

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

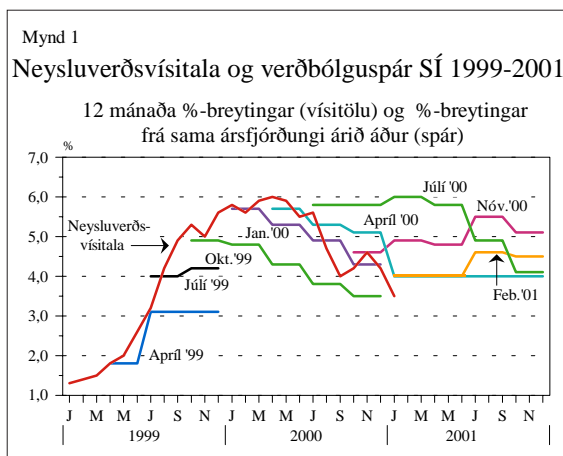
Óbreyttar verðbólguhorfur 2001 þrátt fyrir lægra gengi

Verðbólga hefur haldið áfram að minnka þrátt fyrir umtalsverða lækkun á gengi krónunnar á síðustu mánuðum. Seðlabankinn spáir nú svipaðri verðbólgu yfir árið 2001 og spáð var í nóvember síðastliðnum. Minni verðbólga að undanförunu vegur þannig á móti áhrifum af lægra gengi krónunnar. Þetta felur í sér að verðbólga muni aukast nokkuð þegar líður á árið. Miðað við óbreytt gengi gerir bankinn ráð fyrir að verðbólga hjaðni síðan á árinu 2002 og verði 2,7% yfir árið. Byggist það á þeirri forsendu að offensla hjaðni þegar líður á þetta ár. Töluverð óvissa er um þessa spá. Áhrif lægra gengis gætu orðið veikari og verðbólga þess vegna minni á næstunni. Á móti kemur að upphlaðin spenna á vöru- og vinnumörkuðum gæti enn brotist út í meiri verðbólgu. Miklu skiptir því að offensla hjaðni á næstunni en ekki liggja fyrir óyggjandi vísbendingar um að það ferli sé hafið. Dregið hefur úr veltuaukningu á sumum sviðum en á öðrum er hún enn mikil. Útlánaaukning bankanna er enn mjög mikil og síðustu mælingar benda til að vinnumarkaður sé spenntari en nokkru sinni áður í þessari uppsveiflu. Af þessum sökum telur Seðlabankinn ekki enn tímabært að slaka á aðhaldi í peningamálum. Hann mun hins vegar vera tilbúinn að bregðast við ef ótvíræðari merki um kólnun hagkerfisins koma fram.

Verðbólgan reyndist minni en reiknað var með í haust

Þrátt fyrir umtalsverða lækkun gengis á síðustu mánuðum reyndist verðbólgan minni en reiknað var með í haust. Tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs hélt því áfram að lækka, eins og sést á mynd 1, og nam í janúar 3,5%. Verðbólga hefur hjaðnað verulega á þennan mælikvarða frá því sl. vor þegar hún fór hæst í 6%. Verðbólga hefur einnig minnkað hér á landi á mælikvarða samræmdrar neysluverðsvísitölu ESB, en sú vísitala er vel samanburðarhæf á milli landa. Helsti munurinn á henni og vísitölu Hagstofunnar er sá að reiknuð húsaleiga af eigin húsnæði er ekki með í samræmdri vísitölu. Í desember sl. hafði samræmda vísitalan hér landi hækkað um 3,7% yfir tólf mánuði samanborið við 2,4% í helstu viðskiptalöndum Íslands. Munurinn hefur haldist á þessu róli síðan í haust en var meiri framan af árinu. Fimm ESB

lönd eru nú með sömu eða meiri verðbólgu en Ísland á þennan mælikvarða.



Að hluta skýrist minni hækkun en reiknað var með af tímabundnum þáttum eins og lækkun bensínverðs og verulegri lækkun fasteignagjalda á lands-

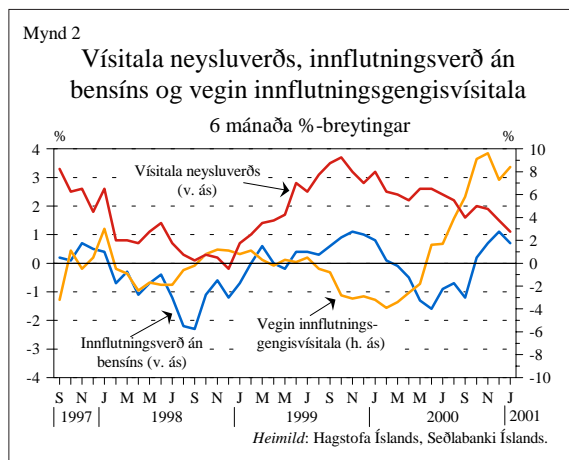
1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 26. janúar 2001.

byggðinni, en hún var öll tekin með í mælingu vísitölu neysluverðs í janúar sl. Útsöluverð bensíns lækkaði um nærri 5% frá byrjun október 2000 til janúar 2001. Án þess hefði hækkun vísitölu neysluverðs á þessu tímabili orðið rúmlega 50% meiri. Ekki er útlit fyrir að framhald verði á þessari þróun í bráð, enda hefur olíu- og bensínsverð á alþjóðlegum mörkuðum hækkað nokkuð frá áramótum.

Þrátt fyrir að fasteignagjöld í Reykjavík hafi hækkað um 14% og fasteignaverð á landsbyggðinni um 4%-12% á árinu 2000 mældist lækkun á fasteignagjöldum í vísitölu neysluverðs í janúar sem nam 3,7%. Þetta stafaði af því að með lagabreytingu í haust eru fasteignagjöld á landsbyggðinni látin taka mið af álagningarstofni sem miðast við fasteignaverð á landsbyggðinni. Sú lækkun sem af þessu hlaut nam víða allt að 50% og vó mun þyngra en hækkun fasteignaverðs á árinu. Hér er um tímabundin áhrif að ræða sem skekkja myndina af undirliggjandi verðbólguþróun. Án þessarar kerfisbreytingar hefði vísitalan hækkað í samræmi við spár og væntingar um 0,4% í janúar í stað 0,1%.

Bensín og fasteignagjöld skýra þó ekki að fullu minni verðbólgu en Seðlabankinn spáði í byrjun nóvember sl. Þá spáði hann 1,5% hækkun verðlags milli þriðja og fjórða ársfjórðungs ársins 2000 en útkoman varð 1,1% hækkun. Ef bensín hefði ekki lækkað og ef ekki hefði komið til sérstakrar lækkunar á álagningarstofni fasteignagjalda á landsbyggðinni má ætla að hækkunin hefði orðið um 1,3%. Þannig leiðrétt nemur spáskekkjan aðeins 0,2% og er langt innan tölfræðilegra skekkjumarka (sjá sérstaka rammagrein um spáskekkjur í verðbólguþróun). Margt bendir til þess að þessi ofspá eigi rætur að rekja til þess að áhrif lægra gengis á verðlag hafa hingað til komið veicar fram en búast hefði mátt við á grundvelli sögulegrar reynslu. Mynd 2 sýnir að skammtímasamband milli verðs erlendra gjaldmiðla og þróunar verðs innfluttra vara án bensíns í vísitölu neysluverðs hefur ekki verið ýkja sterkt á undanförunum misserum. Lækkun á innfluttum vörum án matvöru, drykkjarvöru, bensíns og bíls, í janúar og sl. þrjá mánuði (sjá töflu 1) stafar þó að verulegu leyti af útsölum í janúar. Lækkunin af þessum sökum virðist jafnvel meiri en á sama tíma í fyrra.

