

## Alþjóðleg efnahagslægd gengur yfir

Skörp veðrabrigði hafa orðið í alþjóðlegum efnahagsmálum frá því fyrir ári. Í desember árið 2000 var almennt gert ráð fyrir ágætum hagvexti á nýliðnu ári. Að meðaltali töldu spáaðilar þá (skv. Consensus Forecasts) að hagvöxtur í heiminum<sup>2</sup> yrði rúmlega 3% og myndi dreifast nokkuð jafnt á milli helstu efnahagssvæða. Í desember sl. töldu spáaðilar að hagvöxtur í heiminum yrði aðeins 1% á árinu 2001. Hagvaxtarspár fyrir 2002 hafa lækkað nokkurn veginn í takt við mat spáaðila á hagvexti ársins 2001. Einnig hefur komið í ljós að hagvöxtur í Bandaríkjunum árið 2000 var u.þ.b. 1% minni en áður var talið, eða 4,1%, sem telst þó mikill vöxtur. Það sem gerir efnahagslægdina verri viðureignar en ella að þessu sinni er að hún gengur yfir heimsbyggðina alla því sem næst samtímis.

Af stóru efnahagsveldunum hafa umskiptin orðið sýnu mest í Bandaríkjunum og í Japan. Japan hefur reyndar verið í efnahagslægd í hartnær áratug, þar sem skipst hafa á tímabil dræms vaxtar og samdráttar, en fyrir ári voru bundnar nokkrar vonir við að hægfara varanlegur bati væri í aðsigi, þrátt fyrir brot-hætt fjármálakerfi. Umskiptin í Bandaríkjunum eru hins vegar sláandi, ekki síst í ljósi öflugis hagvaxtar og þeirrar skoðunar, sem verið hefur útbreidd meðal markaðsaðila, að umtalsverð og varanleg aukning hefði orðið á langtímahagvaxtargetu Bandaríkjanna (nýbúskapur). Á evrusvæðinu og í Evrópu í heild var afturkipturinn á sl. ári minni en í Bandaríkjunum. Í sumum löndum hefur þó dregið a.m.k. jafn mikið úr

Tafla 1 Breytingar á spám Consensus Forecasts fyrir árin 2001 og 2002

	Meðalspá fyrir 2001		Meðalspá fyrir 2002	
	í des. 2000	í des. 2001	í jan. 2001	í jan. 2002
Bandaríkin...	3,0	1,0	2,4	0,9
Evrusvæði....	3,0	1,5	1,7	1,2
Japan.....	2,0	-0,4	0,0	-0,6
Bretland.....	2,7	2,2	2,4	2,0
Öll lönd <sup>1</sup> .....	3,1	1,1	1,6	1,2

1. Um er að ræða öll lönd sem Consensus Forecasts safnar spám um. Meðalhagvöxtur í þessum löndum fer nærri en samsvarar ekki fyllilega vexti heimsframleiðslu.

hagvexti, t.d. í Þýskalandi, en þar lækkaði meðalspá Consensus Forecasts fyrir 2001 úr 2,7% í 0,6%.

### Sameiginleg áföll hafa samhæft hagsveiflur um heim allan

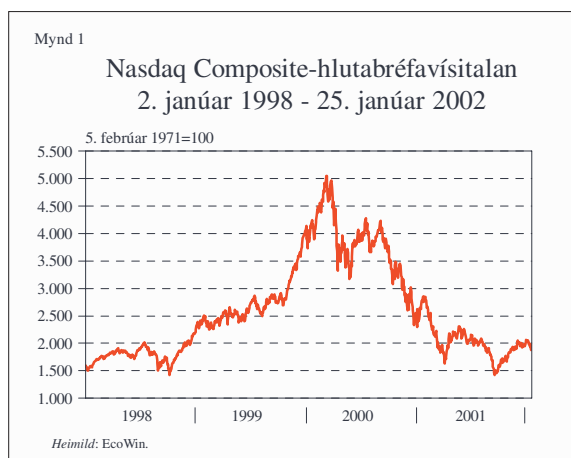
Ólíkt síðustu efnahagslægd í heiminum, fyrir u.þ.b. áratug, hefur hagvöxtur hægt á sér í flestum löndum heims á nokkurn veginn sama tíma. Þetta má líklega að nokkru rekja til sameiginlegra áfalla sem heimsbúskapurinn hefur orðið fyrir. Fyrir áratug varð sameining þýsku ríkjanna aftur á móti til þess að ofþensla einkenndi stóran hluta Evrópu á sama tíma og Bandaríkin glímdu við samdrátt, og þegar eftirköst ofþenslunnar í Evrópu komu fram var hægfara bati hafinn í Bandaríkjunum. Þrennt virðist öðru fremur hafa orðið hagvexti í heiminum að fótakefli á síðastliðnu ári.

Í fyrsta lagi má þar nefna endalok hátækni-bólunnar sem náði hámarki snemma árs 2000 og

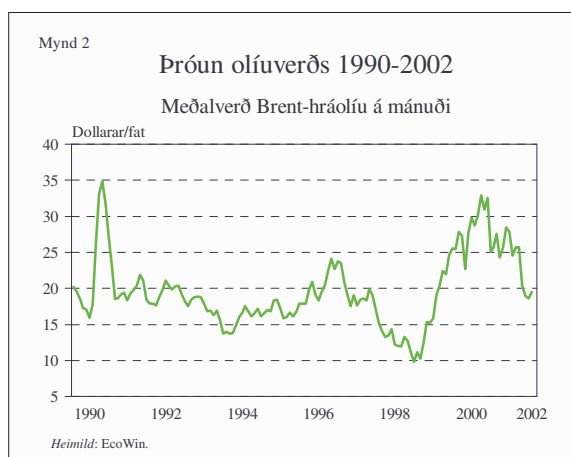
1. Höfundur er deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Þau sjónarmið sem fram koma í greininni eru höfundar og ekki endilega þau sömu og sjónarmið Seðlabanka Íslands.

2. Sjá neðanmálsathugasemd í töflu 1.

verðhrun hlutabréfa í hátækni-fyrirtækjum. Aftur-  
kippurinn í hátækni-geiranum hefur einkum komið  
illa niður á Bandaríkjunum og ýmsum löndum í Asíu,  
þ.á m. Japan, þar sem framleitt er mikið af hátækni-  
vörum. Í Bandaríkjunum hafa afleiðingarnar verið  
afdrifaríkari en víða annars staðar vegna mikillar  
verðbréfaeignar almennings, meðal annars í hátækni-  
fyrirtækjum, en ekkert land með þroskaðan verð-  
bréfamarkað hefur verið ósnortið af þeim hrering-  
um.



