

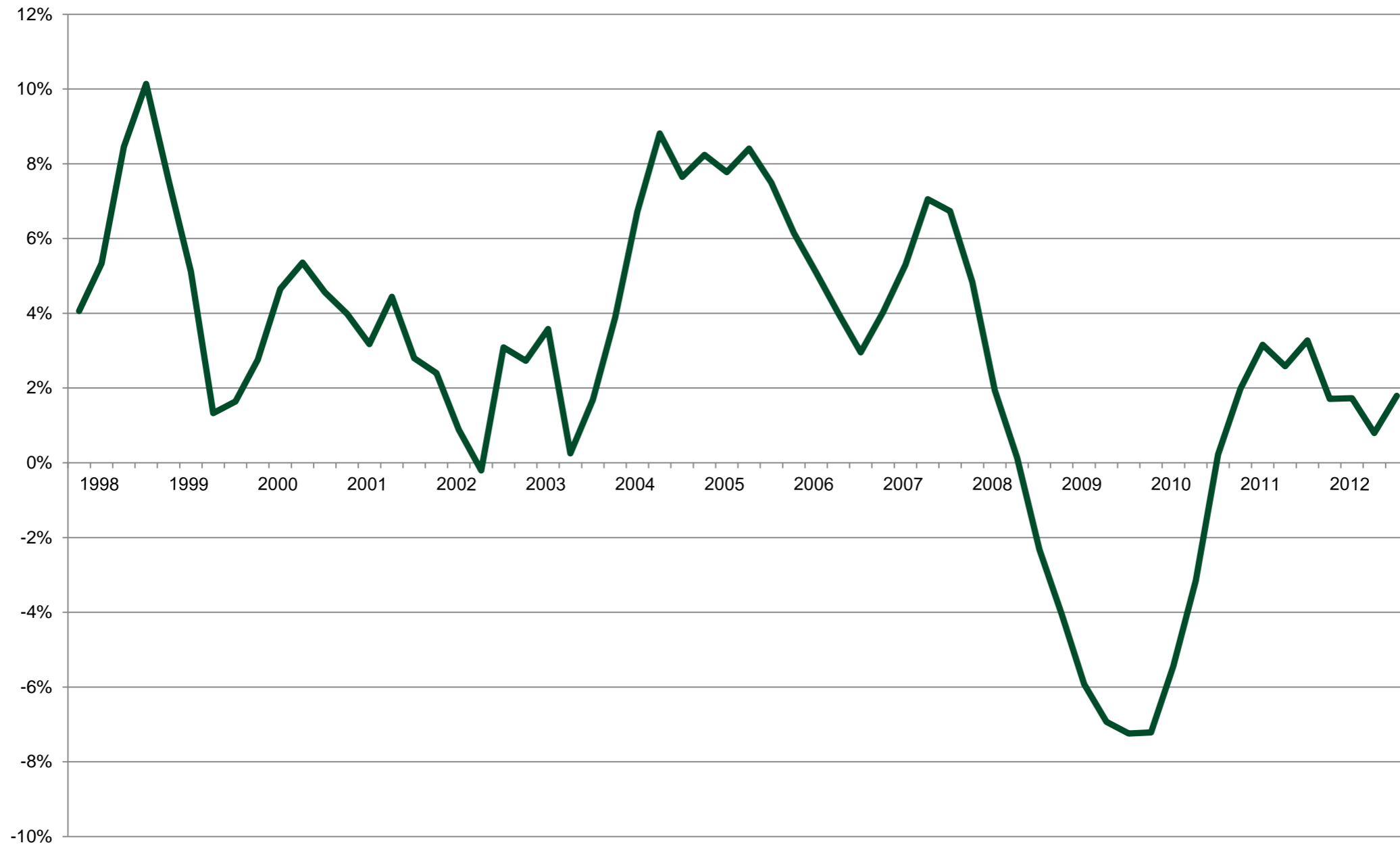
# Efnahagshorfur að vori

*Dr. Ásgeir Jónsson*

- I. Horfur í hagkerfinu
- II. Horfur á vinnumarkaði
- III. Horfur á fasteignamarkaði
- IV. Krónan og höftin
- V. Horfur á markaði

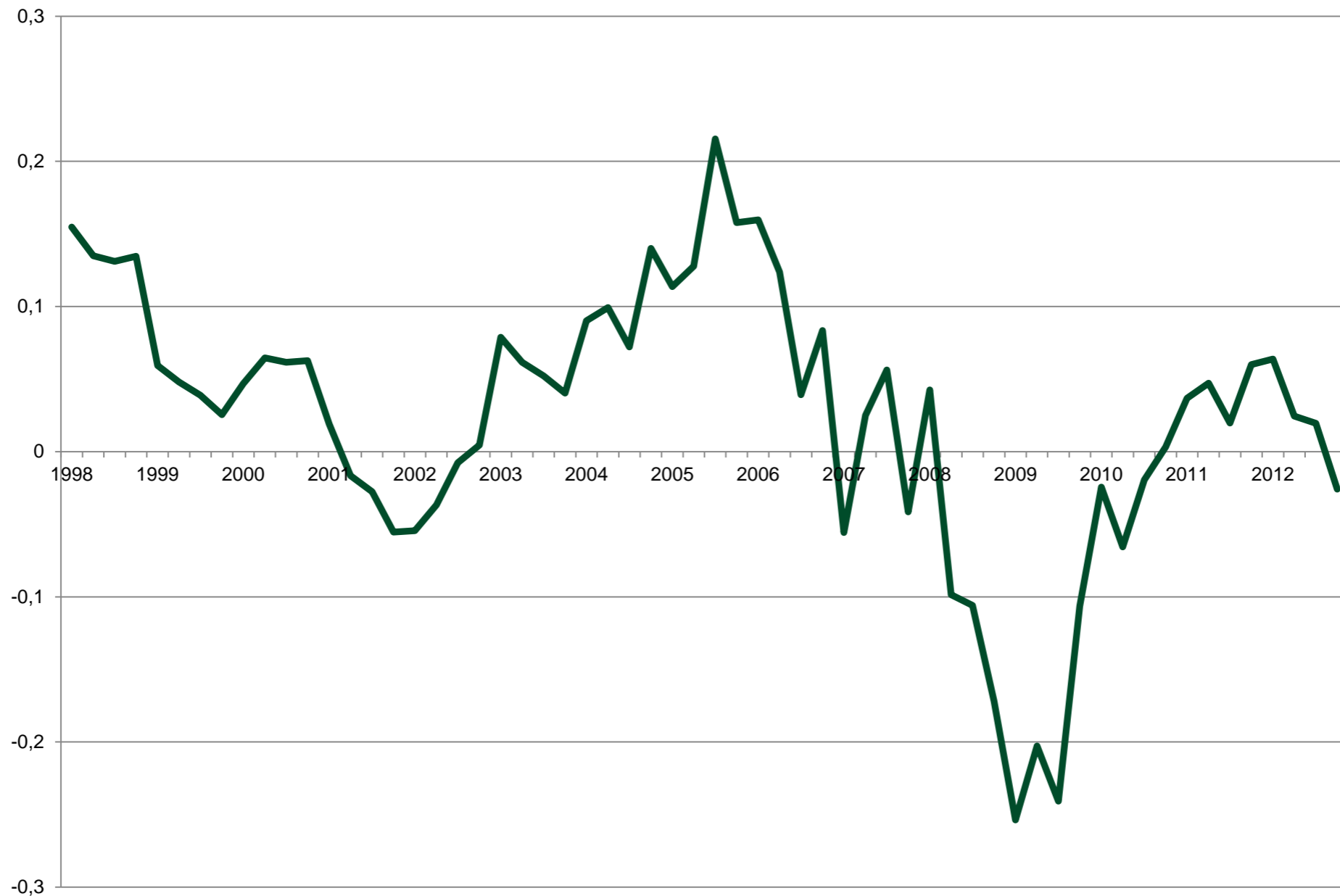
# Vöxtur landsframleiðslu hangir í 2%

## Ársfjórðungslegur vöxtur landsframleiðslu



# Innlend eftirspurn hægði verulega á sér á seinni hluta ársins 2012

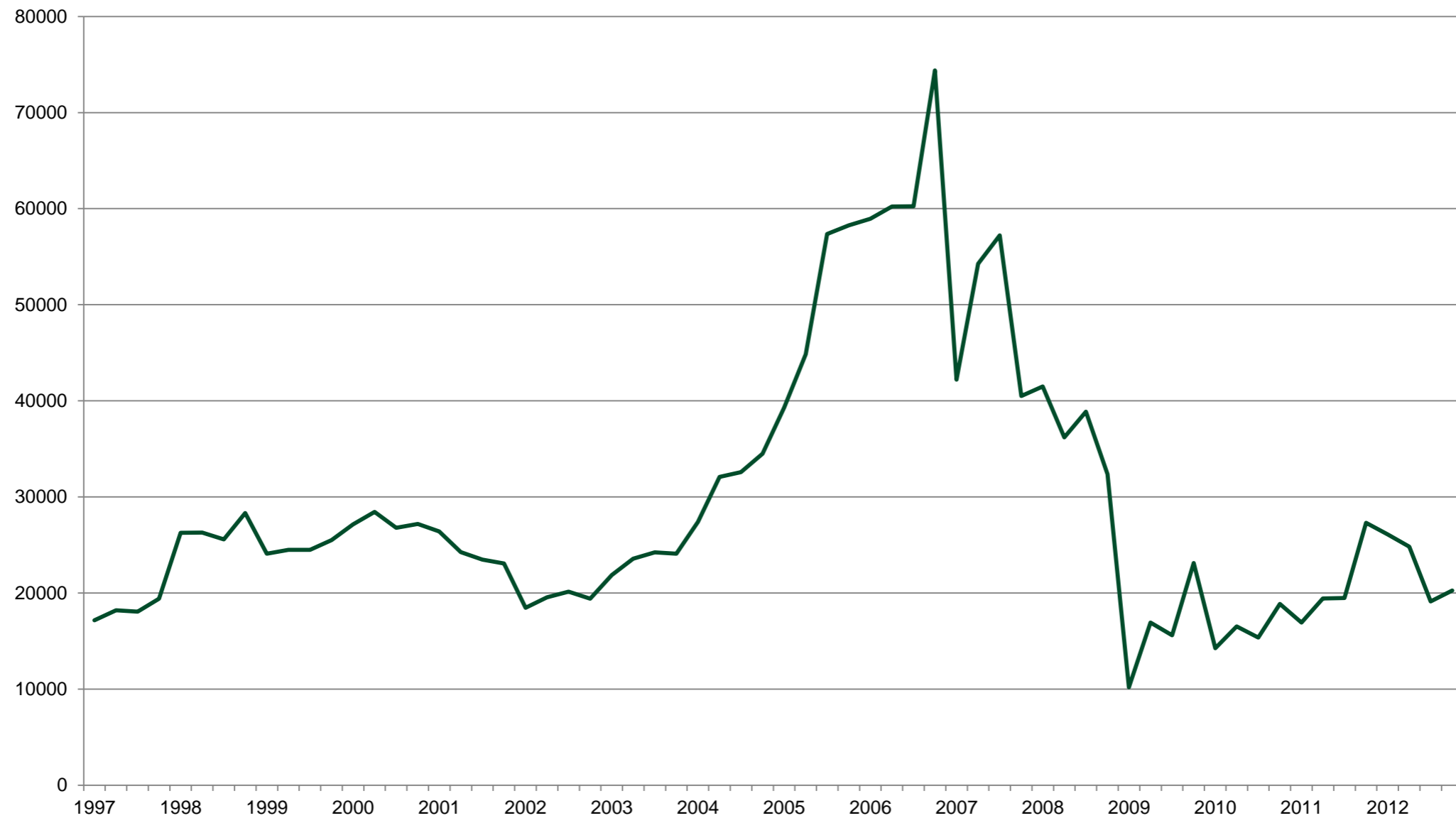
**Breyting þjóðarútgjalda**  
- Á milli sama fjórðungs árið áður