Á árinu 1999 voru hækkunir á húsnæðisverði og bensíni veigamiklir þættir að baki hækkunar neysluverðs. Samtals skýrðu þessir þættir nærri helming af



verðhækkun ársins, eins og sjá má í töflu 1. Á nýliðnu ári var þáttur bensíns hins vegar mun minni og síðustu þrjá mánuði stuðlaði verðlækkun þess beinlínis að minni verðbólgu en ella. Húsnæðisliðurinn vó hins vegar þungt á síðasta ári og skýrði rúmlega þriðjung hækkunar neysluverðs. Hækkun á verði

Tafla 1 Framlag undirliða til hækkunar vísitölu neysluverðs 1999-2000

Allar tölur eru í %	Vísitölubreyting (á ársgrundvelli) síðastliðna		Hlutfallslegt framlag til hækkunar vísitölu	
	3 m.	12 m.	2000	1999
(1) Búvörur án grænmetis	4,6	3,4	6,2	3,2
(2) Grænmeti	-32,6	0,3	0,1	0,4
(3) Aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur	1,7	1,6	3,0	8,2
(4) Aðrar innlendar vörur	12,5	3,6	4,6	2,5
(5) Innfluttar mat- og drykkjarvörur	8,8	-0,8	-0,7	4,1
(6) Nýr bíll og varahlutir	4,2	0,7	2,1	2,1
(7) Bensín	-18,4	5,1	6,8	16,2
(8) Aðrar innfluttar vörur	-5,1	-0,8	-3,3	-1,2
(9) Áfengi og tóbak	6,6	3,2	2,9	0,9
(10) Húsnæði	4,6	9,4	35,3	31,1
(11) Opnber þjónusta	4,1	2,1	7,6	10,4
(12) Önnur þjónusta	4,5	6,4	35,4	21,9
Samtals	1,8	3,5	100,0	100,0
Innlendar vörur (1-4)	3,2	2,7	14,0	14,3
Búvörur og grænmeti (1-2)	-0,9	3,0	6,3	3,6
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis (3-4)	6,0	2,4	7,7	10,7
Innfluttar vörur alls (5-9)	-2,2	0,7	7,8	22,2

Rammi 1 Spáskekkjur í verðbólguþám Seðlabankans og annarra aðila

Pörfin fyrir vísbendingar um framtíðarverðlagshorfur hefur aukist gríðarlega á síðasta áratug og þeim aðilum sem spá um breytingu vísitölu neysluverðs fjölgar stöðugt. Áreiðanleiki og gæði spánna eru misjöfn. Samanburður á spánum og mælingar á marktækni þeirra er því nauðsynlegur, bæði fyrir spáaðila sjálfa og aðra sem fylgjast með efnahagsmálum eða nota spámar með einum eða öðrum hætti. Hér á eftir fer mat og samanburður á árs- og ársfjórðungsspám Seðlabankans og sambærilegum spám annarra.

Tafla 2 sýnir samanburð á ársfjórðungsspám Seðlabankans, Gjaldeyrismála og Íslandsbanka-FBA. Gjaldeyrismál birta þó ekki ársfjórðungsspár heldur mánaðarleg gildi vísitölnnar 3 mánuði fram í tímann og eru þau umreiknuð yfir í ársfjórðungsspá. Svipað gildir um fyrstu ársfjórðungsspár Íslandsbanka-FBA en eftir sameiningu hafa verið birtar ársfjórðungsspár. Litið er á 3 mislög tímabil og það stysta nær aðeins yfir árin 1999-2000 til að einnig sé unnt að skoða spár Íslandsbanka-FBA. Litlu

Tafla 1 Ársspár ýmissa aðila 1994-2000¹

%	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994
Seðlabankinn	5,0	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,4
Þjóðhagsstofnun	3,9	2,5	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5
Gjaldeyrismál	5,0	2,3	3,2	2,3	2,9	3,0	1,3
Íslandsbanki-FBA ²	4,9	1,7					
Verðbólga tímabilsins	5,0	3,4	1,7	1,8	2,3	1,7	1,5

1. Breytingar milli ársmeðaltala í vísitölu neysluverðs. Notaðar eru spár sem gerðar eru sem næst áramótum hvers árs.
2. Notaðar eru spár FBA fyrir sameiningu Íslandsbanka og FBA nema hvað ársspá ársins 1999 er frá Íslandsbanka.

Við mat á verðbólguþám er horft á meðalskekkju (bjögun) og staðalfrávik spáskekkju. Meðalskekkjan sýnir meðalfrávik spánna frá eiginlegri verðbólgu og þar með hvort verið er kerfisbundið að of- eða vanspá verðbólgu. Staðalfrávik er mælikvarði á hversu langt spágildið er frá réttu gildi að meðaltali.

Í töflu 1 er birt yfirlit yfir ársspár Seðlabankans og annarra aðila og eiginlega verðbólgu árinna 1994-2000. Miðað er við breytingu vísitölu neysluverðs milli ársmeðaltala. Til og með ársins 1998 var tilhneiging til þess að ofspá verðbólgunni en það snérist við árið 1999 þegar allir aðilar vanspáðu verðbólgunni. Spár fyrir árið 2000 reyndust allar mjög nálægt því sem verðbólgan varð á tímabilinu nema hjá Þjóðhagsstofnun sem spáði töluvert minni verðbólgu á árinu. Ársspár Seðlabankans á þessu tímabili hafa haft bæði lægsta staðalfrávik og minnstu skekkjuna af þeim aðilum sem hafa verið að spá. Staðalfrávik í spám Seðlabankans er 0,7% en 0,9% bæði hjá Þjóðhagsstofnun og Gjaldeyrismálum. Meðalskekkja hjá Seðlabankanum er 0,1% samanborið við 0,2% hjá Þjóðhagsstofnun og 0,4% hjá Gjaldeyrismálum. Hjá Íslandsbanka-FBA er aðeins um tvær ársspár að ræða og því afar hæpið að draga ályktanir af því.

skiptir hvort notaðar eru spár FBA (eins og í töflu) eða Íslandsbanka fyrir sameiningu.

Sé litið á spár Seðlabankans er meðalskekkjan ekki marktækt frábrugðin núlli og staðalfrávik um eða undir staðalfrávik metinnar spájöfnu, eða um ½%. Gjaldeyris-

Tafla 2 Samanburður á ársfjórðungsspám

%	Staðalfrávik	Meðalskekkja
<i>Seðlabankinn</i>		
1995:1-2000:4	0,42	0,06
1997:1-2000:4	0,47	0,06
1999:1-2000:4	0,54	0,00
<i>Gjaldeyrismál</i>		
1995:1-2000:4	0,45	0,26
1997:1-2000:4	0,45	0,27
1999:1-2000:4	0,39	0,12
<i>Íslandsbanki-FBA¹</i>		
1999:1-2000:4	0,67	0,03

1. Notaðar eru spár FBA fyrir sameiningu Íslandsbanka og FBA.

mál virðast hafa kerfisbundið ofspáð verðbólgu, sérstaklega á fyrri hluta tímabilsins en staðalfrávik er svipað og hjá Seðlabankanum. Staðalfrávik spáskekkju Gjaldeyris mála er þó minnst fyrir tímabilið 1999-2000. Hins vegar ber að hafa í huga að um mjög stutt tímabil er að ræða og því varasamt að draga víðtækar ályktanir af því. Meðalskekkja í spám Íslandsbanka-FBA er ekki marktækt frábrugðin núlli eins og hjá Seðlabankanum en staðalfrávik er hæst hjá þeim sé það borið saman við sama tímabil hjá öðrum spáaðilum. Á heildina litið má segja að þeim aðilum sem hér hefur verið rætt um hafi gengið nokkuð vel að spá verðbólgu á undanförunum árum. Þó koma oft fyrir tímabil þar sem spáaðilar missauga sig, eins

og t.d. 3. ársfjórðungur síðasta árs þegar spáaðilar ofspáðu verðbólgu sem nam um og yfir tveimur staðalfrávikum.

Niðurstöður þessarar samantektar sýna að bæði Seðlabankinn og aðrir aðilar ofspáðu verðbólgu á fyrri hluta þess tímabils sem var skoðað og er unnt að líta á nánari umfjöllun um það í Haustskýrslu Seðlabankans frá árinu 1998. Á síðustu tveimur árum hafa hlutirnir þó breyst. Allt árið 1999 og fyrri helming ársins 2000 spáði Seðlabankinn minni verðbólgu en varð, sömu sögu má segja af Íslandsbanka-FBA. Því virðist sem hluti þeirrar verðbólgu sem Seðlabankinn spáði fyrir árið 1998 hafi ekki komið fram fyrr en árið eftir. Á seinni hluta ársins 2000 voru verðbólguþáttar svo of háar hjá öllum aðilum.

Þjónustu á almennum markaði var þó jafngildur þáttur og síðustu þrjá mánuði hefur hann lagt til nærri helming hækkunar neysluverðs. Þjónustan er vinnuafsfrek og endurspeglar hækkun hennar mikla hækkun launa á undanförunum misserum.

