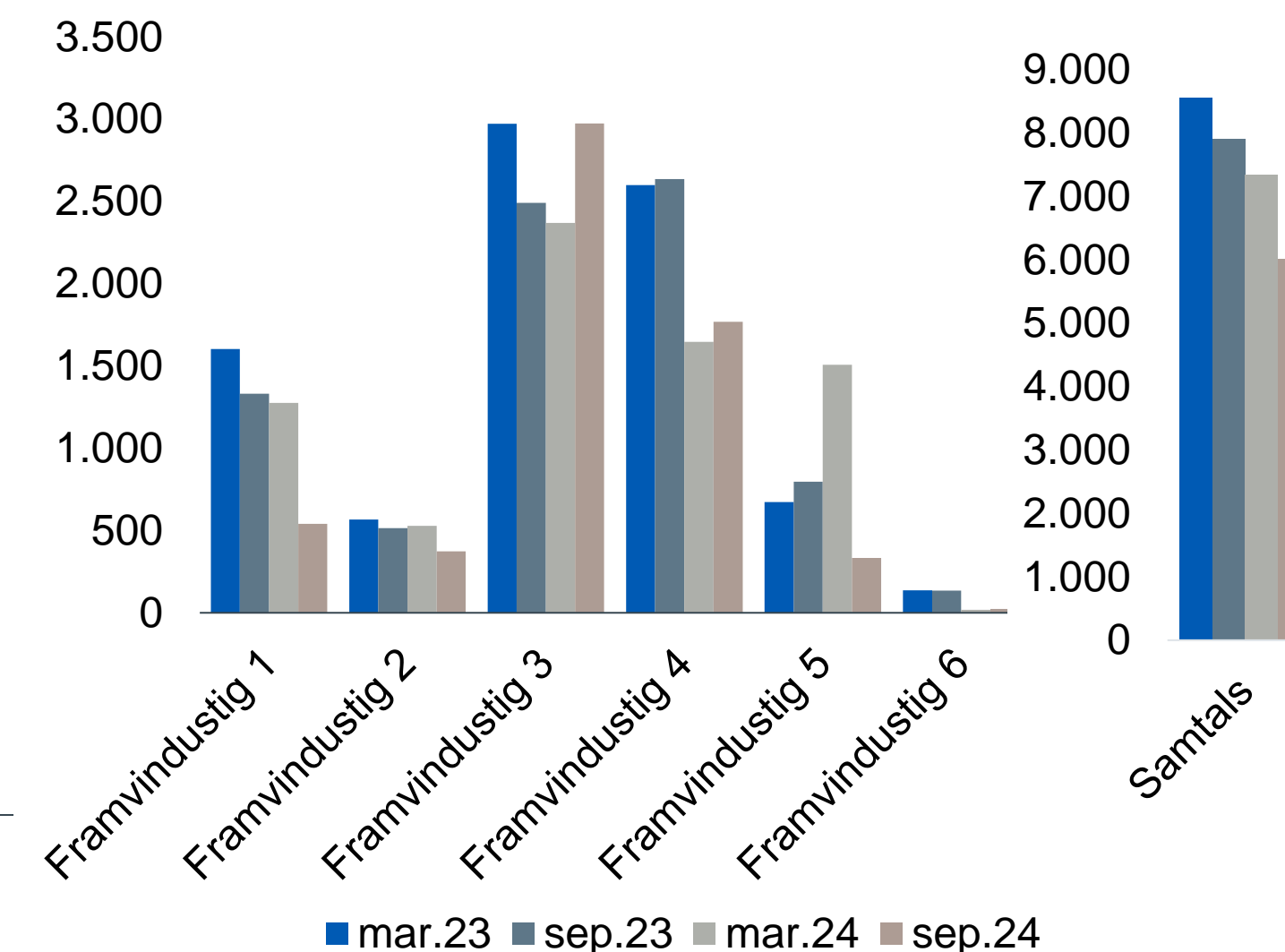
Hröð fjölgun íbúa, og enn hraðari fjölgun fjölskyldna, kallar á aukinn kraft í íbúðafjárfestingu, en miðað við stöðuna í dag bjóða efnahagsleg skilyrði vart upp á það - í bili.

Hár fjármagnskostnaður hefur aftrað því að farið sé af stað í ný byggingarverkefni, en því til viðbótar má reikna með að skipulagsmál hafi einnig verið til trafala. Aukinn kraftur hefur hins vegar verið settur í að klára íbúðir sem eru nú þegar í byggingu, enda dýrt fyrir verktaka að halda á nýjum eignum í núverandi vaxtaumhverfi. Ef nýjum verkefnum fer ekki að fjölga gæti íbúðafjárfesting dregist talsvert saman árið 2026, sem gæti leitt til enn frekari verðþrýstings.

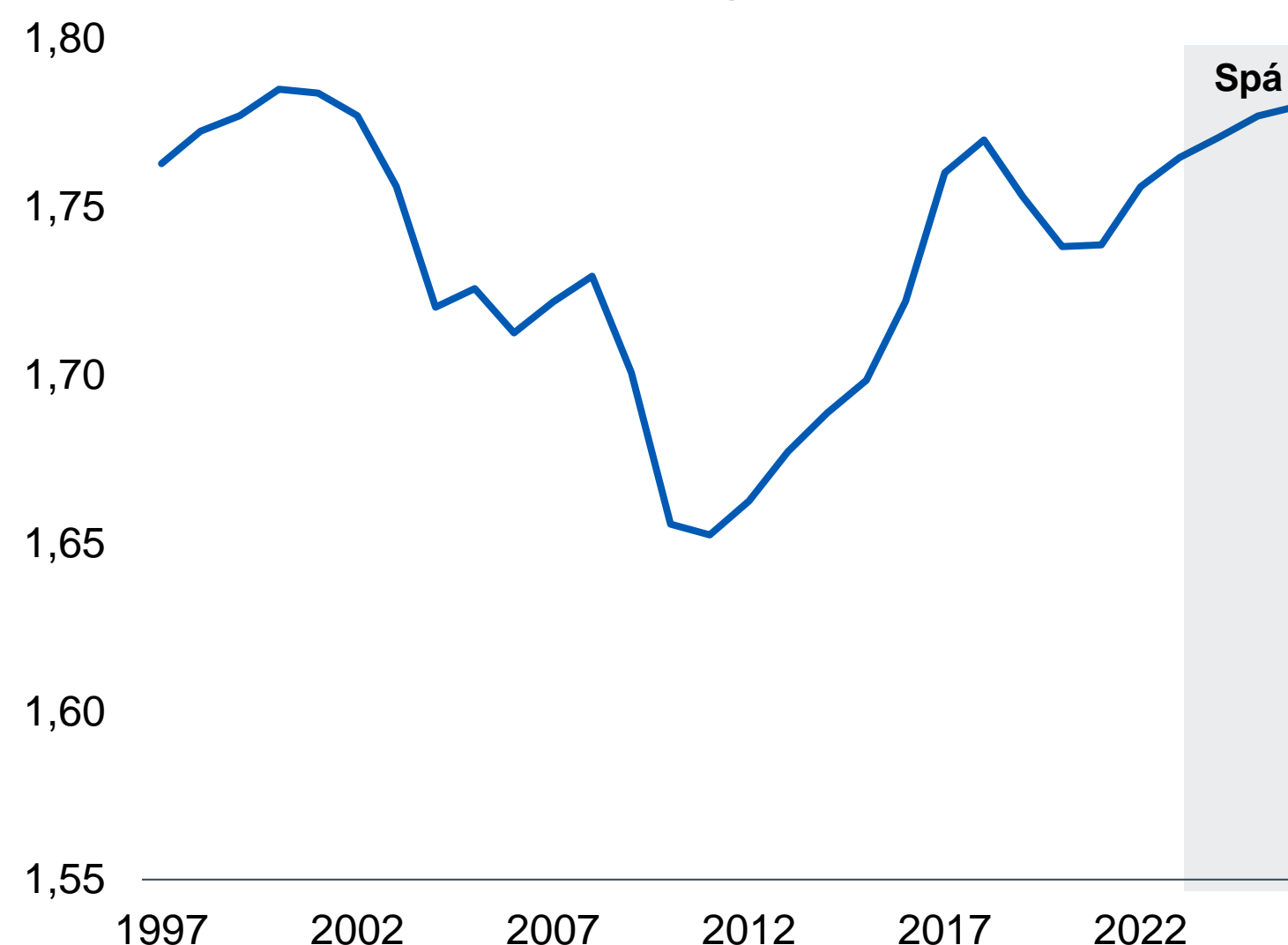
Fjöldi íbúða og íbúa -vísitala (2005 = 100)