# Fjárfesting hefur aftur dottið niður eftir smá spyrnu 2011

## Fjárfesting eftir ársfjórðungum 1997 til 2012

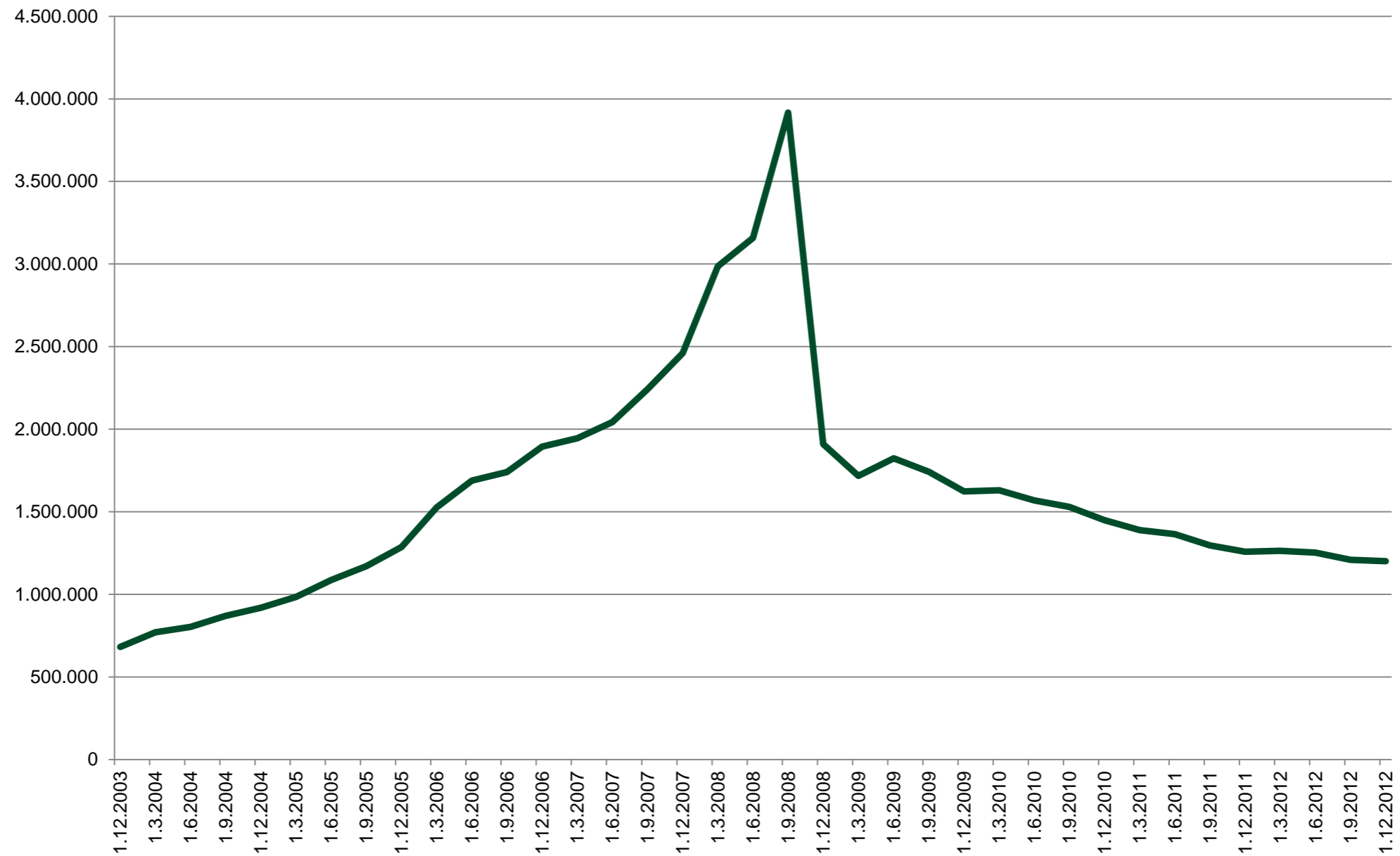
- Milljónir á föstu verðlagi



# Skuldir íslenskra fyrirtækja hafa minnkað verulega

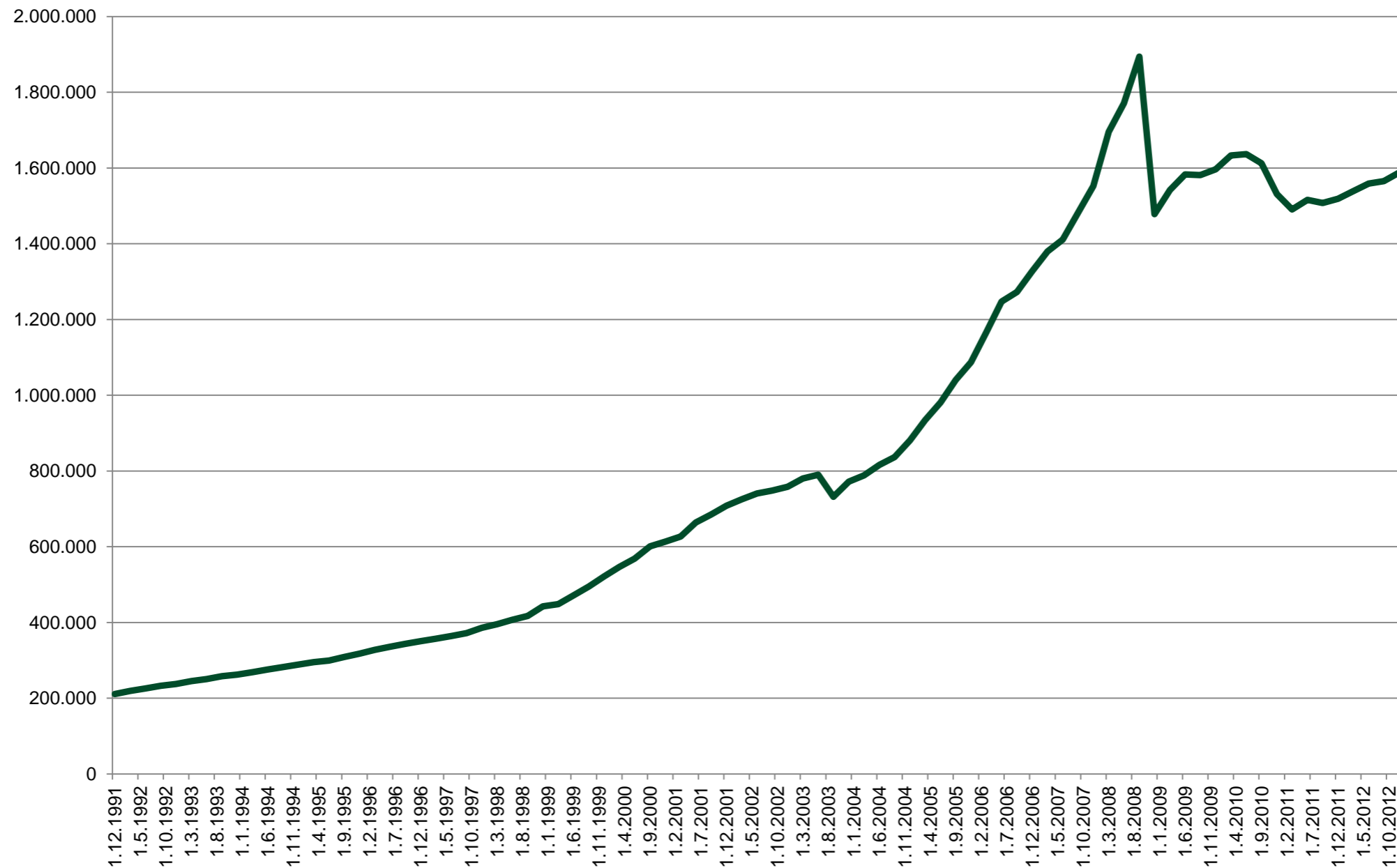
## Fyrirtækjaskuldir

-í milljónum króna á verðlagi hvers árs



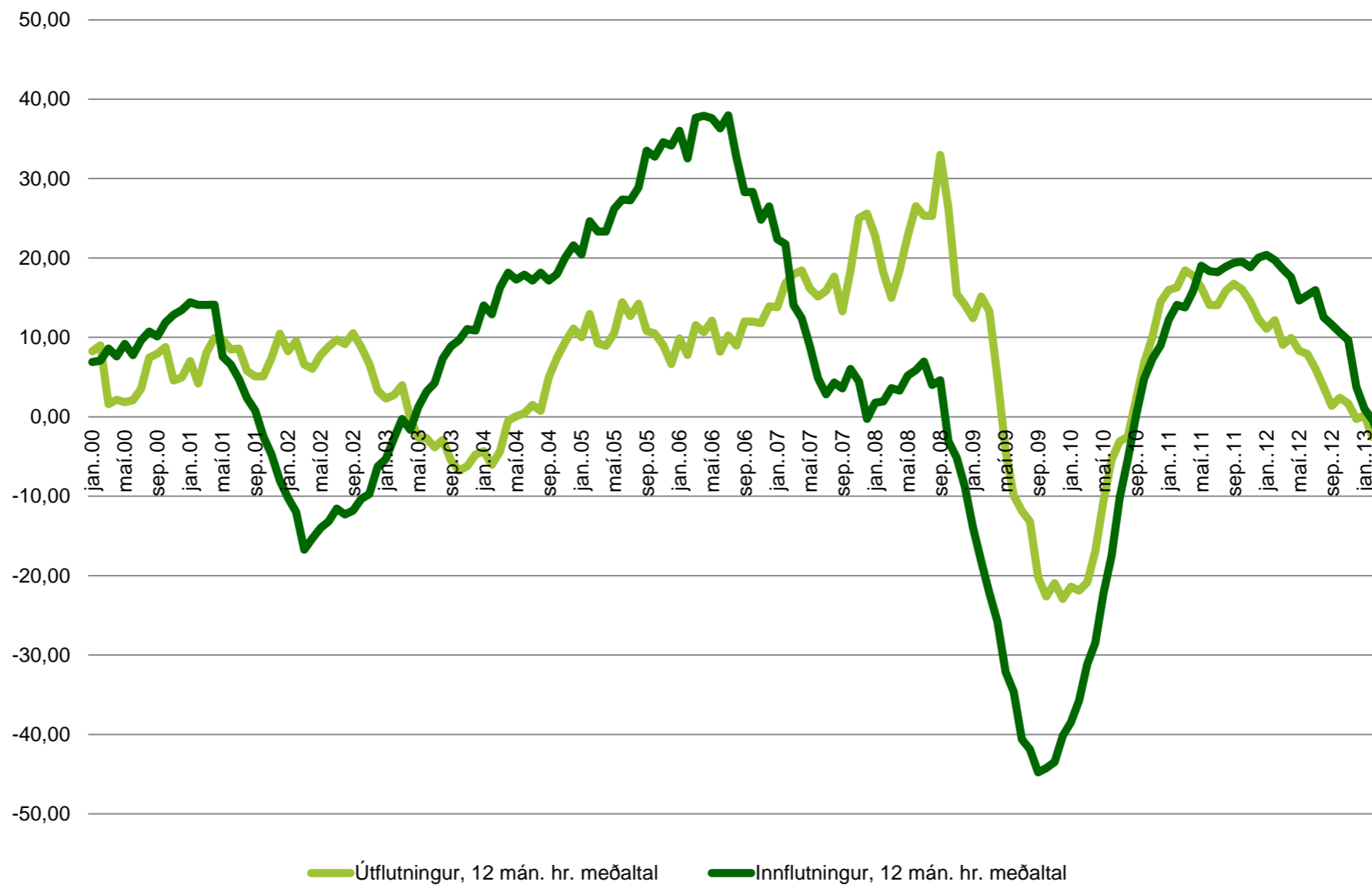
# Skuldir heimilanna eru aftur eitt helsta (pólítíska) vandamálið

Skuldir heimilanna  
- Á verðlagi hvers ár



# Útflutningsleiðin er að ganga of hægt

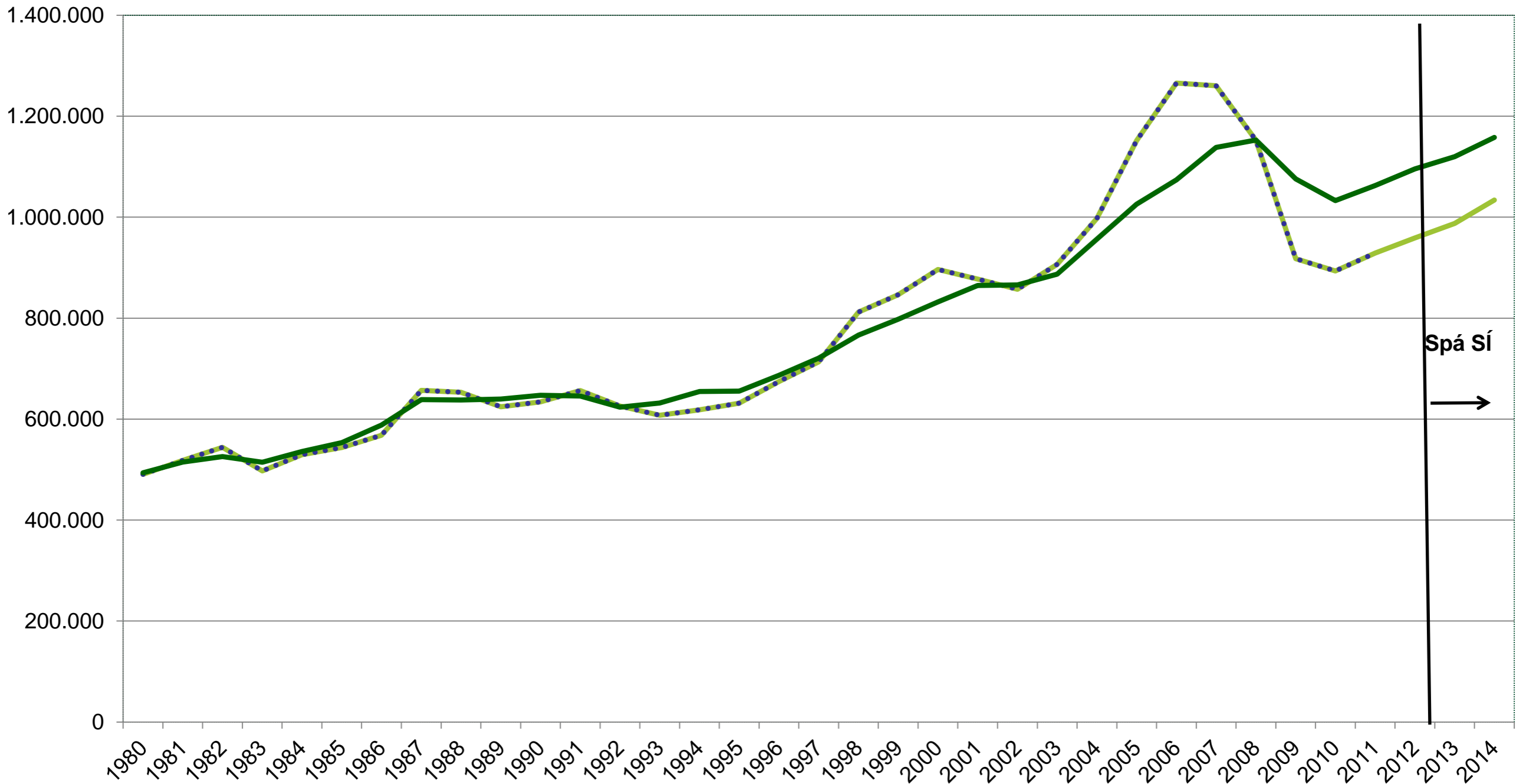
## 12 mánaða breyting í útflutningi og innflutningi





