

Rammagrein 2

Viðnámspróttur
þjóðarbúsins við
hagsveifluskil

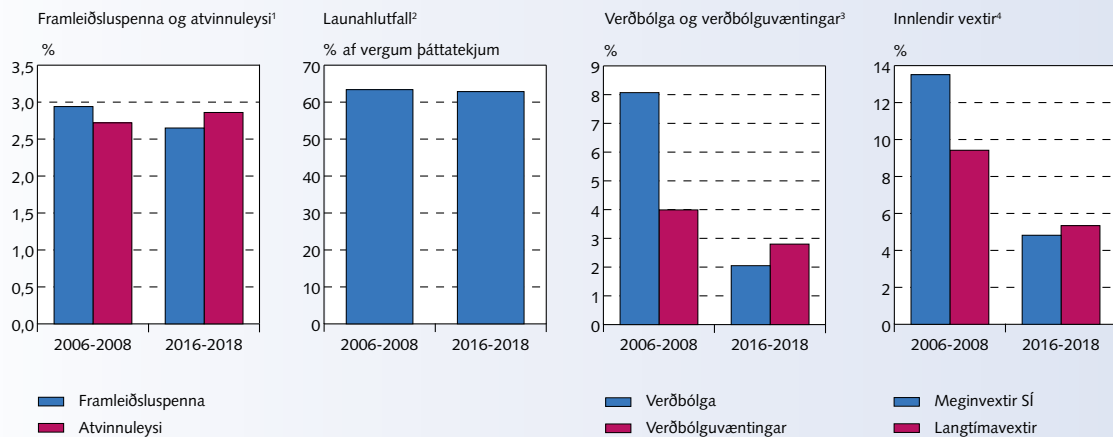
Hægt hefur á vexti efnahagssumsvifa og horfur eru á efnahagssamdrætti í ár. Í því samhengi er vert að skoða hvernig þjóðarbúið er í stakk búið til að takast á við efnahagslega ágjöf. Samanburður við stöðu þjóðarbúsins í aðdraganda samdráttarskeiðsins í kjölfar fjármálakreppunnar sem hófst haustið 2008 sýnir að heimili, fyrirtæki og þjóðarbúið í heild eru nú mun betur undir það búin að takast á við niðursveiflu í efnahagsmálum.

Áraun á framleiðslupætti hefur verið álíka mikil undanfarin ár og hún var fyrir áratug ...

Eins og sést á mynd 1 var framleiðsluspenna álíka mikil á árunum 2016-2018 og hún var á árunum 2006-2008. Spennan á vinnu-markaði var einnig áþekkt á þessum tveimur tímabilum eins og sést á álíka litlu atvinnuleysi og svipað háu launahlutfalli.

Mynd 1

Spenna í þjóðarbúinu áþekkt en verðbólga minni og vextir lægri



1. Framleiðsluspenna sem % af framleiðslugetu og atvinnuleysi samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar sem % af mannafla. 2. Laun og launategd gjöld sem % af verjum þáttatekjum. 3. 5 ára verðbólguvæntingar út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði. 4. Meginvextir Seðlabankans eins og þeir eru skilgreindir á hverjum tíma. Langtíma vextir eru 10 ára ríkisbréfavextir metnir út frá eingreiðslurófinu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

