

## Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum<sup>1</sup>

### Verðbólguhjöðnun krefst aðhalds

Verðlagsþróun var mun hagstæðari á þriðja ársfjórðungi en reiknað var með í spá Seðlabankans í ágúst sl. Verðbólgan mæld sem tólf mánaða hækkun verðlags hefur því hjaðnað frá því í vor. Einnig er nú minni munur á verðbólgu og í viðskiptalöndum þar sem hún hefur ágerst m.a. vegna hækkunar olúverðs. Verðlagshorfur fyrir næsta ár hafa hins vegar versnað, þar sem gengi krónunnar er lægra nú en síðla sumars. Seðlabankinn spáir að verðbólga verði rúm 5% á milli áráanna 2000 og 2001 en 4,6% yfir árið 2001. Miðað við óbreytt gengi eru hins vegar horfur á að verðbólga hjaðni í 3% á árinu 2002. Áhrif nýlegrar 0,8% vaxtahækkunar Seðlabankans eru hins vegar ekki komin fram nema að hluta og því hugsanlegt að þau nægi til að koma verðbólgu niður á svipað stig og í viðskiptalöndum eftir u.þ.b. tvö ár; eins og stefnt er að. Mikil og vaxandi spenna á vinnumarkaði og verulegur viðskiptahalli eru hins vegar áfram áhættuþættir varðandi verðlagsþróunina. Útlánavöxtur hefur ekkert hjaðnað og er enn langt fyrir ofan það sem samrýmist stöðugleika. Þá eru vísbendingar um að verulega hafi hægt á framleiðniaukningu áhyggjuefni. Velta hefur aukist minna en á síðasta ári og töluvert hefur dregið úr umsvifum á húsnæðismarkaði. Þar koma til áhrif hærri vaxta m.a. vegna aðhaldssamrar peningastefnu. Verri horfur um útflutningsframleiðslu, herra vaxtastig, verðlækkun hlutabréfa, vaxandi greiðslubyrði af skuldum, aukin skattbyrði og almennt minni bjartsýni munu að líkindum stuðla að minni vexti eftirspurnar á næsta ári. Því er líklegt að umtalsvert dragi úr hagvexti eins og reyndar er spáð. Aðhaldsstig stefnunnar í ríkisfjármálum hefur aukist á síðustu tveim árum og hefði innlend eftirspurnarþensla orðið mun meiri án þess. Í ljósi mikillar innlendar eftirspurnar og viðskiptahalla hefði reyndar verið æskilegt að auka aðhald meira. Á næsta ári eykst aðhald lítillaga til viðbótar. Aðhaldsstig peningastefnunnar er verulega mikið eftir vaxtahækkun Seðlabankans 1. nóvember og verður það áfram þar til að ótvíræð merki sjást um hjöðnun ofpenslu og forsendur verðstöðugleika hafa styrkst.

*Verðbólgan hjaðnar er dregur úr áhrifum verðhækkana húsnæðis og bensíns*

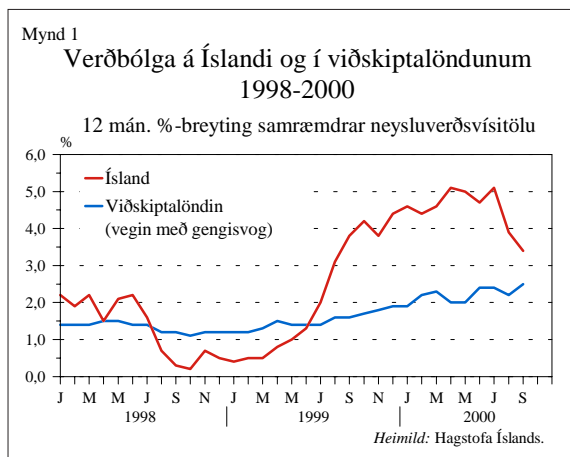
Undanfarna þrjú mánuði hefur dregið nokkuð úr verðbólgu mældri sem hækkun vísitölu neysluverðs yfir 12 mánuði. Verðbólgan varð mest 6% í apríl, en var 4,2% í októberbyrjun. Verðbreytingar á milli mánaða hafa hins vegar verið mjög sveiflukenndar. T.d. lækkaði vísitala neysluverðs um ½% í ágúst en hækkaði um 1% í október. Þessar sveiflur má meðal annars rekja til árstíðabundinna verðlagsbreytinga,

t.d. útsölu fatnaðar, sem stundum geta hníkast til á milli mánaða. Því er ástæða til að vara við oftúlkun mánaðarlegra verðlagsbreytinga.