Í öðru lagi meira en tvöfaldaðist olíuverð á  
árunum 1999 og 2000. Þótt hækkunin væri minni en  
olíuverðshækkanir sem steyptu heimsbúskapnum í  
alvarlega lægð á 8. og 9. áratug síðustu aldar hefur  
hún að líkindum átt nokkurn þátt í því að kippa  
fótunum undan hagvexti landa sem eru nettó-



kaupendur orku, eins og flest þróuð ríki heims eru.

Í þriðja lagi hafa hryðjuverkin 11. september haft  
alþjóðleg áhrif, t.d. á ferðamennsku og alþjóða-  
viðskipti, en einnig á traust almennings og fyrirtækja  
á framtíðarhagvöxt og þar með samtímaneyslu og  
fjárfestingu.

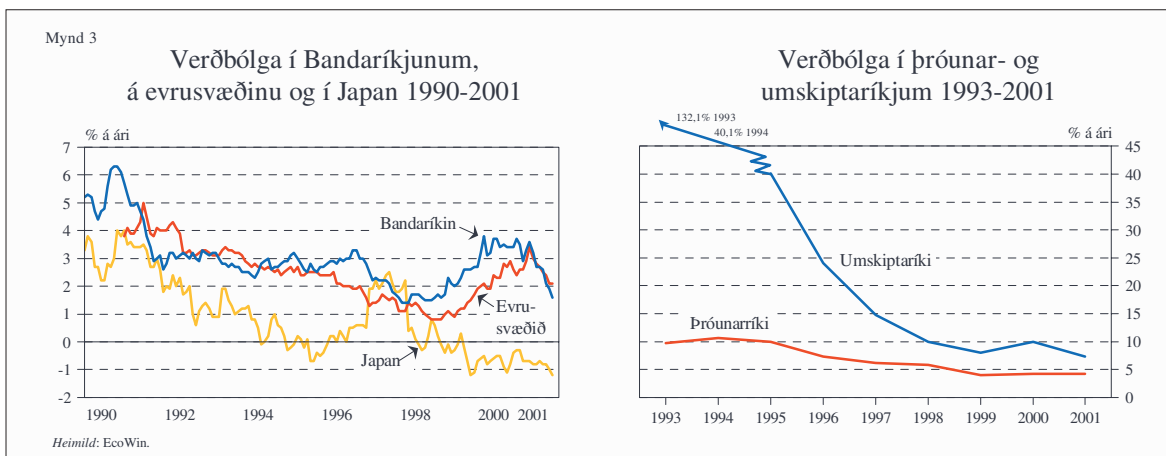
Síðaxandi alþjóðleg tengsl, ekki síst í gegnum  
fjármálamarkaði og fjölþjóðlega starfsemi fyrirtækja,  
stuðla einnig að því að truflun á efnahagsstarfsemi  
eins lands berst skjótt til annarra landa, jafnvel milli  
landa sem ekki eiga mikil viðskipti sín á milli með  
vörur og þjónustu.<sup>3</sup> Þannig má segja að bakslag í  
Bandaríkjunum, sem líta má á sem eðlilega fram-  
vindu hagsveiflunnar þar, hafi verið öðrum heims-  
hlutum sameiginlegt áfall sem í samspili við aðra  
þætti dró þá fljótlega inn í hringiðu bandarískrar hag-  
sveiflu í mun meiri mæli en ætla mætti miðað við  
bein tengsl í gegnum utanríkisviðskipti.

#### Verðbólga í heiminum á undanhaldi og verðhjöðnun sumsstaðar vandamál

Það er sérkenni þeirrar efnahagslæggðar sem nú  
gengur yfir hversu lítil verðbólga er í heiminum við  
upphaf hennar. Reyndar leiddi verðhækkun orku til  
tímabundinnar uppsveiflu í verðbólgu árið 2000, sem  
náði hámarki fyrri hluta sl. árs, en hún er nú sem  
óðast í rénun. Meðalverðbólga í hinum þróuðu lönd-  
um heims hefur verið lítil sl. áratug og á bilinu 1½%-  
2½% frá því um miðjan 10. áratuginn. Í þróunar-  
löndunum hefur orðið mikil hjöðnun verðbólgu. Árið  
1994 var meðalverðbólga í þróunarlöndum (skil-  
greining Alþjóðagjaldeyrissjóðsins) 55,4%, en í fyrra  
var hún 6%, eða ívið minni en á Íslandi. Enn meiri  
breyting varð í svokölluðum umskiptaríkjum (sem  
áður stunduðu áætlunarbúskap). Þar var verðbólga  
636% að meðaltali árið 1993 en 16% í fyrra. Í  
sumum löndum hefur reyndar dregið meira úr verð-  
bólgu en góðu hófi gegnir. Verðhjöðnun er í Japan,  
Kína, Tævan, Hong Kong og Argentínu (fyrir nýlega  
gengisfellingu).

Í Bandaríkjunum dró hratt úr verðbólgu síðustu  
mánuði ársins og mældist hún einungis 1,6% í  
desember. Hefur verðbólgan ekki verið minni frá

3. Sem dæmi um slíka smitun (contagion) má nefna kreppuna sem hófst í  
Tælandi 1997 og kreppuna í Rússlandi 1998. Í báðum tilvikum bárust  
áhrifin skjótt til annarra landa sem höfðu lítil bein efnahagstengsl við  
það land sem kreppan hófst í.



árinu 1998. Öra hjöðnun verðbólgunnar á haustmánuðum, úr 2,7% í júlí, má einkum rekja til lækkandi orkuverðs. Án hinna sveiflukenndu liða, orku og matvæla, var verðbólgan 2,8%.

Á evrusvæðinu jókst verðbólga á árinu 2000 og fór hæst í 3,6% í maí 2001, en er nú u.þ.b. 2% og ekki útlit fyrir annað en hún verði undir verðbólgu-markmiði ECB á árinu. Tímabundna uppsveiflu má rekja til orkuverðs og kreppu í evrópskum landbúnaði. Ástæða er til að staldra nokkuð við verðlagsþróun í Evrópu, því að eitt af áhyggjuefnum margra hefur verið að mismunandi verðlagsþróun innan myntbandalagsins geti valdið erfiðleikum, en sama

peningastefna gildir fyrir allt svæðið. Verðbólga í hinum einstöku aðildarlöndum hefur vissulega verið nokkuð mismunandi, en munurinn hefur þó ekki verið meiri en algengt er t.d. á milli einstakra hluta Bandaríkjanna. Undanfarna mánuði hefur verðbólgan verið mest í Hollandi og var í desember sl. 5,1%. Minnst verðbólga í desember var í Lúxemborg (0,9%) og í Frakklandi og Þýskalandi var verðbólgan u.þ.b. 1½%. Um tíma olli verðlagsþróun á Írlandi nokkrum áhyggjum. Þar fór verðbólga yfir 6% árið 2000, hafði hjaðnað í 3½% á haustmánuðum 2001, en mældist 4,4% í desember.