Seðlabankinn hefur nú ofspáð verðbólgu tvo ársfjórðunga í röð. Staðalfrávik spáskekkjunnar nú er þó mun minni en á þriðja ársfjórðungi og innan tölfræðilegra skekkjumarka, jafnvel þótt ekki væri tekið tillit til sérstakra þátta eins og lækkunar álagningarstofns fasteignagjalda á landsbyggðinni. Ofspá bankans að undanförunu kemur í framhaldi af vanspá í sjö ársfjórðunga samfleytt. Í sérstakri rammagrein er fjallað um skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabankans og annarra aðila. Þar kemur fram að ef litið er yfir lengra tímabil hafa spár bankans staðist nokkuð vel. Meðalskekkja, sem er mælikvarði á tilhneigingu til að ofspá eða vanspá til lengdar, er hverfandi og staðalfrávik spáskekkjunnar er minna en staðalfrávik í þeim metnu tölfræðilíkönum sem notuð eru til að spá með. Á þessa mælikvarða koma spár bankans einnig ívið betur út en spár annarra.

Hefur samband gengis og verðlags breyst?

Þróun gengis og verðlags undanfarna mánuði vekur þá spurningu hvort samband gengis og verðlags hafi breyst í grundvallaratriðum. Margt bendir til að gengisáhrifin séu veikari en áður, en slíkrar tilhneigingar hefur gætt í mörgum löndum á undanförunum árum. Veikari gengisáhrif gætu stafað af sérstökum og tímabundnum þáttum, af lengri töfum á milli gengisbreytinga og verðlagsbreytinga eða breytingum á langtímasambandi gengis og verðlags. Í sérstakri

rammagrein er fjallað um það ljós sem tölfræðirannsóknir geta varpað á þetta efni. Svo virðist sem skammtímasamband gengis og verðlags hafi veikst verulega á undanförunum árum en að langtímasambandið sé enn til staðar. Þessar rannsóknir geta hins vegar ekki svarað þeirri spurningu hvort breyting hafi orðið á þessu sambandi á síðustu 1-2 árum þar sem lengri tími þarf að líða þar til að gögn geta varpað ljósi á það. Sé horft framhjá þeim möguleika benda þessar niðurstöður til þess að áhrif lægra gengis muni að lokum skila sér í meiri verðbólgu um hríð en að mikil óvissa ríki um tímasetningu þeirra áhrifa.

Hægt er að setja fram ýmsar kenningar um það af hverju samband gengis og verðlags kann að hafa breyst. Í fyrsta lagi er líklegt að meiri breytileiki í genginu valdi óvissu um hversu varanlegar breytingar þess eru. Þær þurfa því að vara lengur til að hafa áhrif á verðlagningu vöru og þjónustu. Sé þessi kenning rétt má búast við að verðbólguáhrif lægra gengis komi fram á næstu mánuðum að því tilskildu að ekki verði verulegur viðsnúningur í gengisþróuninni. Gengisáhrifin ættu því að koma fram til lengdar ef ekki kemur annað til. Í öðru lagi hefur verið nefnt að aukin samkeppni gæti gert fyrirtækjum erfiðara fyrir að velta áhrifum lægra gengis út í verðlagið. Hér gæti verið um að ræða áhrif á álagningu sem ekki ganga til baka ef samkeppnisstigið eykst varanlega. Hins vegar er hæpið að svigrúm sé til þess í álagningu fyrirtækja að taka á sig að fullu gengislækkun sem orðin er á annan tug prósent. Í þriðja lagi er hugsanlegt að við lágt verðbólguþátt verðlags (og reyndar einnig á milli launa og verðlags). Ástæðan er m.a. sú

að það er kostnaðarsamt að breyta verði. Sá kostnaður vegur þyngra þegar verðbreytingartílefni eru minni en búast má við að það sé algengara þegar verðbólga er að jafnaði lægri.

Niðurstaðan af tölfræðilegum rannsóknum og fræðilegum vangaveltum er því sú að ekki er traustur grundvöllur til að fullyrða að áhrif lægra gengis á verðbólgu muni ekki koma fram. Ekki er þar með sagt að þau muni koma fram að fullu. Reynsla margra landa af gengislækkunum á síðasta áratug var einmitt sú að gengisáhrif komu seinna fram og voru minni en vænta mátti. Vert er hins vegar að hafa í huga að í mörgum þessum löndum var slaki í efnahagslífinu sem vann á móti gengisáhrifunum en hér á landi ríkir hins vegar enn sem komið er spennan á vöru- og vinnumarkaði.

Verðbólguþá: svipuð verðbólga yfir árið 2001 og spáð var í október

Við spá verðbólgu um þessar mundir togast annars vegar á minni verðbólga undanfarna mánuði en áður var reiknað með og hins vegar enn frekari lækkun á gengi íslensku krónunnar. Auk þess hefur Seðlabankinn endurmetið allar helstu forsendur á grundvelli fyrirbyggjandi þróunar, spár Þjóðhagsstofnunar um hagvöxt og vinnuafslnotkun og spár alþjóðastofnana um verðlagsþróun í utanríkisviðskiptum. Yfirlit um helstu forsendur verðbólguþá er að finna í töflu 3. Ekki var talið fært annað við gerð spárinnar en að reikna með að áhrif lægra gengis muni að lokum koma fram í verðlagi, en í spánni er miðað við að gengi krónunnar haldist óbreytt frá því sem það var 26. janúar sl. Það er rúmlega 3½% lægra gengi en reiknað var með í verðbólguþá bankans í nóvember sl.

Nú er spáð heldur minni verðbólgu á milli árunna 2000 og 2001 en gert var í nóvember sl., eða 4,3% samanborið við 5,1% þá. Spáin yfir árið 2001 er hins vegar hin sama, eða 4,6%. Byggist það á því að reiknað er með að áhrif lægra gengis muni koma fram á næstunni í samræmi við söguleg sambönd. Um það er hins vegar mikil óvissa og reyndar líklegt að áhrifin komi eitthvað hægar fram. Það myndi þá leiða til þess að verðbólga verði eitthvað minni næstu mánuði en hér er reiknað með en muni síðan sækja í sig veðrið. Það er jafnvel hugsanlegt að seinkun gengisáhrifanna verði það mikil að verðbólgan yfir árið 2001 verði minni en hér er spáð. Á móti kæmi þá að verðbólga á árinu 2002 yrði meiri, en líkön sem

Tafla 2 Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

	Ársfjórðungsbreytingar				
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi (%)	Staðal frávik	Visitölgildi	Ársfjórðungs- breyting á ársgrundvelli (%)	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður (%)
2000:1	1,1		196,0	4,3	5,8
2000:2	1,4		198,8	5,9	5,7
2000:3	0,5		199,8	2,1	4,5
2000:4	1,1		202,1	4,6	4,2
2001:1	0,9	0,5	203,8	3,5	4,0
2001:2	1,4	0,5	206,7	5,9	4,0
2001:3	1,1	0,5	209,0	4,5	4,6
2001:4	1,0	0,5	211,0	4,0	4,5

Ársbreytingar (%)

Ár	Milli ára	Yfir árið
1997	1,8	2,2
1998	1,7	1,3
1999	3,4	5,8
2000	5,0	3,5
2001	4,3	4,6
2002	3,2	2,7

Skyggt svæði sýnir spá.

gera ráð fyrir hægari gengisáhrifum spá einmitt umtalsvert hærra verðbólgu á árinu 2002 en hér er gert. Í þessari spá er hins vegar gert ráð fyrir að verðbólgan hjaðni á árinu 2002 og verði 3,2% milli ára og 2,7% yfir árið. Þetta er nokkru minni verðbólga á árinu 2002 en spáð var í nóvember sl. Það stafar af því að áhrif lægra gengis verða þá að mestu gengin yfir og aðrar forsendur stuðla að minni verðbólgu en reiknað var með þá. Þannig er gert ráð fyrir að launaskrið verði heldur minna, framleiðniaukning meiri og hækkun innflutningsverðs í erlendri mynt minni. Byggist það annars vegar á spám alþjóða-

Tafla 3 Helstu forsendur verðbólguþá

Prósentuhækkun yfir árið	2000	2001	2002
Samningsbundin laun	5,3	3,8	3,7
Launaskrið	2,0	1,5	1,0
Innlend framleiðni	2,0	2,0	1,5
Innflutningsverð í erlendri mynt	4,0	1,0	1,0

Rammi 2 Samband gengis, launa og verðlags

Verðbólguþáttur Seðlabankans hafa stuðst við líkön sem í meginatriðum ráðast af sambandi verðlags við laun, erlent verðlag og gengi. Líkönin eru metin með tölfræðiaðferðum. Algengt var að nota líkön þar sem breytingar verðlags voru eingöngu skýrðar með samtímabreytingum launa og innflutningsverðs og fyrri breytingum allra stærðanna. Betra samræmi við hagfræðikenningar fæst með því að líta jafnframt til langtímafjafnvægis ofangreindra stærða en þá þarf einnig að reikna með þróun framleiðni. Á síðustu árum hefur bankinn einnig stuðst við líkön sem taka tillit til áhrifa eftirspurnarþenslu á innlendum vörumarkaði og spennu á innlendum vinnumarkaði.

