

Kjarasamningar samrýmast lækkun verðbólgu en óhóflegur viðskiptahalli er til lengdar ógnun við gengisstöðugleika

Verðbólga hefur undanfarna mánuði verið meiri en um langt skeið og mun meiri en ásætlanlegt er til lengdar. Verðbólgan á rætur að rekja til almennrar eftirspurnarþenslu í íslenskum þjóðarþúskap og spennu á fasteignamarkaði, en lækkun bensínverðs á alþjóðamarkaði á einnig veigamikinn hlut að máli. Nýgerðir kjarasamningar fela í sér mun meiri lækkun launa en í viðskiptalöndum og munu að óbreyttu gengi leiða til frekari hækkunar á raungengi krónunnar. Þeir geta hins vegar samrýmst lækkun verðbólgu frá því sem nú er haldist gengi krónunnar hátt og verði stjórn efnahagsmála aðhaldssöm. Seðlabankinn spáir nú 5% verðbólgu frá upphafi til loka þessa árs en 4% á því næsta að því gefnu að gengi krónunnar haldist óbreytt.² Viðskiptahalli sem á sér vart hliðstæðu meðal þróaðra ríkja og horfur eru á að verði að óbreyttum forsendum viðvarandi á næstu árum er hins vegar veruleg ógnun við efnahagsstöðugleika. Því er þörf á að grípa til frekari aðgerða.

Verð húsnæðis og bensíns hækkar áfram

Verðlagsþróun síðastliðinna þriggja mánaða hefur verið með líku sniði og undanfarið ár. Á tímabilinu frá janúar til apríl hækkaði vísitala neysluverðs um 1,1% sem samsvarar 4,4% verðbólgu á heilu ári. Tólf mánaða lækkun vísitölu neysluverðs komst í 6% og hefur vísitalan ekki hækkað meira á tólf mánuðum frá því í apríl árið 1992. Líkt og undanfarið ár stafaði lækkun vísitöluverðs að miklu leyti af verðhækkun húsnæðis. Án húsnæðisliðar hækkaði vísitalan um 4,5%. U.þ.b. helming lækkunar vísitöluverðs á tímabilinu janúar til apríl mátti rekja til hækkunar húsnæðisliðar, fjórðung til verðhækkunar þjónustu einkaaðila og fimmtung til verðhækkunar bensíns. Innlendar vörur aðrar en matvörur, innfluttar mat- og drykkjarvörur og bifreiðakostnaður hafa hins vegar lækkað í verði. Ætla má að árstíðarbundinnar sveiflu gæti ekki að marki í þessum verðbólgutölum. Árstíðarbundin verðlækkun fatnaðar ætti að vera gengin til

baka þótt verð fatnaðar sé enn heldur lægra en í desember. Verð á fötum og skóm í apríl var hærra en í janúar og kann það sem vantar á að desemberverðlagi sé náð að skýrast af gengisþróun. Nokkur umskipti virðast hafa orðið í verðþróun innfluttrar mat- og drykkjarvöru. Á tímabilinu frá janúar til apríl lækkaði verð innfluttra matvæla um 3,8%. Hækkun þessa liðar yfir 12 mánuði er nú minni en hún hefur verið í 8 mánuði eða 4%. Taka ber slíkum skammtímabreytingum með nokkurri varúð en hugsanlegt er að viss umskipti séu hér á ferðinni og verður athyglisvert að fylgjast með framhaldinu næstu mánuði. Verð búvöru og annarrar innlendar mat- og drykkjarvöru hækkaði hins vegar um 1,5% og 1,3% á tímabilinu eða meira en almennt verðlag.

Í janúar sl. spáði Seðlabankinn að vísitala neysluverðs myndi hækka um 0,9% á milli fjórða ársfjórðungs 1999 og fyrsta ársfjórðungs 2000. Í reynd hækkaði vísitalan um 1,1%. Þetta er lítið frávik, minna en í síðustu spám bankans og langt innan skekkjumarka. Hins vegar er þetta í fjórða skiptið í röð þar sem Seðlabankinn vanspáir verðbólgu komandi ársfjórðungs, en áður hafði bankinn ofspáð

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 25. apríl 2000.

2. Athygli er vakin á því að ný verðbólguþá Seðlabankans er nú í fyrsta skipti birt í Peningamálum. Fjallað er um verðbólguþána á bls. 7.

verðbólgu um nokkurt skeið. Fjallað er um nýja verðlagsspá bankans á bls. 7.

Tafla I Framlag undirliða til hækkunar vísitölu neysluverðs 1999

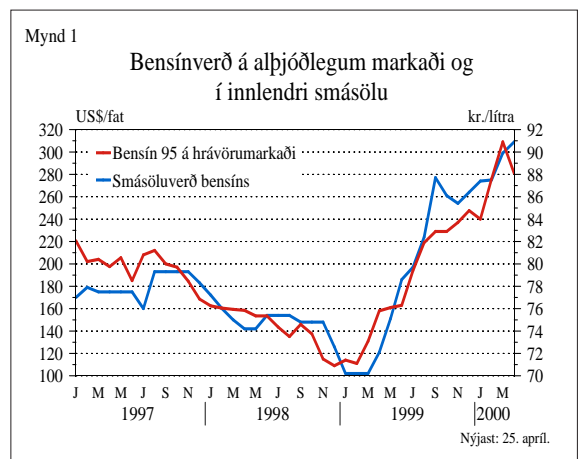
Allar tölur eru í %	Vísitölbreytingar síðastliðna		Áhrif á hækkun vísitölu síðastl.	
	3 m. ¹	12 m.	3 m.	12 m.
(1) Búvörur án grænmetis.....	6,1	4,2	8,8	4,3
(2) Grænmeti.....	8,9	4,4	1,8	0,6
(3) Aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur	5,4	7,1	7,8	7,4
(4) Aðrar innlendar vörur	-2,6	1,8	-2,7	1,3
(5) Innfluttar mat- og drykkjarvörur	-14,2	4,0	-10,3	1,9
(6) Nýr bíll og varahlutir	-1,2	0,6	-2,8	1,0
(7) Bensín	21,4	27,5	21,2	20,5
(8) Aðrar innfluttar vörur.....	0,5	0,0	1,5	-0,1
(9) Áfengi og tóbak	1,5	1,7	1,1	0,9
(10) Húsnæði	17,3	15,9	50,3	34,4
(11) Opínber þjónusta.....	-0,9	4,8	-2,5	9,6
(12) Önnur þjónusta.....	6,0	5,8	25,8	18,1
Samtals	4,4	6,0	100,0	100,0
Innlendar vörur (1-4).....	3,7	4,6	15,6	13,7
Búvörur og grænmeti (1-2)	6,4	4,2	10,6	5,0
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis (3-4)	2,0	4,8	5,1	8,7
Innfluttar vörur alls (5-9)	1,1	3,7	10,8	24,3

1. Breytingar á ársgrundvelli. Heimild: Hagstofa Íslands.

Mikil spenna virðist enn vera á húsnæðismarkaði á höfuðborgarsvæðinu. Samkvæmt upplýsingum frá Fasteignamati ríkisins hækkaði vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem sýnir hreyfanlegt meðaltal þriggja mánaða, um 1% í janúar og 1,5% í febrúar. Hafði vísitalan þá hækkað um 22,5% yfir 12 mánuði. Verðhækkun fyrstu mánuði ársins var að auki meiri en á sama tíma í fyrra. Spennan á húsnæðismarkaði hefur fyrst og fremst komið fram á höfuðborgarsvæðinu, og má álykta að það hafi valdið nokkurri skekkju í vísitölu neysluverðs, sem þar til í apríl sl. tók einungis mið af hækkun húsnæðisverðs þar. Í apríl sl. var gerð leiðrétting á vísitölunni þar sem í fyrsta sinn var byggt á upplýsingum um húsnæðisverð á landsbyggðinni. Áhrif endurskoðunar á húsnæðislið vísitölunnar urðu þó lítil þar sem endur-

mat á húsaleigubætti vísitölunnar til hækkunar vó á móti.³

Á fundi sínum í lok mars sl. samþykktu aðildarþjóðir Samtaka olíuútflutningsríkja, OPEC, að auka olíuframleiðslu. Verð hráolíu lækkaði þegar í stað umtalsvert og bensínverð á erlendum markaði hefur farið lækandi í apríl. Hefur lækkun á alþjóðamarkaði verið öllu meiri en búist var við.



Kjarasamningar á ystu nöf ...