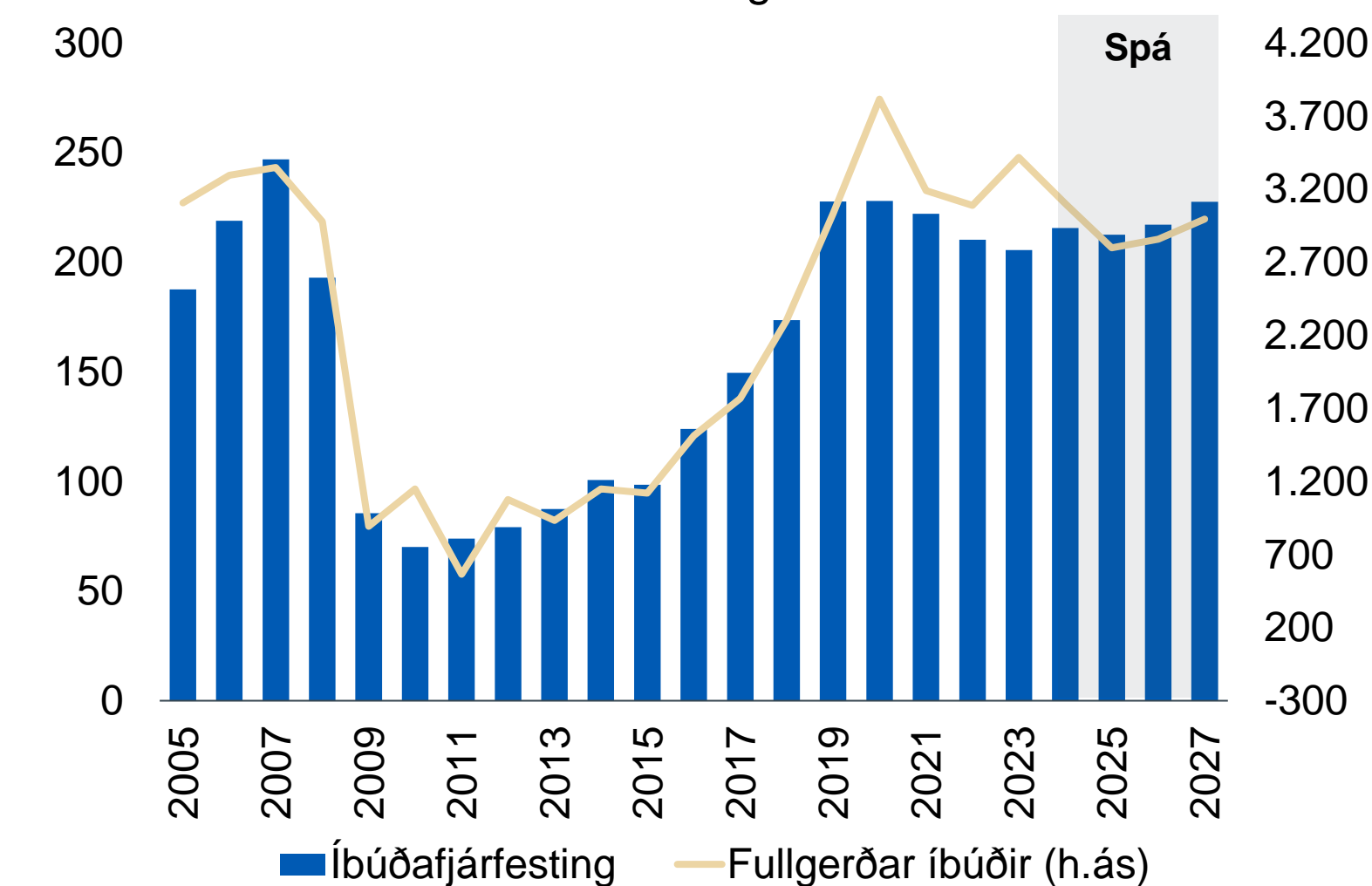
Íbúðir í byggingu



Íbúafjöldi (22 ára og eldri) per íbúð



Íbúðafjárfesting - í ma.kr. á verðlagi ársins 2024

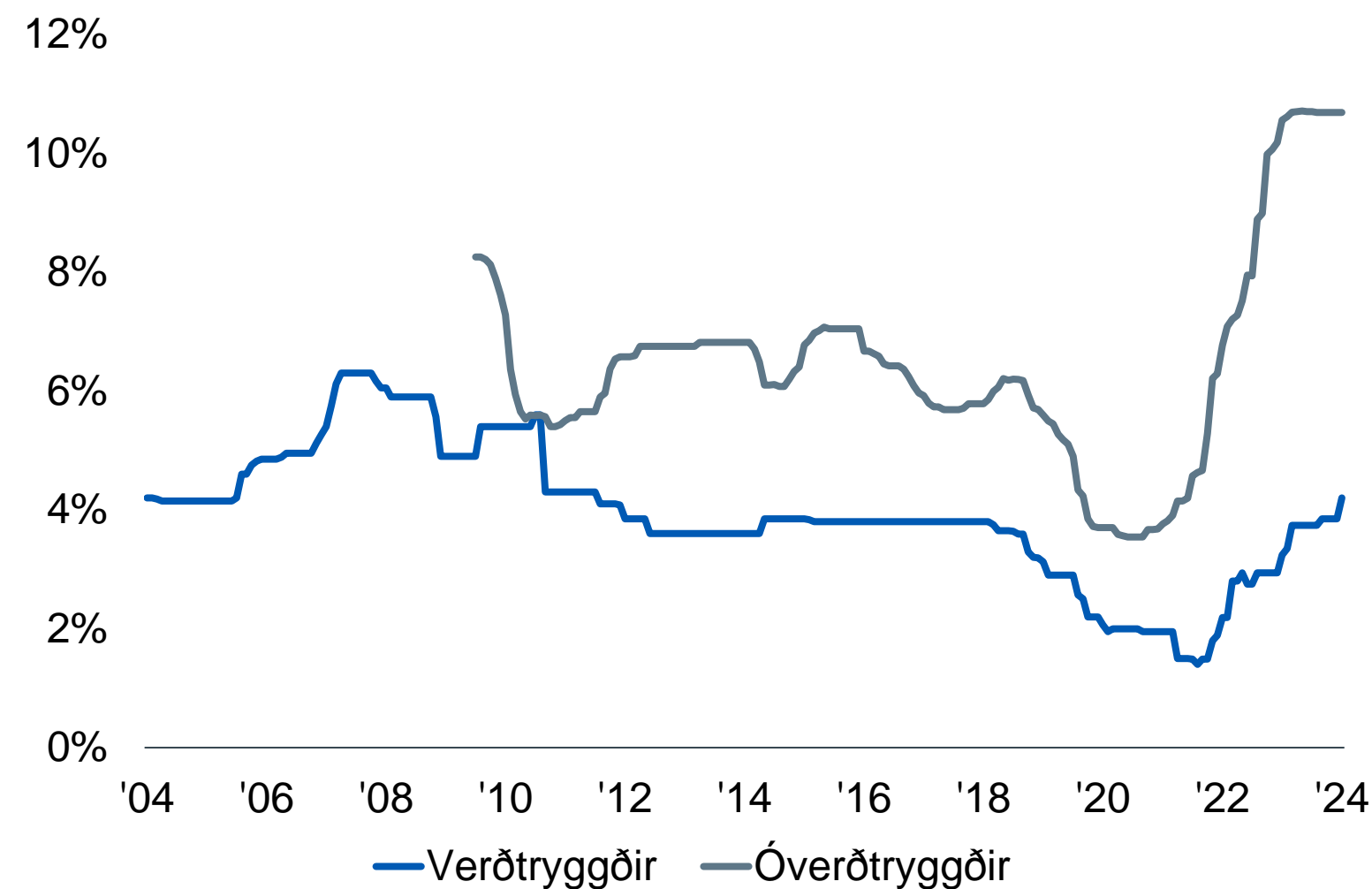


# Bíta hert lánaskilyrði meira en hækkun vaxta?

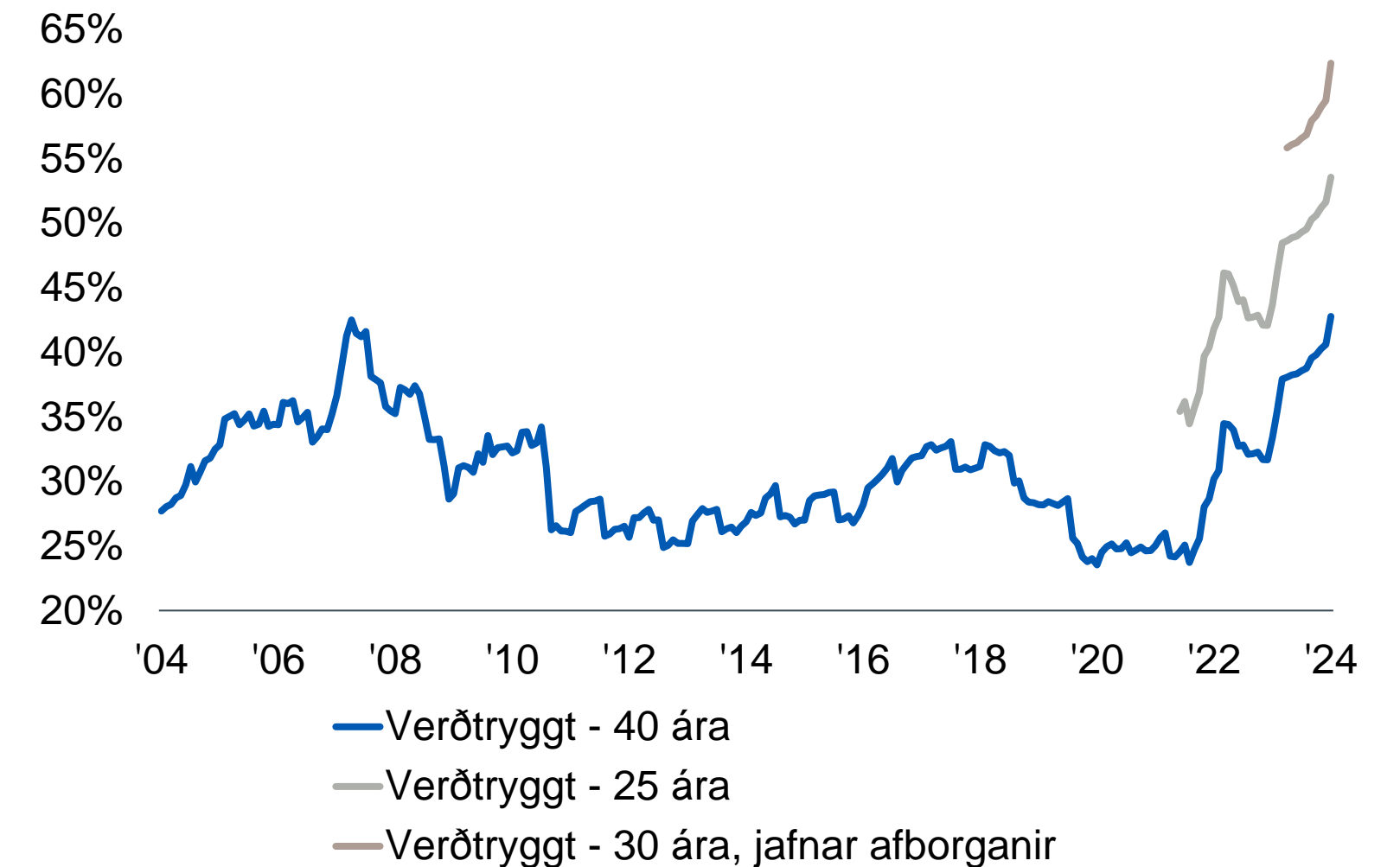
Verulegar vaxtahækkunir síðustu tveggja ára draga úr getu heimila til lántöku í gegnum hærri greiðslubyrði. Þá sníða lánþegaskilyrði Seðlabankans ákveðnum hópum þröngan stakk, til viðbótar við hert lánþegaskilyrði af hálfu banka og lífeyrissjóða. Aðgengi heimilanna að lánsfé hefur því takmarkast enn frekar.

Heimili sem hafa verið í skjóli fastra vaxta nálgast mörg hver endurskoðunardag. Greiðslubyrði óverðtryggðra lána með endurskoðunardag nú í september tvöfaldast að jafnaði. Heimili sem skipta yfir í verðtryggð lán til 40 ára geta haldið svipaðri greiðslubyrði en ef þau fá aðeins lán til 25 ára mun hún aukast um fjórðung.

Íbúðalánsvextir

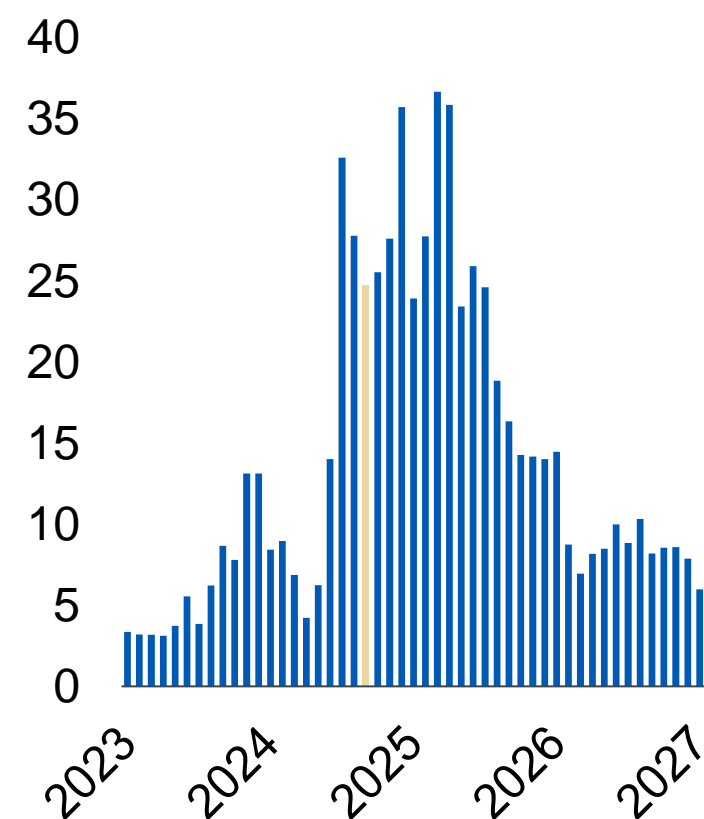


Greiðslubyrði sem hlutfall af ráðstöfunartekjum - ráðstöfunartekjur á hvert mannsbarn og 100 fm eign á hbsv.

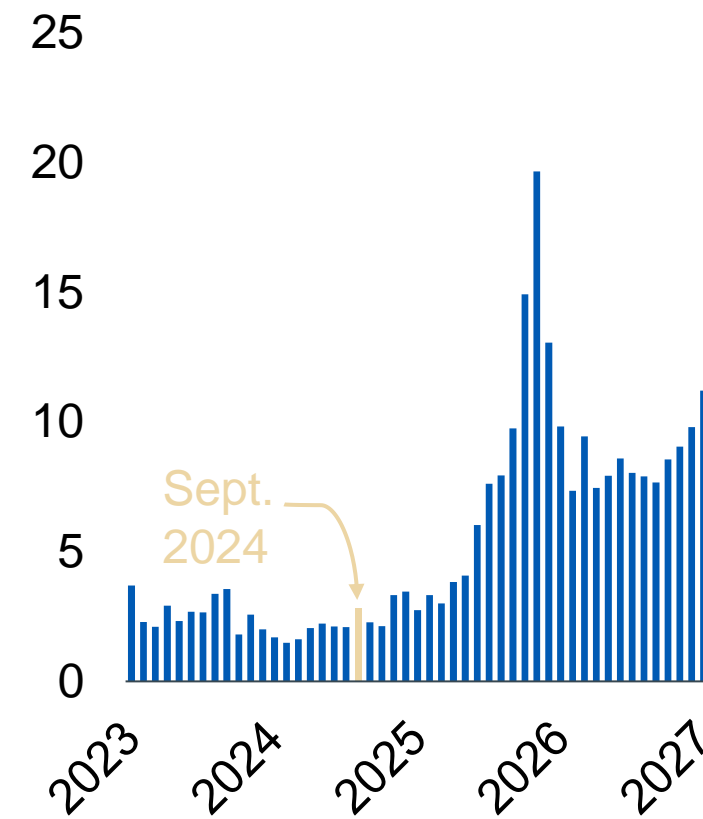


„Snjóhengjan“

-Útistandandi óverðtryggð lán eftir endurskoðunardegi (ma.kr.)

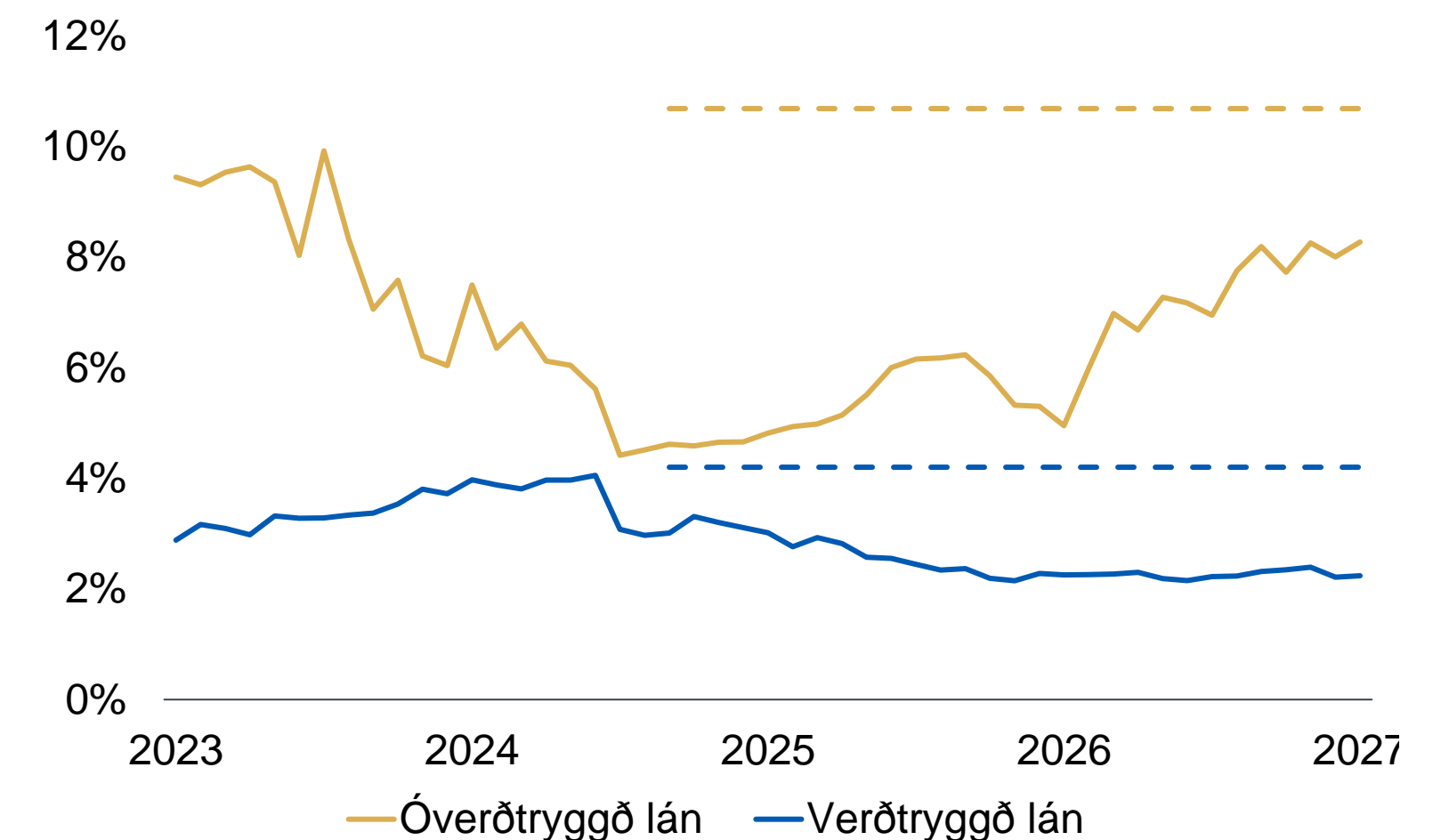


-Útistandandi verðtryggð lán eftir endurskoðunardegi (ma.kr.)