Mat á stikum langtímasambanda er næmt fyrir kerfisbundnum mæliskekklum og þekkt er úr vísitölufraeðum að torvelt er að mæla nákvæmlega breytingu á almennu verðlagi um langan tíma. Þegar líkön bankans eru metin með gögnum sem ná aftur til sjöunda eða áttunda áratugarins virðast þau tölfræðilega vel ákvörðuð og með stöðuga stika. Lítil en marktækur munur var á hvað líkön sem studdust bæði við langtímasambönd og breytingar féllu betur að mælingunum en líkön sem eingöngu náðu til breytinga.

Fyrir 1990 skýrðu líkönin hátt hlutfall af verðbreytingum. Eftir 1990 dró mikið úr launa- og verðhækkunum og gengi varð stöðugra. Engin skýr merki voru þó um að sambönd stærðanna hefðu breyst, en staðalfrávik verðbólgufrávikanna lækkaði.

Nú er liðinn rúmur áratugur síðan verðbólga á Íslandi komst á svipað stig og algengast er með þjóðum sem búa

við svipuð lífskjör. Þetta gæti dugað til að meta stika í einföldu líkani af ársfjórðungsgildum verðbólgu án þess að leita lengra aftur. Mælingar frá tímum þegar lítið breytist geyma þó minni upplýsingar um sambönd stærðanna en órólegri tímabil og 10 ár eru stutt tímabil til að meta áhrif langtímafjafnvægis. Því þarf að túlka allar tölfræðilegar niðurstöður slíkra líkana með mikilli varúð.

Niðurstöður af mati á verðbólgufrávikum sem eingöngu nær til þjóðarsáttartímabilsins eru talsvert frábrugðnar eldri líkönum bankans. Staðalfrávik er lægra en líkanið skýrir samt miklu lægra hlutfall af verðbreytingum en eldri líkön gerðu og mat á stikum þess er ónákvæmt. Lítil merki sjást um fyrri skammtímasamband milli breytinga verðbólgu, launa og innflutningsverðs. Áhrif langtímafjafnvægis þessara stærða eru þó enn fyrir hendi, en þau lýsa hægfara aðlögun verðlags að þróun launa og innflutningsverðs. Niðurstöðurnar gefa því til kynna að tengsl gengis og verðlags séu enn fyrir hendi en að áhrif gengisbreytinga taki lengri tíma að koma fram en áður.

Þetta líkan lýsir meiri tregðu í verðbreytingum en fram kom með eldri líkönum og gæti verið breyting frá fyrri ástandi. Hitt er einnig mögulegt að þessi áhrif hafi lengi verið fyrir hendi, en ekki komið fram meðan verðbreytingar fylgdu örum og stórum breytingum launa og innflutningsverðs. Meðal þátta sem hvergi koma beint fram í mælingum sem líkönin ná til, en hafa áhrif á útkomurnar, eru verðbólguvæntingar, aukin verðsamkeppni og kerfisbundnar mæliskekklur.

stofnana og hins vegar á því að spennan í hagkerfinu minnki þegar líður á þetta ár.

Ýmsir áhættuþættir eru tengdir ofangreindri verðbólguþáttum. Verðbólga gæti orðið lægri á þessu ári ef gengisáhrif koma veikir fram, eða fasteignaverð lækkar á árinu vegna umskipta á fasteignamarkaði. Á móti kemur að mikil spennan á vöru- og vinnumarkaði gæti enn brotist fram í aukinni verðbólgu. Þau líkön Seðlabankans sem taka tillit til eftirspurnarþátta eins og framleiðsluspennu og atvinnuleysis spá einmitt mun meiri verðbólgu á þessu ári en hér er gert. Það gæti því skipt miklu máli fyrir verðbólguframvindunna á næstunni hversu hratt sú ofpensla sem ríkt hefur hér að undanfögnu hjaðnar.

Er ofpenslan að hjaðna?

Nokkurs misskilnings virðist stundum gæta þegar rætt er um hvort ofpensla eða spennan í hagkerfinu sé að hjaðna. Er þá stundum vísað til þess að *vöxtur* ýmissa veltu- og eftirspurnarstærða sé minni en árið áður. Það er hins vegar alls ekki nægjanlegt til að hægt sé að tala um *hjöðnun* eftirspurnarþenslu. Til að ofpensla hjaðni þarf *vöxturinn* að fara niður fyrir *jafnvægisvöxt*. Dæmi um þetta er framleiðsluspennan eða slaki sem mælir hlutfall landsframleiðslu og framleiðslugetu, en framleiðsluspennan náði líklega hámarki á síðasta ári. Mikil óvissa ríkir um hver sé jafnvægisvöxtur en líklega er hann ekki yfir 3-4%. Það er því ekki nóg að hagvöxtur minnki til að framleiðsluspennan slakni heldur verður hann að fara

niður fyrir 3-4%. Sama á við um aðrar eftirspurnar- og veltustærðir.

Með þetta í huga er rétt að skoða hvaða sögu nýjustu vísbendingar segja um það hvort ofpensla sé byrjuð að hjaðna, en þær eru dregnar saman í töflu 4. Vísbendingarnar gefa ekki tilefni til að ætla að hagvöxtur og vöxtur þjóðarútgjalda hafi verið marktækt meiri á síðasta ári en Þjóðhagsstofnun spáði í desember sl., þ.e. að hagvöxtur hafi verið 4% og vöxtur þjóðarútgjalda nærri 5½%. Vissar vísbendingar eru þó um að umtalsvert hafi dregið úr vexti einkaneyslu, enda virðist stöðnun í smásöluverslun, og innflutningur neysluvara hefur aukist lítið. Það stafar þó aðallega af minni bílannflutningi enda var raunaukning innflutnings annarra neysluvara nærri 6% mánuðina janúar til nóvember frá sama tímabili árið áður. Einnig virðist velta þjónustu, hótela og veitingahúsa hafa aukist um nærri 13% að raungildi á sama tímabili og raunaukning greiðslukortaveltu var um 6½% á árinu 2000.

Á heildina litið gefa vísbendingarnar í töflu 4 ekki með skýrum hætti til kynna að ofpensla sé farin að hjaðna. Innflutningsaukning er svipuð að raungildi og árið áður, vinnumarkaður er spenntari og útlánaaukning er enn mjög mikil og meiri en árið áður. Aukning peningamagns og sparifjár (M3) hefur að vísu hjaðnað en er þó enn töluverð og meiri en samrýmist lítilli verðbólgu til lengdar, þ.e. verðbólgu undir 3%. Að slepptri virðisaukaskattsveltu er helst að sjá umskipti í eignaverði. Hlutabréfaverð hefur lækkað verulega á undanförunum mánuðum og hægt hefur umtalsvert á hækkun fasteignaverðs, sem þó var töluverð á síðasta ári.