Tafla 2 Verðbólga á nokkrum svæðum

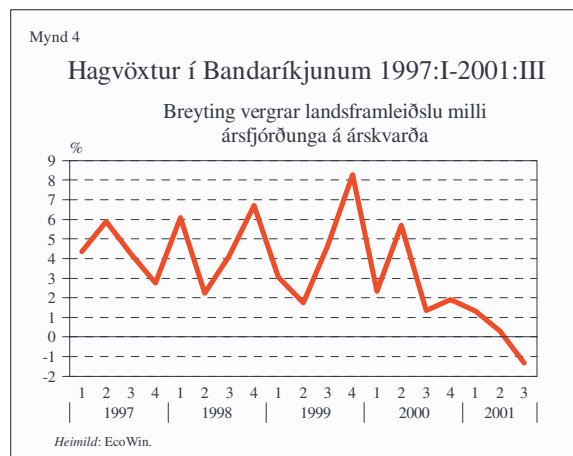
% á ári				Áætlun	Spá
	1998	1999	2000	2001	2002
Þróuð ríki.....	1,5	1,4	2,3	2,3	1,3
Bandaríkin.....	1,5	2,2	3,4	2,9	1,6
Evrusvæði.....	1,2	1,7	1,3	2,3	1,7
Japan.....	0,7	-0,3	-0,8	-0,7	-1,0
Nýiðnvædd lönd Asíu	3,2	-2,3	-1,9	0,7	0,9
Þróunarríki.....	10,5	6,8	5,9	6,0	5,3
í Afríku.....	10,6	11,6	13,5	12,8	8,3
í Asíu.....	7,7	2,5	1,9	2,8	3,0
á vesturhveli.....	9,8	8,8	8,1	6,3	5,2
Umskiptaríki.....	21,8	43,9	20,1	16,0	11,0
í Mið- og A-Evrópu ...	17,1	10,9	12,8	9,3	7,3
Rússland.....	27,8	85,7	20,8	21,5	14,0

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. *World Economic Outlook*, desember 2001. Tölurnar sýna meðaltalsbreytingu neysluverðs milli ára.

*Samdráttarskeið hófst í Bandaríkjunum í mars 2001 skv. NBER*

Þar sem samdráttarmerkja varð fyrir vart í Bandaríkjunum en hinum meginefnahagsveldunum er ástæða til að gefa sérstakan gaum að framvindu mála þar. Þótt hlutdeild Bandaríkjanna í heimsbúskapnum hafi minnkað á undanföllum áratugum nemur landsframleiðsla þeirra enn u.þ.b. fimmtungi heimsframleiðslunnar. Þróun mála í Bandaríkjunum hefur því áhrif um heim allan, ekki eingöngu vegna beinna viðskipta við Bandaríkin, sem að ýmsu leyti eru enn sjálfri sér næg efnahagsheild, heldur einnig vegna tengsla í gegnum alþjóðlega fjármálamarkaði og fjölþjóðafyrirtæki, eins og vikið hefur verið að.

Fyrstu merki þess að breytingar væru í aðsigi má segja að hafi komið fram á verðbréfamörkuðum á árinu 2000. Þessar vísbendingar urðu smám saman skýrari eftir því sem leið á árið og undir lok ársins var greinilegt að umtalsvert hafði dregið úr hagvexti, þegar atvinnuleysi tók að aukast á ný. Hagsveiflu-

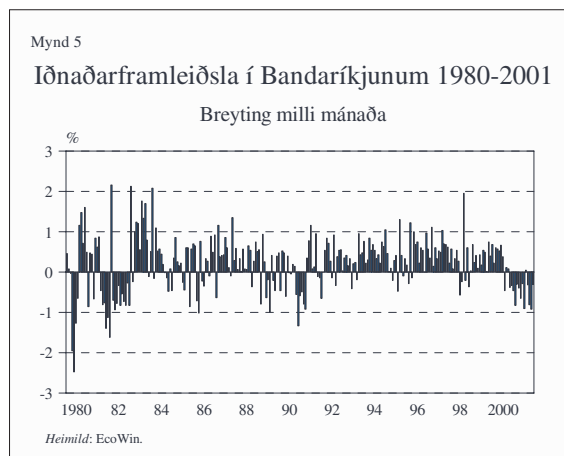


nefnd NBER (National Bureau of Economic Research) hefur nú komist að þeirri niðurstöðu að samdráttarskeið hafi hafist í Bandaríkjunum í mars 2001.<sup>4</sup> Skýrust merki samdráttar hafa komið fram í iðnaðarframleiðslu, á vinnumarkaði og í fjárfestingu. Einkaneyslan hefur haldið áfram að vaxa, en hægar. Það var ekki fyrr en á 3. ársfjórðungi að samdráttur varð í sjálfri landsframleiðslu Bandaríkjanna, sem nam 1,3% á árskrvarða.

#### *Iðnaðarframleiðsla í Bandaríkjunum hefur dregist saman um 7% ...*

Iðnaðarframleiðslan var enn í örum vexti fyrstu mánuði ársins 2000. Eftir það stöðvaðist vöxturinn og frá því um haustið 2000 hefur iðnaðarframleiðslan dregist saman, að júnímánuði 2001 undanskildum, sem eftir endurmat sýnir örlítinn vöxt. Hefur iðnaðarframleiðsla Bandaríkjanna að júnímánuði frá-töldum ekki dregist saman jafn lengi samfleytt frá því í heimskreppunni á 4. áratugnum. Af því ber þó ekki að álykta að Bandaríkin séu á leið inn í alvarlega kreppu, því að mjög hefur dregið úr vægi iðnaðarframleiðslunnar í landsframleiðslu og samdrátturinn er mun hægari að þessu sinni. Í desember 2001 hafði iðnaðarframleiðslan dregist saman um 7% samtals frá því að hún varð mest í desember 2000. Einungis  $\frac{3}{4}$  hlutar framleiðslugetunnar teljast nú nýttir og hefur nýtingin ekki verið minni frá árinu 1983.