Á sama tíma og verðbólga hefur hjaðnað nokkuð hérlandis hefur hún aukist í helstu viðskiptalöndum Íslands. Í september hafði vísitala neysluverðs hækkað um 2,8% yfir tólf mánuði á evrusvæðinu og um 3,5% í Bandaríkjunum. Á sama tíma var verðbólgan 4% á Íslandi en aðeins 3,4% ef verðbólga hér er mæld á sama kvarða og á evrusvæðinu.<sup>2</sup> Í viðskiptalöndun-

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

2. Munurinn stafar einkum af því að verðhækkun húsnæðis kemur ekki fram með sama hætti í samræmdri vísitölu neysluverðs á EES-svæðinu.



um var verðbólga að meðaltali 2,5%. Það hefur því töluvert dregið saman með Íslandi og viðskiptalöndunum á síðustu mánuðum eins og sjá má á mynd 1.

Meginástæða þess að nokkuð hefur dregið úr verðbólgu að undanförunu er að verð þeirra liða sem undanfarin 2 ár hafa haft mest áhrif, húsnæðis og bensíns, hefur hækkað heldur minna að undanförunu en á fyrri hluta ársins og í fyrra. Verðhækkun húsnæðis og bensíns á þó enn stóran þátt í verðbólgunni sé litið til síðustu 12 mánaða. Þótt dregið hafi úr verðhækkun húsnæðis hækkar það enn nokkuð ört. Á árskvörðu nam verðhækkun íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu yfir tímabilið frá maí til ágúst 8½% samanborið við 17½% á sama tíma í fyrra og 15% hækkun yfir 12 mánuði til loka ágúst.

Einnig hefur komist meira jafnvægi á bensínverð. Reyndar lækkaði bensínverð á heildina lítið frá júlí til október, þrátt fyrir hækkun í október, og sé litið til 12 mánaða skýrir verðhækkun bensíns nú innan við ½% af hækkun neysluverðlags, samanborið við 1% fyrir ári. Bensínverð hækkaði síðast í byrjun nóvember og er nú nálægt fyrra hámarki. Síðustu hækkun er erfitt að skýra útfrá hækkun á innkaupsverði bensíns, heldur virðist fremur vera um viðbrögð við innlendum kostnaðarbreytingum eða aukna álagningu að ræða. Þótt verð á bensíni muni án efa sveiflast bendir fátt til jafnmikillar sveiflu næstu misseri og undangengið 1½ ár.

Á sama tíma og dregur úr áhrifum verðhækkunar húsnæðis og bensíns á vísitölu neysluverðs hefur verðhækkun innlendrar þjónustu vaxandi áhrif. Verð hennar, að opinberri þjónustu undanskilinni, hefur hækkað um 6,6% undanfarið ár og skýrir nú næstum

því jafnmikinn hluta verðbólgunnar og húsnæðisverð eða 1,3% af hækkun vísitölu neysluverðs undanfarna 12 mánuði. Þessi þróun þarf ekki að koma á óvart, þar sem þjónusta er oft vinnuafslsfræk, auk þess sem hún verður fyrir takmarkaðri erlendri verðsamkeppni og er því sérstaklega næm fyrir innlendum kostnaðarbreytingum.

Í ljósi þeirrar sveiflu sem einkennt hefur gengi krónunnar og innbyrðis gengi erlendra gjaldmiðla á árinu er áhugavert að skoða verðþróun innfluttrar vöru. Í september var gengi krónunnar að meðaltali u.þ.b. 4% lægra en í desember 1999 og 5½% lægra en í apríl, þegar krónan var sterkust. Í október lækkaði gengi krónunnar enn frekar. Ekki verður séð að gengishækkunin fram á þetta ár hafi sett verulegt mark á verðlagsþróun á árinu, og í sumum tilfellum var þróun verðlags á skjön við gengisþróun. Hafi markaðsaðilar litið á hækkun gengis krónunnar fram á vormánuði sem tímabundna kann það að hafa dregið úr verðlagsáhrifum hennar, enda fylgir því nokkur kostnaður að breyta verðum. Gengislækkunin í sumar kann með sömu rökum að hafa haft minni áhrif en ella að því marki sem gengishækkun sem ekki hafði verið tekið tillit til við verðlagningu til neytenda gekk til baka. Þess ber einnig að gæta að gengisbreyting gagnvart evru hefur verið tiltölulega lítil og hefur að sama skapi lítil áhrif á verðlag vöru sem flutt er inn frá evrusvæðinu. Mikil lækkun krónu gagnvart Bandaríkjadal hefur hins vegar haft bein áhrif á bensínverð, enda er bensín á alþjóðlegum markaði verðlagt í Bandaríkjadöllum og samkeppni frá evrusvæðinu veitir ekki aðhald á bensínmarkaði eins og í ýmsum öðrum viðskiptum.