Útlánaaukning er enn óhófleg

Það hefur valdið töluverðum vonbrigðum að ekkert lát virðist á útlánaaukningu. Útlán innlánsstofnana jukust um rúm 26% á síðasta ári sem er heldur meira en árið á undan, þegar hún nam rúmum 23%. Útlán lánakerfisins í heild, þ.e. allra lánastofnana, liggja ekki fyrir nema til loka september á síðasta ári. Þá nam tólf mánaða vöxtur þeirra 21% og hafði aukist töluvert frá því í lok júní. Það er hins vegar rétt að hafa í huga að hluti útlánaaukningar síðustu mánaða skýrist af sjálfvirkri hækkun á stofni gengisbundinna lána vegna lækkunar á gengi krónunnar. Ef útlánaaukning innlánsstofnana á seinni helmingi ársins er leiddrétt fyrir uppfærslu lána vegna gengisbreytinga

Tafla 4 Þróun nokkurra vísbendinga

(Miðað við nýjustu gögn um hverja hagstærð)

<i>I Velta og eftirspurn</i> – %-breyting frá fyrra ári	<i>Nýjasta tímabil</i>	1999	2000
Almennur innflutningur ¹	Jan. - nóv.	4,5	4,1
Almennur innflutningur án eldsneytis og stóriðju ¹	Jan. - nóv.	3,8	5,5
Innflutningur neysluvara ¹	Jan. - nóv.	10,2	1,4
Innflutningur annarra neysluvara en bifreiða ¹	Jan. - nóv.	8,5	5,9
Vöruútflytningur ¹	Jan. - nóv.	10,3	0,0
Virðisaukaskattsvelta ²	Jan. - okt.	6,1	4,4
þ.a. iðnaður án fiskvinnslu og stóriðju ²	Jan. - okt.	5,0	3,8
þ.a. smásöluverslun ²	Jan. - okt.	5,5	0,4
Greiðslukortavelta (raunvirði)	Jan. - des.	13,2	6,5
<i>II Innheimtir skattar</i> – raunbreyting milli ára (%) ³			
Skattar alls	Jan. - des.	13,5	10,4
þ.a. virðisaukaskattur	Jan. - des.	9,1	3,7
<i>III Vinnumarkaður</i>			
Atvinnuleysi – % af mannafla	Desember	1,7	1,3
Veitt atvinnuleyfi	Jan. - des.	3.046	4.018
Laus störf – meðaltal í mánuði	Jan. - des.	291	521
<i>IV Peninga- og lánastærðir</i> – %-breyting frá fyrra ári			
Peningamagn og sparifé (M3)	Desember	16,9	11,0
Útlán innlánsstofnana	Desember	22,9	26,4
Útlán lánakerfisins	September	17,0	21,1
<i>V Eignaverð</i> – % breyting frá fyrra ári			
Hlutabréfaverð (þingvísitala aðallista)	31. des.	44,5	-13,8
Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu ⁴	Desember	21,8	12,4
Raunverð fasteigna á höfuðborgarsvæðinu ⁴	Desember	15,7	7,7

1. Á föstu verðlagi.
2. Raunbreyting miðað við neysluverð án húsnæðis.
3. Raunbreyting miðað við neysluverð.
4. Miðað við 3 mán. meðaltal verðs. Ekki liggja fyrir tölur um verð í sérbylí í desember 2000 og er hér sýnd 12 mán. breyting verðs í fjölbylí þann mánuð.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Vinnumálastofnun, Verðbréfaþing Íslands, Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

og verðbólgu nam hún rúmum 13% á ársgrundvelli í samanburði við tæp 21% á sama tíma í fyrra. Þessi aukning er auðvitað enn fyrir ofan það sem til lengdar samrýmist stöðugleika og lítilli verðbólgu en

Tafla 5 Útlánaaukning innlánsstofnana og fjármögnun þeirra seinni hluta 1999 og 2000

Útlánaaukning á seinni hluta árs (% á ársgrundvelli)	1999	2000
Útlán að nafnvirði	22,0	22,2
Leiðrétt fyrir uppfærslu vegna gengis og verðbólgu	20,8	13,3
<i>Hlutfallslegt framlag til fjármögnunar (%)</i>		
Útlán	100,0	100,0
Innstæður	30,1	14,8
Erlent lánsfjármagn	76,7	48,8
Innlend verðbréf	-13,2	18,4
Seðlabanki, nettó	18,1	7,0
Annað, nettó	-11,7	10,9

bendir eigi að síður til marktækrar hjöðunar í undirliggjandi útlánaaukningu.

Útlánaaukning innlánsstofnana var á seinni hluta ársins að verulegu leyti fjármögnuð með erlendu lánsfé, eins og verið hefur undanfarin misseri. Í töflu 5 sést að hlutdeild þess var nærri 50% sem er þó töluvert minna en á sama tíma 1999. Innstæður og Seðlabankafjármögnun voru einnig með lægri hlutdeild en 1999 en á móti kom mun meiri innlend verðbréfaútgáfa nettó og meira framlag liðarins annað nettó.

Mikill afgangur á ríkissjóði ...

Samkvæmt greiðslutölum Ríkisbókhalds fyrir árið 2000 var 12 ma.kr. afgangur á ríkissjóði, sem samkvæmt lauslegu mati Seðlabankans bendir til að rekstrarafgangur hafi verið um 21 ma.kr. Þetta er heldur meiri afgangur en á fjárlögum (17 ma.kr.) en minni en reiknað var með við samþykkt fjárukalaga (23 ma.kr.). Samkvæmt greiðslubókhaldinu varð afgangur fyrir lántökur og afborganir 9,5 ma.kr., en með rökréttari færslu spariskírteinaaxta og sérlegra lífeyrissjóðagreiðslna er afgangurinn um 22 ma.kr. líkt og stefnt var að á fjárlögum. Féð var notað til að greiða niður innlend langtímalán (þ.m.t. uppsafnaða vexti) um 19 ma.kr., greiða upp 4 ma.kr. af ríkisvixlum og greiða sérlega 7 ma.kr. inn á lífeyrisskuldur. Á móti voru teknir 8 ma.kr. að láni erlendis umfram afborganir, sem þótti hentuglegt í ljósi viðskiptahalla og gjaldeyrisstöðu.

Tekjur ríkisins á liðnu ári virðast hafa orðið

svipaðar og árið á undan, en tekjur án eignasölu aukist um 7½%, sem er heldur minna en nemur áætlaðri hækkun landsframleiðslu. Skattar af tekjum einstaklinga og fjármagnstekjum fóru 7½ ma.kr. fram úr fjárlögum og gáfu 22% meira af sér en 1999, en skattgreiðslur fyrirtækja stóðu í stað. Tekjur af virðisaukaskatti jukust í takt við þjóðarútgjöld, en tekjur af innflutningi lækkuðu.

Útgjöld virðast hafa hækkað um 1½%, ef gert er ráð fyrir að hækkun lífeyrisskuldbindinga verði samkvæmt áætlun fjárlaga og fjárukalaga. Eðlilegri mælikvarði er að útgjöld án lífeyrisskuldbindinga hækka um rúm 4% og lækka að raungildi við samneyslu eða landsframleiðslu. Útgjöld heilbrigðis- og tryggingamála fóru 6% fram úr fjárlögum, hækkuðu 1% umfram verðlag í stað þess að lækka um 4%. Útgjöld án lífeyrisskuldbindinga fóru alls um 4½% fram úr fjárlögum og um 2% umfram verðlagstílfni.

Fjárlög 2001 voru afgreidd með 34 ma.kr. afgangi. Þegar sleppt er eignasölutekjum og óreglubundnum hækkunum lífeyrisskuldbindinga, er gert ráð fyrir 19½ ma.kr. afgangi 2001 á móti 21 ma.kr. sem virðist hafa orðið á síðasta ári og 14 ma.kr. á árinu 1999. Þessi afkomumælikvarði er eðlilegri en hrár afgangur, þar sem hvorki eignasalan né óreglulegar lífeyrisskuldbindingar tengjast samtímaumsvifum ríkisins í þeirri merkingu að þau kalli beinlínis á notkun framleiðsluþátta.

Tekjur eru áætlaðar um 14% hærri 2001 en 2000, en tekjur án eignasölu um 7,3% hærri. Tekjuáætlunir virðast almennt í takt við þjóðhagshorfur, nema hvað gert er ráð fyrir hækkun fyrirtækjaskatta, sem varla stenst, en tryggingagjöld gætu skilað meiru en áætlað er.

Helstu útgjaldahækkunarir eru 0,6 ma.kr. vegna fæðingarorlofs, 0,8 ma.kr. til barnabóta og 1,2 ma.kr. í jöfnunarsjóð sveitarfélaga. Útgjöld til fjárfestingar hækka um 1,6 ma.kr. frá auknum fjárlögum 2000 eða um 0,9 ma.kr. umfram verðlag. Innlendir hluti fjárfestingar vex enn meir, einkum vegna vega- og hafnagerðar. Sýnist það misráðið í ljósi spennu á vinnu- markaði. Útgjöld heilbrigðis- og tryggingaráðuneytisins áttu að hækka tæplega í takt við verð samneyslu, en voru ákveðin án tillits til frammúrkeyrslna liðins árs. Stefni því óhjákvæmilega í aukafjárveitingar í haust. Vaxtagjöld hækka milli ára þrátt fyrir áframhaldandi lækun ríkisskuldna. Vextir fara hækkanði, en meiru ráða áform um að safna innstæðum í bönkum

og lífeyrissjóðum í stað þess að greiða niður skuldir. Nýafstaðnir kennarasamningar hjá ríki og sveitarfélögum kalla trúlega á gjaldfærslu í ríkisreikningi 2001.