4. Þótt oft sé miðað við þá skilgreiningu að samdráttur landsframleiðslu í tvo eða fleiri ársfjórðunga samfleytt teljist samdráttarskeið (e. recession) eru aðferðir NBER við að tímasetja hagsveiflur töluvert margbrottnari. Atvinnuþróun ræður t.d. töluvert miklu um þá niðurstöðu að samdráttur hafi hafist í mars.



Iðnaðarframleiðslan er næm fyrir sveiflum í fjárfestingu og utanríkisviðskiptum, auk þess sem eftirspurn eftir varanlegri neysluvöru er mikilvægur sveifluvaki. Samdráttinn í iðnaðarframleiðslu Bandaríkjanna verður að skoða í samhengi við offjárfestingu undanfarinna ára, sem virðist vera ein helsta ástæða hans, og hátt raungengi Bandaríkjadals sem komið hefur í veg fyrir að bandarísk fyrirtæki geti nýtt mikla framleiðslugetu sína með því að sækja inn á erlenda markaði eða vinna markaðshlutdeild á heimamarkaði. Gott dæmi um þetta er bandarískur stáliðnaður sem nú berst í bökkum, svo að stefnir í fjöldagjaldþrot. Tillaga liggur fyrir Bandaríkjaþingi um aðgerðir til verndar stáliðnaðinum, sem gætu haft alvarlegar afleiðingar í för með sér verði þær samþykktar.<sup>5</sup> Bandarískur bílaiðnaður hefur einnig stöðugt tapað markaðshlutdeild undanfarinn áratug og stendur afar illa um þessar mundir. Söluherferð síðustu mánuði ársins skilaði reyndar aukinni sölu, en hefur verið bílaframleiðendum dýr. Salan kann því að dragast saman á ný þegar henni lýkur.

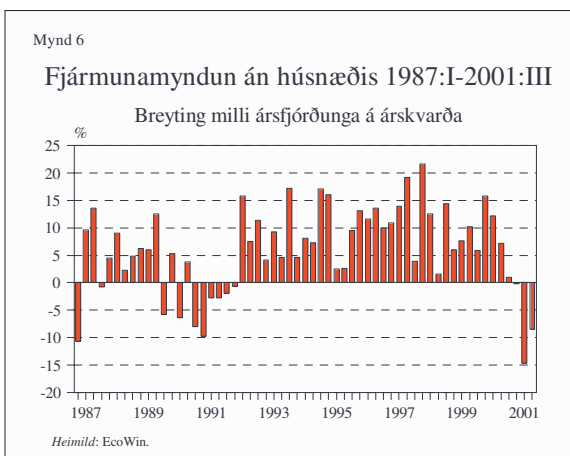
Þjónustugeirinn, sem stendur að baki stórum hluta þjóðarútgjaldanna, hefur ekki átt við viðlíka samdrátt að stríða og iðnaðurinn, enda er þjónustugeirinn nátengdari einkaneyslu, sem enn hefur ekki

5. Alþjóðaviðskiptanefndin (International Trade Commission, ITC), sjálfstæð opinber stofnun sem veitir Bandaríkjustjórn og -þingi ráðgjöf um alþjóðaviðskiptamál, hefur úrskurðað að tilefni sé til slíkra verndar-aðgerða, sem stáliðnaðurinn hefur beðið um á grundvelli laga frá árinu 1974. Óvist er hins vegar hvort eða í hvaða formi þær verða samþykktar. Verði þær samþykktar mun hins vegar líklega koma til mótaðgerða af hálfu Evrópusambandsins og málið koma til kasta Alþjóðaviðskiptastofnunarinnar.

dregist saman. Atburðirnir 11. september hafa þó haft mjög slæm tímabundin áhrif á ýmsa þjónustustarfsemi, sem á eftir að koma fram að fullu. Ennfremur dró greinilega úr atvinnu í þjónustugeiranum á síðasta fjórðungi ársins.

#### ...og fjárfesting hefur dregist umtalsvert saman

Efnahagsþróun í Bandaríkjunum á síðari hluta 10. áratugarins einkenndist af meiri fjármunamyndun en átt hefur sér stað í Bandaríkjunum um langt skeið. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu hækkaði úr u.þ.b. 17% fyrri hluta áratugarins í 21% árið 2000 og í einkageiranum varð hækkunin enn meiri. Undir lok þess árs hafði vöxtur hennar stöðvast og á sl. ári dró stöðugt úr fjármunamyndun, einkum á öðrum og þriðja fjórðungi ársins. Þá nam árshraði samdráttarins 15% og 8%. Í ljósi mikillar vannýttar framleiðslugetu er lítil von til að fjárfesting aukist verulega á ný næstu misserin.



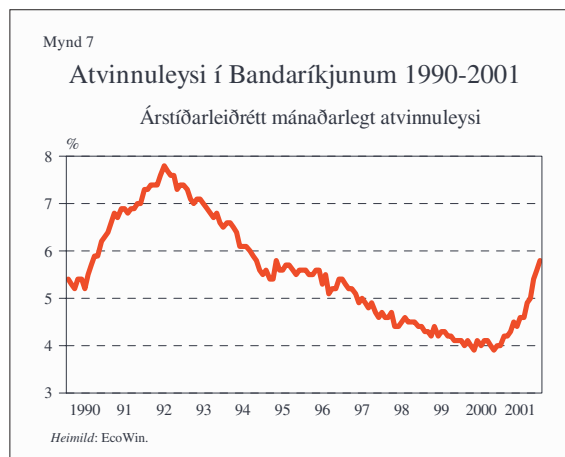
#### Einkaneyslan hefur vaxið áfram – en hægar

Á þriðja fjórðungi sl. árs mældist vöxtur einkaneyslu ennþá u.þ.b. 1%, en stöðugt hafði dregið úr vextinum undanfarið ár. Áhrif atburðanna 11. september birtast aðeins að litlu leyti í tölum fyrir 3. ársfjórðung, þannig að gera má ráð fyrir að þau komi fyrst og fremst fram í tölum fjórða ársfjórðungs. Vöxtur einkaneyslu hefur í raun reynst ótrúlega þrautseigur í ljósi þess að atvinnuleysi hefur farið ört vaxandi, fjáreignir heimilanna hafa rýnað mjög í verði og ýmis áföll dunið yfir, t.d. hækkun orkuverðs og að lokum hryðjuverk. Á hinn bóginn hefur verðbólga ekki farið úr böndum á þessu hagvaxtarskeiði og

hefur verið á undanhaldi eftir að orkuverð tók að lækka á ný. Kaupmáttur hefur því ekki skerast af völdum verðbólgu, eins og oft áður. Heimilin njóta þess einnig að vextir hafa lækkað tímanlega í þessari efnahagslægd. Þannig hafa heimilin endurfjármagnað húsnæðisskuldur sínar í miklum mæli og húsnæðismarkaður hefur haldist tiltölulega líflegur. Þetta er mikilvægt því að skuldabyrði heimilanna hefur vaxið á undanförunum árum sem gæti hægt á vexti einkaneyslu næstu árin. Kannanir sýna hins vegar að traust neytenda (consumer confidence) hefur beðið nokkurn hnekki. Þó hafa niðurstöður síðustu kannana bent til meiri bjartsýni en sl. haust. Það ásamt hraðvaxandi atvinnuleysi og lágu hlutfalli sparnaðar á undanförunum árum bendir til þess að lægd í vexti einkaneyslu sé framundan.

