

# Fjármálakreppa leiðir til mikils samdráttar og verðbólgu

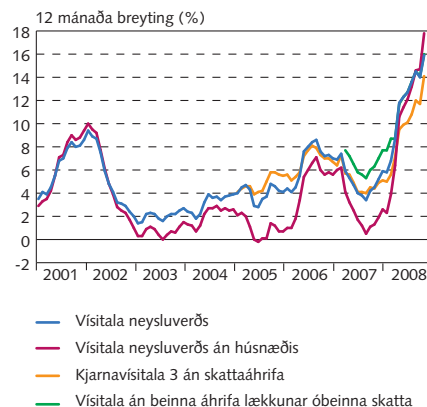
Umhverfi peningamála hefur gjörbreyst á fáeinum vikum eftir greiðsluþrot helstu fjármálafyrirtækja á Íslandi. Mikilvægar miðlunarleiðir peningastefnunnar urðu að miklu leyti óvirkar og verulegir hnökrar hafa verið á greiðslumiðlun við útlönd. Gengi krónunnar féll því mikið og til varð tvöfaldur gjaldeyrismarkaður, annars vegar innlendir þar sem gjaldeyrir var skammtaður samkvæmt forganglista eftir tilmælum Seðlabanka Íslands og óformlegur markaður, þar sem gengið réðst í takmörkuðum og ógagnsægjum viðskiptum. Raungengi krónunnar er orðið mun lægra en fær staðist til lengdar. Fyrstu áhrifa gengislækkunarinnar gætti í október, þegar tólf mánaða verðbólga mældist 15,9%, en reiknað er með að hún muni aukast enn frekar á næstu mánuðum og fara yfir 20% í byrjun næsta árs. Framhaldið er mjög óvíst og ræðst að miklu leyti af gengisþróun krónunnar. Verðbólguþröng Seðlabankans hefur beðið hnekki og tæpast verður haldið áfram á grundvelli þess eins á næstu mánuðum. Takist hins vegar að ná markmiði um stöðugt og herra gengi en verið hefur undanfarnar vikur eru horfur á að verðbólga geti hjaðnað tiltölulega hratt og vextir í kjölfarið, einkum ef samningar takast um óbreytta kjarasamninga. Mikill samdráttur verður í efnahagslífinu, einkum einkaneyslu. Fjármunamyndun mun einnig dragast mikið saman þrátt fyrir stórframkvæmdir í Helgúvík og víðar. Atvinnuleysi mun aukast og er áætlað að það muni nema 10% vinnuafsisins í lok næsta árs. Verulegur afgangur myndast fljótt í vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd og viðskiptahalli nánast hverfur þegar á næsta ári. Langan tíma mun taka efnahagslífið að komast í fyrra horf. Hve skjótt bati getur hafist veltur einkum á því hve langan tíma tekur að koma á stöðugleika í gengismálum. Einnig mun erlend fjárfesting hafa verulega þýðingu. Meðan verulegur slaki er í efnahagslífinu ættu að vera tiltölulega góðar horfur á því að halda gengi krónu stöðugu og verðbólgu lágrí. Þótt gengi krónunnar fái tímabundið aukið vægi við vaxtaákvæðanir er einhliða fastgengisstefna ekki á döfinni og að óbreyttu verður verðbólguþröng á ný grundvöllur stefnunnar í peningamálum þegar tekist hefur að koma á stöðugleika í gengismálum. Hins vegar er æskilegt að skjóta styrkari stoðum undir verðbólguþröng á leið og endurmetið er hvaða fyrirkomulag gengis- og peningamála hentar til lengri tíma lítið.

## I Verðbólguhorfur og stefnan í peningamálum

### Fjármálakreppan gerbreytir forsendum peningastefnunnar

Hrun stærstu bankanna í október leiddi til þess að tengslin á milli stýrivaxta Seðlabankans og raunhagkerfisins rofnuðu enn frekar, en gjaldmiðlaskiptamarkaðurinn hafði verið í lamasessi frá marsmánuði. Vantraust á innlendir fjármálastofnanir og fyrirtæki leiddi til hnökra í greiðslumiðlun og tregðu í innflæði gjaldeyris jafnt sem útflæði. Um tíma féll gengi krónunnar því viðstöðulaust á þunnum markaði. Að lokum var gripið til þess ráðs að skammta gjaldeyri inn á markaðinn eftir ákveðinni forgangsröð, sem leiddi til tvískiptingar gjaldeyrismarkaðarins. Þessi gjaldeyrisskömmun var enn til staðar um miðjan október þegar síðasta verðmæling fór fram og hefur enn ekki verið afnumin, þótt dregið hafi úr höftum. Áhrifa lækkandi gengis gætti aðeins að litlu leyti í októbermælingu vísitölu neysliverðs, enda hafa líklega enn verið töluverðar birgðir í landinu. Tólf mánaða verðbólga mældist þá 15,9% en kjarnaverðbólga um 14%.

Mynd I-1  
Verðbólga á ýmsa mælikvarða  
janúar 2001 - október 2008



Heimild: Hagstofa Íslands.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem lágu fyrir 4. nóvember 2008, en spár byggjast á upplýsingum til 27. október.

Mikil óvissa er um framvindu efnahagsmála um þessar mundir vegna fjármálakreppunnar. Hún endurspeglast í spám sem birtar eru í þessu hefti *Peningamála*. Vegna þess að miðlunarleiðir peningastefnunnar eru að miklu leyti óvirkar er ekki unnt að birta spár með þeim hætti sem Seðlabankinn hefur gert undanfarin ár, þ.e.a.s. að birta stýrivaxtaferil sem talinn er af sérfræðingum Seðlabankans best fallinn til að ná verðbólgu markmiðinu innan ásættanlegs tíma. Stýrivextir munu á næstunni einkum taka mið af gengisþróuninni, en hún er mjög óviss um þessar mundir.

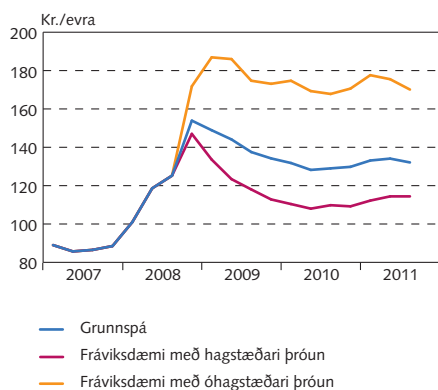
Formlega séð er verðbólgu markmið Seðlabankans áfram í gildi og lögum samkvæmt er stöðugt verðlag sem fyrr meginmarkmið peningastefnu Seðlabankans. Við núverandi aðstæður er hins vegar ógerlegt að byggja ákvarðanir í peningamálum á verðbólgu markmiðinu einu. Á meðan unnið er að því að gera annað tveggja: að skapa á ný forsendur þess að ná verðbólgu markmiði með fljótandi gengi eða finna aðra langtímalausn á gengis- og peningamálum þjóðarinnar er nauðsynlegt að skapa trúverðuga peningalega kjölfestu til bráðabirgða með einhverjum hætti. Ljóst er að gengisþróun krónunnar mun hafa úrslitaáhrif á hve djúpur og langvarandi samdrátturinn í þjóðarþúskapnum verður og hve fljótt tekst að koma böndum á verðbólgu. Því mun Seðlabankinn einbeita sér að því að ná stöðugleika í gengismálum sem fyrst.

### Traust er forsenda sterkara gengis

Stærsta óvissan í þeim spám sem hér eru birtar varðar gengisþróun krónunnar. Hún mun fyrsta kastið einkum ráðast af því hve hratt gengur að vekja traust á hana á ný og koma á tiltölulega eðlilegum gjaldeyrisviðskiptum. Raungengi er þegar orðið mjög lágt. Undirliggjandi greiðslustreymi til og frá útlöndum mun að sama skapi styðja við krónuna er fram í sækir. Gert er ráð fyrir að fljótlega myndist mikill afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum. Efnahagsreikningur þjóðarþúsins í heild mun jafnframt skreppa verulega saman þegar erlendar skuldbindingar fjármálakerfisins hafa að miklu leyti verið afskrifaðar. Á móti munu erlendar skuldbindingar ríkissjóðs aukast. Reiknað er með að heildaráhrifin verði þau að töluvert dragi úr þáttatekjuhallanum við útlönd. Því er spáð að halli á viðskiptajöfnuði verði lítill þegar á næsta ári og alveg fjármagnaður með beinni erlendri fjárfestingu.

Þótt lítill viðskiptahalli muni styðja við gengi krónunnar til lengri tíma litið er ekki loku fyrir það skotið að töluverður þrýstingur myndist á hana í upphafi ef t.d. eigendur verðbréfa í íslenskum krónum, sem að töluverðu leyti eru erlendir, leitast við að selja þau þegar skipulegur gjaldeyrismarkaður opnast á ný. Birtir eru tveir fráviksferlar auk grunnferilsins sem endurspeglar mismunandi forsendur fyrir þessari óvissu. Í grunnþæminu er gert ráð fyrir hóflegri styrkingu gengisins. Gengi krónu gagnvart evru fer úr u.þ.b. 154 kr. á síðasta fjórðungi þessa árs í 134 kr. ári síðar og helst tiltölulega stöðugt til loka spátímans. Gengið er út frá þeirri forsendu að stýrivöxtum Seðlabanka og tilfallandi inngrípum á gjaldeyrismarkaði verði beitt til þess að gengi krónunnar víki ekki umtalsvert frá þeim ferli sem gert er ráð fyrir í grunnþæminu.

Mynd I-2  
Gengi evru



Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Gengislækkun leiðir til aukinnar verðbólgu til skamms tíma en mikill slaki í efnahagslífinu mun auðvelda hraða hjöðnun verðbólgu síðar

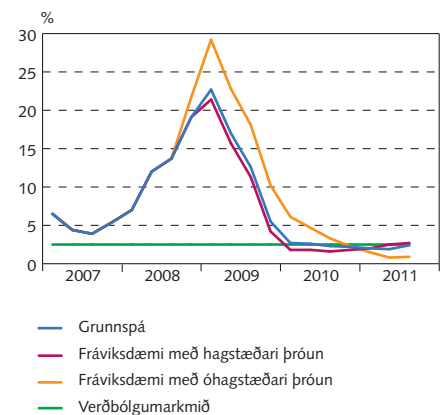
Tilskamms tíma ræðst verðbólgan fyrst og fremst af kostnaðaráhrifum gengislækkunar krónunnar. Miklu skiptir hve hratt krónan styrkist á ný. Fyrirtæki í verslun hafa líklega þegar gengið töluvert á eigin hagnað og munu því óhjákvæmilega leitast við að koma auknum kostnaði út í verðlag þrátt fyrir mikinn samdrátt eftirspurnar. Þegar krónan styrkist má hins vegar gera ráð fyrir að samdráttur eftirspurnar leiði til þess að hagnaður í verslun verði áfram lítill og samkeppni um markaðshlutdeild á minnkandi markaði leiði til þess að verðbólga lækki tiltölulega hratt. Samkvæmt grunnsþánni verður ársverðbólga mest tæplega 23% á fyrsta fjórðungi næsta árs, en fer niður fyrir 5% fyrir lok næsta árs og er við verðbólgu markmiðið frá því snemma árs 2010 til loka spátímans. Fyrir utan stöðugt gengi krónu er forsenda þess að hjöðnun verðbólgunnar verði eins hröð og gert er ráð fyrir í grunnsþánni að laun hækki hóflega á spátímanum. Í því felst að raunlaun munu lækka umtalsvert og kaupmáttur ráðstöfunartekna dragast saman um allt að fjórðung frá lokum 2007 til ársloka 2009. Landsframleiðsla dregst saman um rúmlega 8% á næsta ári og um tæplega 2% til viðbótar árið 2010. Samdráttur einkaneyslu verður enn meiri eða um fjórðungur á næsta ári og næstum 4% árið 2010. Atvinnuleysi mun jafnframt aukast hröðum skrefum á næstu misserum. Gert er ráð fyrir að það nemi mest tæplega 10% af vinnuaflinu í lok næsta árs. Efnahagslífið tekur hins vegar við sér árið 2011. Þá er spáð rúmlega 3% hagvexti. Umfang samdráttarins og efnahagsbati síðar meir er í samræmi við reynslu annarra landa af gjaldeyris- og bankakreppum (sjá rammagrein IV-1).

Af ofangreindu má ljóst vera að mikill framleiðsluslaki verður til staðar á næstu árum sem auðveldar hjöðnun verðbólgu að því tilskildu að gengi krónunnar styrkist, m.a. vegna aðhaldssamrar peningastefnu.

## Stefnan í peningamálum þarf að styðja við gengi krónunnar

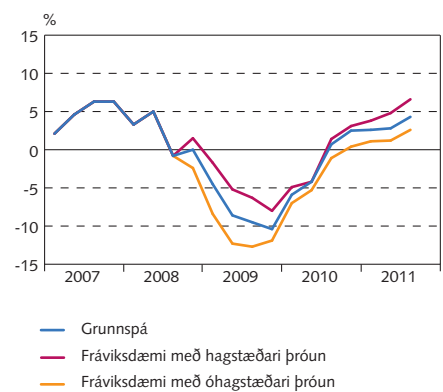
Stýrivöxtum og að einhverju marki inngripum á gjaldeyrismarkaði verður beitt í því skyni að styrkja gengi krónunnar. Til lengri tíma litið er brýnt að skapa aðstæður sem gera Seðlabankanum kleift að lækka vexti og létta þær byrðar sem fjármálakreppan mun leggja á einstaklinga og fyrirtæki. Styrking krónunnar og hjöðnun verðbólgu er forsenda þess að það sé hægt. Raunvextir eru nú mjög lágir, þrátt fyrir háa nafnvexti. Forsenda stöðugleika í gengismálum er að eigendur skuldabréfa og innstæðna í íslenskum krónum hafi nægan hvata til þess að eiga þessar eignir áfram. Það á bæði við um innlenda og erlenda eigendur, en líklega er u.þ.b. helmingur útgefina skuldabréfa í krónum í höndum erlendra fjárfesta. Þótt nafnvextir séu háir gæti orðið umtalsvert útfærði þegar gjaldeyrismarkaðir opnast á ný. Því er einnig nauðsynlegt að hafa til reiðu öflugan gjaldeyrisforða til þess að stuðla að því að lækkun á gengi krónunnar, sem gæti fylgt í kjölfar opunar gjaldeyrismarkaða, verði eins skammvinn og nokkur kostur er. Væntanlegt lán frá

Mynd I-3  
Verðbólga



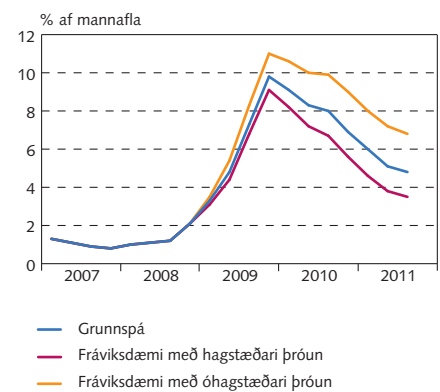
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-4  
Hagvöxtur



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd I-5  
Atvinnuleysi



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Alþjóðagjaldeyrissjóðnum o.fl. mun veita Seðlabankanum aðgang að nægum forða í því skyni.

Í grundæminu er gert ráð fyrir að tiltölulega fljótlega takist að skapa stöðugleika á gjaldeyrismarkaði og leggja grunn að styrkingu krónunnar, en í smáum skrefum. Í öðru af tveimur fráviksdæmum sem sýnd eru á myndum 1-2 til 1-5 er byggt á því að þetta muni taka langan tíma. Í því felst að lággengið myndi vara lengur og hafa í för með sér meiri lækkun eignaverðs, meiri efnahagssamdrátt og þrálátari verðbólgu. Væntanlegt samkomulag við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn o.fl. tryggir aukinn gjaldeyrisforða og efnahagsáætlanir sem fyrir liggja draga úr líkum á slíkri útkomu. Í síðara fráviksdæminu tekst að byggja upp traust á krónuna mun hraðar en í grundæminu. Gengi hennar hækkar hraðar og verður stöðugt við raungengi sem er hærra en í grundæminu, en eigi að síður nokkuð undir meðaltali sl. áratugar. Rýrnun kaupmáttar og efnahagssamdrátturinn yrðu við þessar aðstæður minni enda tekst að koma eðlilegum gjaldeyrisviðskiptum fyrir af stað en í grundæminu. Nokkur viðskiptahalli yrði við þessar aðstæður, en hann yrði þó að mestu fjármagnaður með beinni erlendra fjárfestingu.

### **Trúverðug efnahagsáætlun dregur úr kostnaði við endurreisn efnahagslífsins**

Mikilvægi samkomulags íslenskra stjórnvalda við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn felst ekki aðeins í aðgengi að lánsfé sem nota má að einhverju marki til þess að styrkja krónuna. Traust á alþjóðlegum mörkuðum hvílir ekki síst á því að í landinu sé rekin trúverðug efnahagsstefna: peningastefna sem miðar að hærra og stöðugu gengi og lítilli verðbólgu og ábyrg stefna í ríkisfjármálum í kjölfar þeirra áfalla sem efnahagur ríkissjóðs hefur orðið og verður fyrir. Þótt mikil óvissa sé um útgjöld er tengjast endurreisn fjármálakerfisins er ljóst að tekjur hins opinbera munu óhjákvæmilega dragast verulega saman að raunvirði á næstu árum vegna samdráttar tekna heimila og fyrirtækja, lækkunar eignaverðs og minnkandi einkaneyslu og innflutnings. Á sama tíma munu útgjöld sjálfkrafa aukast. Litlar líkur eru á að tekjur hins opinbera komist í fyrra horf í nálægri framtíð og útlit er fyrir verulega skuldaaukningu. Því er nauðsynlegt að grípa til viðtækra aðgerða í ríkisfjármálum á næstu árum er miða að því að ná jafnvægi tekna og útgjalda á ný og tryggja sjálfbæra skuldaþróun.

### **Styrkja þarf umgjörð peningamála**

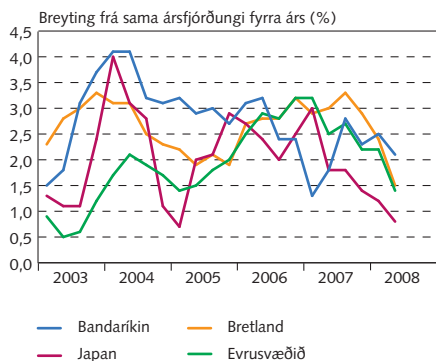
Til lengri tíma litið er nauðsynlegt að draga lærdóm af þeim áföllum sem framkvæmd peningastefnunnar hefur orðið fyrir. Forsendur þess að hægt sé að reka peningastefnu á grundvelli verðbólguþröngmiðs er að hún njóti trausts og að markaðir sem miðla áhrifum peninga- aðgerða starfi með eðlilegum hætti. Þær forsendur eru ekki til staðar sem stendur. Stefna er miðar að stöðugu og raunhæfu gengi getur orðið árangursrík meðan umtalsverður slaki er í þjóðarbúskapnum og jafnvægi í utanríkisviðskiptum. Í þessu felst ekki að tekin sé upp fastgengisstefna enda litlar líkur á að einhliða fastgengisstefna verði

árangursríkari til langframa en áður. Að óbreyttu verður því horfið aftur til verðbólguþröngunar um leið og skilyrði verða til þess. Þá þarf jafnframt að skjóta styrkari stöðum undir það með endurbótum á stofnanaumgjörð þess og efnahagsstefnu, þ.m.t. stefnu í ríkisfjármálum, sem styður við markmiðið.

