



Efnahagshorfur 2025-2027

Með vindinn í fangið

Arion Greining, 1. apríl 2025



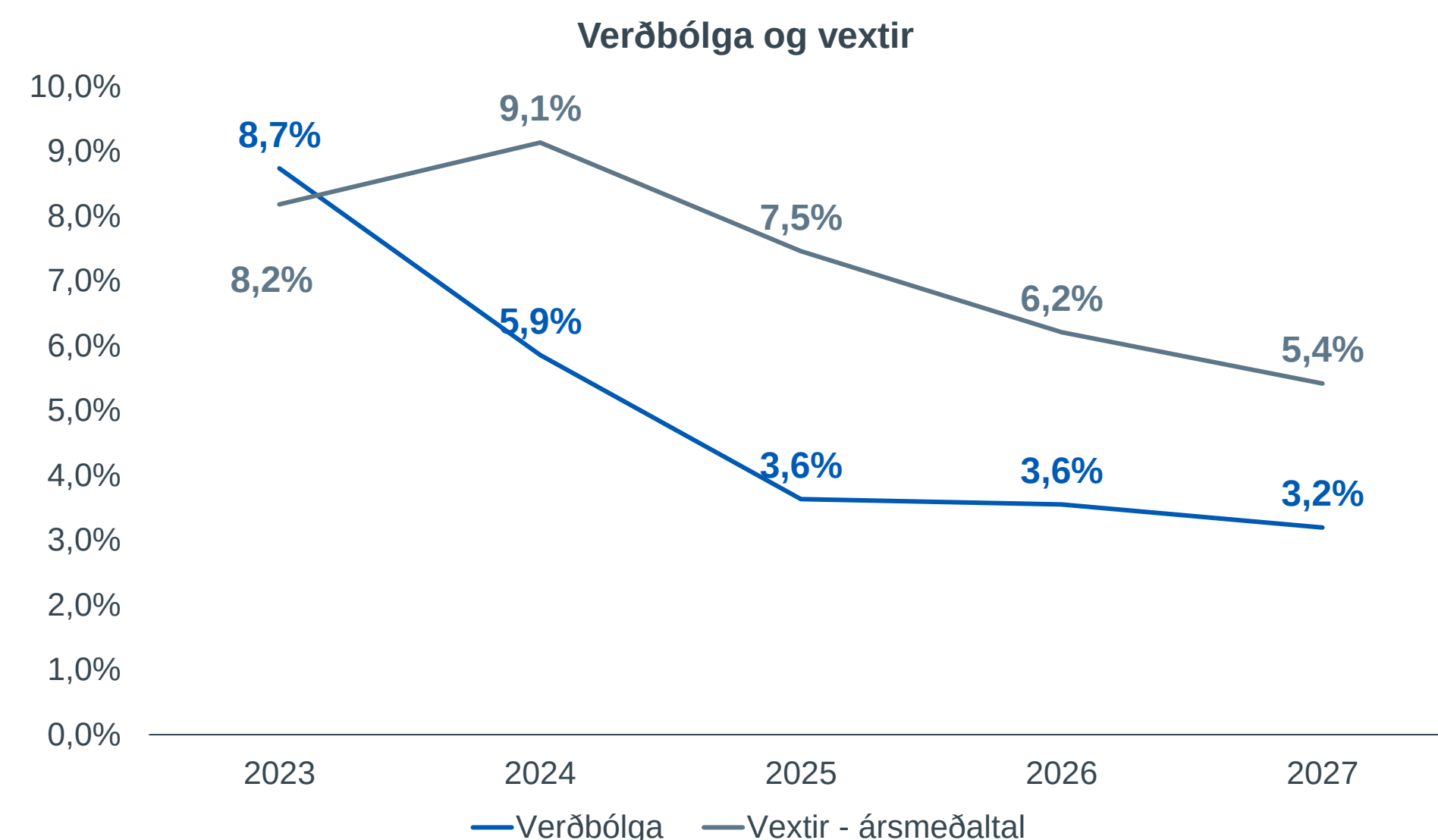
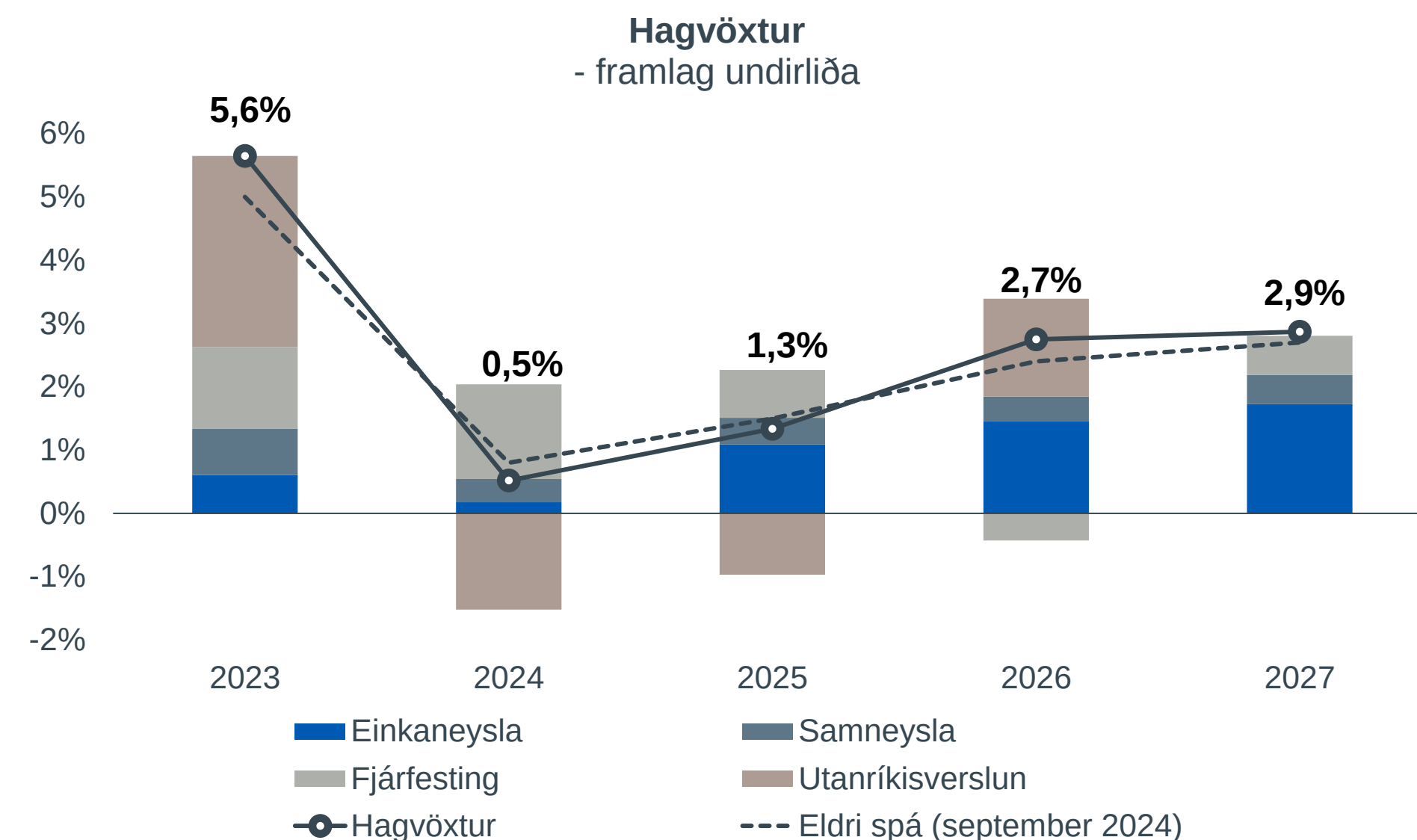
Hagspá í „stuttu máli“

Ný efnahagsspá Arion banka gerir ráð fyrir að þjóðarskútan leysi festar eftir hófsaman hagvöxt á síðasta ári, með einkaneyslu og fjárfestingu í stafni. Bjartsýni meðal heimila og fyrirtækja hefur aukist, enda er verðbólga að hjaðna, vextir að lækka og fjárhagsleg heilsa almennt séð góð. Innlend eftirspurn verður þar af leiðandi drifjöður hagvaxtar, en framlag utanríkisverslunar neikvætt. Niðurstaðan er 1,3% hagvöxtur, sem er lítil breyting frá fyrri spá. Samsetningin er hins vegar gjörólík: Í stað útflutningsdrifins hagvaxtar er það einkaneyslan sem stígur fram á stóra sviðið.

Jafnvel þó verulegur innflutningur í tengslum við gagnaver eigi stóran þátt í neikvæðu framlagi utanríkisverslunar í ár, liggur í augum uppi að útflutningshorfur hafa versnað. Ekki nóg með að ferðapjónustan, stærsta útflutningsgrein þjóðarbúsins, eigi undir högg að sækja, heldur hefur alþjóðleg efnahagsóvissa aukist verulega að undanfögnu, þróun sem gæti leitt til minni eftirspurnar eftir íslenskum útflutningi. Engu að síður reiknum við með lítilsháttar útflutningsvexti í ár, þar sem „óhefðbundnari“ útflutningsgreinum, s.s. eldi og lyfjaframleiðslu, hefur vaxið fiskur um hrygg.

Þétt taumhald peningastefnunnar, samhliða lakari útflutningshorfum, hefur dregið úr spennu á vinnumarkaði. Hægt hefur verulega á starfajölgun, atvinnuleysi er að þokast upp á við og spáum við að sú þróun haldi áfram á yfirstandandi ári. Fátt er svo með öllu illt, að ekki boði nokkuð gott þar sem minni spenna á vinnumarkaði dregur að öðru óbreyttu úr verðbólguþrýstingi og opnar dyrnar fyrir frekari vaxtalækkanir. Krónan, sem er mjög sterk um þessar mundir, gæti hins vegar lagt stein í götu verðhjöðnunar taki hún að veikjast verulega, en í þessari spá er gert ráð fyrir að krónan veikist frá og með seinni hluta þessa árs.

Eins og ævinlega er óvissan mikil, ekki síst í alþjóðamálum og ekki eru ekki öll kurl komin til grafar varðandi vaxandi verndarstefnu í alþjóðaviðskiptum. Hvernig svo sem fer teljum við að þjóðarskútan sé vel í stakk búin til að sigla milli skers og báru í úfnum sjó, án þess að bíða skipbrots.

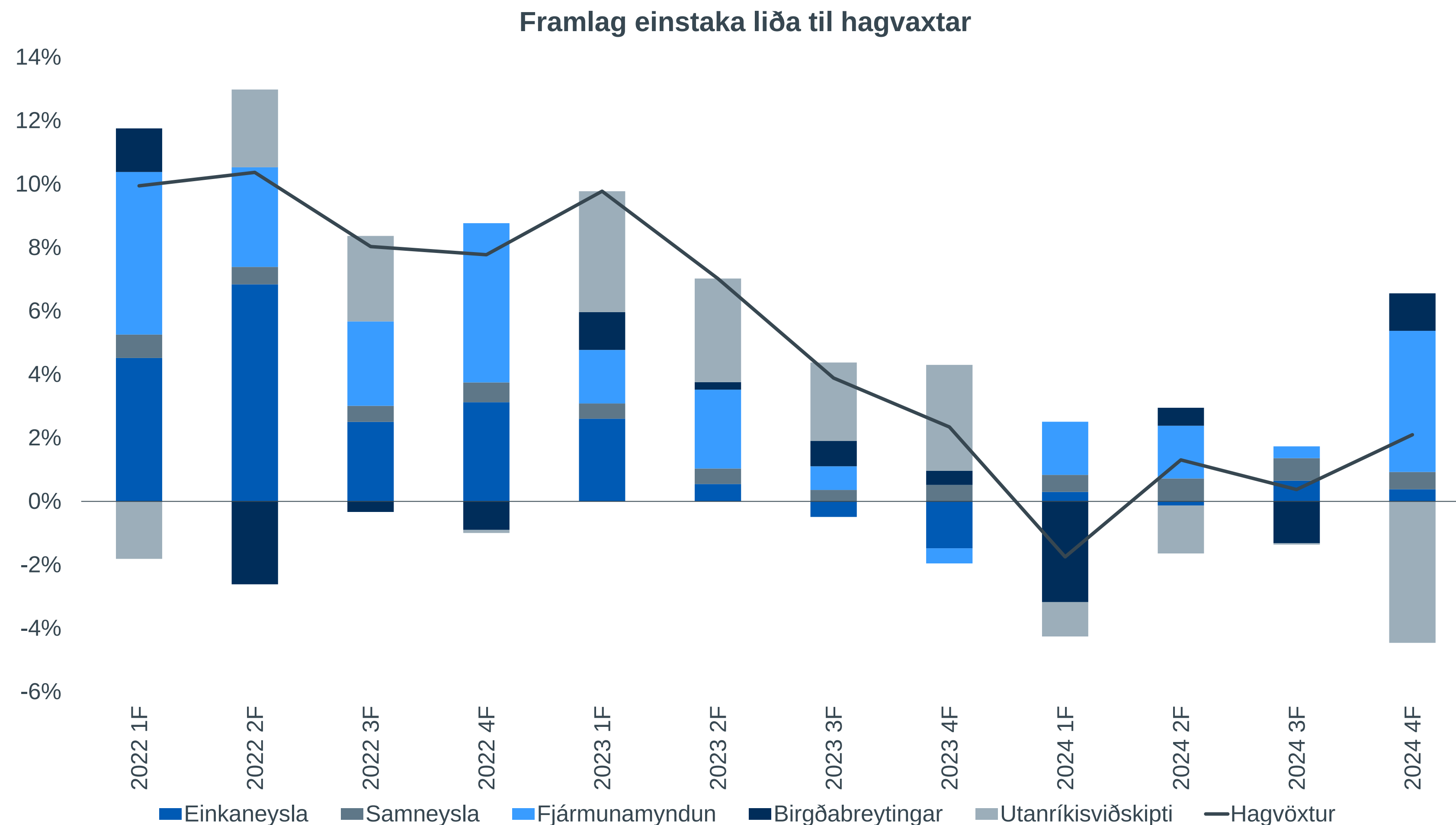


Svo virðist sem hagkerfið hafi náð hinni eftirsóknarverðu mjúku lendingu á síðasta ári - að minnsta kosti samkvæmt opinberum hagtölum.

Árið byrjaði í ládeyðu, þar sem loðnubrestur lék hagkerfið grátt, en eftir því sem leið á árið tók hagvöxtur við sér og fór upp í 2,1% á fjórða ársfjórðungi.

Það féll í skaut innlendar eftirspurnar að drífa áfram hagvöxt, þar sem framlag utanríkisverslunar til hagvaxtar var neikvætt. Hafa ber í huga að fjórði ársfjórðungur litast af mikilli fjárfestingu í gagnaverum, sem kemur fram í bæði fjárfestingu og til frádráttar í innflutningi.

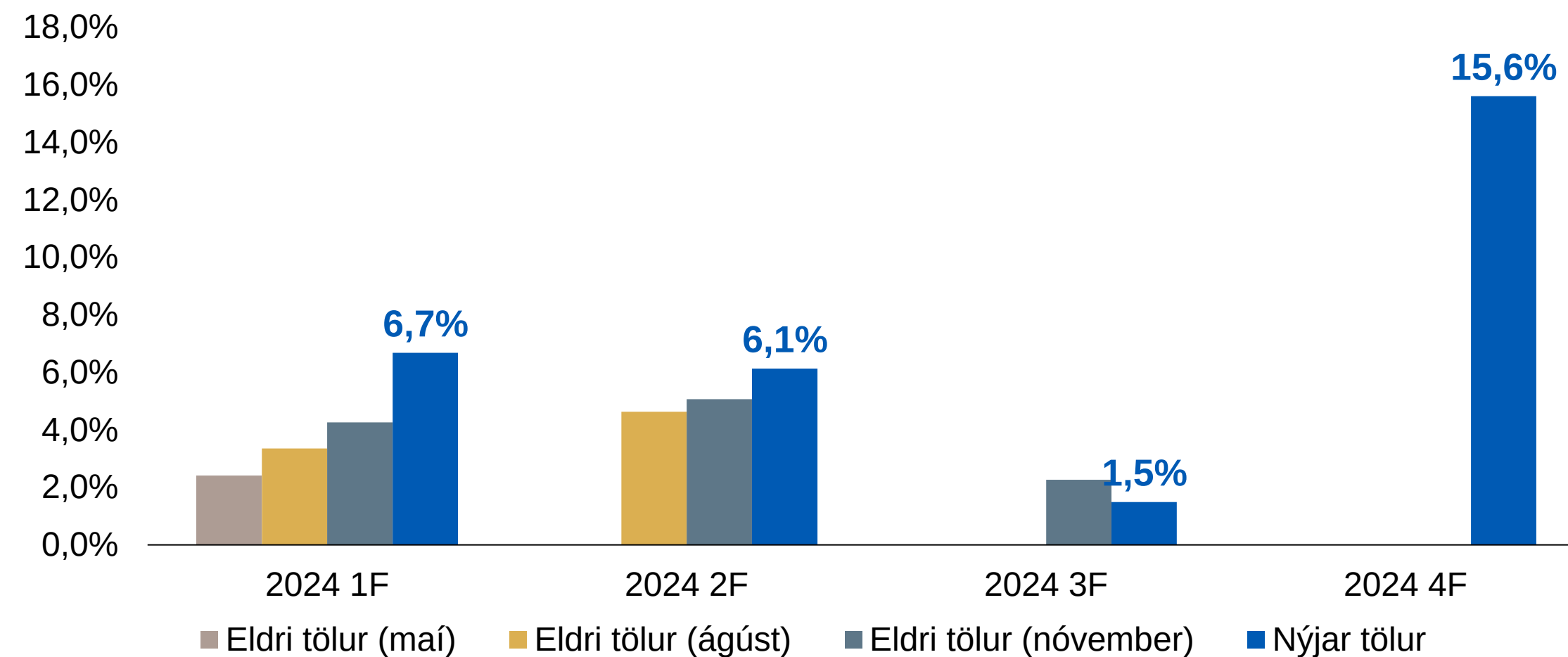
Hin eftirsóknarverða mjúka lending



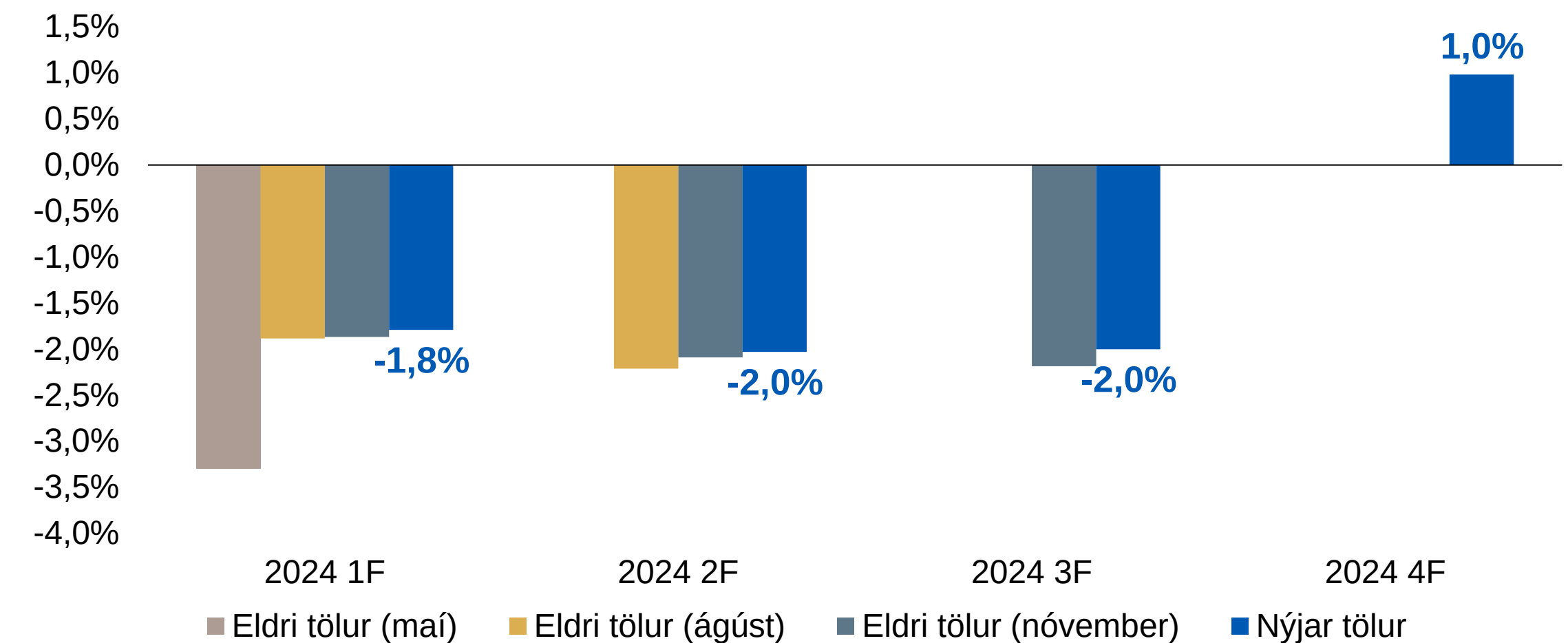
Ár endurskoðana

Þegar Hagstofan birti landsframleiðslutölur fyrir 4F 2024 tók hún sig til og færði hagvöxt áður birtra fjórðunga upp um prósentustig!

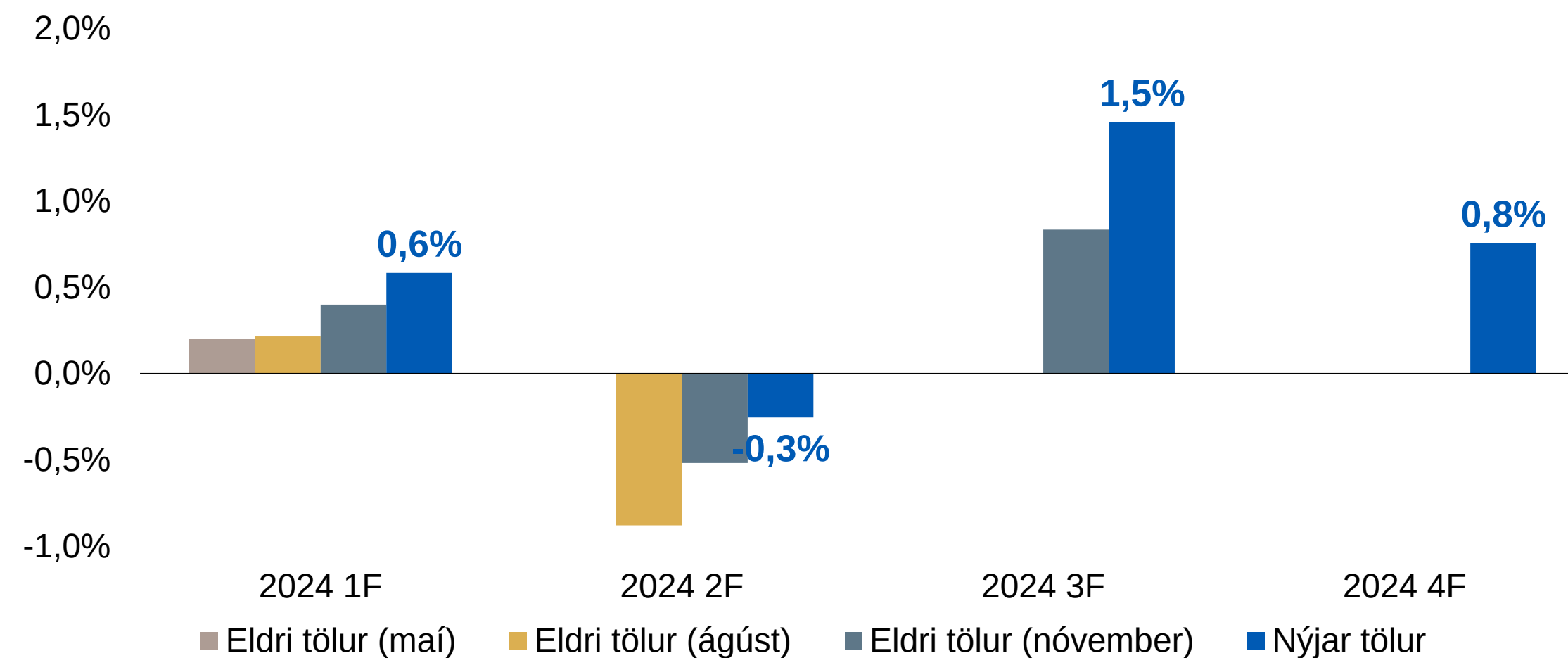
Fjárfesting



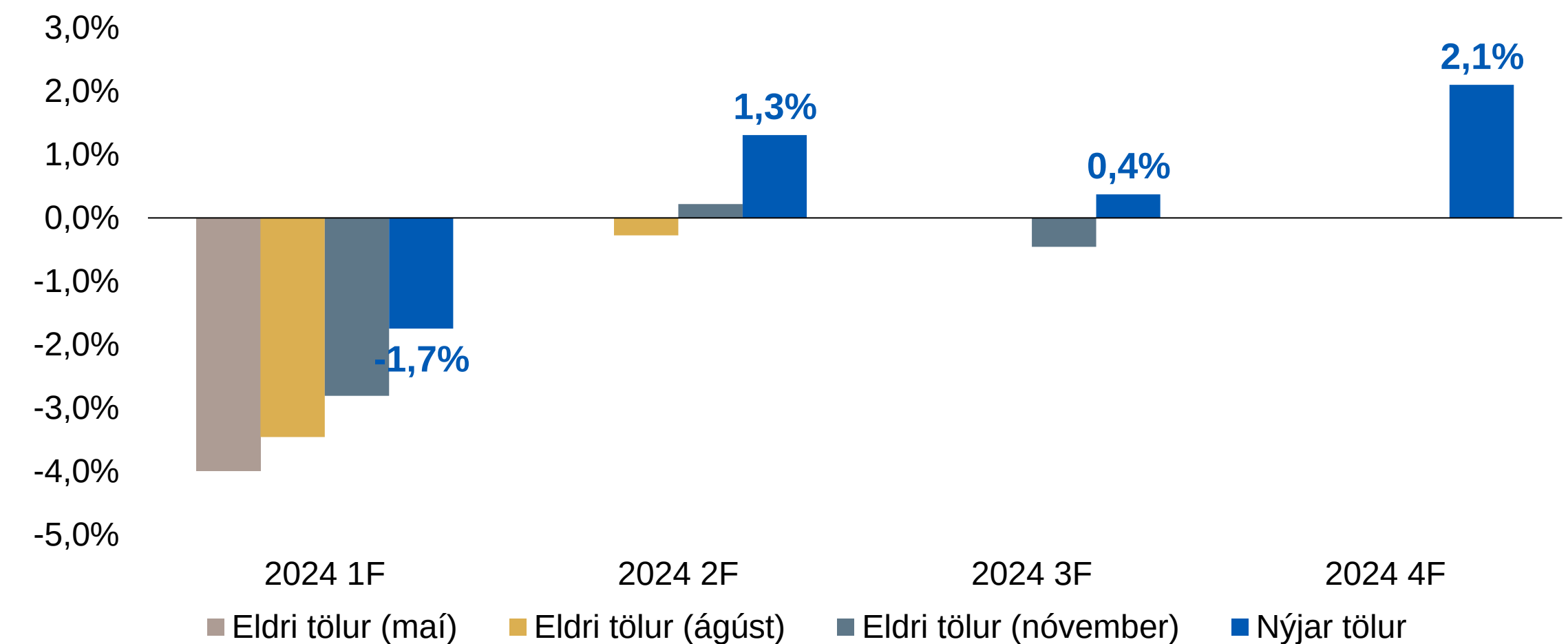
Útflutningur



Einkaneysla



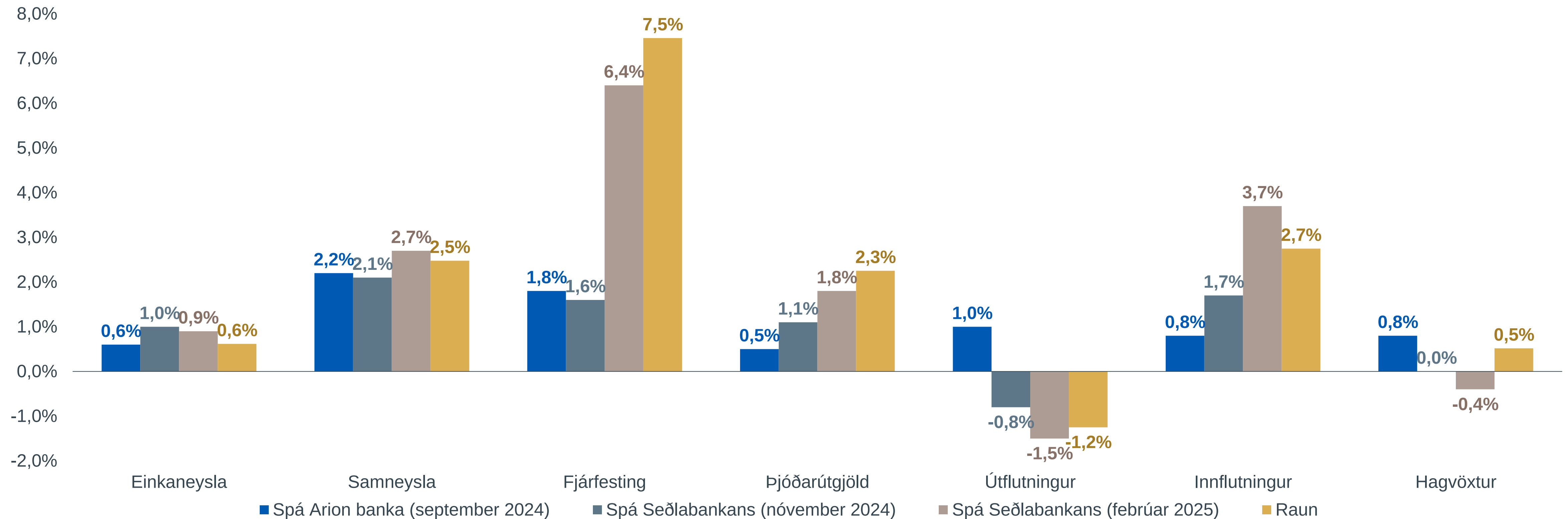
Hagvöxtur



Það gengur brösuglega að spá þegar grunnurinn er gagnslaus

Síendurteknar endurskoðanir hafa gert greiningaraðilum lífið leitt, enda byggja spárnar oftar en ekki á röngum gögnum.