# Þjóðarútgjöld verða að haldast tiltölulega lág til þess að viðhalda viðskiptaafgangi

Landsframleiðsla og þjóðarútgjöld frá 1980: spá Seðlabankans og spá Gamma



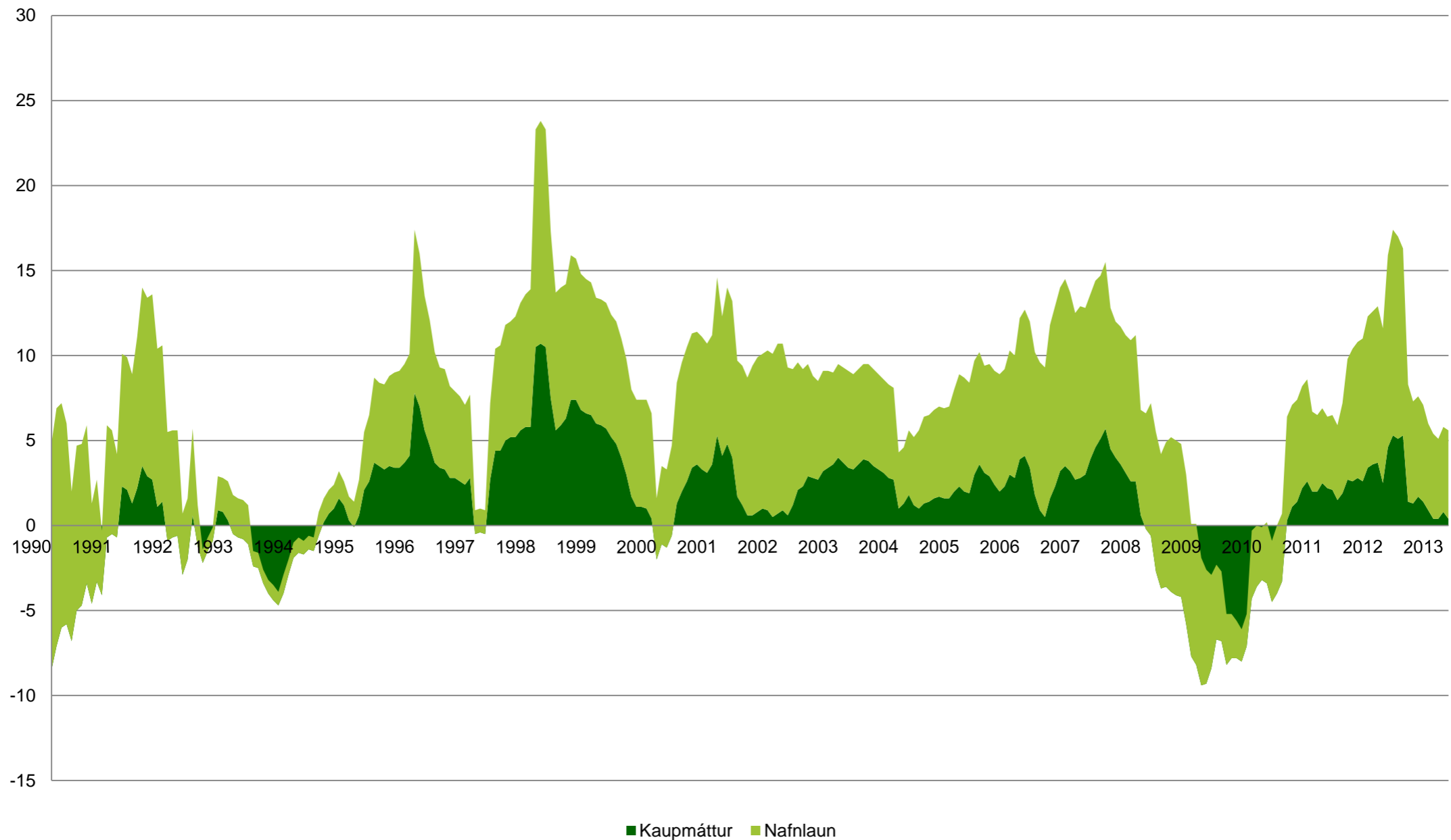
## Mikil óvissa um þróun efnahagsstærða

- Uppveiflan sem hófst eftir kjarasamninganna 2011 hefur að einhverju leyti fjarað út í vetur – framhaldið veltur á aðgerðum nýrrar ríkisstjórnar.
- Þrátt fyrir að bæði raunvextir og raungengi hafi ekki verið lægri áratugum saman er fjárfesting ekki að taka við sér.
- Fyrsti helmingur þessa árs ætlar að vera fremur hægur.
- Hins vegar er margt í farvatninu sem mun auka einkaneyslu á síðari hluta þessa árs – útgreiðsla gengislánadóma, skuldaleiðréttingar og margt fleira.
- Ný stjórn mun án efa ýta stóriðjuframkvæmdum af stað – það kemur þó ekki inn í hagkerfið fyrr en um mitt næsta ár, í fyrsta lagi.
- **Skammtíma verðbólguhorfur eru aðeins að batna en versna þegar litið er til lengri tíma.**
- **Gengi krónunnar verður aðeins haldið föstu í skamman tíma!**

- I. Horfur í hagkerfinu
- II. Horfur á vinnumarkaði
- III. Horfur á fasteignamarkaði
- IV. Krónan og höftin
- V. Horfur á markaði

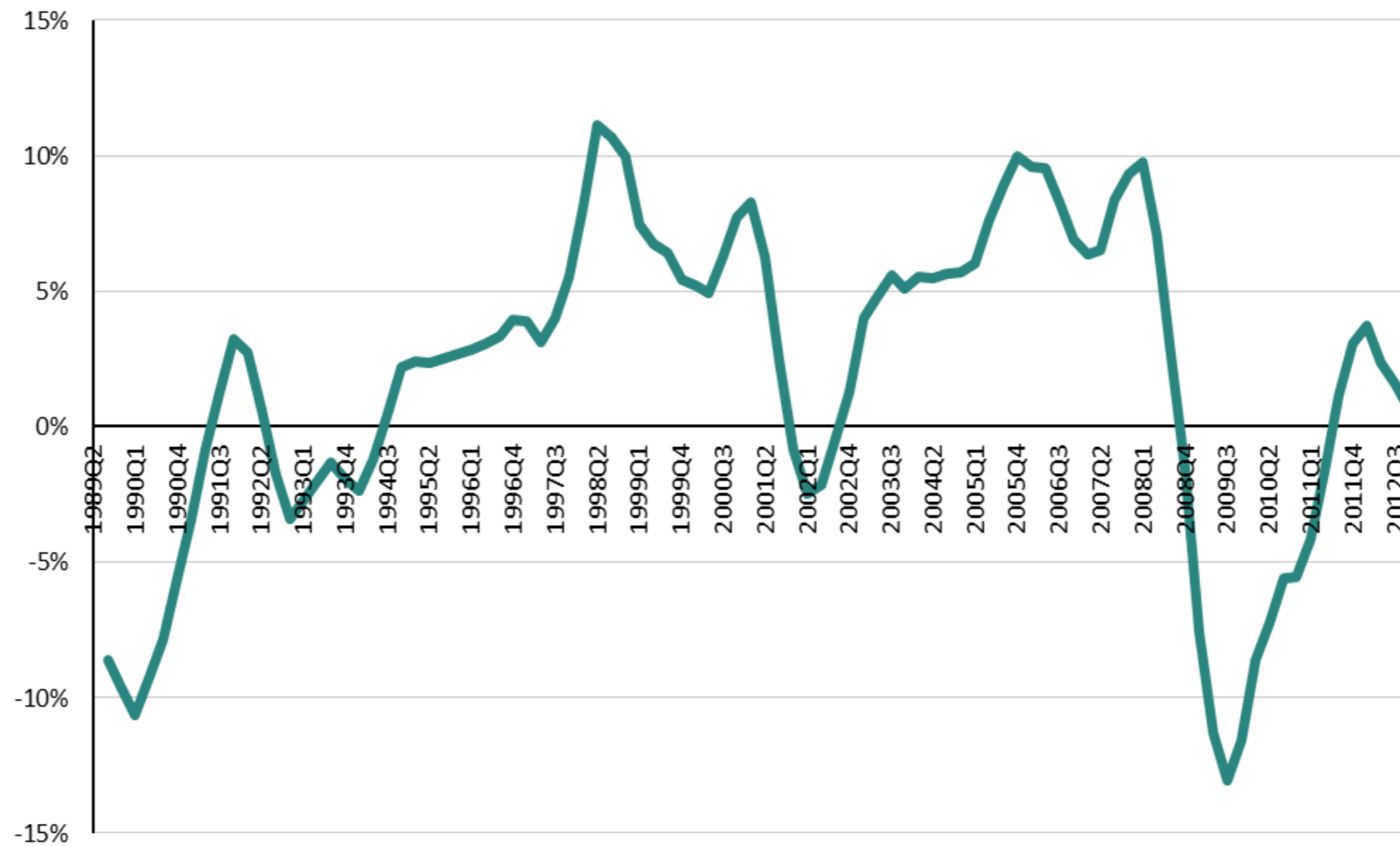
# Hækkun nafnlauna hefur verið töluverð – hækkun kaupmáttar er þó heldur að fjara út