Mynd II-1

Alþjóðlegur hagvöxtur

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu  
1. ársfj. 2003 - 2. ársfj. 2008

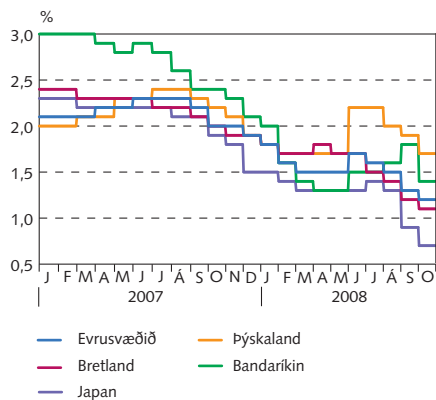


Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-2

Hagvaxtarspár fyrir árið 2008  
á helstu viðskiptasvæðum

Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í

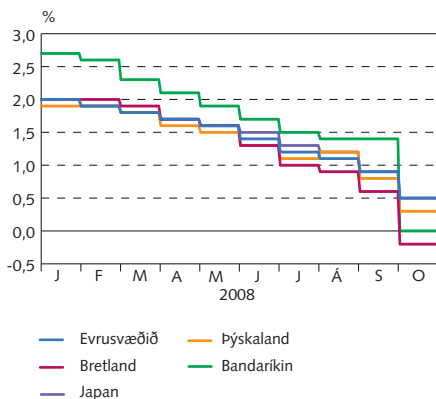


Heimild: Consensus Forecasts.

Mynd II-3

Hagvaxtarspár fyrir árið 2009  
á helstu viðskiptasvæðum

Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í



Heimild: Consensus Forecasts.

## II Ytri skilyrði og útflutningur

Alþjóðlega fjármálakreppan hefur magnast og enn sér ekki fyrir endann á afleiðingum hennar. Hagvaxtarspár hafa verið lækkaðar um allan heim. Útlit er fyrir mun minni hagvöxt á næsta ári en í ár og gera má ráð fyrir að samdráttur verði í ýmsum löndum. Matvæla- og orkuverð hefur lækkað töluvert síðustu mánuði. Áhrif þess á raunhagkerfið eru þó enn tiltölulega lítil. Hins vegar hefur hækkunin frá því fyrr á árinu og niðursveifla á eignamörkuðum dregið úr einkaneyslu. Minni hagvöxtur í heiminum mun hafa einhver magnáhrif á útflutning frá Íslandi á næstu árum, en þó einkum á viðskiptakjör. Spáð er tæplega 10% vexti útflutnings á þessu ári þrátt fyrir að hnökur í greiðslumiðlun til og frá landinu í kjölfar gjaldþreppunnar muni hafa neikvæð áhrif á þróun útflutnings fram á næsta ár. Þegar gjaldþreppuviðskipti komast í eðlilegt horf er útlit fyrir ágætán vöxt útflutnings sem gegna mun mikilvægu hlutverki í efnahagsbata komandi ára.

### Lítills hagvaxtar að vænta á næsta ári

Alþjóðlega fjármálakreppan sem hófst í Bandaríkjunum hefur nú teygst anga sína um því sem næst allan heim. Afleiðingar hennar hafa verið alvarlegastar í löndum sem einkenndust af miklu ójafnvægi fyrir, t.d. Íslandi, Ungverjalandi og Suður-Afríku (sjá nánari umfjöllun um þróun alþjóðlegu fjármálakreppunnar í rammagrein II-1).

Aðstæður í fjármálakerfi Bandaríkjanna og annarra iðnríkja hafa versnað verulega frá haustbyrjun. Hlutabréfaverð hefur fallið, áhættuálag aukist og peningamarkaðir verið í lamasessi. Lausafjárskortur háir bönkum og öðrum fjármálastofnunum. Hans gætir einnig í vaxandi mæli hjá fyrirtækjum.

Í þróuðum ríkjum verður óverulegur hagvöxtur á næstunni eða jafnvel samdráttur. Einnig hægir á vexti í nýmarkaðsríkjum. Því mun draga verulega úr vexti heimsframleiðslunnar. Samkvæmt nýjustu spám Consensus Forecast verður enginn hagvöxtur í Bandaríkjunum á næsta ári, 0,2% samdráttur í Bretlandi og einungis 0,5% vöxtur á evrusvæðinu og í Japan.

Lækkun olíu- og matvælavæðs frá miðju ári hefur leitt til þess að verðbólguhorfur á næsta ári hafa batnað nokkuð í flestum iðnríkjum. Nýlegar verðhækkningar hjá breskum orkuframleiðendum munu hins vegar viðhalda töluverðri verðbólgu þar á næstu mánuðum. Spáð er um 2,9% verðbólgu í Bretlandi á árinu 2009.

### Þjóðarbúskapurinn verður útflutningsdrifinn á næstu misserum

Útflutningur hefur aukist stórlega það sem af er ári, einkum vegna aukinnar álframleiðslu, en einnig hefur útflutningur á annarri iðnaðarvöru, s.s. lækningavörum, lyfjum og tækjum til matvælavinnslu aukist. Aukin framleiðslugeta Fjarðaáls á fyrri hluta ársins leiddi til þess að álútflutningur jókst mikið á öðrum ársfjórðungi.

Nokkur truflun hefur orðið á greiðslum fyrir útflutning í október. Það kann að hafa neikvæð áhrif á útflutning á síðasta fjórðungi ársins og jafnvel fram á næsta ár. Ein forsenda þess að endurreisn efnahagslífsins gangi hratt fyrir sig er að undirstöður útflutningsframleiðslunnar haldist traustar. Því er mikilvægt að greiðslukerfi og



lánsfjáraðgangur útflutningsfyrirtækja, bæði í íslenskum krónum og erlendum gjaldmiðlum, komist sem fyrst í eðlilegt horf og að innflutningur hrávöru til framleiðslu útflutningsvara gangi áfallalaust fyrir sig.

Innflutningur hefur dregist saman það sem af er ári og mun samdrátturinn ágerast enn frekar á síðasta fjórðungi ársins, með vaxandi samdrætti innlendrar eftirspurnar af völdum óstöðugs gengis og truflana á greiðslufæði.

### Fjármálakreppunnar í heiminum gætir nú í lækkanði hráefnaverði

Álverð hefur lækkað verulega eins og verðlag annarra hráefna. Það náði hámarki í júlí sl. en hafði fallið um þriðjung í byrjun október. Lækkunin mun hafa neikvæð áhrif á útflutningsverðmæti síðustu mánuði ársins, en gengisfall krónunnar mun vega þar á móti. Um árabíl hefur aukin eftirspurn frá Asíu, sérstaklega Kína, framleiðsluferfiðleikar í ýmsum álframleiðslulöndum, hækkandi framleiðslukostnaður, aukin umsvif fjárfestingar- og vogunarsjóða á hrávörumarkaði og lágt gengi Bandaríkjadals ýtt undir verðhækkanir. Fjármálakreppan hefur breytt öllum þessum forsendum. Dregið hefur úr eftirspurn víðast hvar í heiminum, framleiðsla og birgðir aukist, Bandaríkjadalur hefur styrkst gagnvart öðrum myntum, orkuverð lækkað, dregið hefur úr umsvifum fjárfestingar- og vogunarsjóða og staðbundin framleiðsluvandamál hafa víðast hvar verið leyst. Því er gert ráð fyrir að álverð mælt í Bandaríkjadal lækki um 3½% á næsta ári. Í spánni í þessu hefti *Penningamála* er hins vegar gert ráð fyrir að álverð hækki um hátt í 7% árið 2010, þegar betra jafnvægi hefur náðst á milli framboðs og eftirspurnar og birgðir minnkað. Útflutningsframleiðsla stóriðju mun á sama tíma aukast um u.þ.b. 6% á næstu tveimur árum. Árið 2011 er hins vegar útlit fyrir um fimmtungs aukningu þegar álverð í Helguvík tekur til starfa.

Frá miðju ári 2004 hefur verð íslenskra sjávarafurða hækkað um því sem næst 30% í erlendra mynt, en óveruleg hækkun hefur orðið frá lokum ársins 2007. Markaðsaðilar búast við verðlækkun helstu afurða á næstu misserum. Minnkandi einkaneysla í helstu viðskiptalöndum í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar á þar hlut að máli og samkeppnisstaða dýrra íslenskra fiskafurða hefur versnað. Það birtist m.a. í því að útflutningur á ferskum fiski með flugi hefur dregist saman. Íslenskar fiskafurðir eru að jafnaði í hærri verðflokki en annað fiskmeti. Á samdráttartímum er hætta á að neytendur snúi sér að ódýrari tegundum. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að verð sjávarafurða hækki um 1½% í ár, lækki um 3% á árinu 2009 en standi í stað árin 2010-2011.

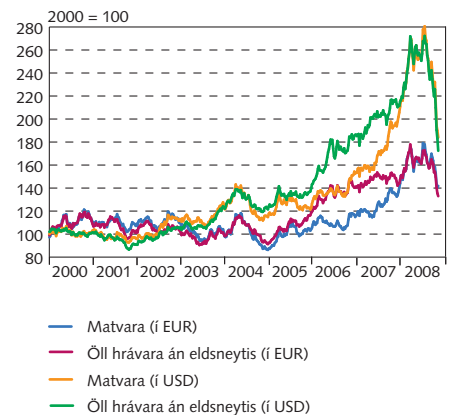
Olíuverð lækkaði um u.þ.b. 30% á fyrri helmingi októbermánaðar. Sérstakur fundur OPEC-ríkjanna er fyrirhugaður um miðjan nóvember og er búist við að ákveðið verði að draga úr framleiðslu til að sporna við áframhaldandi lækkun. Hvort minna framboð dugar til að stöðva verðlækkunina eða snúa henni við á næstu mánuðum ræðst af áhrifum alþjóðlegu fjármálakreppunnar á hagvöxt í heiminum. Spáin gerir ráð fyrir ríflega 6% lækkun olíuverðs á næsta ári en um 2½% árlegri hækkun árin 2010-2011.

Ofangreind þróun mun hafa í för með sér að viðskiptakjör vöru- og þjónustu versna um 1% á næsta ári, til viðbótar við að hafa

Mynd II-4

Hrávöruverð á heimsmarkaði

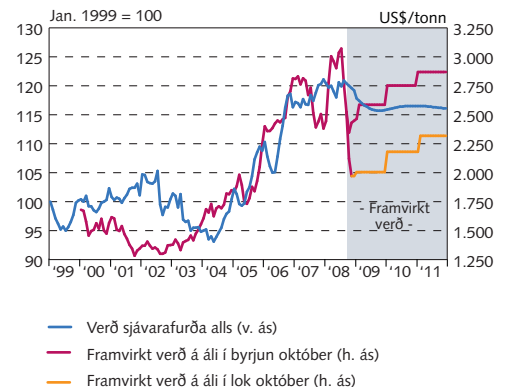
Vikulegar tölur 7. janúar 2000 - 24. október 2008



Heimild: Reuters EcoWin.

Mynd II-5

Verð á sjávarafurðum (í erl. mynt) og áli

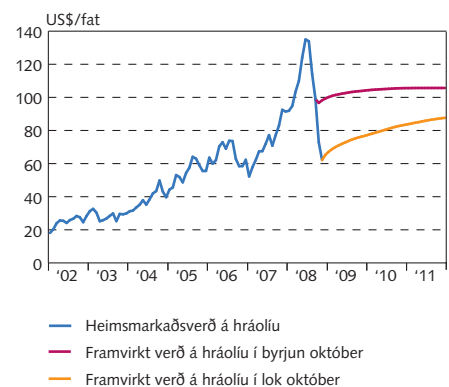


Heimildir: Hagstofa Íslands, London Metal Exchange, NYMEX, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-6

Heimsmarkaðsverð á hráolíu

Mánaðarlegar tölur janúar 2002 - desember 2011



Heimildir: Bloomberg, NYMEX, Reuters EcoWin.

versnað um hátt í 7% á þessu ári. Árið 2010 snýst þetta við en þá er því spáð að viðskiptakjör batni um 1%. Árið 2011 versna þau hins vegar aftur um 1½%.

### Hnökrar á greiðslumiðlun til og frá landinu skaða útflutning

Það sem af er þessu ári hefur útflutningur vaxið verulega. Hins vegar er útlit fyrir að ársvöxtur útflutnings verði neikvæður á fjórða ársfjórðungi vegna vandamála í greiðslumiðlun til og frá landinu í kjölfar gjaldeyriskreppunnar og afar mikils útflutnings á sama ársfjórðungi árið áður. Áætlað er að útflutningsvöxturinn á árinu í heild verði eigi að síður tæplega 10%. Í spánni er gert ráð fyrir að ofangreind vandamál í greiðslumiðlun hafi áhrif á þróun útflutnings nokkuð fram eftir næsta ári. Því er spáð að útflutningur dragist lítillega saman á árinu í heild. Þegar útflutningsverslunin kemst í eðlilegt horf og framleiðsla hefst í væntanlegu álveri í Helgúvík mun útflutningur aukast á ný. Útflutningur verður kjölfestan í efnahagslífinu í kjölfar fjármálakreppunnar og mikilvæg undirstaða efnahagsbata er frá líður.

Tafla II-1 Útflutningur og helstu forsendur fyrir þróun ytri skilyrða

	Breyting frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram <sup>1</sup>			
	2008	2009	2010	2011
Útflutningur vöru og þjónustu	9,6 (4,7)	-0,5 (-1,0)	2,6 (3,9)	5,5
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	-8,1 (-13,0)	-2,9 (-3,0)	0,0 (0,0)	0,0
Útflutningsframleiðsla stóriðju	73,2 (73,3)	4,5 (3,9)	1,7 (1,7)	20,3
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	1,4 (2,5)	-2,9 (0,0)	0,0 (2,0)	0,0
Verð áls í USD <sup>2</sup>	2,3 (1,8)	-3,4 (3,5)	6,8 (1,4)	0,0
Verð eldsneytis í erlendri mynt <sup>3</sup>	50,8 (68,0)	-6,3 (9,3)	2,8 (-0,8)	2,5
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-6,8 (-2,9)	-0,9 (-0,1)	1,1 (0,2)	-1,4
Alþjóðleg verðbólga <sup>4</sup>	4,2 (3,3)	2,6 (2,2)	2,0 (2,1)	2,0
Alþjóðlegur hagvöxtur	2,1 (1,8)	1,1 (1,5)	2,1 (2,0)	2,4
Alþjóðlegir skammtíamavextir (%) <sup>5</sup>	4,3 (4,3)	4,0 (4,2)	4,0 (4,0)	4,0

1. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamálum* 2008/2. 2. Spá byggð á framvirku álverði. 3. Spá byggð á framvirku eldsneytisverði. 4. Spá frá *Consensus Forecasts*. 5. Spá byggð á vegnu meðaltali framvirkra vaxta helstu viðskiptalanda Íslands.

Heimildir: Alþjóðgjalddeyrissjóðurinn, Bloomberg, Consensus Forecasts, Hagstofa Íslands, New York Mercantile Exchange, Seðlabanki Íslands.

## Rammagrein II-1

### Alþjóðlega fjármálakreppan dýpkar enn

Segja má að alþjóðlega fjármálakreppan hafi hafist í kjölfar endaloka bandarísku húsnæðisbólunnar. Þegar hún sprakk komu í ljós veikleikar svokallaðra undirmálslána og óráðsía þeim tengd. Vanskil þeirra jukust og sumarið 2007 ákváðu helstu matsfyrirtæki að lækka mat á fjármálaafurðum sem innihéldu undirmálslán. Upp úr því urðu ýmsir bankar beggja vegna Atlantshafsins fyrir tapi. Northern Rock í Bretlandi lenti fyrstur í lausafjávanda og leitaði á náðir breskra stjórnvalda. Frétt um það lak út og gert var áhlaup á bankann í september 2007, sem að lokum leiddi til þess að bankinn var þjóðnýttur í febrúar 2008.

Áhlaupið á Northern Rock var hið fyrsta á breskan banka frá því um miðja nítjándu öld og fyrsta meiri háttar áhlaup á bankastofnun á Vesturlöndum frá því snemma á áttunda áratug síðustu aldar. Við þær aðstæður sem ríkt hafa að undanfögnu hefur hætta á áhlaupum á fjármálastofnanir aukist verulega. Til að draga úr líkum á áhlaupum



hafa stjórnvöld margra landa gefið út yfirlýsingar um að hið opinbera tryggji innstæður á innlánsreikningum í viðskiptabönkum langt umfram það sem lög og reglur hafa gert ráð fyrir.

Í Bandaríkjunum varð fjárfestingarbankinn Bear Stearns fyrsta stóra fórnarlambið. Hann hafði komist í mikinn lausafjórvara sem var leystur með því að JP Morgan Chase tók bankann yfir í mars 2008 með aðstoð bandaríska seðlabankans. Var aðstoðin rökstudd með tilvísan í kerfislægt mikilvægi Bear Stearns og alvarleg áhrif þess á verðbréfamarkaði ef reynt yrði að selja eignir bankans í skyndingu.

Vandamál fjármálakerfisins var hins vegar ekki takmarkað við of miklar lánveitingar undirmáslána. Gnægð lausafjár, sögulega lágir vextir og mikið fjármagnsstreymi til Bandaríkjanna og annarra landa leiddu til sívaxandi áhættusækni, aukinnar skuldsetningar og þróunar flókinna og ógagnsærra fjármálavafninga (sjá nánar um upphaf bandarísku undirmáslánakreppunnar í rammagrein II-1 í *Peningamálum 2008/1*).

Síðastliðið sumar jókst fjármálaóróleikinn enn frekar. Fasteignaverð lækkaði áfram og það dró úr hagvexti í Bandaríkjunum og víðar. Þessar aðstæður juku á óvissu um getu fjármálafyrirtækja til þess að standa af sér erfitt efnahagsástand. Fjárfestar og lánardrottnar misstu trú á ákveðnum fyrirtækjum og erfiðara varð fyrir þau að fjármagna sig. Gengi hlutabréfa skráðra fyrirtækja fór lækkandi. Ríkisstyrktu íbúðalánafyrirtækin Fannie Mae og Freddie Mac, fjárfestingarbankinn Lehman Brothers og stærsta tryggingafyrirtæki Bandaríkjanna, American International Group (AIG) voru meðal þeirra fjármálafyrirtækja sem verst urðu úti.

Snemma á árinu höfðu áhyggjur magnast af greiðsluvandræðum Fannie Mae og Freddie Mac, sem eiga umtalsverðan hluta ótryggra veðlána í Bandaríkjunum og höfðu takmarkað eigið fé til að ganga á. Til að koma í veg fyrir að lægðin á fasteignamarkaðnum dýpkaði enn kom Seðlabanki Bandaríkjanna þeim til hjálpar um miðjan júlí, með því m.a. að veita þeim aðgang að lágvaxtalánum á svipuðum kjörum og viðskiptabankar fengu og með því að afnema bann ríkissjóðs á því að kaupa hlutabréf í ríkisstuddum fyrirtækjum. Aðgerðin bar þó ekki tilætlaðan árangur. Ótti fjárfesta við gjaldprot félaganna magnaðist enn, ekki síst áhyggjur af keðjuverkandi áhrifum greiðsluvanda þeirra á þau fjármálafyrirtæki og stofnanir um allan heim sem höfðu fjárfest í skuldabréfum þeirra. Í september var staðan orðin það slæm að bandaríska ríkið yfirtók rekstur, eignir og skuldir beggja lánastofnanna.

Næst til að lenda í verulegum skakkaföllum voru Lehman Brothers og AIG. Eins og íbúðalánafyrirtækin voru þessi fyrirtæki stór og mjög svo samofin bandaríska fjármálamarkaðinum. Fyrst var reynt að leysa vandann með aðkomu fjárfesta úr einkageiranum, en án árangurs. Aðkoma hins opinbera að Lehman gekk heldur ekki, þar sem fyrirtækið hafði ekki næg veð til þess að tryggja endurgreiðslu láns frá seðlabankanum. Þrátt fyrir stærð bankans mátu stjórnvöld það svo að ekki væri rétt að reyna að bjarga honum og kusu að takast á við áhrifin af falli bankans á fjármálastöðugleika. Hins vegar var það metið svo að gjaldprot AIG myndi hafa veruleg áhrif á fjármálastöðugleika heimsins og efnahagsþróun í Bandaríkjunum. Fyrirtækið er umfangsmikill útgefandi skuldatrygginga og þrot þess hefði neytt fjölda fjármálastofnana til að leggja fram mikið fjármagn sem hefði reynst erfitt í því árferði sem nú ríkir. Því var ákveðið um miðjan september að veita tryggingafélaginu lán til þess að bjarga því frá gjaldproti.