Vextir á snjóhengjulánum

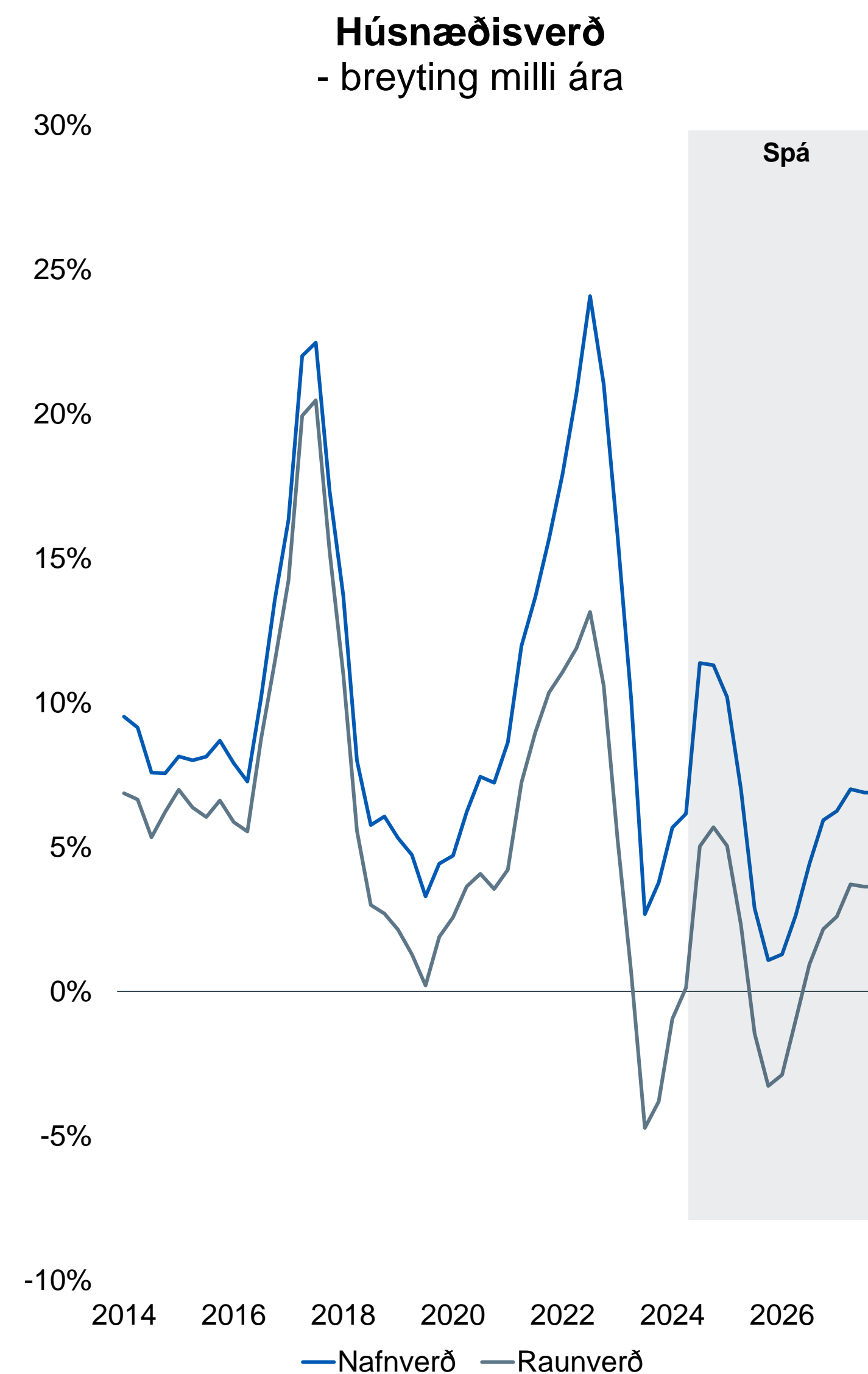
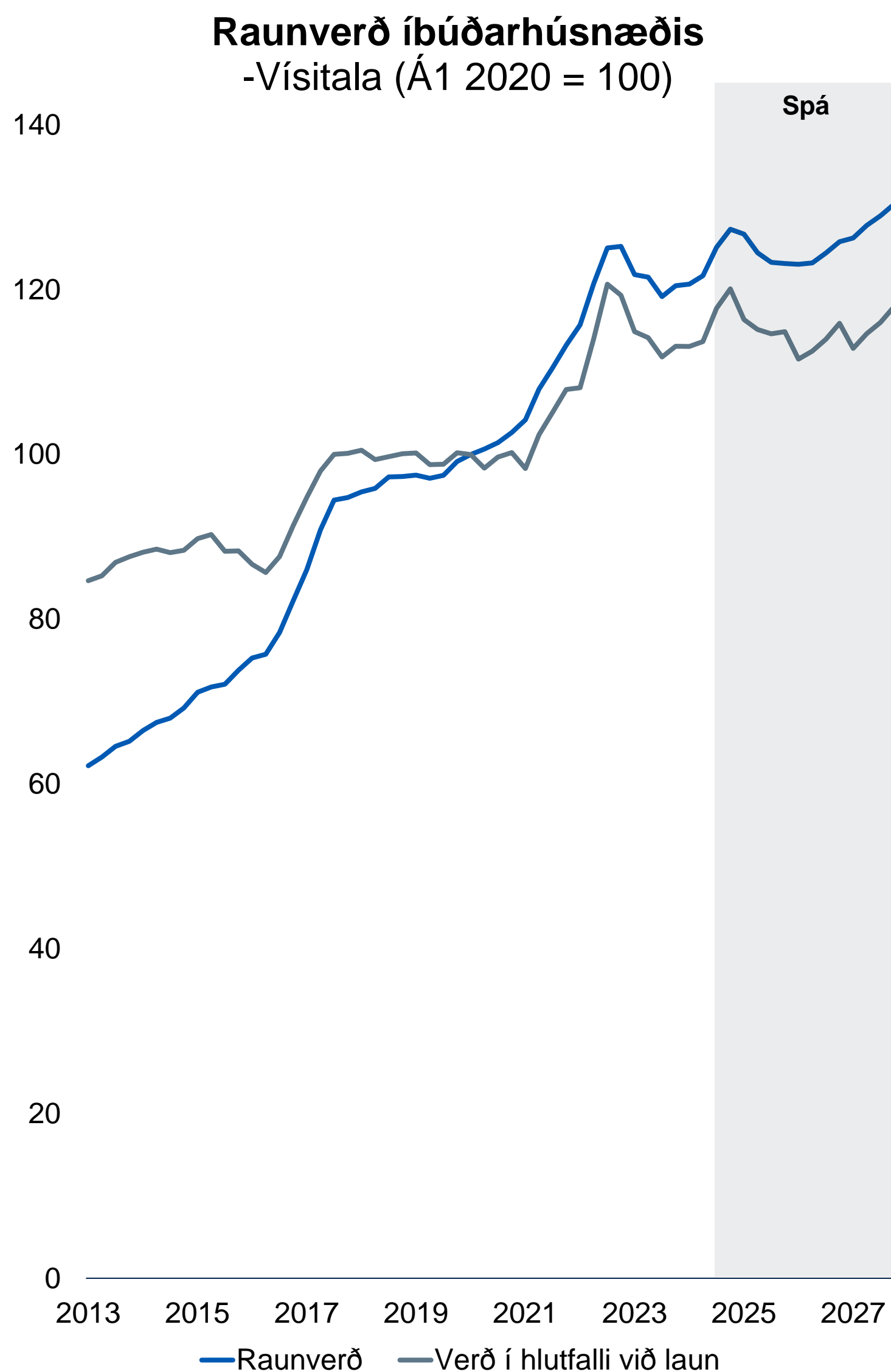
-Vegnir vextir á útistandandi lánum eftir endurskoðunardegi



# Íbúðamarkaður í tímabundna ládeyðu

Samkvæmt spá okkar munu hærri raunvextir og hert aðgengi að lánsfé skila sér í raunlækkun íbúðaverðs, enda myndast jafnvægi ekki aðeins út frá heildarkaupverði heldur einnig út frá greiðslubyrði lána. Þá eru hlutdeildarlána-hillurnar tómar og „Grindarvíkuráhrifin“ að deyja út.

Undirliggjandi eftirspurn mun þó vaxa hraðar en framboð sem mun dempa raunverðslækkunir á næsta ári og leiða til raunverðshækkana þegar lánaskilyrði vænkast á ný.

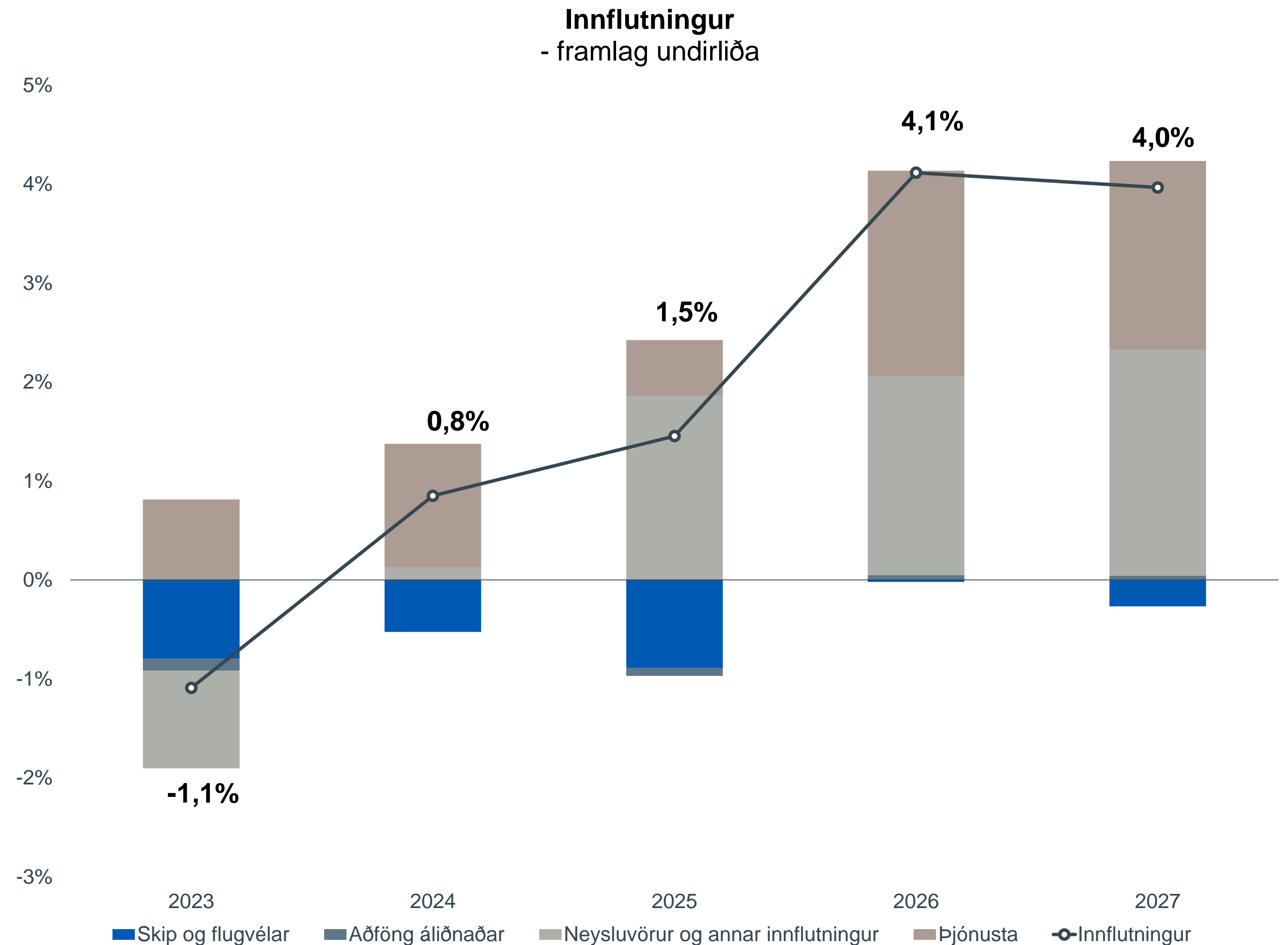


# Innflutningur seiglast áfram

Það sem af er ári hefur innflutningur aukist nokkuð hægar en við væntum í vor, sem skrifast að stórum hluta á neyslu- og fjárfestingavörur, sem og flugvélainnflutning. Mestu munar hins vegar um bílainnflutning sem hefur gefið verulega eftir.