12 mánaða hækkun nafnlauna og kaupmáttar 1989-2013



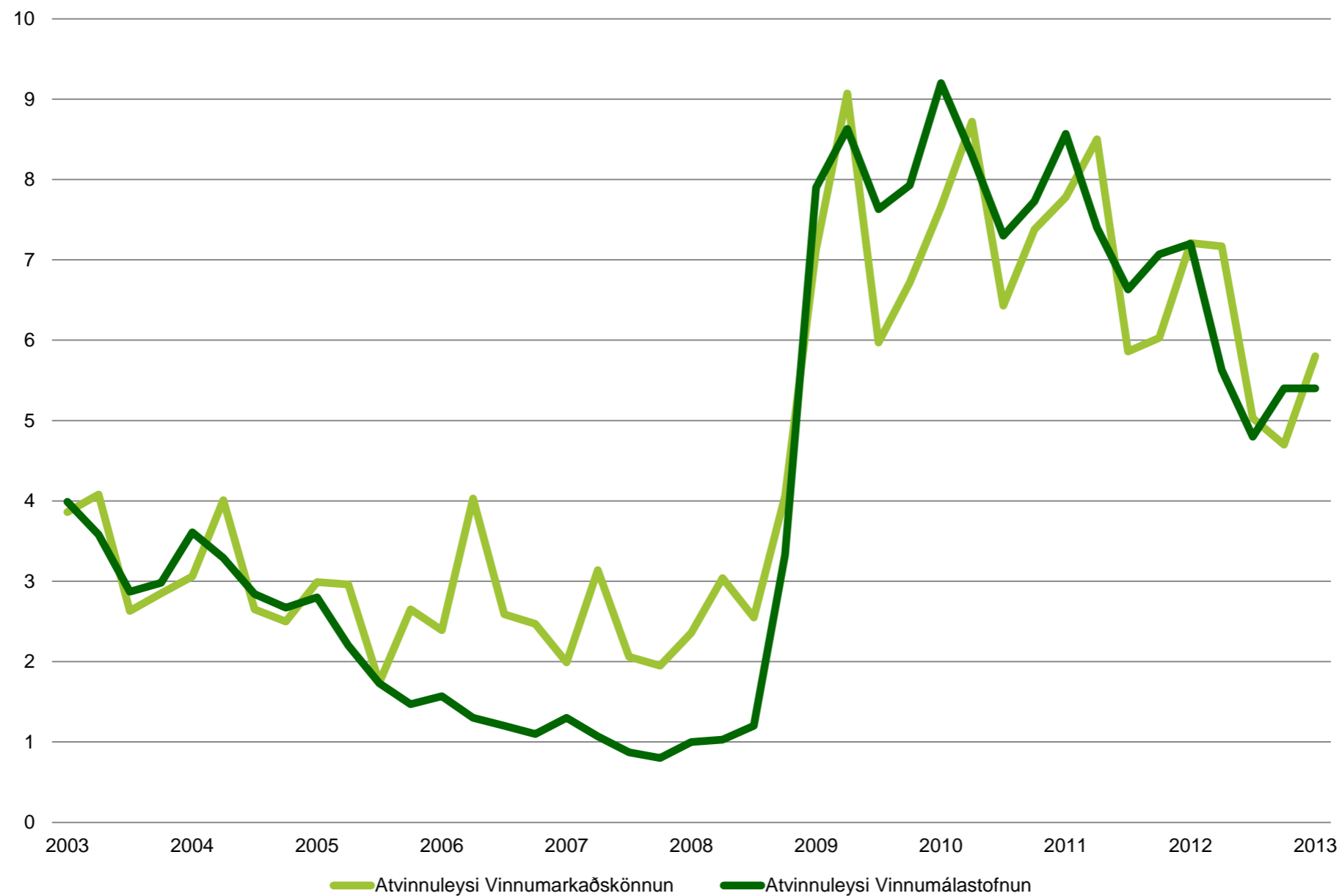
# Hæg hækkun kaupmáttar fjaraði út núna í vetur

Kaupmáttur ráðstöfunartekna meðal heimilis – laun eftir skatt og millifærslur



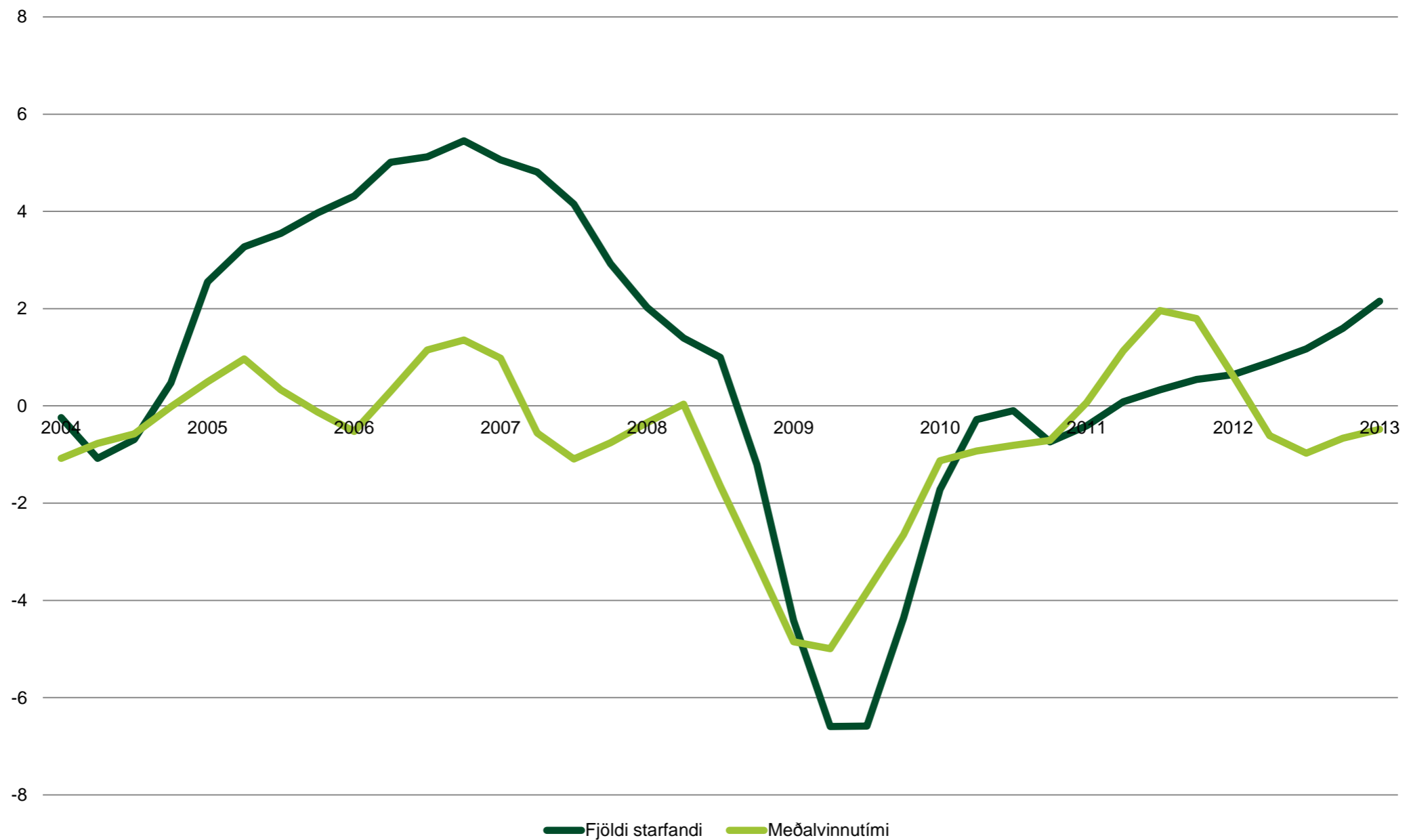
# Atvinnuleysi þokast niður

## Atvinnuleysi sem hlutfall af mannafla



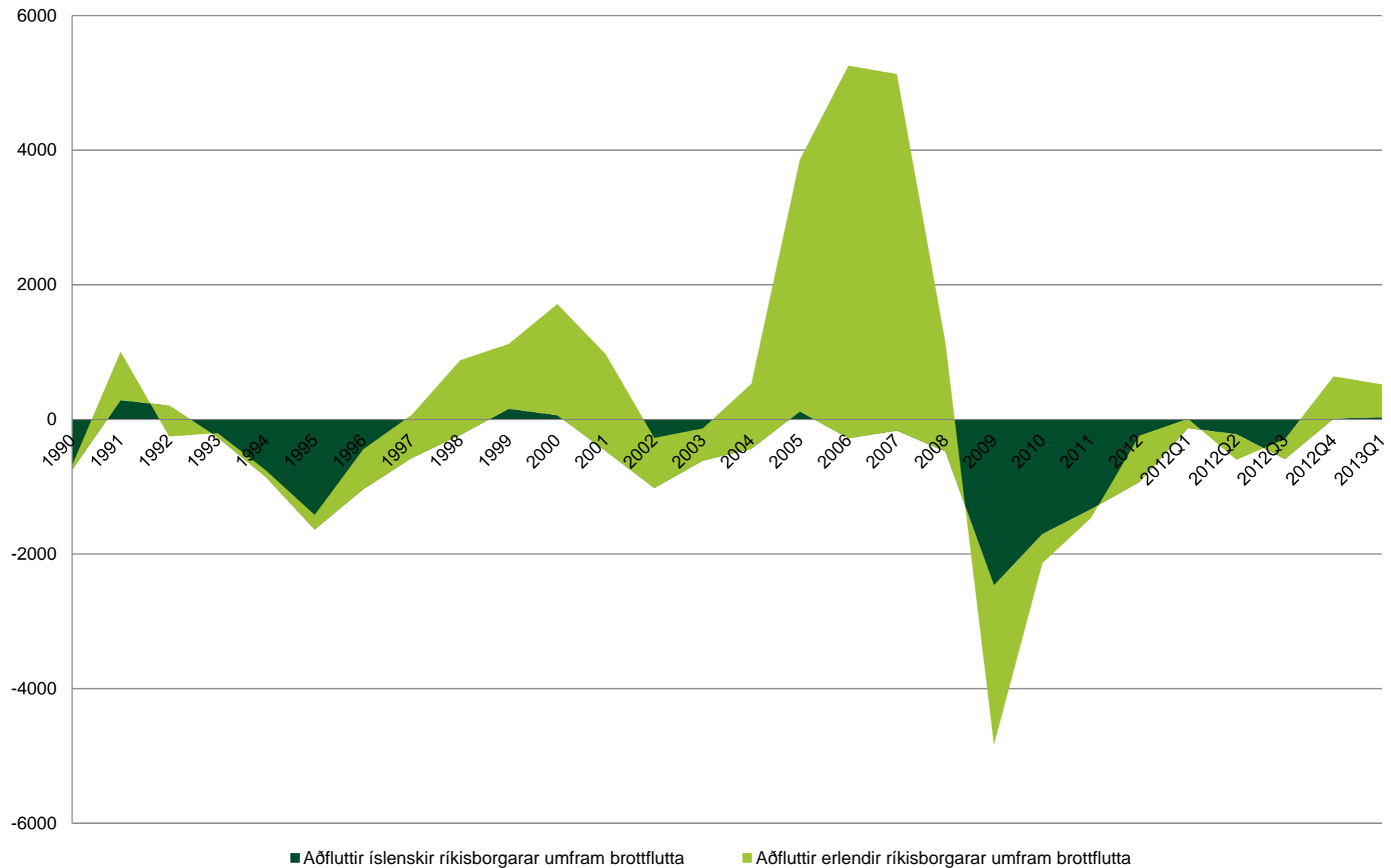
# Starfasköpun er hafin en yfirvinna á leið niður

Breytingar á atvinnu og vinnutíma milli ársfjórða á milli ára frá 2004 til vorra daga



# Brottflutningur Íslendinga af landinu hefur stöðvast – útlendingar aftur farnir að flytja inn

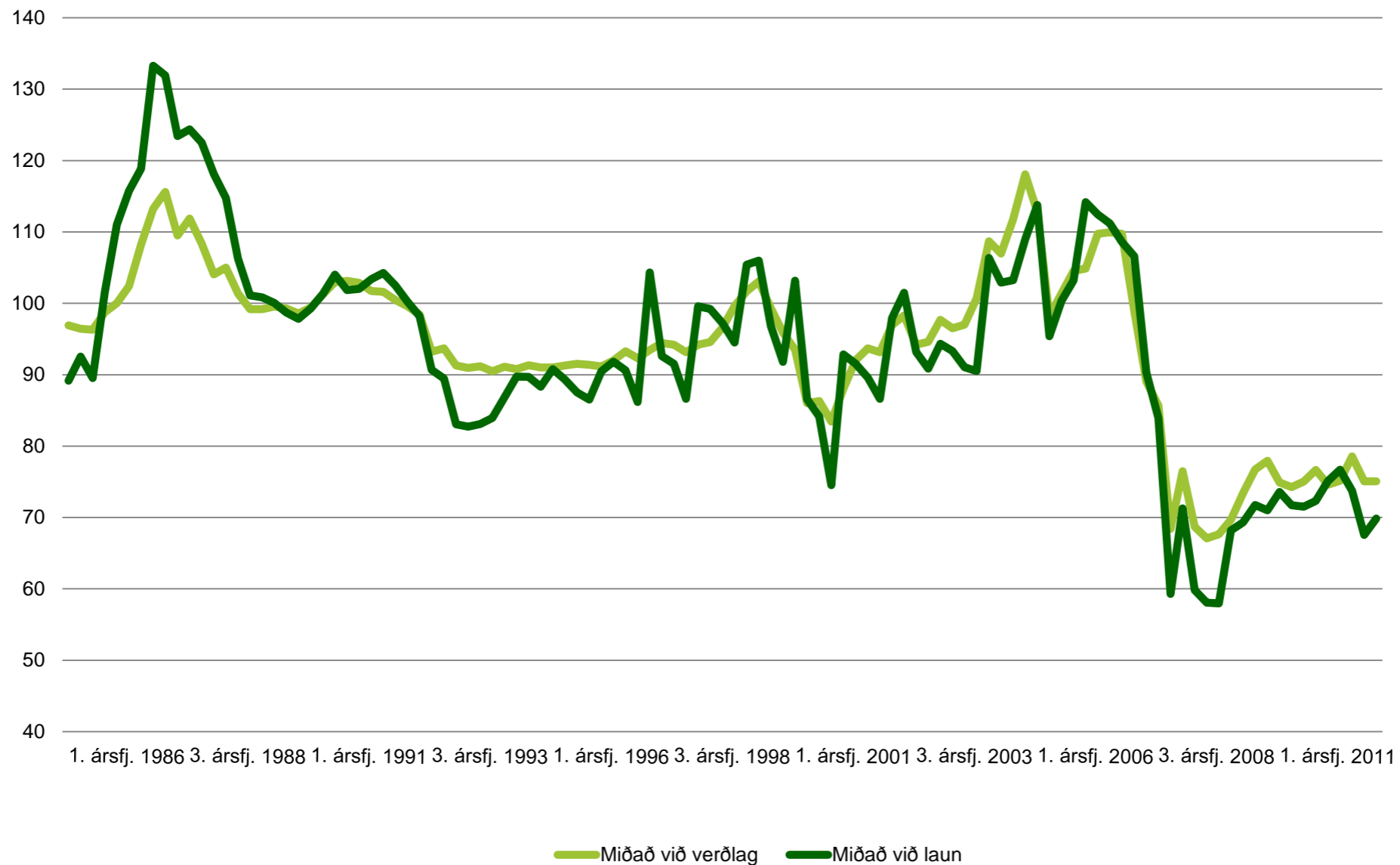
## Fólksflutningar til og frá landinu 1990-2013