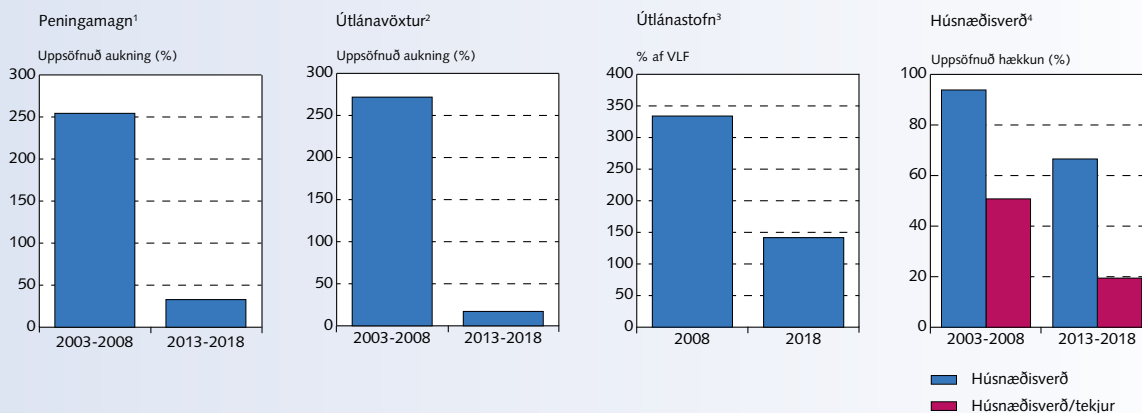
Þrátt fyrir að spennan í þjóðarbúinu hafi verið áþekkt hefur verðbólga verið töluvert minni undanfarin ár en hún var við lok síðasta þensluskeiðs. Hún var að meðaltali um 8% árin 2006-2008 en hefur einungis verið um 2% undanfarin þrjú ár. Aukinn verðstöðugleiki undanfarin ár sést einnig á því að langtíma verðbólguvæntingar hafa verið lægri undanfarin ár og nær verðbólgu markmiði Seðlabankans en þær voru árin fyrir fjármálakreppuna. Vextir hafa því verið töluvert lægri undanfarin ár en þeir voru fyrir fjármálakreppuna, hvort sem litið er til meginvaxta Seðlabankans eða langtíma vaxta á skuldabréfamarkaði.

... en ójafnvægið í fjármálakerfinu er töluvert minna núna ...

Eitt megineinkenni þensluskeiðsins í aðdraganda fjármálakreppunnar var mikið fjármálalegt ójafnvægi sem hafði byggst upp í kjölfar einkavæðingar stórs hluta innlends bankakerfis og umbreytinga á innlendum húsnæðislánamarkaði á fyrri hluta síðasta áratugar. Eins og sést á mynd 2 var vöxtur peningamagns í umferð gríðarlegur og hið sama má segja um útlánvöxt lánakerfisins. Þótt vöxtur peningamagns og útlána hafi sótt í sig veðrið undanfarin misseri er hann í engri líkingu við það sem hann var árin fyrir fjármálakreppuna. Hlutfall heildarútlána af landsframleiðslu hefur því í raun lítið hækkað undanfarin ár og er mun lægra nú en það var þegar fjármálakreppan skall á.

Mynd 2

Ekki sama ójafnvægi í fjármálakerfinu og var í aðdraganda fjármálakreppunnar



1. Aukning breiðs peningamagns (M3) yfir tímabilin 2003-2008 og 2013-2018. Tölur fyrir seinna tímabilið eru leiðréttar fyrir innlánun fallinna fjármálfyrirtækja. 2. Aukning heildarútlána lána-kerfisins (leiðréttar fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda) yfir tímabilin 2003-2008 og 2013-2018. 3. Útlánastofn lána-kerfisins sem % af VLF. 4. Hækkun húsnæðisverðs og hlutfalls húsnæðisverðs og atvinnutekna (ráðstöfunartekna án fjármagnstekna) eftir skatt yfir tímabilin 2003-2008 og 2013-2018.

Héimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Húsnæðisverð hefur hækkað nokkuð undanfarin ár, þótt hægt hafi á hækkunum síðustu mánuði. Þrátt fyrir að hækkunin á tímabilinu 2013-2018 sé mikil er hún minni en hún var árin 2003-2008. Munurinn er enn meiri þegar hækkunin er sett í samhengi við mikinn tekjuvöxt undanfarinna ára. Mikil hækkun húsnæðisverðs síðustu ár ber því síður einkenni bólu myndunar en verðhækkunin í aðdraganda fjármálakreppunnar.¹