Kjarasamningur Samtaka atvinnulíffsins (SA) og Flóabandalagsins, sem gerður var 13. mars, og samsvarandi samningar við Rafiðnaðarsambandið og Verkamannasambandið draga skýrar línur um inntak þeirra kjarasamninga sem eftir er að gera. Að auki tókust

3. Meðal annarra breytinga sem gerðar voru á vísitölunni í apríl má nefna að útreikningum á vogum fyrir tryggingar var breytt og þær reiknaðar með sama hætti og samræmd neysluverðsvísitala EES. Miðað er við nettóvogir sem eru iðgjaldatekjur að frádregnum bótum vegna tjóna, en jafnframt er tekið tillit til vaxtatekna félaganna. Eftir stendur það sem neytandinn greiðir fyrir þjónustu tryggingarfélaganna eða þjónustuhluti trygginganna. Vogin fyrir tryggingar eftir þessari aðferð er að meðaltali um 30% af upprunalegu voginni. Reikniaðferð á vogum fyrir happdrætti var breytt þannig að framvegis verður miðað við nettóvogir eða tekjur happdrættanna að frádregnum vinningum. Félagsgjöld hafa ennfremur verið felld úr vísitölunni, enda teljast þau ekki til einkaneyslu samkvæmt skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Þessi breyting er í samræmi við þær reglur sem gilda um samræmda neysluverðsvísitölu EES. Fleiri breytingar eru væntanlegar. Nú stendur yfir neyslukönnun á vegum Hagstofunnar og áætlað er að taka tillit til niðurstæðna þeirrar könnunar í vísitölu neysluverðs í apríl á næsta ári. Til stendur að gera slíkar kannanir á hverju ári og verður því unnt að nota nýjar niðurstöður árlega þegar grunnur neysluverðsvísitölunnar er endurskoðaður. Þess má einnig geta að nokkrar breytingar voru gerðar á útreikningi samræmdrar vísitölu neysluverðs í janúar síðastliðnum sem auka umfang vísitölunnar. Frekari upplýsingar má fá á heimasíðu Hagstofu Íslands: www.hagstofa.is.

samningar á milli Samtaka verslunarinnar og Verslunarmannafélags Reykjavíkur um svokölluð markaðslaun, en erfitt er á þessu stigi að meta hvað í þeim samningi felst. Meginatriði samningsbundinnar launaþróunar næstu þriggja ára liggja því fyrir, að því er best verður séð. Við þær aðstæður sem nú ríkja á vinnumarkaði er hins vegar líklegt að samningsbundnar hækkunir ráði ekki ferðinni eingöngu. Ljóst er að þeir kjarasamningar sem gerðir hafa verið eru nálægt ystu mörkum þess sem samrýmist verðstöðugleika.

Samningar sem gerðir hafa verið til þessa ná til u.þ.b. 60% almenna vinnumarkaðarins og 27% vinnumarkaðarins í heild. Styrkleiki þeirra samninga sem eru í höfn felst í því að þeir eru gerðir til langs tíma eða allt til haustsins eða ársloka 2003. Í samningunum eru þó uppsagnarákvæði sem hægt er að grípa til standist forsendur ekki, t.d. ef aðrir samningar kveða á um marktækt meiri hækkun eða sú forsenda bregst að verðbólga hjaðni. Komi upp efasemdir um að forsendur samningsins standist mun sérstök nefnd skipuð af ASÍ og SA skera úr hvort svo sé. Komist hún að þeirri niðurstöðu að forsendur samningsins séu brostnar verður annaðhvort samið um launaliðinn á ný eða launalið samnings sagt upp með 3 mánaða fyrirvara.

Sé gengið út frá því að þeir samningar sem náðst hafa við Flóabandalagið og VMSÍ muni í meginatriðum gilda fyrir vinnumarkaðinn í heild verða áhrif launabreytinga sem hér segir:

- Mótgreiðsla vegna 2% aukaframlags launþega í lífeyrissjóð hækkar úr 0,2% í 2,2% á samningstímanum.
- Veikindarétti er breytt með það að leiðarljósi að gera hann skýrari en áður. Þessar breytingar eiga ekki að hafa áhrif á heildarkostnað.
- Samið var um að foreldrar fái að vera heima með veikum börnum í 10 daga á ári á dagvinnulaunum eftir eitt ár í starfi í stað 7 nú. Giskað var á að þetta myndi auka launakostnað um 0,1%.
- Á samningstímanum verða lagðar til starfsmennta samtals 230 milljónir af tryggingagjaldi.

Mikilvægur þáttur nýgerðra kjarasamninga er að lægstu laun hækka verulega umfram almenn laun. Eykur það verulega hættu á launaskriði á næstu misserum, þar sem launahlutföll kunna að leita í fyrri horf. Á móti kemur að miklar samningsbundnar launahækkunir kunna að letja vinnuveitendur jafnt sem launþega til launaskriðs. Ytri aðstæður kunna að ráða miklu um hve mikið launaskrið verður. Í fyrsta lagi styrkist staða launþega til þess að krefjast launahækkana umfram umsamin laun eftir því sem meiri spennna ríkir á vinnumarkaði. Í öðru lagi hefur afkoma fyrirtækja áhrif á getu þeirra til að láta undan launakröfum.

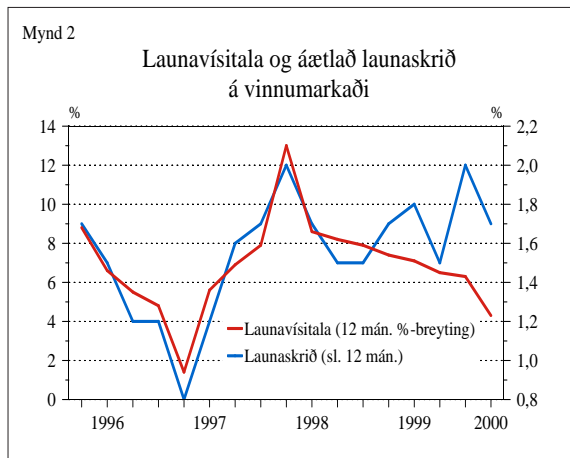
Miðað við núverandi aðstæður í þjóðarbúskapnum má ætla að aðstæður á vinnumarkaði séu til þess fallnar að stuðla að launaskriði en óvissara er um af-

Tími	Hækkun kauptaxta	Breyting launakostnaðar ¹
1. mars 2000	Taxtar sem voru 70.000 krónur og lægri, hækka um 8,9%. Hækkunin fer minnkandi með hærri töxtum og öll laun yfir 90.000 krónum hækka um 3,9%. Tekjutrygging VMSÍ hækkar úr 70.000 í 77.000.	5%
1. janúar 2001	Lægstu laun hækka um 6,5%, en hærri laun stigminnkandi að 85.000 eða 91.000 kr. og hærri launum sem hækka um 3%.	3¼%
1. janúar 2002	Lægstu taxtar hækka um 6,5% og hærri laun stigminnkandi að 90.000 eða 96.000 kr. og hærri launum sem hækka um 3%.	3¼%
1. janúar 2003	Lægstu laun hækka um 5,25% (Flóabandalag) til 5,75% (VMSÍ) en hærri taxtar minna eins og áður og laun sem eru hærri en 93.000 eða 100.000 kr. hækka um 2,25%.	3%

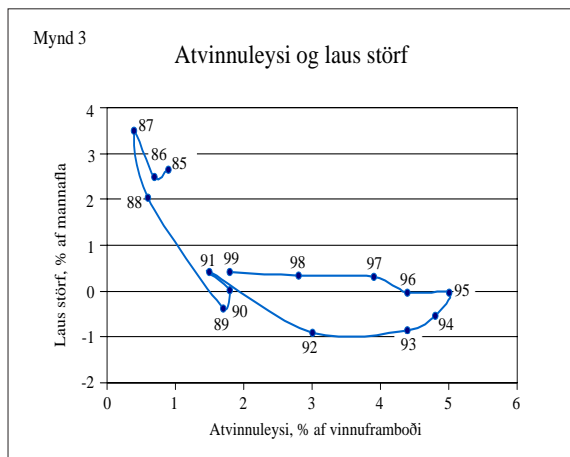
1. Miðað við vinnumarkaðinn í heild.

Mat á kostnaði fyrir launagreiðendur felur í sér, auk ofangreindra kauphækkana, kostnað sem stafar af ýmsum öðrum ákvæðum í samningunum. Þau helstu eru þessi:

komu fyrirtækja enda afkoma í ýmsum framleiðslugreinum á síðasta ári ekki neitt sérstaklega góð, en nánar er fjallað um hana í sérstakri grein hér í heftinu. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi er nú u.þ.b. 1½% og



fer enn lækkanði. Þegar atvinnuleysi er orðið svo lítið myndast flöskuhálsar á vinnumarkaði. Reynsla bendir einnig til þess að sambandið á milli atvinnuleysis og spennu á vinnumarkaði sé ekki línulegt, heldur geti spennan á vinnumarkaði aukist mjög hratt falli atvinnuleysi niður fyrir ákveðinn þröskuld eða nálgast hann hratt. Hvar sá þröskuldur liggur nú er erfitt að segja, en meðfylgjandi mynd, sem sýnir samband atvinnuleysis og lausra starfa (svokallaða Beveridge-kúrfu), gefur til kynna að spennan á vinnumarkaði, mæld sem fjöldi lausra starfa, stigmagnist þegar atvinnuleysi fellur niður fyrir 1-1½%. Atvinnuleysi kann því að vera mjög nálægt þessum þröskuldi, einkum þar sem atvinnuleysi virðist enn vera á niðurleið.