Áhrif falls Lehman Brothers, erfiðleikar AIG og vaxandi áhyggjur af hagvexti í Bandaríkjunum og víðar juku verulega óróa á fjármálamörkuðum heimsins. Gengi hlutabréfa féll hratt. Miklar úttektir úr helstu peningamarkaðssjóðum Bandaríkjanna lokuðu fyrir enn eina lánsfjáruppsprettu fjármálafyrirtækja. Kostnaður við

skammtímalán rauk upp úr öllu valdi og lausafjármagn þurrkaðist upp á lánsfjármörkuðum. Viðbrögðin stóðu ekki á sér. Brunaútsala eigna, hækkun vaxtaálags og skuldatryggingarálags náðu nýjum methæðum. Lánveitingar á milli fjármálastofnana nánast stöðvuðust og fjárfestingarbankar, sem eru sérlega viðkvæmir fyrir skertu aðgengi að lánsfé vegna hás skuldahlutfalls, lentu í verulegum vandræðum. Minna fjármagnsstreymi til heimila og fyrirtækja vegna fjármálakreppunnar og lausafjávandi fjármálafyrirtækjanna hefur mikil neikvæð áhrif á raunhagkerfið og dregur þar með enn frekar úr hagvexti.

Vandinn breiddist hratt út. Á sama tíma og Lehman Brothers stefndi í gjaldþrot var útlitið ekki gott fyrir annan fjárfestingarbanka, Merrill Lynch. Ljóst var að gjaldþrot Lehman Brothers myndi hafa veruleg áhrif á stöðu Merrill Lynch. Því varð úr að Bank of America yfirtók Merrill Lynch og forðaði honum þar með frá þroti. Í kjölfarið sóttu einu eftirlifandi fjárfestingarbankarnir á Wall Street, Goldman Sachs og Morgan Stanley, um leyfi til að breyta sér í viðskiptabanka, sem Seðlabanki Bandaríkjanna samþykkti. Með samþykktinni öðluðust bankarnir leyfi til að taka við almennum innlánum auk þess sem þeir heyra nú undir eftirlit bandaríska seðlabankans á sama hátt og aðrir bankar.

Með breytingunum urðu einnig kaflaskil í bandarískri bankasögu með lokum 75 ára sögu fjárfestingarbanka á Wall Street. Undanfarin ár hafa fjárfestingarbankar á Wall Street skilað mjög góðri ávöxtun en í kjölfar lánsfjárekreppunnar hefur hagur þeirra versnað til muna á örskömmum tíma. Eftir neyðarbjörgun á Bear Stearns og Merrill Lynch, auk gjaldþrots Lehman Brothers í september, vöknudu miklar efasemdir um viðskiptalíkan fjárfestingarbanka vestanhafs. Fjárfestar virðast hafa misst trú á getu fjárfestingarbanka til að takast á við áföll þar sem skuldsetning þeirra er meiri en hefðbundinna banka og þeir njóta að auki ekki þess öryggis sem hefðbundin innlán eru talin veita.

Í lok september komst enn einn risabankinn í Bandaríkjunum í þrot, Washington Mutual. Í september hafði svo mikið fé verið tekið út úr bankanum að gífurlegur lausafjárskortur myndaðist og taldi bankaeftirlitið hann kominn í þrot. Var það stærsta gjaldþrot viðskiptabanka í sögu Bandaríkjanna, en bankinn var í hópi stærstu lánveitenda undirmáslána. Kröfuhafar í bankanum urðu fyrir miklu tapi.

Fjármálakreppan hefur ekki einskorðast við bandarískar fjármálastofnanir. Bankar og fjármálafyrirtæki víðast hvar í Evrópu hafa einnig átt á brattann að sækja. Álag hefur aukist í Evrópu og húsnæðisverð í sumum löndum álfunnar hefur lækkað eftir því sem dregið hefur úr hagvexti og framboði lánsfjár. Því hefur verið erfitt fyrir fjármálastofnanir að afla fjár. Jafnframt hefur sala eigna orðið erfið og verð þeirra lækkað. Ótti við gjaldþrotahrinu eins og í Bandaríkjunum hefur aukið á áhyggjur manna af stöðu ýmissa fjármálafyrirtækja. Hefur það haft afar neikvæðar afleiðingar fyrir fjármálamarkaði. Brugðist hefur verið við vandanum með yfirtöku og sameiningu fyrirtækja víða í Evrópu.

Eftir að hafa yfirtekið Northern Rock hafði breska ríkið milligöngu um neyðaryfirtöku Lloyds TSB á HBOS, auk þess sem Bradford & Bingley, einn stærsti húsnæðislánveitandi landsins, var þjónnýttur þegar markaðsaðstæður urðu félaginu of erfiðar. Í Þýskalandi fékk Hypo Real Estate, næststærsti lánveitandi landsins, lán frá stjórnvöldum til að bjarga félaginu frá gjaldþroti. Í Belgíu var stærsta bankanum, Fortis, forðað frá falli með því að ríkið keypti 49% hlut í belgíska hluta bankans, ríkisstjórn Hollands keypti svipaðan eignarhlut í hollenska hluta bankans og yfirvöld í Lúxemborg útveguðu Fortis í Lúxemborg lán. Ýmis önnur fjármálafyrirtæki víðs vegar í Evrópu hafa átt í vandræðum, þ.m.t. í Frakklandi og í Danmörku.

### Aðgerðaráætlanir stjórnvalda

Seðlabankar víðast hvar hafa brugðist hratt við og veitt auknu lausafé inn á markaði með ýmsum hætti. Bandaríski seðlabankinn hefur annars vegar aukið fjármagn í umferð til þess að spyrna við lausafjárkreppunni og hins vegar lækkað stýrivexti til að sporna við niðursveiflu í efnahagslífinu. Bankinn hefur kynnt ýmsar nýjar leiðir til að veita lausu fé inn í fjármálakerfið til skemmri og lengri tíma og vega upp á móti lánsfjárþurrð á hefðbundnum mörkuðum. Bankinn hefur einnig reynt að koma lánsfjármörkuðum af stað á nýjan leik, t.d. með því að veita tímabundna ábyrgð á innstæðum peningamarkaðssjóða og með kaupum á tryggum fyrirtækja- og bankabréfum.

Hefðbundnar og óhefðbundnar peningamálaaðgerðir bandaríska seðlabankans og yfirtaka á stórum fjármálastofnunum hafa fram til þessa ekki dugað til að tryggja stöðugleika fjármálakerfisins heldur hafa frekari aðgerðir af hálfu hins opinbera þurft að koma til. Í byrjun október samþykkti Bandaríkjaping lög um stofnun sjóðs til aðstoðar bankakerfinu. Lögin veita ríkinu heimild til að verja allt að 700 ma. Bandaríkjadala til að kaupa vanskilalán af bönkum og hlutfé án atkvæðisréttar í fjármálastofnunum.

Í upphafi var það breska ríkið sem reið á vaðið í byrjun október með þá ákvörðun að grípa inn í með meira afgerandi hætti. Í kjölfarið fylgdu evrulöndin og síðar Bandaríkin. Breska ríkisstjórnin tilkynnti að hún hefði ákveðið að kaupa forgangshlutabréf í breskum bönkum fyrir 50 ma. sterlingspunda til að koma í veg fyrir áframhaldandi hrun á fjármálamarkaði þar í landi. Þeir bankar sem þessar áætlanir ríkisstjórnarinnar um þjóðnýtingu ná til að hluta eru Royal Bank of Scotland, Barclays og Nationwide Building Society. Auk þess að kaupa forgangshlutabréf ætla Englandsbanki að lána bönkunum 200 ma. sterlingspunda samkvæmt sérstakri lausafjáráætlun. Evrulöndin hafa einnig gripið inn í á sínum fjármálamörkuðum. Þýska ríkisstjórnin mun veita töluverðu fjármagni í bankaábyrgðir, sérstaklega á millibankamarkaði. Vonir standa til að ríkisábyrgðin nægi til þess að bankarnir geti aukið eigið fé sitt á markaði og þurfi ekki frekari aðstoð. Um 80 ma. evra verður varið til fjárfestingar í fjármálastofnunum sem hafa ekki náð að fjármagna sig á annan hátt. Frönsk stjórnvöld hafa ítrekað lýst því yfir að engum frönskum banka verði leyft að fara í gjaldþrot. Þau hafa stofnað tvo sjóði, annar mun vera fyrir ríkisábyrgðir á millibankamarkaði, hinn til að hjálpa fjármálastofnunum í erfiðleikum með því að ríkið geti keypt í þeim hlut. Tilkynnt hefur verið um björgunaraðgerðir hjá flestum evrulöndum en umfang þeirra og fjármagn er misjafnt eftir löndum. Algengast hefur verið að ríkisstjórnir lofi að tryggja innlán banka. Mörg lönd hafa einnig lofað ríkisábyrgð á ný lán banka, þar með talin millibankalán, í ákveðinn tíma. Einnig ákvað t.d. spænska ríkisstjórnin að veita fé til þess að kaupa eignir af þarlendum bönkum og auka þannig getu þeirra til útlána. Þessu til viðbótar tóku seðlabankar Bandaríkjanna, Bretlands, evrusvæðisins, Kanada, Sviss og Svíþjóðar sig saman og lækkuðu allir stýrivexti sína um hálfa prósentu í byrjun október.

Rót þess vanda sem fjármálakerfi heimsins stendur frammi fyrir liggur í áhættu sem safnaðist upp á löngu tímabili lágra vaxta og lausafjárgróttar. Eins og í flestum fyrri fjármálakreppum leiddu þessar aðstæður smám saman til þess að traust fjárfesta og almennings á styrk fjármálastofnana og fjármálamarkaða brast. Sum lönd voru berskjaldaðri en önnur. Fyrsta skrefið í lausn vandans er að vekja að nýju nægilegt traust á fjármálastofnanir. Það verkefni er erfitt, ekki síst vegna fyrirsjáanlegrar efnahagslægðar á Vesturlöndum. Efnahagssamdrátturinn hófst áður en umrótið á fjármálamörkuðunum varð jafn alvarlegt og það hefur verið undanfarnar vikur. Framvinda á húsnæðismarkaði í Bandaríkjunum er

áfram ein af helstu ástæðum þess að raunhagkerfið stendur höllum fæti og jafnframt fjármálakerfið í heild. Verulega hefur hægt á vexti einkaneyslu, fjárfestingar og vinnumarkaðar. Það mun því taka lánamarkaði töluverðan tíma að lifna við á ný. Með hjaðnandi vexti landsframleiðslu víðast hvar verður útflutningur ekki jafn mikil lyftistöng hagvaxtar og áður. Lækkandi olíuverð og hrávöru- og matvælaverð mun þó hafa jákvæð áhrif á kaupmátt almennings.



### III Fjármálaleg skilyrði

Meginviðfangsefni stjórnvalda og Seðlabankans í kjölfar fjármálakreppunnar er að endurreisa bankakerfið og tryggja að markaðir sem gegna mikilvægu hlutverki í miðlun peningastefnunnar komist sem fyrst í eðlilegt horf. Brýnasta verkefnið fyrst í stað er að koma á eðlilegum skuldabréfa- og gjaldeyrisviðskiptum og tryggja virka verðmyndun. Efling gjaldeyrisforðans með aðstoð Alþjóðagjaldeyrisjóðsins og annarra gegnir þar mikilvægu hlutverki ásamt trúverðugri efnahagsstefnu, sem er forsenda þeirrar aðstoðar.

#### Innlendir fjármálamarkaðir óstarfhæfir

Eftir verulega gengislækkun framan af ári féll gengi krónunnar hratt í aðdraganda og kjölfar þess að bankarnir komust í þrot. Í lok september var skráð gengi evru hjá Seðlabankanum 60% hærra og gengi Bandaríkjadals 64% hærra gagnvart krónu en um áramótin, en sveiflur hafa verið miklar síðan og gengið haldið áfram að lækka. Þessar tölur segja þó ekki alla söguna, því gripið var til viðtækra takmarkana á gjaldeyrisviðskiptum auk þess sem samband innlends gjaldeyrismarkaðar við umheiminn rofnaði við þrot íslensku bankanna. Í kjölfarið má segja að íslenskur gjaldeyrismarkaður hafi algerlega lokast.

Vandamál hafa einnig verið til staðar á millibanka- og vaxta-skiptamarkaði með krónur. Þetta hefur augljóslega skapað alvarleg vandamál fyrir mótun peningastefnunnar enda er eðlileg starfsemi þessa markaða lykilforsenda fyrir virkni fjármálamarkaða og þar með miðlun peningastefnunnar.

#### Ráðstafanir Seðlabankans til að koma gjaldeyrisviðskiptum í eðlilegt horf

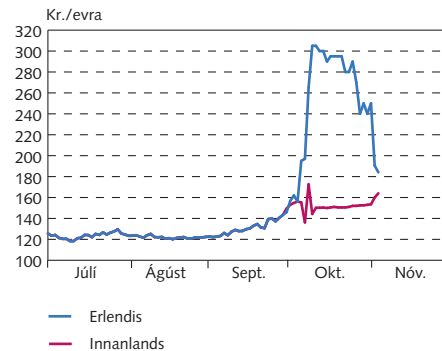
Fyrr á árinu hafði verið gripið til ýmissa ráðstafana til að stemma stigu við útfærði erlends fjármagns. Stýrivextir voru hækkaðir, útgáfa ríkisskuldabréfa og innstæðubréfa aukin og leitað leiða til að efla gjald-eyrisforðann. Með hrúni bankakerfisins brustu hins vegar algerlega forsendur fyrir starfsemi millibankamarkaðar með gjaldeyri. Þar með var skrúfað fyrir flæði erlends gjaldeyris inn á markaðinn. Gripið var til þess ráðs að koma á fót uppboðsmarkaði með evrur til þess að koma gjaldeyrisviðskiptum af stað á ný. Gjald-eyrisskortur skapaðist þar sem lokað var fyrir erlendar lánalínur og útflytjendur áttu í erfiðleikum með að koma gjaldeyri inn í landið. Komið var á tíma- bundnum gjaldeyrishöftum í formi tilmæla Seðlabankans um temprun gjaldeyrisútfærðis.

Daglega er haldið uppboð sem veitir vísbendingu um gengi íslensku krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum. Gengi krónunnar í uppboðinu ræðst af framboði og eftirspurn. Fyrstu daga uppboðsins var eftirspurn eftir gjaldeyri mikil enda hafði gjaldeyrismarkaðurinn verið óstarfhæfur um tíma. Aukin eftirspurn kann einnig að hafa stafað af því að innflytjendur hafi þurft að gera upp við erlenda birgja, sem í auknum mæli krefjast staðgreiðsluviðskipta í ljósi aðstæðna hér á landi. Matvara, lyf, olíuvörur og opinber kostnaður hafa haft forgang og mælst hefur verið til þess að fjármálastofnanir forðist að nýta gjaldeyri sem kemur inn í bankana til fjármálatengdra gjaldeyrisviðskipta.

Mynd III-1

Tvöfaldur gjaldeyrismarkaður íslensku krónunnar<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. júlí 2008 - 4. nóvember 2008



1. Erlendis er miðað er við meðalverð krónunnar.

Heimildir: Fjárfestingabankar, Reuters Matching, Seðlabanki Íslands.

Skömmtun gjaldeyris hefur í för með sér tvöfaldan gjald-eyrismarkað. Einhver viðskipti hafa átt sér stað utan hins formlega markaðar, bæði innanlands og utan. Þeir sem ekki hafa aðgang að erlendum gjaldeyri eru reiðubúnir að kaupa gjaldeyri á hærra verði en fæst á hinum formlega markaði. Erlendar bankastofnanir hafa skráð gengi krónunnar mun lægra en það var skráð hér á landi. Handhafar erlends gjaldeyris, t.d. útflutningsfyrirtæki, hafa ekki haft hag af því að flytja gjaldeyri heim umfram brýnar þarfir á skráðu gengi Seðlabankans. Nauðsynlegt er því að aflétta sem fyrst hömlum á gjaldeyrisviðskiptum þannig að gengi krónunnar ráðist af framboði og eftirspurn. Fyrr verður traust ekki fyllilega endurvakið á gjaldeyrismarkaði.

### **Nauðsynlegt að gera útflutningsfyrirtækjum kleift að flytja gjaldeyri til landsins**

Gjaldeyristekjur vegna útflutnings skiluðu sér treglega inn í landið fyrst eftir fall bankanna. Í fyrstu var brugðist við með breytingum á greiðsluferfum til þess að einfalda og tryggja gjaldeyrisflæði frá útflutningsfyrirtækjum til landsins. Meðal annars var erlendum greiðslum til viðskiptavina gömlu bankanna beint í gegnum Seðlabankann auk þess sem hann gaf út yfirlýsingu þess efnis að hann tryggði að allar greiðslur sem erlendir bankar sendu um reikninga hans skiluðu sér til innlends viðtakanda.

Til lengri tíma litið skiptir mestu að nægur hvati sé fyrir útflutningsfyrirtæki til þess að flytja erlendir tekjur til landsins. Ef gjaldeyrir er skammtaður á gengi sem ekki jafnar framboð og eftirspurn verður til tvöfaldur gjaldeyrismarkaður og fjölgengi. Þeir sem ráða yfir erlendum gjaldeyri geta fengið fleiri krónur fyrir hann með því að eiga viðskipti utan hins formlega gjaldeyrismarkaðar. Hinn óformlegi gjaldeyrismarkaður gefur vísbendingu um að gengi krónu þurfi að vera lægra til þess að jafna framboð og eftirspurn. Útflytjendur hafa hag af því að fresta því að kaupa krónur eins lengi og auðið er enda leiða verðbólguáhrif gengislækkunar til slakrar eða neikvæðrar raun-ávöxtunar á innlendar fjáreignir. Takmarkanir á útflyði leiða einnig til þess að handhafar gjaldeyris eru tregir til að skila gjaldeyri inn á markaðinn umfram það sem brýn nauðsyn ber til. Ólíklegt er því að gjaldeyri fari að streyma inn á markaðinn í ríkum mæli fyrr en höft á útstreymi hafa verið afnumin og traust á fjármálakerfið og stefnuna í gegnismálum hefur verið endurvakið.

### **Verulegt útflyði gæti orðið á gjaldeyri við fullt afnám gjaldeyrishafta**

Vandamál tengd opnun gjaldeyrismarkaðar felast einnig í stórum krónueignum erlendra sem innlendra aðila. Við núverandi aðstæður geta erlendir fjárfestar ekki lokað stöðum sínum hér á landi. Þegar aðgangur fjárfesta að gjaldeyri eykst getur því myndast töluverður þrýstingur á gengi krónunnar. Fyrir fjármálakreppuna áttu erlendir aðilar og fjármálafyrirtæki m.a. rúmlega 400 ma.kr. í skuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs það er ríkisbréfum, innstæðubréfum, íbúðabréfum, húsnaðisbréfum og húsbréfum. Þegar krónan fer á flot gætu margir erlendir fjárfestar kosið að loka stöðum sínum og gengi krónunnar því fallið umtalsvert. Áhrifin yrðu þó tímabundin að því tilskildu að rekin



sé trúverðug efnahags- og peningastefna og nægur gjaldeyrisforði sé til þess að styðja við gjaldeyrismarkaðinn. Eftir tímabil úttflæðis munu skuldabréf í krónum að endingu hafna í höndum þeirra sem vilja halda þeim í von um góða ávöxtun vegna styrkingar krónunnar. Þá munu skapast forsendur fyrir hraða styrkingu krónunnar.