... og ytri staða þjóðarbúsins er mun betri nú en fyrir áratug

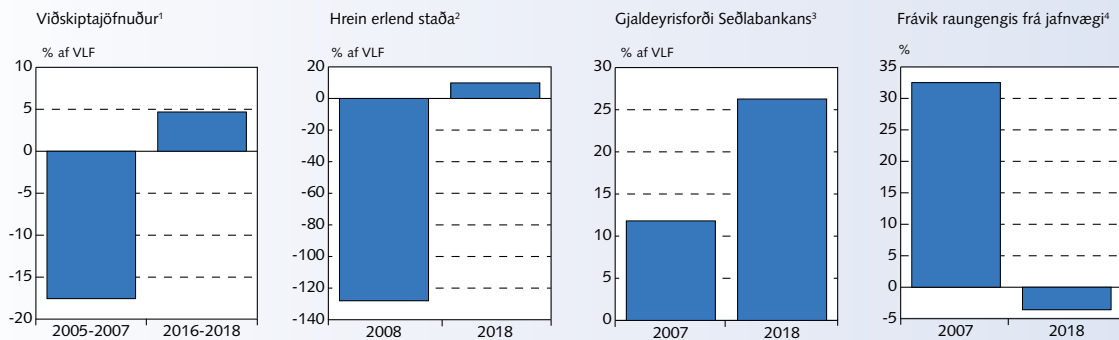
Ein birtingarmynd hins mikla fjármálalega ójafnvægis sem byggðist upp í aðdraganda fjármálakreppunnar var gríðarlegur viðskiptahalli sem náði hámarki í um 23% af landsframleiðslu árið 2006. Þótt hallinn hafi heldur minnkað á árunum þar á eftir var hann áfram mikill fram að fjármálakreppunni en þá lokaðist skyndilega fyrir aðgengi að erlendu lánsfé til að fjármagna hallann. Staðan undanfarinn áratug hefur verið allt önnur. Frá árinu 2009 hefur verið töluverður afgangur á viðskiptum við útlönd og undanfarin þrjú ár hefur hann numið að meðaltali tæplega 5% af landsframleiðslu (mynd 3).

Hrein erlend eignastaða þjóðarbúsins hefur einnig tekið algerum stakkaskiptum. Viðvarandi viðskiptahalli um áratuga-skeið hafði gert það að verkum að þjóðarbúið safnaði verulegum erlendum skuldum og í árslok 2008 var því svo komið að hreinar erlendar eignir voru orðnar neikvæðar um tæplega 130% af landsframleiðslu. Verulegur afgangur á viðskiptum við útlönd samhliða nauðasamningum stjórnvalda við föllnu banka gera það hins vegar að verkum að frá árinu 2016 hefur hrein erlend staða verið jákvæð, þ.e. erlendar eignir þjóðarbúsins hafa verið meiri en erlendar skuldir, og var orðin jákvæð um tæplega 10% af landsframleiðslu árið 2018. Á sama tíma hefur tekist að byggja upp gjald-eyrisforða sem fjármagnaður er innanlands og dugir fyrir erlendum skammtímaskuldum þjóðarbúsins. Þetta er töluverð breyting frá því sem var fyrir fjármálakreppuna þegar gjaldeyrisforði Seðlabankans var mun minni.

1. Í kafla I í *Peningamálum* 2017/2 eru raktar niðurstöður formlægs tölfræðiprófs sem leiða til sömu niðurstöðu. Minna fjármálalegt ójafnvægi nú en fyrir áratug er einnig í samræmi við rannsóknir á innlendra fjármálasveiflu. Sjá t.d. Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2016), „The long history of financial boom-bust cycles in Iceland – Part II: Financial cycles“, Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 72, og Önnundur P. Ragnarsson, Jón Magnús Hannesson og Loftur Hreinsson (2019), „Financial cycles as early warning indicators: Lessons from the Nordic Region“, Seðlabanki Íslands *Working Papers* nr. 80.

Mynd 3

Alger stakkaskipti hafa orðið á ytri stöðu þjóðarbúsins



1. Viðskiptajöfnuður sem % af VLF. 2. Hrein erlend staða þjóðarbúsins sem % af VLF. 3. Gjaldeyrisforði sem % af VLF. 4. Frávik raungengis frá metnu jafnvægisraungengi. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