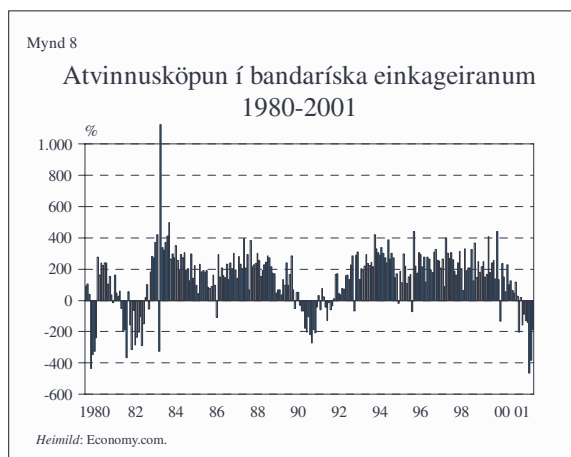
#### Atvinnuleysi jókst hratt í byrjun vetrar

Hversu langdreginn samdrátturinn í bandaríska þjóðarþúskapnum verður mun ráðast að verulegu leyti af þróun á vinnumarkaði. Haldi atvinnuleysi áfram að aukast jafn hratt og að undanförunu munu tekjur skerðast og tiltrú heimilanna á framtíðarhorfur veikjast það mikið að það gæti haft veruleg áhrif á einkaneyslu. Í október 2000 var atvinnuleysi í lágmarki, 3,9% (sem var minnsta atvinnuleysi frá því í janúar 1970), en hafði stigið í 5,8% í lok sl. árs.



Frá því í mars á sl. ári hefur störfum í einkageiranum fækkað um 1,7 milljónir. Störfum fækkar reyndar töluvert hraðar en á síðasta samdráttarskeiði, eins og sjá má af meðfylgjandi mynd. Atburðirnir 11. september eiga þar vissulega töluverðan hlut að máli.

Til fjöldauppsagna hefur t.d. komið hjá flugfélögum og í hótélrekstri, sem beinlínis má rekja til atburðanna. Enn berast fréttir um að umtalsverðar fjöldauppsagnir séu framundan, t.d. í bílaiðnaðinum. Þess ber að gæta að atvinna og atvinnuleysi er tafin visbending um ástand efnahagsmála. Eftir samdráttarskeiðið sem stóð frá þriðja ársfjórðungi árið 1990 til fyrsta ársfjórðungs árið 1991 náði atvinnuleysi t.d. hámarki um mitt árið 1992.

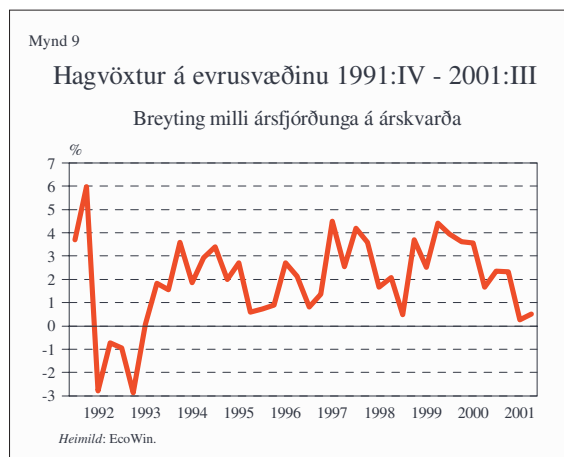


### Hagvöxtur í Evrópu staðnaði á sl. ári...

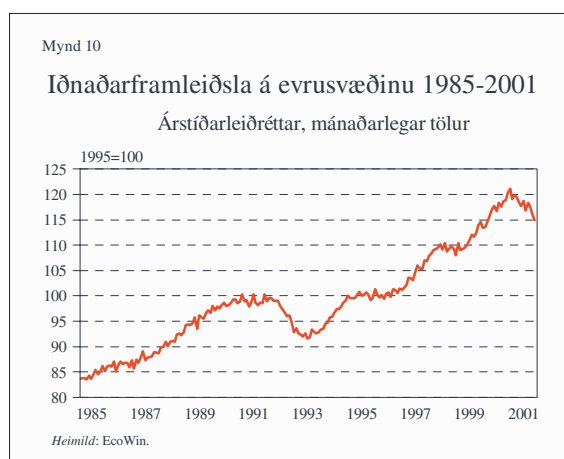
Fyrst eftir að merki um efnahagslægð gerðu vart við sig í Bandaríkjunum voru bundnar vonir við að þróunin þar myndi ekki hafa mikil áhrif í Evrópu. Bent var á að evrusvæðið væri sjálfri sér næg efnahagseining og að útflutningur þaðan til Bandaríkjanna næmi innan við 3% af landsframleiðslu svæðisins. Jafnvel var talið að Evrópa gæti gegnt hlutverki nokkurs konar dráttarvagns heimsbúskaparins meðan samdráttur gengi yfir Bandaríkin (sem virðist reyndar í mótsögn við fyrrnefnda sjónarmiðið).

Þessar vonir reyndust byggðar á talsýn. Þróunin undirstrikar að miðlun hagsveiflunnar á milli landa á sér aðeins stað að hluta til fyrir tilstilli beinna viðskipta. Fjármálamarkaðir gegna ekki síður lykilhlutverki. Auk þess varð efnahagur Evrópu ekki aðeins fyrir sömu áföllum og Bandaríkin, heldur að sumu leyti í meiri mæli. Afturkipturinn í hátæknigeiranum snart ýmis evrulönd ekki síður en Bandaríkin. Sama má segja um ýmis mikilvæg viðskiptalönd evrusvæðisins í Asíu, sem urðu fyrir enn meiri skelli en

Bandaríkin. Evrulöndin eru háðari orkuinnflutningi en Bandaríkin og til viðbótar varð landbúnaður svæðisins fyrir áföllum.