Undirliðir landsframleiðslu árið 2024
- breyting frá fyrra ári



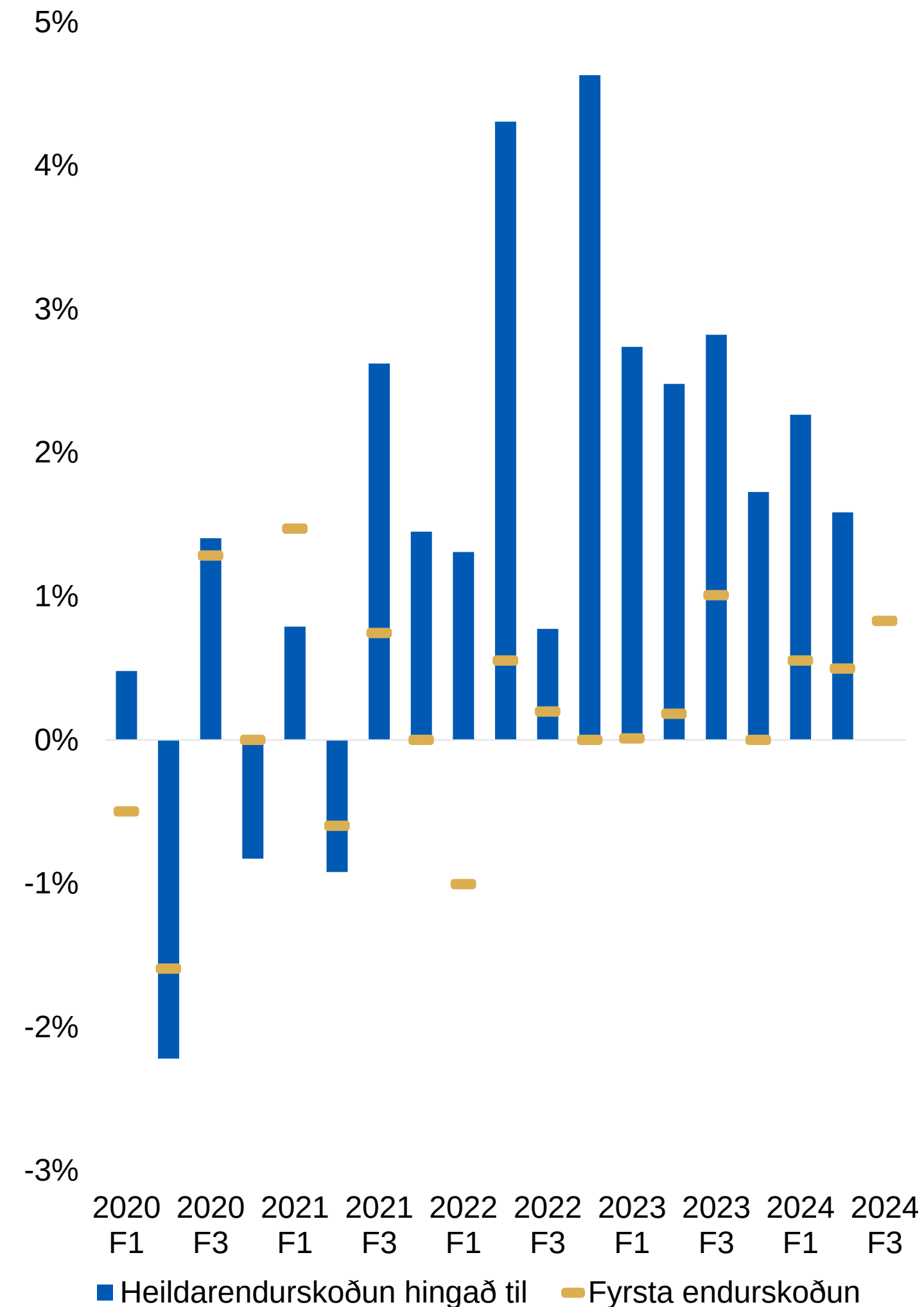
Spáum fram og aftur

Frá öðrum ársfjórðungi 2021 hafa endurskoðaðar hagvaxtartölur aðeins leitað í eina átt – upp á við. Í fyrstu endurskoðun hefur hagvöxtur að meðaltali verið færður upp um 0,3 prósentustig, en samkvæmt nýjustu útgáfu þjóðhagsreikninga var hagvöxtur að meðaltali 2,5 prósentum meiri en fyrstu tölur gáfu til kynna fyrir umrætt tímabil.

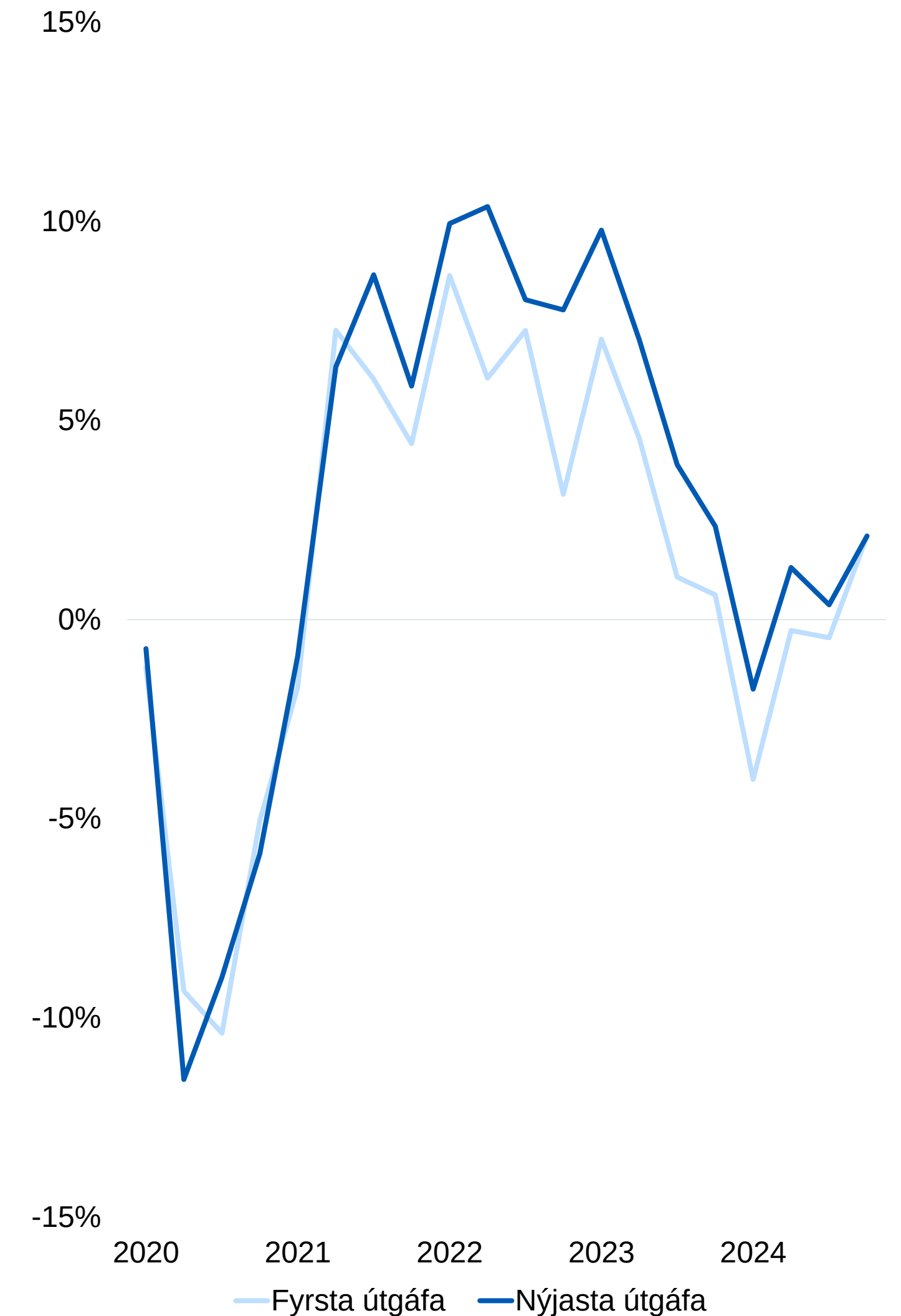
Ef við undanskiljum 3F 2024, þar sem aðeins ein endurskoðun hefur átt sér stað, hefur endurskoðunin frá fyrstu tölum aðeins einu sinni verið undir 1,3 prósentustigum á síðustu ellefu ársfjórðungum.

Verði endurskoðanir á 2.- 4. fjórðungs síðasta árs sambærilegar og þær hafa verið undanfarin ár, gæti hagvöxtur árið 2024 endað í 1,8% í stað 0,5%.

Endurskoðun hagvaxtar frá fyrstu tölum



Hagvöxtur fyrir og eftir endurskoðun



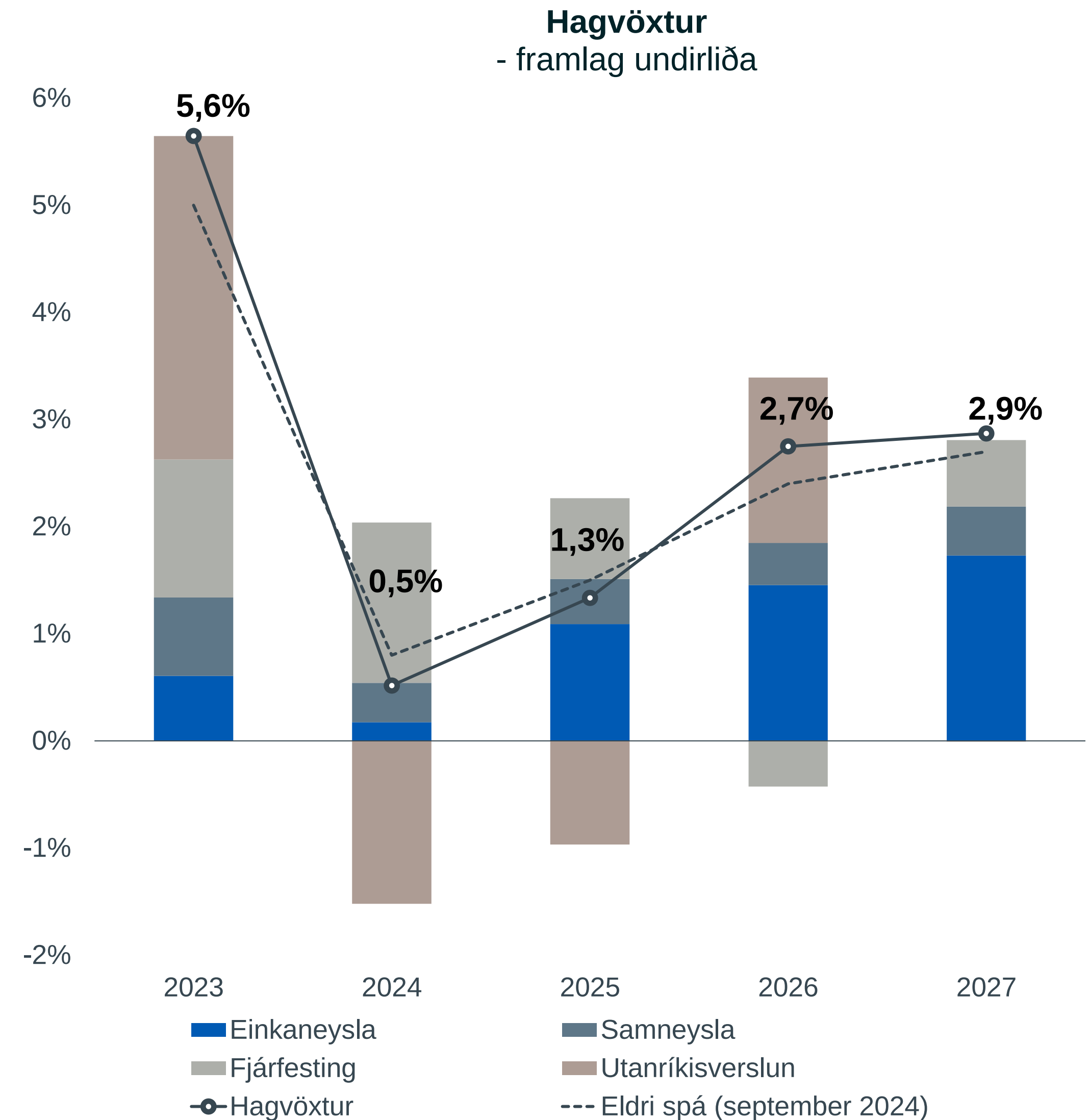
Önnur leið, sami endapunktur

Eftir hóflegan hagvöxt á síðasta ári er ýmislegt sem bendir til þess að innlend umsvif séu að glæðast á nýjan leik. Bjartsýni meðal heimila og fyrirtækja hefur aukist, enda verðbólga að hjaðna og vextir að lækka.

Þrátt fyrir að hagvaxtarspáin hafi tekið litlum breytingum milli útgáfa er leiðin að 1,3% hagvexti önnur. Í stað útflutningsdrifins hagvaxtar fellur það í skaut innlendarar eftirspurnar, með einkaneyslu í broddi fylkingar, að ýta undir hagvöxt í ár og vega á móti neikvæðu framlagi utanríkisverslunar til hagvaxtar.

Jafnvel þó verulegur innflutningur í tengslum við gagnaver eigi stóran þátt í neikvæðu framlagi utanríkisverslunar í ár, liggur í augum uppi að útflutningshorfur hafa versnað. Ekki nóg með að ferðaþjónustan, stærsta útflutningsgrein þjóðarbúsins, eigi undir högg að sækja, heldur hefur staðan í alþjóðamálum versnað að undanfögnu, þróun sem gæti leitt til minni eftirspurnar eftir íslenskum útflutningi. Engu að síður reiknum við með hóflegum útflutningsvexti í ár, þar sem „óhefðbundnari“ útflutningsgreinum, s.s. eldi og lyfjaframleiðslu, hefur vaxið fiskur um hrygg og álframleiðslan virðist laus við raforkuskerðingar – í bili.

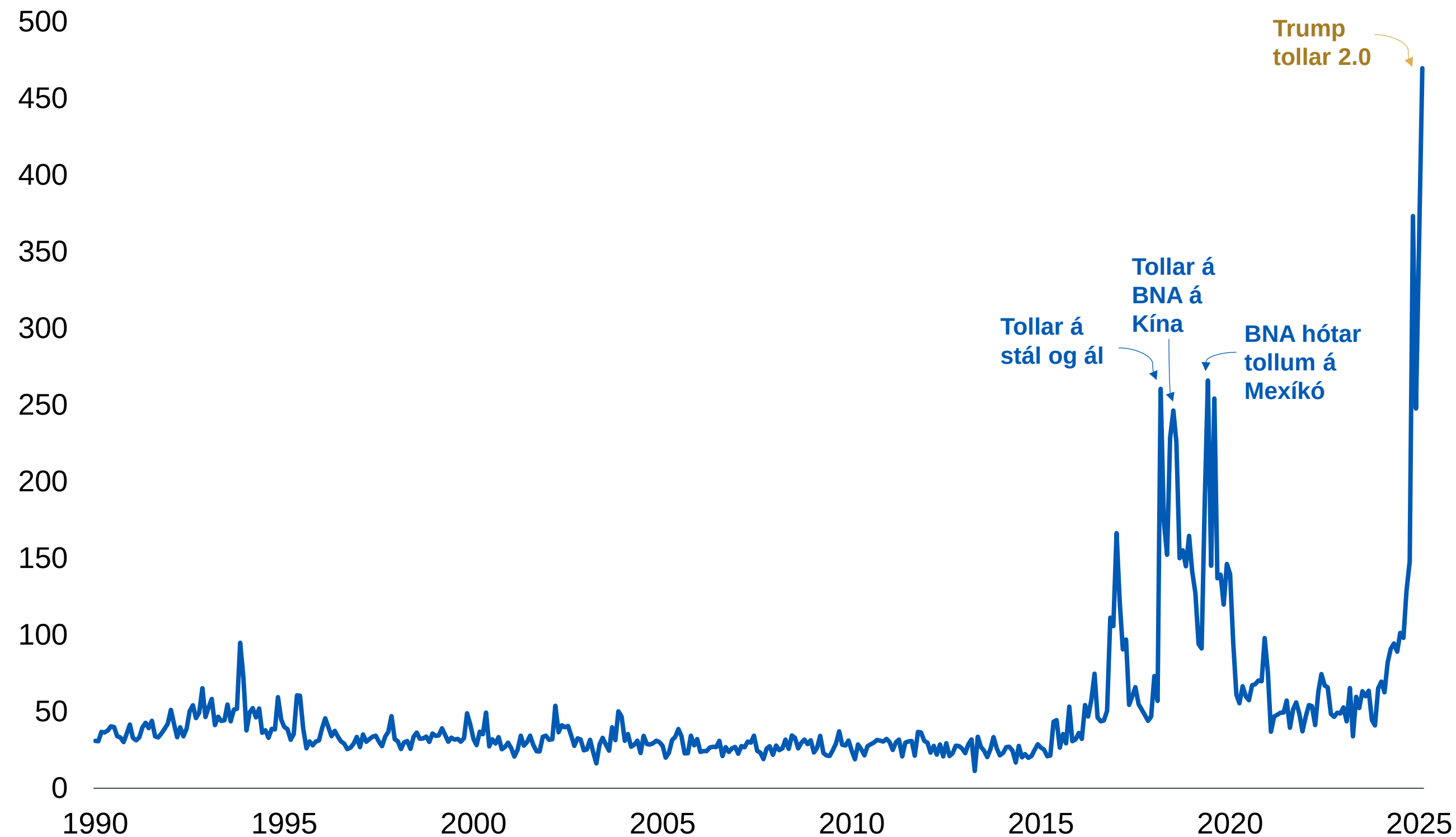
Á næsta ári er hins vegar útlit fyrir að innflutningur dragist saman, sem skýrist fyrst og fremst af áðurnefndum gagnaverum, og að utanríkisverslun leggist á sveif með hagvexti á nýjan leik.



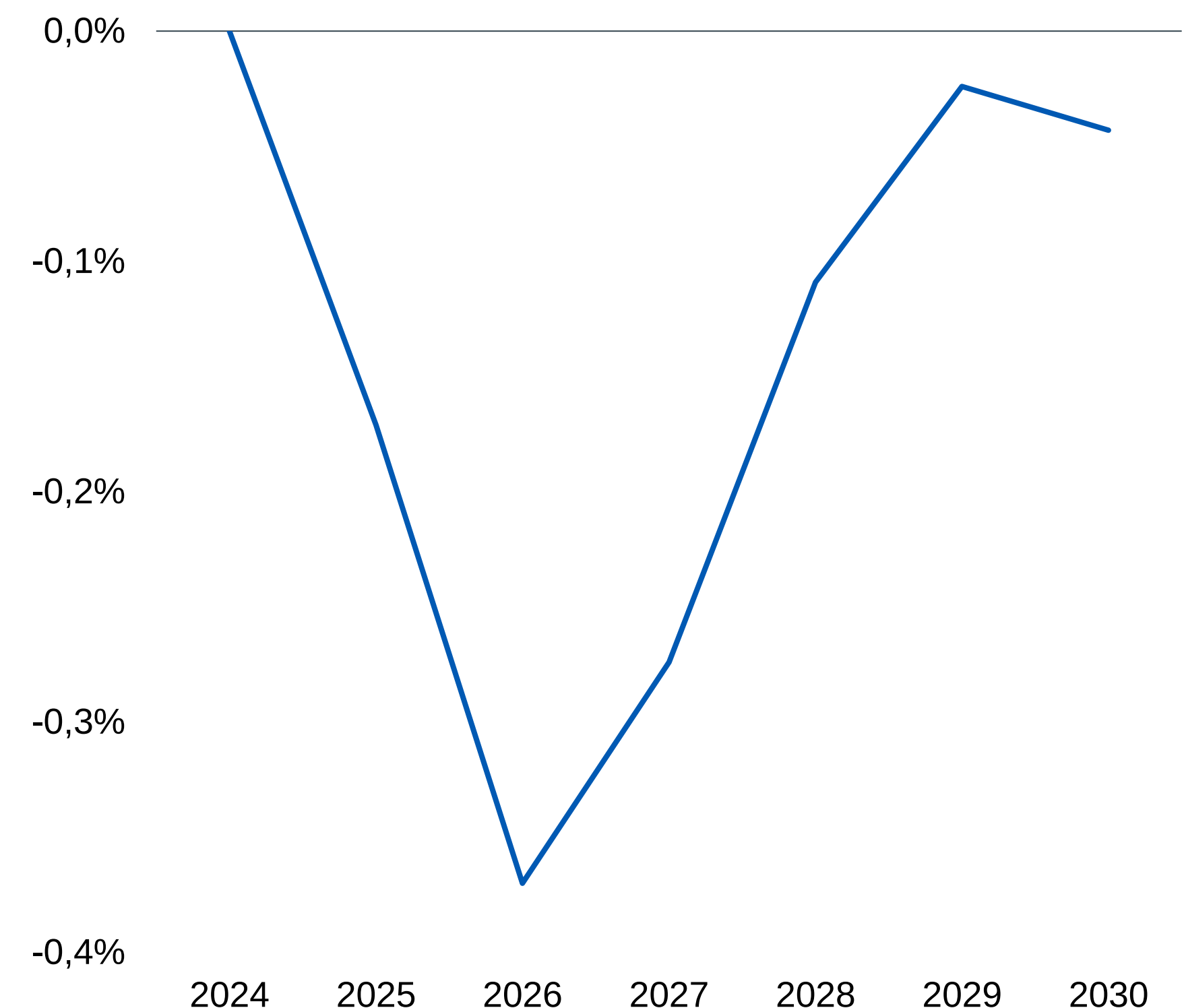
Alt snýst um tollastríð

Enda eru hagfræðingar almennt sammála um neikvæð áhrif tolla. Óvissan er hins vegar veruleg þar sem tilkynningar frá Hvíta Húsinu eru tíðar og misvísandi, bæði hvað varðar umfang, tímasetningar og útfærslur. Þá skipta viðbrögð annarra þjóða ekki síður máli, og hvort tollarnir séu varanlegir eða tímabundnir.

Óvissa um alþjóðaviðskiptastefnur (TPU)
- vísitala



Áhrif tollastríðs á heimshagvöxt
- frávik frá grunnspá*

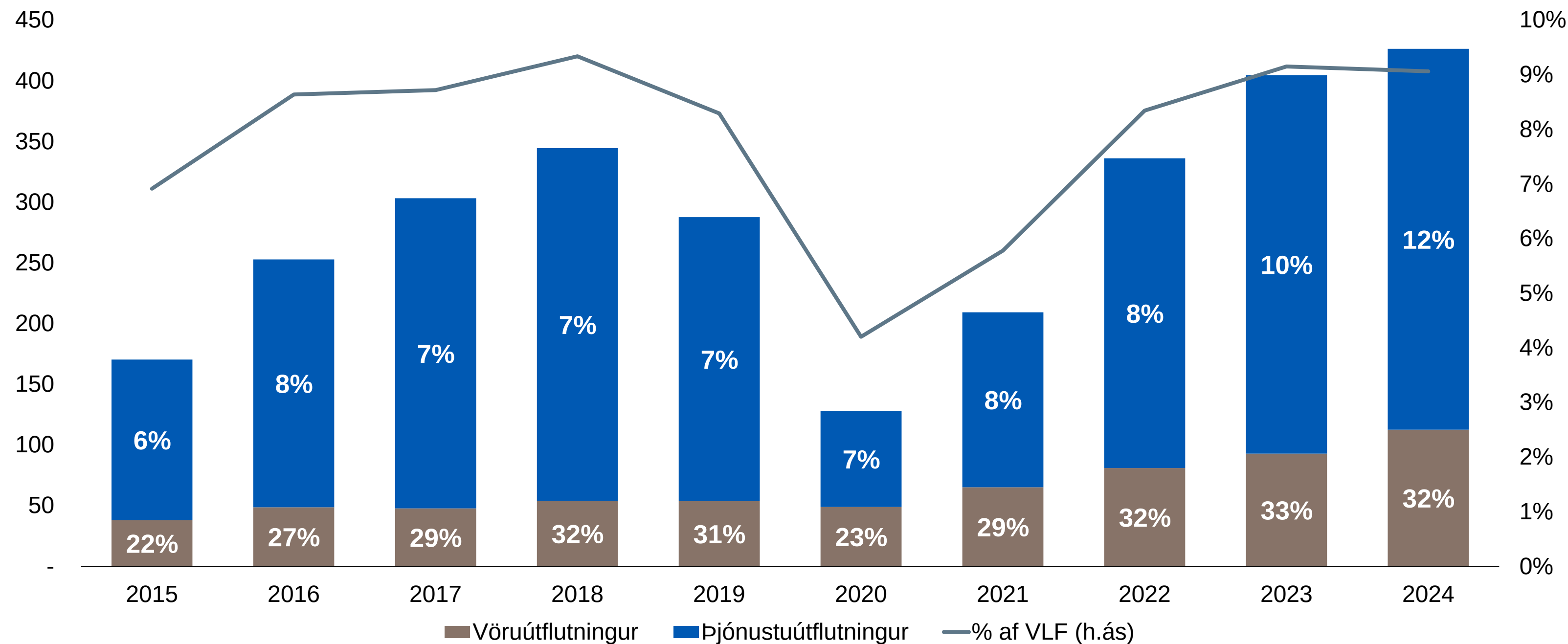


Vina- og viðskiptaþjóð: 22% af útflutningi fer til Bandaríkjanna

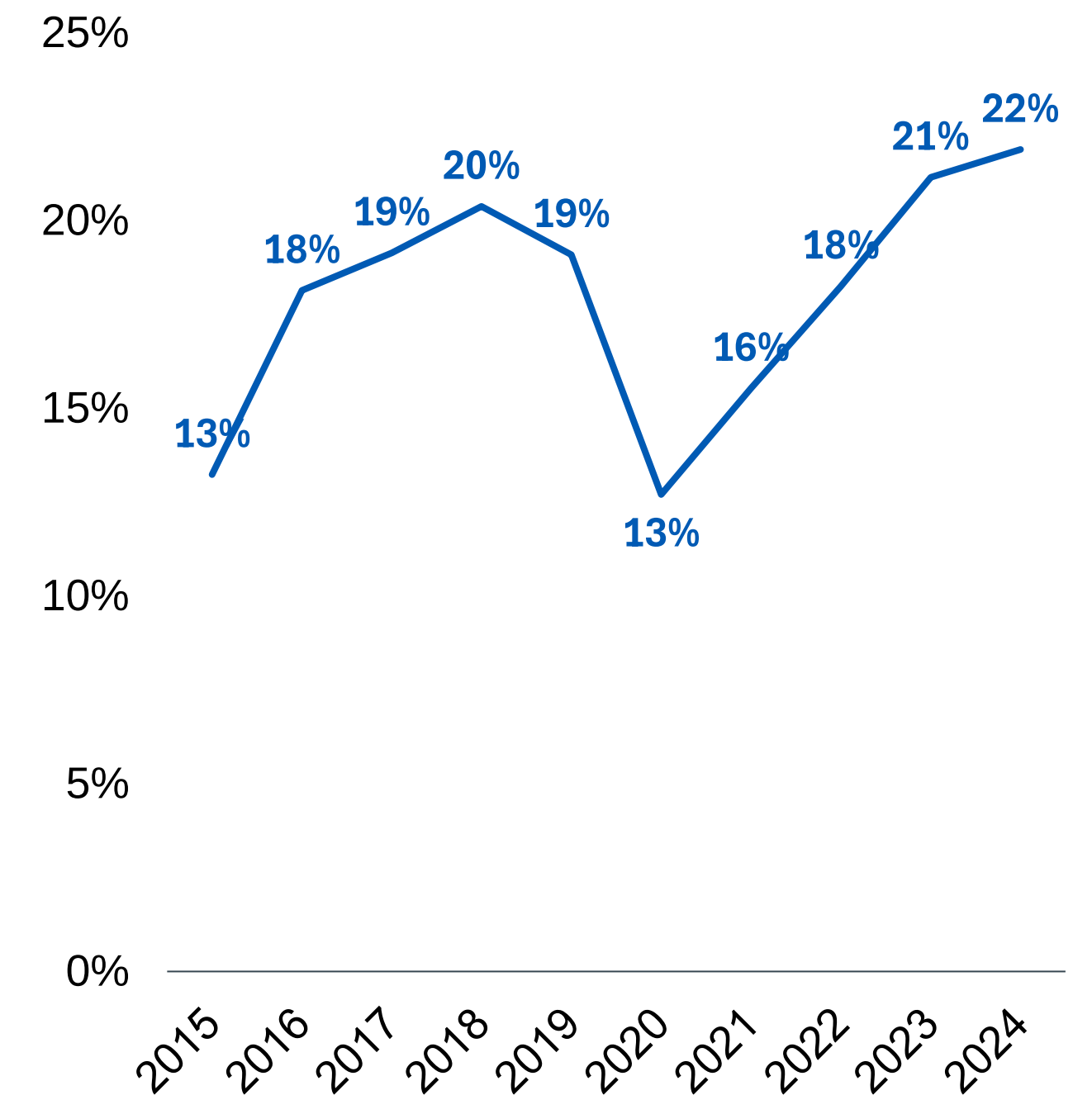
Ferðaþjónustan vegur þar lang þyngst – eitthvað sem erfitt er að tolla á sama hátt og vörur. Verri efnahagshorfur í Bandaríkjunum geta hins vegar haft áhrif á eftirspurn þaðan eftir okkar útflutningsvörum, hvort sem það er fiskur eða ferðalög.