# Íslensk laun mælt með raungengi launa eru mjög lág í alþjóðlegu samhengi

## Raungengi krónunnar frá 1986-2013



## Bati byrjaður á vinnumarkaðurinn

- ▶ Íslensk laun hafa ekki verið svo lág miðað við umheiminn um áratugaskeið, ef miðað er við raungengi launa sem er nú um 20% fyrir neðan meðaltal síðustu 40 ára.
- ▶ Lágt raungengi skapar stöðugan hækkunarþrýsting út frá útflutningsgreinum og launajöfnuði við sambærilegar stéttir ytra.
- ▶ Síðustu kjarasamningar frá árinu 2011 voru gríðarlega framhlaðnir – en kaupmátturinn óx ekki að marki árið 2012.
- ▶ Vinnumarkaðurinn virðist vera stilltur inn á 5-10% launahækkanir á ári.
- ▶ Þversögnin er því þessi: Það þarf lágt raungengi til þess að viðhalda viðskiptaafgangi og samkeppnishæfni – en öll þjóðin vill fá mun hærri launahækkanir en þekkist erlendis.

- I. Horfur í hagkerfinu
- II. Horfur á vinnumarkaði
- III. Horfur á fasteignamarkaði
- IV. Krónan og höftin
- V. Verkefni nýrrar ríkisstjórnar

## Spenna að byggjast upp á fasteignamarkaði

- Mikil skuldsetning og lítið eigið fé meðaltekjufólks eftir hrunið hefur legið eins og mara á fasteignamarkaðinum.
- Nýjar fjölmennar kynslóðir eru nú farnar að banka upp sem sést meðal annars af hækkandi leiguverði.
- Um leið og eitthvað verður hreyft við skuldamálum heimilanna gæti markaðurinn rokið af stað.
- Minnst 5 ára eyða í byggingarsögu landsins, sem nú þegar er staðreynd, mun valda töluverðum þrýstingi á fasteignaverð til meðal langs tíma.
- Minnkandi framboð og ört vaxandi eftirspurn eru þekkt formúla fyrir verðhækkunum.
- Höfuðborgarsvæðið hefur vaxið um 10-20% á hverjum áratug frá 1960 og svo mun áfram – ört vaxandi þjóð þarf nýjar byggingar.
- Vaxandi umsvif í ferðaþjónustu munu einnig krefjast mikils rýmis.

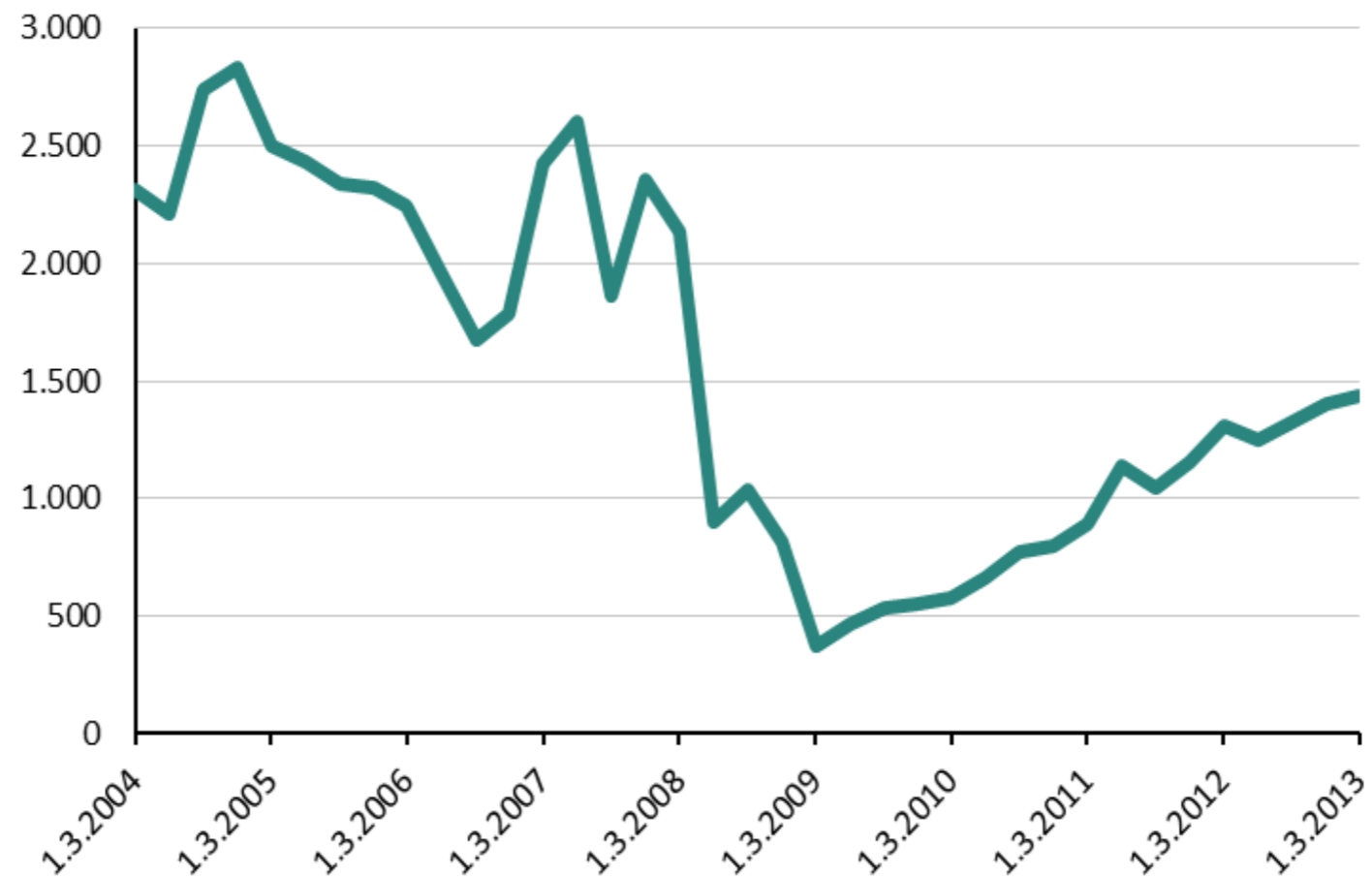
# Fasteignaverð hefur hækkað rúmlega meira en verðbólga frá 2011

Fasteignaverð að raunvirði og nafnvirði – fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu



## Velta fer vaxandi

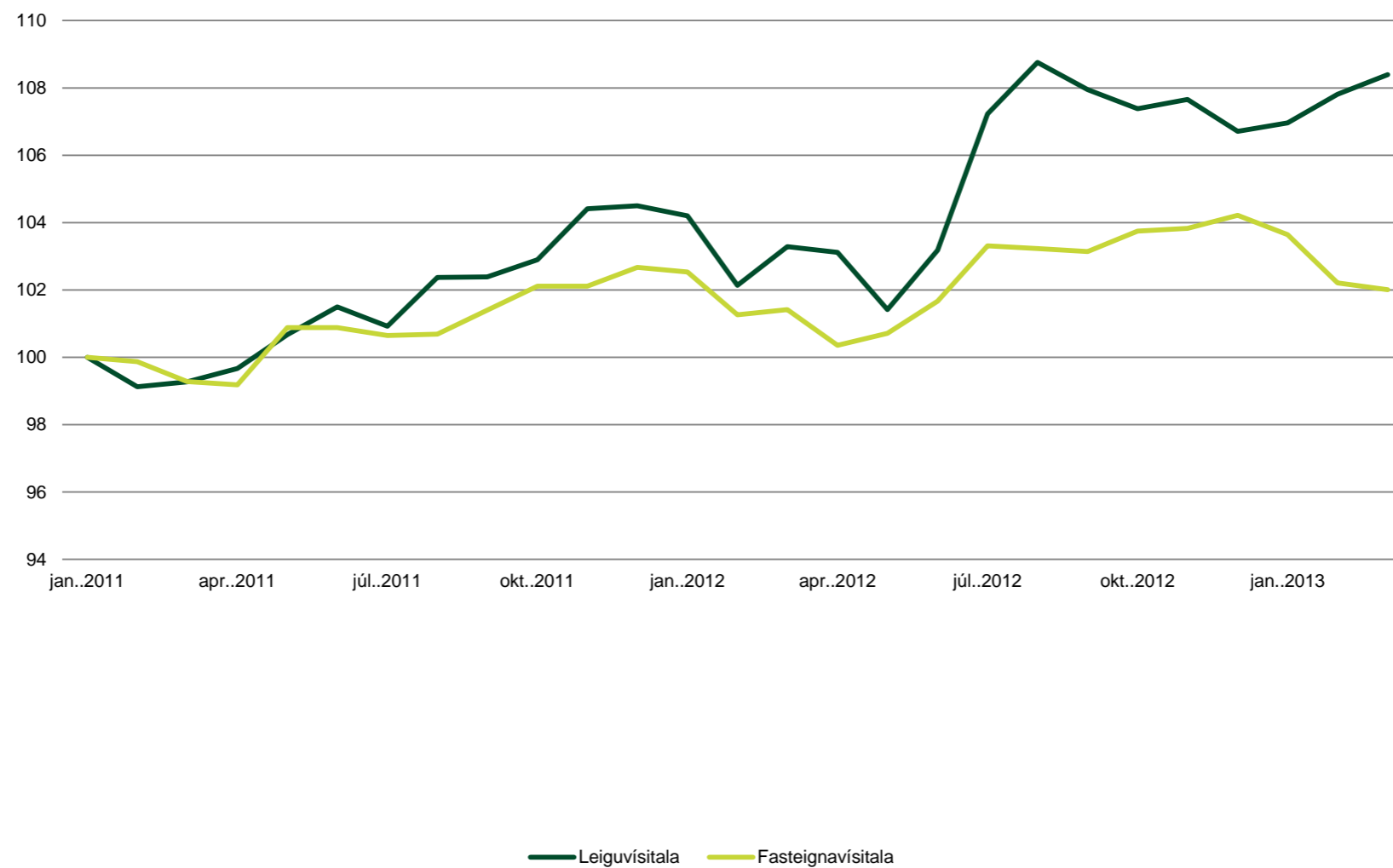
Fjöldi þinglýstra samninga birt sem hálfárs hlaupandi meðaltal



Sögulega skilar aukning í veltu raunverðshækkun á fasteignaverði með hálf til eins árs seinkunn.