Engu að síður gerum við ráð fyrir lítilsháttar innflutningsvexti í ár, sem er drifinn áfram af þjónustuinnsflutningi, öðrum en utanlandsferðum Íslendinga, en þeim fækkar lítillega milli ára gangi spáin eftir.

Á næstu árum reiknum við með hraðari innflutningsvexti, þar sem þjónusta, neysluvörur og annar fjárfestingatengdur innflutningur dregur vagninn. Sem fyrr verður þróun innflutnings háð þróun fjárfestingar, einkaneyslu og samneyslu, en gangur ferðþjónustunnar skiptir einnig máli, bæði í gegnum rekstrarleigu flugvéla og fjölda einstaklinga á landinu á hverjum tíma.



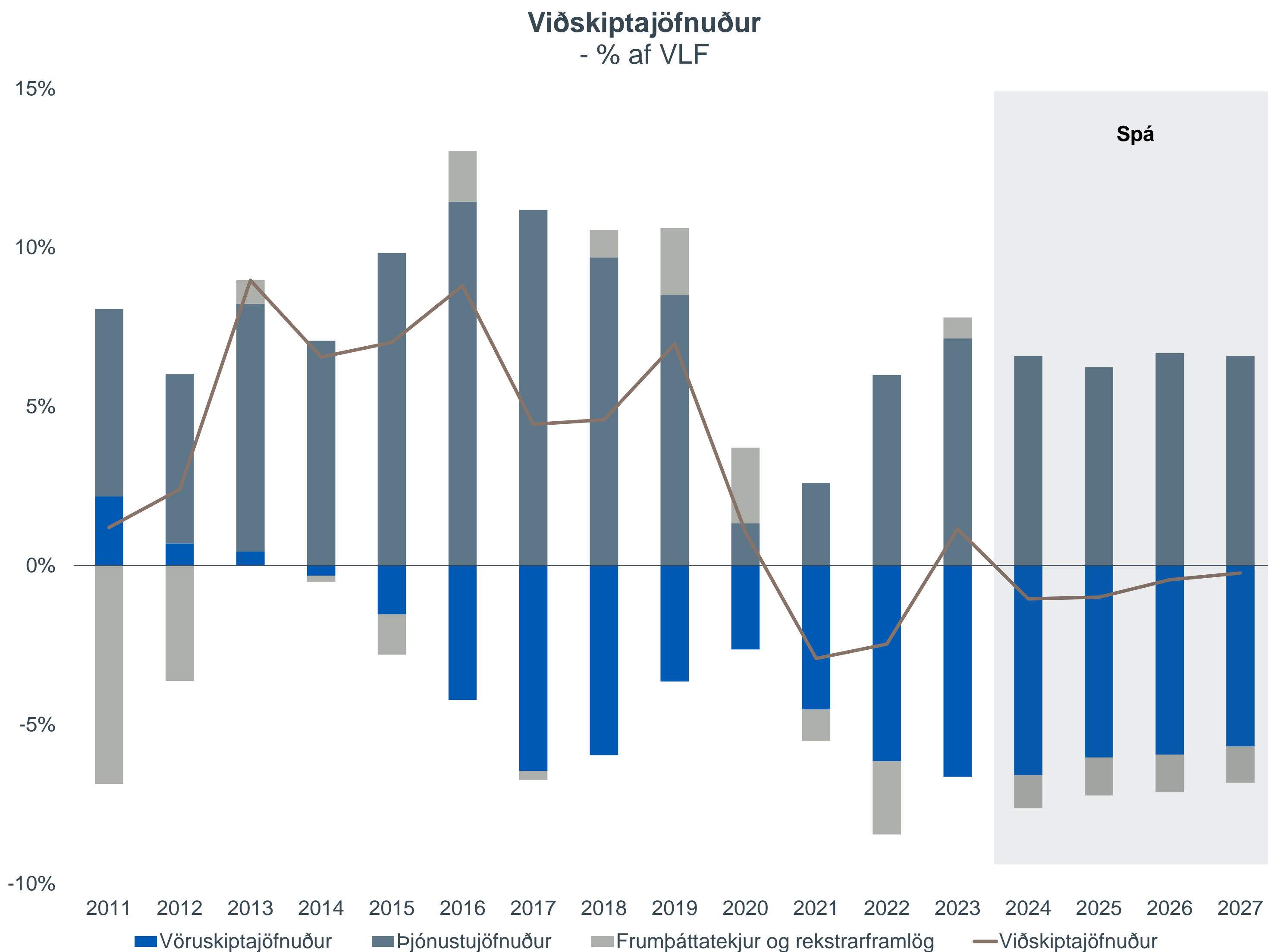


# Halli hér, afgangur þar

Þrátt fyrir að útflutningshorfur séu með ágætum til lengri tíma og útflutningur vaxi hraðar en innflutningur, spáum við viðskiptahalla út spátímann. Þetta er engu að síður nokkuð villandi framsetning, þar sem afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum eykst jafnt og þétt út spátímann, úr lítilsháttar halla í ár í 0,9% af VLF árið 2027.

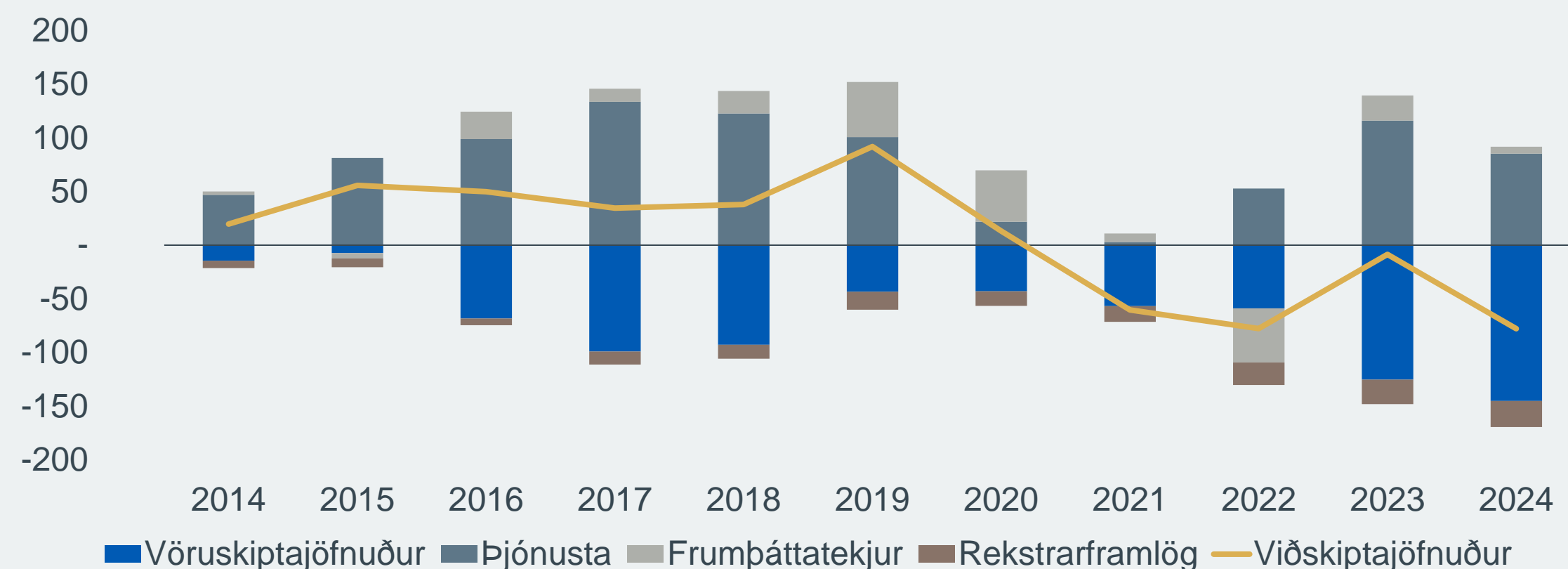
Sökudólgurinn fyrir viðskiptahallanum er því ekki utanríkisverslun, heldur frumpáttatekjur og rekstrarframlög. Mestu munar um rekstrarframlögin, þ.e.a.s. peningasendingar milli landa, sem hafa aukist samhliða fjölgun erlends vinnuafis, en við teljum að neikvætt framlag þeirra fari vaxandi út spátímann.

Það gefur auga leið að allar spár um viðskiptajöfnuð eru mjög viðkvæmar fyrir breytingum í viðskiptakjörum – hlutfalli útflutnings- og innflutningsverðlags. Spáin byggir á brothættum forsendum, svo sem um olíu- og álverð, sem eiga það til að breytast ört og mikið. Þá gæti hátt raungengi kollvarpað spánni.

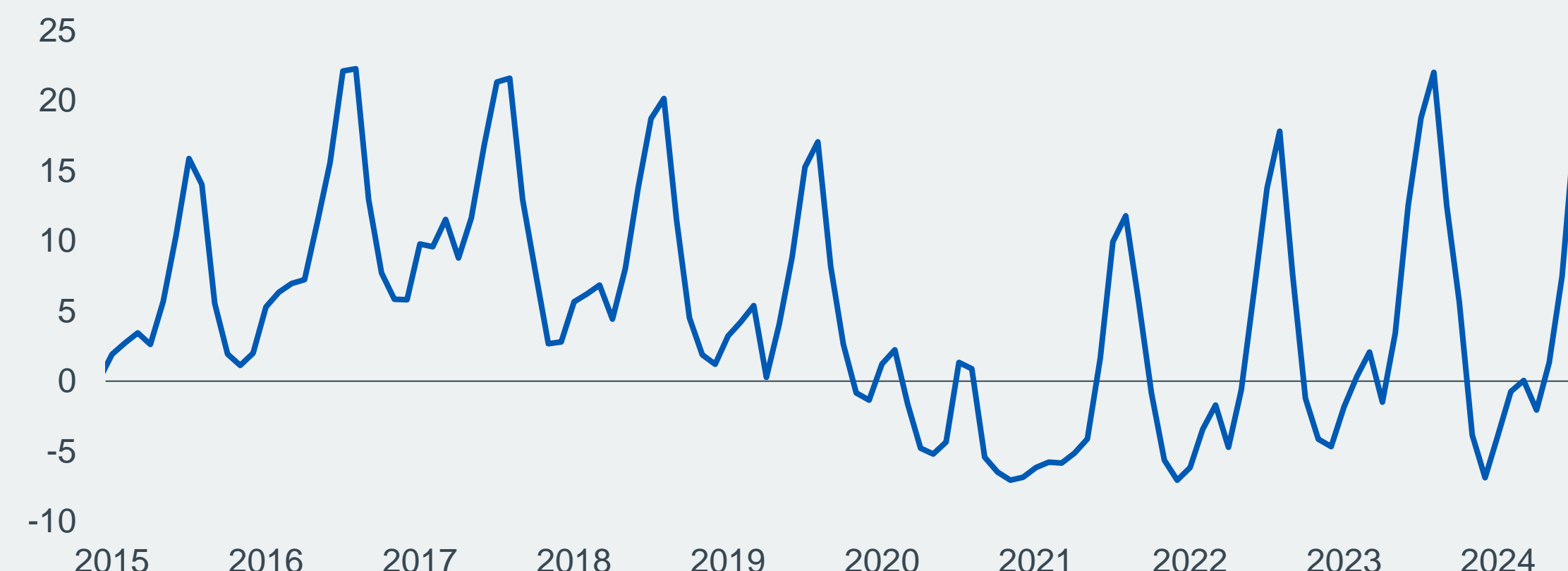


# Krónan á fáa bandamenn: Undirliggjandi hagstærðir

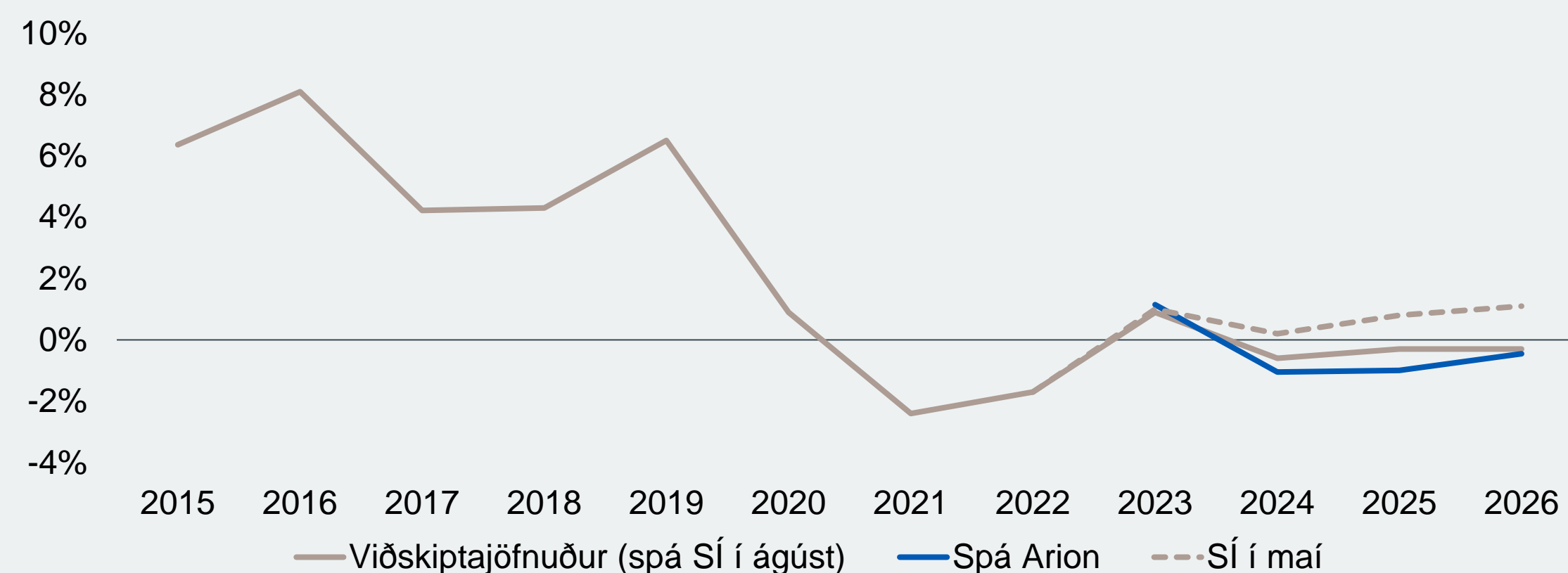
**Viðskiptajöfnuður á fyrstu 6M ársins**  
- ma.kr. á föstu gengi, leiðrétt fyrir slitabúum