### Endurreisa þarf skuldabréfamarkaðinn

Viðskiptavakt með íslensk ríkisskuldabréf hefur ekki verið virk síðan 7. október sl. Mikilvægt er að þetta lagist, því að án virkrar verðmyndunar á ríkisskuldabréfum verður verðmyndun á öðrum mörkuðum ekki virk heldur. Brýnt er að nýir viðskiptavakar komi inn á markaðinn sem fyrst og unnið er að því í Seðlabankanum að svo geti orðið.

Ávöxtunarkrafa skuldabréfa með ábyrgð ríkisins lækkaði mikið vegna aukinnar eftirspurnar og flóttu í öruggar eignir en sú lækkun hefur nú að einhverju leyti gengið til baka. Ljóst er að framboð ríkistryggðra bréfa mun þurfa að aukast á næstu misserum. Vegna falls bankanna mun ríkið þurfa að taka á sig auknar skuldbindingar vegna endurfjármögnunar þeirra sem og fyrirsjáanlegs hallarekstrar á næstu árum. Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa mun því væntanlega hækka á næstu misserum þrátt fyrir mikla eftirspurn. Aukið framboð ríkisskuldabréfa og hagstæð ávöxtun þeirra ætti að stuðla að sterkari krónu þegar fram í sækir, sem er mikilvægasta markmið peningastefnunnar um þessar mundir.

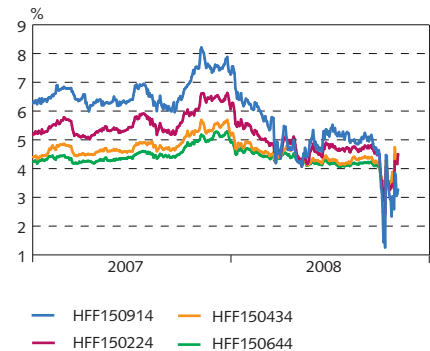
### Eftirspurn eftir lausafé mikil

Eftirspurn eftir lausafé frá Seðlabankanum jókst fram eftir árinu meðal annars vegna aukinnar útgáfu innstæðu- og ríkisbréfa sem minnkar framboð lausafjár. Síðustu dagana fyrir hrun bankakerfisins mátti sjá mikla aukningu á veðlánnum og daglánnum hjá Seðlabankanum. Eftirspurnin er enn mikil, en í kjölfar þrots þriggja stærstu bankanna hefur þeim bréfum fækkað sem teljast veðhæf í þessum viðskiptum. Inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði, m.a. með daglegum uppboðum sínum, minnka enn frekar laust fé á markaði. Því er nauðsynlegt að sjá til þess að aðgerðir til að auka aðgengi að erlendum gjaldeyri leiði ekki til óeðlilegs skorts á íslenskum krónum. Hafa þarf þetta sérstaklega í huga þar til að markaðir verða skilvirkari. Aðgangur að lausafé má þó ekki vera svo greiður að hann vinni á móti uppboðsmarkaði Seðlabankans og leiði til gjaldeyrisústreymis.

Greitt aðgengi að erlendu lánsfé var mikilvægur drifkraftur upp-sveiflunnar í þjóðarþúskapnum undangengin ár. Vextir og vaxtaálag voru í sögulegu lágmarki á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum og nýjar fjármálaafurðir nutu vaxandi vinsælda. Innlend fyrirtæki nýttu sér hagstæð lánskjör og greitt aðgengi að lánsfé til umfangsmikillar fjárfestingar á erlendum mörkuðum og innanlands í húsnæði og hlutabréfum. Í kjölfarið hækkaði eignaverð hröðum skrefum, hvort sem lítið var til hlutabréfaverðs, húsnæðisverðs eða gengis krónunnar. Fyrir vikið varð aðgengi að lánsfé enn greiðara. Þeir sem tóku mesta áhættu uppskáru mest. Ríkur hvati var til aukinnar skuldsetningar og heimili og fyrirtæki gengu á lagið þrátt fyrir aðvörunarorð. Veður skipuðust hins vegar skjótt í lofti. Lánsfé varð skyndilega torfengið og lokun lánalína varð bankakerfinu að lokum að falli.

Mynd III-2

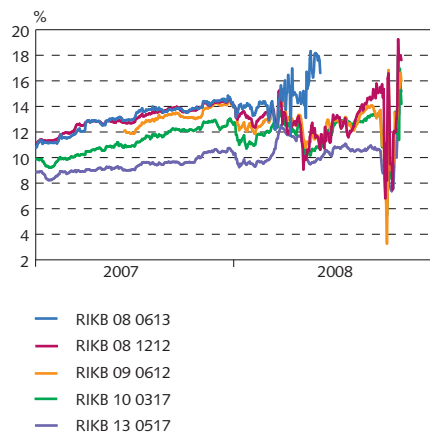
Ávöxtun verðtryggðra langtímaskuldabréfa  
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 3. nóvember 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa  
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 3. nóvember 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Rammagrein III-1

## Innlent eignaverð og lausafjárvisitala Englandsbanka

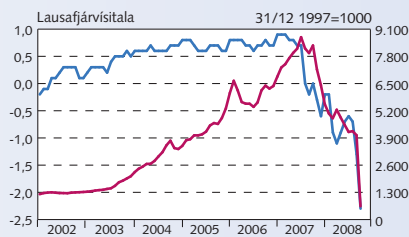
Auðsótt lánsfé undanfarin ár endurspeglaði að sumu leyti takmarkað peningalegt aðhald seðlabanka í heiminum en einnig ríkulegt framboð lausafjár á skuldabréfamarkaði fyrir tilstilli verðbréfunar (e. securitisation). Síðan alþjóðlega fjármálakreppan hófst í fyrra hafa lausafjárþrengingar sagt til sín sem birtast m.a. í því að fjármögnun fjármálafyrirtækja er verulegum erfiðleikum bundin og seljanleiki á mörkuðum hefur orðið að engu. Englandsbanki birtir reglulega lausafjárvisitölu sem ætlað er að gefa vísbendingu um hversu auðsótt er að koma eignum í verð án þess að markaðsverð verði fyrir verulegum áhrifum, sem aftur hefur veruleg áhrif á aðgengi almennings, fyrirtækja og banka að lánsfé. Hér að neðan er þróun lausafjárvisitölnnar sýnd og sett í samhengi við þróun innlands hlutabréfaverðs, húsnæðisverðs og gengi krónunnar. Eins og sjá má eru nán tengsl milli aðgengis að alþjóðlegu lausafé og þeirrar eignabólu sem myndast hefur hér á landi á undanförunum árum.

Mynd 1  
Lausafjárvisitala Englandsbanka<sup>1</sup>  
Daglegar tölur 1. janúar 1992 - 17. október 2008



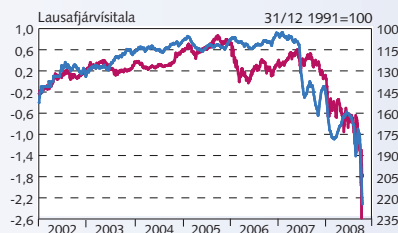
1. Lausafjárvisitalan sýnir fjölda staðalfrávikna frá meðaltali. Hún er einfalt óvegið meðaltal níu lausafjármælikvarða, normaliseruð út frá meðaltalsgildi 1999-2004. Sjá rammagrein 2 í Fjármálastöðugleikaskýrslu Englandsbanka, apríl 2007.  
Heimild: Englandsbanki.

Mynd 2  
Lausafjárvisitala Englandsbanka og  
Úrvalsvisitala Kauphallar Íslands  
Mánaðarlegar tölur, janúar 2002 - október 2008



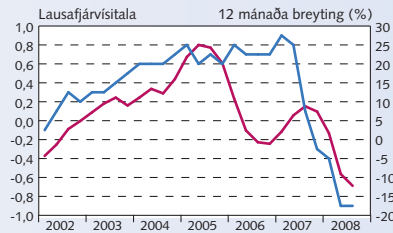
— Lausafjárvisitala Englandsbanka (v. ás)  
— Úrvalsvisitala Kauphallar Íslands (h. ás)  
Heimildir: Englandsbanki, Kauphöll Íslands.

Mynd 3  
Lausafjárvisitala Englandsbanka  
og gengisvisitala krónunnar  
Daglegar tölur 1. janúar 2002 - 17. október 2008



— Lausafjárvisitala Englandsbanka (v. ás)  
— Gengisvisitala krónunnar (andhverfur, h. ás)  
Heimildir: Englandsbanki, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4  
Lausafjárvisitala Englandsbanka  
og þróun húsnæðisverðs að raunvirði  
1. ársfj. 2002 - 3. ársfj. 2008



— Lausafjárvisitala Englandsbanka (v. ás)  
— Þróun húsnæðisverðs að raunvirði (h. ás)  
Heimildir: Englandsbanki, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Undanfarin ár hefur Seðlabankinn spáð verulegum samdrætti í þjóð-  
arbúskapnum og versnandi lífskjörum en vegna banka- og gjald-  
eyriskreppunnar mun samdrátturinn verða meiri en áður var talið.  
Efnahagslægingin verður hin dýpsta frá lokum seinni heimsstyrjaldar  
samkvæmt grunnspánni sem lýst er hér á eftir. Mikil óvissa er þó  
um dýpt hennar. Það ræðst að miklu leyti af því hve skjótt tekst að  
vekja á ný traust á krónuna og koma á stöðugleika í gengismálum.  
Efnahagsreikningur heimila og fyrirtækja hefur orðið fyrir miklum  
skakkaföllum vegna gengislækkunarinnar, aukinnar verðbólgu og  
lækkunar eignaverðs sem teflir greiðslugetu margra þeirra í tvísýnu og  
magnar samdrátt eftirspurnar. Endurfjármögnun fjármálakerfisins mun  
einnig kosta ríkissjóð umtalsvert fé, sem að lokum mun falla á heimili  
og fyrirtæki í landinu í formi hærri skatta, hærri vaxta og aðhalds í  
útgjöldum. Því er spáð að innlend eftirspurn dragist saman um u.þ.b.  
17½% á næsta ári. Samdráttur innflutnings og sterkur útflutningur  
tempra samdrátt landsframleiðslu.<sup>1</sup>

### Samdráttur landsframleiðslu á næsta ári gæti orðið hinn mesti á einu ári síðan mælingar hófust

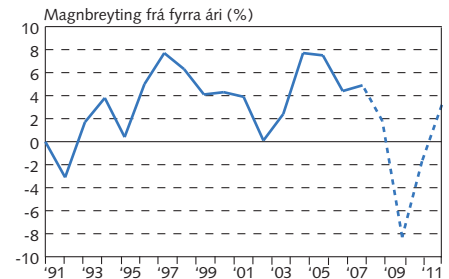
Reynsla margra annarra landa af fjármálakreppum er að eftir snarpan  
samdrátt sæki hagvöxtur fljótt í sig veðrið á nýjan leik (sjá rammagrein  
IV-1, bls. 24-25). Í grunnspánni er gert ráð fyrir að samdráttur verði í  
meira lagi samanborið við aðrar fjármálakreppur. Þrennt gæti bent til  
langvinnari eða dýpri samdráttar hér á landi en í meðalfjármálakreppu.  
Í fyrsta lagi var hlutfallsleg stærð bankakerfisins hér gagnvart þjóðar-  
búskapnum meiri en í nokkru öðru landi sem hefur lent í fjármála-  
kreppu. Í öðru lagi fór stærri hluti bankakerfisins í þrot en í flestum  
öðrum kreppum. Í þriðja lagi sýnir reynslan að eftir því sem vöxtur  
útlána og eignaverðs er meiri í aðdraganda fjármálakreppu, því dýpri  
og langvinnari verður samdráttur einkaneyslu og fjárfestingar í kjölfar  
hennar.<sup>2</sup> Á móti kemur að í litlu og opnu hagkerfi kemur stærri hluti  
aðlögunarinnar fram í snörpum samdrætti innflutnings án þess að það  
hafi marktæk áhrif á heildareftirspurn í viðskiptalöndunum. Það hjálpar  
þjóðarbúskapnum að rétta sig af í kjölfar áfalla þótt samdráttur í  
helstu viðskiptalöndum gæti vegið þar á móti.

Því er spáð að landsframleiðsla dragist saman um u.þ.b. 8½%  
á næsta ári og tæplega 2% til viðbótar árið 2010, þrátt fyrir lítilegan  
vöxt innlendrar eftirspurnar á því ári. Gert er ráð fyrir rúmlega 3%  
hagvexti árið 2011, sem að mestu má rekja til hagstæðrar þróunar  
utanríkisviðskipta.

### Einkaneysla dregst mikið saman vegna lækkandi eignaverðs, vaxandi skulda, lægri tekna og minni atvinnu

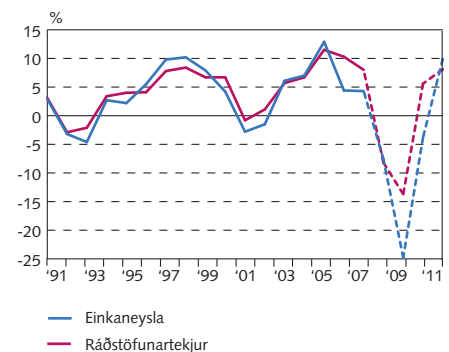
Á undanförunum árum lagðist allt á sömu sveif við að kynda undir  
einkaneyslu. Eignaverð hækkaði hratt, ráðstöfunartekjur og atvinna

Mynd IV-1  
Hagvöxtur 1991-2011<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2  
Þróun einkaneyslu og  
ráðstöfunartekna 1991-2011<sup>1</sup>



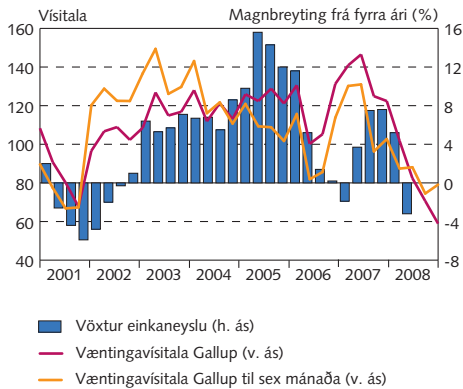
1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Nánara yfirlit yfir þjóðhagsspá er að finna í viðauka 1, bls. 40.  
2. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2008). „Financial Stress and Economic Downturns“, 4. kafli, í *World Economic Outlook*, október 2008.

Mynd IV-3

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup<sup>1</sup>

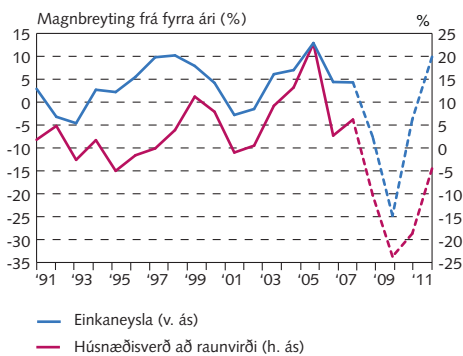
1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2008



1. Miðað er við þriggja mánaða meðaltal væntingavísitölu Gallup. Gildi vísitölu á 4. ársfj. 2008 er fyrir október. Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands.

Mynd IV-4

Próun einkaneyslu og raunvirðis húsnaðis 1991-2011<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

júkust ört og framboð lánsfjár var ríkulegt. Þessir drifkraftar tóku að missa máttinn fyrr á þessu ári og nú hafa þeir snúist í andhverfu sína. Heimilin horfa fram á ört vaxandi atvinnuleysi, lækkun íbúðaverðs, tap á hlutabréfum og sparnaði í ýmsum banka- og lífeyrissjóðum, verðbólgu og gengislækkun sem rýrir kaupmátt og eykur greiðslubyrði. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að atvinnuleysi verði mest um 10% undir lok næsta árs, kaupmáttur ráðstöfunartekna dragist saman um tæplega fjórðung á þessu og næsta ári og verðbólga nái hámarki í tæpum 23% í upphafi næsta árs. Því er óhjákvæmilegt að einkaneysla muni skreppa verulega saman.

Gert er ráð fyrir um 7½% samdrætti einkaneyslu á þessu ári og um fjórðungs samdrætti á næsta ári. Gangi spáin eftir yrði það langmesti samdráttur einkaneyslu á einu ári frá því að mælingar hófust. Hann er nokkru meiri en að meðaltali í ýmsum löndum sem hafa gengið í gegnum fjármálakreppu, en samdráttur á bilinu 10-18% hefur verið algengur. Ekki er gert ráð fyrir að einkaneysla vaxi á ný fyrr en um miðbik ársins 2010 en að þá taki við öflugt vaxtarskeið sem yrði í samræmi við reynslu annarra landa af fjármálakreppum. Þannig er spáð tæplega 10% vexti einkaneyslu árið 2011 og enn frekari vexti þegar horft er lengra fram á veginn. Hlutfall einkaneyslu af ráðstöfunartekjum lækkar þó varanlega í spánni, þ.e.a.s. sparnaður eykst eftir að hafa orðið fyrir miklum skaða. Gert er ráð fyrir að heimilin leitist við að bæta hann upp með auknum sparnaði, eins og alþjóðleg reynsla af fjármálakreppum bendir til.

**Eiginfjárstaða heimila hefur versnað til muna**

Eignir heimila að frátalinni lífeyriseign námu u.þ.b. 3.770 ma.kr. í lok annars fjórðungs í ár og höfðu á heildina minnkað lítillega frá áramótum. Virði hlutabréfa og fyrirtækjaskuldabréfa hefur hrunið frá áramótum og einstaklingar tapað hluta af eignum sínum í peningamarkaðssjóðum innlánsstofnana. Lífeyrissjóðir landsmanna hafa einnig tapað verulegum fjárhæðum. Við það bætist mikil raunlækkun fasteignaverðs í ár og á næstu árum. Í spánni er gert ráð fyrir að íbúðaverð lækki um meira en 40% að raunvirði á spátímabilinu og hefur þá lækkað um hátt í helming frá því það náði hámarki árið 2007 (sjá töflu IV-1). Þetta er meiri lækkun en í fyrri spám Seðlabankans, enda ljóst að fjármálakreppan, meiri verðbólga, verri fjárhagsstaða heimila og brottflutningur fólks mun þrýsta verðinu enn meira niður en ella hefði orðið. Gangi spáin eftir yrði verðlækkunin svipuð og eftir bankakreppuna í Finnlandi á tíunda áratug síðustu aldar.

Skuldir heimila námu 1.760 ma.kr. í lok annars ársfjórðungs og höfðu aukist um rúma 200 ma.kr. frá áramótum. Hluta af þeirri aukningu má rekja til gengislækkunar krónunnar en í lok júní sl. námu gengisbundin lán tæplega 18% af heildarskuldum heimila við lánakerfið. Gengislækkunin eftir það og í kjölfar bankakreppunnar mun valda langvarandi lækkun eiginfjárstöðu heimilanna og auka greiðslubyrði þeirra, um leið og atvinnu- og eignatekjur margra heimila dragast saman. Staða heimila sem tekið hafa stór erlend lán á sl. ári kann að verða mjög erfið. Greiðslubyrði þessara heimila hefur í sumum tilvikum tvöfaldast, bæði vegna gengislækkunar og hærri vaxta,

og eigið fé þurrkast út.<sup>3</sup> Hversu mörg heimili lenda í erfiðleikum ræðst að miklu leyti af því hversu mikið atvinnuleysið verður og hve lengi hið lága raungengi varir, en vanskil munu eflaust aukast og gjaldþrotum fjölga á næstu mánuðum. Til að koma í veg fyrir gjaldþrot heimila og fyrirtækja sem við eðlileg skilyrði ættu sér góða lífsvon kann að vera nauðsynlegt að endurfjármagna skuldir þeirra.