Eigi að síður hefur afturkipturinn í hagvexti verið minni, sem e.t.v. má fyrst og fremst rekja til þess að þjóðarbúskapur evrusvæðisins var í betra jafnvægi fyrir, vægi hlutabréfafjármögnunar er þar minna, hlutabréfaeign hlutfallslega minni og hagvöxtur ekki í jafn miklum mæli sprottinn af örum vexti og fjárfestingu í hátæknigeiranum. Á þriðja fjórðungi sl. árs mældist enn hagvöxtur á evrusvæðinu. Fjárfesting hefur dregist nokkuð saman, en minna en í Bandaríkjunum. Mest munar þó um að útflutningur evrusvæðisins hefur staðist efnahagslægðina betur, sem þakka má lágu gengi evrunnar.



Hann var á þriðja ársfjórðungi 2001 nokkru meiri en fyrir ári, samanborið við 9% samdrátt í Bandaríkjunum.

*...en iðnaðarframleiðslan hefur dregist minna saman en í Bandaríkjunum*

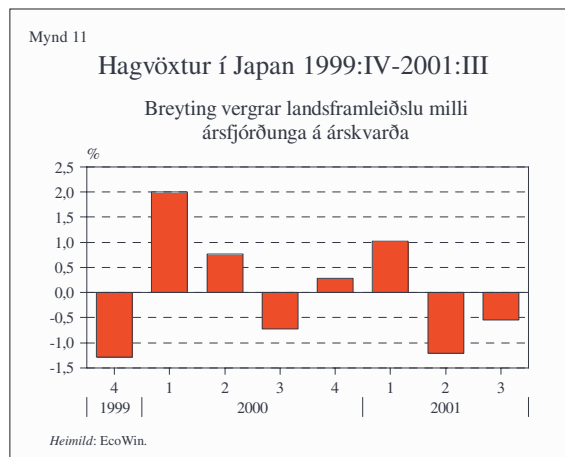
Iðnaðarframleiðslan á evrusvæðinu hefur dregist saman eins og í Bandaríkjunum, en heldur minna. Í desember var hún 4% minni en fyrir ári, samanborið við 7% samdrátt í Bandaríkjunum. Þungt vegur að tölurverður afturkippur hefur verið í iðnaðarframleiðslu Þýskalands. Meiri samdráttur hefur þó átt sér stað á Írlandi, í Hollandi og Finnlandi, en ör hagvöxtur hefur verið í þessum löndum undanfarin ár.

*Samdráttur enn á ný í Japan og víða í Asíu*

Sem fyrr segir hefur efnahagsástand í Japan enn á ný snúist til hins verra. Landsframleiðsla Japans dróst saman um 4,8% og 2,2% miðað við árs kvarða á öðrum og þriðja fjórðungi sl. árs, en eins og sjá má hefur landsframleiðsla Japans flókt nokkuð undanfarið ár. Skv. spám Consensus Forecasts, Alþjóðagjaldeyrissjóðsins o.fl. mun landsframleiðsla Japans dragast saman milli ára í tvö ár samfleytt, en það hefur ekki gerst áður í Japan svo langt sem samþærileg gögn ná. Ljóst er að staðan í Japan er afar eldfim. Endurskipulagning fjármálakerfisins, sem stendur afar veikt vegna stórfelldra vanskila, gæti haft í för með sér hrinu gjaldþrota fyrirtækja, aukið atvinnuleysi og samdrátt útgjalda. Það gæti ýtt undir áframhaldandi verðhjöðnun og samdrátt einkaneyslu og gert stöðu skuldugra fyrirtækja afar erfiða.

Svigrúm hins opinbera til að örva hagvöxt er nú orðið lítið vegna geigvænlegra skulda, sem á sl. ári námu ríflega 140% af landsframleiðslu. Halli á rekstri hins opinbera sl. ár nam rúmlega 7%. Falli kostnaður á hið opinbera vegna endurskipulagningar fjármálakerfisins mun það leiða til umtalsverðrar skuldaaukningar til viðbótar. Það verður því japanski seðlabankinn sem mun þurfa að bera hitann og þungann af örvun hagvaxtar á næstunni. Vextir hafa verið nálægt núlli um nokkurt skeið, en til viðbótar hefur seðlabankinn gripið til þess ráðs að kaupa ríkisskuldabréf fyrir stórar upphæðir og sett markmið um vöxt grunnfjár. Til mikils er að vinna að koma í veg fyrir fjármálakreppu í Japan, því að ástand fjármálakerfisins þar er einhver mesta ógn sem nú steðjar að stöðugleika í heimsbúskapnum.

Ýmis önnur lönd í Asíu hafa orðið fyrir miklum búisfjum vegna samdráttar í hátæknigeiranum. Má þar nefna Singapúr, Tævan, Malasíu og Hong Kong. Í Singapúr nam árshraði samdráttar landsframleiðslu u.þ.b. 10% á öðrum og þriðja fjórðungi ársins, sem er einsdæmi í sögu landsins.



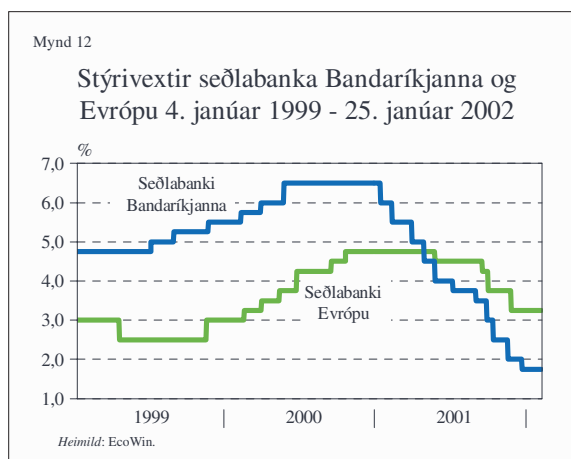
*Gjaldeyris- og fjármálakreppa enn á dagskrá*

Gjaldeyris- og fjármálakreppur hafa verið tíðar undanfarinn áratug. Á sl. ári hefur orðið alvarleg kreppa í Tyrklandi og Argentínu. Í hvorugu tilfelli hafa orðið mikil alþjóðleg keðjuverkandi áhrif, a.m.k. enn sem komið er. Hver áhrif kreppunnar í Argentínu verða á þó eftir að koma betur í ljós, en ljóst er að fjármálastofnanir í ýmsum löndum munu verða fyrir skakkaföllum, þ.á m. spænskir bankar, sem hafa fjárfest ótæpilega í Argentínu á undanförunum árum. Aðild Spánar að EMU ver þó landið fyrir neikvæðum áhrifum gjaldeyrisústreymis sem ella gæti fylgt áföllum sem fjármálastofnanir þar hafa orðið fyrir. Það dregur enn fremur úr hættu á keðjuverkun í Rómönsku Ameríku að gengi brasilíska ríalsins hefur flotið frá því árið 1999 og verið að undanförunu langt undir því sem talist gæti langtíma-jafnvægi.