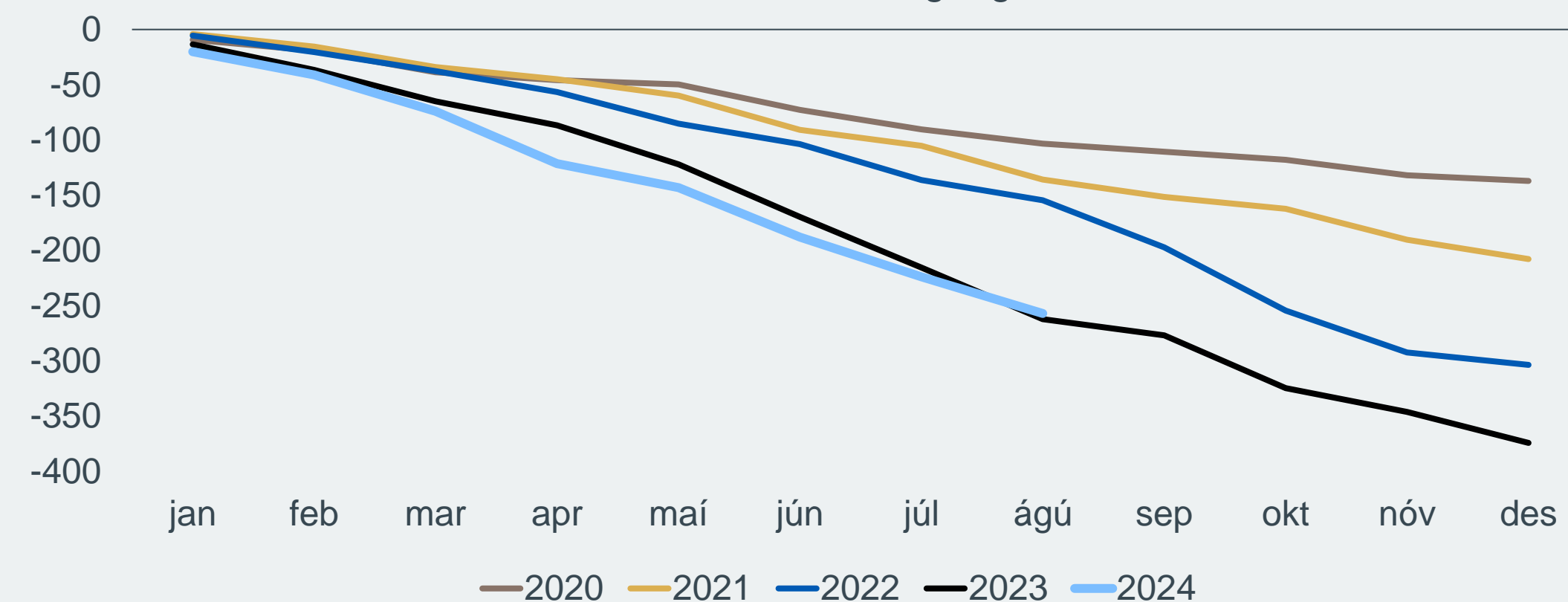
**Kortaveltujöfnuður**  
- erlend kortavelta að frádreginni veltu erlendis á föstu gengi, ma.kr.



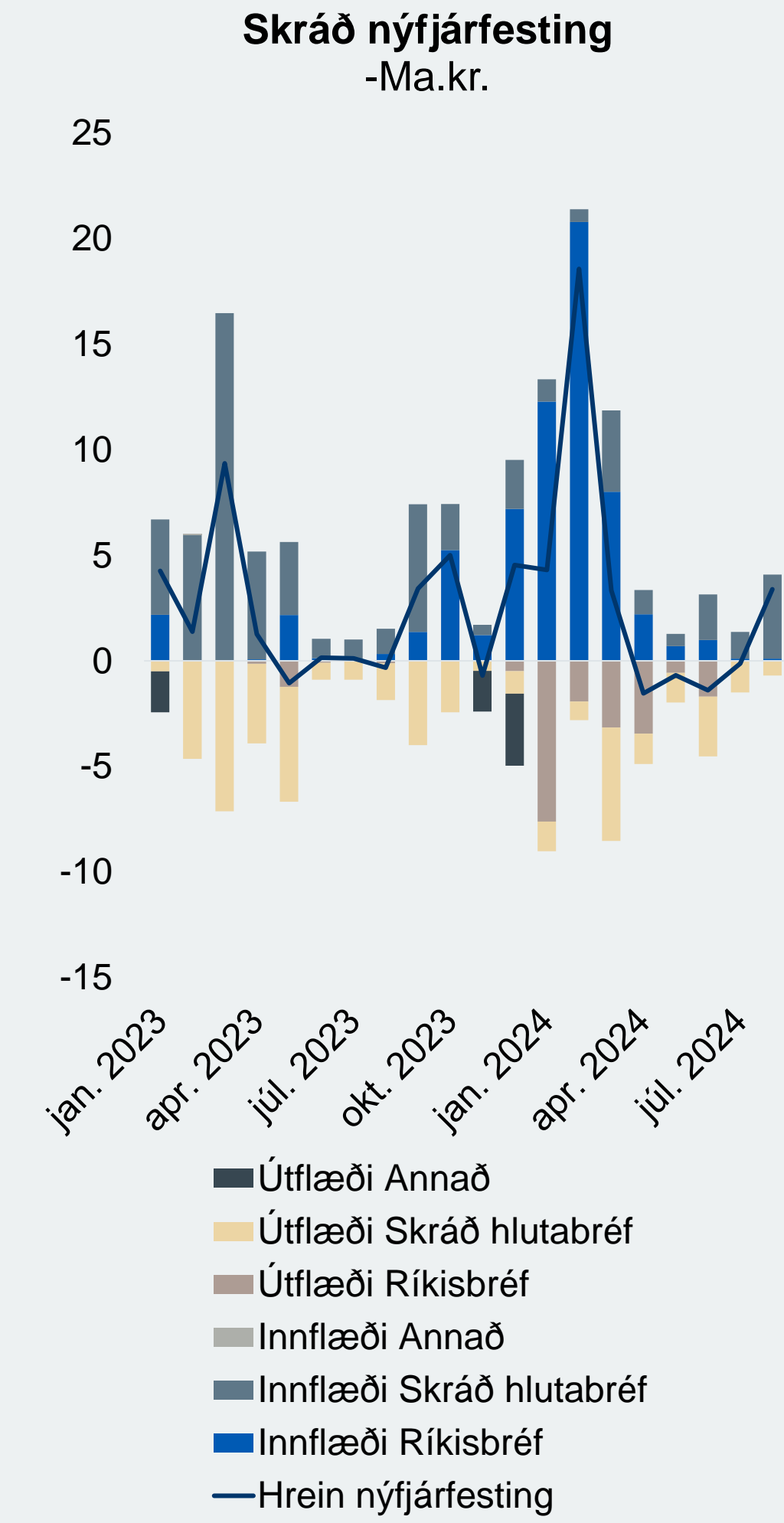
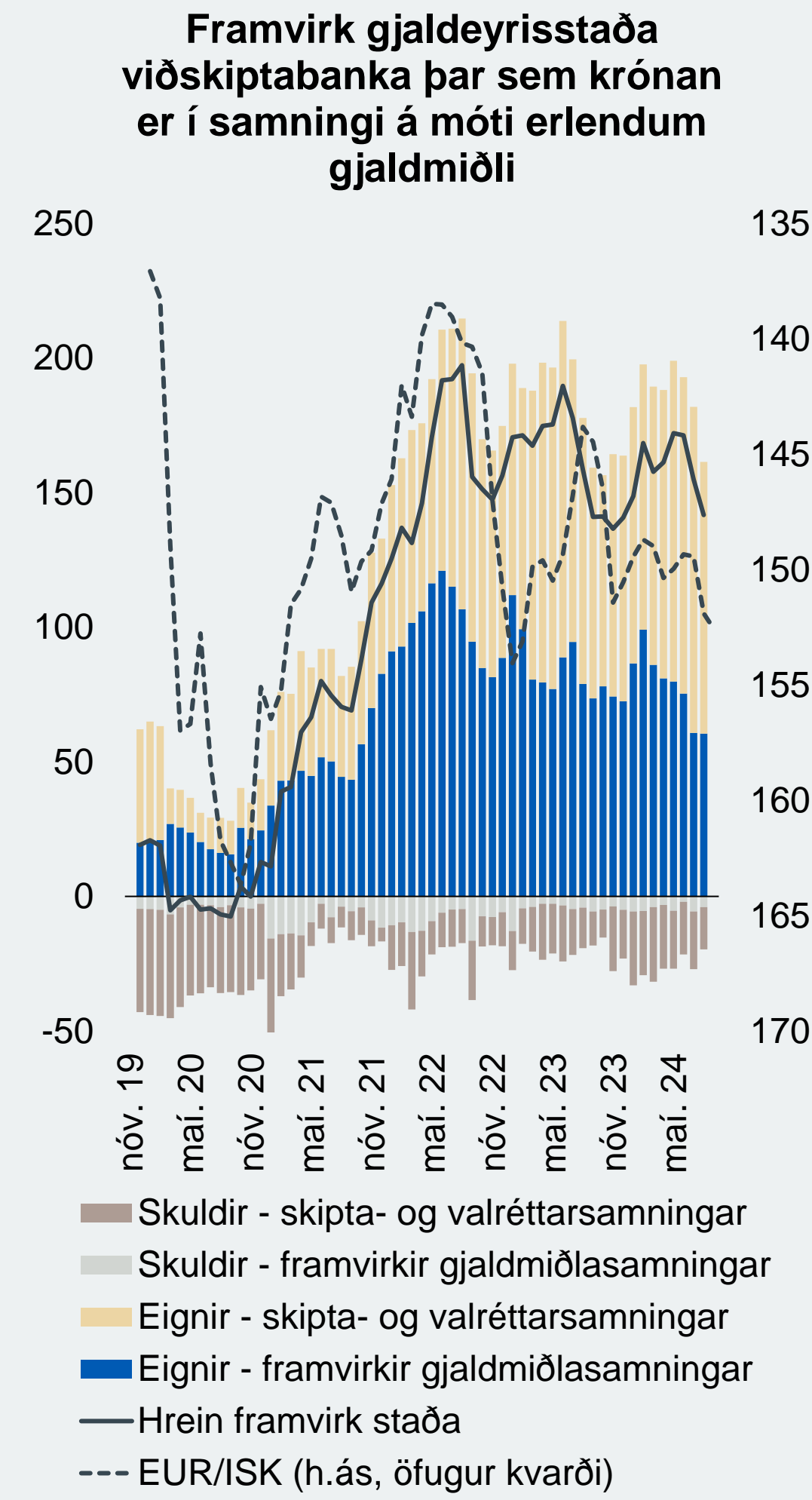
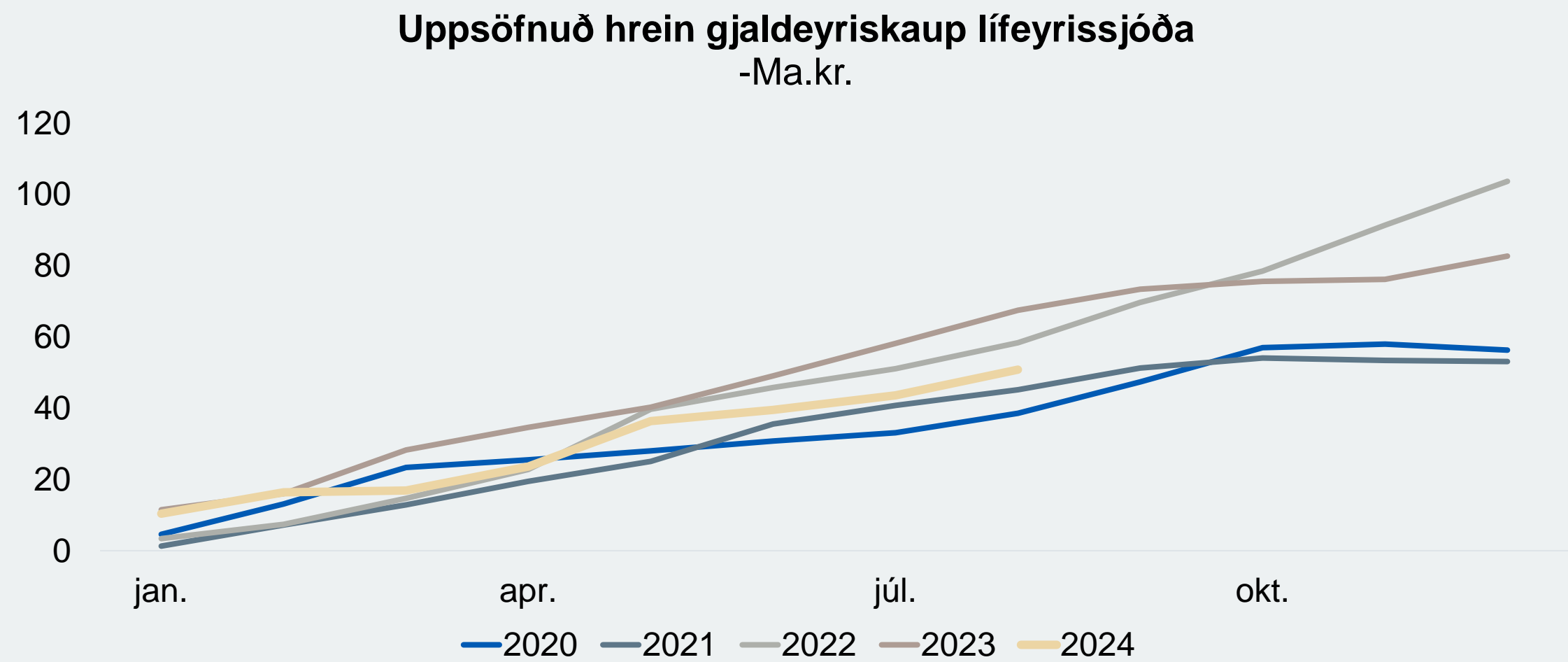
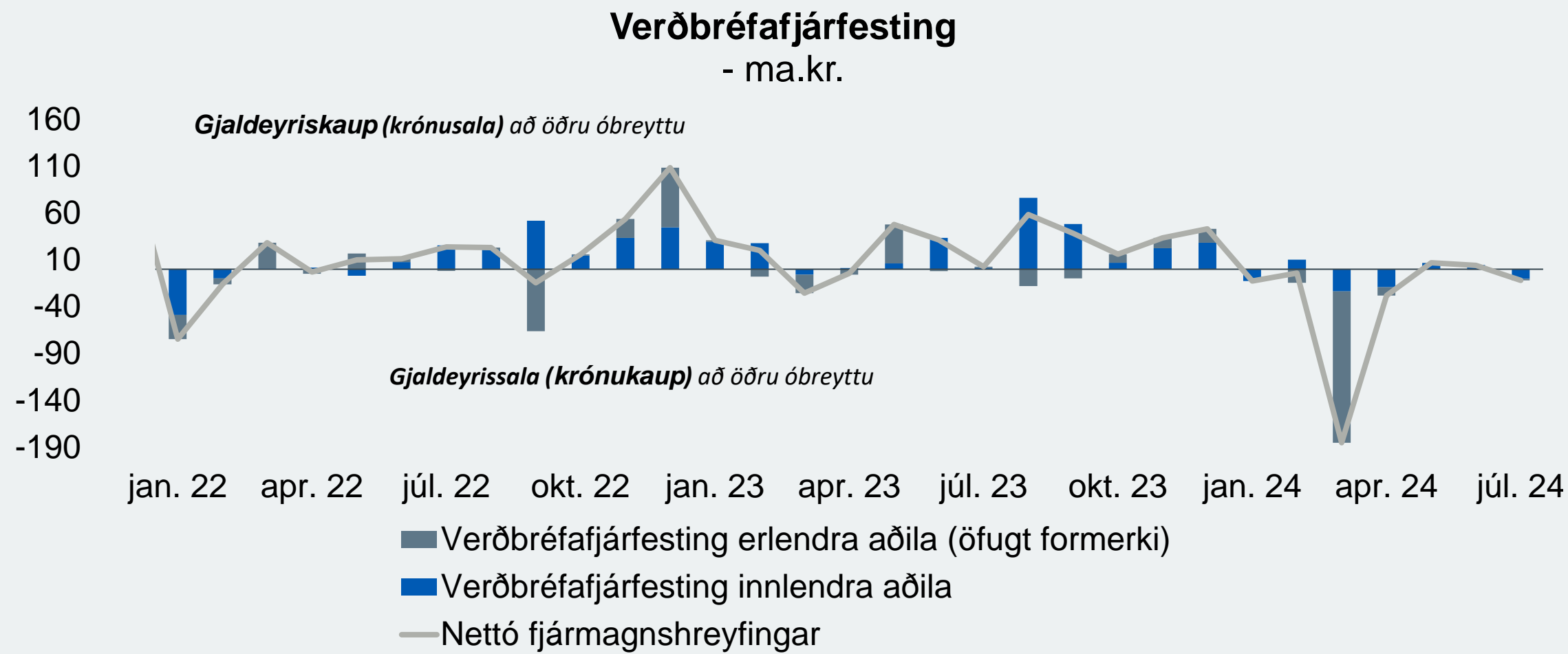
**Viðskiptajöfnuður**  
-% af VLF