### Snarpur samdráttur fjárfestingar í íbúðar- og atvinnuhúsnæði

Samdráttur íbúðafjárfestingar var þegar hafinn áður en fjármálakreppan reið yfir, eftir 75% vöxt á árunum 2002 til 2007 (sjá töflu IV-1). Þrengingar á lánamörkuðum, vaxandi offramboðs íbúðarhúsnæðis, raunlækkunar íbúðaverðs og minnkandi kaupmáttar ráðstöfunartekna var þegar farið að gæta. Banka- og gjaldeyriskreppan skerpir á áhrifum allra þessara þátta. Því má gera ráð fyrir að samdráttur íbúðafjárfestingar verði mun meiri og langvinnari en áður hefur verið reiknað með. Spáð er u.þ.b. þriðjungs samdrætti í ár og tæplega fjórðungs samdrætti á næsta ári. Til vísbendingar um samdráttinn er að byggingaraðilar hafa skilað töluverðum hluta þeirra lóða sem úthlutað hefur verið sl. ár. Gangi spáin eftir verður hlutfall íbúðafjárfestingar af landsframleiðslu tæplega 3½% næstu árin sem er töluvert undir 6% meðaltali síðustu fjögurra áratuga, en nálægt því hlutfalli sem ríkti í kjölfar efnahagslæggðar á tíunda áratug síðustu aldar.

Ráðist hefur verið í umfangsmiklar framkvæmdir við byggingu stórverslana, hótela og skrifstofuhúsnæðis að undanförmu. Vinna hefur í sumum tilvikum þegar stöðvast, enda ljóst að forsendur þeirrar starfsemi sem átti að vera í byggingunum eru brostnar og örugg fjármögnun því ekki lengur fyrir hendi. Byggingariðnaðurinn verður því að líkindum illa úti eins og algengt er á samdráttartímum og þegar eru teikn um.

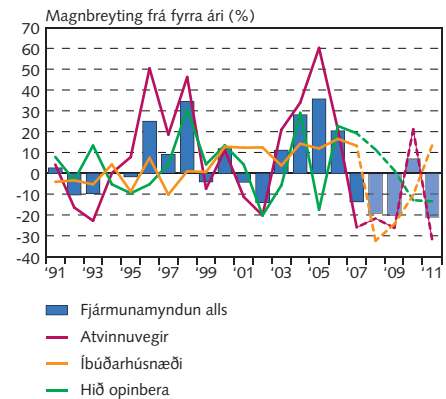
### Skuldsetning fyrirtækja mun magna áhrif kreppunnar á fjárfestingu

Útlit er fyrir verulegan samdrátt almennrar atvinnuvegafjárfestingar þótt stóriðjufjárfesting muni vega nokkuð á móti. Sakir mikillar skuldsetningar og bágrar lausafjárstöðu standa mörg innlend fyrirtæki illa að vígi þegar framboð lánsfjár á innlendum og erlendum lánamörkuðum dregst saman. Við bætist töluverð hækkun fjármagnskostnaðar eins og rætt er um hér á eftir. Því kann samdráttur almennrar atvinnuvegafjárfestingar að verða meiri hérlendis en í flestum öðrum löndum sem hafa gengið í gegnum svipaðar kreppur. Í grunnspánni er gert ráð fyrir fimmtungs samdrætti fjárfestingar á þessu ári og álíka á næsta ári þrátt fyrir aukna stóriðjufjárfestingu. Hlutfall fjárfestingar af vergri landsframleiðslu helst undir sögulegu meðaltali nær allt spátímabilið.

Um 70% útlána innlánsstofnana til fyrirtækja utan fjármálageirans eru í erlendum gjaldmiðli. Töluverður hluti fyrirtækja sem skuldar slíki lán hefur tekjur í erlendum gjaldmiðlum, en óvarin gjaldmiðlaáhætta er umtalsverð, t.d. hjá fyrirtækjum í byggingariðnaði, verslun og þjón-

Mynd IV-5

Þróun fjármunamyndunar og helstu undirflokka hennar 1991-2011<sup>1</sup>

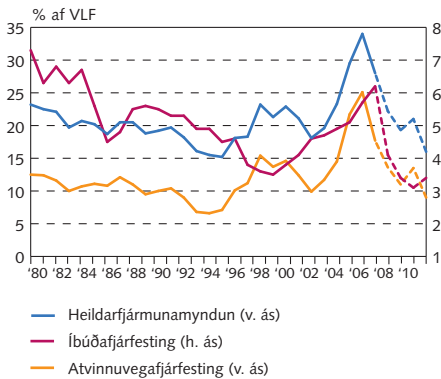


1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Mánaðarleg greiðslubyrði af erlendu láni til þriðjáu ára að upphæð 15 m.kr. sem var tekið í júní árið 2007 og nam 60% af kaupverði fasteignar hafði hækkað í upphafi októbermánaðar um rúmlega 124 þ.kr. að því gefnu að gjaldmiðlasamsetning lánsins hafi verið hin sama og heimilanna í heild og vaxtaálag hafi hækkað um 2 prósentur á tímabilinu. Í einhverjum tilvikum hafa afborganir af erlendum lánum verið frystar en óljóst er hvernig framhaldið verður á því fyrirkomulagi og hversu stórum hluta lántakenda býðst þess háttar aðstoð.



Mynd IV-6  
Fjármunamyndun sem hlutfall af vergri  
landsframleiðslu 1980-2011<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ustu. Andvirði útstandandi lána til fyrirtækja utan fjármálageirans hefur aukist verulega frá því í ágúst þegar þau námu u.þ.b. 130% af vergri landsframleiðslu.

Þótt enn sé margt óljóst varðandi gengi krónunnar á næstunni og getu nýju bankanna til að framlengja lán einstakra fyrirtækja verður að telja líklegt að mörg skuldsett fyrirtæki fari í þrot. Horfurnar fyrir eignarhaldsfélög eru enn verri. Sum þeirra eru mynduð utan um eignarhluti í fyrirtækjum, t.d. fjármála-fyrirtækjum, sem eru komin í þrot eða standa mjög illa. Á undanförunum árum hefur skuldsetning eignarhaldsfélaga vaxið hröðum skrefum en a.m.k. tveir þriðju hlutar skulda þeirra eru í erlendum gjaldmiðli.

### Samdráttur í tvö ár en svo tekur nýtt hagvaxtarskeið við

Þjóðarbúskapurinn stendur á skörpum hagsveifluskilum. Mikið hagvaxtarskeið, sem einkenndist af gífurlegum vexti einkaneyslu og fjárfestingar, er á enda runnið. Framundan er djúp efnahagslægd sem samkvæmt spánni mun vara í u.þ.b. tvö ár. Að því loknu er líklegt að þjóðarþúið rísi upp úr öldudalnum og nýtt hagvaxtarskeið hefjist þótt ósennilegt sé að það verði jafn kröftugt og það sem er nýlokið (sjá töflu IV-1). Ólíkt fyrra hagvaxtarskeiði er hins vegar útlit fyrir að næstu ár verði töluverður framleiðslulaki í þjóðarbúskapnum og því svigrúm fyrir töluverðan hagvöxt án þess að því fylgi verulegur verðbólguþrýstingur.

Tafla IV-1 Breytingar á mismunandi tímabilum (%)

	2002-2007 <sup>1</sup>	2007-2011 <sup>2</sup>
Einkaneysla	39,6	-26,5
Samneysla	16,8	12,8
Fjármunamyndun	100,6	-45,7
Atvinnuvegafjárfesting	132,5	-52,1
Íbúðafjárfesting	74,7	-48,1
Opinber fjárfesting	46,6	-14,9
Þjóðarútgjöld	45,1	-23,3
Útflutningur vöru og þjónustu	32,5	18,1
Innflutningur vöru og þjónustu	78,3	-30,6
Hagvöxtur	29,8	-5,3
Ráðstöfunartekjur	49,8	-9,5
Húsnæðisverð að nafnvirði	103,5	-28,3
Húsnæðisverð að raunvirði	65,5	-46,9

1. Breyting frá meðaltali ársins 2002 til meðaltals ársins 2007.

2. Breyting frá meðaltali ársins 2007 til meðaltals ársins 2011 í grunnspá Seðlabankans.

## Rammagrein IV-1

### Kreppur vegna skyndilegra straumhvarfa fjármagnsflæðis

Kreppur vegna skyndilegra straumhvarfa í fjármagnsflæði til landa (e. sudden stop eða capital account crises) eiga sér stað þegar innflæði fjármagns dregst ört og að mestu leyti óvænt saman um leið og áhættuálag eykst (sjá Calvo o.fl., 2006, Mendoza, 2008, og Chamon o.fl., 2006). Kreppum af þessu tagi fylgir iðulega snör gengislækkun innlends gjaldmiðils og snarpur samdráttur innlendrar eftirspurnar. Landsframleiðsla dregst saman og atvinnuleysi eykst verulega. Íslenskur þjóðarbúskapur gengur í gegnum kreppu af þessu tagi um þessar mundir. Ástæður skyndilegra straumhvarfa fjármagnsflæðis geta verið af ýmsum toga en þjóðhagsleg áhrif kreppa af þessu tagi eru keimlík. Neistinn sem kemur kreppunni af stað getur einnig verið af ýmsu tagi.

#### Veikleikar og kreppur

Ójafnvægi á milli eigna og skulda eftir gjaldmiðlum getur þrífist svo árum skiptir, og sömuleiðis misræmi á milli líftíma eigna og skulda,



ef svo heppilega vill til að ekkert komi kreppu af stað. Fallvaltir efnahagsreikningar, þjóðhagslegt ójafnvægi, mikill útlánavöxtur o.fl. gera efnahagslíf slíkra landa hins vegar viðkvæmara en ella fyrir áhrifum skyndilegra straumhvarfa í fjármagnsflæði. Ýmislegt getur komið kreppu af stað þegar veikleikar af þessu tagi eru fyrir hendi (sjá t.d. Gosh o.fl., 2008). Skyndileg straumhvörf fjármagnsflæðis geta orsakað kreppu (banka-, gjaldeyris- eða skuldakreppu), svokallaða tvíburakreppu (þegar banka- og gjaldeyriskreppur fara saman) eða þríburakreppu (þegar skuldakreppa bætist við tvíburakreppu). Í fyrra hófst bankakreppa í Bretlandi og Bandaríkjunum en hvorki gjaldeyris- eða skuldakreppa. Íslenskur þjóðarbúskapur er hins vegar að ganga í gegnum tvíburakreppu. Skuldastaða hins opinbera verður einnig fyrir miklum skakkaföllum en vegna lítilla skulda áður en kreppan skall á ætti hún að vera viðráðanleg ef aðhald í fjármálum hins opinbera verður nægilegt á næstu árum. Í Laeven og Valencia (2008) er ítarlegt sögulegt yfirlit yfir bankakreppur í heiminum. Fjöldi kreppa síðan árið 1997 er sýndur á mynd 1.

Veikleikar íslenska fjármálakerfisins voru hlutfallsleg stærð bankakerfisins gagnvart þjóðarbúskapnum og meðfylgjandi efasemdir um getu Seðlabankans til að vera trúverðugur lánveitandi til þrautavara í erlendum gjaldmiðli. Neistinn sem ýtti bankakreppunni úr vör var hrún alþjóðlegra lánsfjármarkaða vegna fjármálakreppunnar í heiminum. Gjaldskreppan var afleiðing fjármögnunarvanda í erlendum gjaldmiðli vegna vantrausts á íslenskt fjármálakerfi sem leiddi til hömstrunar erlends gjaldeyris á markaði og verulegra vankanta á virkni skiptasamningamarkaðar.

Rannsóknir sýna að líkur á kreppum vegna skyndilegra straumhvarfa fjármagnsflæðis aukast í takt við viðskiptahalla og umfang lána í erlendum gjaldmiðli sem verða fyrir miklum áhrifum raungengislækkunar (sjá t.d. Calvo o.fl., 2006). Veruleg hætta var því fyrir hendi á straumhvörfum í innflæði fjármagns til Íslands, eins og margoft var varað við í *Peningamálum*.

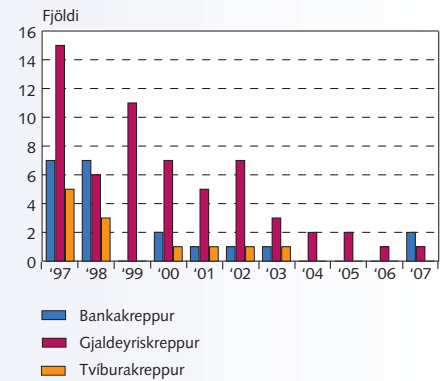
### Þjóðhagsleg áhrif

Aðdragandi kreppa vegna skyndilegra straumhvarfa fjármagnsflæðis einkennist iðulega af miklum viðskiptahalla auk eftirspurnar- og framleiðslustigi sem er hátt í sögulegu ljósi. Mörg tilvik má sömuleiðis finna um kreppur í kjölfar eignaverðsbóla, einkum á húsnæðismarkaði, sem hafa myndast eftir að frjálrsræði í fjármálakerfinu hefur aukist eða, eins og nýleg dæmi eru um, nýjar fjármálaafurðir líta dagsins ljós sem markaðs- og eftirlitsaðilar skilja ekki fyllilega. Kreppa vegna skyndilegra straumhvarfa í fjármagnsflæði veldur snörpum umskiptum frá vöruskiptahalla í afgang, snöggri og umtalsverðri hjöðnun innlestrar framleiðslu og eftirspurnar, og eignaverðslækkun. Reynslan sýnir að eftir því sem vöxtur eignaverðs og girunar er meiri í aðdraganda kreppa af þessu tagi, því meiri verður samdrátturinn í kjölfarið (sjá töflu 1 og rannsókn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá 2008). Rannsóknir sýna einnig að samdráttur innlestrar eftirspurnar vegna lækkunar kaupmáttar launa og fleiri þátta vegur þyngra en áhrif aukinnar eftirspurnar erlendis eftir innlendum vörum vegna raungengislækkunarinnar.

### Hagvöxtur sækir fljótt í sig veðrið

Efnahagsbati í kjölfar kreppu getur verið snöggur. Reynslan sýnir að þjóðhagsstærðir fylgja í flestum tilvikum bröttum V-laga ferli í kjölfar kreppu af þessu tagi. Landsframleiðsla rís þannig skjótt upp úr öldudalnum (sjá mynd 2). Áhugavert er að landsframleiðsla virðist færast í aukana án þess að innlent eða erlent lánsfjárframboð aukist á nýjan leik en það gefur til kynna hve vannýttir framleiðsluþættirnir voru í niðursveiflunni. Veruleg hætta er þó fyrir hendi að efnahagsbatinn láti biða eftir sér auk þess sem samfélagsleg áhrif tvíburakreppu af þessu tagi geta reynst langæ.

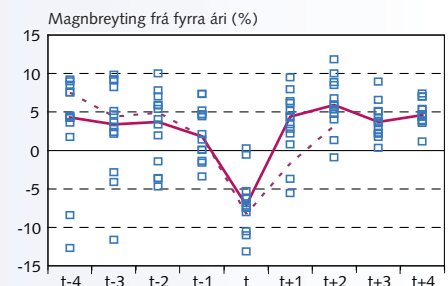
Mynd 1  
Fjöldi fjármálakreppa 1997-2007



Heimild: Laeven og Valencia (2008).

Mynd 2  
Hagvöxtur í aðdraganda og kjölfar ýmissa kreppa<sup>1</sup>

Miðgildi (heil lína), frávik (kassar) og spá um Ísland (brotalína)



1. Argentína (2002), Brasilía (1999), Búlgaría (1996), Ekvador (1999), Finnland (1991), Indónesía (1998), Suður-Kórea (1998), Malasía (1998), Mexíkó (1995), Filippseyjar (1998), Rússland (1998), Tæland (1998), Tyrkland (2001), Úrúgvæ (2002).

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Finnlands, Seðlabanki Íslands.

### Heimildir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, (2008). „Financial Stress and Economic Downturns”, 4. kafli í *World Economic Outlook*, október 2008.
- Calvo, G., A. Izquierdo og E. Talvi (2006). „Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets”, *American Economic Review*, 96. árg., 2. hefti, maí 2006, 405-410.
- Chamon, M., P. Manasse og A. Prati (2006). „Can We Predict the Next Capital Account Crisis?”, *IMF Staff Papers*, 54. árg., 2. hefti.
- Ghosh, A. R., B. Joshi, J. I. Kim, U. Ramakrishnan, A. Thomas og J. Zalduendo (2008). „IMF support and crisis prevention”, *IMF Occasional Paper* 262.
- Laeven, L. og F. Valencia (2008). „Systemic Banking Crises: A New Database”, *IMF Working Paper* 224.
- Mendoza, E. G. (2008). „Sudden stops, financial crisis and leverage: A fisherian deflation of Tobin's Q”, *NBER working paper* 14444.
- Rajan, R. G. og I. Tokatlidis (2005). „Dollar shortages and crises”, *International Journal of Central Banking*, september, 1. árg., 2. hefti.