Afgangur er áætlaður 34 ma.kr. en 19½ ma.kr. án eignasölu og sérstakra lífeyristilefna. Lánsfjáragangur á að verða 39 ma.kr. Áformað er að greiða niður skuldir um 9 ma.kr., greiða 15 ma.kr. inn á lífeyrisskuldbindingar umfram tilefni ársins, eins og þau lágu fyrir við fjárlagagerðina, og leggja 15 ma.kr. inn á reikninga í Seðlabankanum.

... en óbreytt aðhald ríkisfjármála

Samfelldar tölur um opinber fjármál er helst að finna í gögnum Þjóðhagsstofnunar, þar sem fylgt er alþjóðlegum venjum og leiðrétt fyrir breytingum á framsetningu ríkisreiknings og fjárlaga sem gerðar voru 1998. Hagfræðisvið Seðlabankans hefur í ljósi fjárlaga og nýjustu talna áætlað breytingar á áður birtum tölum Þjóðhagsstofnunar fyrir 1999-2001. Í þessari framsetningu er eignasölutekjum og óvenjulegum lífeyrisútgjöldum sleppt og afskriftir skatttekna meðhöndlaðar nokkuð á annan veg en í venjulegri framsetningu Ríkisbókhalds. Samkvæmt þessum tölum var afgangur á rekstri ríkissjóðs um 6 ma.kr. 1998, 14½ ma.kr. 1999, 21 ma.kr. eða 3,3% af VLF í fyrri og ætti að verða um 19½ ma.kr. og 2,8% af VLF á árinu 2001. Lækkun afkomuhlutfallsins er þó í samræmi við minni hagvöxt og sveifluleiðréttur afgangur gæti því orðið svipaður árin 2000 og 2001.

Tafla 6 Yfirlit ríkisfjármála

Ma.kr. á rekstargrunni	Áætlun Fjárlög		
	1999	2000	2001
Tekjur samtals.....	222,6	222,0	253,1
þ.a. söluhagnaður.....	16,1	0,6	15,5
Tekjur án eignasölu	206,6	221,5	237,5
Gjöld samtals.....	199,0	201,7	219,2
þ.a. óvenjulegar lífeyrisskuldbind. .	6,7	1,3	1,0
Tekjujöfnuður	23,6	20,4	33,9
án eignasölu	7,6	19,8	18,4
án eignasölu og óvenjul. líf.skuldb.	14,3	21,1	19,4
Jöfnuður skv. skilgr. Þjóðhagsstofnunar	14½	21	19½
sveifluleiðréttur.....	10	15	16½
Jöfnuður, hlutfall af VLF (%)	2,3	3,3	2,8
sveifluleiðréttur (%).....	1,6	2,2	2,3

Heimildir: Ríkisbókhald, Þjóðhagsstofnun og áætlanir Seðlabankans.

Venjuleg sveifluleiðrétting Seðlabankans, án eignasölutekna og óvenjulegra lífeyrisútgjalda, miðast nú við að landsframleiðsla sé um 1½% yfir langtímaleitni. Þannig leiðréttur verður afgangur á þessu ári um 16½ ma.kr. fremur en 19½ ma.kr., ef einungis er leiðrétt fyrir söluhagnaði og sérlegum lífeyri. Sveifluleiðréttingin tekur hins vegar ónógt tillit til tekna ríkissjóðs af eyðslu þjóðarinnar umfram tekjur, þ.e. af viðskiptahallanum, sem og af tekjusköttum fyrirtækja, sem eru tiltölulega næmir fyrir hagsveiflunni. Líklegt er að tekjur af viðskiptahallanum nemi 6-8 ma.kr. og að skattgreiðslur fyrirtækja dragist saman þegar hægir á hagvexti. Eftir sem áður virðist fullleiðrétt afkoma ríkissjóðs réttum megin við strikið – án hagnaðar af eignasölu. Hitt er sjálfstætt umhugsunarefni hvort ekki hefði átt að beita ríkisfjármálunum enn markvissar til að auka þjóðhagslegan sparnað.

Í þessu sambandi ber að hafa í huga að ríkissjóður hefur á undanförunum mánuðum tekið á sig umtalsverðar byrðar. Skattalækkanir og framlög vegna sveitarfélaga, sem nema nær 2,5 ma.kr. koma reyndar að fullu fram á árinu 2001. Lög um fæðingarorlof kosta varla minna en 2 milljarða króna umfram fyrri lög þegar öll kurl koma til grafar, en minna en helmingur þess kemur fram á þessu ári. Einungis um 0,6 ma.kr. af fyrirhugaðri 1,5 ma.kr. hækkun barnabóta kemur fram nú. Til viðbótar koma svo aukin útgjöld vegna samnings við framhaldsskólakennara og öryrkjádóms. Með þessum ákvörðunum hefur verið gengið á það svigrúm sem ríkissjóður var búinn að skapa sér til að takast á við hugsanlegan samdrátt í efnahagslífinu.

Sveitarfélög að rétta úr kútnum?

Halli á rekstri sveitarfélaga virðist hafa orðið litlu minni á árinu 2000 en árið áður, um 3 ma.kr., sem er um 5% af tekjum og 0,5% af vergri landsframleiðslu. Á þessu ári er hins vegar von til að staða sveitarfélaganna batni, enda hafa þau nýtt sér stórauknar álagningarheimildir og hækkað meðalútsvar úr 11,96% árið 2000 í 12,68% nú. Jöfnunarsjóður sveitarfélaga fékk á fjárlögum 1,1 ma.kr. til að greiða niður fasteignagjöld í sveitarfélögum þar sem fasteignaverð er lágt, en fasteignagjöldin lækka á móti. Loks renna á árinu 2001 0,7 ma.kr. sérstaklega til sveitarfélaga sem tapað hafa tekjum vegna fólksfækkunar. Af fjárhagsáætlunum stærstu sveitarfélaganna má ráða að

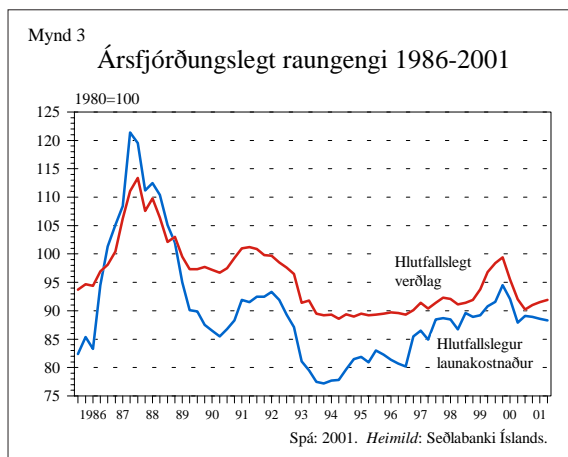
stefnt gæti í að heildarafkoma sveitarfélaga í landinu yrði um 2 ma.kr. betri í ár en í fyrra. Nokkur óvissa ríkir þó um áhrif nýgerðra kennarasamninga.

Raugengi hefur lækkað

Raugengi krónunnar hefur lækkað umtalsvert á síðustu mánuðum samfara lægra nafngengi krónunnar, eins og sjá má á mynd 3. Miðað við fyrirbyggjandi verðbólguþá verður raugengið á árinu 2001 rúmlega 2% lægra en 20 ára meðaltal á mælikvarða launa og rúmlega 4½% á mælikvarða verðlags. Í síðustu *Peningamálum* var sett fram sú greining að hátt raugengi væri ekki meginundirrót viðskiptahallans. Sú greining stendur enn. Staða raugengisins nú miðað við fyrri sögu bendir heldur ekki til þess að það sé allt of hátt. Sama má segja um þá staðreynd að útflutningsvöxtur í þeim greinum sem ekki eru háðar framboðstakmörkunum hefur verið fremur góður að undanförmum og afkoma þokkaleg. Þá vekur athygli að þótt afkoma í atvinnurekstri virðist hafa versnað á síðasta ári benda árschlutauppgjör til að meginskýringin sé meiri fjármagnskostnaður vegna meiri skuldsetningar og lægra gengis. Hagnaður fyrir fjármagnskostnað virðist hins vegar ekki hafa minnkað. Að lokum má benda á að of hátt raugengi birtist yfirleitt í veikum hagvexti og atvinnuleysi en slíkt er alls ekki upp á teningnum hér.