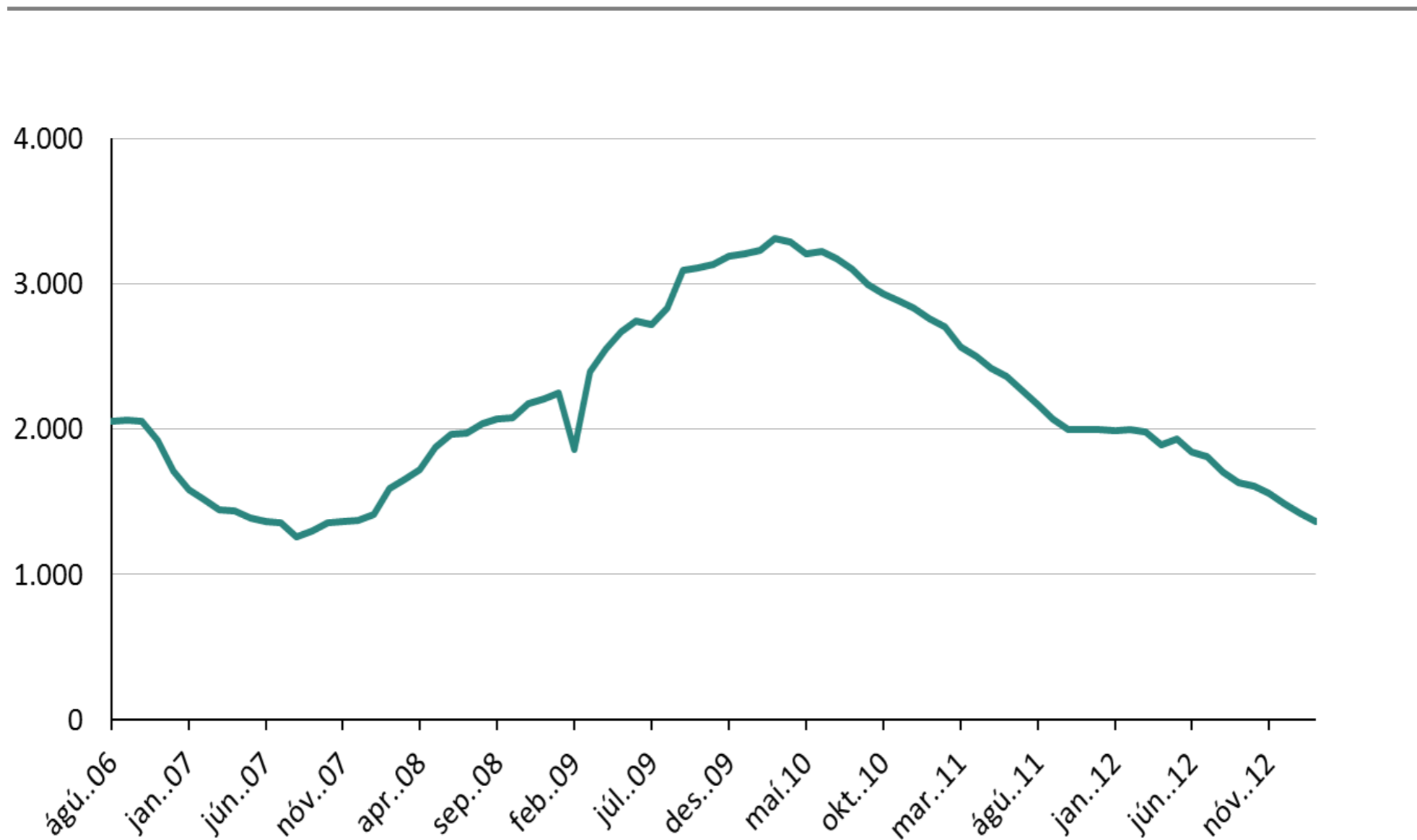
# Húsaleiga vísar veginn fyrir fasteignaverðið

## Húsaleiga og íbúðaverð að raunvirði



## Framboðið á leið niður. . .

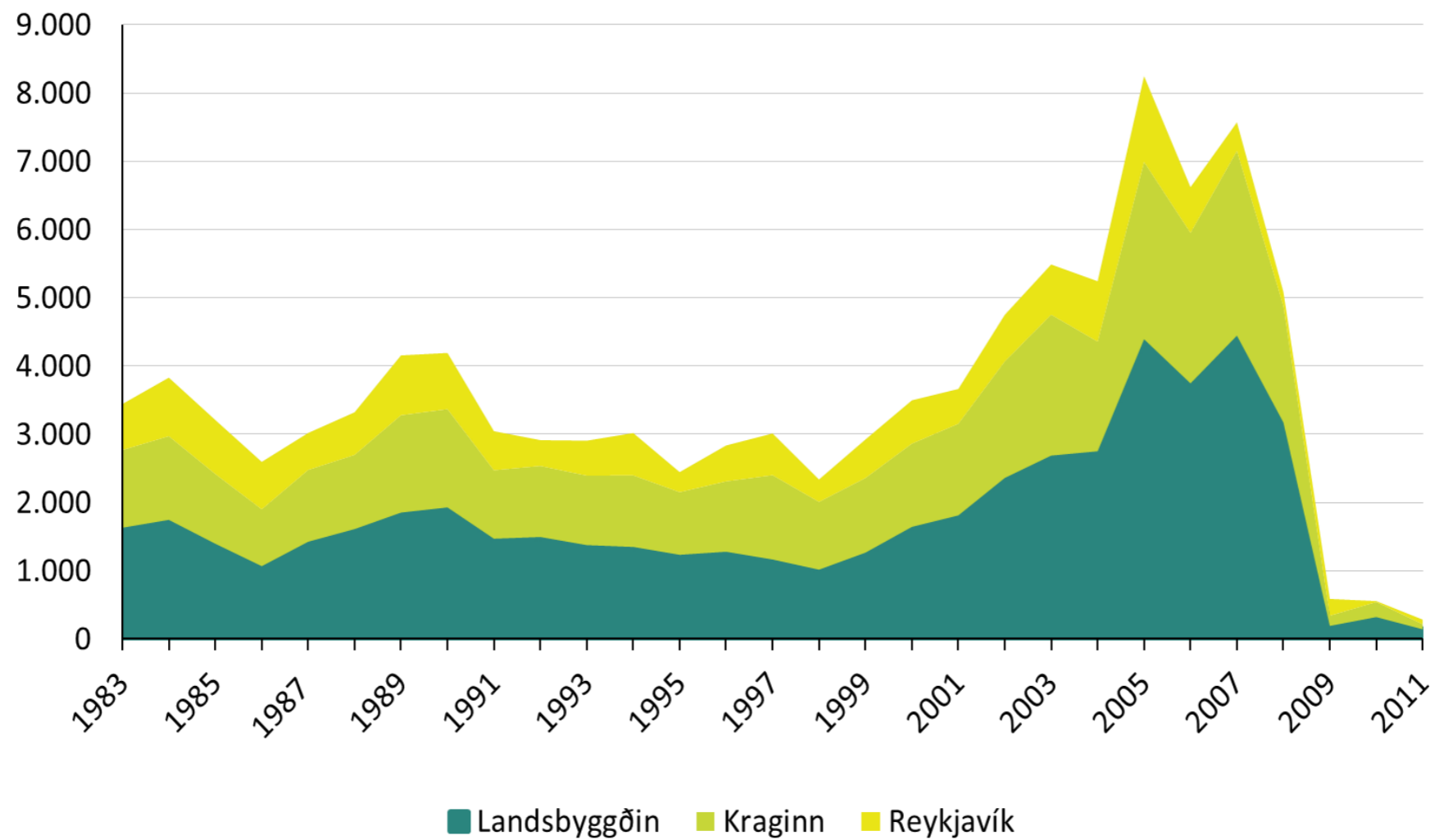
Fjöldi íbúða í fjölbýli til sölu á mbl.is – mánaðarlegt meðaltal





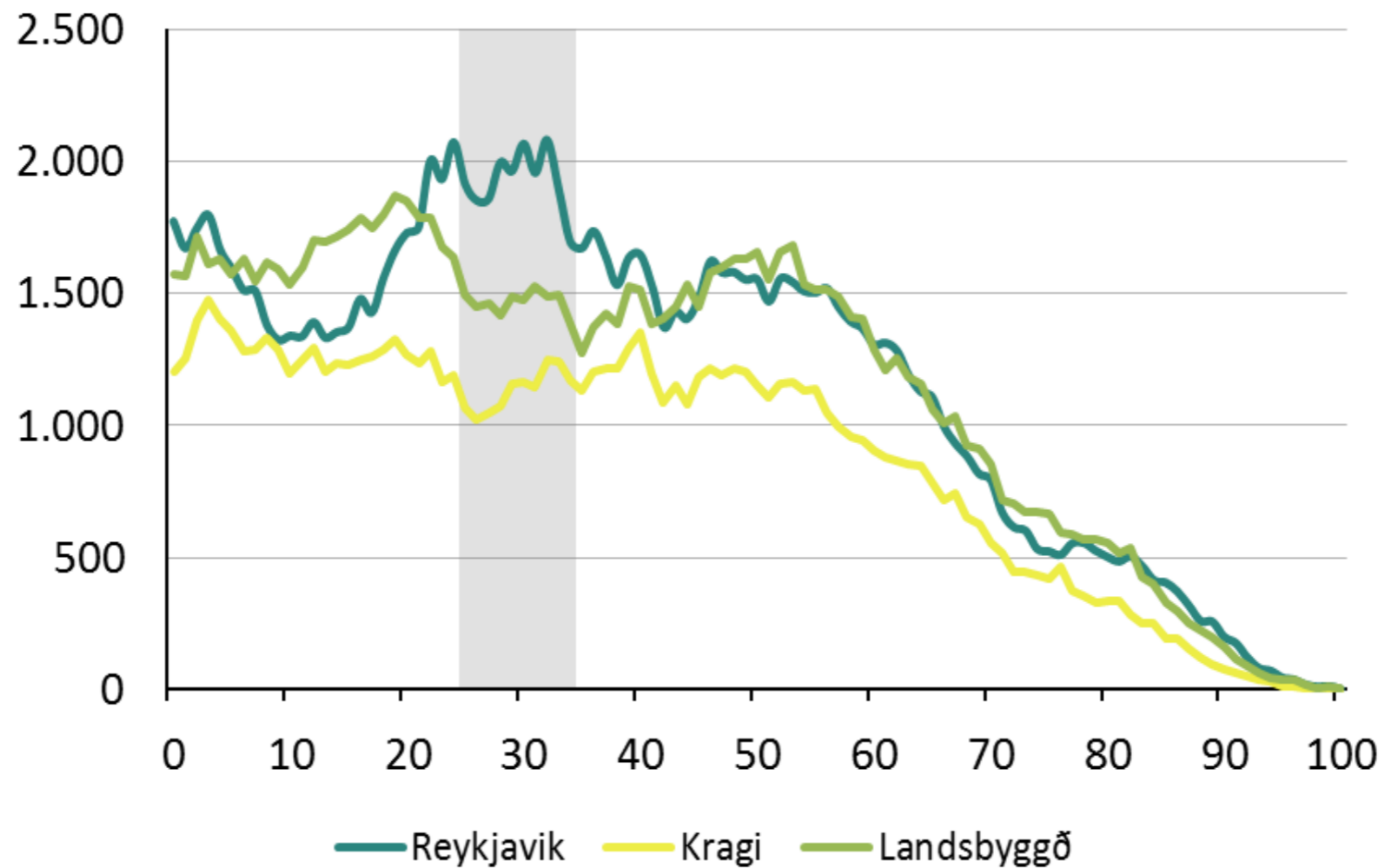
## Og það er ekkert nýtt húsnæði á leiðinni

Upphaf húsbýggingar eftir staðsetningu – fjöldi íbúða



Miðjualdur þjóðarinnar er aðeins 34 ár – Vormenn Íslands eru flestir í Reykjavík bíða eftir því að eignast nýtt húsnæði

Fjöldi fólks í hverjum aldurshóp



## Fjármögnun fasteignakaupa á nýja Íslandi

- Fasteignaverð hefur lækkað og er undir byggingarkostnaði og vaxtastig hefur lækkað almennt.
- Hins vegar hefur þröskuldurinn fyrir fyrstu kaup einnig hækkað þar í nýju lánaumhverfi verður gerð krafa um aukið eigið fé og lánstími mun styttest.
- Aukinheldur, afnám verðtryggingar mun hækka greiðslubyrði lána.
  
- **Hvað þarf að gera?**
  1. Byggja upp stöðugan og skilvirkan leigumarkað, svo sem með því að skapa skattahvata fyrir fólk að leigja út. Það er heldur ekki endilega sjálfsagt að ungt fólk kaupi húsnæði of snemma.
  2. Búa til sparnaðarleiðir fyrir ungt fólk til þess að spara fyrir húsnæðis kaupum – til að mynda með því að hluti af lífeyrisgreiðslum séu lagðar inn á sérstaka söfnunarreikninga.
  3. Liðka til fyrir lánnum á öðrum veðrétti sem geta komið í stað eigin fjár og bera háa nafnvexti – ríkið gæti mögulega hlaupið hér undir bagga.