Útflutningur til Bandaríkjanna

- ma.kr. á föstu gengi, og sem hlutfall af vöruútflutningi annars vegar og þjónustuútflutningi hins vegar



Útflutningur til Bandaríkjanna sem hlutfall af heildarútflutningi Íslands



Ef tollar Bandaríkjanna ná til íslensks útflutnings standa spjótin fyrst og fremst að vöruútflutningi, enda erfiðara að leggja tolla á ferðalög milli landa.

Á síðasta ári voru fluttar út vörur til Bandaríkjanna fyrir 110 ma.kr. Vógu sjávar- og eldisafurðir þar þyngst, en lækningatæki fylgdu þeim fast á hæla.

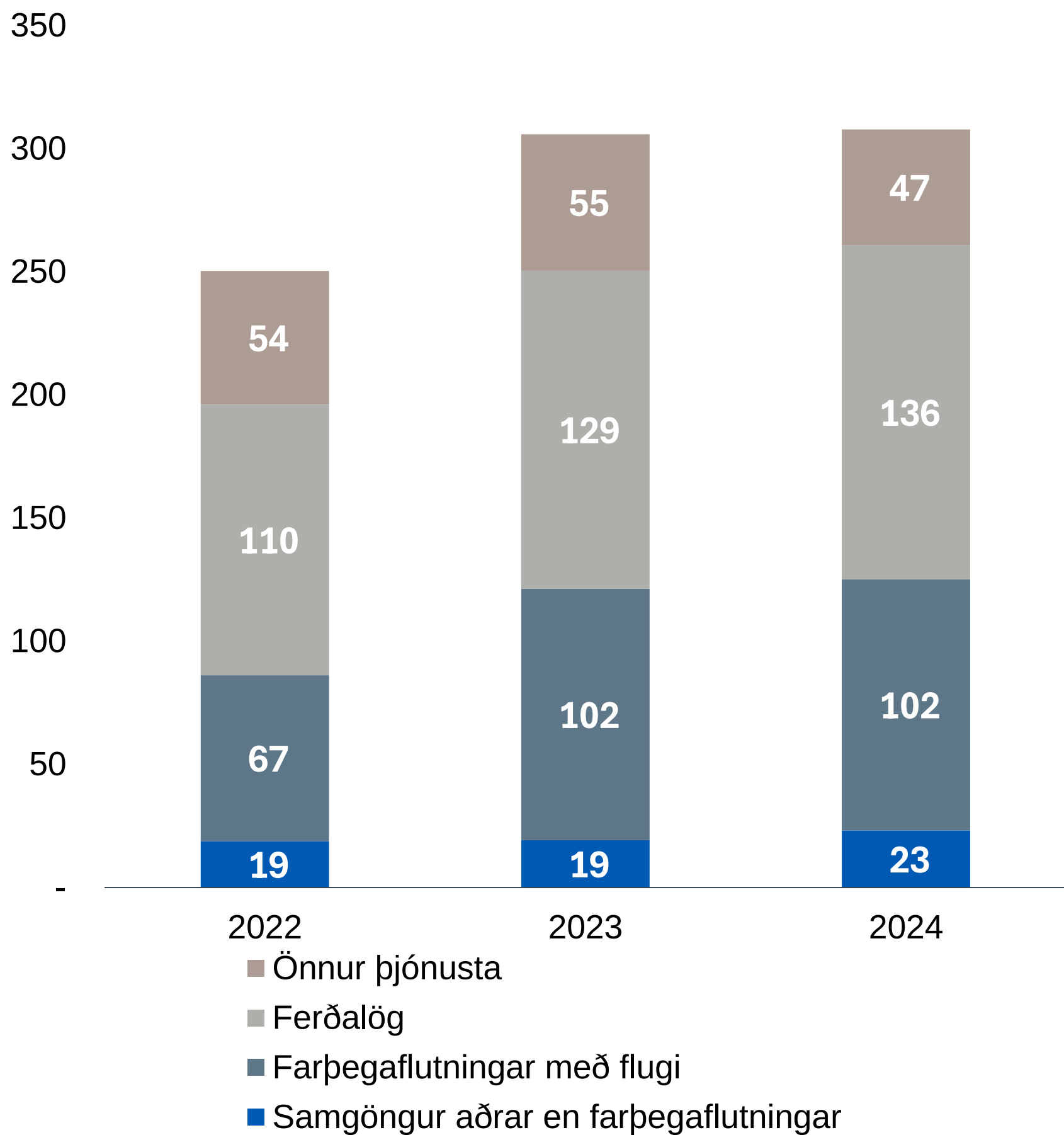
Sjávarútvegurinn hefur sýnt það og sannað að greinin er fljót að laga sig að breyttum markaðsaðstæðum og leita á önnur mið ef markaðir bregðast. Þá má gera ráð fyrir að tæki og vörur til lækninga séu í mörgum tilfellum einkaleyfavarin, sem þýðir að erfitt er að finna aðrar sambærilegar vörur.

Matur- og drykkjarvörur, kísiljárn, olíuvörur og aðrar iðnaðarvörur gætu hins vegar átt á brattann að sækja.

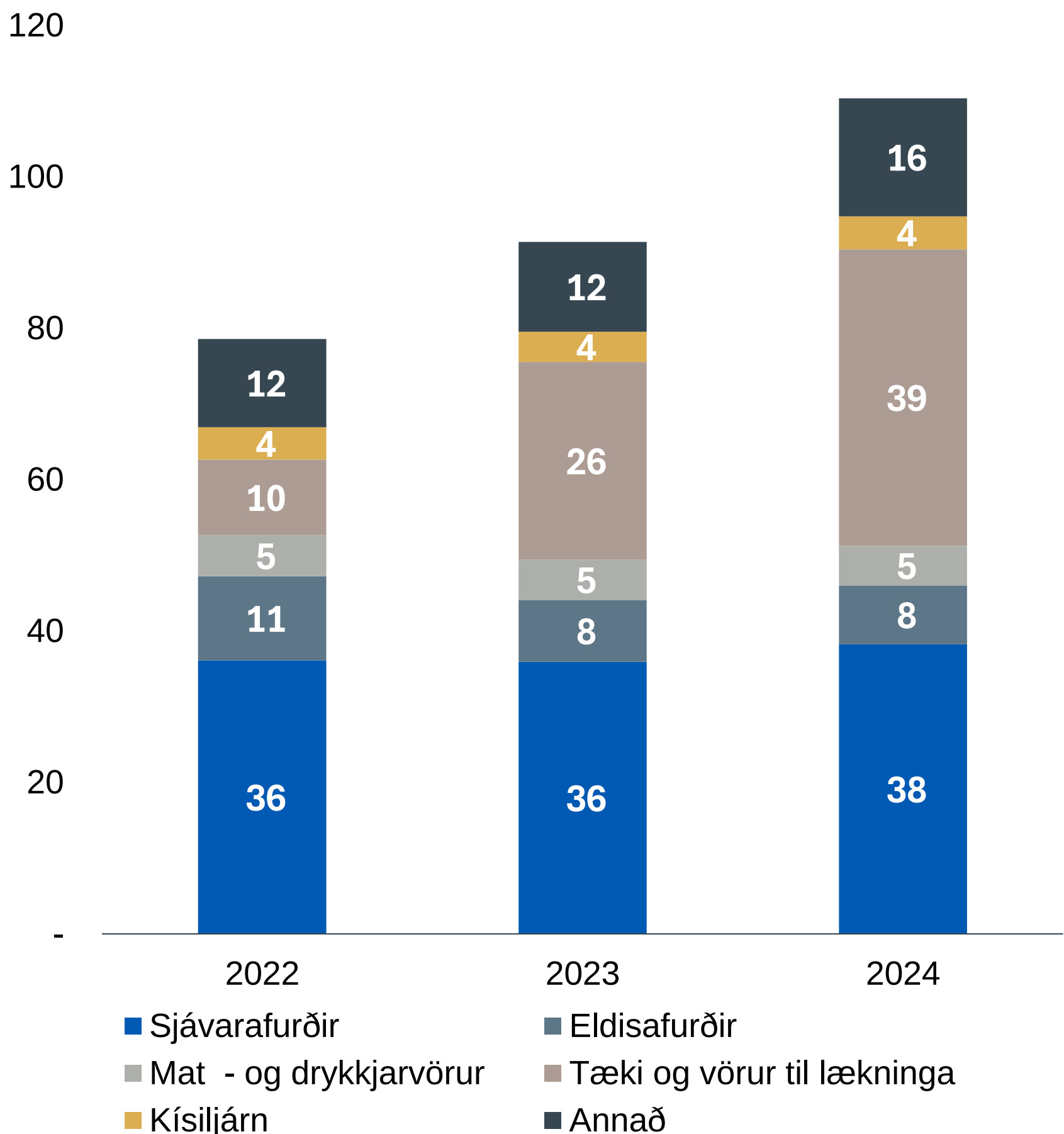
Að okkar mati snýr áhættan ekki síður að greinum sem eru í miklum vexti og áforma sókn á Bandaríkjamarkað, svo sem fiskeldi og lyfjaframleiðsla. Þar eru mikil verðmæti í húfi.

Flytjum ferðapjónustu, fisk og lækningatæki til BNA

Þjónustuútflutningur til Bandaríkjanna
- ma.kr. á föstu gengi



Vöruútflutningur til Bandaríkjanna
- ma.kr. á föstu gengi



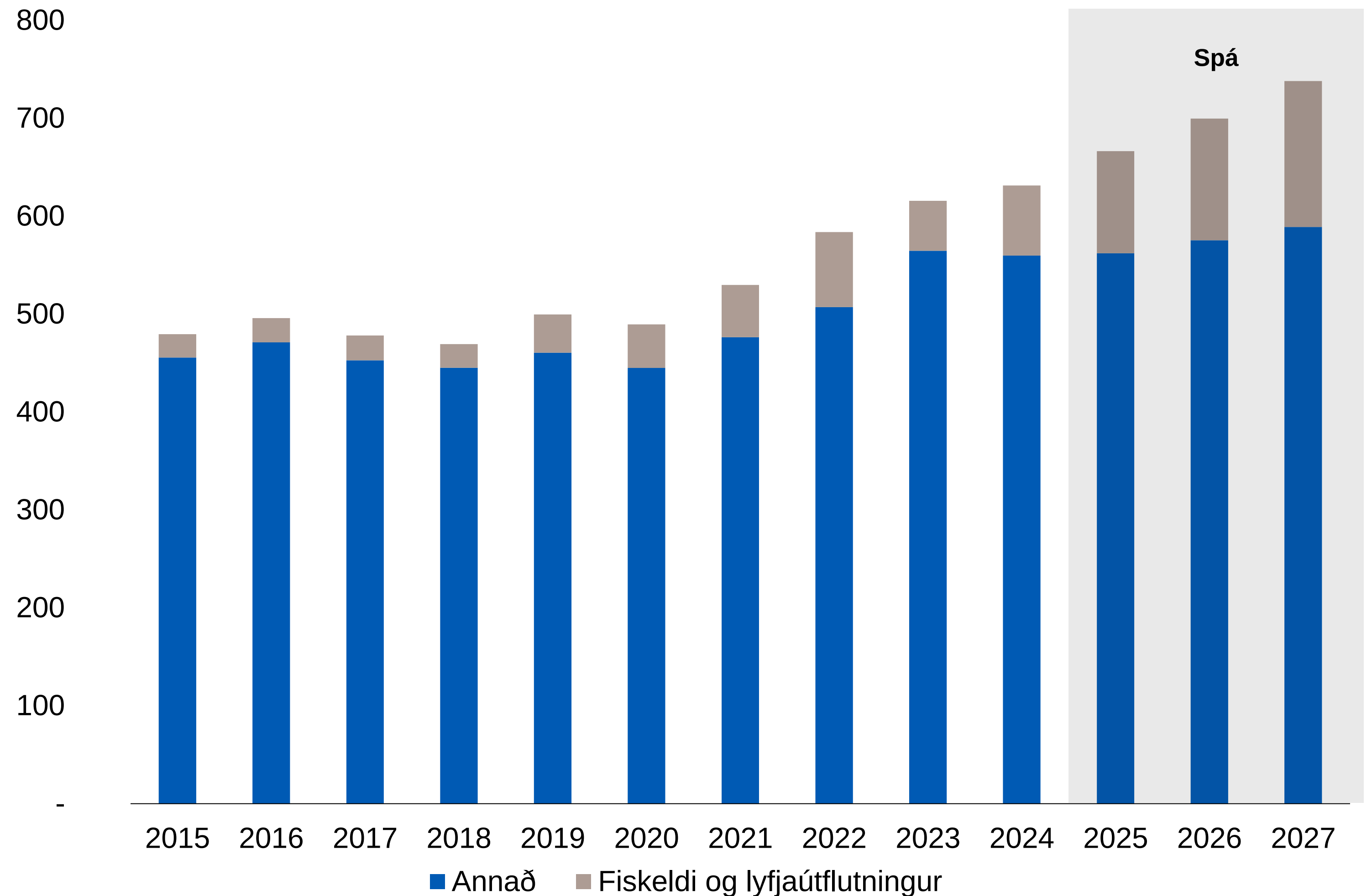
Mikið í húfi fyrir vaxtarsprotu útflutnings

Líkt og áður sagði óttumst við helst áhrif viðskiptahindrana á útflutningsgreinar sem eru í stórsókn, líkt og lyfjaframleiðsla og fiskeldi (einkum landeldi), enda gegnir Bandaríkjamarkaður lykilhlutverki í þeirra áformum.

Þessar tvær atvinnugreinar standa undir tæplega 80 milljarða króna aukningu í útflutningsverðmætum á spátímanum, sem gerir þær tvímælalaust að vaxtarsprotum íslensks útflutnings. Vexti stóru útflutningsgreinanna eru takmörk sett og því nauðsynlegt fyrir lítið opið hagkerfi líkt og Ísland að hlúa að öðrum útflutningi og skjóta styrkum stoðum undir líf skjör.

Óvissan er hins vegar mikil og við erum varfærin í okkar mati, enda áformin í fyrrnefndum greinum metnaðarfull og staðan í alþjóðviðskiptum snúin.

Annar vöru- og þjónustuútflutningur
- án ferðaþjónustu, sjávarútvegs, álframleiðslu, skipa og flugvéla, ma.kr. á verðlagi ársins 2024

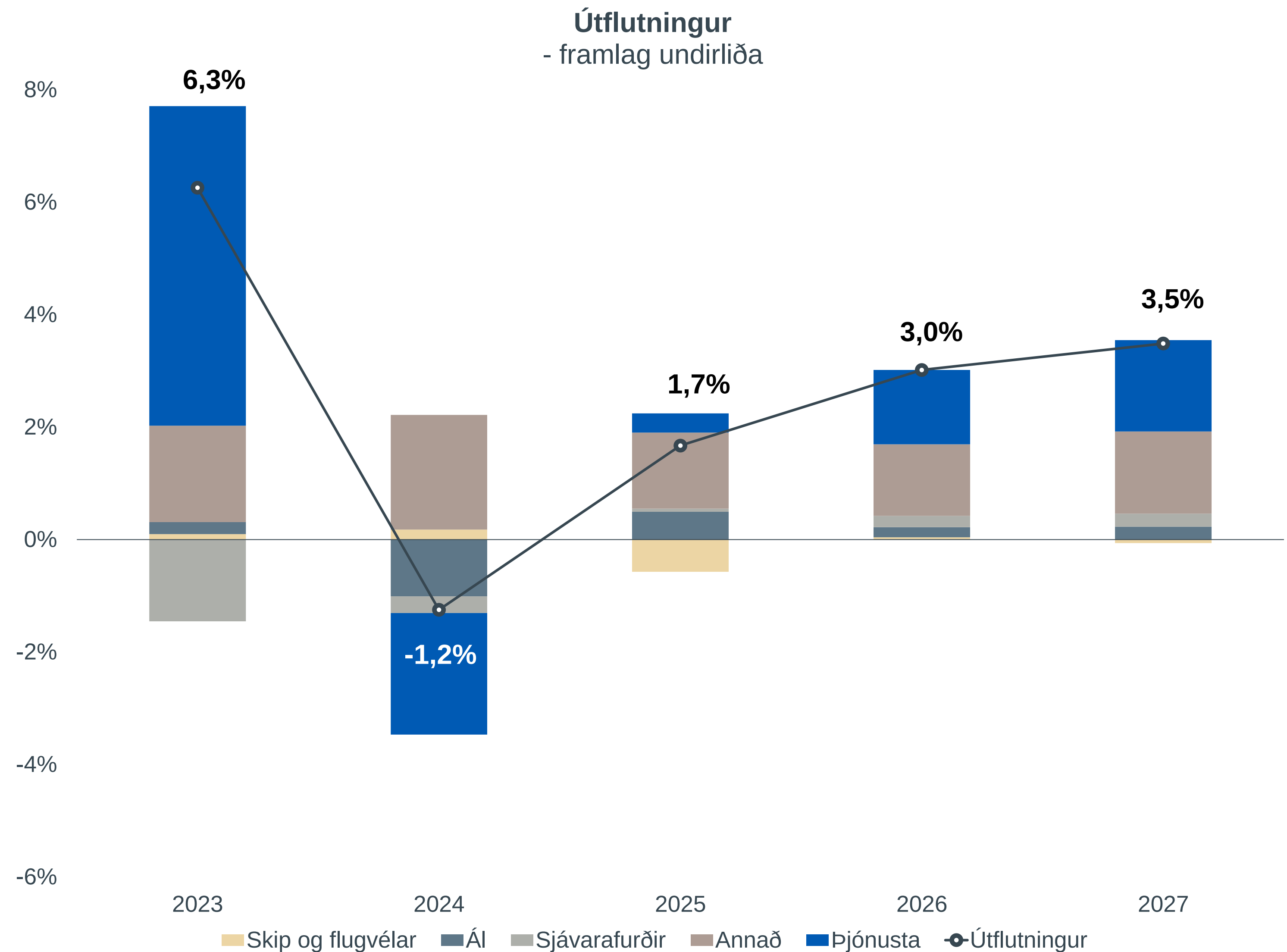


Kemst þótt hægt fari

Á síðasta ári létu stóru útflutningsgreinarnar þrjár undan síga, sem leiddi til 1,2% útflutningssamdráttar. Betur fór en á horfðist þar sem annar útflutningur, einkum útflutningur á eldisafurðum, átti góðu gengi að fagna og vó á móti.

Horfurnar fyrir yfirstandandi ár eru nokkuð betri, en annað árið í röð er útlit fyrir að eldisafurðir, lyf, lækningatæki og önnur hugvitsdrifin starfsemi verði dráttarklárar útflutningsvaxtar. Rótgrónari útflutningsgreinar leggja engu að síður lóð sín á vogaskálarnar, einkum áliðnaður sem virðist laus undan raforkuskerðingum – í bili að minnsta kosti.

Þá teljum við að útflutt þjónusta muni aukast, þrátt fyrir fækkun í komum erlendra ferðamanna, sem skýrist bæði af lítilsháttar aukningu í neyslu ferðamanna en fyrst og fremst öðrum þjónustuútflutningi.



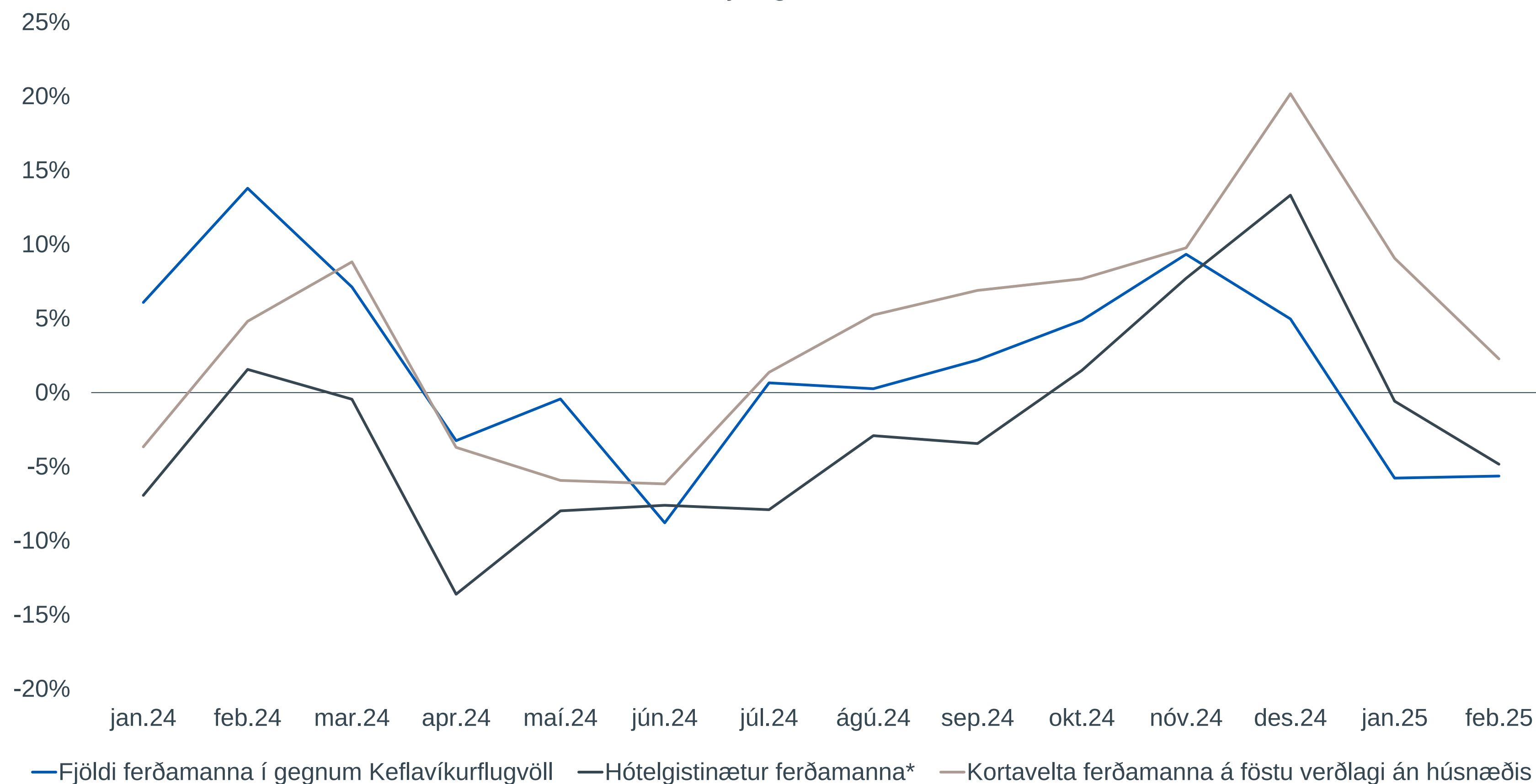
Árið virðist fara brösuglega af stað þar sem brottförum erlendra ferðamanna um Keflavíkurflugvöll fækkaði um tæplega 6% milli ára í janúar og febrúar.

Við drögum tölurnar hins vegar í efa, þar sem utanlandsferðum Íslendinga fjölgaði um 17% á sama tíma.

Þrátt fyrir margrómaða ferðagleði Íslendinga verður að teljast líklegt að skiptingin milli Íslendinga og erlendra ferðamanna hafi skolast til í úrtakskönnun Ferðamálastofu – að utanlandsferðir Íslendinga hafi verið færri og fleiri erlendir ferðamenn hafi lagt leið sína til landsins í upphafi árs.