Virgni peningastefnunnar

Nokkur umræða hefur að undanförmum átt sér stað um virkni peningastefnunnar. Í þeirri umræðu hefur borðið á tveimur fullyrðingum sem vert er að gefa gaum.



Sú fyrri er að peningastefnan hafi ekki nema mjög takmörkuð áhrif á innlenda eftirspurn annars vegar sakir þess að margir aðilar eigi leið framhjá aðhaldi Seðlabankans í gegnum erlendar lántökur og hins vegar sakir þess að lánsfjárefnir sé lítið næm fyrir vöxtum. Sú seinni er að aðhald peningastefnunnar eigi veigamikinn þátt í þeim gríðarlega viðskiptahalla sem myndast hefur á undanförmum árum.

Seðlabankinn hefur ekki dregið fjöður yfir að óheftur aðgangur að erlendu lánsfjármagni dregur úr virkni peningastefnunnar. Það er hins vegar langur vegur frá að þessi aðgangur geri peningastefnuna óvirka. Aðeins hluti lántakenda á kost á lánum með erlendum kjörum. Sá aðgangur er ekki ótakmarkaður (þar sem erlendar lánastofnanir hafa þök á hversu mikið þær lána til íslenskra banka eða einstakra fyrirtækja). Rannsóknir og innlend reynsla sýna hins vegar að Seðlabankavextir hafa töluverð áhrif á aðra innlenda vexti. Sérstaklega eru áhrifin sterk á óverðtryggða bankavexti. Vaxtateygni lánsfjárefnirnar er fremur lítil til skemmri tíma og því tekur það töluverðan tíma fyrir vaxtahækkunir Seðlabankans að hafa áhrif á innlenda eftirspurn. En þau áhrif koma fram að lokum, jafnvel þótt heimilin taki lítið tillit til vaxtastigsins við útgjaldaákvörðunir. Áhrif aukinnar vaxtabyrði verða ekki umflúin. Sama má segja um fyrirtækin þótt ætla megi að fyrirfram áhrif vaxtanna á útgjöld þeirra séu meiri. Það er reyndar viss mótsögn að halda því fram samtímis að vaxtatekið virki ekki og að háir vextir séu ógnun við framtíðarhagvöxt. Hitt má til sanns vegar færa að væri fælingarmáttur vaxtanna á útgjöld meiri gætu áhrifin komið mjúklegar fram en þegar þeir bíta lítið fyrir en þeir birtast í greiðslubyrðinni. Hættan við það er sú að vanskil aukist svo að stöðugleika bankakerfisins verði hætta búin.

En eru þá engin takmörk fyrir peningalegu aðhaldi í litlu opnu hagkerfi eins og því íslenska? Jú, það er hugsanlegt að svo sé. Aukið aðhald gæti virkað síður ef það er ekki trúverðugt, t.d. vegna þess að vaxtastig og vaxtamunur eru miklu hærri en dæmi eru um frá öðrum löndum. Ísland hefur hins vegar ekki enn náð þessum mörkum, enda ýmis dæmi um mun hærri seðlabankavexti og vaxtamun gagnvart útlöndum en er nú hér. Um þessar mundir er skammtíma nafnvaxtamunur gagnvart útlöndum um 6½% hér á landi, raunvaxtamunur er um 5% og raunvextir Seðlabankans eru rúm 6½%. Um áramótin 1989-1990 fór nafnvaxtamunur Ástralíu gagnvart Banda-

ríkjadal í 10%, raunvaxtamunur í 7½% og raunvextir seðlabankans í 10%. Annað dæmi er Nýja-Sjáland á seinni hluta árs 1990, en þá fóru þessar tölur í 7%, 8½% og 10½%. Þriðja dæmið er svo Bretland 1990-1991 en þar varð nafnvaxtamunur gagnvart þýska markinu 7%, raunvaxtamunur 6% og raunvextir 7½%. Í Bretlandi endaði þetta í gjaldeyriskreppunni 1992, enda fylgdu Bretar þá fastgengisstefnu. Hin löndin voru á verðbólgu markmiði og aðhaldið skilnaði sér eftir nokkurn tíma í minni verðbólgu og lægri hagvöxtur var aðeins tímabundinn.

Seðlabankinn hefur ekki dregið dul á að aukið aðhald í peningamálum geti aukið viðskiptahalla til skamms tíma. Hækkun Seðlabankavaxta hækkar raungengið um hríð. Þegar frá líður minnkar hins vegar innlend eftirspurn og verðbólga. Raungengi og viðskiptajöfnuður fara þá í sama far þar sem peningastefna hefur fyrst og fremst áhrif á verðbólgu til lengdar.

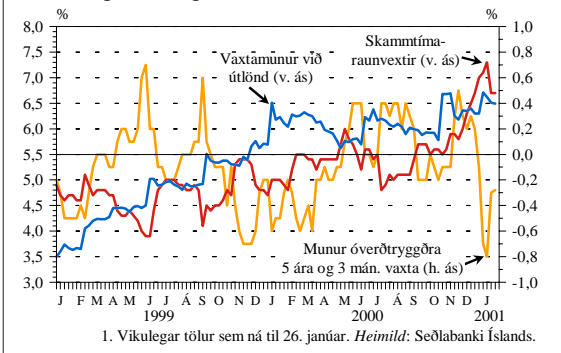
Hversu stór gætu þessi skammtímaáhrif verið? Er hugsanlegt að meginhluti núverandi viðskiptahalla skýrist af aðhaldssamri peningastefnu? Mat hagfræðisviðs Seðlabankans bendir til að á undanföllum misserum gæti raungengi hafa hækkað um 2-3½% vegna aukins aðhalds í peningamálum. Er þá miðað við tímabilið frá 1996 til fyrri hluta árs 2000, en þá náði gengið hámarki. Áhrifin á viðskiptajöfnuð af þessari tímabundnu hækkun raungengis eru nokkuð óviss en áætlanir benda til að þau liggja á bilinu ½-2½% prósentustig af landsframleiðslu eftir 1-2 ár. Þau minnka síðan þegar frá líður. Til samanburðar má geta þess að á þessu tímabili hækkaði raungengið um 10½% og viðskiptahalli jókst um 7½ prósentustig. Það er því alveg ljóst að peningastefnan á ekki sök á nema litlum hlut í þessari þróun, enda ýmsar aðrar skýringar nærtækari. Nánar er fjallað um áhrif seðlabankavaxta á viðskiptahalla í sérstakri ramma grein.

Aðhaldsstig peningastefnunnar

Sé tekið mið af vöxtum hefur aðhaldsstig peningastefnunnar heldur aukist frá því í nóvember sl. Þegar *Peningamál* komu síðast út. Skammtíma vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur haldist svipaður og hann var eftir vaxtahækkun Seðlabankans 1. nóvember en skammtíma raunvextir hafa hækkað verulega samfara því að verðbólguvæntingar hafa minnkað. Undir lok

Mynd 4

Skammtímaraunvextir, vaxtamunur og munur langtíma- og skammtíma vaxta 1999-2001¹



janúar voru raunvextir Seðlabankans rúmt 6½%, ef miðað er við verðbólguálag ríkisskuldabréfa. Þeir hafa aldrei verið hærri frá því að fjármagnshreyfingar urðu óheftar í upphafi árs 1995. Það er jafnframt til marks um aðhaldsstigið að skammtíma vextir eru nú nokkuð fyrir ofan óverðtryggða vexti til lengri tíma, sem bendir til þess að markaðsaðilar vænti lægri skammtíma vaxta í framtíðinni. (Nánar er fjallað um þær væntingar sem lesa má út úr vöxtum um þessar mundir í rammagrein með grein um fjármálamarkaði og aðgerðir Seðlabankans hér á eftir). Það vegur nokkuð á móti þessu aðhaldi vaxtanna að gengi krónunnar var undir lok janúar rúmlega 3½% lægra en 1. nóvember sl.