Draga verður þá ályktun að afar lítið þanþöl sé til staðar á vinnumarkaði nú, þótt atvinnuþátttaka sé enn nokkru minni en þegar hún var mest á 9. áratugnum.

Í því sambandi verður einnig að hafa í huga hve spurn eftir viðbótarvinnuafla er einskorðuð við þjónustugeirann á höfuðborgarsvæðinu. Einnig kann sérhæfing að hafa aukist á vinnumarkaði og hækkað þann þröskuld atvinnuleysis sem skiptir sköpum um spennu á markaði. Á hinn bóginn er vinnumarkaðurinn nú sennilega töluvert opnari, sem birtist meðal annars í tölum um veitingu atvinnuleyfa og flutninga fólks til og frá landinu. Á síðasta ári voru gefin út fleiri ný og endurnýjuð atvinnuleyfi en nokkru sinni áður eða ríflega 3.000. Það sem af er þessu ári hefur atvinnuleyfunum enn fjölgað miðað við fyrra ár og ef svo heldur fram sem horfir munu nettófólksflutningar til landsins, sem í fyrra voru 1.100 einstaklingar, verða enn meiri á yfirstandandi ári.

Launavísitalan hækkaði um 2,7% milli fjórða ársfjórðungs 1999 og fyrsta ársfjórðungs 2000. Meginhluta þeirrar hækkunar má rekja til hækkunar launa opinberra starfsmanna og bankamanna í ársbyrjun. Umsamin hækkun launa á almennum vinnumarkaði kemur ekki fram fyrr en á öðrum ársfjórðungi. Í febrúar hækkaði launavísitalan um 1,3% og verður sú hækkun ekki skýrð með umsömdum hækkunum. Í mars hækkaði launavísitalan hins vegar hóflega eða um 0,2% og mælt launaskrið milli fyrsta ársfjórðungs 1999 og fyrsta fjórðungs þessa árs mælist svipað og undanfarin tvö ár. Ekki eru því enn neinar traustar vísbendingar um að þáttaskil hafi nú þegar orðið að því er launaskrið áhrærir.

Kjarasamningar hafa ekki aðeins bein áhrif á verðlag heldur má ætla að áhrifin séu einnig óbein vegna áhrifa þeirra á eftirspurn. Eftirspurnaráhrif kjarasamninga stafa bæði af launahækkunum og þeim ráðstöfunum sem ríkisstjórnin greip til í því skyni að liðka fyrir samningum, þ.m.t. hækkun persónuafsláttar. Í tengslum við samninga Flóabandalagsins og Samtaka atvinnulífsins gaf ríkisstjórnin út yfirlýsingu um hækkun persónuafsláttar. Skattleysismörk hækkuðu því um 2,5% 1. apríl til viðbótar 2,5% hækkun í janúar sl. Um næstu þrenn áramót munu skattleysismörk svo hækka sem svarar minnstu hækkun launa skv. samningi Flóabandalagsins, þ.e.a.s. töluvert minna en sem nemur hækkun meðallauna. Að meðaltali hækka skattleysismörk á árinu 2000 um 4,3% frá fyrra ári. Einnig voru bætur almannatrygginga hækkaðar nokkuð og munu fylgja skattleysismörkum til ársins 2003. Þá voru boðaðar breytingar á barnabótakerfinu í því skyni að draga úr

tekjutengingu og réttur foreldra til fæðingarorlofs aukinn. Síðasttöldu breytingarnar eru raunar í samræmi við fyrirheit sem gefin voru í stjórnarsáttmála ríkisstjórnarinnar og fela því ekki í sér frávik frá fyrri áætlunum.

Ekki var gert ráð fyrir svo mikilli hækkun persónuafsláttar á fjárlögum og því fela aðgerðir ríkisstjórnarinnar í sér nokkra slökun frá samþykktum fjárlögum, eða sem nemur 1,3 ma.kr. árið 2000. Tekjutap ríkissjóðs verður þó að meta í ljósi þess að hækkun skattleysismarka um sl. áramót var töluvert minni en sem nemur hækkun verðlags og vafamál er að hækkun þeirra á næstu árum muni halda í við verðlag. Á heildina litið er framlag ríkisstjórnarinnar vegna kjarasamninga því fremur hóflegt og minna en í kjarasamningunum 1997. Svigrúm til að beita sköttum í hagstjórnarskyni er einnig mun meira nú en þá.

... en gætu samrýmt lækkandi verðbólgu skv. nýrri verðbólguþá

Þótt kjarasamningar tefli stöðugleika verðlags í nokkra tvísýnu eru eigi að síður horfur á að verðbólga muni heldur hjaðna þegar líða tekur á árið og enn frekar á næsta ári, verði ekki meiri háttar umskipti að því er áhrærir gengisþróun. Hjöðnun verðbólgu verður þó líklega mun hægari en æskilegt væri. Frá janúar 1999 til janúar sl. hækkaði vísitala neysluverðs um 5,8%. Seðlabankinn spáir nú að á þessu ári muni vísitalan hækka um 5% og um 4% á árinu 2001. Það felur í sér að meðalhækkun verðlags á milli árunna 1999 og 2000 verður 5½% og 4½% á milli árunna 2000 og 2001.

Í janúar sl. spáði Seðlabankinn að vísitala neysluverðs myndi hækka um 3,8% yfir árið 2000. Að hluta til stafar mismunurinn af verðhækkunum sem þegar hafa orðið, en horfur um verðlagsþróun til loka ársins hafa einnig versnað töluvert. Verri horfur má rekja til þess að ýmsar forsendur spárinnar hafa breyst til hins verra. Í fyrsta lagi er nú sýnt að hækkun launa mun verða töluvert meiri en gert var ráð fyrir í janúarspánni. Í janúar var reiknað með 6½% hækkun launakostnaðar á árinu 2000, en forsenda þeirrar spár sem hér birtist er að launakostnaður hækki um tæp 8% árið 2000 og um 5½% árið 2001. Gert er ráð fyrir að laun á almennum vinnumarkaði muni í meginatriðum fylgja því fordæmi sem samningar SA og Flóabandalagsins og VMSÍ settu. Til viðbótar er gert ráð fyrir 2½% launaskriði árið 2000 og 1½% launaskriði árið

Tafla II Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

	Ársfjórðungsspá			
	Spáð % breyting	Vísitölu- gildi	Ársfjórðungs- breyting á ársgrundvelli	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður
1999:1	0,6	185,2	2,6	1,5
1999:2	1,5	188,0	6,3	2,4
1999:3	1,7	191,1	6,8	4,4
1999:4	1,4	193,9	5,9	5,4
2000:1	1,1	196,0	4,3	5,8
2000:2	1,4	198,7	5,7	5,7
2000:3	1,3	201,3	5,5	5,3
2000:4	1,3	203,8	5,1	5,1

Ársbreytingar (%)

Ár	Milli ára	Yfir árið
1996	2,3	2,0
1997	1,8	2,2
1998	1,7	1,3
1999	3,4	5,8
2000	5,5	5,0
2001	4,5	4,0

Skyggt svæði sýnir spá.

2001. Forsenda um þróun framleiðni á yfirstandandi ári er óbreytt eða 2% og mun meiri launakostnaður því koma fram í verðlagsþróun að fullu. Gert er ráð fyrir að framleiðni aukist um 1½% á næsta ári. Hin meginbreytingin á forsendum spárinnar er að horfur um þróun innflutningsverðs hafa versnað nokkuð. Í janúar var búist við 2% hækkun innflutningsverðs í erlendri mynt, en nú er gert ráð fyrir að það hafi hækkað með 3,5% árshraða fyrstu 3 mánuði yfirstandandi árs en muni hækka með 2% árshraða eftir það. Á móti kemur að gengi krónunnar sem lagt er til grundvallar spánni hefur hækkað um 2,1% frá því að janúarspáin var gerð. Í spánni er gengið út frá því að gengi krónunnar haldist stöðugt miðað við gengi 25. apríl. Áhrif breyttra forsendna á verðbólgu sem spáð er á yfirstandandi ári eru því meginskýring hækkunar hennar og nema tæplega 1% af 1,2%.