Tafla 1 Samanburður við önnur tilvik um verulegan fjármálaóroa í þróuðum ríkjum á tíunda áratug síðustu aldar<sup>1</sup>

Upphafleg skilyrði								
	Hækkun eignaverðs <sup>2</sup>				Nettó lána hlutfall (e. Net lending ratio) <sup>4</sup>			
	Hlutabréfaverð að raunvirði	Húsnæðisverð að raunvirði	Útlán/VLF	Eignir banka <sup>3</sup>	Heimili	Fyrirtæki		
Finnland	80,0	36,1	16,6	21,0	6,5	-5,1		
Svíþjóð	68,5	17,5	19,1	27,2	...	...		
Noregur	73,9	26,5	18,8	27,6	-6,9	-3,6		
Japan	54,4	12,2	7,4	22,4	5,3	-5,1		
Bretland	19,9	22,9	2,5	16,1	-2,3	-3,4		
Bandaríkin	14,5	4,9	3,1	9,5	-0,4	-0,3		
Meðaltal	51,9	20,0	11,3	20,6	-2,1	-3,5		
Ísland	253,0	68,6	91,5	17,7	...	...		
Niðurstaða								
	Lækkun eignaverðs <sup>5</sup>			Lækkun skuldsættningar <sup>9</sup>		Samdráttur VLF <sup>10</sup>	Fjöldi ársfj. uns VLF nær fyrra stigi	
	Hlutabréfaverð	Húsnæðisverð	Útlán/VLF	Eignir banka <sup>8</sup>	Heimili			Fyrirtæki
Finnland	-85,9	-39,8	-16,8	-5,1	16,2	17,0	-13,6	27
Svíþjóð	-69,5	-20,1	-21,3	-4,9	...	...	-5,8	19
Noregur	-76,9	-24,6	-2,7	-12,5	16,5	8,5	-3,9	12
Japan	-58,5	-11,1	-6,8	-8,5	0,5	15,4	-5,1	19
Bretland	-21,4	-23,3	-5,6	-6,5	9,6	4,4	-2,6	13
Bandaríkin	-21,0	-4,8	-3,8	-5,4	0,8	0,6	-1,3	5
Meðaltal	-55,5	-20,6	-9,5	-7,2	8,7	9,2	-5,4	15,8
Ísland	-81,1 <sup>6</sup>	-22,6 <sup>7</sup>	...	...	...	...	-15,0	16 <sup>11</sup>

1. Fyrir önnur lönd en Ísland er byggt á töflu 4.4 í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2008), bls. 149.
2. Prósentubreyting frá lægsta í hæsta gildi áður en kreppan skall á miðað við leitniferil stærðanna skv. Hodrick-Preccott-síu (HP-síu). Í tilviki Íslands er litið á tímabilið frá upphafi árs 2002 þangað til í september 2008 fyrir hlutabréfaverð, húsnæðisverð og heildarútlán lánaferfisins.
3. Hámarksfrávik (%) frá leitniferli eigna banka áður en kreppan skall á. Fyrir Ísland er þetta hámarksfrávik frá leitniferli samanlagðra eigna móðurfélaga viðskiptabankanna þriggja frá árinu 2003 þegar einkavæðing ríkisbankanna lauk.
4. Frávik frá leitni skv. HP-síu ári fyrir kreppuna. Þessi gögn eru ekki til fyrir Ísland.
5. Breyting frá hæsta í lægsta gildi eftir að kreppan skall á miðað við leitniferil stærðanna skv. HP-síu.
6. Breyting frá hæsta í lægsta gildi í grunnspá Seðlabankans í þessu hefti *Peningamála* eftir að kreppan skall á miðað við leitniferil hlutabréfaverðs skv. HP-síu.
7. Breyting frá hæsta í lægsta gildi í grunnspá Seðlabankans í þessu hefti *Peningamála* eftir að kreppan skall á miðað við leitniferil raunhúsnæðisverðs skv. HP-síu. Rétt er að hafa í huga að raunverð húsnæðis hafði þegar lækkað töluvert þegar kreppan skall á eins og rætt er um í kafla VIII í þessu hefti. Lækkun húsnæðisverðs að raunvirði frá hápunkti uppsveiflunnar til lágmarks niðursveiflunnar í spánni er u.þ.b. 30% þegar miðað er við leitniferil skv. HP-síu og 49% þegar miðað er við ósíað raunhúsnæðisverð.
8. Lágmarksfrávik frá leitniferli eigna banka miðað við HP-síu eftir að kreppan skall á.
9. Breyting frá hæsta í lægsta gildi eftir að kreppan skall á miðað við leitniferil nettólána hlutfalls skv. HP-síu.
10. Framleiðslutap er mælt sem lækkun frá hæsta í lægsta gildi VLF sem hlutfall af hæsta gildi VLF. Fyrir Ísland er byggt á grunnspá Seðlabankans í þessu hefti *Peningamála*.
11. Samkvæmt grunnspá Seðlabankans í þessu hefti *Peningamála*.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

## V Fjármál hins opinbera

Fjármálakreppan mun hafa veruleg áhrif á opinber fjármál. Útlit er fyrir að rekstrarafkoma hins opinbera snúist úr afgangi sem nam 5½% af landsframleiðslu árið 2007 í rúmlega 13% halla á næsta ári, að mestu af völdum sjálfvirkra sveiflujafnara. Frávik frá útgefnum afkomuáætlunum bæði ríkissjóðs og sveitarfélaga verða því mikil næstu ár, en áætlaður hallarekstur ríkissjóðs nam 3,7% af landsframleiðslu í fjárlagafrumvarpi sem lagt var fyrir Alþingi hinn 1. október sl. Þegar efnahagur þjóðarinnar tekur við sér mun hallinn hins vegar minnka á ný og því er spáð að halli hins opinbera verði um 8% af landsframleiðslu árið 2011. Skuldir hins opinbera munu aukast verulega sökum hallarekstrar og kostnaðar sem fellur á ríkissjóð vegna hruns innlends bankakerfis og endurfjármögnunar þess. Skuldirnar verða komnar nokkuð upp fyrir virði landsframleiðslunnar þegar á næsta ári.

### Efnahagur hins opinbera tekur stakkaskiptum

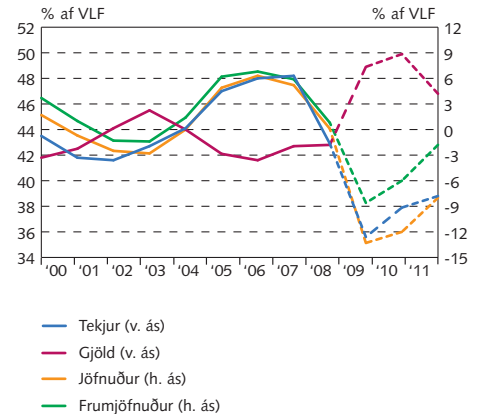
Að hefðbundnum rekstri hins opinbera slepptum er ljóst að vaxtagreiðslur af auknum skuldum munu á næstu árum nema tugum milljarða króna. Endurfjármögnun nær alls bankakerfisins og Seðlabanka Íslands mun falla á ríkissjóð, sem og ábyrgðir sem falla á Tryggingarsjóð innstæðueigenda sem ekki er innstæða fyrir og eignir í þrotabúi bankanna hrökkva ekki fyrir. Veruleg óvissa ríkir enn um endanlegar niðurstöður á uppgjörum. Miðað við lauslegt mat á söluvirði eigna, má áætla að heildarskuldir hins opinbera geti aukist úr 30% af landsframleiðslu í lok árs 2007 í að vera nokkuð yfir landsframleiðslu á næsta ári. Þróun skuldahlutfalls út spátímann er verulegri óvissu háð. Skuldahlutfallið mun ráðast af því hvert aðgengi ríkissjóðs verður að erlendra fjármögnun, sem yfirleitt er á lægri vöxtum en fást innanlands, og hver arðsemi þeirra eigna sem ríkið hefur tekið yfir á fjármálamarkaði verður. Líklegt er þó að skuldirnar komi til með að aukast framan af spátímanum vegna áframhaldandi hallarekstrars. Þegar til lengri tíma er litið er hins vegar gert ráð fyrir að skuldahlutfallið lækki.

### Snarpur samdráttur skatttekna...

Skatttekjur hins opinbera munu dragast verulega saman vegna fjármálakreppunnar og efnahagsamdráttarins sem fylgir í kjölfarið. Samdráttur skatttekna í krónum talið milli árána 2008 og 2009 er áætlaður 81,5 milljarðar eða 15½%. Áætlað er að tekjurnar dragist saman um fimm tung milli árána 2007 og 2011 á föstu verðlagi. Horfur eru á að mestur samdráttur verði í tekjum ríkissjóðs af tekjuskatti lögaðila vegna þess hve tekjur fjármálafyrirtækja vógu þar þungt. Tekjur af fjármagnstekjuskatti munu einnig dragast mikið saman. Skatttekjur af fjármagni munu samtals dragast saman um 80% milli árána 2007 og 2011 á föstu verðlagi. Samdráttur neysluskatta og vörugjalda verður einnig verulegur samhliða tæplega 18% samdrætti þjóðarútgjalda á næsta ári.

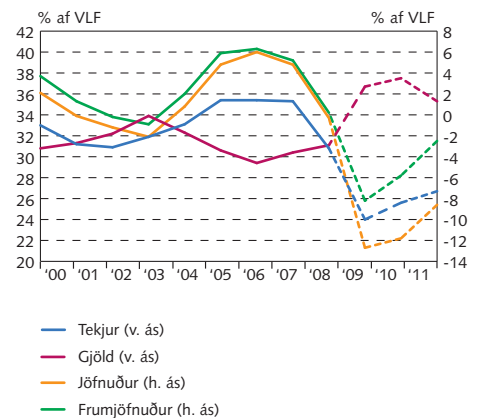
Það mun taka mörg ár að byggja fjármagnsstofn atvinnulífsins aftur upp að nýju í kjölfar stórfelldra afskrifta á fjármagni. Því er gert

Mynd V-1  
Fjármál hins opinbera 2000-2011<sup>1</sup>



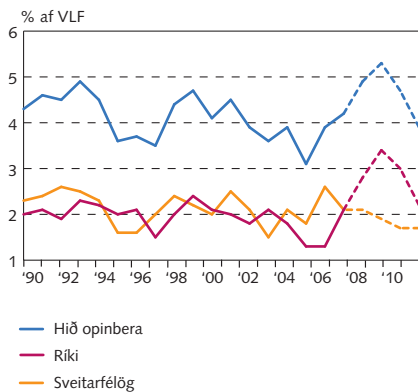
1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-2  
Fjármál ríkissjóðs 2000-2011<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3  
Fjárfesting hins opinbera 1990-2011<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

ráð fyrir að tekjur af tekjuskatti lögaðila og fjármagnstekjuskatti verði áfram lágar út spátímann. Hins vegar er gert ráð fyrir að tekjur af óbeinum sköttum aukist í takt við vaxandi innlenda eftirspurn þegar líður á spátímann. Gert er ráð fyrir að heildarskatttekjur nemi 32,2% af landsframleiðslu í lok spátímans, en þær námu 41% árið 2007.

### ... á sama tíma og útgjöld aukast vegna aukinna vaxtagreiðslna og tilfærsluútgjalda

Fyrir utan stórauðnar vaxtagreiðslur sem falla á ríkissjóð á næstu árum og kostnað vegna fyrirheita sem gefin voru í tengslum við kjarasamninga undanfarin misseri aukast tilfærsluútgjöld verulega vegna samdráttarins, en þar vega þyngst útgjöld ríkissjóðs vegna almannatrygginga og atvinnuleysisbóta. Áætlað er að hlutur opinberra útgjalda af landsframleiðslu aukist úr 42½% árið 2007 í 47% árið 2011. Er þá miðað við að vöxtur samneyslu verði 2,9% á ári og útgjöld til hennar hækki um nærfellt 16 ma.kr. frá 2007 til 2011 á föstu verðlagi.

Reiknað er með að reynt verði að vega upp á móti samdrætti í þjóðarþúskapnum með nokkru minni samdrætti í fjárfestingu hins opinbera en fjárlagafrumvarp fyrir árið 2009 gerir ráð fyrir. Áætlað er að fjárfesting dragist saman um fjórðung á föstu verðlagi á milli árana 2008 og 2011 og verði þá um 4% af landsframleiðslu.

### Aðgerða þörf til að tryggja sjálfbærni opinberra fjármála

Í grunnspánni er sem fyrr segir gert ráð fyrir að rekstur hins opinbera snúist úr afgangi sem nemur 5½% af landsframleiðslu árið 2007 í 13% halla á næsta ári. Hallinn verður áfram mikill á árinu 2010 eða u.þ.b. 12% af landsframleiðslu, en minnkar í takt við aukin efnahagsleg umsvif og nemur um 8% á árinu 2011. Þetta er mun verri niðurstaða en spáð var í júlí, þótt þá hafi verið gert ráð fyrir töluverðum umskiptum í rekstri hins opinbera. Auk langvarandi skerðingar tekjustofna munar þar fyrst og fremst um vaxtagreiðslur af auknum skuldum ríkissjóðs.

Forsendur spárinnar eru að ekki verði gripið til aðgerða til að draga úr áhrifum sjálfvirkar sveiflujöfnunar opinberra fjármála á næsta ári, en reiknað er með að við gerð rammafjárlaga vegna árana 2010-2014 verði gætt aðhalds. Ekki hefur verið tekin ákvörðun um í hve ríkum mæli gripið verði til niðurskurðar útgjalda eða skattahækkana, en nauðsynlegt verður að bæta hagsveifluleiðréttan frumjöfnuð (e. primary balance) um að lágmarki ½ prósentu af landsframleiðslu næstu árin með sértækum aðgerðum ef ætlunin er að halda nýju skuldahlutfalli óbreyttu. Ef ætlunin er að færa skuldahlutfallið niður að viðmiði Maastricht-skilyrða Evrópusambandsins um stöðu opinberra fjármála á t.d. næstu fimmtán árum er nauðsynlegt að hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður batni um allt að 4½ prósentur af landsframleiðslu á ári frá því sem ella hefði verið. Nákvæmt mat á nauðsynlegum frumjöfnuði ræðst þó af vaxtakjörum á lánum sem ríkissjóður þarf að taka og væntum hagvexti (sjá nánari umfjöllun um rekstur hins opinbera og sjálfbærni skulda í rammagrein V-1).



Vöxtur skulda umfram vöxt tekna getur ekki verið sjálfbær. Fyrir eða síðar hlýtur slík hegðun að stöðvast, ef ekki af fyrirhyggju lánþegans, þá af sjálfsbjargarviðleitni lánveitandans. Það sama á við um fjármál hins opinbera. Til þess að þau séu sjálfbær þarf skuldahlutfallið að vera stöðugt eða lækka.

Við athugun á því hvort rekstur og efnahagur geti talist sjálfbær er nauðsynlegt að huga að tvennu: vaxtabyrði skulda hins opinbera sem hlutfalls af landsframleiðslu og hagsveifluleiðréttis frumjafnaðar (e. primary balance) á rekstri hins opinbera sem hlutfalls af landsframleiðslu.<sup>1</sup> Til að átta sig betur á þessu má rita tekjuband hins opinbera sem:

$$(1) \quad B_t = B_{t-1} + i_t B_{t-1} - D_t$$

þar sem  $B_{t-1}$  er hrein skuld í upphafi tímabilsins  $t$ ,  $B_t$  er hrein skuld í lok tímabilsins,  $i_t$  eru nafnvextir á tímabilinu og  $D_t$  er frumjöfnuður. Bókhaldssambandið í (1) má endurrita sem hlutfall af landsframleiðslu að nafnvirði,  $P_t Y_t$ , þar sem  $P_t$  er verðlag og  $Y_t$  er raunvirði landsframleiðslu (þar sem  $\Delta$  táknar breytingu):<sup>2</sup>

$$(2) \quad \Delta b_t = \rho_t b_{t-1} - d_t$$

þar sem  $b_t = B_t / (P_t Y_t)$ ,  $d_t = D_t / (P_t Y_t)$  og  $\rho_t$  táknar mismun áfallinna raunvaxta skuldanna og hagvaxtar og eru gefin sem  $\rho_t = (1 + i_t) / [(1 + \pi_t)(1 + \gamma_t)] - 1 \approx i_t - \pi_t - \gamma_t$  þegar  $i_t$ ,  $\pi_t$  (verðbólga) og  $\gamma_t$  (hagvöxtur) eru tiltölulega lágar tölur.

Jafna (2) segir því að breyting skulda í hlutfalli af landsframleiðslu samsvari raunvaxtabyrðinni umfram hagvöxt (þ.e. margfeldi raunvaxta umfram hagvöxt og skuldahlutfallsins) að frádregnum frumjöfnuði í hlutfalli af landsframleiðslu.

Út frá jöfnu (2) má sjá að til þess að skuldahlutfallið hækki ekki þarf hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður að vera a.m.k. jafn raunvaxtabyrðinni umfram hagvöxt. Sé markmiðið að lækka skuldahlutfallið þarf frumjöfnuðurinn því að vera hærri en raunvaxtakostnaðurinn umfram hagvöxt.

Jafna (2) setur hins vegar í sjálfu sér engar takmarkanir á ákvarðanir stjórnvalda um skattlagningu eða útgjöld nema að því gefnu að einhver takmörk séu á aðgengi hins opinbera að lánsfé eða fjármögnun með verðbólguskatti (e. seigniorage). Til þess að sjá betur hvernig skuldsetning hins opinbera setur takmarkanir á ákvarðanir þess þarf að horfa á kvikt tekjuband þess (e. intertemporal budget constraint). Það má fá með því að leysa jöfnu (2) saman fyrir öll tímabil um alla framtíð. Með því að gefa sér að í jafnvægi séu langtímaraunvextir fastir og hagvöxtur jafn jafnvægishagvexti, fæst að  $\rho = \rho_t$  og:

$$(3) \quad (1 + \rho) b_{t-1} = \sum_{j=0}^{\infty} (1 + \rho)^{-j} d_{t+j} + \lim_{j \rightarrow \infty} (1 + \rho)^{-j} b_{t+j}$$

Að því gefnu að hið opinbera geti ekki skuldsett sig um alla eilífð er sagt að tekju- og útgjaldaáform hins opinbera uppfylli hið svo kallaða No-Ponzi-skilyrði og seinni liðurinn hægra megin við jafnaðarmerkið í jöfnu (3) er jafn núlli. Í því tilviki uppfyllir tekjubandið:

$$(4) \quad (1 + \rho) b_{t-1} = \sum_{j=0}^{\infty} (1 + \rho)^{-j} d_{t+j}$$

1. Með hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði er átt við tekjuafkomu hins opinbera, að undanskildum vaxtagreiðslum, þegar tekið hefur verið tillit til áhrifa hagsveiflunnar. Í samhengi við heildarefnahagsreikning stjórnvalda og seðlabanka nær  $D_t$  yfir hefðbundna skattheimtu og útgjöld hins opinbera ásamt aukningu á grunnfé seðlabanka.

2. Þar sem  $(1 + i_t) B_{t-1} / P_t Y_t$  má rita sem  $(B_{t-1} / P_{t-1} Y_{t-1}) (1 + i_t) / [(1 + \pi_t)(1 + \gamma_t)]$ .

## Rammagrein V-1

### Sjálfbærni skulda hins opinbera

Jafna (4) segir einfaldlega að ef hið opinbera er skuldsett ( $b > 0$ ), verður núvirði frumjafnaðar með afvöxtunarstuðlinum  $1/(1 + \rho)$  um alla framtíð að vera nægilega hátt til að standa undir vöxtum og höfuðstól skuldanna. Eftir því sem skuldirnar eru hærri, vextirnir hærri og hagvöxtur minni, þarf hið opinbera að hækka skatta eða draga úr útgjöldum nú eða í framtíðinni.

#### Kennitölur sjálfbærra opinberra fjármála

Eins og sjá má af jöfnu (2) þarf frumjöfnuður sem hlutfall af landsframleiðslu að vera jafn hreinni vaxtabyrði sem hlutfall af landsframleiðslu til að halda skuldahlutfalli stöðugu, þ.e.:

$$(5) \quad \rho_t b_{t-1} = d_t$$

Ef t.d. er miðað við að skuldahlutfallið haldist óbreytt í 125% af landsframleiðslu og að jafnvæghagvöxtur sé 3,2% (sem er í samræmi við eiginleika þjóðhagslíkans Seðlabankans), ræðst vaxtabyrðin sem hlutfall af landsframleiðslu af vaxtakjörum á skuldum hins opinbera með þeim hætti sem sýnt er í meðfylgjandi töflu.

Tafla 1 Skuldahlutfall 125% af VLF, 3,2% jafnvæghagvöxtur

Vaxtabyrði % af VLF	Raunvextir	Vaxtastig (raunvextir - hagvöxtur)
-0,75	2,60	-0,60
-0,50	2,80	-0,40
-0,25	3,00	-0,20
0,00	3,20	0,00
0,25	3,40	0,20
0,50	3,60	0,40
0,75	3,80	0,60

Ef markmiðið er t.d. að ná skuldahlutfallinu úr 125% af landsframleiðslu í 60% á fimmtán árum og haga greiðslum líkt og um jafngreiðslulán væri að ræða má sýna fram á að greiðslubyrðin sem hlutfall af landsframleiðslu ræðst af jafnvæghagvexti og hvaða raunvaxtakjör eru í boði (sjá töflu 2).

Tafla 2 Greiðslubyrði ef skuldahlutfallið fer úr 125% í 60% á 15 árum

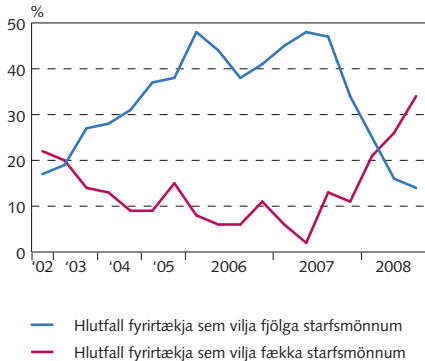
Greiðslubyrði % af VLF			
1,5% hagvöxtur	2,5% hagvöxtur	3,2% hagvöxtur	Raunvextir
5,30	4,43	3,79	2,60
5,56	4,61	3,97	2,80
5,75	4,80	4,15	3,00
5,94	4,98	4,33	3,20
6,13	5,17	4,52	3,40
6,33	5,36	4,70	3,60
6,52	5,55	4,89	3,80



Það veltur því að verulegu leyti á því hvaða lánskjör bjóðast hinu opinbera og hvort, og þá hve hratt, greiða á niður skuldarnar hvort grípa þurfi til skattahækkana og/eða niðurskurðar á útgjöldum. Að öðru óbreyttu þarf að auka afgang á frumjöfnuði ef skuldahlutfallið hækkar eins og fyrir séð er vegna þeirra skuldbindinga sem munu falla á ríkissjóð á næstu árum. Að því gefnu að jafnvægis hagvöxtur sé um 3,2% og að vextir á lánum hins opinbera 3,6% verður hagsveifluleiðrættur frumjöfnuður að batna um ½ prósentu af landsframleiðslu við það að skuldir hækki í 125% af VLF ef halda á skuldahlutfallinu óbreyttu (sjá töflu 1). Ef hins vegar stefnt er að því að t.d. helminga skuldir hins opinbera á næstu fimmtán árum verður frumjöfnuður að batna um tæplega 4½ prósentu af landsframleiðslu á ári (þ.e. rúmlega 4½ prósentu í töflu 2 að frádregnum um 0,1 prósentna frumjöfnuði sem þurft hefði fyrir fjármálakreppuna).