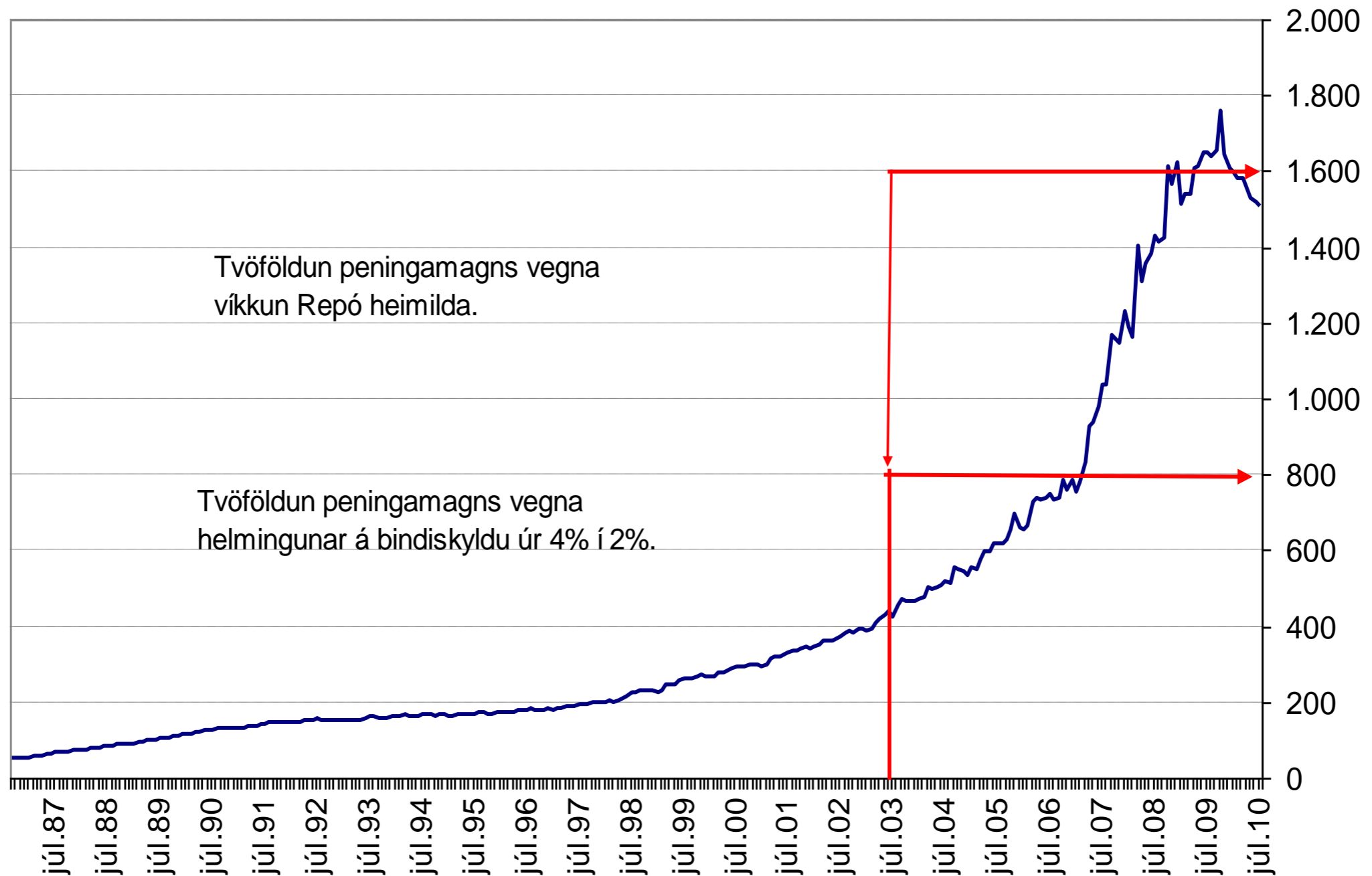
- I. Horfur í hagkerfinu
- II. Horfur á vinnumarkaði
- III. Horfur á fasteignamarkaði
- IV. Krónan og höftin
- V. Horfur á markaði

# Peningamagn fjórfaldaðist í umferð frá 2004-2008

## Peningamagn í umferð M3

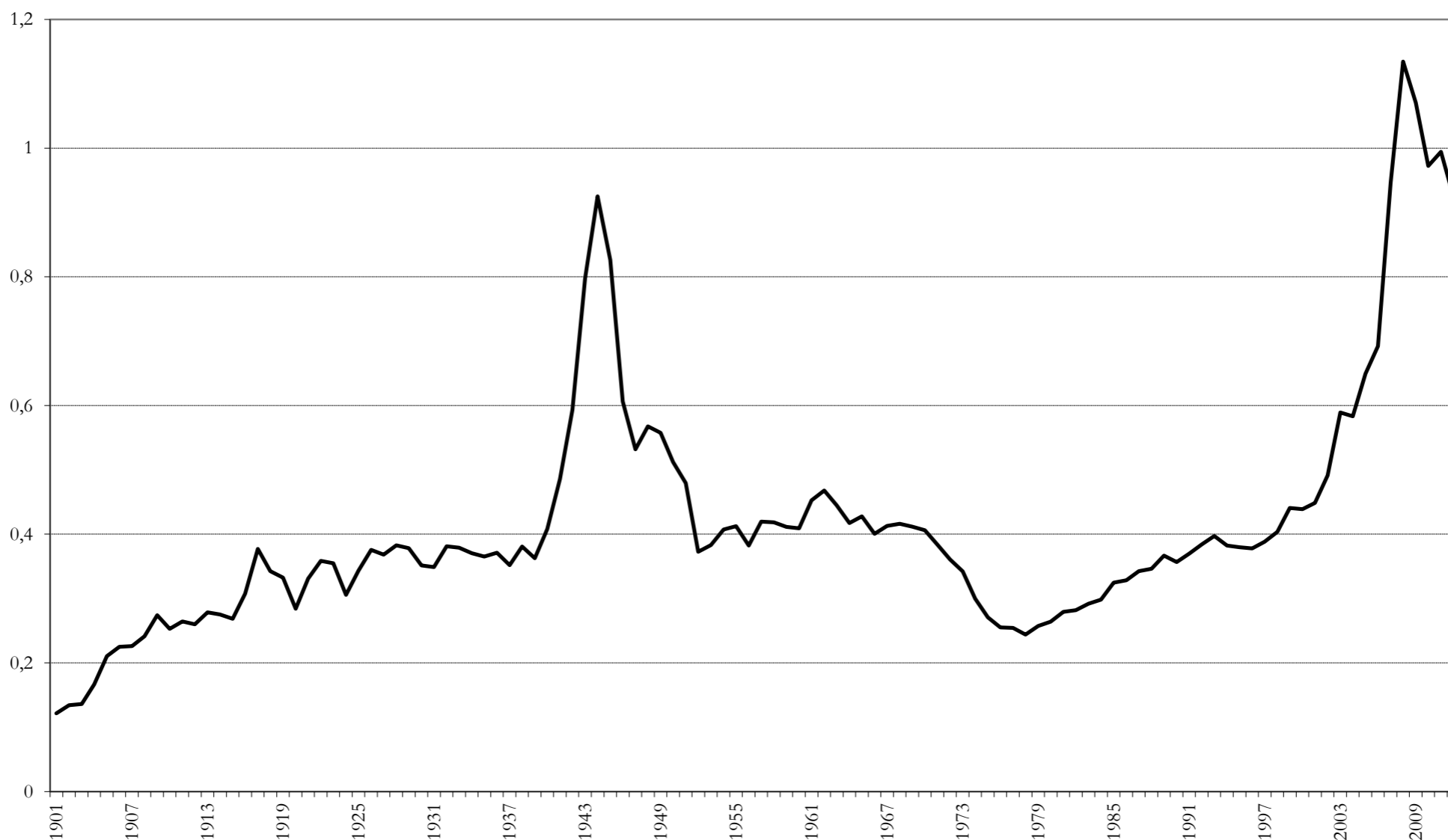
M3 er innistæður í bankakerfinu með styttri binditíma en 2

4..



# Fjármagnskerfið er nú fullt af lausafé sem er að miklu leyti í eigu erlendra aðila

## M3 sem hlutfall af landsframleiðslu

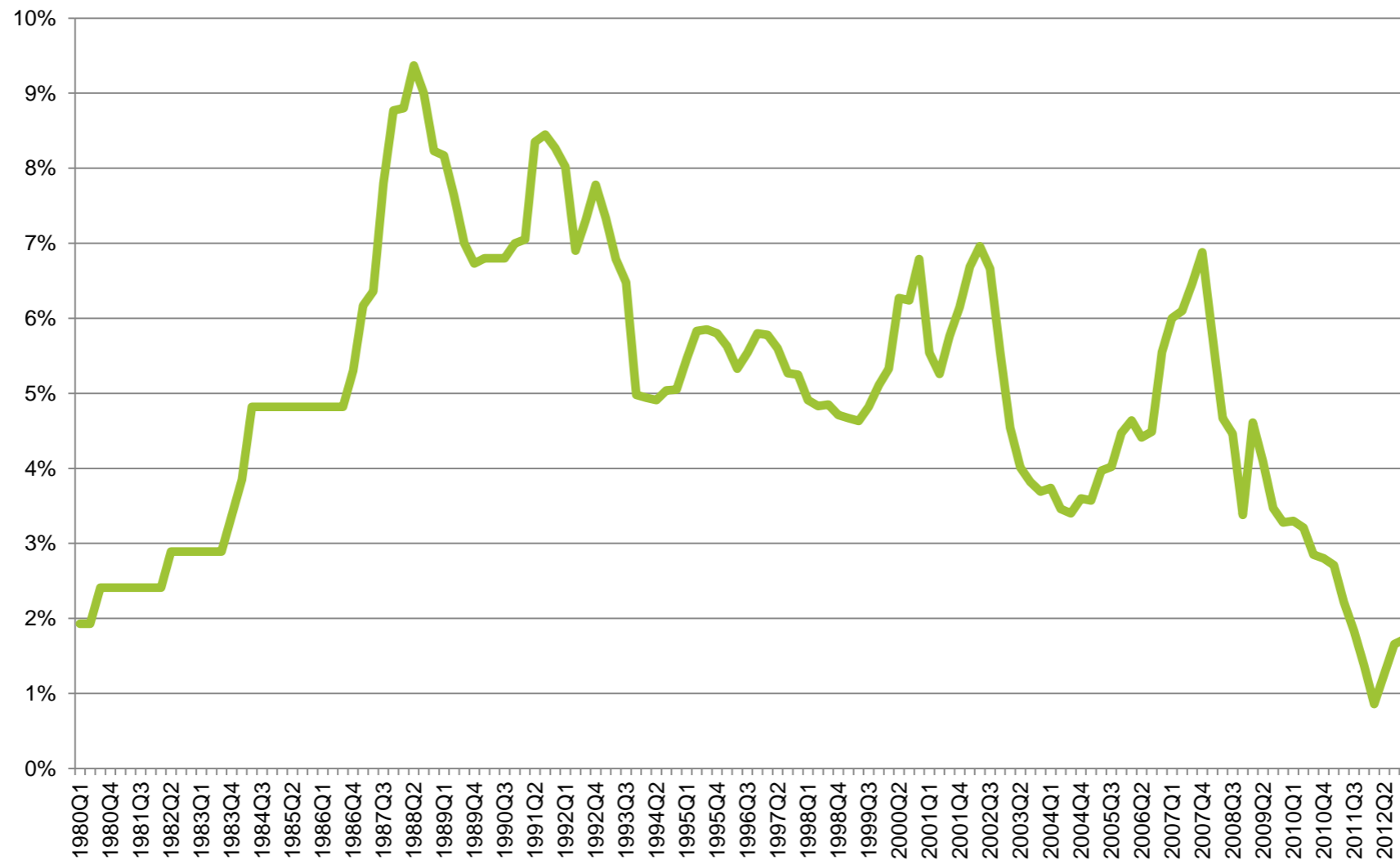


## Lægri veltuhraði og höft hafa haldið aftur á áhrifum peningaprentunar

- **Veltuhraði V hefur lækkað gríðarlega á síðustu árum sem felur í séð að fjármálakerfið hefur orðið mun stærri geymslustaður fyrir verðmæti.**
  - Lækkun veltuhraða hefur haldið peningamagninu inn á bankareikningum og varnað því að áhrifin kæmu fram á vörumarkaði.
- **Höft voru sett á gjaldeyrisviðskipti í nóvember 2008**
  - Höftin loka aðlögunarferlinu sem liggur í gegnum gjaldeyrismarkaðinn og varna því að að of mikil peningaprentun komi fram með frekari gengisfalli.
- **Lægri veltuhraði og höft á gjaldeyrismarkaði hafa haldið verðgildi peningaprentunarinnar uppi og hafa beint aðlöguninni fremur að eignamörkuðum en vörumörkuðum.**