**Uppsafnaður vöruskiptajöfnuður**  
- ma.kr. á föstu gengi



# Krónan á fáa bandamenn: Væntingar og fjármagnshreyfingar



Eftir að hafa sveiflast á tiltölulega þröngu bili frá ársbyrjun veiktist krónan nokkuð þegar leið á haustið, að því virtist samhliða lokunum á framvirkum stöðum.

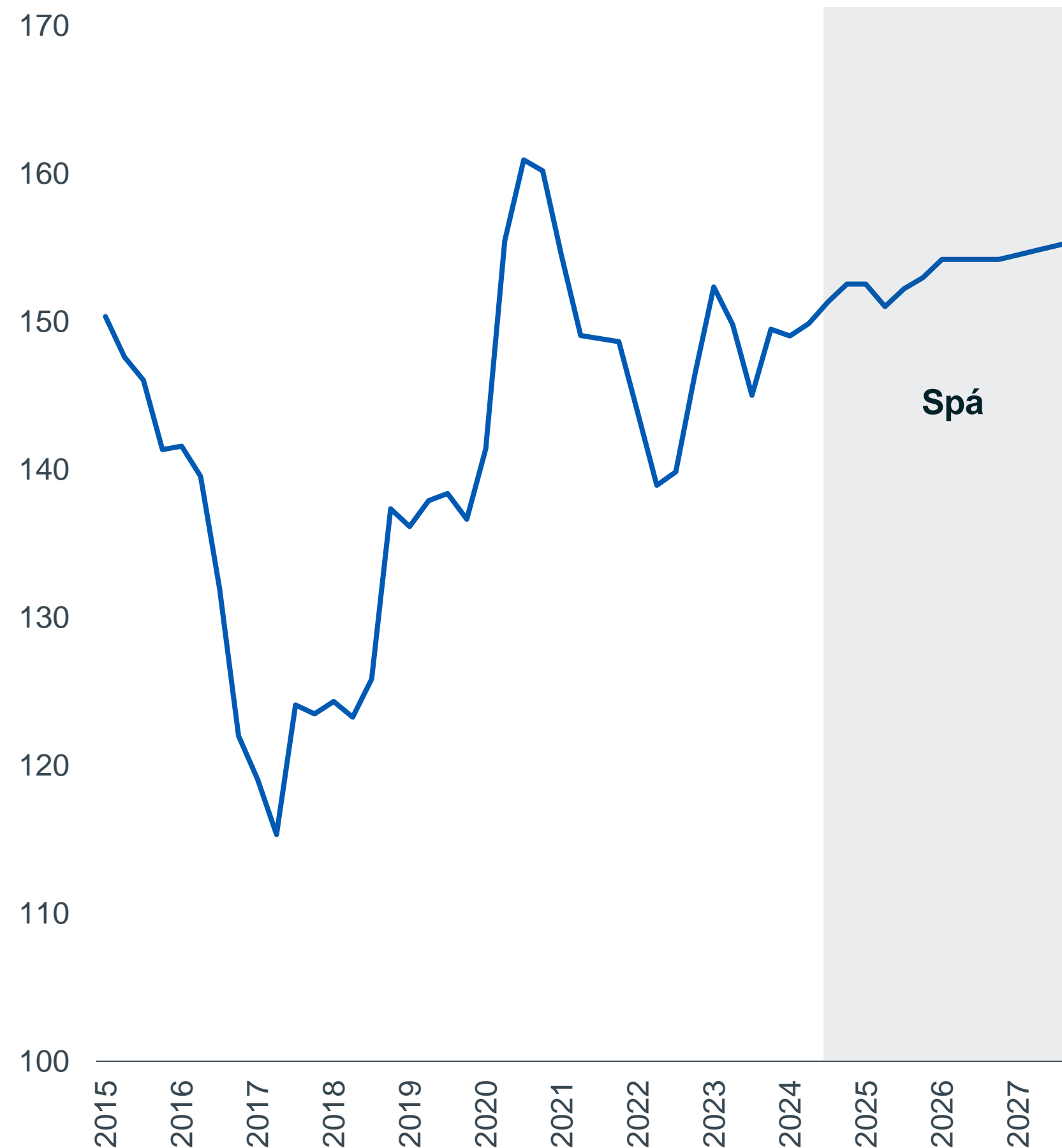
Miðað við okkar spá um undirliggjandi efnahagsþætti og utanríkisverslun, teljum við lítið svigrúm til gengisstyrkingar, þó fjármagnsflæði og væntingar geti alltaf tímabundið fallið með krónunni og styrkt hana.

Við erum nokkuð hlutlaus til skemmri tíma, enda vextir hér á landi háir í alþjóðlegum samanburði og dregið hefur úr gjaldeyriskaupum lífeyrissjóðanna, sem vegur á móti viðskiptahalla.

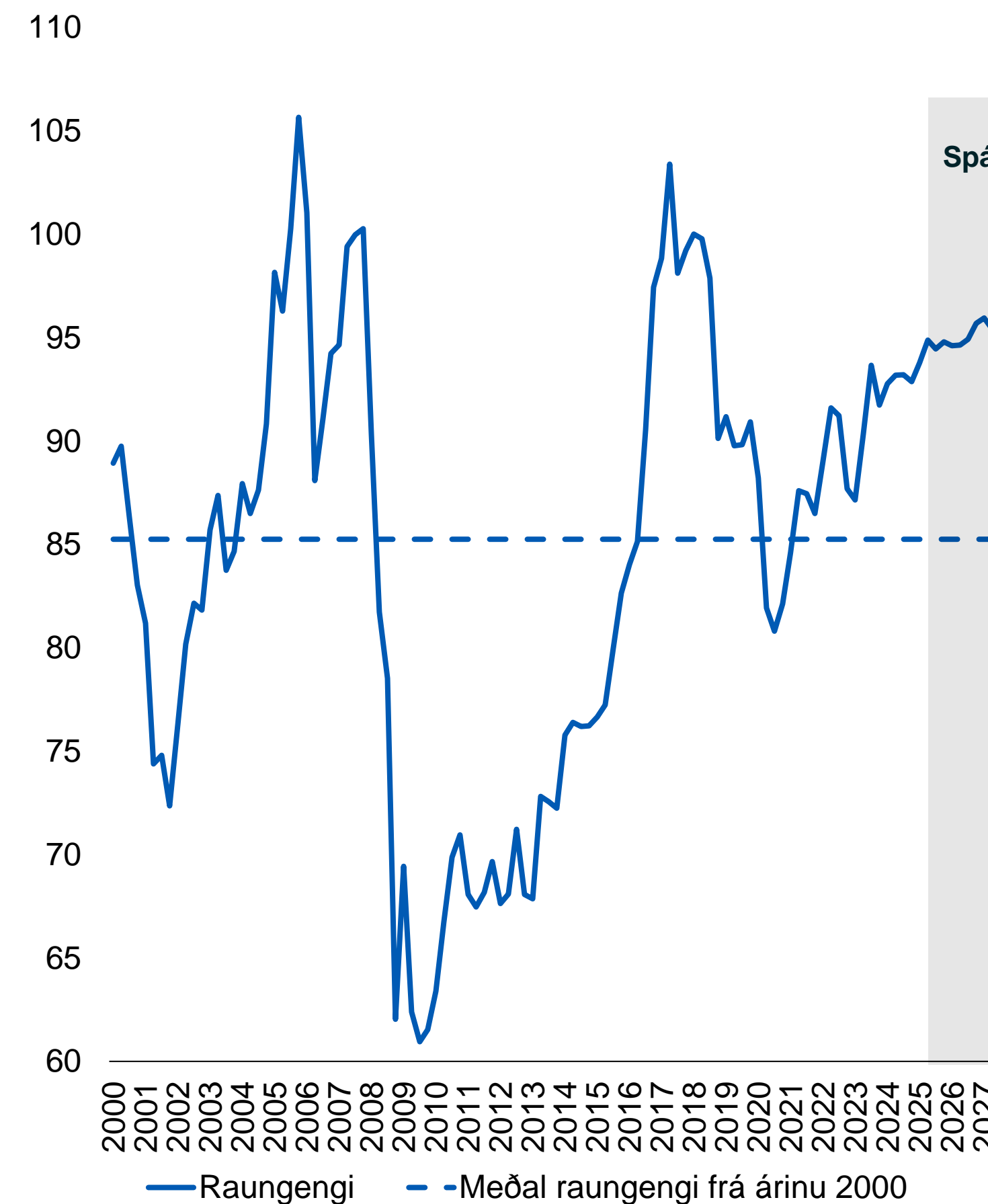
Til lengri tíma litið er raungengið hins vegar mjög hátt, og hækkar bara út spátímann þrátt fyrir nafngengisveikingu, sem dregur úr samkeppnishæfni þjóðarbúsins. Í íslenskri hagsögu er það ávallt nafngengið sem gefur eftir og teljum við að það verði einnig raunin að þessu sinni.