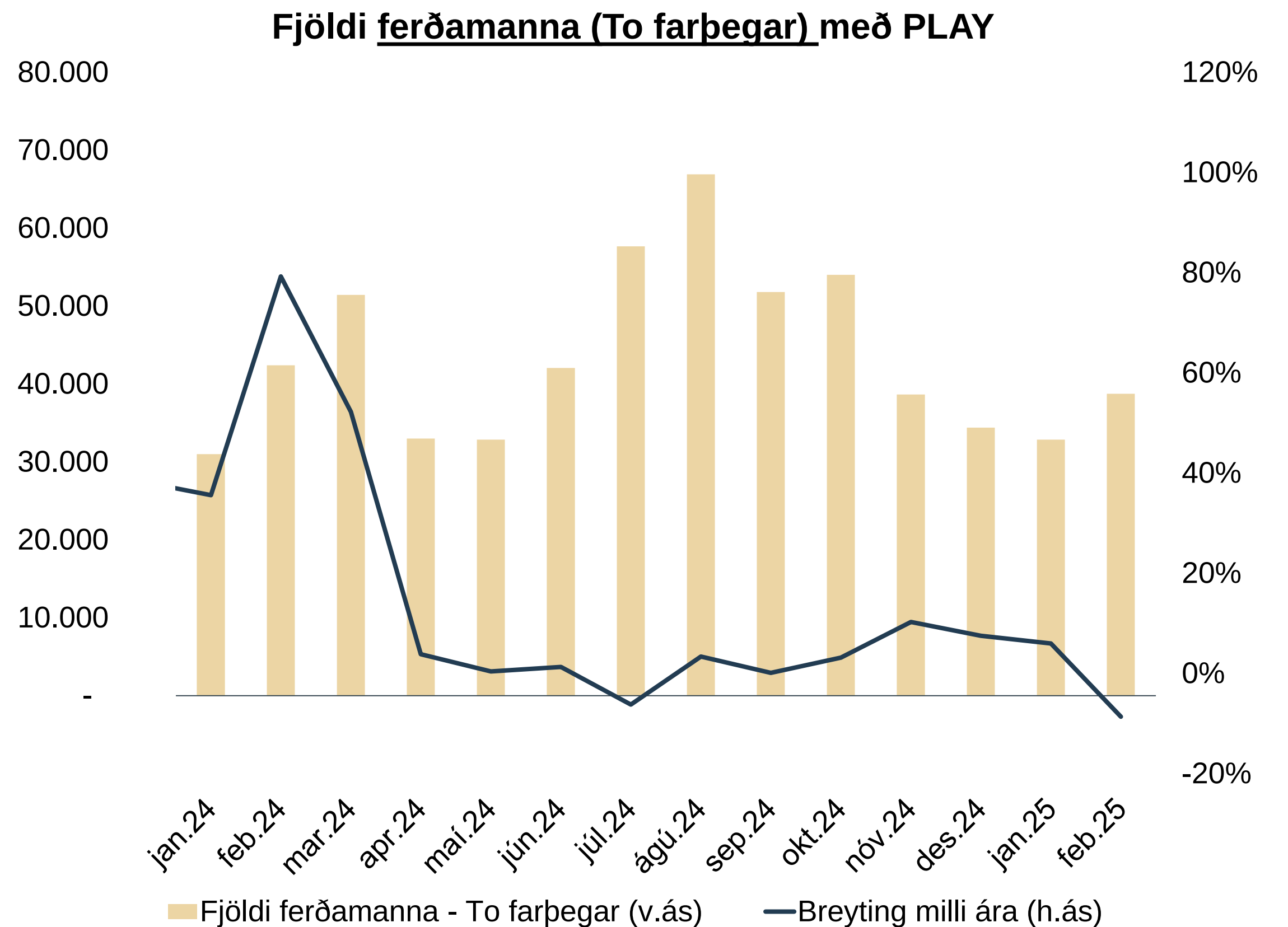
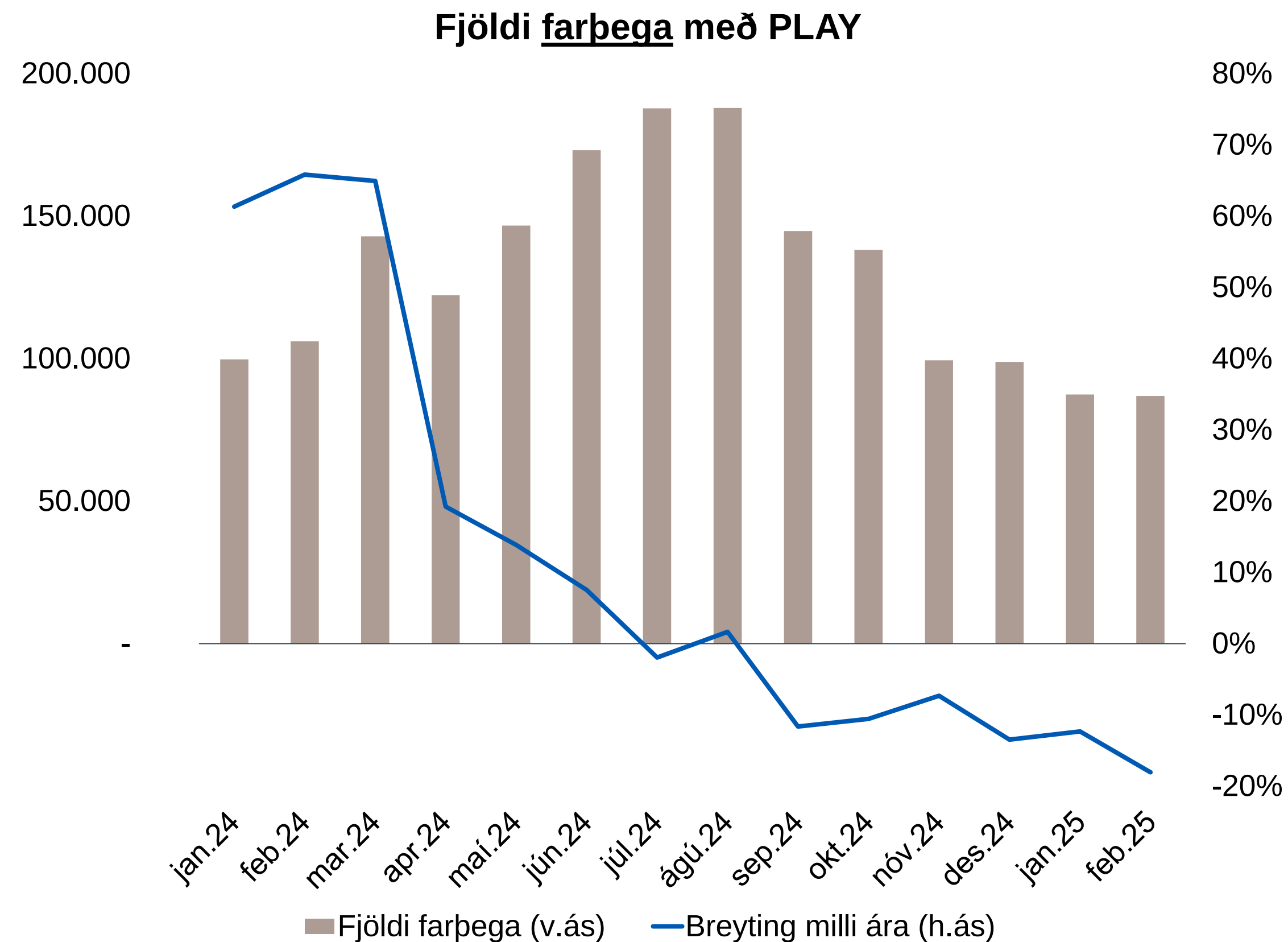
Lágflug ferðapjónustunnar inn í nýtt ár

Kortavelta, hótulgistinætur og fjöldi ferðamanna
- breyting milli ára



PLAY hefur nú þegar rifað seglin

Í október á síðasta ári boðaði PLAY miklar breytingar á viðskiptalíkani félagsins. Þó breytingarnar taki ekki gildi fyrr en um mitt þetta ár hefur félagið nú þegar gripið til aðgerða til að bæta reksturinn, meðal annars að leigja frá sér eina flugvél, sem hefur skilað sér í færri farþegum. Samdrátturinn kemur fyrst og fremst fram í færri tengifarþegum, á meðan ferðamönnum til Íslands hefur fækkað hlutfallslega minna.

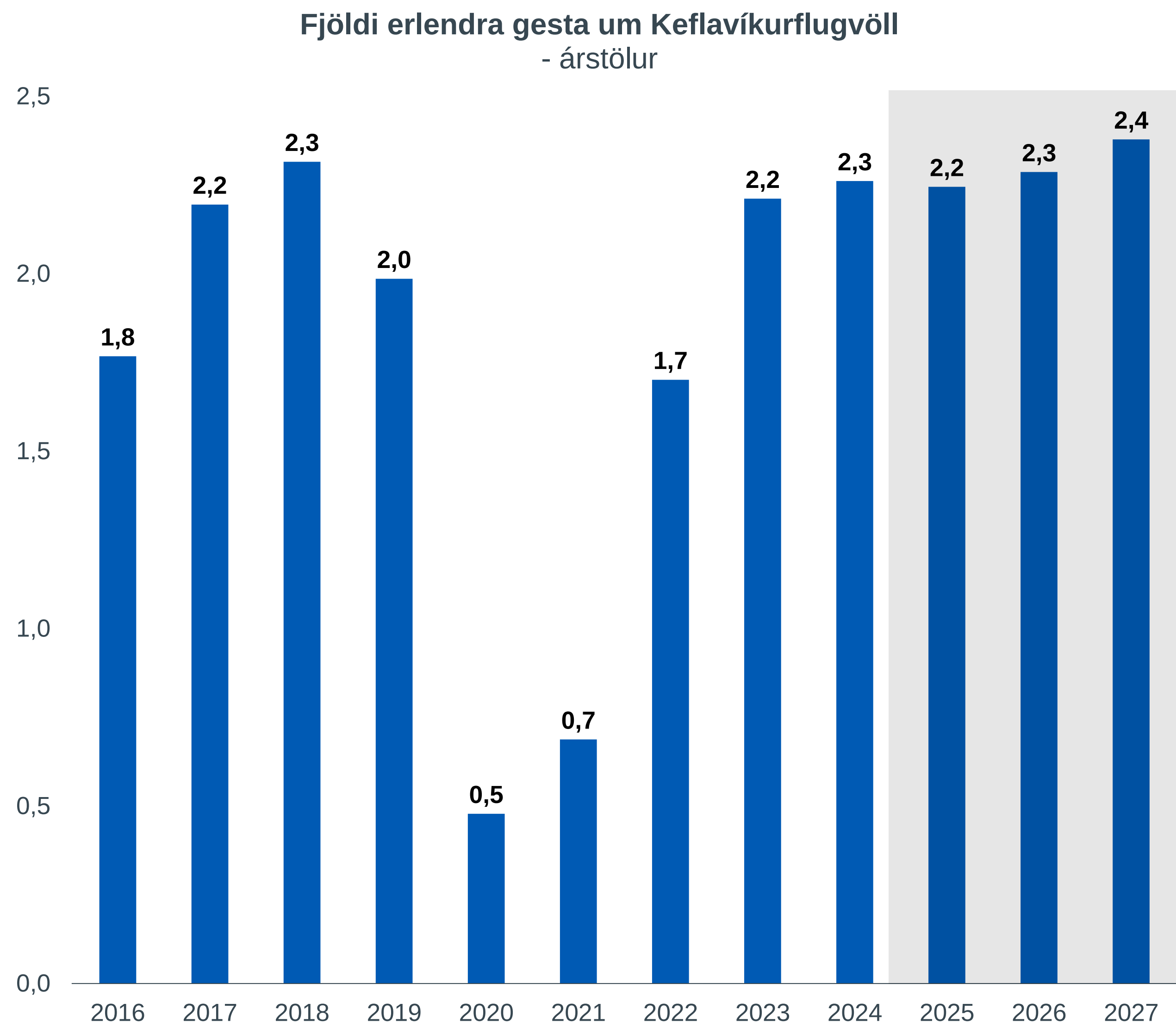


Úr vexti í viðhald

Samkvæmt grunnspá okkar er útlit fyrir að erlendum ferðamönnum er sæki landið heim fækki lítilsháttar milli ára. Ástæðuna má fyrst og fremst rekja til nýs viðskiptalíkans PLAY, sem hyggst draga úr umsvifum sínum á Keflavíkurflugvelli ásamt því að leggja aukna áherslu á utanlandsferðir Íslendinga á kostnað annarra farþega. Þá hafa stór erlend flugfélög fækkað ferðum sínum til landsins utan háannatíma, sem skiptir umtalsverðu máli.

Á móti vegur að Icelandair, sem er umsvifamesta flugfélagið á Keflavíkurflugvelli, áætlar að auka flugframboð sitt á árinu.

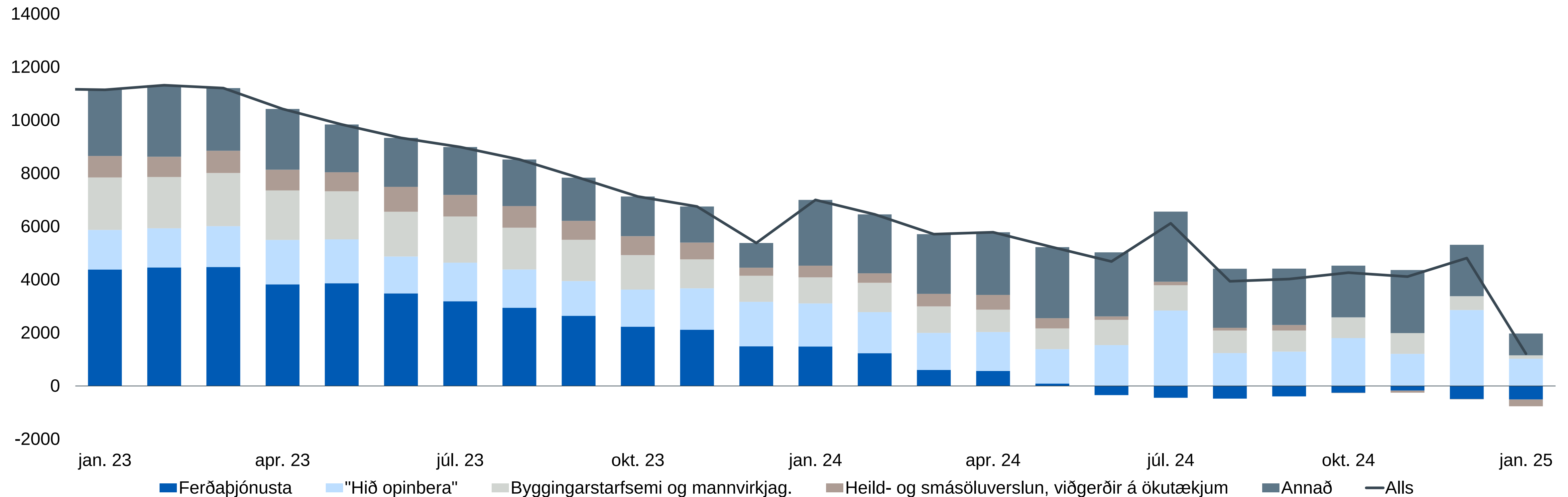
Lítil breyting í komum ferðamanna til landsins ætti ekki að koma á óvart; ferðaþjónustan hefur slitið barnskónum og greininni skorður settar, bæði af náttúrunnar hendi og innviðum. Því til viðbótar er landið dýr áfangastaður og launakostnaður hár, atriði sem ríða ekki baggamuninn en skipta engu að síður máli, ekki síst ef óvissan í alþjóðamálum dregur úr tekjuvexti ferðamanna og eftirspurn eftir Íslandsferðum.



Staða ferðapjónustunnar setur svip sinn á vinnumarkaðinn

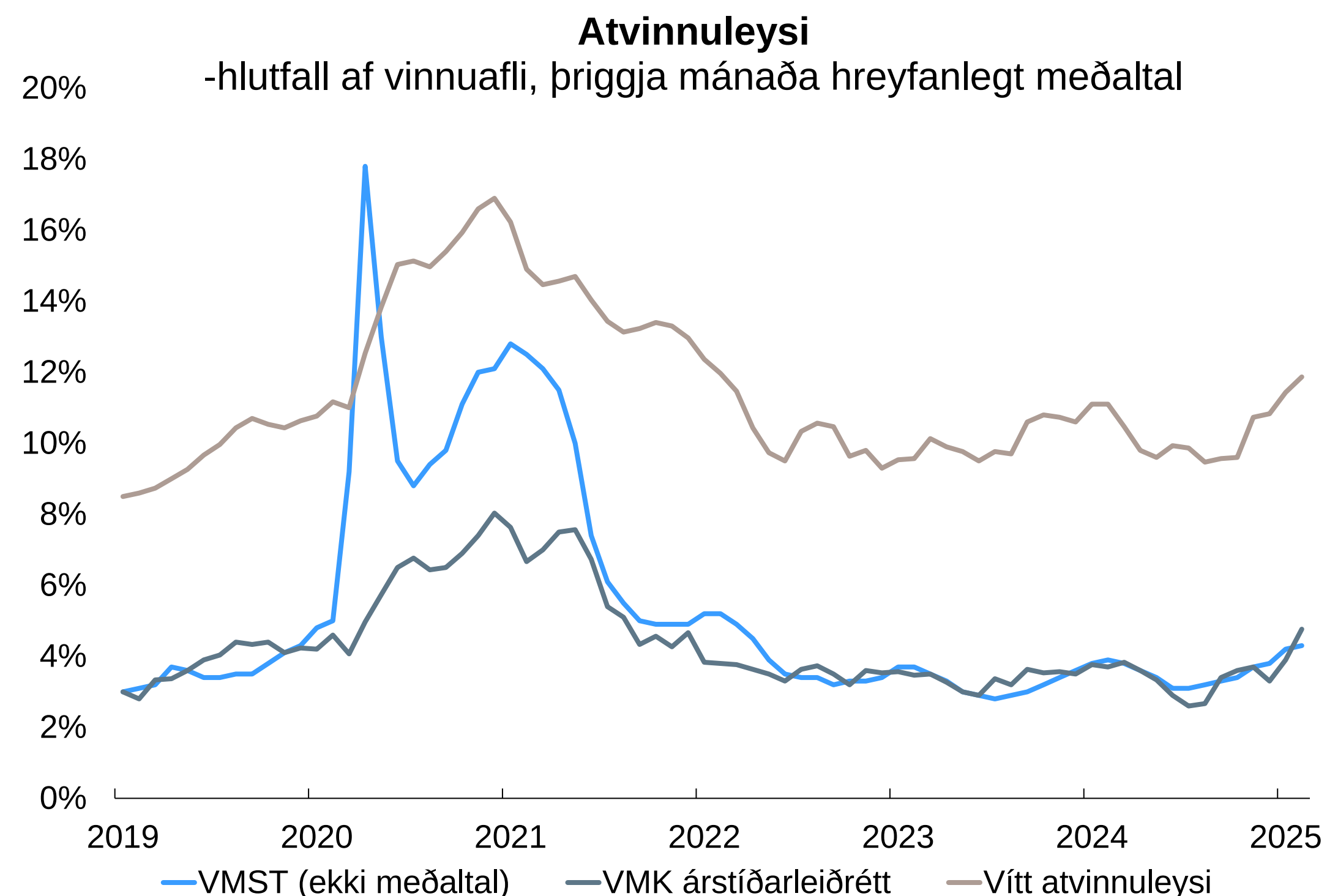
Störfum innan ferðapjónustunnar hefur fækkað að undanfögnu og störfuðu rúmlega fimm hundruð færri einstaklingar innan greinarinnar í janúar samanborið við janúar á síðasta ári. Störfum hefur engu að síður haldið áfram að fjölga í hagkerfinu í heild sinni, meðal annars fyrir tilstilli hins opinbera, en í janúar varð þó marktæk breyting og virðist sem spennan sem hefur einkennt vinnumarkaðinn síðustu ár sé að minnka.

Fjöldi starfandi eftir atvinnugreinum
-breyting milli ára

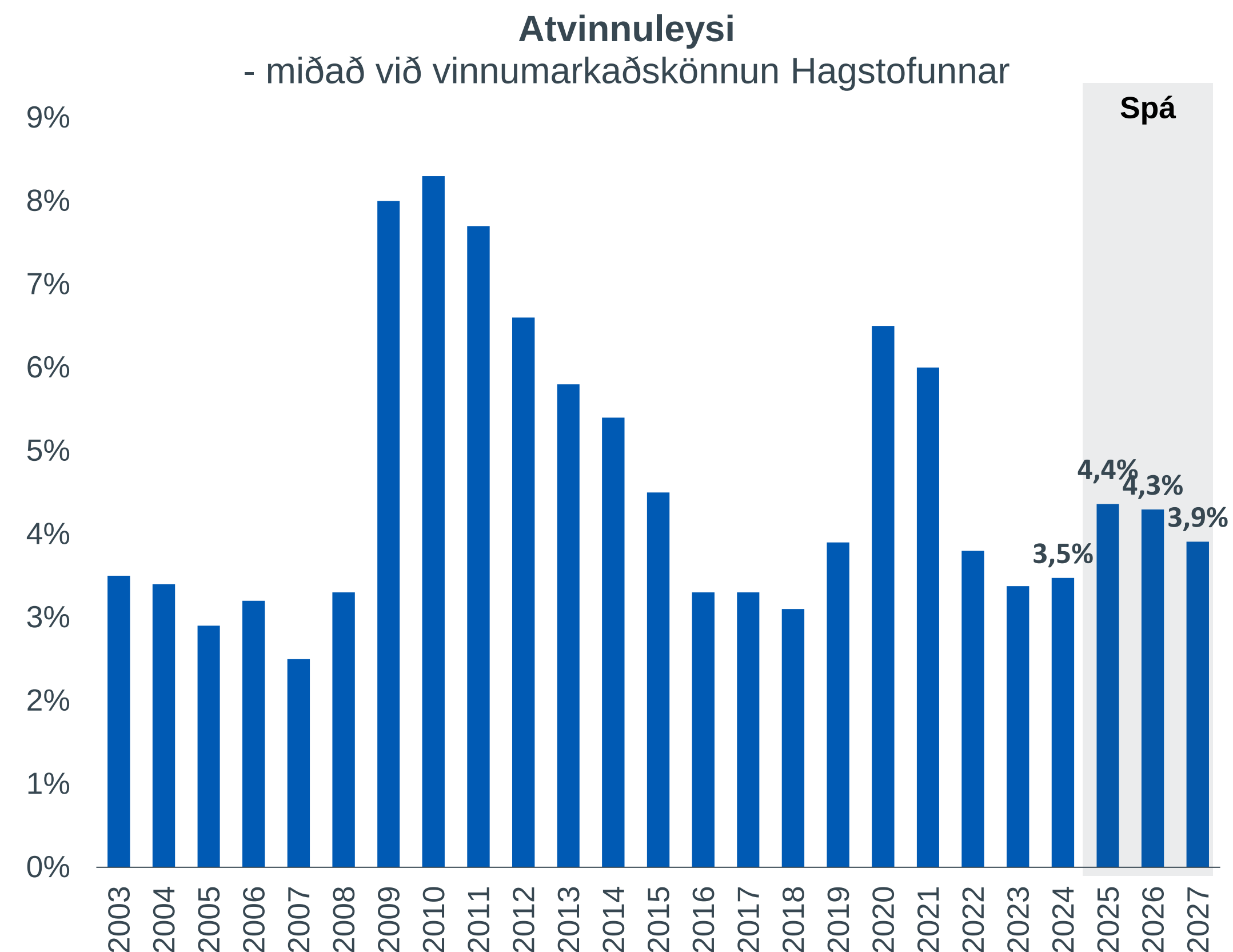


Kólnar á vinnumarkaði

Viðvarandi spenna á vinnumarkaði í gegnum tímabil hárra vaxta hefur valdið greinendum og Seðlabankanum heilabrotum. Svo virðist sem þétt vaxtaaðhald sé að uppskera árangur erfiðis síns, þar sem fyrstu skýru merkin um kólnun vinnumarkaðar eru komin fram; atvinnuleysi er að stíga og hægt hefur verulega á fjölgun starfandi. Við teljum að atvinnuleysi haldi áfram að aukast á þessu ári og verði að meðaltali 4,4%.