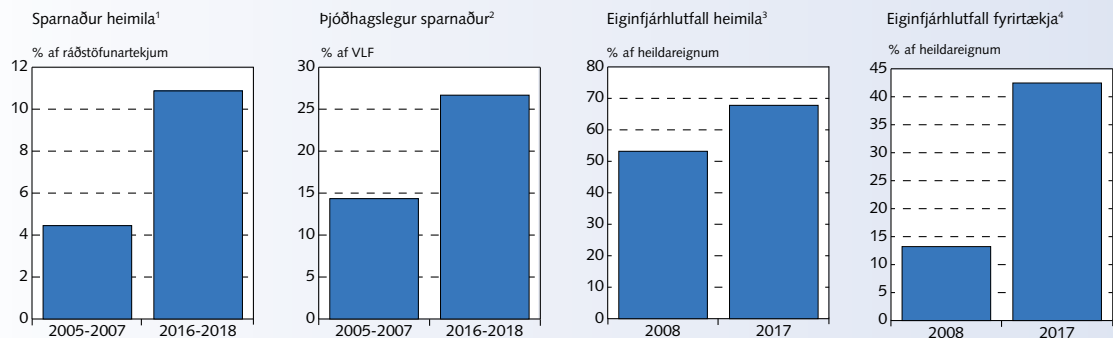
Betra ytra jafnvægi þjóðarbúsins hefur einnig endurspeglast í gengisþróun sem er í ríkari mæli grundvölluð af undirliggjandi efnahagsþáttum. Í aðdraganda fjármálakreppunnar virðist gengi krónunnar hafa verið of hátt eins og sjá má á þriðjungs frávikni raungengis frá jafnvægisgildi sínu. Þrátt fyrir töluverða hækkun raungengis undanfarin ár hefur fráviknið frá metnu jafnvægisraungengi verið mun minna og miðað við nýjasta mat Seðlabankans má ætla að raungengið hafi verið lítillega undir jafnvægisgildi sínu í fyrra.

Sparnaður hefur aukist mikið og fjárhagsstaða heimila og fyrirtækja styrkst

Önnur birtingarmynd viðvarandi afgangis á viðskiptum við útlönd og viðsnúnings á hreinni erlendri eignastöðu er aukinn innlendir sparnaður. Í aðdraganda fjármálakreppunnar var sparnaður íslenskra heimila tiltölulega lítill og þjóðhagslegur sparnaður, þ.e. heildarsparnaður heimila, fyrirtækja og hins opinbera, var orðinn sögulega lágur. Staðan nú er önnur þar sem heimilin og þjóðarbúið í heild hafa smám saman aukið sparnað sinn þrátt fyrir kröftugan útgjaldavöxt undanfarinna ára (mynd 4). Þetta, ásamt stórbættri eiginfjárstöðu heimila og fyrirtækja, gerir það að verkum að þjóðarbúið er mun betur í stakk búið til að takast á við efnahagsáfall en það var fyrir áratug.

Mynd 4

Sparnaður hefur aukist verulega og eiginfjárstaða heimila og fyrirtækja er sterk



1. Sparnaður heimila sem % af ráðstöfunartekjum heimila. 2. Þjóðhagslegur sparnaður sem % af VLF. 3. Eigið fé heimila án lífeyrisréttinda sem % af heildareignum þeirra samkvæmt upplýsingum úr skattframtölum en hlutabréfaeign samkvæmt fjármálareikningum og Nasdaq verðbréfamistöð. 4. Eigið fé atvinnufyrirtækja utan lyfjaframleiðslu, fjármála- og váttryggingarstarfsemi sem % af heildareignum þeirra.

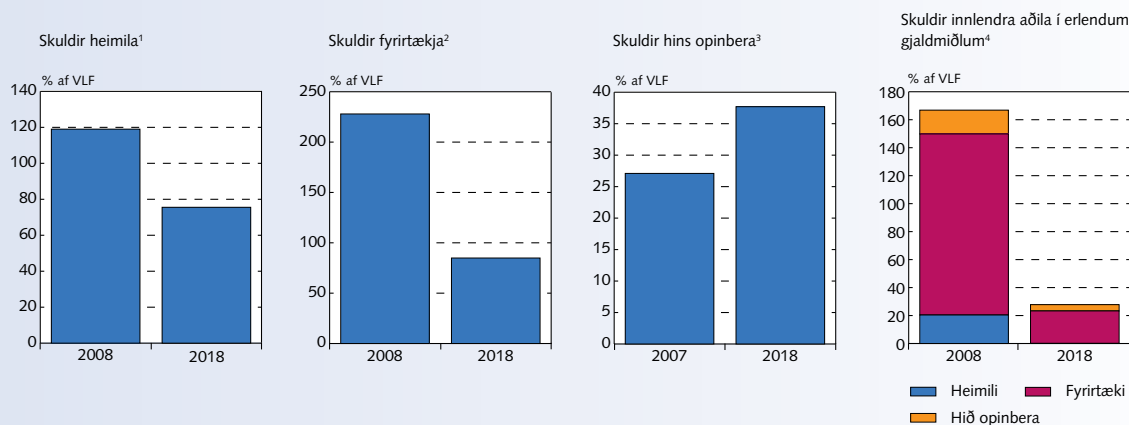
Heimildir: Hagstofa Íslands, Nasdaq verðbréfamistöð, Seðlabanki Íslands.