*Peningastefnunni hefur verið beitt markvisst til að örva hagvöxt...*

Eftir að skýrar vísbendingar komu í ljós undir lok árs 2000 um að efnahagslægð væri í aðsigi hóf Seðlabanki Bandaríkjanna feril vaxtalækkana, sem stóð yfir allt sl. ár. Undir lok ársins voru stýrivextir

bankans (markmið um vexti á millibankamarkaði – federal funds rate) komnir niður í 1,75%, sem eru lægstu millibankavextir í 40 ár. Höfðu vextirnir þá lækkað um samtals 4,75% á árinu, í 11 áföngum. Raunvextir eru þar með orðnir nálægt núlli, eða jafnvel neikvæðir. Þessi hrina vaxtalækkana átti sér stað mjög tímanlega í samanburði við fyrri samdráttarskeið. Í kjölfar samdráttarins fyrir áratug voru vextirnir t.d. mun hærrí. Um mitt ár 1990, áður en bandaríski seðlabankinn hóf að lækka vexti, voru stýrivextir bankans 8% og tóku ekki að lækka verulega fyrir en samdrátturinn var um garð genginn. Hægari lækkun vaxta síðast þegar samdráttur varð í bandarísku efnahagslífi má rekja til meiri verðbólgu þá, en hún var 6,3% í árslok 1990.



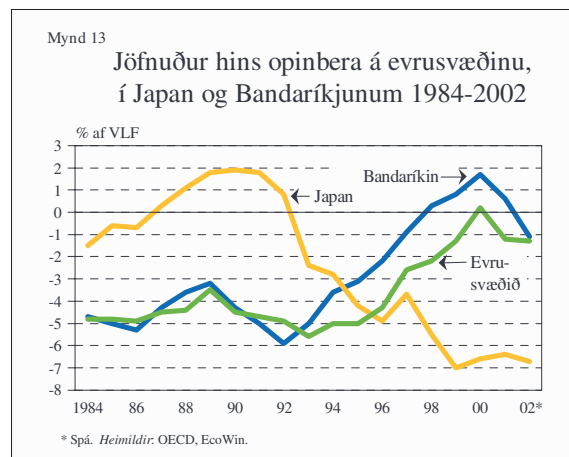
Seðlabanki Evrópu (ECB) hefur oft verið gagnrýndur fyrir að ganga ekki jafn vasklega til verks í vaxtalækkunum og bandaríski seðlabankinn. Frá því í maí hafa vextir bankans í endurhverfum viðskiptum verið lækkaðir fjórum sinnum, úr 4,75% í 3,25%, eða um 1½%. Hér skal ekki fullyrt hvað hæft er í gagnrýni á vaxtastefnu bankans, en draga má þá ályktun af fyrstu yfirlýsingum bankans að hann, eins og margir aðrir, hafi e.t.v. vanmetið alþjóðlegt eðli samdráttarins og um of einblínt á miðlun samdráttar í Bandaríkjunum í gegnum bein utanríkisviðskipti. Á hinn bóginn er ástæða til að hafa í huga að aðstæður í Evrópu eru að mörgu leyti frábrugðnar. Í fyrsta lagi er afturkippurinn í Evrópu í heild minni en í Bandaríkjunum, sbr. framangreint. Í öðru lagi var aðhald peningastefunnar ekki eins mikið í upphafi og því ekki þörf á að vinda ofan af því aðhaldi með skjóttum

hætti. Í þriðja lagi hefur gengi evrunnar verið mjög lágt, sem vinnur á móti peningalegu aðhaldi, auk þess sem frekari gengislækkun, sem of mikil lækkun vaxta gæti stuðlað að, er óæskileg. Í fjórða lagi hefur vaxtalækkun verið talin hafa meiri áhrif í Evrópu, því að bankar gegna þar stærra hlutverki í fjármála-kerfinu.

Að sumu leyti stendur Evrópa sterkar að vígi þegar möguleikar á skjóttum efnahagsbata eru metnir. Offjárfesting varð þar ekki jafn mikil, utanríkisviðskipti í betra jafnvægi, samkeppnisstaða hagstæðari, heimilin ekki jafn skuldug og fjárhagur þeirra ekki jafn næmur fyrir sviptingum á verðbréfamörkuðum.<sup>6</sup> Þessar aðstæður gætu stuðlað að því að viðbrögð við vaxtalækkunum, þótt þær séu minni, verði sterkari en í Bandaríkjunum.

### Einnig hefur verið gripið til aðgerða í ríkisfjármálum

Að því leyti standa Bandaríkin betur að vígi en önnur helstu efnahagsveldi heims, að svigrúm þeirra til að beita ríkisfjármálum til þess að örva hagvöxt er líklega meira. Jafnvel þótt aðildarlönd EMU hafi náð verulegum árangri við að bæta stöðuna í ríkisfjármálum eru opinberar skuldir margra aðildarlanda enn of miklar til þess að ráðlegt sé að beita markvissum örvunaraðgerðum. Hagvaxtar- og stöðugleikasáttmálinn setur að auki strangar skorður við hallamyndun aðildarlanda EMU. Hins vegar kann umfang sjálfvirkir sveiflujöfnunar að vera meira í Evrópu en



6. Skuldir heimilanna hafa þó einnig aukist mjög í Evrópu, en mismikið. Í Þýskalandi er hlutfall skulda heimilanna af ráðstöfunartekjum orðið hærra en í Bandaríkjunum.



Bandaríkjunum. Um fjárhagsvanda Japana var getið hér að framan.