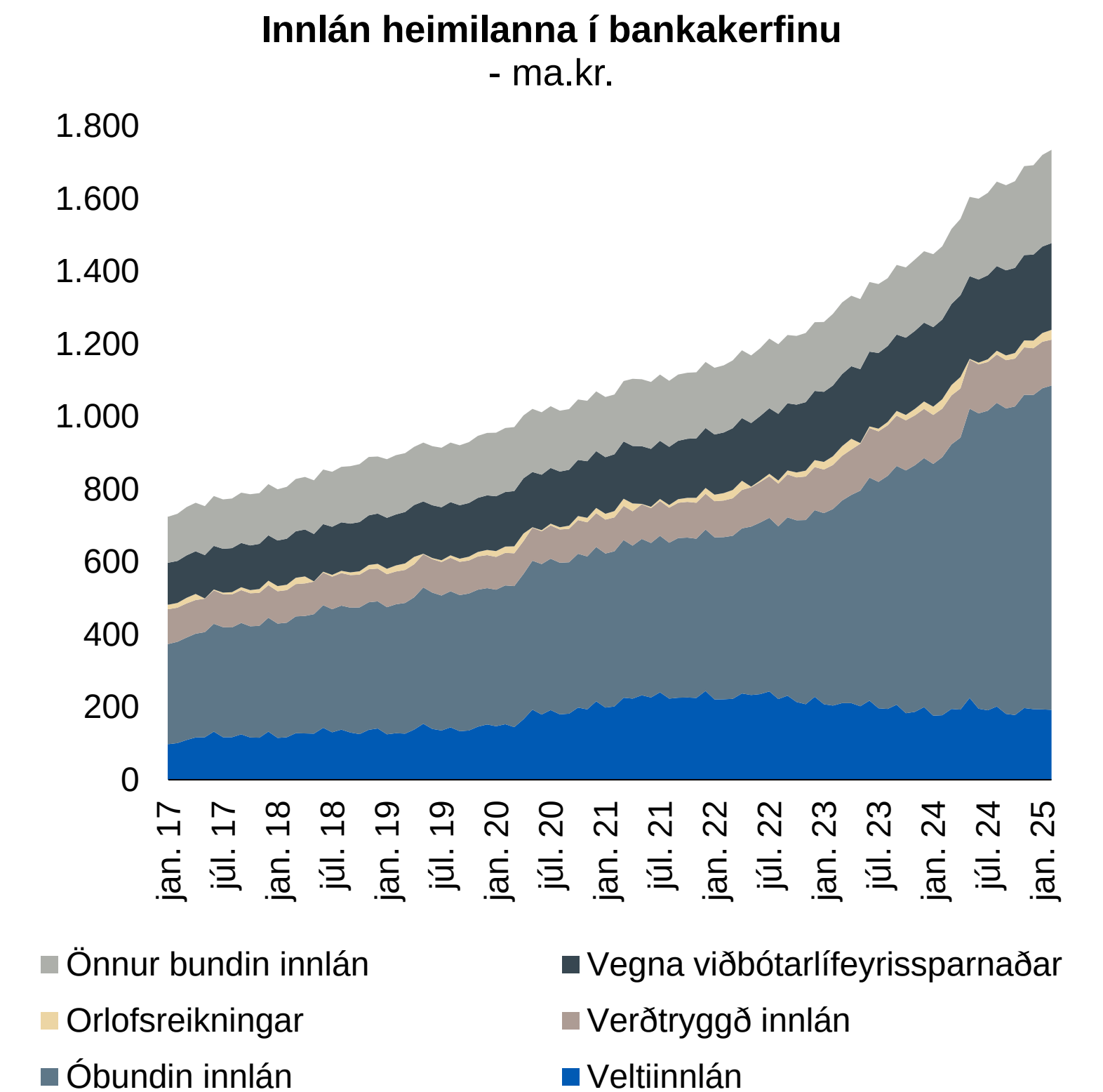
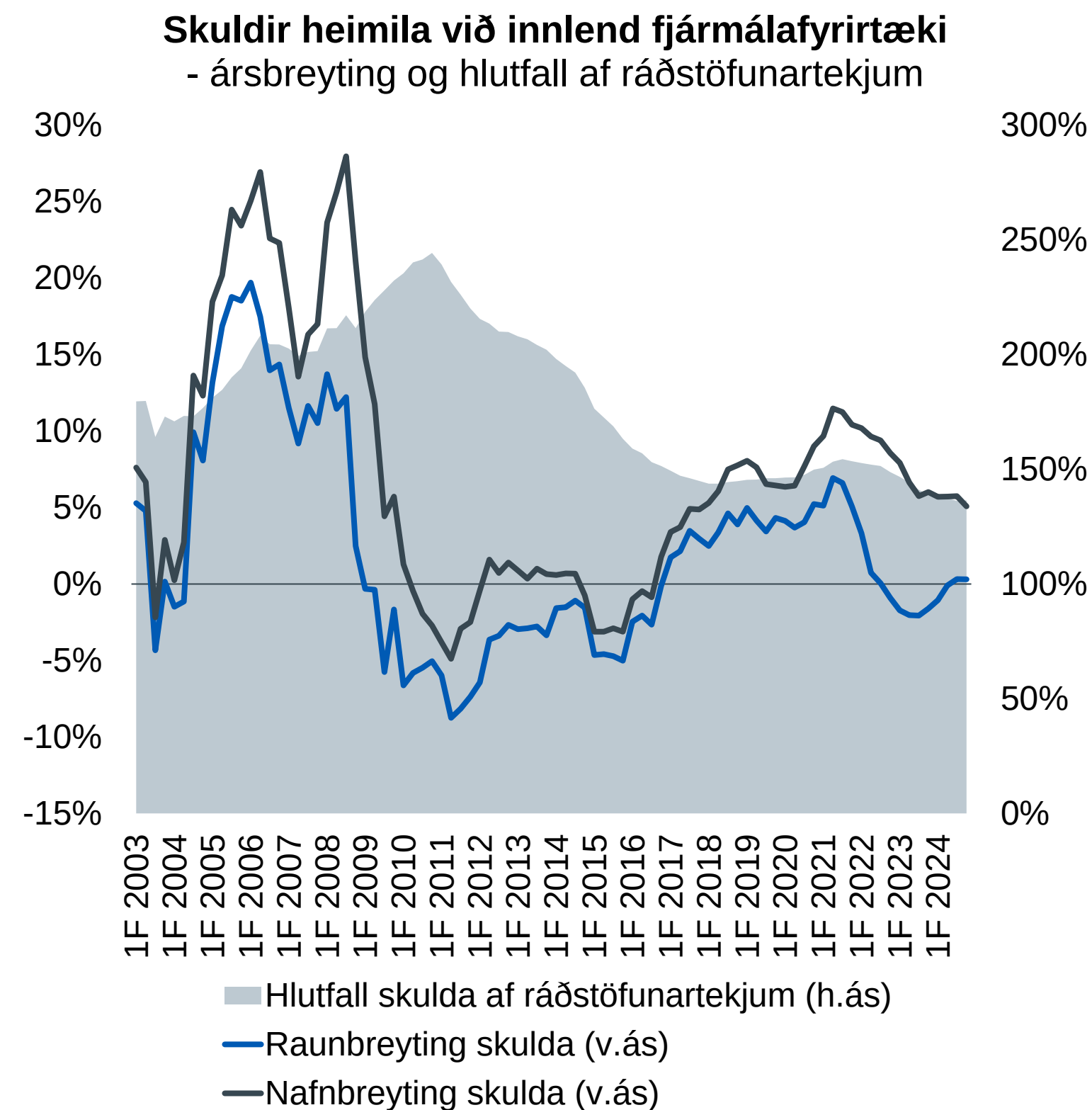
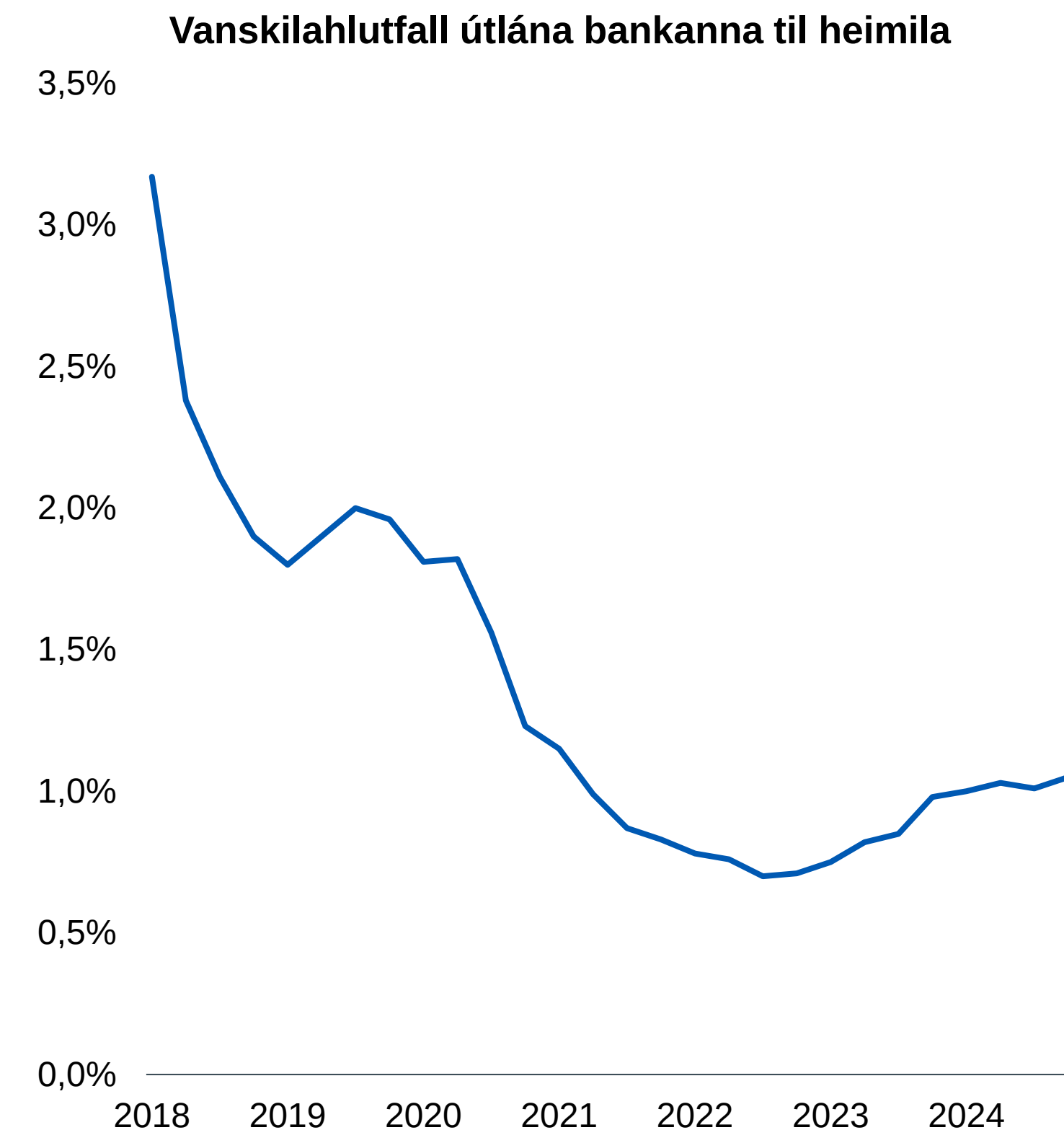


Vít atvinnuleysi eru atvinnulausir, þeir sem eru í hlutastarfi en vilja vinna meira og þeir sem eru tilbúnir að vinna en eru ekki að leita að vinnu eða ekki tilbúnir að hefja störf



Viðnámspróttur heimilanna mikill

Jafnvel þó atvinnuleysi aukist teljum við heimilin almennt séð vel í stakk búin til að takast á við krefjandi aðstæður. Vanskil er lítil sögulega séð og jukust aðeins um 0,1 prósentu árið 2024, þrátt fyrir að há fjárhæð óverðtryggðra íbúðalána hafi komið til vaxtaendurskoðunar á árinu. Þá mældist raunvöxtur skulda heimila neikvæður á meirihluta síðasta árs og innlán jukust um 265 ma.kr. (á síðustu tólf mánuðum). Mikill uppsafnaður sparnaður gæti leitað í auknu mæli út í einkaneyslu, á fasteignamarkaðinn eða í önnur sparnaðarform eftir því sem vextir lækka.

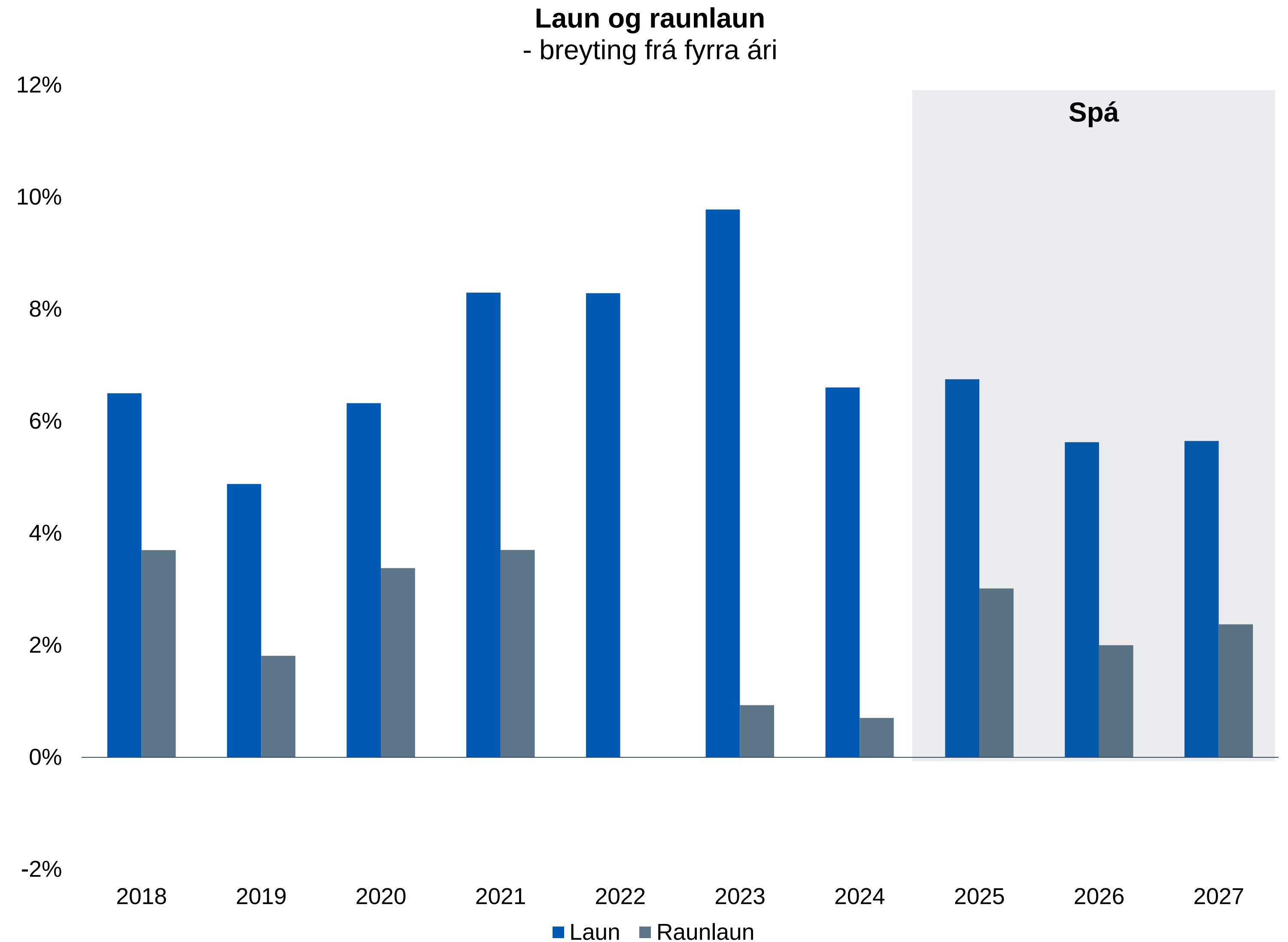


Launaþróun blæs í einkaneysluglæðurnar

Laun hækkuðu lítilsháttar meira á síðasta ári en við höfðum vænst. Svo virðist sem Stöðugleikasamningurinn hafi falið í sér meiri launahækkanir en við reiknuðum með, og launaskrið verið ívið meira enda vinnumarkaðurinn þrautseigari en við áttum von á.

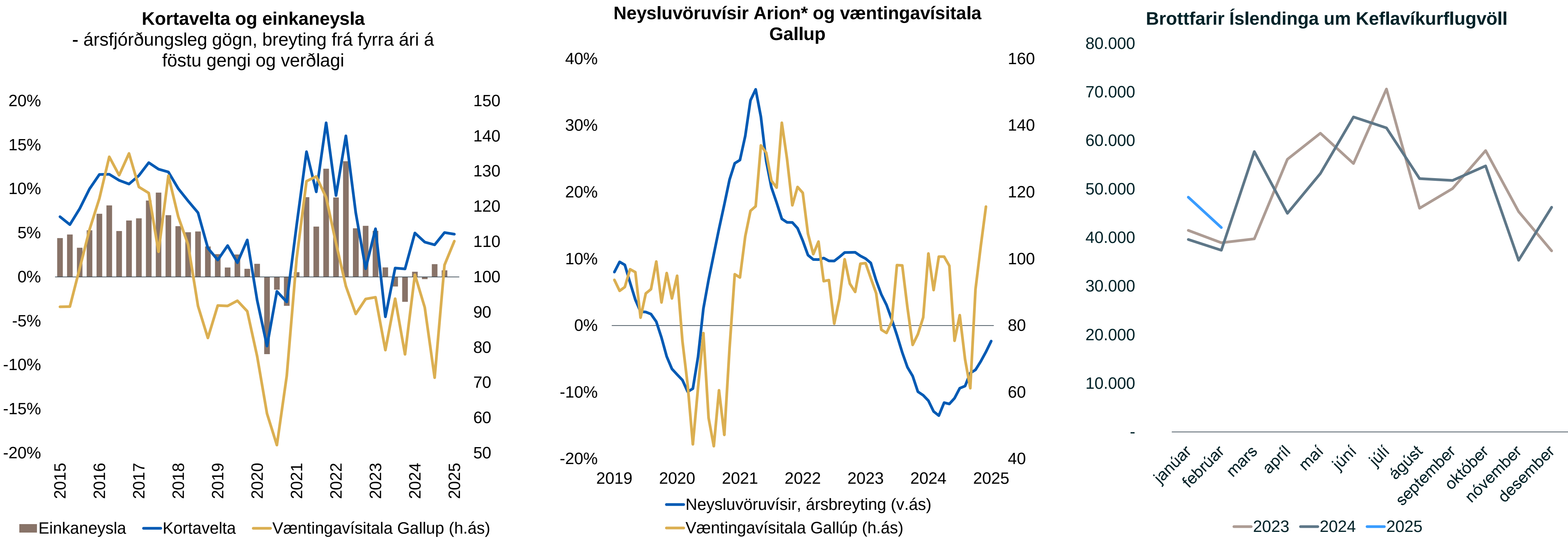
Þegar þetta er skrifað hefur launavísitalan hækkað um 9% milli ára, þar sem tvær kjarasamningsbundnar hækkanir koma inn í árstaktinn. Þetta þýðir að jafnvel þó vísitalan hækki ekkert fram að áramótum mælist engu að síður 5,5% hækkun milli ársmeðaltala. Því til viðbótar mun kauptaxaauki virkjast þann 1. apríl, sem þýðir að lágmarkskauptaxtar hækka um 0,58%.

Allt þetta, sem og ákveðið uppnám á vinnumarkaði í kjölfar nýlegra kjaradeilna, ýtir launaspánni okkar upp á við og nær sú hækkun út spátímann.



Frjór einkaneyslujarðvegur

Lítill einkaneysluvöxtur hefur valdið efnahagsgreinendum miklum heilabrotum undanfarna fjórðunga. Ólíkt síðasta ári benda hins vegar flestir skammtímafráfarar í sömu átt: kortaveltan hefur haldið áfram að aukast, heimilin eru mun bjartsýnni en áður og utanlandsferðum Íslendinga er að fjölga. Líkt og brennt barn forðast eldinn spáum við aðeins 0,6% einkaneysluvexti á fyrsta ársfjórðungi 2025, en yrðum ekki bráðendis hlessa ef vöxturinn reynist meiri.

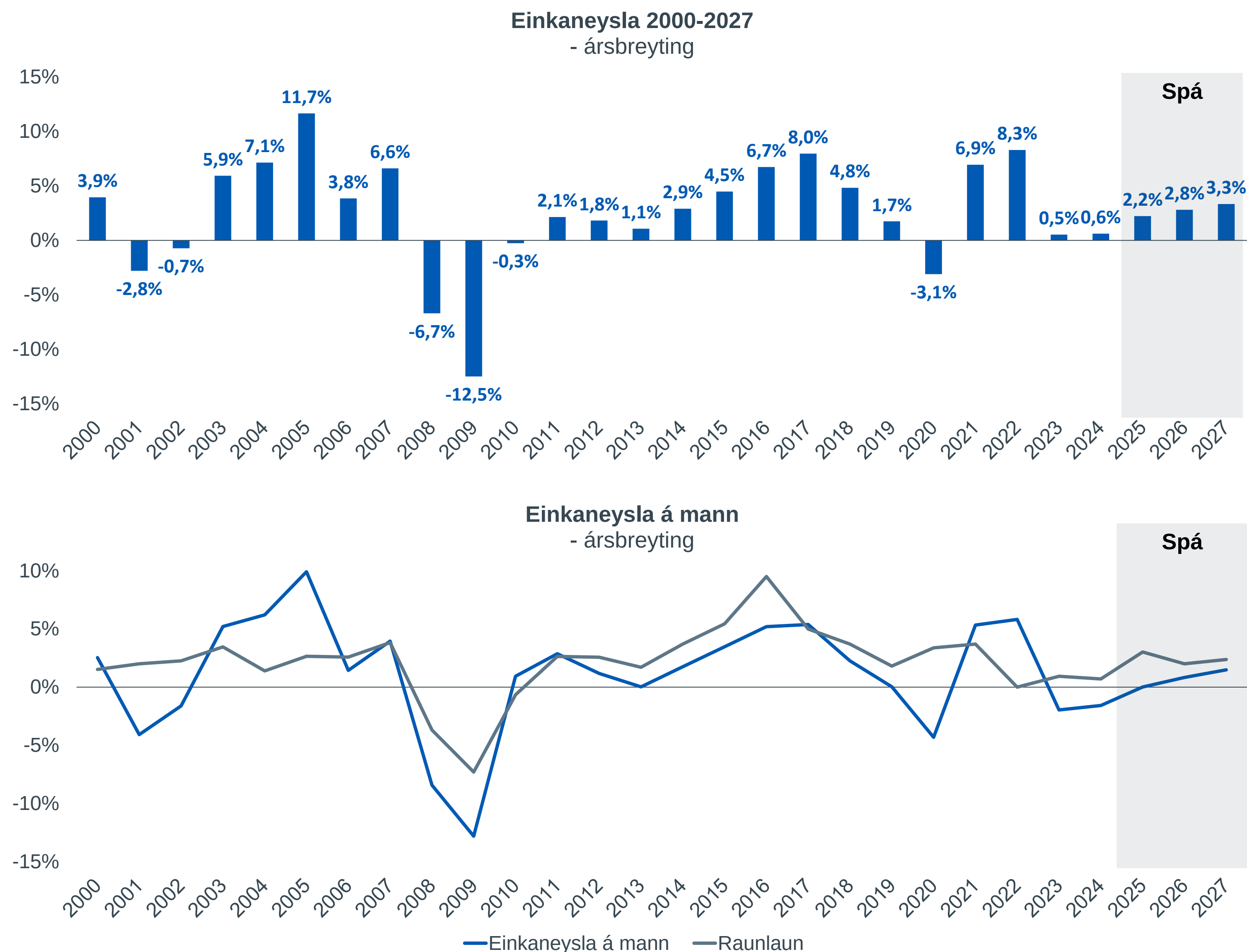


Heimilin opna budduna

Líkt og áður var reifað hafa einkaneysluspár reynst greinendum óþægur ljár í þúfu, en þeir hafa ítrekað ofspáð neysluútgjöldum heimilanna.

Þrátt fyrir það höfum við fært einkaneysluspána okkar fyrir árið í ár umtalsvert upp á við, og er það ein stærsta breytingin í þessari spá frá fyrri útgáfu. Ástæðuna má fyrst og fremst rekja til sterkrar fjárhagsstöðu heimilanna, en ráðstöfunartekjur þeirra jukust umfram væntingar á síðasta ári, vanskil eru lítil, og vaxtaendurskoðun og tilheyrandi endurfjármögnun íbúðalána hafa ekki reynst torsótt. Þá er líklegt að vaxtalækkunarferli Seðlabankans kyndi undir einkaneysluna.

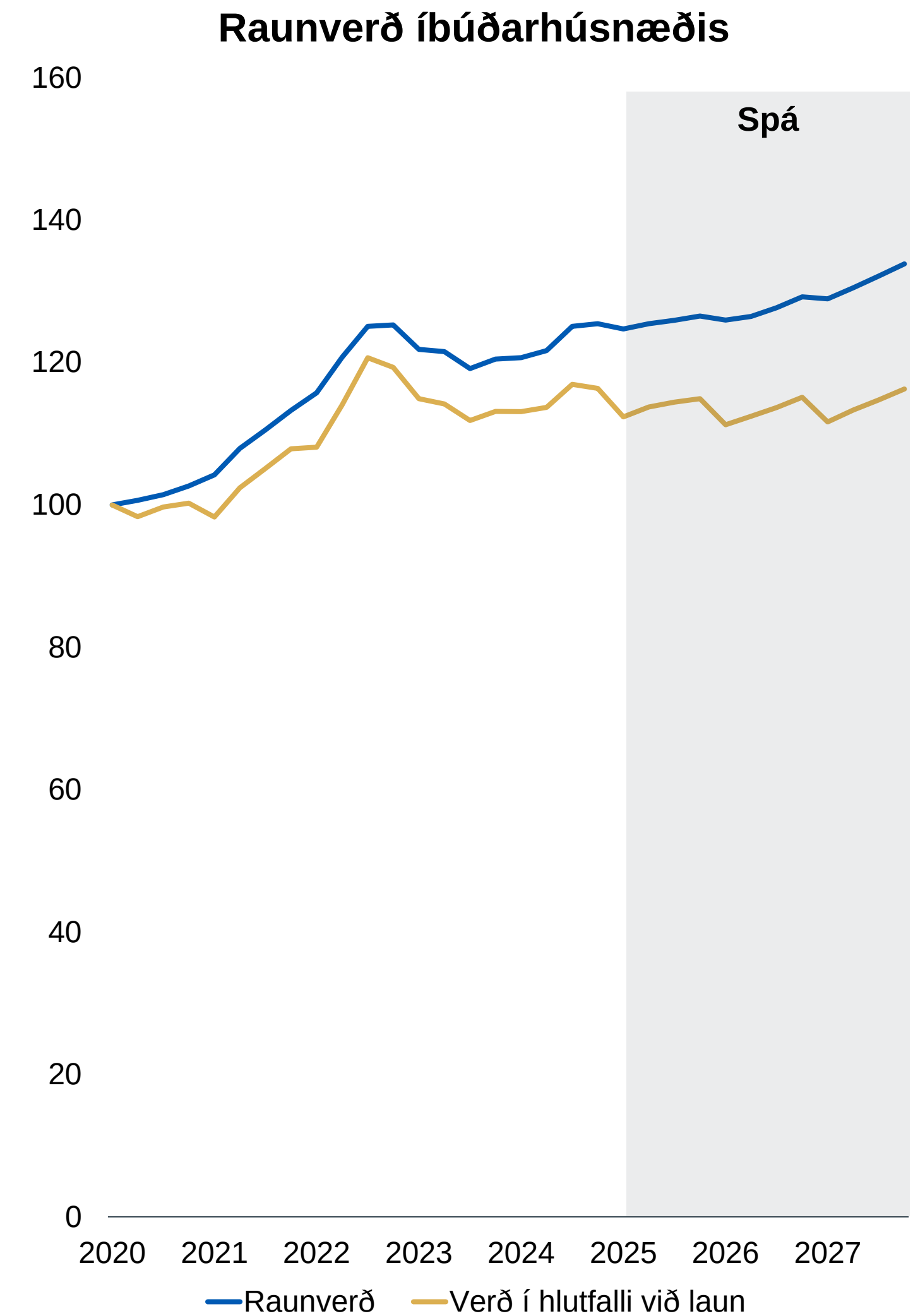
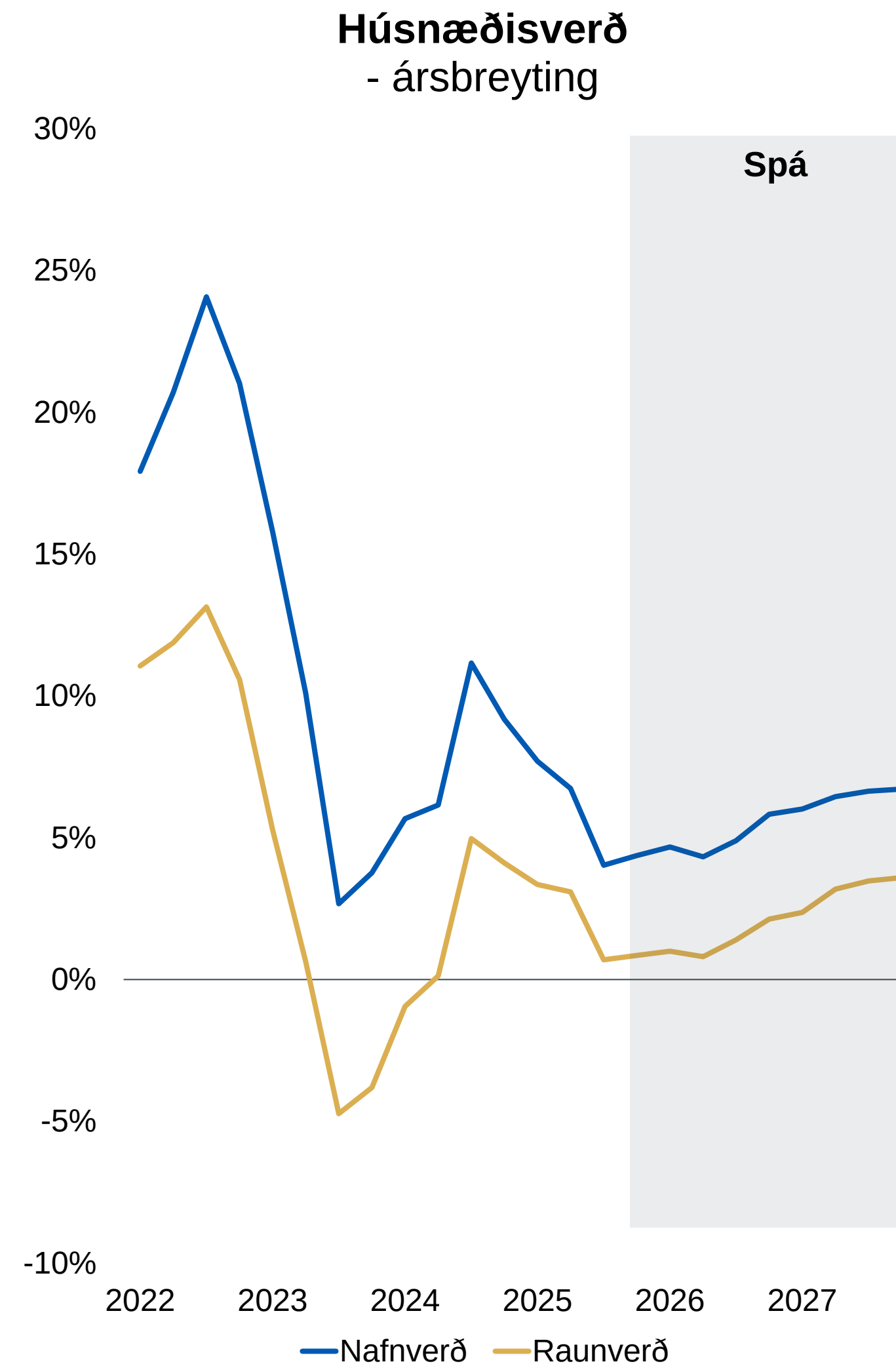
Engu að síður reiknum við með varfærum skrefum af hálfu heimalanna á þessum óvissutímum, og þar af litlum einkaneysluvexti á mann – í sögulegu samhengi.



Gömul saga og ný: Húsnæðisverð hækkar

Hækkun verðtryggðra íbúðalánavaxta og þrenging lánaskilyrða síðasta haust skiluðu sér í lítilsháttar raunverðslækkunum íbúðaverðs, en árstakturinn hefur samt sem áður haldist jákvæður. Óverðtryggðir vextir eru hins vegar þegar teknir að lækka, og útlit fyrir að síðar á spátímanum fylgi verðtryggðir vextir á eftir. Við reiknum því með hóflegum raunverðshækkunum og að íbúðaverð hækki að meðaltali 0,7% umfram laun á næstu þremur árum.

Óvissan er þó talsverð en að þessu sinni hníga stóru óvissuþættirnir í báðar áttir. Spáin byggir meðal annars á þeirri forsendu að takmarkaður fjöldi skammtímaleiguíbúða verði settur í sölu á einu bretti vegna herts eftirlits. Þá er enn mikill fjöldi nýrra óseldra íbúða og gætu verð þurft að lækka til að auka sölu. Því til viðbótar hefur dregið úr fólksflutningi til landsins. Á hinn bóginn mun lækkun vaxta leiða til þess að greiðslubyrði sem þarf til þess að standa undir íbúðarkaupum verða lægri í lok spátímans en nú – að öðru óbreyttu. Út frá því er svigrúm til frekari hækkana.