Mynd VI-1

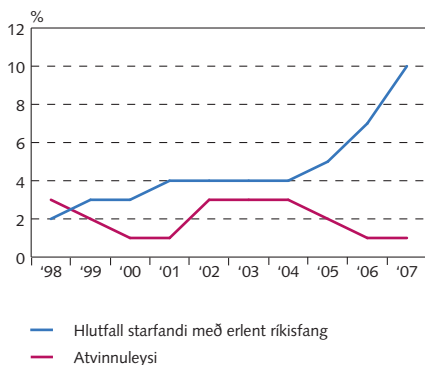
Hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga eða fækka starfsmönnum á næstu 6 mánuðum



Heimild: Capacent Gallup.

Mynd VI-2

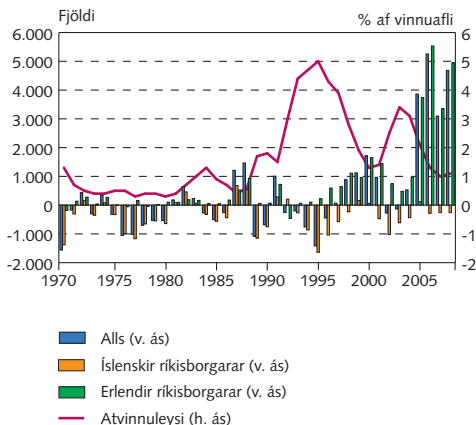
Erlent vinnuafli og atvinnuleysi 1998-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstafnun.

Mynd VI-3

Aðfluttur umfram brottflutta og atvinnuleysi 1970-2008<sup>1</sup>



1. Janúar-september 2008.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstafnun.

## VI Vinnumarkaður og launapróun

Framundan eru mjög snörp umskipti á vinnumarkaði. Eftirspurn eftir vinnuafli mun dragast það mikið saman að sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar getur ekki komið í veg fyrir verulegt atvinnuleysi á næstu árum. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi aukist hratt allt til loka næsta árs og verði yfir sögulegu hámarki sínu fram á seinni hluta spá-tímans. Þrátt fyrir töluverðan samdrátt kaupmáttar bendir flest til að kjarasamningar á almennum vinnumarkaði verði framlengdir án við-bótarlaunahækkana áður en þeir koma til endurskoðunar á næsta ári.

### Greinileg merki um viðsnúning fyrir hrun bankakerfisins

Heildarvinnustundum fjölgaði um 5% milli ára á þriðja fjórðungi þessa árs samkvæmt niðurstöðum vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands. Greinileg merki þess að vinnumarkaðurinn væri farinn að veikjast umtalsvert komu ekki fram fyrr en Vinnuálagstafnun birti tölur fyrir septembermánuð. Atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðar jókst úr 1,3% í 1,5% og innflutningur erlends vinnuafls virðist hafa stöðvast að miklu leyti.

Töluvert hefur verið um hópuppsagnir í byggingariðnaði, fjár-málastarfsemi og í ýmis konar þjónustu og gera má ráð fyrir að þær færist í aukana á næstu mánuðum. Hins vegar er enn nokkur umframeftirspurn eftir vinnuafli í einstökum atvinnugreinum, sér-staklega í umönnunarstörfum hjá hinu opinbera. Fyrirtæki sem framleiða fyrir heimamarkað búa sig undir mikinn samdrátt. Vand-inn á gjaldeyrismarkaði hefur einnig áhrif á afkomu útflutningsfyrir-tækja, þótt lágt gengi krónunnar skapi ákjósanleg skilyrði fyrir aukna markaðshlutdeild erlendis. Verði samdráttur eftirspurnar í helstu við-skiptalöndum okkar langvarandi gæti það þó takmarkað sóknarmögu-leika útflutningsgreina.

### Sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar mun ekki duga til ...

Brottflytningur erlendra starfsmanna er líklega helsta skýring þess að minnkandi eftirspurn eftir vinnuafli kom ekki fram í auknu at-vinnuleysi fyrr en í september. Í síðustu niðursveiflu hélst hlutfall erlendra ríkisborgara af vinnuafli óbreytt, enda var þess vænst að niðursveifla yrði skammvinn vegna fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda. Atvinnurekendur vildu því ekki segja upp erlendu vinnuafli til að ráða Íslendinga sem færu til annarra starfa um leið og atvinnuástandið batnaði. Annað er uppi á teningnum nú. Augljóst er að niðursveiflan verður mun meiri og langvinnari en árið 2002. Jafnframt er ávinningur erlendra ríkisborgara af vinnu hér á landi mun minni eftir gengislækkun krónunnar og möguleikar þeirra til að afla tekna með því að vinna langa vinnuviku hafa skerast. Stór hluti þeirra erlendu starfsmanna sem kom til landsins í uppsveiflunni hefur því horfið úr landi. Samkvæmt upplýsingum frá vinnumiðlunum kjósa flestir erlendir ríkisborgarar sem misst hafa vinnuna að snúa aftur til síns heimalands.

Íslenskir ríkisborgarar sem missa vinnuna kunna einnig að leita til annarra landa í atvinnuleit. Versni atvinnuástand hins vegar einnig í nálægum löndum kann það að takmarka möguleika þeirra, sérstaklega í ljósi þess að líklegt er að atvinnuástand í þeim atvinnugreinum þar

sem flestir munu missa vinnuna hér á landi, t.d. byggingariðnaði, fjármálageiranum og almennri þjónustu, versni einnig annars staðar á evrópska efnahagssvæðinu og víðar.

Eitt af einkennum íslensks vinnumarkaðar er að atvinnuþátttaka lagar sig hratt að eftirspurn eftir vinnuafli. Á þetta sérstaklega við um yngsta aldurshópinn (16-24 ára). Gert er ráð fyrir að svo verði einnig nú. Áætlað er að atvinnuþátttaka verði tveimur prósentum minni á næsta ári en hún er í ár og um þremur prósentum minni á árunum 2010-2011. Vinnumarkaðurinn mun einnig laga sig að minni eftirspurn með styttingu vinnutíma. Gert er ráð fyrir að atvinnurekendur leitist við að draga úr launakostnaði með því að minnka kostnaðarsama yfirvinnu og fækka vinnustundum almennt.

### ... að koma í veg fyrir að atvinnuleysi verði meira en áður hefur mælst

Þrátt fyrir sveigjanleika íslensks vinnumarkaðar verður ekki hjá því komist að atvinnuleysi aukist verulega á næstu árum. Skellurinn sem þjóðarbúið hefur orðið fyrir er of mikill til þess að raunhæft sé að minni atvinnuþátttaka, styttri vinnutími og útflutningur vinnuafis mæti samdrætti eftirspurnar. Samkvæmt þeirri spá sem hér er birt eykst atvinnuleysi hratt til loka næsta árs, þegar það verður því sem næst 10%. Það er mun meira atvinnuleysi en um miðjan síðasta áratug, en í samræmi við reynslu annarra landa sem gengið hafa í gegnum sambærilegar fjármálakreppur. Áætlað er að atvinnuleysi verði mjög mikið allt til loka árs 2010 og verði að meðaltali 8% á því ári, en verði komið niður í um 4% í lok spátímans.

### Forsendur kjarasamninga brostnar ...

Áður en fjármálakreppan skall á af fullum þunga var ljóst að forsenduákvæði samninga á almennum vinnumarkaði myndu ekki halda. Forsendur kjarasamninga eru tvær: að farið verði að draga úr verðbólgu á seinni hluta þessa árs og í upphafi næsta árs og að kaupmáttur á almennum vinnumarkaði haldist að minnsta kosti óbreyttur á tímabilinu janúar til desember 2008. Í september hafði kaupmáttur launa þegar dregist saman um tæp 5% frá því í janúar. Verðbólguhorfur eftir lækkun krónunnar í september og október hafa í för með sér að verðbólga mun aukast enn frekar en ekki hjaðna á næstu mánuðum eins og forsendur kjarasamninga gera ráð fyrir.

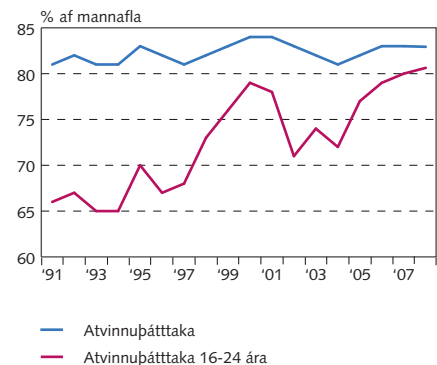
### ... en kjarasamningar líklega framlengdir án viðbótarframlags

Í forsendum spárinnar er engu að síður gert ráð fyrir að kjarasamningar á almennum vinnumarkaði verði framlengdir án þess að til viðbótarlaunahækkana komi. Jafnframt er gert ráð fyrir að kjarasamningar hjá hinu opinbera verði framlengdir til jafn langs tíma og samningar á almennum vinnumarkaði, og með svipuðum launahækkunum og eru í þeim kjarasamningum.

### Raunlaun munu lækka ...

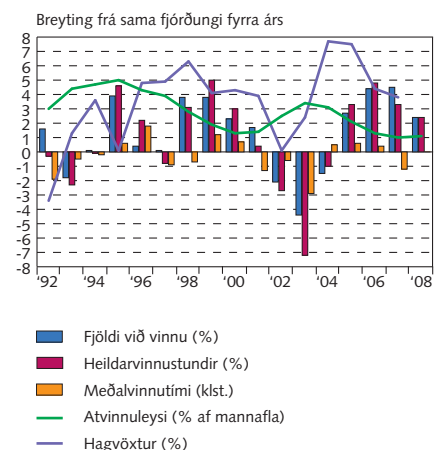
Raunlaun hafa ávallt sveiflast mikið á Íslandi miðað við nálæg lönd, þótt verulega hafi dregið úr sveigjanleika raunlauna eftir að verðbólga hjaðnaði í upphafi síðasta áratugar. Aldrei hefur verið samið um lækkun

Mynd VI-4  
Atvinnuþátttaka 1991-2008<sup>1</sup>



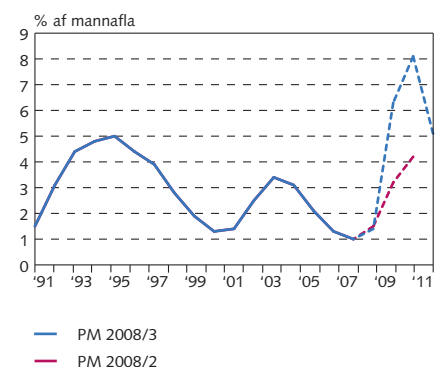
1. Meðaltal þriggja fyrstu ársfjórðunga 2008.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-5  
Breytingar á vinnuafli 1992-2008<sup>1</sup>



1. Meðaltal þriggja fyrstu ársfjórðunga 2008.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

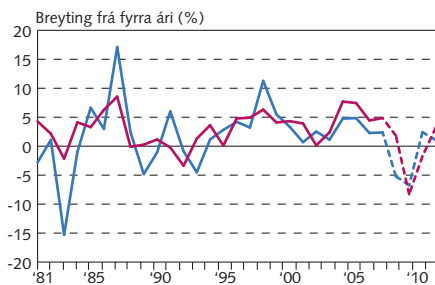
Mynd VI-6  
Atvinnuleysi 1991-2011<sup>1</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.  
Heimildir: Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-7

Kaupmáttur launa og hagvöxtur 1981-2011<sup>1</sup>

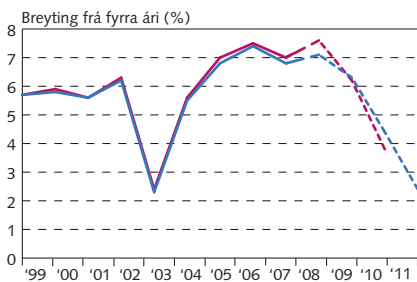


— Kaupmáttur launa  
— Hagvöxtur

1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-8

Launakostnaður á framleidda einingu  
1999-2011<sup>1</sup>



— PM 2008/3  
— PM 2008/2

1. Grunnspá Seðlabankans 2008-2011.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

nafnlauna í kjarasamningum, en lengst var gengið í kjarasamningunum sem gerðir voru árið 1993 þegar kjarasamningar voru framlengdir um rúmt 1½ ár án launabreytinga.

Miðað við þá verðbólguþá sem hér er birt hefur framlenging kjarasamninga án viðbótarhækkunar í för með sér verulega lækkun raunlauna á næsta ári eða um tæplega 7%. Lækkun raunlauna á þessu og næsta ári verður því samtals um 12%. Þau munu hins vegar taka að hækka snemma árs 2010 hvaðni verðbólga jafn hratt og gert er ráð fyrir í spánni.

### ... og nafnlaun einhverra hópa

Þótt gert sé ráð fyrir að kjarasamningar verði framlengdir með þeim launahækkunum sem í þeim felast, er einnig gert ráð fyrir að nafnlaun lækki í einhverjum fyrirtækjum, m.a. hjá nýju bönkunum þremur. Jafnframt er reiknað með að árangurstengdar greiðslur sem greiddar hafa verið út í fjármálafyrirtækjum og sérhæfðri verslun hverfi að mestu leyti á næstu árum og að einstaklingsbundið launaskrið verði óverulegt.

### Hratt dregur úr vexti launakostnaðar á framleidda einingu

Þessar forsendur um launabreytingar og aukinn framleiðnivöxt undir lok spátímabilsins valda því að hratt dregur úr vexti launakostnaðar á framleidda einingu fram á mitt ár 2011. Spáð er að launakostnaður á framleidda einingu aukist um rúmlega 6% á næsta ári en um 2½% árið 2011.

## VII Ytri jöfnuður

Mikillar óvissu gætir í spá um viðskiptahallann á næstunni vegna fjármálakreppunnar. Enn liggur ekki fyrir hver áhrif hennar á efnahagsreikninga fjármálakerfisins og þjóðarbúsins í heild verða og þar með á jöfnuð þáttatekna. Mikil óvissa er einnig um áhrifin á raunhagkerfið og þar með bæði á stærð viðskiptahallans og halla ríkissjóðs, en fjármögnun hans gæti einnig haft áhrif á viðskiptahallann þegar frá líður. Samkvæmt spánni valda þessar miklu umbreytingar verulegum umskiptum á ytri jöfnuði þjóðarbúsins. Spáð er að fljótlega verði kominn töluverður afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum og að halli á viðskiptajöfnuði verði lítill á næsta ári.

### Afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði á síðasta fjórðungi ársins

Dregið hefur úr vexti innflutnings undanfarna mánuði en útflutningur hefur aukist verulega á sama tíma. Halli á vöru- og þjónustuviðskiptum hefur því minnkað mikið. Gert er ráð fyrir töluverðum afgangi á síðasta fjórðungi ársins, þegar innflutningur dregst hratt saman í kjölfar fjármálakreppunnar.

### Mikil óvissa um þróun þáttatekjujafnaðar

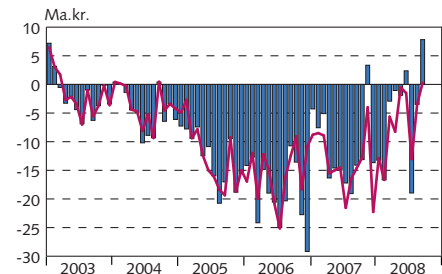
Verulegur halli hefur verið á þáttatekjujöfnuði undanfarna ársfjórðunga, sérstaklega á öðrum ársfjórðungi þessa árs. Þá varð gríðarlegur halli á jöfnuði þáttatekna sökum neikvæðrar ávöxtunar erlends hlutafjár í eigu innlendra aðila. Áætlað er að þáttatekjuhallinn verði minni á þriðja fjórðungi þessa árs, en tap af hlutafé hafi þó enn verið mikið.

Hrun stóru bankanna mun hafa mikil áhrif á hreinar þáttatekjur á komandi misserum. Veruleg niðurfærsla verður á erlendum lánnum bankanna, þótt umtalsverðar skuldir verði áfram á bókum gömlu bankanna um nokkra hríð. Á móti aukast vaxtagreiðslur ríkissjóðs verulega vegna lántöku til að stækka gjaldeyrisforðann. Lántökur til að endurfjármagna innlenda bankakerfið, standa við skuldbindingar ríkissjóðs gagnvart gömlu bönkunum og vegna hallarekstrar ríkissjóðs verða að öllum líkindum á innlendum markaði, a.m.k. fyrst í stað. Um alla þessa þætti er mikil óvissa sem veldur erfiðleikum við að meta hugsanlega þróun vaxtafajnaðar við útlönd á næstu árum. Mikið fall á erlendum hlutabréfamörkuðum og almennur samdráttur erlendis hefur neikvæð áhrif á arðsemi þess sem eftir er af erlendri fjárfestingu innlendra aðila. Því er ekki gert ráð fyrir mikilli ávöxtun hlutafjár, en gengislækkun krónunnar vegur þó þar á móti.

Mikil arðsemi íslenskra fyrirtækja í eigu erlendra aðila eykur þáttatekjuhallann. Lækkun álverðs frá miðju ári hefur neikvæð áhrif á hagnað álfyrirtækja og dregur úr þáttatekjuhalla á seinni helmingi ársins, sérstaklega á fjórða ársfjórðungi. Meginhluti beinnar fjármunaeignar erlendra aðila á Íslandi tengist álframleiðslu. Lægra álverð hefur hins vegar neikvæð áhrif á hreinar útflutningstekjur, bæði af áli og orkusölu. Vegna þessara gagnverkandi áhrifa verða heildaráhrifin minni en ætla mætti við fyrstu sýn.

Mynd VII-1  
Vöruskiptajöfnuður

Mánaðarlegar tölur á föstu gengi

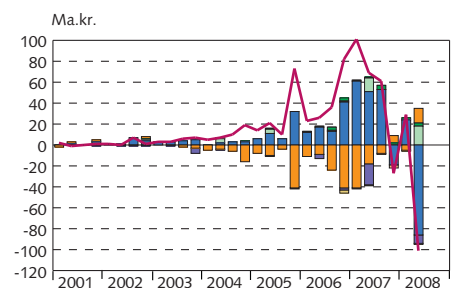


■ Vöruskiptajöfnuður  
— Vöruskiptajöfnuður án skipa og flugvéla

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-2  
Arður af fjárfestingu

1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2008

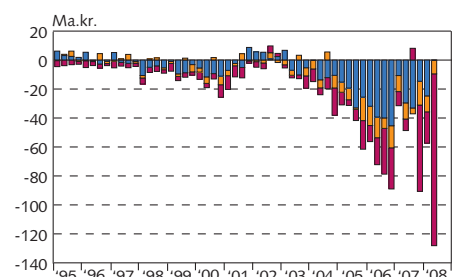


■ Endurfjárfestur hagnaður  
■ Arðgreiðslur  
■ Vextir hluthafalána  
■ Endurfjárfestur hagnaður erlendra aðila innanlands  
■ Arðgreiðslur erlendra aðila innanlands  
■ Vextir hluthafalána erlendra aðila innanlands  
— Nettó endurfjárfestur hagnaður

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3  
Undirþættir viðskiptajafnaðar<sup>1</sup>

1. ársfj. 1995 - 2. ársfj. 2008



■ Vöruskiptajöfnuður  
■ Þjónustujöfnuður  
■ Þáttatekjujöfnuður

1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Útlit fyrir verulegan afgang af vöru- og þjónustuviðskiptum á næstu árum

Þrátt fyrir áframhaldandi halla á þáttatekjum verða alger umskipti á vöru- og þjónustuviðskiptum. Spáð er að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum nemi rúmlega 9% af landsframleiðslu, en að viðskiptahallinn nemi u.þ.b. 1% af landsframleiðslu árið 2009. Aukin stóriðjuþjárfesting og innflutningur tengdur henni snýr þessari þróun tímabundið við árið 2010, en árið 2011 er spáð að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum verði um 8½% af landsframleiðslu og viðskiptaafgangur í heild er áætlaður 3½%.