Gengisþróun á spátímabilinu er eins og ævinlega einn helsti óvissuþáttur spárinnar. Að venju er gert ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar frá spádegi. Ýmislegt bendir til þess að gengi krónunnar haldist stöðugt eða hækki jafnvel á næstu mánuðum vegna

Rammi 1 Samband verðbólgu og eftirspurnarspennu

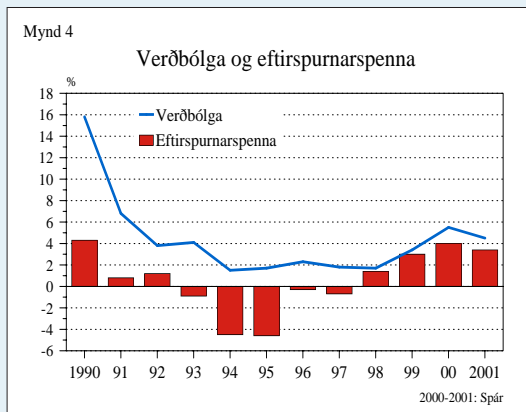
Eins og áður hefur komið fram hafa verðbólguþáttir Seðlabankans og fleiri aðila undanfarið ár verið of lágar. Áður höfðu þær um nokkurt skeið haft tilhneigingu til að vera of háar. Því er eðlilegt að spurt sé hvort mikilvægar skýristærðir vanti í þau kostnaðarlíkön sem einkum hafa verið notuð við spágerðina er gætu skýrt, að því er virðist, kerfisbundin frávik. Í alþjóðlegri umfjöllun um verðbólgu er t.d. nýting innlendra framleiðsluþátta oft talin mikilvæg vísibending um verðþróun. Eftir því sem nýtingarhlutfall innlendra framleiðsluþátta er hærra aukast líkur á verðhækkunum og öfugt. Til þess að fá mælikvarða á hve mikil nýting innlendra framleiðsluþátta samrýmist stöðugu verðlagi er algengt að tölfræðilegum aðferðum sé beitt til að meta hve mikil framleiðsla samrýmist hagkvæmri nýtingu framleiðsluþátta, þ.e.a.s. að framleiðsluþættir séu hvorki of- né vannýttir. Niðurstöður slíkra mælinga eru hins vegar háðar töluverðri óvissu. Meðfylgjandi mynd sýnir dæmi um slíkt mat fyrir Ísland ásamt verðbólguþróun frá árinu 1990.⁴

4. Matið byggir á tímaraðagreiðingu þar sem metnir eru kerfisskellir sem hafa varanleg áhrif á landsframleiðslu á raunvirði (e. *structural vector autoregressive*). Sjá Már Guðmundsson, Þórarinn G. Pétursson og Arnór Sighvatsson (2000), „Optimal Exchange Rate Policy: The Case of Iceland,“ í bókinni *Macroeconomic Policy: Small Open Economies in an Era of Global Integration*, ritstjórar Már Guðmundsson, Tryggvi Þ. Herbertsson og Gylfi Zoëga. Reykjavík: Háskólaútgáfan (væntanleg) og Þórarinn G. Pétursson (2000), „Wage and Price Formation in a Small Open Economy: Evidence from Iceland“, Hagfræðisvið Seðlabanka Íslands, óbirt handrit.

innstreymis fjármagns m.a. vegna mikils vaxtamunar. Þegar litið er lengra fram á spátímabilið er hins vegar ekki hægt að útiloka að þrýstingur myndist á krónuna til lækkunar, haldi ójafnvægið í þjóðarbúskapnum áfram. Annar veigamikill óvissuþáttur eru áhrif opþenslu á launaskrið og verðlag. Spálíkan sem tekur tillit til þessara þátta spáir reyndar minni verðbólgu en það stafar af því að slíkt líkan spáir minni launahækkunum en hér er miðað við. Ef gengið er út frá sömu launahækkun spáir líkanið örlítið meiri verðbólgu en hér er gert.

Meðal óvissuþátta sem gætu haft í för með sér meiri verðbólgu má nefna eftirfarandi:

1. Hætta er á launaskriði sökum hækkunar lægstu launa umfram hærri laun.
2. Húsnæðisverð kynni að halda áfram að hækka umfram almennt verðlag, þar sem fátt virðist



Eins og sjá má á myndinni dró úr eftirspurnarþrýstingi á samdráttarskeiðinu 1988-1995 og á síðari árum þess var framleiðslugeta hagkerfisins vannýtt. Þessar aðstæður stuðluðu að hjöðnun verðbólgu fram til ársins 1999. Eftir að samdráttarskeiðinu lauk, tók þjóðarbúið smám saman í notkun áður vannýtta framleiðslugetu og virðast framleiðsluþættir hafa verið að fullu nýttir einhvern tímann á tímabilinu 1997-1998 og ofnýttir eftir það. Frá þeim tíma hefur eftirspurn verið meiri en framleiðslugetan og leitt til vaxandi verðbólgu. Samkvæmt ofangreindu mati verður nýting framleiðsluþátta á þessu ári 4% meiri en sem nemur eðlilegri nýtingu, en heldur mun slakna á eftirspurnarþrýstingnum frá og með næsta ári.

benda til þess að þeirri spennu sem ríkt hefur á húsnæðismarkaði undanfarið ár taki að linna næstu mánuði.

3. Alþjóðleg verðlagsþróun gæti orðið óhagstæðari en nú er spáð. Að frátalinni hækkun orkuverðs hefur alþjóðleg verðbólga verið mjög lítil undanfarið ár.⁵ Síðustu mánuði hafa þó komið fram vísibendingar um aukinn verðlagsþrýsting í Bandaríkjunum. Hráefnaverð (annað en eldsneyti) sem fór lækkandi fram á mitt sl. ár er einnig tekið að hækka á ný.

Meðal óvissuþátta sem gætu valdið minni verðbólgu en nú er spáð má nefna:

5. Samræmd vísitala neysluverðs á evrusvæðinu hækkaði um 2,1% á tímabilinu mars 1999 til mars 2000. Þetta er aðeins meiri hækkun en verðbólguþáttur Seðlabanka Evrópu, en að orkuliðnum fráöldum var hækkunin aðeins 0,9%.

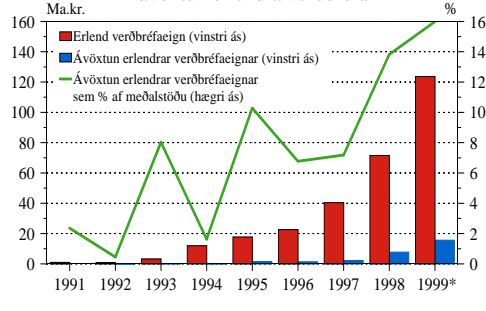
Rammi 2 Breytingar á uppgjöri viðskiptajafnaðar

Á undanförunum árum hefur þeirri aðferð verið beitt við uppgjör viðskiptajafnaðar að færa óinnleystan gengishagnað af erlendri verðbréfaeign sem þáttatekjur, þar sem gögn skorti um arðgreiðslur frá útlöndum. Þessi aðferð vék frá alþjóðlegum stöðlum um gerð þjóðhagsreikninga en hafði ekki teljandi áhrif á útreikning viðskiptajafnaðar fyrr en á árinu 1998, enda var erlend verðbréfa- og hlutfjáreign landsmanna mjög lítil. Mikil breyting hefur orðið á erlendri verðbréfaeign landsmanna á undanförunum árum. Einkum hefur stofn erlendra hlutfjáreignar vaxið hröðum skrefum. Árið 1994, þ.e.a.s. áður en síðustu höft á fjármagnshreyfingar voru afnumin í ársbyrjun 1995, nam erlend hlutfjáreign landsmanna 3½ ma.kr. Í árslok 1997 nam hún 40 ma.kr., en nú er áætlað að verðmæti hennar hafi numið 103 ma.kr. í árslok. Að hluta til stafar þessi öri vöxtur af mikilli verðhækkun hlutabréfa á erlendum mörkuðum undanfarin ár. Vegna þess hve stofninn óx ört jukust áhrif óinnleysts gengishagnaður á niðurstöðutölur viðskiptajafnaðar sífellt meira, auk þess sem mikil verðhækkun átti sér stað síðustu tvö árin. Árið 1997 námu þessi áhrif 1,6 ma.kr., 6,8 ma.kr. árið 1998 og hefðu orðið 14,8 ma.kr. á sl. ári hefði sömu aðferð verið beitt og áður. Óbreytt aðferðafræði hefði því skekkt samanburðarhæfni innlendra og erlendra greiðslujafnaðartölfræði verulega. Þótt sú breyting sem gerð hefur verið á uppgjöri

greiðslujafnaðar breyti engu um undirliggjandi efnahagsþróun, undirstrikar sá munur sem er á uppgjörunum enn frekar hve staða þjóðarbúsins er viðkvæm um þessar mundir. Nýlegar sviptingar á alþjóðlegum hlutfjármörkuðum staðfesta að óinnleystur gengishagnaður er fráleitt fastur í hendi og því breiddi fyrir uppgjörsmáti yfir vissa áhættu sem í stöðunni fólst. Hitt er annað mál að til lengri tíma litið eru tekjur af hlutfjáreign að mestu leyti innleystar með kaupum og sölu bréfa fremur en beinum arðgreiðslum. Alþjóðlegir staðlar vanmeta því að vissu leyti langtímaábata þjóðarbúsins af erlendri hlutfjáreign landsmanna.