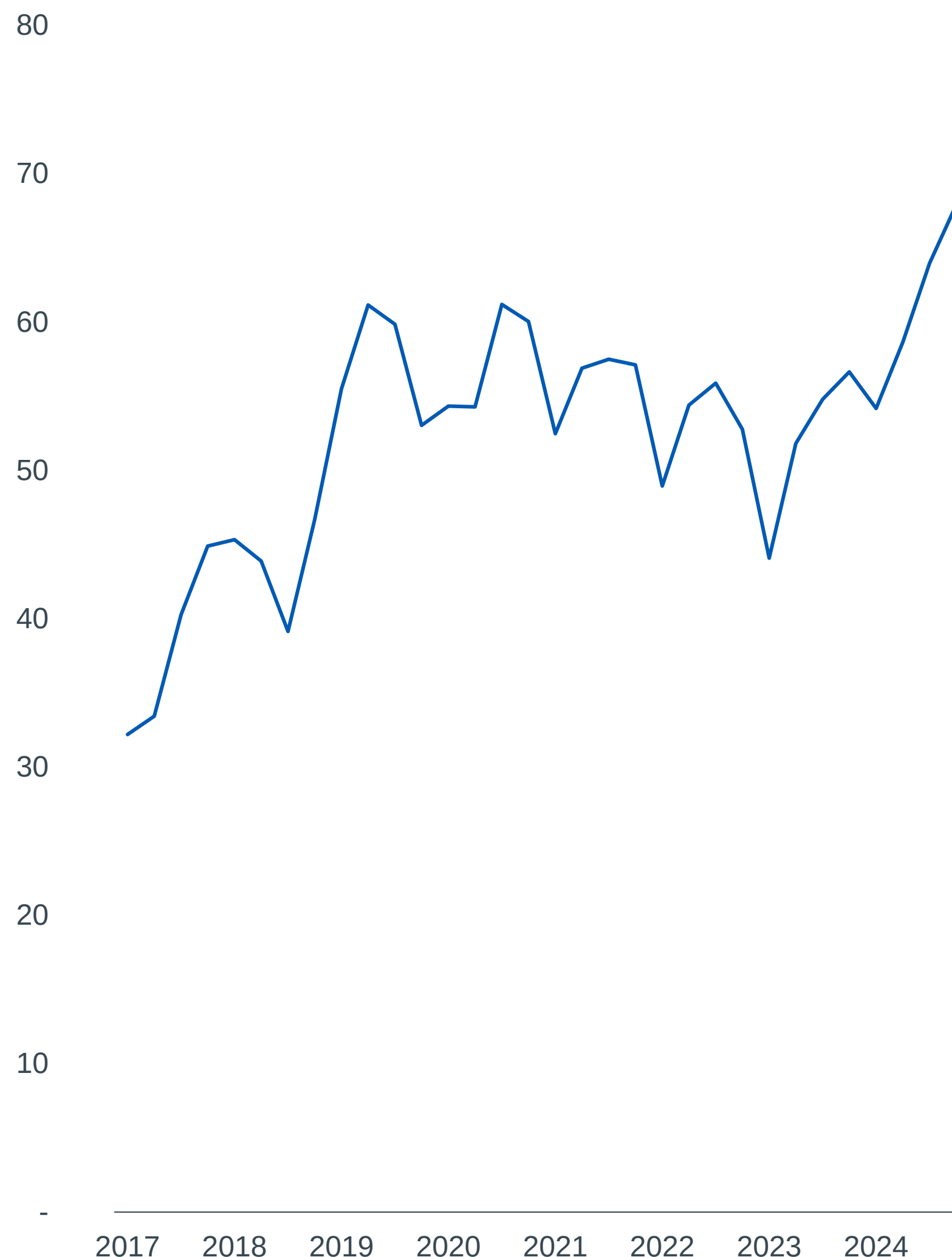


Íbúðafjárfesting: Minnkar, en mikil

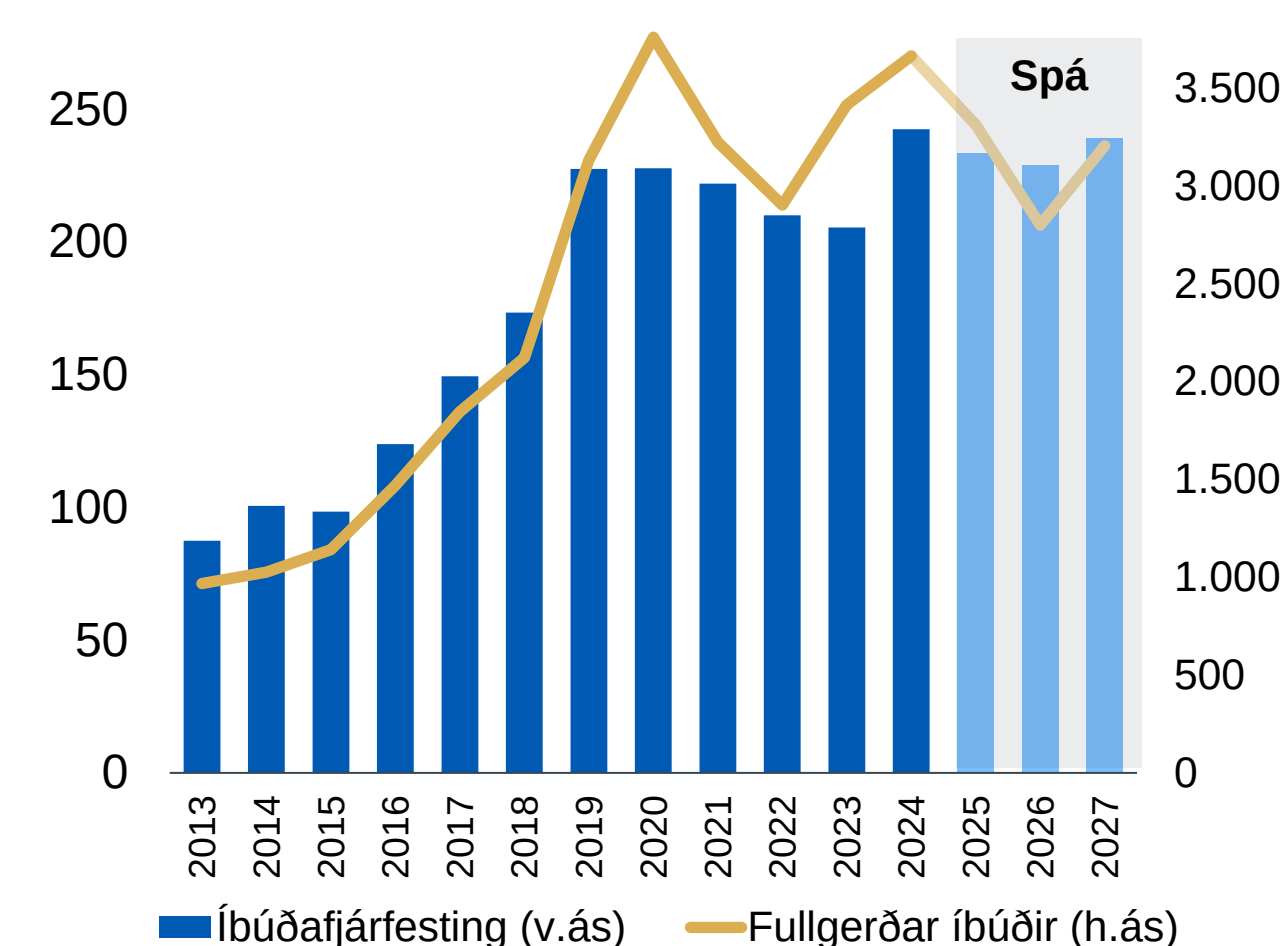
Íbúðafjárfesting hefur aðeins einu sinni mælst meiri en í fyrra, á því herrans ári 2007. Það er einkum tvennt sem útskýrir þessa gríðarlegu íbúðafjárfestingu. Annars vegar virðast verktakar hafa sett aukinn kraft í að hraða uppbyggingu þeirra verkefna sem voru farin af stað. Hins vegar virðist aðferðafræðin hafa spilað hlutverk. Mæld íbúðafjárfesting tekur mið af breytingum á skráðu byggingarstigi og við teljum að það hafi falið í sér ofmat á umsvifum á byggingarmarkaði sökum þess hve hratt íbúðir á seinni byggingarstigum voru kláraðar.

Við reiknum með að íbúðafjárfesting verði áfram sterk á fyrri hluta þessa árs en gefi svo eftir út næsta ár. Samdrátturinn kemur til vegna þess hve fáar nýjar framkvæmdir hófust árin 2023-2024, og vegna þess að við teljum að ofmatið muni snúast í vanmat, en aukinn byggingahraði vegur á móti.

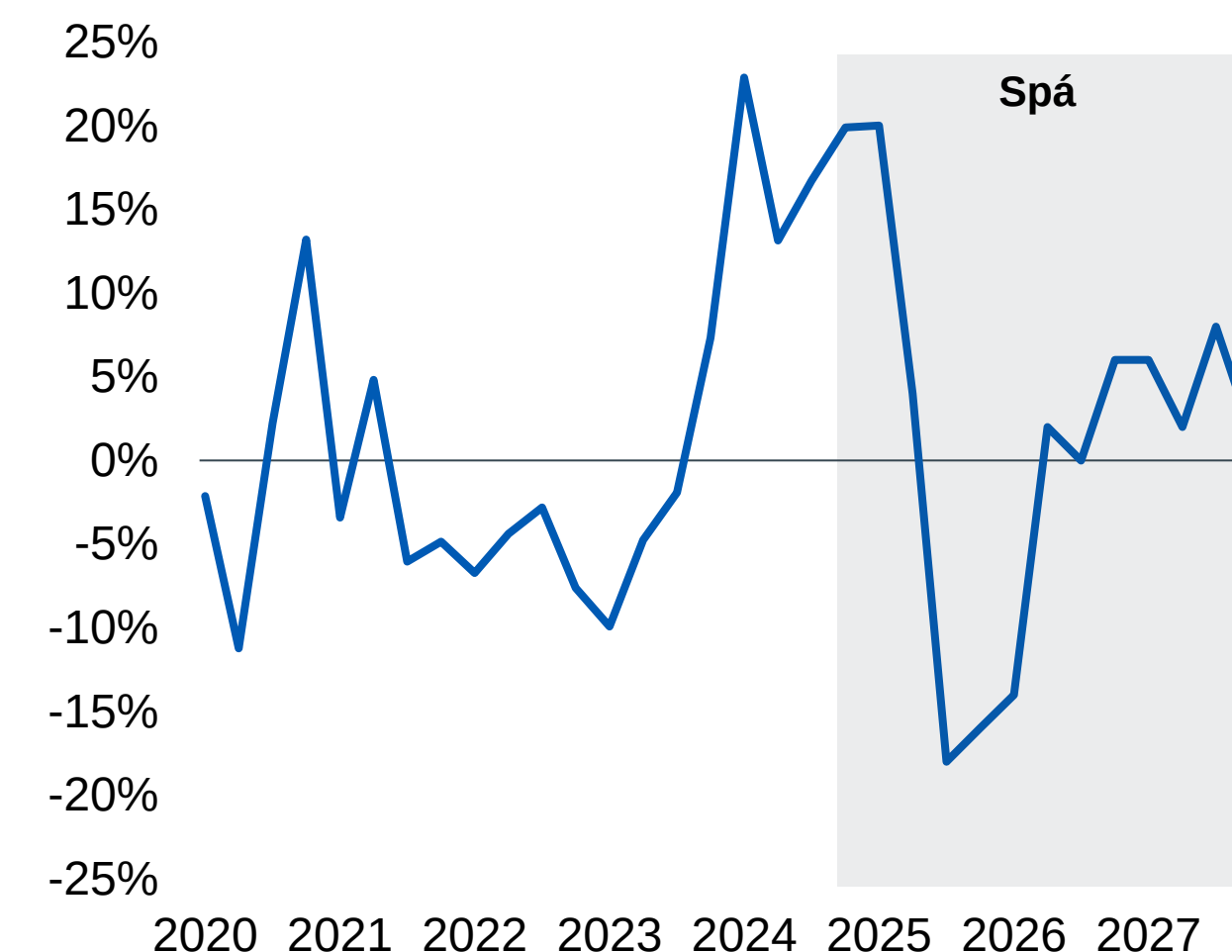
Íbúðafjárfesting á raunvirði ársins 2024
- ma.kr.



Íbúðafjárfesting og fullgerðar íbúðir*
- í ma.kr. á verðlagi ársins 2024



Íbúðafjárfesting
- ársbreyting

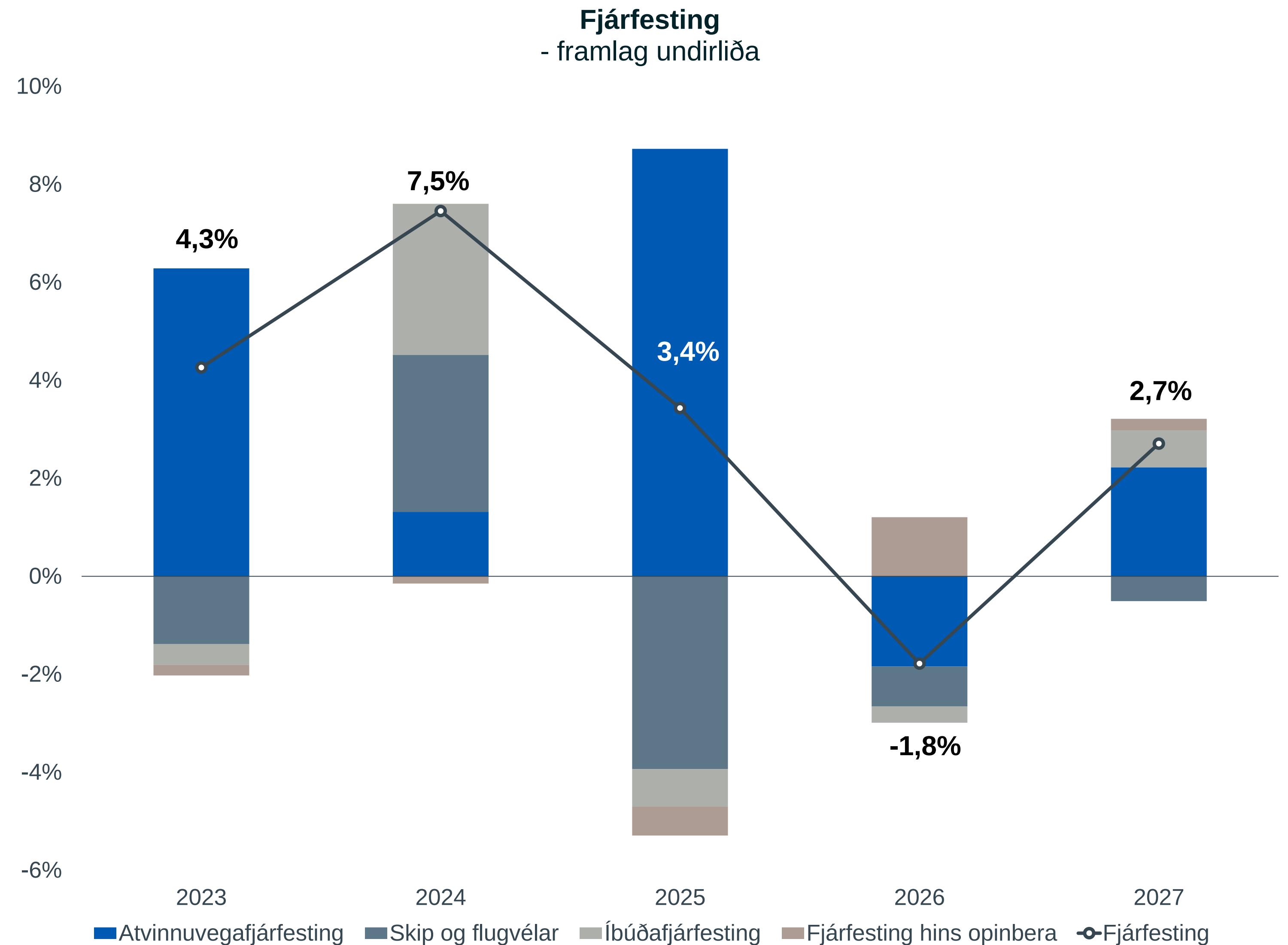


Stór verkefni lita fjárfestingu

Sterkur fjárfestingarvöxtur að undanfögnu kann að koma einhverjum spánskt fyrir sjónir í ljósi þess vaxtaumhverfis sem við erum að koma úr. Vöxturinn virðist hins vegar vera bundinn við ákveðnar greinar, en á síðasta ári vó skipa- og íbúðafjárfesting þungt.

Á yfirstandandi ári er svipaða sögu að segja. Veruleg fjárfesting í gagnaverum ýtir undir og ýkir atvinnuvegafjárfestingu í ár, sem og samdrátt næsta árs. Þá eru mörg stór verkefni komin af stað í landeldi og útlit fyrir vaxandi fjárfestingu í stóriðju og raforkuframleiðslu í ár. Ef ekki væri fyrir þessi verkefni myndi atvinnuvegafjárfesting aukast mun minna - ef eitthvað.

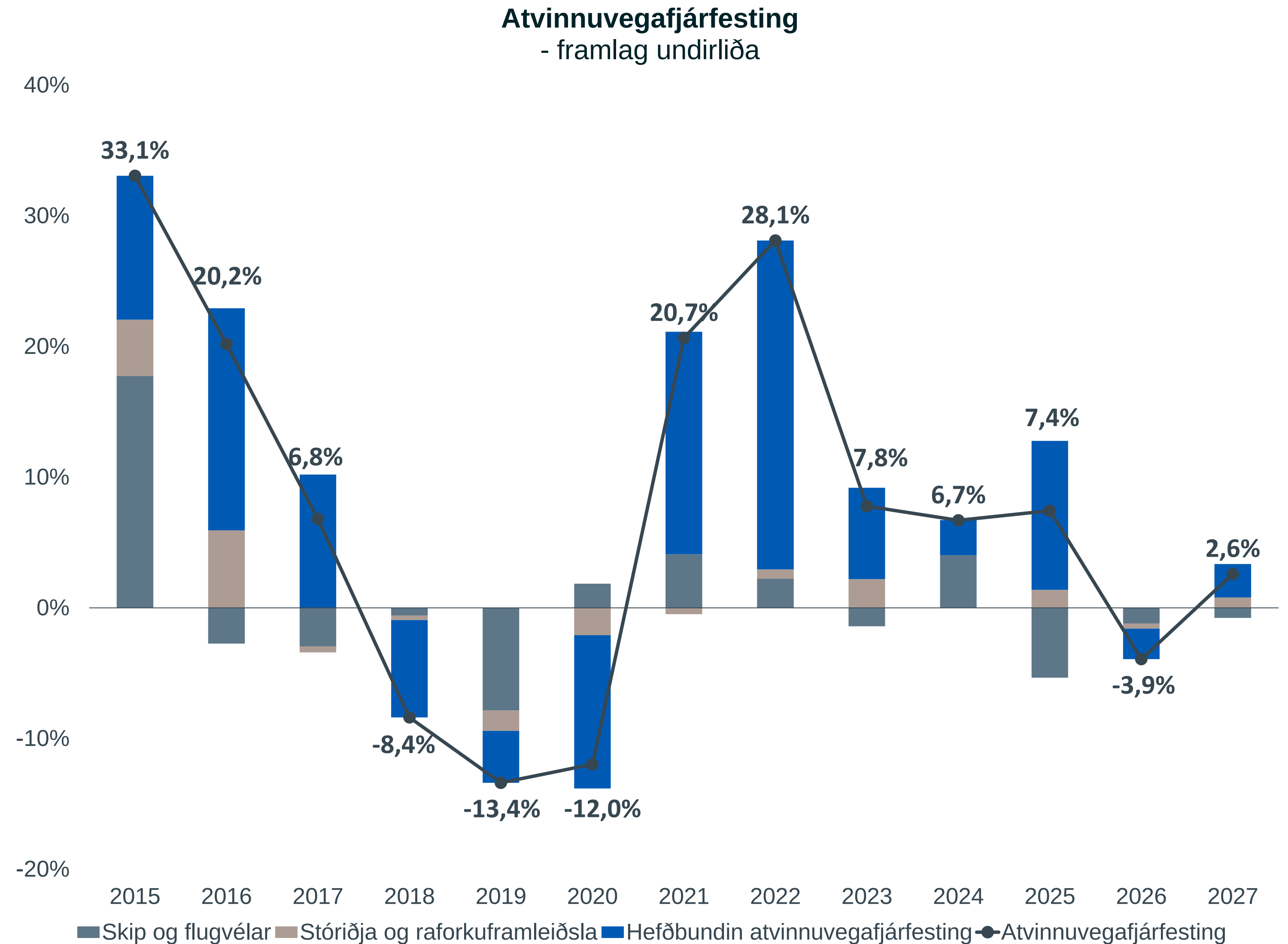
Við reiknum með að atvinnuvegafjárfesting standi ein undir 3,4% fjárfestingarvexti í ár, og vegi á móti samdrætti opinberrar fjárfestingar og íbúðafjárfestingar.



Atvinnuvegafjárfesting: Samhengi hlutanna

Á glærunni hér að framan sýnist atvinnuvegafjárfesting feykilega yfirþyrmandi, enda ber hún höfuð og herðar yfir aðra undirliði fjárfestingar bæði í magni og vexti. Því er gott að taka skref til baka og skoða atvinnuvegafjárfestingu í sögulegu ljósi.

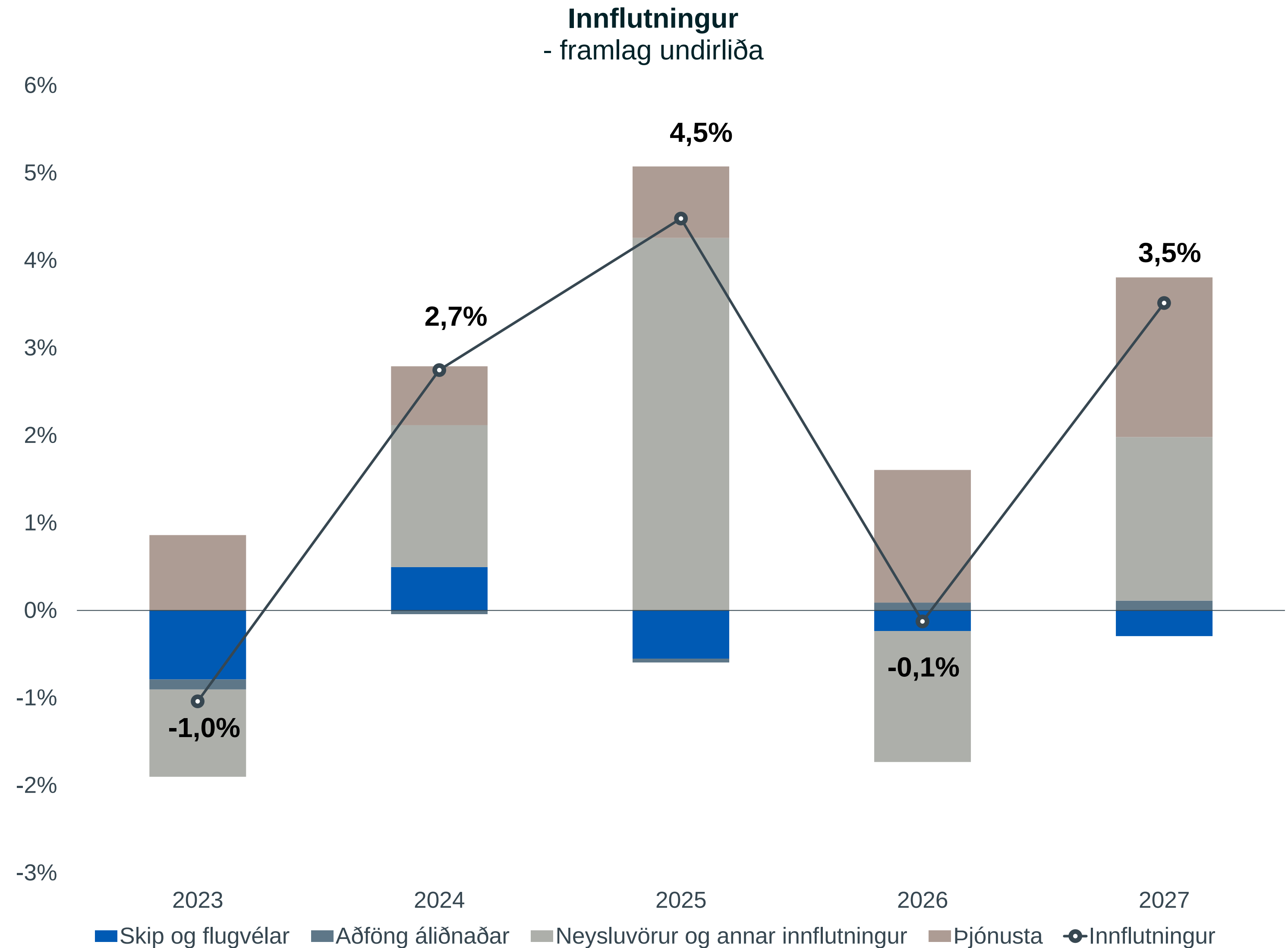
Slík skoðun leiðir í ljós að þrátt fyrir gríðarlegar fjárfestingar í gagnaverum og metnaðarfull áform í landeldi, er fjárfestingarvöxturinn ekki óvenju mikill í stóra samhenginu.



Sveiflukenndur innflutningur

Enn og aftur skjóta gagnaverin og landeldið upp kollinum, þar sem stór fyrirhuguð fjárfestingarverkefni kalla á mikinn innflutning fjárfestingarvara í ár, en minni á næsta ári, sem útskýrir sveiflurnar í innflutningi. Því til viðbótar er einkaneyslan að sækja í sig veðrið og heimilin á faraldsfæti, sem ýtir bæði undir innflutning neysluvara sem og innflutta þjónustu.

Þó þróun innflutnings sé fyrst og fremst háð innlendum umsvifum, hefur gangur ferðaþjónustunnar einnig sitt að segja, bæði í gegnum rekstrarleigu flugvéla og fjölda einstaklinga á landinu á hverjum tíma.