# Höftin hafa lækkað raunvexti ríkisbréfa um 200 punkta – ef ekki meira

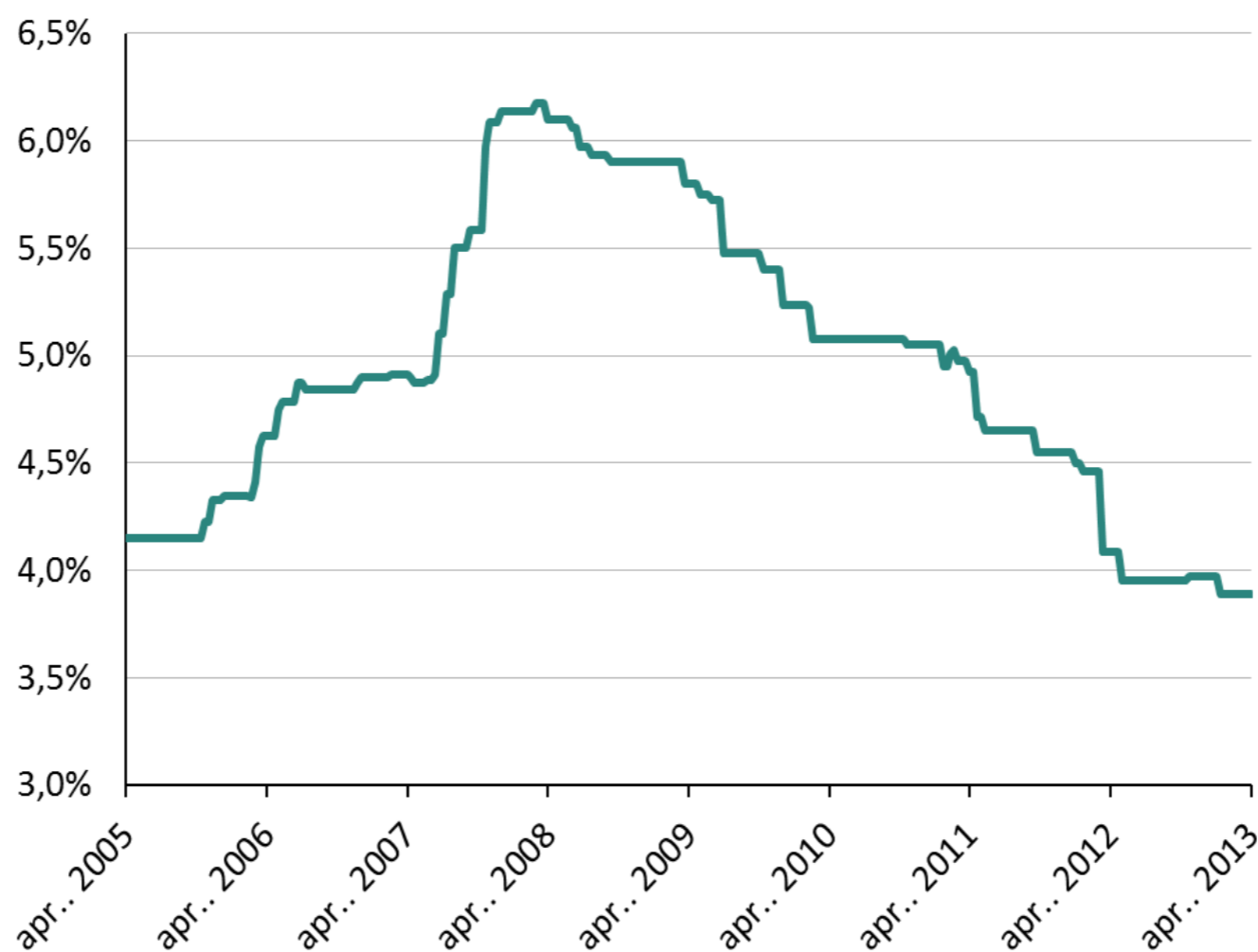
Verðtryggðir 5 ára raunvextir - metið af Seðlabanka Íslands





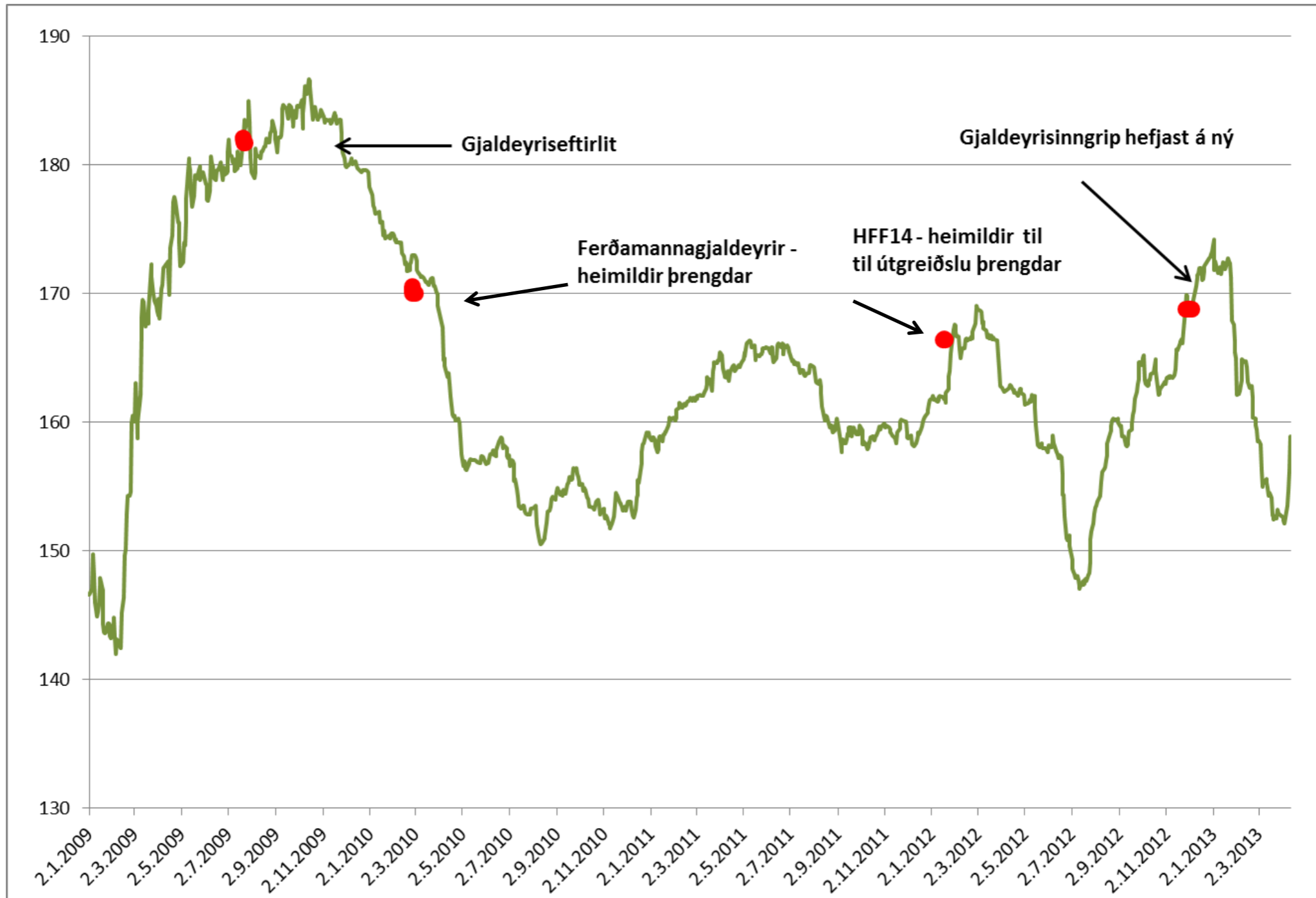
# Hins vegar er fyrirtækjaálag enn að lækka – vextir til fasteignakaupenda gætu átt eftir að lækka enn frekar

Meðalútlánavextir til fasteignakaupa hjá viðskiptabönkunum og Íbúðalánasjóði



Breyting	1 ár	3 ár	5 ár
	-0,2%	-1,2%	-2,2%

# Höftum og inngripum beitt kerfisbundið til þess að hafa áhrif á gengi krónunnar



## Uppgjörið við þrotabúin

- **Þrotabú bankanna þriggja eiga um 900 milljarða hreina eign í íslenskum krónum eða útistandandi kröfum í erlendri mynt á innlenda aðila.**
  - Upphæðin veltur þó á því hvaða margfaldara eigið fé bankanna verður selt.
- **Það er eðli þrotabúa að koma eignum í verð og breyta þeim í lausafé**
  - Síðan bíða peningarnir eftir því að vera greiddir út til eigenda
- **Við þetta bætast síðan 400 milljarðar í eigu fyrrum vaxtarmunarfjárfesta**
  - Sem einnig sitja á bankareikninum eða í stuttum skuldabréfum og bíða eftir því að sleppa út.
- **Stór hluti peningamagns – ef til vill þriðjungur – hefur verið óvirkur og aðeins setið og beðið eftir því að verða afhendir eigendum í erlendri mynt.**

# Þrotabúin eru lykillinn að lausninni

- **Minna peningamagn er lykillinn að...**

- **Afnámi hafta** þar sem sú hættta er fyrir hendi að lausaféð sem er í umferð reyni að komast út úr landinu í gegnum gjaldeyrismarkaðinn – þeim mun lægra sem M3 er því minni gjaldeyrisforða þarf til þess að verja gengi krónunnar.
- **Smækkun fjármálakerfisins** þar sem M3 er skuldahliðin hjá innlánastofnununum og markar ramma fyrir útlán og umsetningu þeirra.
- **Hindrun eignabólu vegna haftanna** þar sem sambland af of stórum bönkum og of miklu lausafé í umferð getur mjög ýtt upp eignaverði og búið til innlenda útgáfu af bólu 2004-2008

- **Það er nauðsynlegt að draga 3-400 milljarða til baka sem voru settir út hagkerfið með veði í ástarbréfum.**

- **Það verður helst gert með því að stærsti hluti krónueigna þrotabúanna verði dreginn til baka inn í Seðlabankann til eyðingar í samningum við kröfuhafa.**

- I. Horfur í hagkerfinu
- II. Horfur á vinnumarkaði
- III. Horfur á fasteignamarkaði
- IV. Krónan og höftin
- V. Verkefni nýrrar ríkisstjórnar

## Næstu mánuðir – þetta liggur fyrir

- Seðlabankinn lýsti yfir stöðugu gengi á síðasta vaxtaákvörðunarfundi.
  - Gjaldeyrisinngrip eru nú á borði peningastefnunefndar – gengið getur lækkað eða hækkað tímabundið þegar straumurinn liggur inn eða út en verður síðan ýtt til baka í evrugengið 160.
- Allur líkur á nýjum þjóðarsáttarsamningum næsta haust byggðum á fastgengi, skattalækkunum og föstu gengi.
- Afnám hafta kemst ekki á dagskrá á þessu kjörtímabili – þar sem innlend markmið um kaupmátt, atvinnu og lánalækkanir hafa forgang.
- Að öllum líkindum dróst landsframleiðsla saman á 1. fjórðungi þessa árs og það verður slaki í hagkerfinu allt fram til áramóta.
- Svo mun fara að hitna í kolunum.

# Margir pólitískir óvissuþættir

- Mikið ber á stórum yfirlýsingum og loforðum en mun minna af útfærðum áætlunum – enn sem komið er.
- Það mun þurfa að semja við þrotabúin – en útfærsla slíkra samninga getur verið á ýmsa vegu.
  - Peningarnir úr þrotabúunum geta verið grundvöllurinn að endurskipulagningu fjármálakerfisins en þeir geta einnig verið þúðrið sem kollvarpar krónunni og hagkerfinu á nýjan leik.
  - Öll loforðin um hvað eigi að gera við peningana „sem frúin í Hamborg gaf okkur“ veikja samningsstöðuna við kröfuhafana.
- Vandamálið er að aukning innlendrar eftirspurnar ein og sér mun láta fólki líða vel en mun eyða viðskiptaafganginum og lækka gengi krónunnar.
- Íslensk stjórnsmál snúast nú um að ná markmiðum sem mörg hver ganga í mótsögn við hvert annað.

# Áhrif á markaði

- Áhrif mikil peningamagns í umferð og lægri „haftavaxta“ er ekki enn komin fram í hagkerfinu.
  - Credit-álag á enn eftir að lækka á fyrirtæki
  - Eignaverð á enn eftir að hækka töluvert, einkum fasteignaverð.
- Ríkisfjármálin eru mjög óviss þegar litið meðallangs tíma – auk þess hafa höftin nú þegar komið fram í lægri ríkisvöxtum.
  - Forgangsmál fyrir lífeyrissjóðina að koma sér úr faðmi ríkisins og út í atvinnulífið, auk þess að eignast innviði.
- Það er ófyrirséð hvenær opnað verður aftur á erlendar fjárfestingar með afnámi hafta.
  - Lífeyrissjóðirnir mega vart undir neinum kringumstæðum koma með „peninginn heim“ sama hvaða tryggingarfræðilegir útreikningar segja.
- Næstu 2-3 ár verða góð á eignamörkuðum en svo gæti brugðið til beggja vona.



# Lærdómur sögunnar – afleiðingar of mikillar peningaprentunar

- **Íslandsbanki varð gjaldþrota árið 1930 og fjármagnið tók að flýja land. Fjármagnshöftum komið á árið 1931 að beiðni Landsbankans sem var búinn að klára gjaldeyrisforðann.**
  - Of mikil peningaprentun, aukning ríkisútgjalda, vöxtur í eftirspurn en erfiðleikar í útflutningi leiddu brátt aftur til gjaldeyrisvandræða.
  - Genginu var haldið föstu en höftin hert reglulega með „tímabundnum aðgerðum“ og brátt var farið að takmarka innflutning.
  - Á milli áranna 1931 og 1960 reyrdust höftin fastar og fastar utanum íslenskt hagkerfi.
- **Eftir fall Bretton-Woods árið 1972 var fastgenginu varpað fyrir róða.**
  - Of mikil aukning ríkisútgjalda, mikill vöxtur í fjárfestingu og eftirspurn leiddu brátt aftur til gjaldeyrisvandræða og erfiðleika útflutningi.
  - Gengið fellt í sífellu án aðhaldsaðgerða, og gengisfellingunum var svarað með hækkunum á vinnumarkaði.
  - Afleiðingin var óðaverðbólga frá 1973 til 1989 er krónan var fest við ECU.
- **Hafa Íslendingar lært af reynslunni?**