Mynd 5

Erlend verðbréfaeign í árslok 1991-1999 og ávöxtun erlendra verðbréfa



1. Bensínverð á alþjóðlegum markaði hefur lækkað verulega í kjölfar ákvörðunar fundar OPEC-ríkja í mars um að auka framleiðslu. Gangi sú lækkun ekki til baka eða lækki verðlag enn frekar má gera sér vonir um að bensínverðhækkunin hér í byrjun apríl hafi verið sú síðasta að sinni. Lítils háttar lækkun varð í maíbyrjun og hugsanlegt er að bensínverð eigi eftir að lækka enn frekar.
2. Verð innfluttra matvæla hefur lækkað nokkuð að undanförunu, eins og vikið hefur verið að, og ekki er loku fyrir það skotið að verðlag lækki enn frekar. Vægi þessa liðar í vísitölu neysluverðs er þó einungis 3% og áhrif því lítil.
3. Verðlagsáhrif lækkunar vörugjalds á stærri bifreiðum munu koma fram á næstu mánuðum, en talið er að áhrif breytingarinnar á vísitölu neysluverðs muni nema u.þ.b. 0,2%. Í ljósi þess að nú virðist vera farið að draga úr vexti í innflutningi bifreiða er fremur líklegt að verðlagsáhrifin komi fram.

Viðskiptahallinn 1998 og 1999 á sér vart hliðstæðu meðal þróaðra ríkja

Í mars sl. birti Þjóðhagsstofnun nýja áætlun um hagvöxt á árinu 1999 og þjóðhagsspá fyrir árið 2000. Gert er ráð fyrir jafnmiklum vexti þjóðarútgjalda á árinu 1999 og í síðustu spá Þjóðhagsstofnunar í desember. Reiknað er með 1% meiri samdrætti fjármunamyndunar en í desemberspánni, en meiri einka- og samneysla vega það upp. Þessu til viðbótar er nú talið að útflutningur hafi verið 1% minni en reiknað var með í desember og innflutningur aðeins meiri (tafla III sýnir frávik frá októberspá Þjóðhagsstofnunar). Hagvöxtur reiknast af þeim sökum minni en áður var talið eða 4,4%. Í október var gert ráð fyrir 5,8% hagvexti. Mikilvægustu umskiptin sem orðið hafa í þjóðarbúskapnum frá því að spár Þjóðhagsstofnunar í október og desember 1999 voru birtar felast í mun óhagstæðari viðskiptajöfnuði en áður var gert ráð fyrir. Nú er viðskiptajöfnuður talinn hafa

verið neikvæður um 43 ma.kr. í fyrri, sem samsvarar 6,7% af landsframleiðslu og er 2,1% hærra hlutfall en gert var ráð fyrir í október og 0,7% hærra en í desember. Meginhluta fráviksins frá desemberáætlun má rekja til breyttra aðferða við uppgjör viðskiptajafnaðar sem miðuðu að því að færa það til samræmis við alþjóðlega staðla. Þetta leiddi til þess að viðskiptajöfnuður ársins varð 14-15 ma.kr. lakari en ella hefði orðið.⁶

Pótt versnun viðskiptajafnaðar frá því í desember megi að drjúgum hluta rekja til breyttra uppgjörsaðferða verður ekki fram hjá því horft að staðan er nú umtalsvert verri en áður var talið. Verri útkomu en gert var ráð fyrir í október má að nokkuð jöfnum hluta rekja til vöru- og þjónustuviðskipta og þáttatekna. Til viðbótar er samsetning þjóðarútgjalda nú óhagstæðari frá sjónarhóli stöðugleika, því að fjárfesting virðist hafa verið minni og einka- og samneysla meiri en áður var talið. Hallinn sem mælt hefur á viðskiptum við útlönd undanfarin tvö ár er einn hinn mesti sem á nýliðnum árum hefur mælt í OECD-ríki. Einungis Nýja-Sjáland hefur búið við álíka halla á síðustu árum.

Þjóðhagsstofnun áætlar að kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann hafi aukist um 5% á árinu 1999, en einkaneysla um 7,2%. Hluti einkaneyslunnar hefur því að líkindum verið fjármagnaður með lántöku heimilanna. Upplýsingar frá lánakerfinu um útlán til heimilanna staðfesta að svo sé, því að útlán til þeirra jukust um 16% á síðasta ári (frá upphafi til loka árs) og 15% árið 1998, þ.e.a.s. umtalsvert hraðar en ráðstöfunartekjur. Skuldir heimilanna hafa því farið ört vaxandi í hlutfalli við ráðstöfunartekjur. Hlutfall skulda af ráðstöfunartekjum hefur hækkað stöðugt undanfarin 20 ár, en aukningin árið 1999 var óvenju ör. Í árslok er talið að skuldir heimilanna hafi numið 147% af ráðstöfunartekjum þeirra, og er það tæplega 9% hærra hlutfall en árið áður. Spyrja má hverju þessi mikla aukning sætir. Ætla mátti að skynsamlegt væri fyrir heimilin að draga úr skuldasöfnun í góðæri í því skyni að jafna út neyslu í góðum og slæmum árum. Á síðustu árum hafa heimilin hins vegar verið að auka skuldir sínar í góðærinu.

6. Jafnframt fór fram endurmat á viðskiptajöfnuði fyrri ára. Viðskiptajöfnuður ársins 1998 mælist nú neikvæður um rúma 40 ma.kr. í stað 33½ ma. kr. og hlutfall af landsframleiðslu hækkar um rúmlega 1%. Minni munur er á milli uppgjörsaðferða árin á undan.

Tafla III Samanburður á spám ÞHS í mars 2000 og október 1999

Árlegar magnbreytingar í % nema annað sé tekið fram	Spá ÞHS í mars 2000		Frávik frá spá ÞHS í október 1999	
	Áætlun 1999	Spá 2000	1999	2000
Einkaneysla.....	7,2	4,0	1,2	1,5
Samneysla.....	4,7	3,5	1,3	1,0
Fjármunamyndun.....	-2,0	8,4	-1,9	6,3
Þjóðarútgjöld.....	4,7	4,7	0,7	2,3
Útflutningur vöru og þjónustu ...	5,8	1,8	-2,5	-0,8
Innflutningur vöru og þjónustu..	6,3	4,1	2,9	2,1
Verg landsframleiðsla.....	4,4	3,9	-1,4	1,2
Þjóðartekjur.....	4,1	4,0	-0,7	1,3
Viðskiptajöfnuður, % af VLF....	-6,7	-7,2	-2,1	-3
<i>Utánríkisviðskipti</i>				
Vöruútflutningur.....	7,4	1,5	-2,3	-0,7
útflutningsframleiðsla.....	5,3	4,2	-2,7	0,1
Vöruinnflutningur.....	5,0	3,8	2,9	2,9
almennur vöruinnflutningur...	3,6	2,3	2,9	3,5
Þjónustutekjur.....	2,6	2,4	-2,9	-1,1
Þjónustugjöld.....	9,5	4,7	2,8	0,2
Vöruskiptajöfnuður.....	-22,4	-27,0	-4,4	-11,9
Þjónustujöfnuður.....	-5,5	-5,5	-4,5	-4,5
Jöfnuður þáttatekna.....	-14,2	-17,1	-4,3	-4,9
Viðskiptajöfnuður.....	-42,8	-50,5	-13,5	-21,5

Heimild: Þjóðhagsstofnun.

Tvær skýringar á þessari hegðun heimilanna koma til greina. Hin fyrri er að þau vænti verulegrar raunaukningar tekna á næstu árum sem geri þeim kleift að standa undir skuldabyrðinni. Hækkun á hlutfalli skulda af samtímaráðstöfunartekjum megi því rekja til þess að heimilin séu bjartsýn á að ráðstöfunartekjur þeirra muni vaxa ört á næstu árum. Síðari skýringin er að heimilin meti verðmæti eigna sinna mun hærra nú en áður og séu því reiðubúin að skuldsetja sig meira en áður. Hærra verð eigna heimilanna gerir þeim að auki kleift að veðsetja þær meira en áður. Líklegt er að báðar skýringarnar eigi hlut að máli. Í þessu er þó fólgin veruleg áhætta, bæði fyrir heimilin og lánastofnanir sem hafa lánað þeim. Væntingar um áframhaldandi vöxt ráðstöfunartekna kunna að vera óraunsæjar og eignaverð hærra en stenst til lengdar.