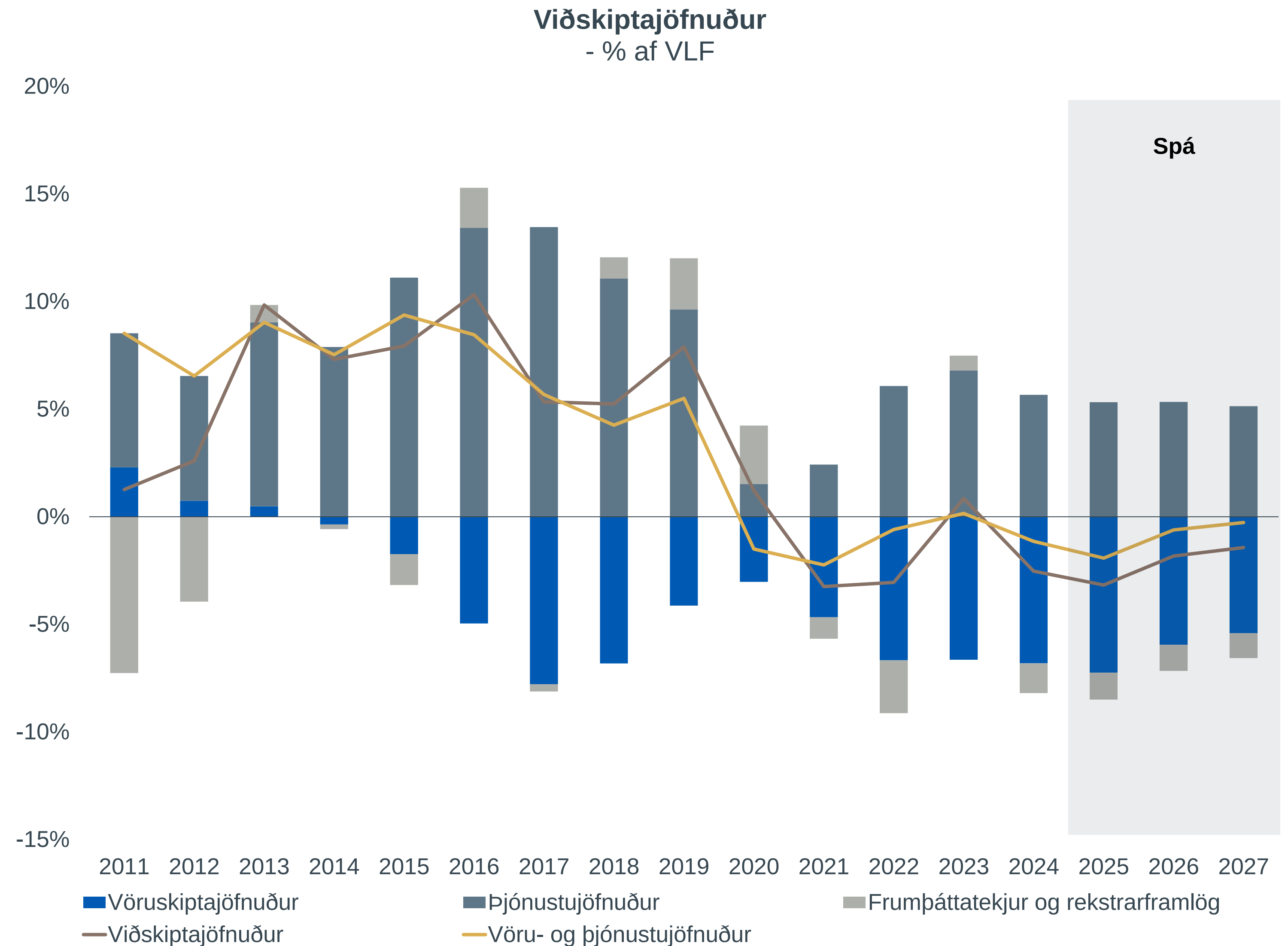


Viðvarandi viðskiptahalli

Það liggur í augum uppi að títtnefnd fjárfestingarverkefni hafa veruleg áhrif á viðskiptajöfnuðinn í gegnum aukinn vöruskiptahalla. Raunin er því halli á utanríkisverslun út spátímann, hvort sem horft er á vöru- og þjónustujöfnuð eða viðskiptajöfnuðinn í heild sinni.

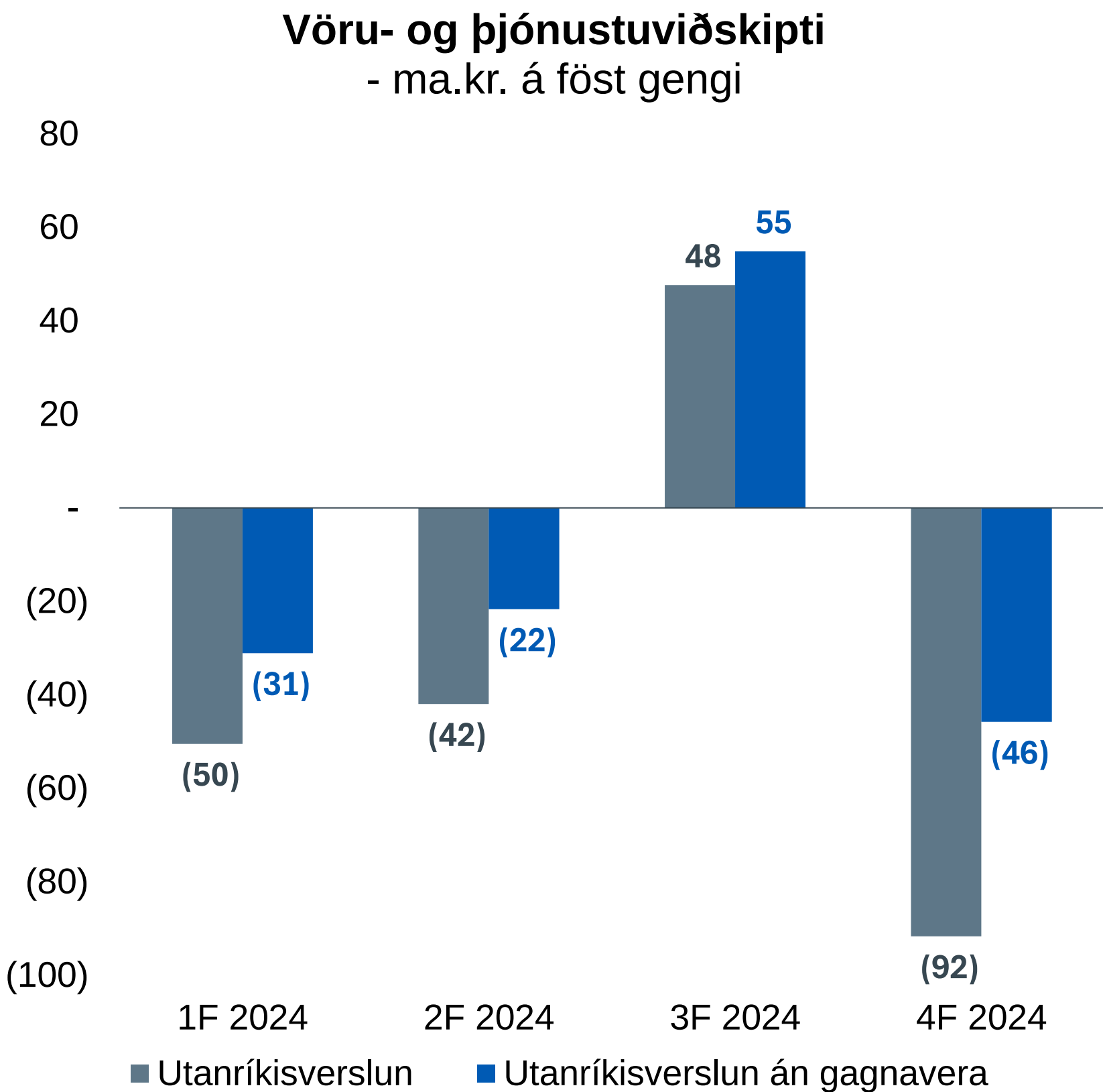
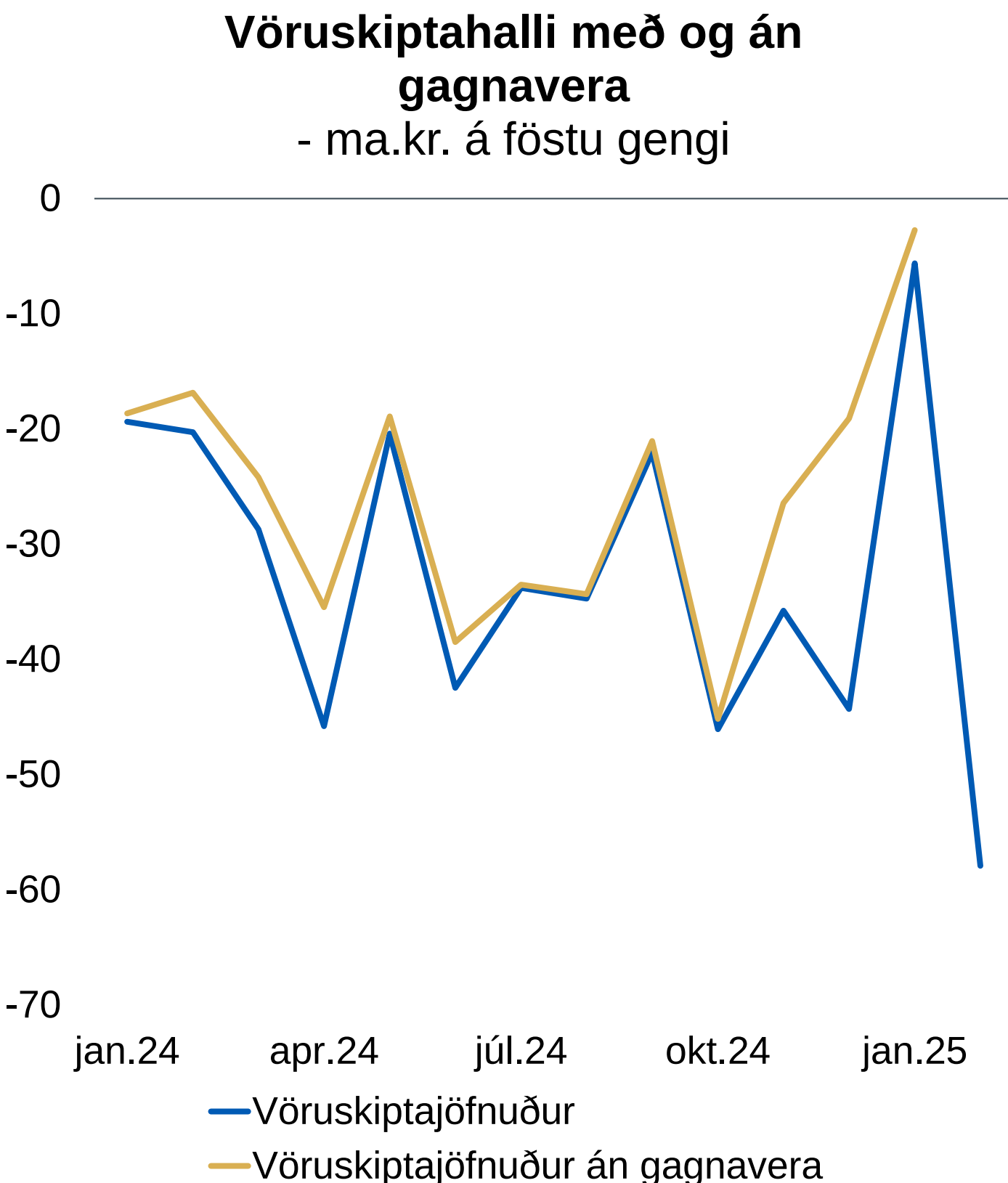
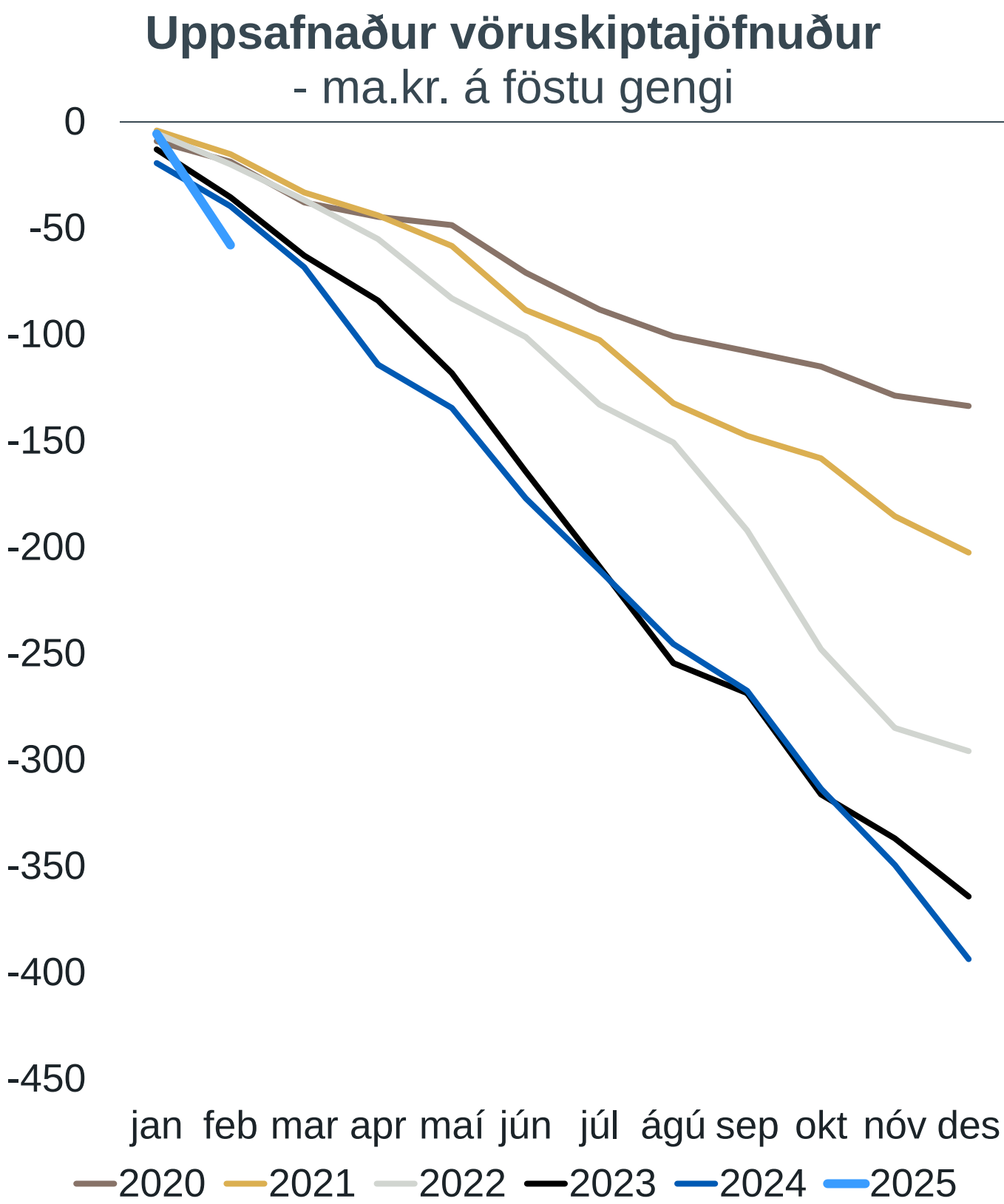
Munurinn þar á milli er verulegur, ekki síst fyrir tilstilli rekstrarframlaga þ.e.a.s. peningasendinga milli landa. Halli á rekstrarframlögum hefur aukist samhliða fjölgun erlends vinnuafls, en við teljum að neikvætt framlag rekstrarframlaga fari lítilsháttar vaxandi út spátímann.

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 haft meiri áhrif á samkeppnishæfni þjóðarbúsins en hér er reiknað með, og þannig kollvarpað spánni.



Ekki er allt sem sýnist

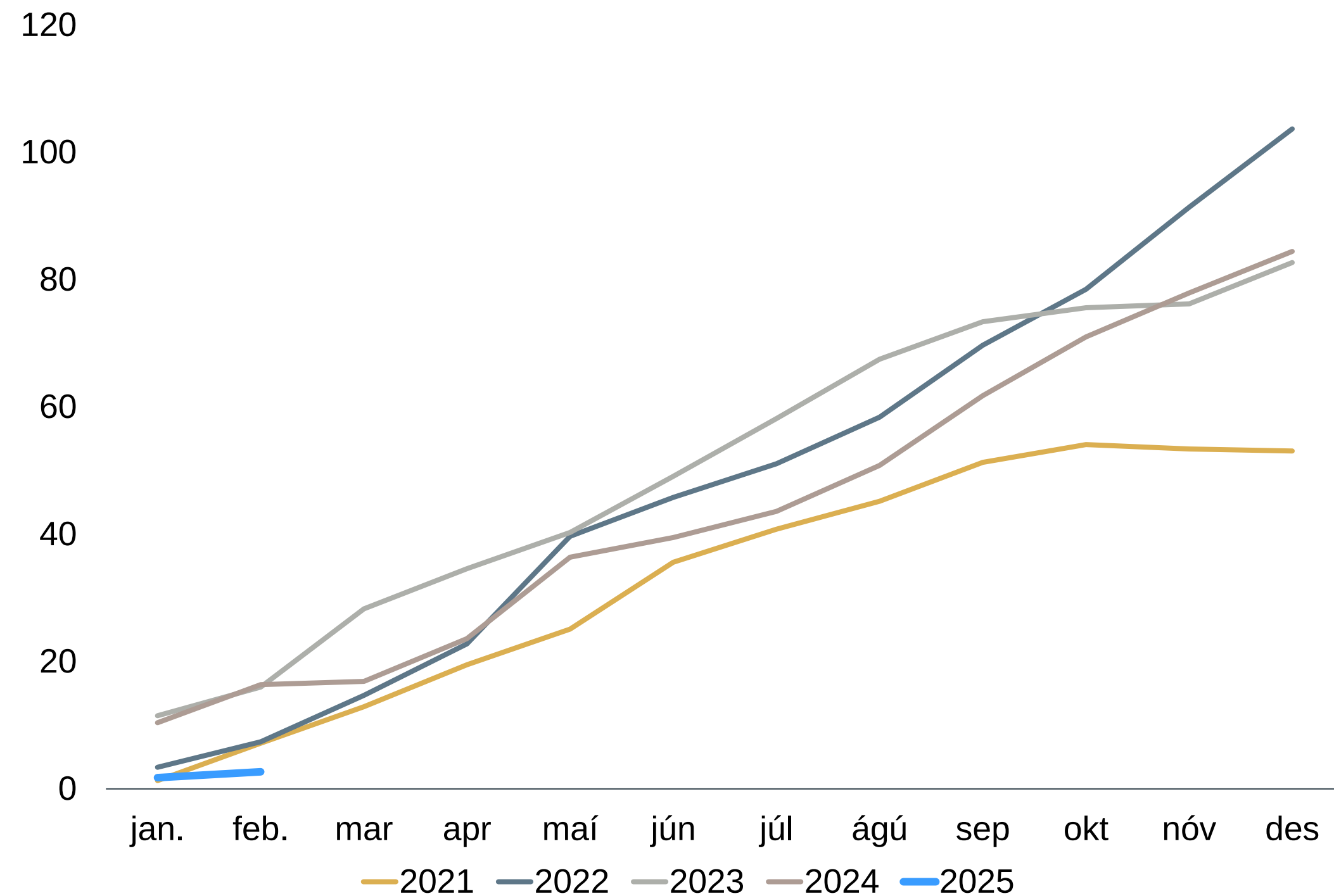
Vöruskiptahallinn í fyrra nam 393 ma.kr. – án innflutnings til gagnavera hefði hann verið nær 300 ma.kr. Á seinni hluta síðasta árs styrktist krónan umtalsvert þrátt fyrir mikinn halla á utanríkisverslun, þróun sem margir veltu vöngum yfir. Raunin er hins vegar sú að ef við reynum að taka gagnaver út fyrir sviga (þar sem viðskiptin virðast ekki koma inn á gjaldeyrismarkað) þá var 2 ma.kr. afgangur af utanríkisverslun á seinni hluta ársins.



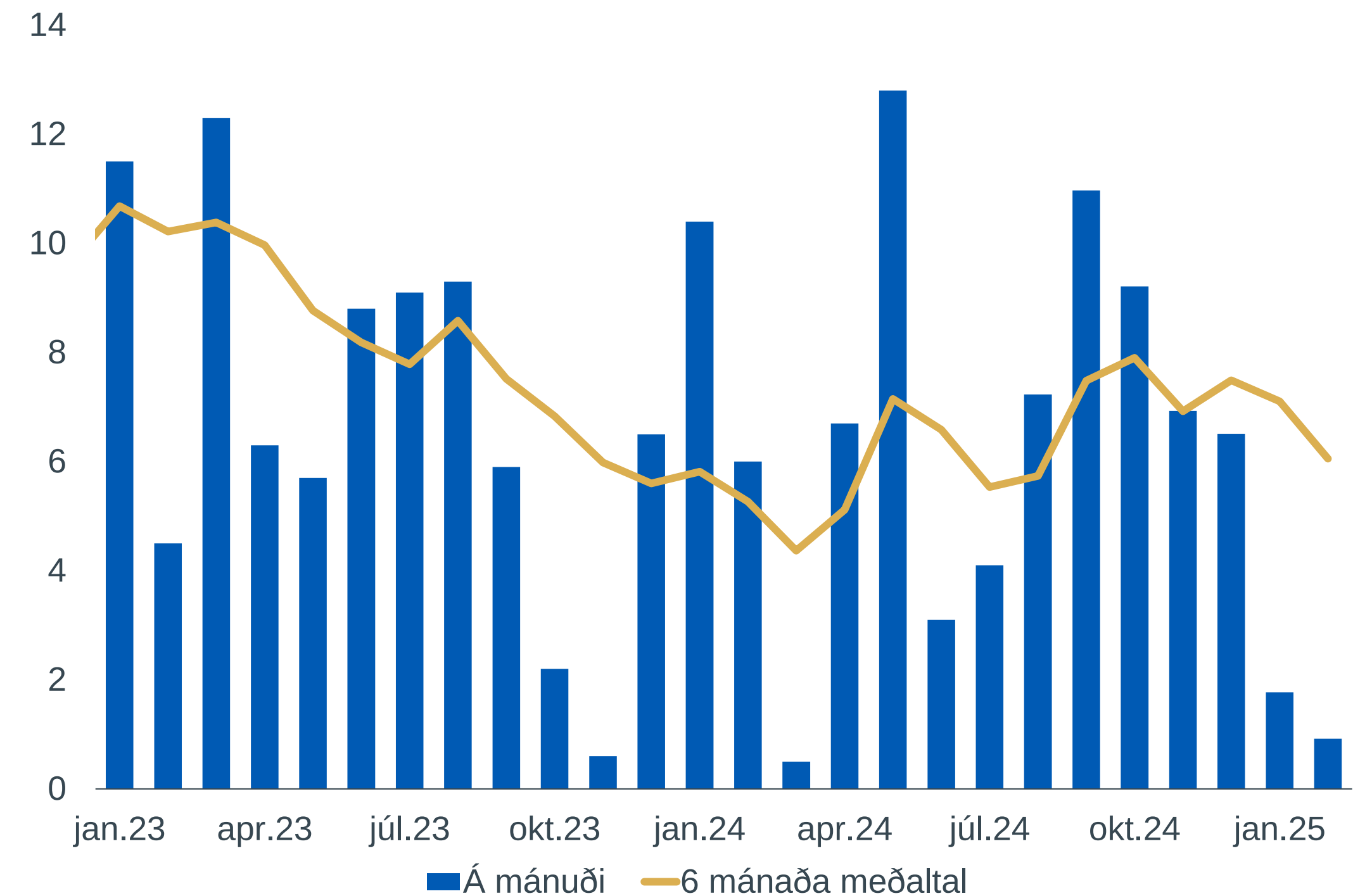
Gjaldeyriskaup lífeyrissjóða í ládeyðu

Ein möguleg ástæða fyrir sterkri stöðu krónunnar undanfarna mánuði er sú staðreynd að lífeyrissjóðirnir hafa farið með veggjum á gjaldeyrismarkaði. Það sem af er ári hafa lífeyrissjóðirnir keypt gjaldeyri fyrir samtals 2,7 ma.kr., samanborið við 16 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Ástæðuna má líklega rekja til kaupa JBT á Marel, en við uppgjörið fengu lífeyrissjóðirnir reiðufé í erlendum gjaldmiðli, sem létti eflaust á kaupþörf þeirra á gjaldeyrismarkaði.

Uppsöfnuð hrein gjaldeyriskaup lífeyrissjóða
- ma.kr.



Hrein gjaldeyriskaup lífeyrissjóða
- ma.kr



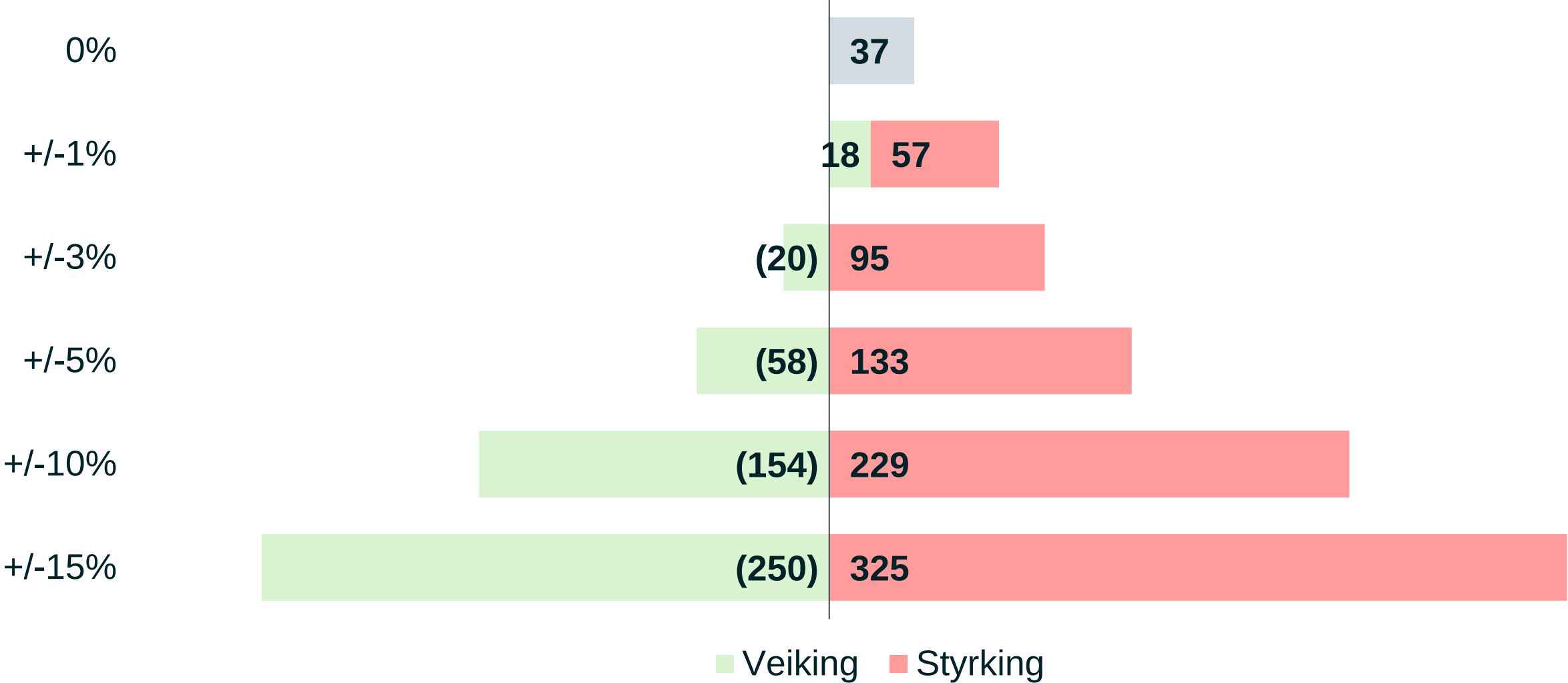
Nú er tækifærið!

Það sem af er ári hefur íslenska krónan styrkst umtalsvert gagnvart Bandaríkjadal, eða um 4,9%, og um 0,8% gagnvart evru. Á sama tíma eru gjaldeyriskaup lífeyrissjóðanna í ládeyðu, líkt og fjallað var um á fyrri glæru. Samkvæmt fjárfestingarstefnu lífeyrissjóðanna fyrir yfirstandandi ár er markmið þeirra að halda um 40% af eignasafni sínu í erlendum eignum. Í desember 2024 höfðu þeir þegar fjárfest 39,9% af heildareignum sínum á erlendum mörkuðum, svo svigrúm þeirra um áramótin til frekari fjárfestinga var lítið, eða um 37 ma.kr.