# Krónan: Flýtur meðan ekki sekkur

Gengi krónunnar gagnvart evru  
- meðaltal ársfjórðunga



Raungengi  
- hlutfallslegt verðlag

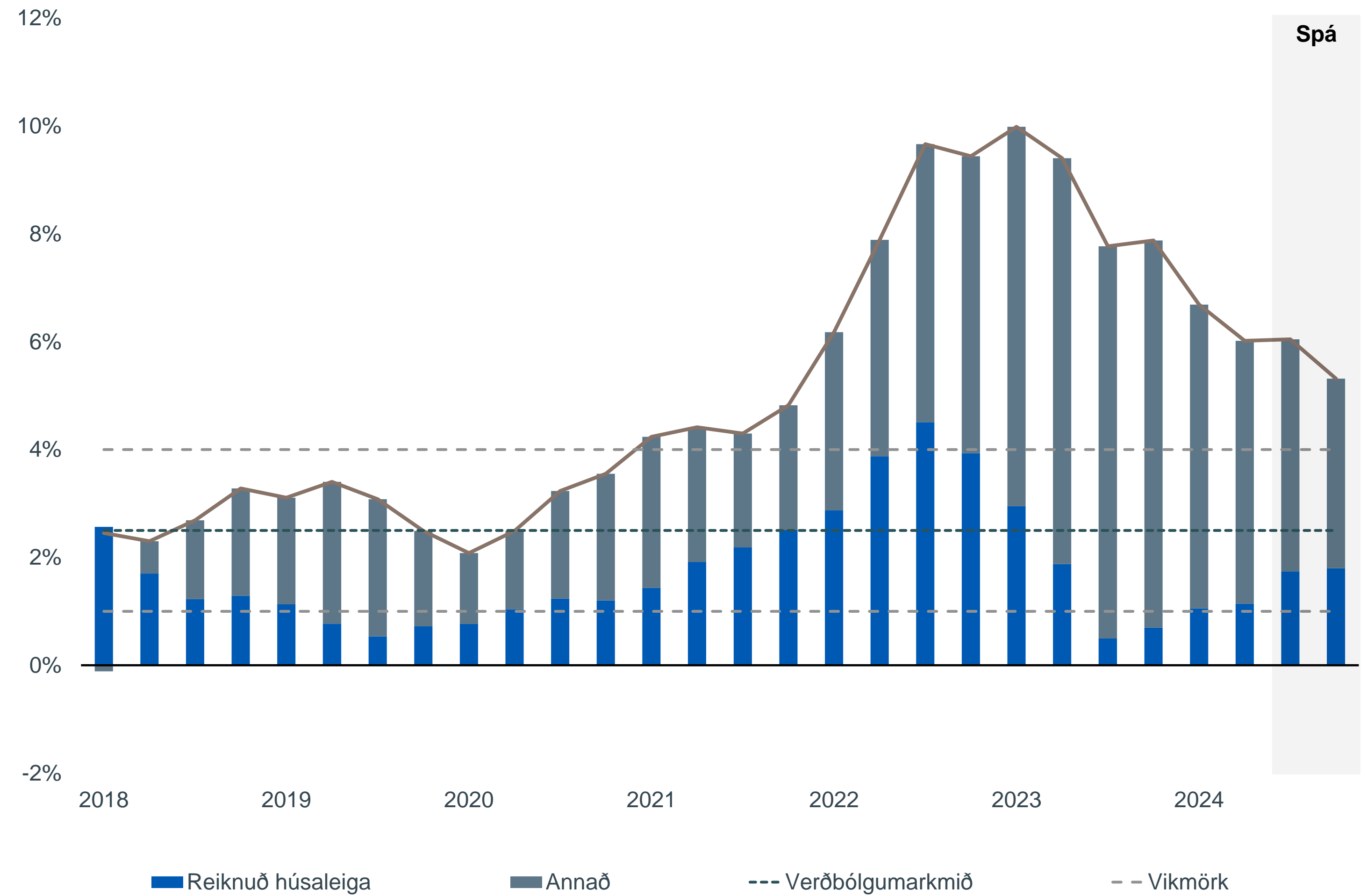


# Verðbólga: vont en það venst?

Hjöðnun verðbólgu hefur gengið hægar en vonir stóðu til um í vor. Sökudólgarnir eru góðkunnugir verðbólgugreinendum: grunnþarfir neytandans, hús og matur. Matvörur hækkuðu umtalsvert í sumar en aukin samkeppni á matvörumarkaði hefur breytt horfunum til hins betra.

Ný aðferðafræði Hagstofunnar til að meta kostnað við að búa í eigin húsnæði hefur ýtt undir verðbólgu, líkt og við gerðum ráð fyrir, þrátt fyrir að dregið hafi úr sveiflum. Spenna á húsnæðismarkaði hefur smitast meira inn á leigumarkað en við gerðum ráð fyrir og áhrifin á verðbólgu því verið meiri. Horfurnar fyrir árið í ár eru því verri en í síðustu spá.

Verðbólga eftir eðli og uppruna  
- framlag undirliða



## Það er erfitt að spá, sérstaklega um framtíðina Hagstofuna

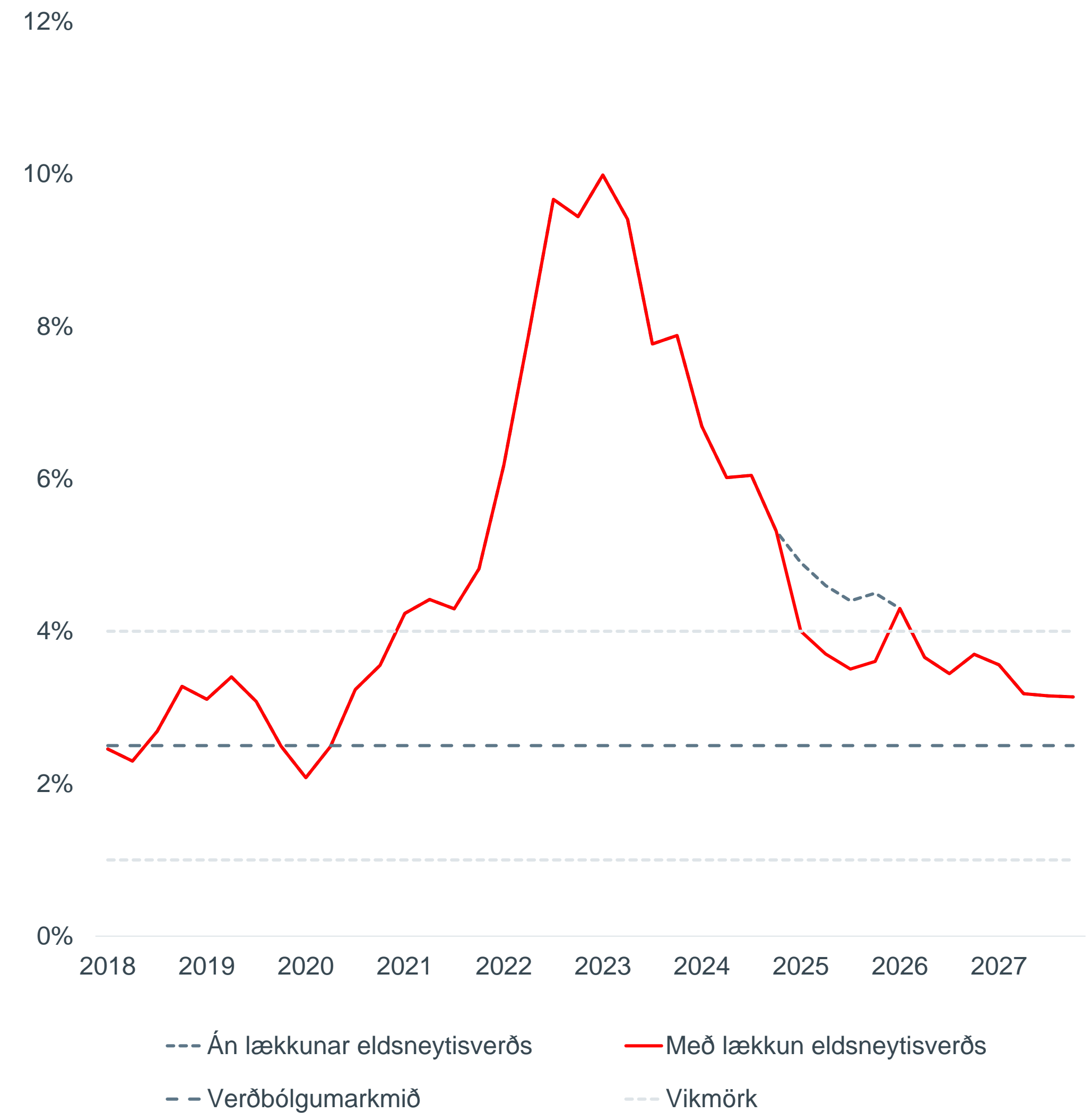
Um næstu áramót munu opinber gjöld sem greidd eru af eldsneyti lækka verulega þar sem þau verða afnumin að hluta, en í staðinn verður sett á kílómetragjald fyrir alla bíla.

Mikil óvissa ríkir um áhrifin á verðbólgu þar sem óljóst er hvernig Hagstofan mun meðhöndla breytingarnar. Áhrif þeirra eru háð því hvort að kílómetragjaldið verði flokkað sem þjónustugjald eða skattur. Í fyrra tilfellinu myndi kílómetragjaldið veða á móti eldsneytisverðslækkuninni og lítil breyting verða á VNV (brotalínan). Annars myndi verðbólga vera um prósentustigi minni en ella árið 2025 (svarta línan).

Það ríkir því sérstaklega mikil óvissa um verðbólguhorfur á spátímanum. Verðbólgugreinendur þurfa ekki aðeins að spá fyrir um verðbólguþrýsting heldur líka um það hvernig Hagstofan mun skilgreina kílómetragjaldið. Þrátt fyrir að vera mjög áhættufælin setjum við okkar pening á svartan. Hvort sem heldur mun peningastefnunefnd gagnert horfa fram hjá þessum breytingum þar sem þetta hefur ekki áhrif á undirliggjandi verðbólgu.

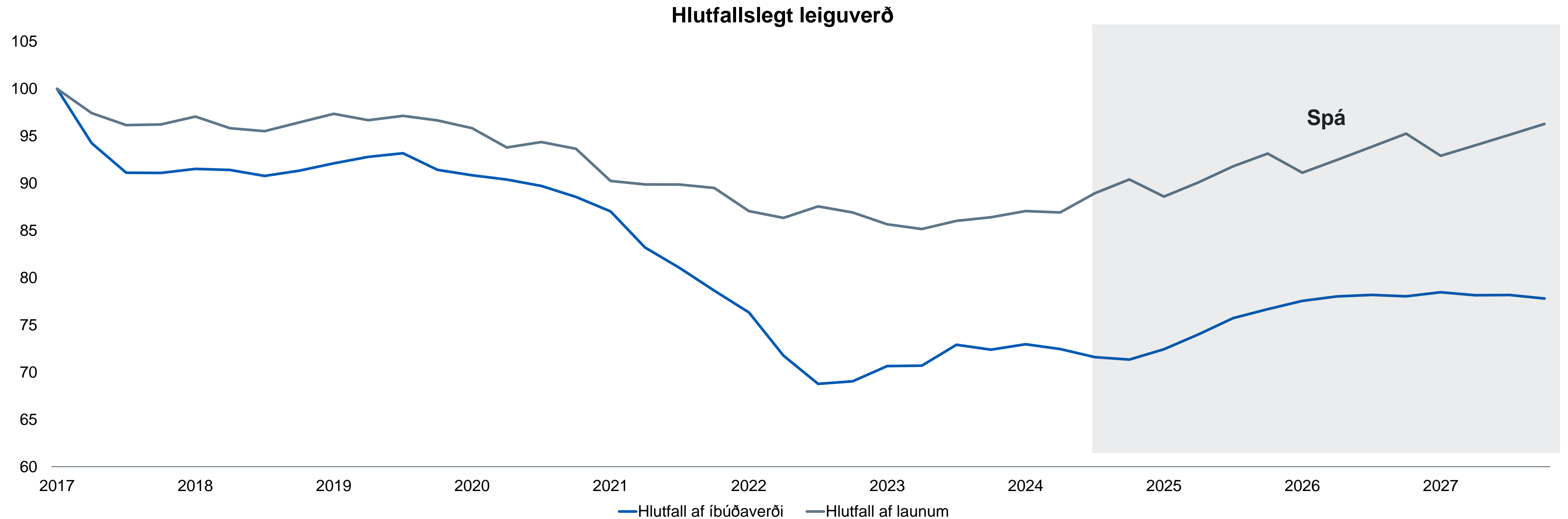
Við spáum að verðbólga verði 5,3% í árslok, 3,6% í lok næsta árs en aukist á ný þegar áhrif eldsneytisverðslækkunarinnar fjara út í byrjun árs 2026. Í lok spátímans verður verðbólga 3,1% samkvæmt spá.