Grípa þarf til frekari aðgerða til að tryggja stöðugleika á næstu árum

Samkvæmt spá Þjóðhagsstofnunar um hagvöxt árið 2000 mun heldur draga úr honum á þessu ári. Spáð er að landsframleiðsla vaxi um 3,9%, u.þ.b. 1% örar en í fyrri spám stofnunarinnar. Veigamestu breytingar á horfum um hagvöxt á árinu felast í töluvert meiri fjármunamyndun, sem gert er ráð fyrir að aukist mun meira en áður var búist við, eða um 8½%. Gert er ráð fyrir að fjárfesting atvinnuveganna aukist um 11½%, einkum vegna fjárfestingar í skipum og flugvélum. Einnig er gert ráð fyrir öllu meiri vexti einka- og samneyslu en áður. Nýgerðir kjarasamningar ættu ekki að breyta miklu þar um, þar sem horfur eru á að forsendur Þjóðhagsstofnunar hafi farið nokkuð nærri niðurstöðu kjarasamninga.

Örari vexti þjóðarútgjalda fylgir meiri innflutningur, sem nú er búist við að aukist um 4,1% í stað 2%. Þar sem enn er gert ráð fyrir mjög dræmum vexti útflutnings, eða innan við 2%, mun hallinn á viðskiptum við útlönd aukast enn frekar. Gangi spáin eftir mun viðskiptahallinn árið 2000 nema 7,2% af landsframleiðslu, sem yrði mesti halli frá árinu 1982.

Útflutningur í upphafi árs getur verið sveiflukenndur og gefur því líklega aðeins veika vísbendingu um framhaldið, en þær tölur sem nú liggja fyrir gefa ekki tilefni til bjartsýni um þróun viðskiptahallans á þessu ári. Fyrstu þrjá mánuði ársins 2000 var 5,9 ma.kr. halli á vöruviðskiptum við útlönd, samanborið við 1,1 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra. Meiri halla í ár má að verulegu leyti rekja til sveiflu í viðskiptum með skip og flugvélar. Að skipa- og flugvéla viðskiptum undanskildum var hallinn þó 5 ma.kr. samanborið við 3,5 ma.kr. í fyrra. Það ánægjulegasta í þessum tölum er að mikill vöxtur er í útflutningi iðnaðarvara, annarra en áls og kísiljárns. Fyrstu þrjá mánuði ársins voru fluttar út vörur af þessu tagi fyrir 3,2 ma.kr., rúmlega 1 ma.kr. meira en á sama tíma í fyrra. Verðmæti ál- og kísiljárnútflutnings jókst einnig verulega frá fyrra ári, enda útflutningsverð mun herra. Tölur um vöruinnflutning fyrstu 3 mánuði ársins sýna enn umtalsverðan vöxt eða 16% á föstu gengi. U.þ.b. ¾ aukningarinnar má rekja til innflutnings dýrara eldsneytis og skipainnflutnings í mars. Hins vegar er eftirtektarvert að nokkuð dró úr innflutningi bifreiða og innflutningur mat- og drykkjarvöru stóð í stað. Innflutningur á öðrum

varanlegum neysluvörum virðist þó enn vera í töluverðum vexti.

Vöxtur útlána innlánsstofnana þáð sem af er þessu ári bendir ekki til þess að aukning eftirspurnar sé í verulegri rénun. Til marsloka sl. nam tólf mánaða vöxtur útlána innlánsstofnana 24%. Að sönnu er það minni vöxtur en um miðbik sl. árs, en þá voru útlána-tölur innlánsstofnana bólgnar af sérstökum ástæðum.⁷ Það sem af er árinu hefur hins vegar ekki dregið úr tólf mánaða vexti útlána að marki, en vöxtur peningamagns (M3) hefur minnkað lítið eitt. Því verður að álykta að umtalsverð eftirspurnarspenna sé enn til staðar. Tölfræðilegt mat á nýtingu framleiðslugetu bendir til sömu niðurstöðu, eins og komið hefur fram.

Spá Þjóðhagsstofnunar um rúmlega 7% viðskiptahalla á yfirstandandi ári er ærið áhyggjuefni. Öllu verra er þó að ekki verður séð að hallinn minnki af sjálfsdáðum á næstu árum miðað við forsendur Þjóðhagsstofnunar um langtímapróun undirliggjandi hagstærða. Hallinn sem myndast hefur á viðskiptajöfnuði undanfarin ár verður því viðvarandi, eða eykst jafnvel í 8% árið 2004. Sú spurning verður því áleitin hversu lengi svo mikið ójafnvægi getur varað án þess að traust markaðsaðila á efnahagsstefnuna bresti. Alþjóðleg reynsla gefur til kynna að svo mikill halli sé mjög áhættusamur. Þetta er álíka mikill halli og varð undanfari gjaldeyriskreppu í Mexíkó árið 1994/1995 og í Taílandi árið 1997.

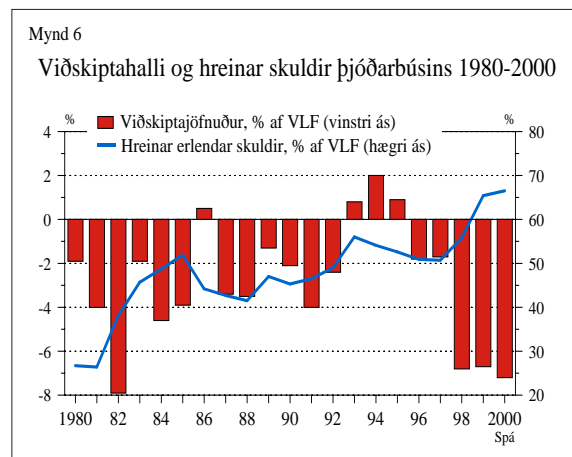
Ekkert próað OECD-ríki hefur glímt við viðlíka halla undanfarinn áratug, nema hvað viðskiptahalli Nýja-Sjálands fór í 7% af landsframleiðslu árið 1997, en hefur minnkað síðan. Í því tilfelli jókst hallinn þegar útflutningur staðnaði eða dróst saman í kjölfar verulegrar hækkunar raungengis sem stafaði af tæplega þriðjungs gengishækkun nýsjálenska dalsins á árunum 1992 til 1997. Árið eftir féll dalurinn að meðaltali um meira en 10% og landsframleiðsla dróst saman fyrri hluta ársins. Líkt og hérlendis var staða opinberra fjármála mjög sterk, afgangur á rekstri hins opinbera sem nam 2% af landsframleiðslu árið 1997 og enn meiri afgangur árið á undan. Aðhald í peningamálum var einnig mikið. Í byrjun 9. áratugarins áttu Portúgal og Írland einnig í verulegum efnahags-

7. Eins og áður hefur komið fram í ritum Seðlabankans er ástæðan sú að efnahagsreikningur Verslunarlánasjóðs var felldur inn í reikninga Íslandsbanka í október 1998.

hagsörðugleikum sem meðal annars birtist í miklum halla á viðskiptajöfnuði. Þróunarríki í örum vexti og með mjög hátt hlutfall fjármunamyndunar hafa stundum búið við jafnmikinn eða meiri viðskiptahalla en Ísland nú án þess að kæmi til alvarlegrar gjaldeyriskreppu. Möguleikar þróaðs velferðarríkis á borð við Ísland til að vaxa út úr slíkum vanda eru hins vegar mun takmarkaðri. Það sem greinir hagþróun á Íslandi frá hagþróun á Nýja-Sjálandi fyrir nokkrum árum er einkum að mikil hallamyndun hefur átt sér stað við mun minni hækkun raungengis. Einnig jókst verðbólga verulega hérlendis á síðasta ári en verðbólga á Nýja-Sjálandi hélst lág, enda hækkun gengis þar mun meiri.⁸ Því má draga þá ályktun að ástand efnahagsmála sé að því leyti lakara á Íslandi að verðlagsþróunin gefur ekki færi á neinni slökun á peningalegu aðhaldi í náinni framtíð.

Rétt er að gera nokkurn fyrirvara við framreikning af því tagi sem Þjóðhagsstofnun hefur nýlega birt og varast ber að líta á slíkan framreikning sem eiginlega spá, enda ógerlegt að sjá fyrir um þróun margra mikilvægra efnahagsstærða svo langt fram í tímann. Fremur ber að líta á framreikning af þessu tagi sem nokkurs konar tæki til þess að afhjúpa veikleika í stöðu efnahagsmála. Miðað við forsendur Þjóðhagsstofnunar myndi viðvarandi halli á viðskiptajöfnuði leiða til þess að erlendar skuldir þjóðarbúsins yrðu komnar í 85% af landsframleiðslu árið 2004, en í árslok 1999 námu þær 64½% af landsframleiðslu. Hrein erlend staða þjóðarbúsins mun þó versna heldur minna þar sem gert er ráð fyrir áframhaldandi fjárfestingu í erlendum verðbréfum.