Sú greining sem lögð var fram í síðasta hefti *Peningamála* að aðhald í peningamálum virki með fullum þunga um þessar mundir eftir vaxtaleiðinni stendur því óhögguð. Jafnframt koma fram vísbendingar um að vaxtahækkun Seðlabankans séu nú að skila sér á þeim sviðum sem eru vaxtanæmust, svo sem á fasteignamarkaði. Þrátt fyrir þetta telur Seðlabankinn ekki enn tímabært að slaka á aðhaldi í peningamálum. Ástæður þess eru einkum tvær. Í fyrsta lagi eru vísbendingar um hjöðnun ofpenslu ekki enn ótvíræðar, eins og kom fram fyrir í greininni. Í öðru lagi hefur gengi krónunnar á undanföllum vikum fæst nær lægri vikmörkum gengisstefnunnar. Seðlabankinn mun sem áður vaka gaumgæfilega yfir ástandinu. Komi fram skýrar vísbendingar um að hagkerfið sé að kólna hratt niður kann að verða slaknað á aðhaldi í peningamálum á næstu mánuðum. Slíkar vísbendingar liggja ekki fyrir nú.

Rammi 3 Áhrif peningastefnunnar á viðskiptajöfnuð

Að undanfögnu hefur heyrst að aðhaldssöm peningastefna Seðlabanka Íslands hafi átt stóran þátt í þeim mikla viðskiptahalla sem nú er til staðar. Í því ljósi er vert að skoða nánar tengsl peningastefnunnar við viðskiptahallann og hlut Seðlabankans í þróun undanfarinna missera.

Aðhaldsaðgerðir Seðlabankans endurspeglast í hækkun stýrivaxta bankans sem yfirleitt leiðir til hækkandi nafngengis krónunnar. Sé verðlag tregbreytilegt til skamms tíma mun þessi hækkun nafngengis orsaka hækkun raungengis. Slík hækkun nafngengis orsakar þó einungis hækkandi raungengi til skamms tíma. Til lengri tíma litið mun nafngengishækkunin valda lækkun innlends verðlags og raungengið leita aftur í langtíma-jafnvægisgildi sitt, sem kallast jafnvægisraungengi.¹ Það leiðir af þessu að peningamálaaðgerðir Seðlabankans geta eingöngu haft áhrif á raungengi til skamms tíma. Til langs tíma leitar raungengið aftur í jafnvægisgildi sitt og áhrif aðgerða Seðlabankans ganga til baka.

Að öðru óbreyttu orsakar hækkandi raungengi í kjölfar aðhaldsaðgerða í peningamálum samdrátt í útflutningi og vaxandi innflutning. Halli á viðskiptum við útlönd eykst því að öðru óbreyttu í kjölfar aðhaldsaðgerða í peningamálum. Þessi áhrif geta hins vegar einungis verið tímabundin þar sem innlent verðlag mun á einhverjum tímamarki byrja að lækka og raungengið að leita aftur í jafnvægisgildi sitt.

Frá árinu 1996 til fyrri hluta 2000 þegar raungengi krónunnar náði hámarki hefur það hækkað um 10½%. Að stórum hluta má líklega rekja þessa hækkun til uppsveiflu síðustu ára. Það er hins vegar áhugavert að reyna að meta hversu stóran hluta þessarar hækkunar megi rekja til aðhaldsaðgerða Seðlabankans á undanfögnu árum.

Til að meta þessi áhrif eru þrjár leiðir farnar. Í fyrsta lagi má gera ráð fyrir því að sá hluti raungengishækkunarinnar sem rekja má til aðgerða Seðlabankans samsvari hækkun nafngengis krónunnar á tímabilinu, en nafngengi krónunnar styrktist um 5,9% frá árinu 1996 til fyrri árs-helmings ársins 2000. Þetta samsvarar því að gera ráð fyrir að rekja megi alla nafngengishækkunina til aðgerða bankans og að litið sé framhjá áhrifum þessarar hækkunar nafngengis á innlent verðlag. Áætla má að nafngengis-

hækkunin, og aðhaldsaðgerðir bankans almennt, hafi dregið úr hækkunum innlends verðlags og því unnið á móti áhrifum hækkunar nafngengis á raungengi. Það er því rökrétt að gera ráð fyrir því að þetta mat gefi algert hámark á áhrif aðhaldsaðgerðanna á raungengi krónunnar.

Önnur aðferð byggir á því að nafngengisbreytingar hafi mótvirkandi áhrif á innlent verðlag. Samkvæmt verðbólguhlíkani Seðlabankans orsakar 1% nafngengishækkun krónunnar 0,4% lækkun á innlendu verðlagi til langs tíma, þar sem 0,4 er hlutur innfluttra vara í innlendu neysluverðlagi. Sé gert ráð fyrir því að innlend laun og erlent verðlag séu óbreytt er því hægt að reikna út þá raungengishækkun sem rekja má til aðgerða Seðlabankans sem 60% af hækkun nafngengis krónunnar. Þetta mat byggir því á þeirri forsendu að alla nafngengishækkun krónunnar megi rekja til aðgerða Seðlabankans og að innlent verðlag hafi lækkað í kjölfar gengishækkunarinnar í samræmi við tölfræðilíkön bankans.

Þriðja aðferðin byggir á jafnvægissskilyrðum innlends verðbréfa- og gjaldeyrismarkaðar. Samkvæmt þeim gildir að raunvaxtamunur innlendra og erlendra fjáreigna sé jafngildur væntri breytingu raungengis krónunnar. Samkvæmt þessu samsvarar jákvæður raunvaxtamunur því að fjárfestar vænti þess að raungengi krónunnar lækki til að vænt raunávöxtun innlendra og erlendra fjárfestinga sé jafngild. Ef gert er ráð fyrir því að erlendir raunvextir séu óbreyttir og að vænt framtíðarraungengi sé fast er hægt að meta hlut Seðlabankans í hækkun raungengisins sem hækkun skammtímaraunvaxta yfir tímabilið. Þetta dæmi byggir því á þeirri forsendu að hækkun skammtímaraunvaxta megi að öllu leyti rekja til aðhaldsaðgerða bankans.

Til að meta framlag Seðlabankans til hækkunar raungengis krónunnar á tímabilinu er notast við 3 mánaða ríkisvixlavexti sem skammtímavexti og verðbólguvæntingar mældar út frá vaxtamuni óverðtryggðra ríkisbréfa og verðtryggðra ríkisskuldabréfa til að reikna út skammtímaraunvexti. Á tímabilinu frá 1996 hafa skammtímaraunvextir mældir á þennan hátt hækkað um 2% og nafngengi krónunnar um 5,9% eins og áður hefur komið fram.

Samkvæmt þessu mati má í mesta lagi rekja um 6% af hækkun raungengisins til aðgerða Seðlabankans. Það gerir hins vegar, eins og áður er komið fram, ráð fyrir að öll nafngengishækkun hafi átt rætur að rekja til stefnu Seðlabankans og ekki er tekið tillit til þess að herra nafngengi stuðlar að lægra verðlagi. Raunhæfara mat er því að þess-

1. Umfjöllun um jafnvægisraungengi krónunnar má finna í grein Arnórs Sighvatssonar, „Jafnvægisraungengi krónunnar“ í *Fjármála-tíðindum*, 47, 2000, 5-22.

ar aðgerðir hafi orsakað 2-3½% hækkun raungengis. Vert er að ítreka að þessi áhrifa geta eingöngu verið tímabundin. Til lengri tíma litið getur stjórn peningamála ekki haft áhrif á raunvexti og raungengi.

Mikil óvissa er um áhrif raungengisbreytinga á viðskiptahalla á Íslandi vegna skorts á rannsóknum og takmarkaðrar getu þjóðhagslíkans Þjóðhagsstofnunar til að spá fyrir um langtímasambönd. Þjóðhagslíkanið og einfaldar tölfræðirannsóknir á sambandi viðskiptahalla og raungengis gefa þó til kynna að ofangreindar raungengis-

hækkanir auki viðskiptahallann um ½-2½% 1-2 árum síðar.

Ítreka ber að mikil óvissa ríkir um þessar niðurstöður og því verður að túlka þær með varúð. Þær gefa þó til kynna að aðeins tiltölulega lítinn hluta hækkunar raungengis krónunnar og versnandi viðskiptajafnaðar undanfarinna ára megi rekja til aðhaldsaðgerða Seðlabankans. Mun stærri hluta má því rekja til þeirra miklu ofpenslu sem ríkt hefur innanlands á undanförunum árum sem aðgerðir Seðlabankans hafa einmitt beinst gegn.