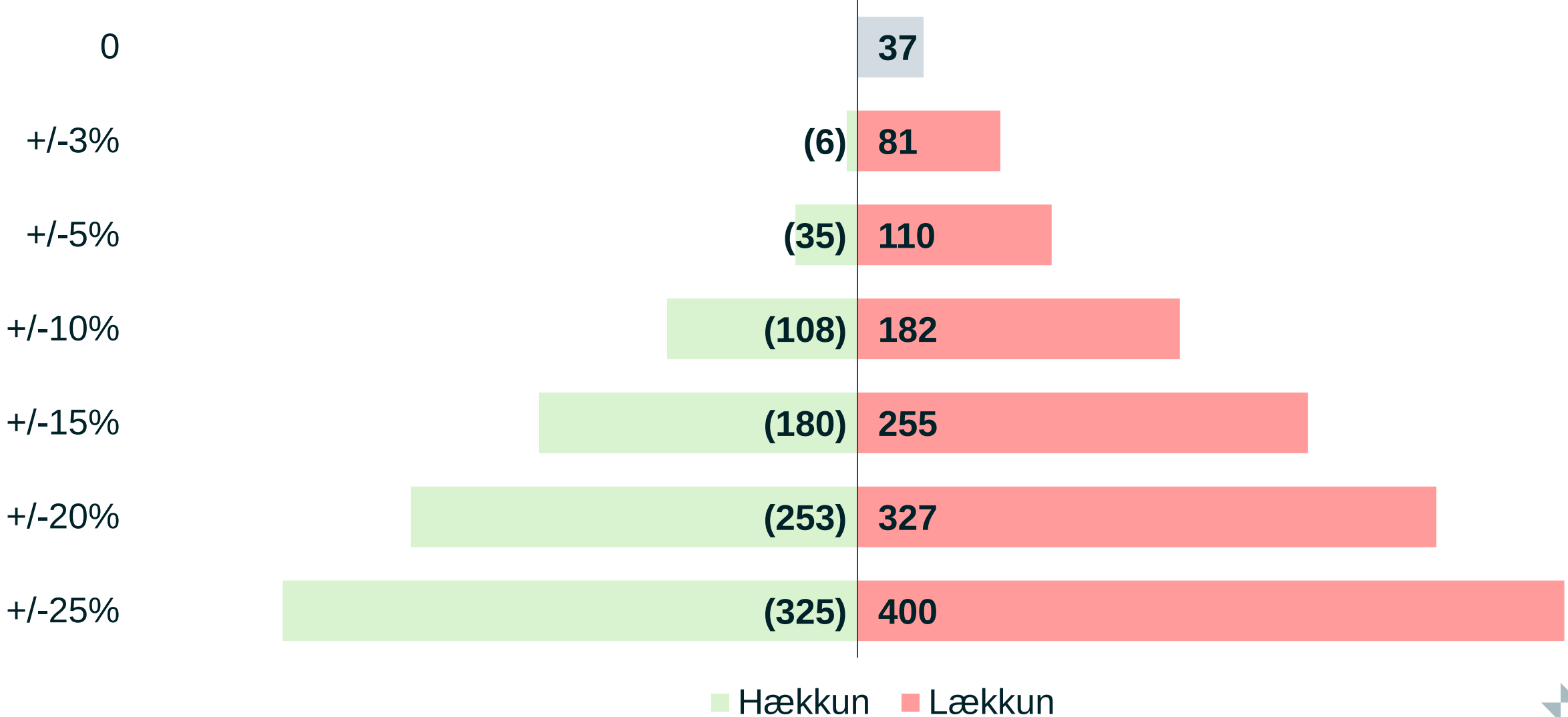
Hins vegar hafa erlendir hlutabréfamarkaðir lækkað á árinu, en sem dæmi hefur S&P 500 vísitalan lækkað um 3% það sem af er ári. Þessi þróun, samhliða styrkingu krónunnar, skapar svigrúm til að auka erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna um allt að 174 ma.kr.

Þrátt fyrir að erlend gjaldeyrisstaða lífeyrissjóðanna gæti vænkast enn frekar við uppgjör ÍL- sjóðs teljum við engu að síður að gjaldeyriskaup þeirra verði stígandi eftir því sem líður á árið – svigrúmið virðist að minnsta kosti til staðar.

Áhrif á flæði lífeyrissjóðanna ef gengi krónunnar styrkst/veikist
- Rauðar súlur = gengi styrkst, Grænar súlur = gengi veikist



Áhrif á flæði lífeyrissjóðanna ef erlendir hlutabréfamarkaðir hækka/lækka
- Rauðar súlur = Markaðir lækka, Grænar súlur = markaðir hækka



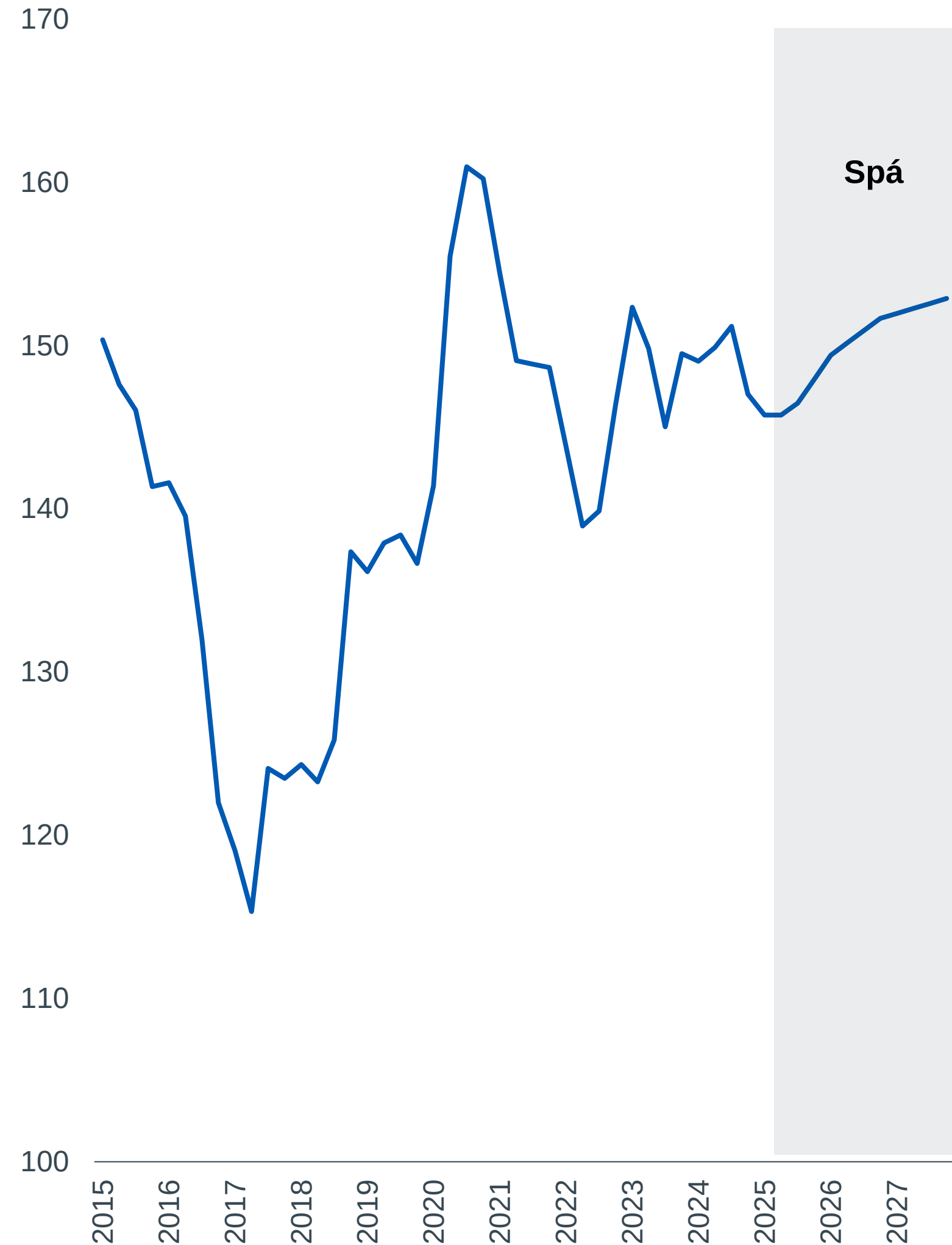
Sterk króna, er á meðan er

Gengi krónunnar styrktist nær samfelld á fjórða fjórðungi síðasta árs, þróun sem meðal annars mátti rekja til kaupa erlendra aðila á íslenskum ríkisskuldabréfum og yfirtöku JBT á Marel. Undir lok fyrsta ársfjórðungs virðist sem einstreymi hafi verið á gjaldeyrismarkaði, sem hefur skilað sér í verulegri gengisstyrkingu.

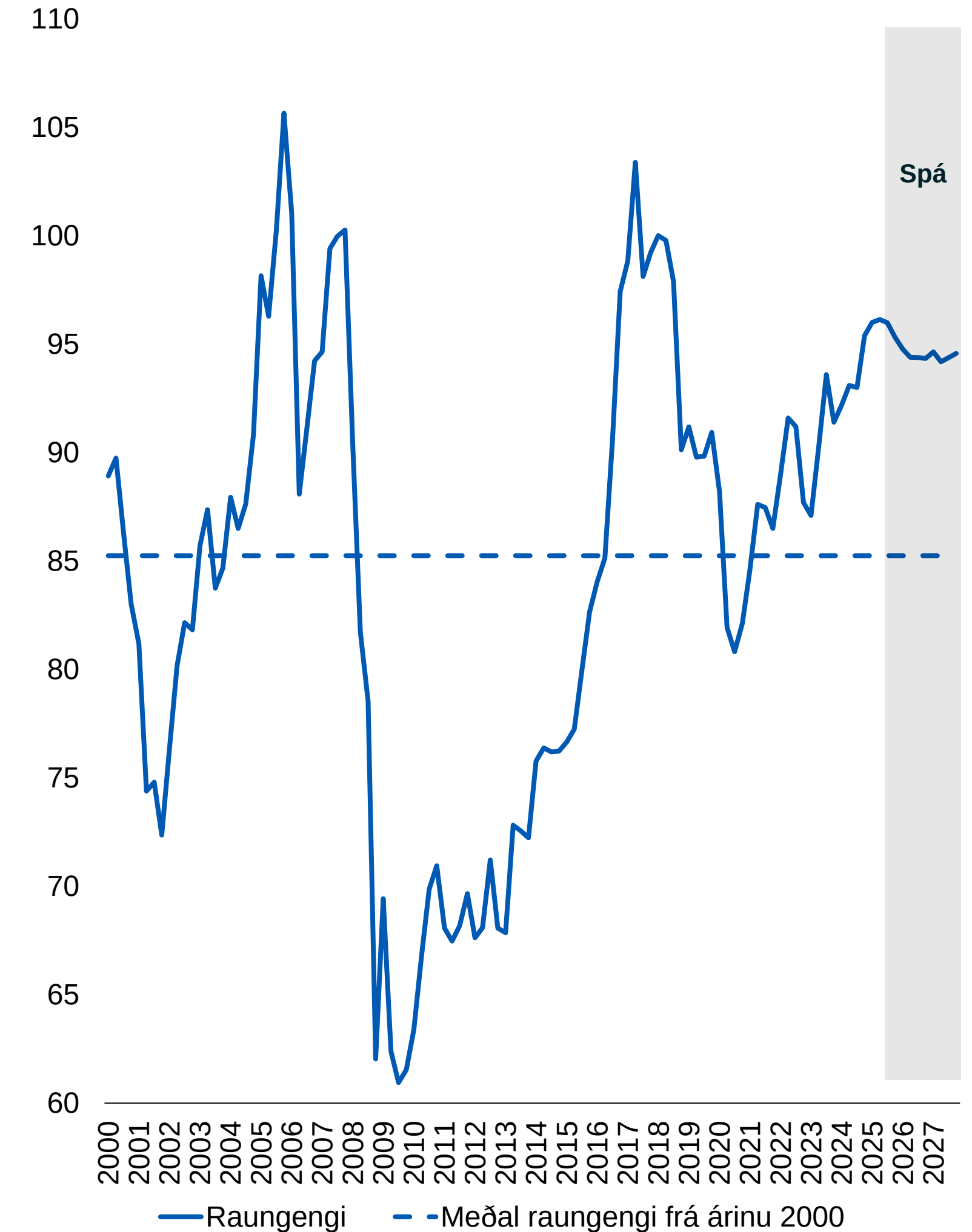
Miðað við okkar spá um undirliggjandi efnahagsþætti, utanríkisverslun og raungengi teljum við lítið svigrúm til gengisstyrkingar, þó fjármagnsflæði og væntingar geti alltaf tímabundið fallið með krónunni.

Þó það sé ómögulegt að tímasetja gengi krónunnar gerum við hér heiðarlega tilraun til þess og spáum að krónan haldist sterk fram á seinni hluta þessa árs, en taki þá að veikjast. Raungengið er mjög hátt, 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.

Gengi krónunnar gagnvart evru
- meðaltal ársfjórðunga



Raungengi
- hlutfallslegt verðlag



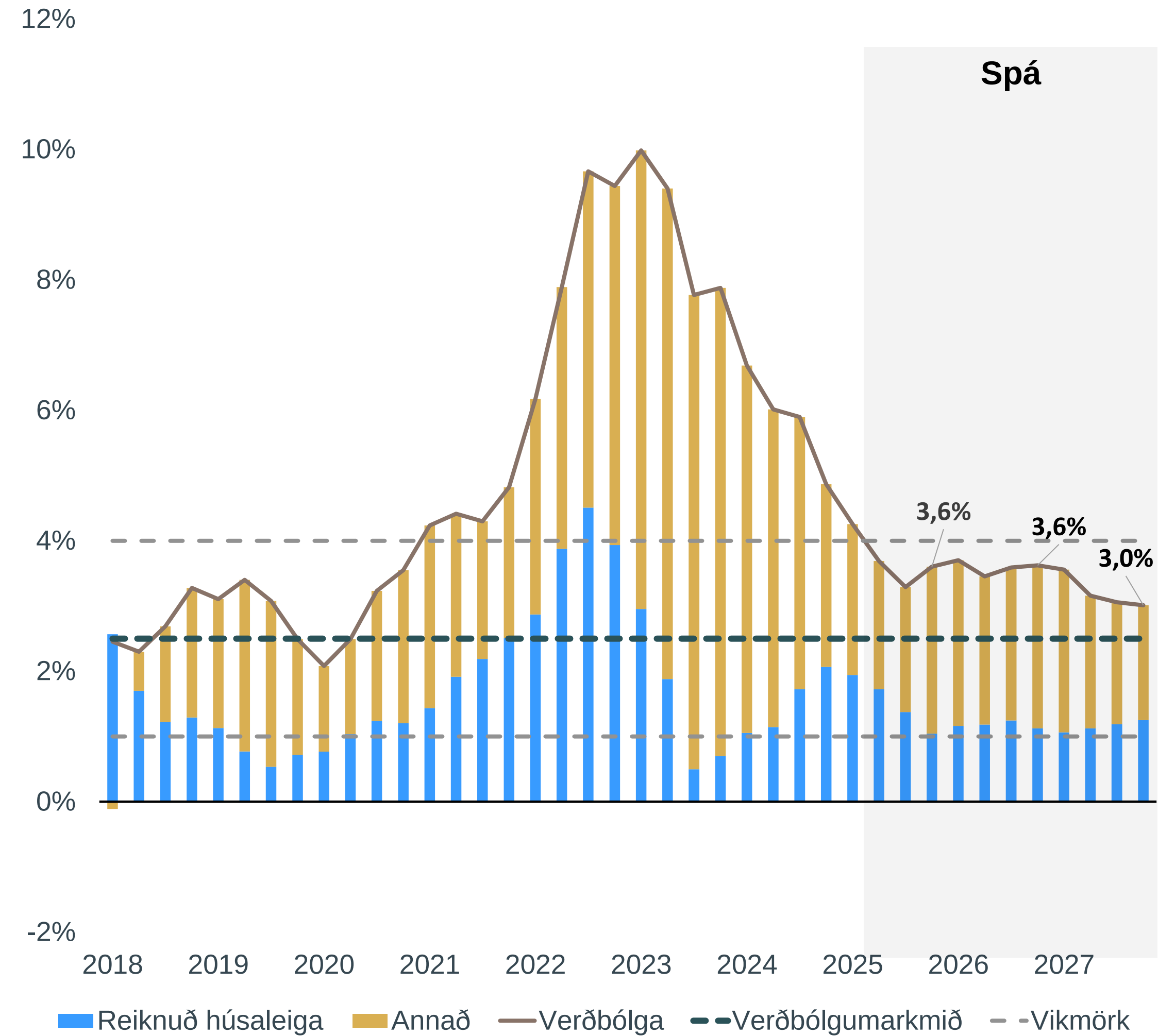
Svo nálægt, en samt svo langt í burtu

Hjöðnun verðbólgu síðustu tvo ársfjórðunga hefur gengið vonum framar, þökk sé einskiptisaðgerðum hins opinbera, styrkingu krónunnar og að einhverju leyti minni eftirspurnarþrýstingi. Horfurnar fyrir yfirstandandi ár hafa því batnað til hins betra frá síðustu útgáfu.

Björninn er hins vegar langt því frá að vera unninn. Þegar einskiptisaðgerðir hins opinbera detta út úr árstaktinum má gera ráð fyrir að verðbólga aukist á ný, þó við væntum þess að hún haldist vel innan vikmarka. Þá er útséð að launaþróun samrýmist ekki verðbólguþakmið Seðlabankans. Því spáum við að verðbólgan verði 3,6% við árslok 2026, en verði komin í 3% undir lok spátímans.

Sú gengisveiking sem var teiknað upp hér að framan hefur umtalsverð áhrif á verðbólguþákna okkar. Ef við gerum ráð fyrir óbreyttu gengi út spátímann – sem er alls ekki galin forsenda í ljósi afrekaskrár gengisspáa – væri verðbólgan komin niður fyrir 3% undir lok næsta árs og í þakmið undir lok spátímans.

Verðbólga eftir eðli og uppruna
- framlag undirliða



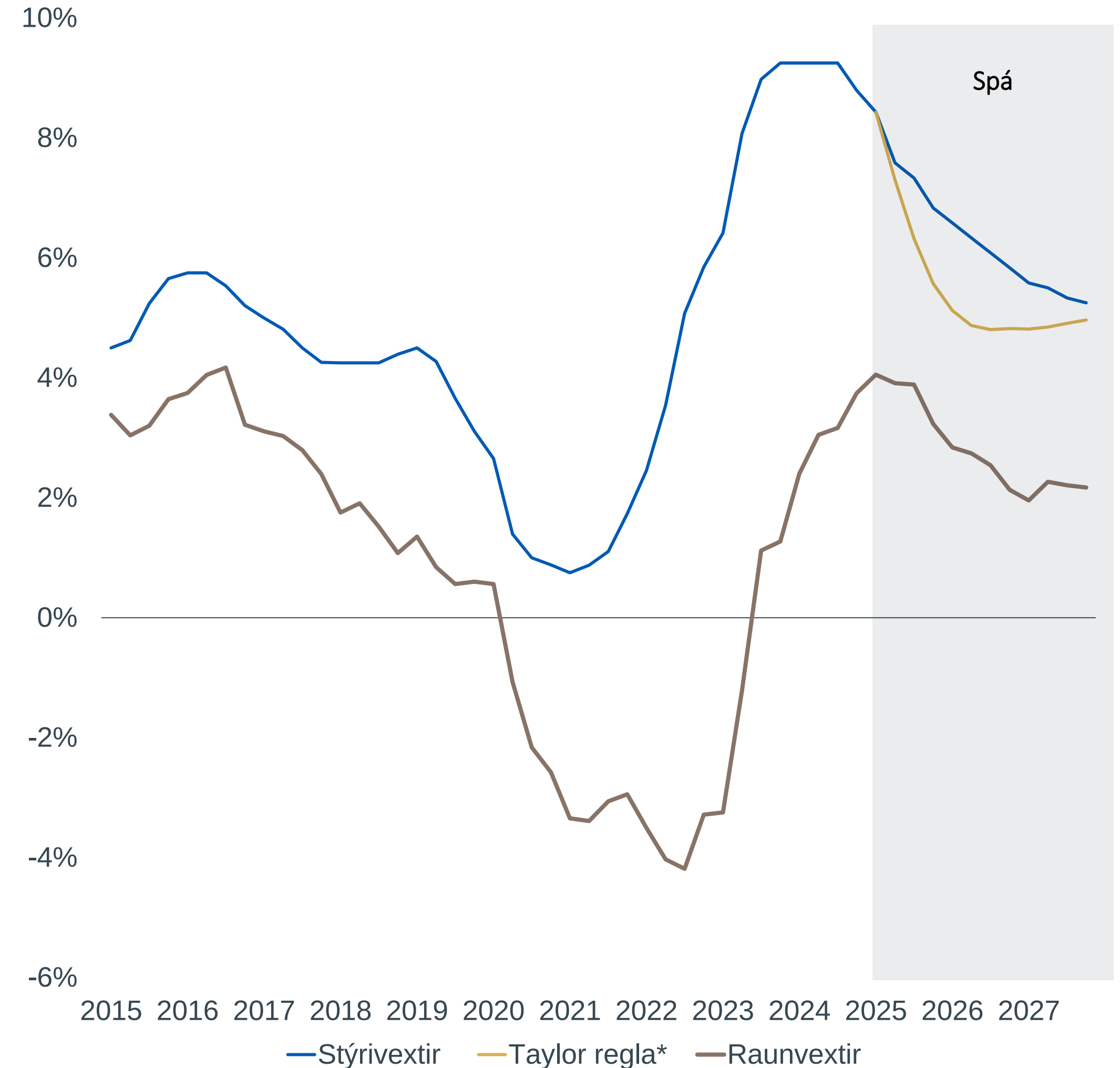
Góðir hlutir gerast hægt

Eftir að hafa haldið nafnvöxtum í 9,25% í meira en ár ákvað peningastefnunefnd Seðlabankans að lækka vexti í október sl. Síðan þá hafa vextir lækkað um 1,5 prósentustig, í fjórum skrefum.

Nefndin hefur verið óvenju skýr í samskiptum sínum út á við; aðhald peningastefnunnar verður þétt þar til nefndin sér skýr merki um sannarlega hjöðnun verðbólgu og undirliggjandi verðbólgu, og vilja þau frekar vera of sein að lækka vexti en að hlaupa á sig. Í þessu samhengi er gjarnan talað um 4% raunvexti miðað við ólíka mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar, en verðbólguvæntingar hafa haldist vel yfir verðbólguþröðun, nefndinni til mikillar armæðu.

Við teljum að nefndin muni slaka lítilsháttar á taumhaldinu eftir því sem líður á árið, samhliða stígandi atvinnuleysi og minnkandi verðbólgu, - án þess þó að sleppa fram af sér beislinu. Þar af leiðandi spáum við að vextir verði 6,75% í árslok 2025, tæplega 6% í lok árs 2026 og rúmlega 5% undir lok spátímans.

Meginvextir Seðlabanka Íslands
- % að meðaltali á ársfjórðungi



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 (0,6)	2,2 (1,3)	2,8 (2,6)	3,3 (3,2)
Samneysla	1,8 (1,8)	2,5 (2,2)	2,3 (1,4)	1,9 (1,6)	2,2 (2,2)
Fjármunamyndun	4,3 (1,6)	7,5 (1,8)	3,4 (0,7)	-1,8 (2,0)	2,7 (0,7)
Atvinnuvegafjárfesting	7,8 (3,6)	6,7 (2,9)	7,4 (1,0)	-3,9 (2,7)	2,6 (-1,1)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	-2,2 (-2,3)	18,0 (4,9)	-3,8 (-1,4)	-1,9 (2,1)	4,3 (4,8)
Fjárfesting hins opinbera	-1,2 (-1,2)	-1,4 (-5,5)	-3,8 (1,8)	9,2 (-1,3)	1,6 (4,3)
Þjóðarútgjöld*	2,3 (1,6)	2,3 (0,5)	2,6 (1,0)	1,5 (4,7)	2,9 (4,8)
Útflutningur vöru og þjónustu	6,3 (6,3)	-1,2 (1)	1,7 (2,1)	3,0 (4,7)	3,5 (4,8)
Innflutningur vöru og þjónustu	-1,0 (-1,1)	2,7 (0,8)	4,5 (1,5)	-0,1 (4,1)	3,5 (4,0)
Verg landsframleiðsla	5,6 (5,0)	0,5 (0,8)	1,3 (1,5)	2,7 (2,4)	2,9 (2,7)

Aðrar efnahagsstærðir (eldri spá Arion greiningar innan sviga)

Hlutfall af VLF (%)	2023	2024	2025	2026	2027
Viðskiptajöfnuður	0,8 (1,1)	-2,5 (-1,0)	-3,2 (-1,0)	-1,8 (-0,4)	-1,4 (-0,2)
Fjárfesting	24,8 (24,2)	26,4 (24,8)	26,5 (24,6)	25,3 (24,3)	25,1 (23,9)
Breyting milli ársmeðaltala (%)					
Verðbólga	8,7	5,9 (6,0)	3,6 (4,6)	3,6 (3,8)	3,2 (3,3)
Launavísitala	9,8	6,6 (6,1)	6,8 (6,0)	5,6 (5,2)	5,6 (5,0)
Kaupmáttur launa	0,9	0,7 (0,1)	3,0 (1,3)	2,0 (1,4)	2,4 (1,7)
Húsnæðisverð	7,8	8,1 (8,6)	5,7 (5,2)	4,9 (3,6)	6,5 (6,8)
Raunverð húsnæðis	-0,8	2,0 (2,4)	2,0 (0,6)	1,3 (-0,2)	3,2 (3,4)
Raungengi	0,9	3,3 (2,5)	2,3 (1,6)	-1,4 (0,5)	-0,1 (0,8)
Ársmeðaltal					
Meginvextir Seðlabanka Íslands (%)	8,2	9,1 (9,2)	7,5 (8,3)	6,2 (6,8)	5,4 (6,0)
Atvinnuleysi (%)	3,4	3,5 (3,7)	4,4 (4,5)	4,3 (4,4)	3,9 (4,0)
EUR/ISK	149	149 (151)	146 (150)	151 (154)	152 (155)

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



Fyrirvari

- Efnahagsgreiningar eru útbúnar af Arion banka hf. (hér eftir „bankinn“) eingöngu til almennra upplýsinga. Efnahagsgreining felur hvorki í sér fjárfestingargreiningu né fjárfestingarráðgjöf í skilningi laga nr. 115/2021 um markaði fyrir fjármálagerninga og tengdra reglugerða og tekur ekki tillit til flokkunar, persónulegra fjárfestingamarkmiða eða aðstæðna móttakanda hennar, þ.á.m. hvort tiltekin ráðstöfun hæfi honum og er ekki ætlað að mæla með eða leggja til nokkurs konar fjárfestingaráætlun eða ákvarðanatöku af hálfu móttakanda. Efnahagsgreining og efni hennar er sett fram óháð hugsanlegum samningum móttakanda og bankans.
- Ekkert í efnahagsgreiningu skal túlkað á þann veg að bankinn hafi tekið að sér að veita móttakendum hennar fjárfestingarráðgjöf, persónulega ráðleggingu eða annars konar ráðgjöf en til slíkrar ráðgjafar verður aðeins efnt á grundvelli skriflegs samnings milli aðila. Aukinheldur skal móttakandi eða þriðji aðili ekki veita fjárfestingarráðgjöf sem byggir á efnahagsgreiningu bankans.
- Þær skoðanir sem fram koma í efnahagsgreiningu endurspeglar aðeins núverandi skoðanir höfunda hennar og geta tekið breytingum án fyrirvara. Upplýsingar sem fram koma í efnahagsgreiningu 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 efnahagsgreiningu 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 efnahagsgreiningu eru byggðar á fyrirliggjandi opinberum upplýsingum, sem hafa ekki verið staðreyndar af bankanum, 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 og starfsmenn hans taka ekki ábyrgð á gæðum, nákvæmni eða áreiðanleika efnahagsgreininga eða þeirra upplýsinga sem í henni eru veittar.
- Bankinn, þar með talið hluthafar, stjórnendur, starfsmenn og ráðgjafar á vegum bankans, tekur enga ábyrgð á þeim upplýsingum, forsendum og niðurstöðum sem fram koma í efnahagsgreiningu 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 efnahagsgreiningu eru birtar á þeirri forsendu að þær teljist vera ásættanlegur minniháttar ófjárhagslegur ávinningur í skilningi íslenskra laga og reglna. Það er á ábyrgð móttakanda efnahagsgreiningu að kynna sér þær reglur sem gilda um móttöku hans á efnahagsgreiningu og ganga úr skugga um að honum sé heimilt að taka á móti henni.
- Þriðju aðilar, þ.e. aðrir en bankinn og upphaflegir viðtakendur sem fá efnahagsgreiningu í hendur frá bankanum, sem kunna, af hvaða orsökum sem er að fá efnahagsgreiningu bankans í hendur, skulu ekki geta lagt neinn trúnað á efni hennar og skulu engan rétt geta byggt á hendur bankanum á grundvelli hennar.
- Ábyrgðarfyrirvari þessi er gerður á íslensku og þýddur yfir á ensku. Sé einhvers misræmis að gæta á fyrirvörunum, skal íslenski textinn gilda.
- Með móttöku efnahagsgreiningar fellst móttakandi á framangreindan ábyrgðarfyrirvara.