Hverfandi líkur eru á að þessi þróun gangi í reynd eftir með þessum hætti. Þótt haglíkón sem notuð eru við framreikninga af þessu tagi geti í besta falli gefið þökkalega vísbendingu um hagvöxt til skamms tíma, margfaldast óvissan við hvert ár sem horft er lengra fram í tímann. Eitt af því sem erfitt er að sjá fyrir er samband einkaneyslu og skuldasöfnunar heimilanna. Sem fyrr segir hafa heimilin aukið skuldir sínar jafnt og þétt um u.þ.b. 20 ára skeið, en munu augljóslega ekki gera það um alla framtíð. Undanfarinn áratug hafa heimilin getað vikist undan greiðslubyrði með því að lengja verulega lánstímann, auk þess sem vextir lækkuðu. Ekki er líklegt að þau muni eiga jafn-



auðvelt með að lengja lán enn frekar. Heimilin munu því ekki eiga annarra kosta vöð, komi umtalsvert bakslag í þjóðarbúskapinn, en að draga úr neyslu eða selja eignir, með þeirri áhættu sem því fylgir fyrir fjármálakerfið. Núverandi staða er því augljóslega afar viðkvæm. Þótt einkaneysla geti haldið áfram að vaxa enn um sinn með áframhaldandi skuldasöfnun og ógerlegt sé að fullyrða hve lengi, er vaxandi hætta á að umskiptin geti orðið mjög skyndileg þegar til þeirra kemur. Til þess að komist verði hjá því að einkaneysla dragist saman vegna aukinnar greiðslubyrði þarf kaupmáttur ráðstöfunartekna að halda áfram að vaxa. Bregðist það og eignir heimilanna lækki samtímis verulega í verði gæti snarþráttur einkaneyslu fylgt í kjölfarið.

Hvað sem líður samhengi innlendrar skuldasöfnunar og einkaneyslu er næsta ljóst að erlend skuldasöfnun þjóðarbúsins stenst ekki til lengdar. Það er að vísu jafn torvelt að spá fyrir um umskipti á þessu sviði og hinu fyrrnefnda. Tæknilega séð getur þjóðarbúið haldið áfram að safna skuldum svo lengi sem lánstraust erlendra lánastofnana er fyrir hendi. Hins vegar er hætt við að töluverðu áður er lánstraust erlendra lánardrottna þverr muni traust markaðsaðila á stöðugleika krónunnar hverfa. Miðað við þær forsendur sem gefnar eru í framreikningi Þjóðhagsstofnunar er ljóst að ekki mun draga úr skuldasöfnuninni sjálfkrafa. Verði ekkert að gert er því líklegt að smám saman muni draga úr trausti markaðsaðila á stöðugleika gengis krónunnar. Vert er að velta fyrir sér mögulegum aðlögunarferlum, því að ljóst er að dæmi Þjóðhagsstofnunar fær vart staðist:

8. Á Nýja-Sjálandi miðast stjórn peningamála við verðbólgu markmið og sjálfstæði nýsjálenska seðlabankans er mjög mikið.

1. Hugsanlegt er að umskiptin verði hægfara þannig að Seðlabankinn þurfi á næstu árum að halda uppi stöðugt hærri vöxtum til að halda gengi krónunnar sterku. Hátt vaxtastig mun þá að lokum kæfa þann hagvöxt sem nú er til staðar, en stjórnvöldum gæfist kostur á að grípa til annarra ráðstafana til þess að draga úr eftirspurn og viðskiptahallanum á sársaukaminni hátt.
2. Reynslan sýnir hins vegar að umskipti verða einatt mjög skyndileg. Þegar flótti fjármagns úr tilteknum gjaldmiðli brestur á er því oft fátt um varmir. Ef svo færi yrði óhjákvæmilegt að gengi krónunnar lækkaði verulega um tíma. Reynslan sýnir að jafnvægi kemst einatt ekki á að nýju fyrir en eftir tímabil þar sem gengið lækkar mun meira en samrýmist langtíma jafnvægi. Í kjölfarið fylgdi snarpur samdráttur í einkaneyslu og fjármunamyndun og óhjákvæmilegt er að fjármálastofnanir verði fyrir verulegum áföllum við þessar aðstæður.
3. Ákjósanlegast væri að stjórnvöld gripu til framsýnna aðhaldsaðgerða til að hemja innlenda eftirspurn. Með þeim hætti myndu innlendir vextir ekki þurfa að hækka eins mikið og ella. Aðgerðir á sviði ríkisfjármála myndu hafa bein áhrif á eftirspurn, einkum á því sviði þar sem mest er um vert að hemja hana, þ.e.a.s. einkaneyslu (sjá ramma um aðgerðir í ríkisfjármálum).
4. Þótt illa horfi um langtíma stöðugleika í þjóðarþingnum er ekki loku fyrir það skotið að þróunin á næstu árum gæti orðið með þeim hætti að ekki þurfi að koma til alvarlegs samdráttar. Tvennt kemur helst til greina í því sambandi. Í fyrsta lagi er í forsendum Þjóðhagsstofnunar gert ráð fyrir heldur dræmum vexti útflutnings á tímabilinu eða 2½% á ári. Þetta væri vissulega afar slægur árangur ef rétt reyndist í ljósi þess að heimsverslunin hefur að jafnaði vaxið um rúm 6% á ári undanfarinn áratug. Það er hins vegar ekki á vísan að róa að því er áhrærir vöxt útflutnings. Verðsveiflur geta verið miklar. Vaxtarmöguleikar á sviði sjávarútvegs eru ekki eins miklir og áður var. Vöxtur verður því í auknum mæli að byggjast á öðrum greinum. Burtséð frá stækkun verksmíðju Norðuráls á Grundartanga eru horfur á nokkru vaxtarhléi í útflutningi stóriðjuafurða og útflutningur annarrar iðnaðarvöru vegur enn sem komið er ekki nægilega þungt í heildarútflutningi

til þess að góður vöxtur á því sviði skipti sköpum um þróun útflutnings í heild. Vaxtarskiyrði útflutnings á ýmsum sviðum virðast þó vera þokkaleg um þessar mundir og því má binda vonir við að nýjar útflutningsgreinar eigi eftir að hafa marktæk áhrif þegar fram líða stundir. Til þess að dragi að ráði úr viðskiptahallanum þyrfti útflutningur að vaxa umtalsvert hraðar en innflutningur. Í öðru lagi er mögulegt að heimilin auki sparnað sinn á næstu árum, en í spá Þjóðhagsstofnunar er gert ráð fyrir að sparnaður einkageirans haldist á næstu árum á því sögulega lága stigi sem hann er nú á. Það er reyndar fremur ólíklegt því að ljóst er að heimilin munu ekki auka skuldir sínar í hlutfalli við ráðstöfunartekjur til eilífðarnóns. Engin leið er hins vegar að spá fyrir um nú hvenær og hvernig umskipti verða í þessu efni.

Þótt ráð sé gert fyrir álitlegum afgangi á rekstri ríkissjóðs á fjárlögum fyrir árið 2000, er að áliti Seðlabankans ekki nóg að gert þegar tekið er tillit til þess hve vöxtur innlendrar eftirspurnar hefur aflað ríkissjóði mikilla tekna. Að auki hafa ýmsar aðgerðir ríkisstjórnarinnar nýlega grafið nokkuð undan því aðhaldi sem í fjárlögum fólst. Auk tilslakana í tengslum við kjarasamninga, sem fyrr var getið, var gerð breyting á lögum um vörugjald sem fól í sér u.þ.b. 300-350 ma.kr. tekjutap fyrir ríkissjóð auk þess sem hún örvar innflutning og útlán. Þó svo að ýmis rök megi færa fyrir einföldun á reglum um vörugjald, telur Seðlabankinn að þær breytingar hefði þurft að útfæra þannig að aðhald stefnunnar í ríkisfjármálum minnkaði ekki og áhrif á innflutning yrðu sem minnst.

Þjóðhagsspáin sem birt var í mars felur í sér að ekki mun skapast svigrúm til að slaka á aðhaldi peningastefnunnar í næstu framtíð. Þótt hægt hafi á vexti þjóðarútgjalda og líklegt sé að áfram muni hægja á honum á næstu misserum dugir það ekki til þess að stemma stigu við ofpenslunni í þeim mæli að verðbólga hjaðni og viðskiptajöfnuður verði sjálfbær nema til komi frekari efnahagsaðgerðir. Verði ekki gripið til frekara aðhalds í ríkisfjármálum er líklegt að herða þurfi peningalegt aðhald enn meira. Jafnframt er ljóst að mjög aðhaldssóm peningastefna mun hafa ýmsar neikvæðar hliðarverkanir í för með sér. Háir vextir eða hátt raungengi geta kæft mikil-

væga vaxtarsprota efnahagslífsins í fæðingu. Því væri tvímælaust æskilegra að ráðast til atlögu við þann vanda sem langtímaspá Þjóðhagsstofnunar afhjúpar með meira aðhaldi í fjármálum ríkisins (sjá ramma).