Verðbólga



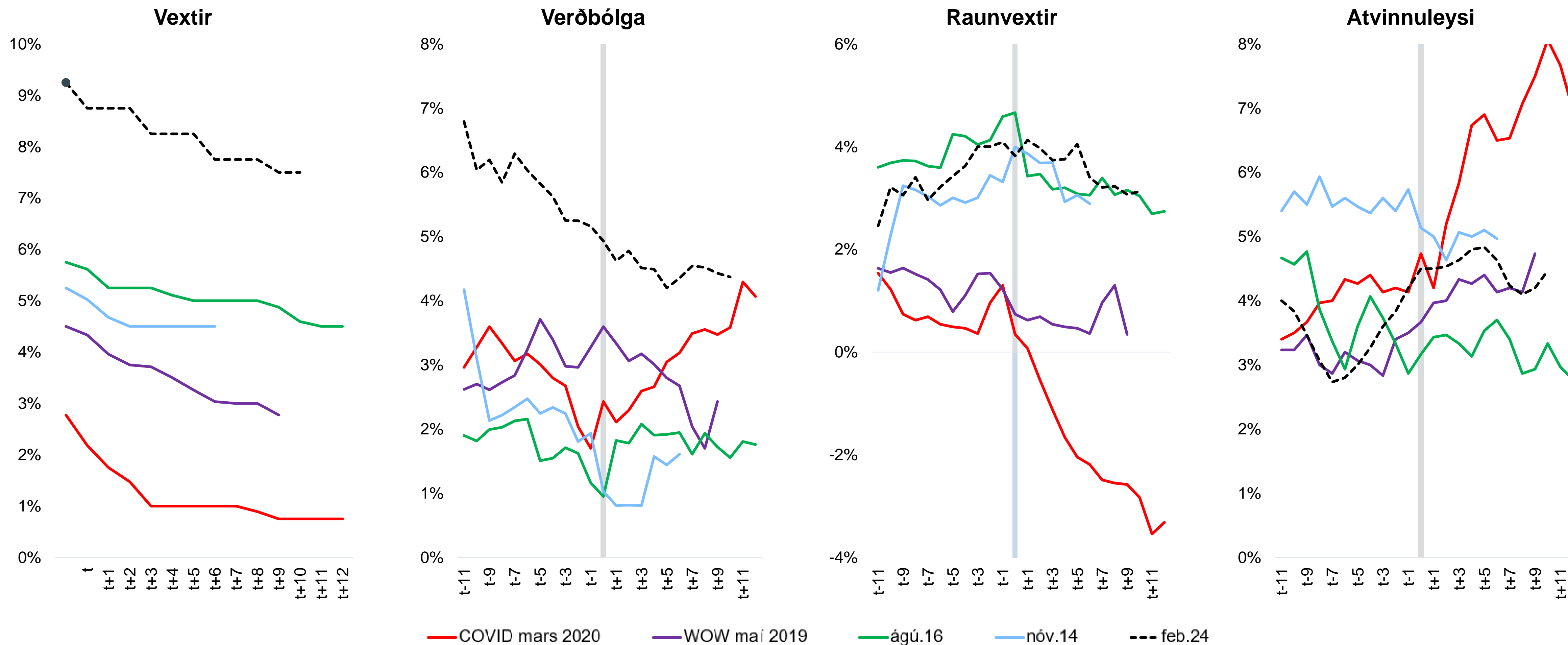
# Húsnæði hækkar: Gömul saga og ný

Hlutfallslegt leiguverð hefur lækkað undanfarið og gerum við ráð fyrir leiðréttingu á spátímanum. Hækkun leiguverðs á spátímanum kyndir þannig undir verðbólgu.



# Eru fyrri vaxtalækkunarferli vísbending?

Staðan í dag bendir til þess að vaxtalækkunarferli verði umfangsminni en þegar COVID og WOW efnahagsföllin urðu. Verðbólga er enn langt yfir markmiði og líklegt að PSN vilji halda aðhaldsstiginu áfram þéttu.





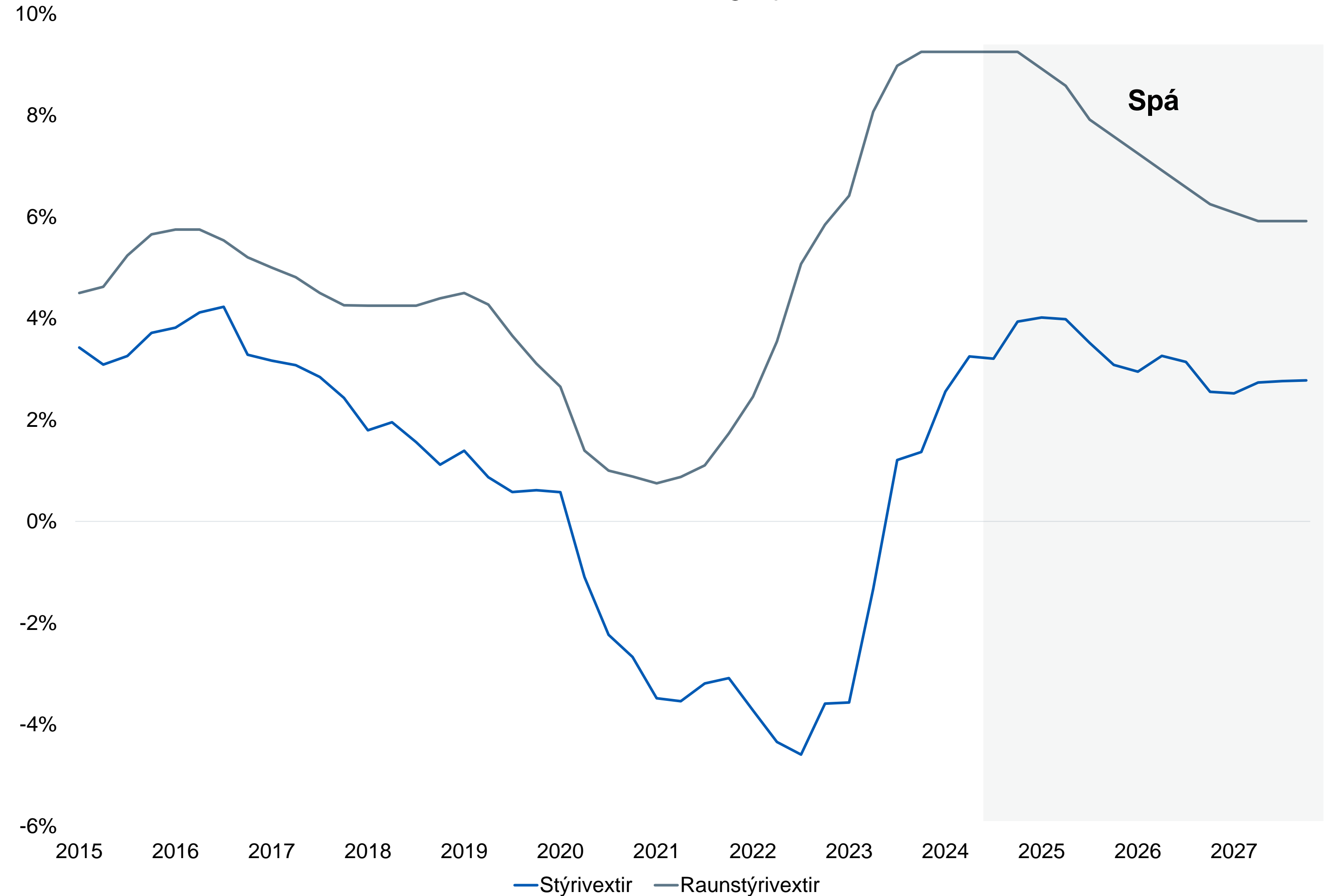
# Hvenær er nóg, nóg?

Stýrivextir Seðlabankans hafa verið 9,25% í meira en ár og þykir mörgum nóg komið. Peningastefnunefnd hefur gefið til kynna að hún sé búin að ná því aðhaldsstigi sem hún telji að sé nægjanlegt til að ná verðbólgu í markmið innan ásættanlegs tíma. En hvenær telur hún að hún verði búin að halda nægilega háu aðhaldsstigi í nægilega langan tíma til þess að kæla hagkerfið nægilega mikið og draga úr verðbólguþrýstingi?

Samkvæmt okkar spá hjaðnar verðbólga undir lok árs, sem að öðru óbreyttu opnar svigrúm til þess að lækka vexti um hálf prósentustig í nóvember, án þess þó að minnka aðhaldsstigið. Þar sem undirliggjandi verðbólga verður hins vegar ekki búin að minnka með nógu sannfærandi hætti teljum við að nefndin bíði þar til í febrúar með sína fyrstu lækkun.

Við spáum að vextir verði um 7,5% í árslok 2025, rúm 6% í lok árs 2026 og tæplega 6% í lok spátímans.

Meginvextir Seðlabanka Íslands  
- m.v. verðbólguþrýstingi



# Þróun helstu hagstærða

## Landsframleiðsla og undirliðir (eldri spá Arion Greiningar innan sviga)

-

Breyting frá fyrra ári (%)	2023	2024	2025	2026	2027
Einkaneysla	0,5 (0,5)	0,6 (1,1)	1,3 (1,7)	2,6 (3,1)	3,2
Samneysla	1,8 (2,2)	2,2 (1,2)	1,4 (1,3)	1,6 (1,7)	2,2
Fjármunamyndun	1,6 (-0,6)	1,8 (1,9)	0,7 (0,7)	2,0 (4,2)	0,7
Atvinnuvegafjárfesting	3,6 (0,9)	2,9 (5,4)	4,1 (0,2)	3,4 (5,7)	-0,5
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	-2,3 (-0,3)	4,9 (6,1)	-1,4 (3,5)	2,1 (3,0)	4,8
Fjárfesting hins opinbera	-1,2 (-6,1)	-5,5 (-7,6)	1,8 (2,5)	-1,3 (-1,7)	4,3
<b>Þjóðarútgjöld*</b>	<b>1,6 (1,2)</b>	<b>0,5 (0,5)</b>	<b>1,0 (2,0)</b>	<b>4,7 (3,2)</b>	<b>4,8</b>
Útflutningur vöru og þjónustu	6,3 (4,8)	1 (2,1)	2,1 (4,0)	4,7 (4,4)	4,8
Innflutningur vöru og þjónustu	-1,1 (-1,4)	0,8 (2,1)	1,5 (1,7)	4,1 (3,7)	4,0
<b>Verg landsframleiðsla</b>	<b>5,0 (4,1)</b>	<b>0,8 (0,5)</b>	<b>1,5 (2,4)</b>	<b>2,4 (3,3)</b>	<b>2,7</b>

## Aðrar efnahagsstærðir (eldri spá Arion greiningar innan sviga)

Hlutfall af VLF (%)	2023	2024	2025	2026	2027
Viðskiptajöfnuður	1,1 (0,9)	-1,0 (0,4)	-1,0 (1,3)	-0,4 (1,8)	-0,2
Fjárfesting	24,2 (23,7)	24,8 (24,0)	24,6 (23,6)	24,3 (23,7)	23,9
<b>Breyting milli ársmeðaltala (%)</b>					
Verðbólga	8,7	6,0 (5,9)	4,6 (4,6)	3,8 (3,6)	3,3
Verðbólga (með olíverðslækkun)	8,7	6,0 (5,9)	3,7 (4,6)	3,8 (3,6)	3,3
Launavísitala	9,8	6,1 (6,1)	6,0 (6,0)	5,2 (5,5)	5,0
Kaupmáttur launa	0,9	0,1 (0,5)	1,3 (1,2)	1,4 (1,8)	1,7
Húsnæðisverð	7,8	8,6 (6,8)	5,2 (4,9)	3,6 (5,9)	6,8
Raunverð húsnæðis	-0,8	2,4 (0,8)	0,6 (0,3)	-0,2 (2,2)	3,4
Raungengi	0,9	2,5 (3,4)	1,6 (2,0)	0,5 (-1,1)	0,8
<b>Ársmeðaltal</b>					
Meginvextir Seðlabanka Íslands (%)	8,2	9,2 (9,2)	8,3 (8,0)	6,8 (6,8)	6,0
Atvinnuleysi (%)	3,4	3,7 (3,7)	4,5 (4,3)	4,4 (4,1)	4,0
EUR/ISK	149	151 (149)	150 (150)	154 (154)	155

\*Þjóðarútgjöld eru samtala einkaneyslu, samneyslu, fjárfestingar og birgðabreytinga.



# Fyrirvari

- Kynning þessi hefur verið útbúin af Arion banka hf. (hér eftir „bankinn“) eingöngu til upplýsinga. Kynningin felur hvorki í sér fjárfestingagreiningu né fjárfestingarráðgjöf í skilningi laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga og tengdra reglugerða og tekur ekki tillit til persónulegra fjárfestingamarkmiða eða aðstæðna móttakanda hennar og er ekki ætlað að mæla með eða leggja til nokkurs konar fjárfestingaráætlun. Þær skoðanir sem fram koma í kynningunni endurspeglar aðeins núverandi skoðanir höfunda hennar og geta tekið breytingum án fyrirvara. Upplýsingar sem fram koma í þessari kynningu fela ekki í sér loforð eða spá um framtíðina. Bankanum ber ekki skylda til að veita móttakanda aðgang að frekari upplýsingum en þeim sem fram koma í kynningu þessari eða til að uppfæra þær upplýsingar sem þar koma fram. Bankanum ber ekki skylda til að leiðrétta upplýsingar, reynist þær rangar.
- Upplýsingar sem fram koma í kynningu þessari eru byggðar á fyrirliggjandi opinberum upplýsingum og áætlunum um væntanlega þróun ytri skilyrða og hafa verið teknar saman í góðri trú frá heimildum sem taldar eru áreiðanlegar. Eru upplýsingarnar háðar ýmsum óvissuþáttum og geta þær breyst án fyrirvara.
- Bankinn, þar meðtalið hluthafar, stjórnendur, starfsmenn og ráðgjafar á vegum bankans, tekur enga ábyrgð á þeim upplýsingum, forsendum og niðurstöðum sem fram koma í kynningunni eða upplýsingum sem eru veittar í tengslum við hana. Mun bankinn ekki gefa yfirlýsingar um að upplýsingarnar, forsendurnar og niðurstöðurnar séu nákvæmar, áreiðanlegar eða fullnægjandi og skal bankinn ekki bera skaðabótaábyrgð á tjóni sem rekja má til þess að þær reynist ónákvæmar, óáreiðanlegar eða ófullnægjandi.
- Þær upplýsingar sem fram koma í kynningu þessari eru birtar á þeirri forsendu að þær teljist vera ásættanlegur minniháttar ófjárhagslegur ávinningur í skilningi íslenskra laga og reglna. Það er á ábyrgð móttakanda kynningarinnar að kynna sér þær reglur sem gilda um móttöku hans á kynningu þessari og ganga úr skugga um að honum sé heimilt að taka á móti kynningunni.
- Með móttöku þessarar kynningar fellst móttakandi á framangreindan ábyrgðarfyrirvara.