Skuldir heimila og fyrirtækja hafa minnkað mikið og staða þeirra er ekki eins viðkvæm fyrir gengissveiflum

Eins og sést á mynd 5 hafa skuldir heimila og fyrirtækja minnkað mikið frá því sem þær voru í aðdraganda fjármálakreppunnar. Skuldir heimila námu í árslok 2018 um 75% af landsframleiðslu en í árslok 2008 voru þær um 120% af landsframleiðslu. Skuldalækkun fyrirtækja er enn meiri: í fyrra voru skuldir þeirra um 88% af landsframleiðslu en hæst fóru þær í 228% af landsframleiðslu árið 2008. Ólíkt heimilum og fyrirtækjum eru skuldir hins opinbera nú en þær voru fyrir áratug sem endurspeglar þau alvarlegu áhrif sem fjármálakreppan hafði á fjárhagsstöðu hins opinbera. Skuldarnar hafa hins vegar minnkað hratt undanfarin ár og horfur eru á að þær geri það áfram á næstu árum.

Mynd 5

Skuldir einkageirans hafa minnkað mikið og skuldir í erlendum gjaldmiðlum eru mun minni en áður



1. Heildarskuldir heimila sem % af VLF. 2. Heildarskuldir fyrirtækja (skuldir og útgefin markaðsskuldabréf) sem % af VLF. Fyrirtæki án fjármálfyrirtækja (þ.m.t. eignarhaldsfélaga). 3. Vergar skuldir hins opinbera sem % af VLF. 4. Skuldir í erlendum gjaldmiðlum eða tengdar erlendum gjaldmiðlum sem % af VLF. Atvinnufyrirtæki án fjármálfyrirtækja (þ.m.t. eignarhaldsfélaga). Tölur fyrir 2008 eru fyrir september hjá heimilum og fyrirtækjum en fyrir ágúst hjá hinu opinbera.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

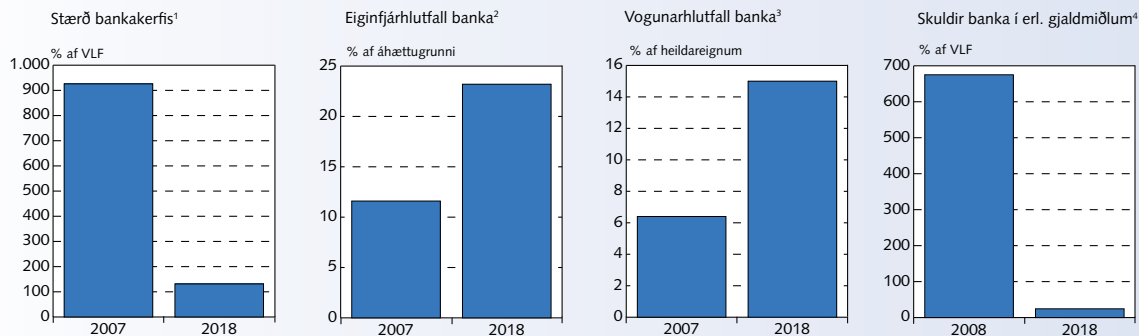
Bæði einkageirinn og hið opinbera eiga það þó sammerkt að hafa minnkað verulega skuldsetningu sína í erlendum gjaldmiðlum. Árið 2008 námu skuldir heimila í erlendum gjaldmiðlum (eða tengdar gengi erlendra gjaldmiðla) liðlega 20% af landsframleiðslu en þær skuldir eru hverfandi í dag. Skuldir fyrirtækja í erlendum gjaldmiðlum voru um 130% af landsframleiðslu árið 2008 en í árslok 2018 voru þær um 23% af landsframleiðslu og einskorðast helst við fyrirtæki í útflutningsstarfsemi sem hafa tekjuflæði í erlendum gjaldmiðlum. Yfir sama tímabil hafa skuldir hins opinbera í erlendum gjaldmiðlum minnkað úr 17% í tæplega 5% af landsframleiðslu. Áhrif gengislækkunar á skuldir og efnahag heimila, fyrirtækja og hins opinbera eru því mun minni nú en fyrir áratug.