Umtalsverður afgangur hefur verið á rekstri hins opinbera í Bandaríkjunum undanfarin ár. Afgangurinn í fyrra var þó aðeins þriðjungur þess sem upphaflega var gert ráð fyrir. Strax í kjölfar atburðanna 11. september voru tilkynntar aðgerðir til endurreisnar þeirra svæða sem urðu fyrir tjóni. Skattalækkunar sem bandaríska ríkisstjórnin hefur lagt til hafa hins vegar mætt andstöðu á Bandaríkjaþingi. Á móti örvunaraðgerðum mun einnig veða að ýmis ríki í Bandaríkjunum eiga í fjárhagslegum erfiðleikum um þessar mundir þar sem afgangur sem myndaðist á tímum góðæris var víða notaður til að lækka skatta, en tekjur hafa skroppið saman. Þar sem lántökur eru þeim ekki heimil blasir við erfiður niðurskurður eða skattahækkunar.

#### *Horfur: samtímis efnahagslægd í helstu ríkjum heims gerir hana erfiðari viðfangs*

Efnahagslægdin sem nú gengur yfir heiminn er að mörgu leyti óvenjuleg miðað við þær sem gengið hafa yfir sl. 3 áratugi. Verðbólga er nú minni í upphafi samdráttarins en þegar fyrri samdráttarskeið hófust. Í ýmsum löndum hefur beinlínis verið um verðhjöðnun að ræða. Það hefur ekki gerst í jafn miklum mæli frá því á fjórða áratug 20. aldar. Hættan á verðhjöðnun er vandamál sem vekur upp gamalkunnar spurningar sem ekki hafa verið í brennidepli lengi, t.d. þá hvort hætta sé á að slökun í peningamálum hætti að virka þegar vextir eru nálægt núlli.<sup>7</sup> Reynsla Japana er áminning um að verðhjöðnun getur orðið enn stærra vandamál en verðbólga.

Hversu útbreidd niðursveiflan er að þessu sinni vekur einnig nokkurn ugg. Lönd í niðursveiflu geta því síður reitt sig á hagvöxt í viðskiptalöndum og lækkun á gengi til að komast upp úr efnahagslægdinni. Í nokkrum löndum, sem fyrir skömmu hefðu ekki þótt líkleg til að leiða hagvöxt í heiminum, hefur þó verið þokkalegur hagvöxtur. Má þar nefna Kína, Indland og Rússland. Þessi lönd veða þó enn sem komið er ekki nægilega þungt í heims-

7. Verðhjöðnun þýðir að jafnvel 0-vextir geta falið í sér töluverða raunvexti. Vextir geta hins vegar tæpast farið niður fyrir 0 því að þá væri hagstæðara fyrir eigendur sparifjár að eiga fé í formi seðla og myntar (burtséð frá áhættunni). Þeir myndu því bregðast við með því að taka út innstæður og þar með draga úr útlánagetu banka.

Tafla 3 Hagvöxtur á nokkrum svæðum

% á ári	1998	1999	2000	Áætlun 2001	Spá 2002
Heimsframleiðslan .....	2,8	3,6	4,7	2,4	2,4
Próuð ríki.....	2,7	3,3	3,9	1,1	0,8
Bandaríkin.....	4,3	4,1	4,1	1,0	0,7
Evrusvæði.....	2,9	2,6	3,4	1,5	1,2
Japan.....	-1,0	0,7	2,2	-0,4	-1,0
Nýiðnvædd lönd Asíu	-2,4	7,9	8,2	0,4	2,0
Próunarríki.....	3,6	3,9	5,8	4,0	4,4
í Afríku.....	3,5	2,5	2,8	3,5	3,5
í Asíu.....	4,0	6,2	6,8	5,6	5,6
á vesturhveli.....	2,3	0,1	4,1	1,0	1,7
Umskiptaríki.....	-0,8	3,6	6,3	4,9	3,6
í Mið- og A-Evrópu ...	2,3	2,0	3,8	3,0	3,2
Rússland.....	-4,9	5,4	8,3	5,8	3,6

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. *World Economic Outlook*, desember 2001.

búskapnum til þess að vera dráttarvagn hagvaxtar á heimsvísu.

Annað sem veldur áhyggjum er töluvert ójafnvægi í utanríkisviðskiptum stóru efnahagsveldanna, einkum Bandaríkjanna og Japans, og misgengi gjaldmiðla. Halli á viðskiptajöfnuði Bandaríkjanna var u.þ.b. 4½% af landsframleiðslu í fyrra og raungengi Bandaríkjadals með hæsta móti. Styrkur Bandaríkjadals hefur verið mönnum nokkur ráðgáta af þessum sökum, en hugsanleg snörp lækkun síðar jafnframt áhyggjuefni.

Samkvæmt flestum spám mun efnahagsbati hefjast síðar á árinu. Bæði í Bandaríkjunum og Evrópu hafa að undanförmu komið fram vísbendingar um að botni efnahagslægdarinnar sé u.þ.b. að verða náð. Þessar vísbendingar geta þó tæpast talist afgerandi. Kannanir á væntingum neytenda og fyrirtækja benda til heldur minni svartsýni, hlutabréf hafa hækkað í verði, umtalsverð birgðalækkun átt sér stað og vísitala leiðandi hagvísu í Bandaríkjunum hækkað þrjá mánuði í röð. Binda má vonir við að tímanleg slökum peningalegs aðhalds stuðli að því að samdráttarskeiðið verði fremur stutt og vari ekki lengur en þrjá ársfjórðunga. Á móti kemur að mikil umframframleiðslugeta kann að leiða til þess að fjárfesting sé ekki mjög næm fyrir lækkun vaxta. Einnig má benda á að lækkun skammtímaxta hefur ekki enn

náð að hafa áhrif í gegnum allt vaxtarófið. Vextir á 10 ára ríkisskuldabréfum hafa til dæmis lítið breyst frá því fyrir ári og munurinn á vöxtum ríkisskuldabréfa og skuldabréfa fyrirtækja hefur aukist.<sup>8</sup> Stór gjaldþrotamál á borð við gjaldþrot orkurisans Enron

í Bandaríkjunum og fleiri sem virðast vofa yfir gætu aukið áhættufærni lánastofnana og tafið fyrir lækkun vaxta á lánnum til fyrirtækja. Því ríkir enn töluverð óvissa um hvort öflugur efnahagsbati sé í upp-siglingu.

---

8. Hækkun langtímavaxta nýlega má reyndar túlka með mismunandi hætti. Hugsanlegt er að hún endurspegli væntingar um að samdráttar-skeiðið muni aðeins vara skamma hríð og vextir til skamms tíma muni því fljótlega hækka á ný. Hækkunin gæti einnig boðað væntingar um meiri verðbólgu til lengri tíma og það mat markaðsaðila að tilslökun í peningamálum hafi gengið of langt. Loks gæti hún stafað af versnandi stöðu opinberra fjármála, þ.e.a.s. væntingum um aukna eftirspurn hins opinbera eftir lánsfé.