Í rammagrein hér að neðan er bent á að hefðbundnar aðhaldsaðgerðir í ríkisfjármálum með niðurskurði útgjalda eða hækkun skatta hafi mun öruggari áhrif á þjóðhagslegan sparnað en óbeinar aðgerðir í gegnum skattalega hvata og að einkavæðing þurfi alls ekki að auka þjóðhagslegan sparnað. Almenn séð er niðurskurður útgjalda virkari í þessu sambandi en skattahækkunir og þær síðarnefndu virka lítið ef talið er að þær séu tímabundnar t.d. vegna þess að

ástand ríkisfjármála er til lengdar talið gott. Ekki er alveg ljóst í hvaða stöðu Ísland er nú í þessum efnum og hugsanlegt að margir telji gott ástand ríkisfjármála nú tímabundið og því geti skattahækkun verið talin vera varanleg auk þess sem hún myndi líklega draga úr almennri hjartsýni. Báðir þessir þættir myndu stuðla að auknum þjóðhagslegum sparnaði. Að því er niðurskurður útgjalda varðar virðist vænlegt að líta til vinnuafsfrekra fjárfestingarútgjalda í því spennuástandi á vinnumarkaði sem nú ríkir. Að lokum er brynt að huga að því að draga úr þeim sérstöku skuldahvötum sem nú eru í íslenska skattakerfinu, svo sem í vaxtabótakerfinu.

Rammi 3 Hvernig má beita ríkisfjármálum til þess að draga úr eftirspurn og örva þjóðhagslegan sparnað?

Ofpenslan sem nú ríkir í þjóðarþúskapnum kallar á aðhaldssemi á sviði opinberra fjármála. Því vaknar sú spurning hvaða aðgerðir á sviði opinberra fjármála séu líklegastar til að hemja eftirspurn og örva þjóðhagslegan sparnað. Bryddað hefur verið upp á ýmsum nýjungum í þeim efnum undanfarin ár. T.d. hefur ríkisvaldið gert tilraunir með ýmsa *sparnaðarhvata*. Hæst ber sérstakan skattafslátt til hlutabréfakaupa og heimild til aukaframlags í lífeyrissjóð sem nemur 2% af tekjum með mótfamlagi ríkisins sem nemur 0,2% af tekjum. Tillögur um enn frekari rýmkuð heimild til að greiða í lífeyrissjóði liggja fyrir Alþingi. Almenn séð er það galli við sérstaka sparnaðarhvata að líklegt er að skattgreiðandinn dragi úr öðrum sparnaði eða taki lán til að nýta sér sparnaðartilboð ríkisvaldsins. Sérstakar skattaávilnanir eru því líklegri til að hafa áhrif á samsetningu sparnaðar en umfang. Niðurgreiðsla hins opinbera á sparnaði getur jafnvel dregið úr heildarsparnaði ef einkasparnaður eykst minna en nemur kostnaði hins opinbera. Sparnaðarhvatar af þessu tagi kunna þó að hafa áhrif ef almennungur er ekki fyllilega upplýstur um stöðu sína.⁹

Því hefur einnig verið haldið fram að *einkavæðing* auki þjóðhagslegan sparnað. Það er þó hæpin fullyrðing. Kaup einkaaðila á eignum ríkisins eru ekki útgjöld þeirra

í venjulegum skilningi, heldur skiptast þeir á eignum við ríkið. Ef hinar einkavæddu eignir verða verðmætari við einkavæðinguna og kaupendur fá hlut í ábatanum eru þeir betur settir eftir en áður og má þá ætla að neysla þeirra aukist, geti þeir fjármagnað kaupin með lánsfé eða sölu annarra eigna. Þessi skoðun er nokkuð útbreidd og má t.d. nefna að Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur breytt framsetningu á fjárstreymi vegna einkavæðingar þannig að það færir sem breyting á formi eignar fremur en sem tekjur. Ef erlendir aðilar kaupa eitur og eignir opinbera eða kaupin eru fjármögnuð með erlendri lántöku getur sala eigna hins opinbera verið beinlínis þensluhvetjandi, nema andvirði kaupanna sé algerlega varið til greiðslu erlendra skulda. Ýmsar aðrar óhefðbundnar aðferðir koma til greina. T.d. mætti stuðla að auknum einkasparnaði með því *draga úr notkun sérstakra skuldahvata*. Helstu stuðningskerfi hins opinbera við fjárfestingu, vaxtabótakerfið og námslánakerfið, setja fjármögnun með löngum lántökum beinlínis sem skilyrði fyrirgreiðslu. Eignatenging vaxtabóta hvetur einnig til lánsfjármögnunar íbúðarkaupa. Einnig hefur verið bent á að *skattlagning eyðslu* fremur en tekna og eigna hvetji skattgreiðendur til að eiga meiri varasjóði en ella. Fyrirkomulag slíkrar skattlagningar er þó vandasamt.

Þótt viðurkennt sé að sum þeirra úrræða sem gripið hefur verið til í því skyni að örva sparnað geti haft jákvæð langtímaáhrif er ólíklegt að þau hafi nægilega skjót eða mikil áhrif gagnvart þeim vanda sem nú er við að etja

9. Aðrar ástæður kunna einnig að vera fyrir hendi. Yfirlýstur tilgangur hlutabréfafrádráttarins í skattalögum var t.d. að efla íslenskan hlutafjármarkað og virðist það hafa tekist bærillega.

í þjóðarbúskapnum. Því beinist athyglin að hefðbundnum úrræðum svo sem hækkun skatta eða samdrætti útgjalda. Síðari kosturinn er að því leyti álitlegri að gera má ráð fyrir að upphafleg áhrif séu meiri. *Skattahækkun* lækkar ráðstöfunartekjur einstaklinga, sem bregðast við tekjutapinu með því að draga úr neyslu og sparnaði. Að því tilskildu að meiri skatttekjur auki ekki opinber útgjöld, eykst sparnaður ríkisins meira en nemur samdrætti í sparnaði skattgreiðenda. Þótt skattahækkun geti verið nokkuð áhrifarík leið til að draga úr eftirspurn dregur úr virkni hennar ef einkaaðilar bregðast við með því að draga mjög úr sparnaði eða taka jafnvel lán til að dreifa áhrifunum á lengri tíma. Meiri hætta er á slíku ef skattahækkunir eru álitnar tímabundnar, en á því eru meiri líkur en ella telji skattgreiðendur ástand opinberra fjármála traust.¹⁰ Áhrif þess að *draga úr ríkisútgjöldum* á heildarsparnað eru að því leyti meiri en áhrif samsvarandi skattahækkunar að ekki verður upphafssamdráttur í

10. Skyld mótbára og róttækustu rökin gegn virkni skattahækkana er að skattgreiðendur taki með í reikninginn að skattgreiðslur framtíðarinnar verði hvorki meiri né minni en ríkisútgjöld gefi tilefni til. Því séu allar skattabreytingar tilflutningur í tíma nema útgjaldabreytingar gefi tilefni til þeirra. Skattahækkun nú ein og sér væri samkvæmt þessu ávísun á lækkun seinna. Skattgreiðendur myndu því bregðast við henni með lántökum eða með því að ganga á sparnað.

sparnaði einkageirans. Bein áhrif minni útgjalda eru því ótvíræð, en að auki hefur samdráttur útgjalda almenn margföldunaráhrif er draga úr tekjum einkageirans, sem bregst við með því að minnka neyslu og sparnað. Hin óbeinu áhrif samdráttar í útgjöldum verða, með sömu rökum og áhrif skattabreytinga, minni sé samdrátturinn álitinn tímabundinn. Vegna þess að skattahækkun og niðurskurður útgjalda bæta stöðu ríkissjóðs kunna slíkar aðgerðir að leiða til lægri vaxta og stuðla að hækkun eignaverðs sem dregur nokkuð úr aðhaldsáhrifum þeirra til langframa. Eigi að síður virðist ljóst að þegar öllu er á botninn hvolft sé leitun að betri úrræðum til að auka þjóðhagslegan sparnað en venjubundnum aðhaldsaðgerðum. Samdráttur útgjalda er í því sambandi yfirleitt áhrifaríki en skattahækkun. Óbeinar aðgerðir til að hafa áhrif á sparnaðarhneigð hafa tilhneigingu til að hnika sparnaði á milli forma og neyslu milli tímabila fremur en auka heildarsparnað. Við núverandi ástand efnahagsmála er brýnt að grípa til reyndra aðgerða sem hafa tiltölulega örugg og skjótvirk áhrif á eftirspurn. Tilraunir til að hafa áhrif á sparnaðarhneigð með öðrum hætti eru góðra gjalda verðar, en ekki líklegar til að hafa nægilega mikil og skjót áhrif til þess að draga úr því ójafnvægi sem nú blasir við í þjóðarbúskapnum.