Innlent bankakerfi hefur minnkað mikið og viðnámsþróttur þess aukist

Eitt af megineinkennum þenslutímabilsins í aðdraganda fjármálakreppunnar fyrir áratug var hinn gríðarlegi vöxtur í umsvifum fjármálakerfisins og það mikla áfall sem hrún þess olli þjóðarbúinu þegar fjármálakreppan skall á. Líkt og með aðra hagvísa sem hér hefur verið lýst hafa orðið alger stakkaskipti er kemur að stærð og viðnámsþrótti fjármálakerfisins. Eins og sést á mynd 6 hefur bankakerfið minnkað verulega og er nú mun nær því sem algengt er í öðrum þróuðum ríkjum í hlutfalli við landsframleiðslu. Áföll í fjármálakerfinu eru því viðráðanlegri fyrir þjóðarbúið í dag en þau voru fyrir áratug.

Mynd 6

Bankakerfið hefur minnkað mikið og viðnámsþróttur þess aukist



1. Heildareignir innlánsstofnana sem % af VLF. 2. Eiginfjárlutfall fyrir samstæður þriggja stærstu viðskiptabankanna sem % af áhættugrunni. 3. Eiginfjárgrunnur 1 sem % af heildareignum. 4. Skuldir innlánsstofnana í erlendum gjaldmiðlum eða tengdar erlendum gjaldmiðlum sem % af VLF. Tölur fyrir 2008 eru fyrir september.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þá hefur fjárhagsstaða bankakerfisins breyst með þeim hætti að líkur á alvarlegum áföllum í fjármálakerfinu hafa minnkað verulega. Eiginfjárstaða þriggja stærstu bankanna hefur breyst mikið og eru þeir nú betur undir það búinir að mæta ágjöf en í aðdraganda fjármálakreppunnar. Vogunarlutfall bankanna þriggja segir sömu sögu og sýnir greinilega að áhættutaka í bankakerfinu er mun hóflegri nú en fyrir áratug. Þá hefur skuldsetning bankakerfisins í erlendum gjaldmiðlum minnkað verulega eins og hjá öðrum geirum þjóðarbúsins.

Samantekt

Þótt efnahagshorfur hafi breyst til hins verra er lítil hættá sambærilegu efnahagsáfalli og hér varð fyrir tíu árum. Fjármálakreppan og efnahagssamdrátturinn í kjölfar hennar lituðust af miklu efnahagslegu og fjármálalegu ójafnvægi sem byggst hafði upp í aðdraganda kreppunnar sem birtist m.a. í miklum viðskiptahalla með tilheyrandi erlendri skuldsetningu og mikilli skuldaföfnun heimila og fyrirtækja. Sú skuldsetning var að hluta í erlendum gjaldmiðlum sem gerði heimili og fyrirtæki berskjölduð fyrir óhjákvæmilegri leiðréttingu á gengi krónunnar sem hafði hækkað töluvert umfram það sem hægt var að réttlæta með undirliggjandi efnahagsþáttum. Þegar áfallið reið yfir höfðu mikið skuldsett heimili og fyrirtæki lítið bolmagn til að mæta því. Ofan á þessa viðkvæmu stöðu heimila og fyrirtækja kom síðan fall hins gríðarlega stóra bankakerfis sem hafði vaxið hratt og tekið mikla áhættu.

Nú eru aðstæður með allt öðrum hætti. Viðvarandi afgangur hefur verið á viðskiptum við útlönd og byggst hefur upp erlend eignastaða sem er hærri en erlendar skuldir þjóðarbúsins. Heimili og fyrirtæki hafa byggt upp sparnað og dregið verulega úr skuldsetningu sinni og lagfært eigin efnahagsreikninga þannig að þau eru mun betur í stakk búin til að takast á við efnahagsáföll. Skuldsetning í erlendum gjaldmiðlum hefur jafnframt minnkað verulega og innlent bankakerfi stendur mun traustari fótum nú en fyrir áratug.