## VIII Verðlagsþróun og verðbólguhorfur

Verðbólguhorfur eru mjög óvissar ekki síst vegna mikillar óvissu um þróun gengis krónunnar. Líklegt er að verðbólga muni aukast á næstu mánuðum vegna gengislækkunar krónunnar. Þegar krónan styrkist á ný má reikna með að verðbólga hjaðni hratt. Snarpur samdráttur verður í efnahagslífinu og atvinnuleysi verður meira en áður hefur mælst. Því má búast við lítilli aukningu launakostnaðar á næstu árum og hraðri hjöðnun verðbólguvæntinga. Lækkun húsnæðisverðs flýtir einnig fyrir hjöðnun verðbólgu. Óvenjumikil óvissa ríkir um verðbólguhorfur og þarf að túlka spána í því ljósi. Í kafla I er vikið að tveimur fráviksdæmum sem sýna áhrif mismunandi forsendna um hversu fljótt tekst að styrkja krónuna á framvindu efnahagsmála. Taki það lengri tíma en í grunnþæminu verða bæði verðbólga og samdráttur meiri framan af spátímanum. Styrkist krónan fyrr verður verðbólga og samdráttur minni.

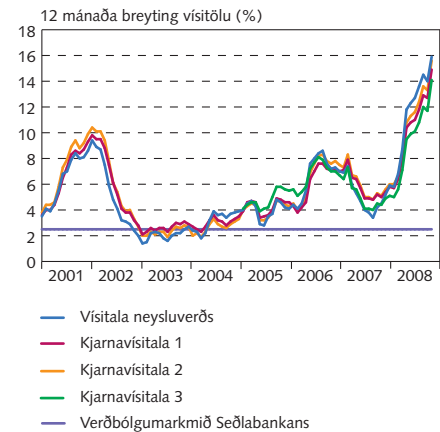
### Verðbólga drifin áfram af gengislækkun krónunnar

Verðbólga jókst verulega í ágúst en lítillaga dró úr henni aftur í september vegna hagstæðra grunnáhrifa. Fyrstu áhrifa fjármálakreppunnar á gengi krónunnar var hins vegar farið að gæta í októbermælingunni. Í október hækkaði vísitala neysluverðs um 2,2% frá fyrri mánuði og nam tólf mánaða verðbólga 15,9%.<sup>1</sup> Verðbólga hafði því aukist um rúmlega 3 prósentur frá júnímánuði. Tólf mánaða undirliggjandi verðbólga, þ.e. án áhrifa sveiflukenndra þátta, opinberrar þjónustu og raunvaxta, var rúmlega 14% í október og hafði aukist um 4 prósentur frá júnímánuði. Verð innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks hækkaði um 4% og hafði hækkað um tæpan fjórðung sl. tólf mánuði. Hækkunin var almenn en á móti vó verðlækkun bensins og olíu vegna lækkunar heimsmarkaðsverðs. Áhrif gengislækkunarinnar á verðlag innlendrar vöru vegna áhrifa á verðlag innfluttra aðfanga og bættrar samkeppnisstöðu hafa verið svipuð og á verðlag innfluttrar vöru. Verðlag innlendrar vöru án búvöru og grænmetis hækkaði um 4% í október og hafði þá hækkað um tæplega fimmtung sl. tólf mánuði.

Áhrif gengislækkunarinnar munu væntanlega halda áfram að skila sér út í verðlag á næstu mánuðum. Mikil óvissa er um þessi áhrif vegna umtalsverðra viðskipta utan skipulegs gjaldeyrismarkaðar. Leiði skortur á gjaldeyri til vöruskorts gæti verðlag hækkað hratt þegar birgðir eru komnar í lágmark. Á hinn bóginn kann samdráttur innlendrar eftirspurnar og tiltölulega rúm birgðastaða áður en gjaldeyriskreppan skall á að draga úr áhrifunum og leiða til þess að birgðir endast lengur en ella.

Mynd VIII-1

Verðbólga janúar 2001 - október 2008<sup>1</sup>

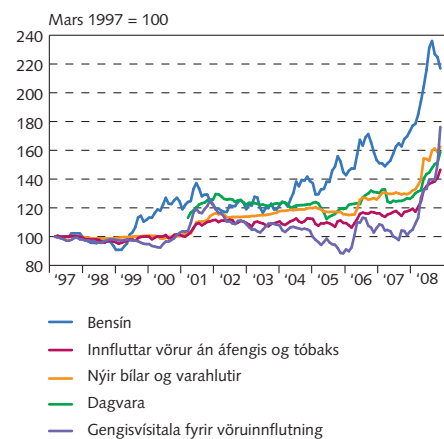


1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensins. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-2

Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - október 2008

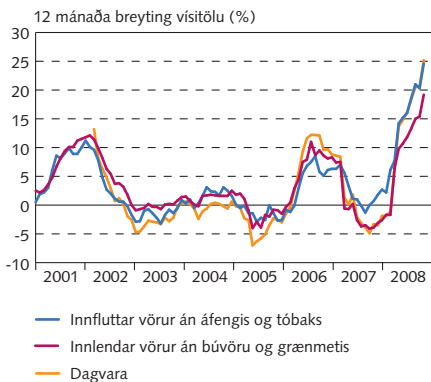


Heimild: Hagstofa Íslands.

1. Vegna sérstakra aðstæðna voru tvær breytingar gerðar á útreikningi vísitölu neysluverðs í október. Í fyrsta lagi hefur hlutur húsnæðisviðskipta þar sem fasteignir og lausafé eru notuð sem greiðsla vaxið mikið frá því í maí sl. Við núvirðingu kaupsamninga í slíkum viðskiptum var ákveðið að hækka ávöxtunarkröfnuna sem notuð er við útreikning á staðgreiðsluverðmæti fasteigna. Áhrifin af þessari leiðréttingu voru 0,22% til lækkunar á vísitölu neysluverðs. Í öðru lagi var ekki tekið tillit til breytinga á listaverði bifreiða frá því í september þar sem nýskráningar bifreiða hafa nánast stöðvast. Hækkunin hefði að öðrum kosti haft 0,3% áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs.

Mynd VIII-3

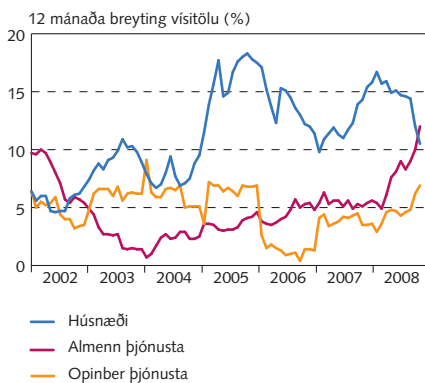
Vöruverð janúar 2001 - október 2008



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4

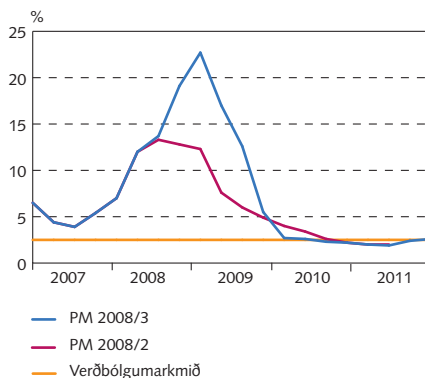
Verðlagsþróun: húsnæði og þjónusta  
janúar 2002 - október 2008



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-5

Verðbólga - samanburður við PM 2008/2



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Þjónustuverðbólga heldur áfram að aukast

Verðlag almennrar þjónustu hækkaði um 2% í október og hefur hækkað um tæp 12% sl. tólf mánuði. Er það mesta ársþéttun verðlags þjónustu í meira en áratug. Aukinn kostnaðarþrýstingur í kjölfar gengislækkunar krónunnar undanfarna mánuði getur skýrt mikla hækkingu verðlags þjónustu. Horfur eru á að þjónustuverðbólga hjaðni nokkuð hratt með minnkandi eftirspurn enda líklegt að launahækkanir verði hóflegar.

### Húsnæðisverð lækkar áfram að raunvirði

Fasteignamarkaðurinn er í vaxandi lægð. Í október lækkaði markaðsverð húsnæðis um 1½% frá fyrri mánuði og nam ársþéttunin tæplega 1% samkvæmt vísitölu markaðsverðs hjá Hagstofu Íslands. Að raunvirði hefur íbúðaverð á öllu landinu lækkað um 14½% sl. tólf mánuði og er lækkunin nokkru meiri á landsbyggðinni en á höfuðborgarsvæðinu. Greidd húsaleiga hækkaði um 2,5% í október og hefur hækkað um 24% sl. tólf mánuði. Á næstu misserum er líklegt að framboð leigu-íbúða aukist, en hið sama kann að eiga við um eftirspurn þegar fram í sækir. Til lengri tíma litið mun húsaleiga líklega taka mið af lækkun íbúðaverðs, sem færast í aukana eftir að almennum verðhækkunum linnir á næsta ári.

### Verðbólga eykst á næstunni

Mikil óvissa er um þróun gengis krónunnar eftir að hún verður sett á flot á ný. Hugsanlegt er að hún veikist umtalsvert fyrst eftir að opnað verður fyrir óheft alþjóðleg gjaldeyrisviðskipti. Hve fljótt tekst að snúa gengisþróuninni við og koma milliríkja viðskiptum í eðlilegt horf ræður miklu um verðbólguþróun næstu missera. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að verðbólga á síðasta fjórðungi þessa árs verði rúmlega 19% og nái hámarki í tæplega 23% á fyrsta fjórðungi næsta árs. Búast má við að verðbólga hjaðni hratt í kjölfarið og verði um 5½% á síðasta fjórðungi næsta árs. Eftir því sem áhrif gengislækkunarinnar dvína og áhrifa samdráttar innlestrar eftirspurnar gætir af auknum þunga dregur enn frekar úr verðbólgunni. Spáð er að verðbólga verði við verðbólguþátt Seðlabankans, 2,5%, snemma árs 2010 og nálægt því til loka spátímans.

### Lægra húsnæðisverð mikilvægur þáttur í verðbólguþróun

Lækkun húsnæðisverðs mun gegna lykilhlutverki í hjöðnun verðbólgu á næstu misserum. Fyrir utan bein áhrif í gegnum húsnæðisverð neysluverðsvísitölunnar dregur lækkun húsnæðisverðs úr auði heimila og stuðlar þannig að minnkandi einkaneyslu. Á þriðja fjórðungi ársins lækkaði húsnæðisverð milli ára að nafnvirði í fyrsta skipti frá árinu 1997. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að húsnæðisverð haldi áfram að lækka í kjölfar þess að eftirspurn eftir húsnæði dalar vegna fjármálakreppunnar, kaupmáttur rýrnar, framboð lánsfjár dregst saman og erlendir starfsmenn flytja af landi brott. Samkvæmt spánni lækkar húsnæðisverð að nafnvirði um tæplega 13% á næsta ári og um tæplega 17% til viðbótar árið 2010. Samtals er því gert ráð fyrir að húsnæðisverð lækki um 28% að nafnvirði milli ársmeðaltala 2007-2011, sem samsvarar tæplega helmingi lækkunar að raunvirði.

### Gengi krónunnar tekur fljótlega að styrkjast

Meginforsenda grunnsparinnar er að gjaldeyrisviðskipti muni fljótlegra komast í tiltölulega eðlilegt horf. Búist er við að trúverðug efnahagsáætlun sem unnin hefur verið í samvinnu við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn og aðgangur að erlendu lánsfjármagni sem henni fylgir muni vekja nægilegt traust til þess að stöðva gengislækkun krónunnar og stuðla að styrkingu hennar til lengri tíma.

Í spánni er gert ráð fyrir að evran kosti 153 kr. á fjórða fjórðungi ársins en krónan styrkist síðan og verði nokkuð stöðug gagnvart evru á genginu 130-135 frá miðju næsta ári. Um þessa þróun ríkir mikil óvissa sem skiptir lykilmáli um hve fljótt tekst að kveða niður verðbólguna og vextir geta lækkað á ný. Ef langan tíma tekur að vekja nægilegt traust á krónunni á gjaldeyrismarkaði og verðbólgan verður áfram mikil þurfa nafnvextir að vera háir lengur en ella. Það gæti haft áhrif á hve fljótt efnahagsbati getur hafist á ný.

### Framleiðslulaki stuðlar að hjöðnun verðbólgu ...

Í síðustu *Peningamálum* spáði Seðlabankinn verulegum samdrætti landsframleiðslu og framleiðslulaka á næstu árum, sem ætti að stuðla að hjöðnun verðbólgu. Eins og rakið er í kafla IV er nú vegna fjármálakreppunnar spáð mun snarpari samdrætti landsframleiðslu en áður og meiri framleiðslulaka. Framleiðslulakinn eykst þó minna en ætla mætti miðað við samdráttinn. Það skýrist m.a. af því að fjármagnskostnaður hækkar vegna aukins áhættuálags ofan á arðsemiskröfu fjárfestinga. Einnig má gera ráð fyrir að fjármagnstofninn rýrni, m.a. sökum þekkingar sem tapast við hrun bankanna og kostnaðar sem fylgir því að færa framleiðsluþætti milli atvinnugreina. Af þessum orsökum er gert ráð fyrir að nokkuð dragi úr vexti framleiðslugetu á fyrri hluta spátímans en bati hefjist undir lok hans. Minni vöxtur framleiðslugetu leiðir til þess að framleiðslulaki verður minni en ella. Framleiðslulaki myndast snemma á næsta ári, verður mestur 6½% um mitt ár 2010 og helst út spátímabilið. Framleiðslulakinn mun stuðla að því að hratt dregur úr verðbólgu þegar gengi krónunnar tekur að styrkjast á ný.

### ... og hratt dregur úr launaþrýstingi

Eins og fjallað er um í kafla VI er útlit fyrir að atvinnuleysi muni aukast mikið á næstu mánuðum. Samkvæmt spánni nær það hámarki á svipuðum tíma og framleiðslulakinn er í hámarki. Búist er við að þessar aðstæður leiði til þess að launaþrýstingur minnki hratt og nafnlaunahækkningar verði hóflegar þrátt fyrir verulega verðbólgu. Hins vegar er útlit fyrir að framleiðnivöxtur verði lítill fram á seinni hluta ársins 2010. Launakostnaður á framleidda einingu mun því aukast nokkuð, þótt tiltölulega hratt dragi úr honum þegar kemur fram á árið 2010. Horfur eru á að vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu verði í ágætu samræmi við verðbólguþéttmiðnið í lok spátímans.

## Viðauki 1

# Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2008/3

Tafla 1 Þjóðhagsspá<sup>1</sup>

	í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
		Spá				
	2007	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar</b>						
Einkaneysla	749,0	4,3 (4,2)	-7,6 (-0,9)	-24,8 (-7,7)	-3,8 (-7,8)	9,9
Samneysla	316,8	4,2 (3,3)	3,5 (3,5)	2,9 (4,0)	2,9 (3,5)	2,9
Fjármunamyndun	356,9	-13,7 (-14,9)	-19,2 (-9,0)	-20,2 (1,3)	6,9 (1,8)	-21,2
Atvinnuvegafjárfesting	211,6	-26,0 (-25,4)	-21,7 (-16,6)	-26,2 (0,1)	21,1 (6,4)	-31,6
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	90,6	13,2 (13,2)	-32,4 (-5,3)	-24,4 (-7,5)	-10,4 (-9,3)	13,3
Fjárfesting hins opinbera	54,7	19,2 (4,3)	11,4 (21,2)	1,4 (16,9)	-12,9 (0,3)	-13,5
Þjóðarútgjöld	1.429,4	-1,4 (-2,3)	-8,3 (-1,9)	-17,6 (-3,3)	0,6 (-2,7)	0,8
Útflutningur vöru og þjónustu	451,7	18,1 (18,1)	9,6 (4,7)	-0,5 (-1,0)	2,6 (3,9)	5,5
Innflutningur vöru og þjónustu	587,9	-1,4 (-1,4)	-16,8 (-4,1)	-24,5 (-4,2)	10,6 (1,1)	-0,1
Verg landsframleiðsla	1.293,2	4,9 (3,8)	1,8 (1,1)	-8,3 (-2,0)	-1,7 (-1,9)	3,2
<b>Aðrar lykilstærðir</b>						
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)		-10,5 (-10,6)	-1,6 (-9,1)	9,3 (-7,4)	6,6 (-6,2)	8,5
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)		-15,4 (-15,6)	-16,3 (-17,4)	-1,3 (-13,3)	-2,0 (-10,7)	3,4
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)		3,2 (3,3)	3,1 (1,9)	-4,7 (-1,2)	-5,8 (-4,2)	-4,2
Launakostnaður á framleidda einingu (br. ársmeðaltala)		6,8 (7,0)	7,1 (7,6)	6,3 (6,2)	4,4 (3,8)	2,4
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)		8,0 (5,8)	-8,2 (-5,3)	-13,7 (-5,4)	5,6 (-0,3)	8,1
Atvinnuleysi (% af mannafla)		1,0 (1,0)	1,4 (1,5)	6,3 (3,2)	8,1 (4,2)	5,1
Gengi krónu gagnvart evru		87,4 (87,4)	124,6 (115,0)	141,1 (115,9)	129,7 (113,8)	133,0

1. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamálum* 2008/2.

Tafla 2 Verðbólguþáttar (%)<sup>2</sup>

Ársfjórðungur	Verðbólga	Verðbólga (br. frá fyrri
	(br. frá sama tíma ári áður)	ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi	
2007:1	6,5 (6,5)	2,0 (2,0)
2007:2	4,4 (4,4)	5,8 (5,8)
2007:3	3,9 (3,9)	5,6 (5,6)
2007:4	5,4 (5,4)	8,4 (8,4)
2008:1	7,0 (7,0)	8,2 (8,2)
2008:2	12,0 (12,0)	27,0 (27,0)
2008:3	13,7 (13,3)	12,1 (10,8)
	Spáð gildi	
2008:4	19,1 (12,8)	30,7 (6,4)
2009:1	22,7 (12,3)	21,7 (6,4)
2009:2	17,0 (7,6)	5,0 (6,7)
2009:3	12,6 (6,0)	-3,7 (4,4)
2009:4	5,5 (4,9)	0,6 (2,0)
2010:1	2,7 (4,0)	9,4 (2,8)
2010:2	2,6 (3,4)	4,6 (4,2)
2010:3	2,3 (2,6)	-4,9 (1,4)
2010:4	2,2 (2,2)	0,2 (0,6)
2011:1	2,0 (2,0)	8,7 (2,0)
2011:2	1,9 (2,0)	4,0 (4,2)
2011:3	2,4	-3,0
Ársmeðaltal	Verðbólga	
2007	5,0 (5,0)	
2008	13,0 (11,3)	
2009	14,1 (7,6)	
2010	2,4 (3,0)	
2011	2,2	

2. Tölur í svigum eru spá sem birt var í *Peningamálum* 2008/2.