Eins og fram hefur komið í fyrri heftum *Peningamála* var verðþróun innfluttra matvæla á síðari hluta ársins 1999 mjög á skjön við gengishreyfingar og erlenda verðlagsþróun. Hækkun á verði innfluttra matvæla sem þá varð, þrátt fyrir hækkun gengis, hefur nú að nokkru leyti gengið til baka. Verðlag innfluttra matvæla var í október álfka hátt og fyrir ári, en þess ber að geta að fyrir rúmu ári varð veruleg verðhækkun sem ekki gætir í 12 mánaða breytingu vísitölnunnar. Verð innfluttra bíla og verðlag annarrar innfluttrar vöru að bensíni undanskildu er einnig svipað og fyrir ári. Síðastliðið sumar mátti reyndar greina tímabundna lækkun á verði innfluttra bifreiða, en lækkun á innflutningsgjöldum stærri bifreiða gæti einnig hafa átt hlut að máli. Breytingar á árstíðar-

sveiflu í verðlagi fatnaðar kunna að hafa haft áhrif á síðustu mælingar, en áhrif sumarútsalna ættu nú að vera gengin til baka. Verðlag fatnaðar er nú svipað og áður en útsölur hófust. Því virðist sem lækkun á gengi krónunnar í sumar hafi ekki leitt til hækkunar að útsölum loknum.

Verðbólguhjöldunin í ágúst og september til samans varð nokkru meiri en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í spá sinni sem birt var í ágústhefti *Penningamála*. Þar var reiknað með 1,8% hækkun vísitölu neysluverðs milli annars og þriðja ársfjórðungs, en niðurstaðan varð hækkun um 0,5%. Að nokkru leyti má rekja minni hækkun en reiknað var með til sterkari áhrifa af völdum sumarútsölu á fatnaði auk þess sem bensínverð lækkaði. Að verulegum hluta er þó erfitt að skýra frávikid með þróun einstakra liða. Þrátt fyrir þetta ofmat á verðbólgu er meðalskekkjan í spám Seðlabankans einn ársfjórðung þó neikvæð um 0,06% á tímabilinu frá 1. ársfj. 1999 til 3. ársfj. 2000, enda vanspáði bankinn verðbólgu ársfjórðungana á undan.

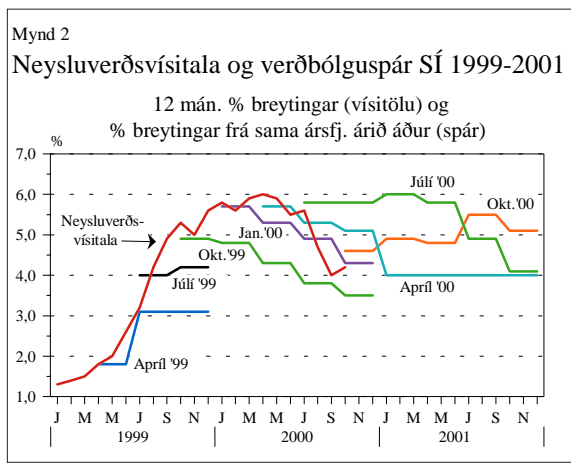
Er verðbólguhjöldunin sem orðið hefur frá því í apríl varanleg eða er að einhverju leyti um tímabundin áhrif að ræða? Við þessari spurningu er einungis hægt að gefa skilyrt svör. Haldist gengi krónunnar stöðugt verður að telja fremur líklegt að mesta verðuppsveiflan í húsnæðis- og bensínverði sé að baki. Vísbendingar af húsnæðismarkaði benda til þess að heldur sé farið að hægja á eftirspurn, enda er húsnæðisverð nú þegar orðið hátt í sögulegu samhengi og ávöxtunarkrafa húsbreifa hefur hækkað umtalsvert frá því fyrir ári. Húsnæðisverð gæti þó haldið

áfram að hækka á meðan atvinnuhorfur versna ekki, kaupmáttur vex og fólksstraumur til höfuðborgarsvæðisins heldur áfram. Raunverð húsnæðis hefur nú hækkað um u.þ.b. 30% frá árinu 1997. Ýmis dæmi eru um töluvert meiri raunhækkun fasteignaverðs á fáum árum, t.d. á Norðurlöndum, Bretlandi, Japan o.fl. löndum undir lok 9. áratugarins og Írlandi á undanförunum árum (sjá grein um írsk efnahagsmál á bls. 64). Í öllum tilvikum tengdist hækkunin miklu ójafnvægi í þjórðarbúskapnum og gekk að miklu eða jafnvel öllu leyti til baka (að Írlandi undanskildu sem enn er í uppsveiflu) þegar þjórðarbúskapurinn leitaði jafnvægis á ný. Erfitt er hins vegar að sjá fyrir hvenær eða hve snögglega slík umskipti eiga sér stað, en þegar þau verða gæti verðbólga hjaðnað hratt að öðru óbreyttu. Meginóvissan á verðlagsþróun á næstu misserum felst í gengi krónunnar annars vegar og í launþróun hins vegar. Að því er gengið áhrærir togast annars vegar á aðhaldssöm peningastefna, sem stuðlar að því að gengi krónunnar haldist sterkt, og hins vegar vaxandi þrýstingur á gengi krónunnar vegna mikils viðskiptahalla, versnandi hagvaxtarhorfa og meiri verðbólgu en í viðskiptalöndunum. Fjármögnun hallans gæti orðið torsóttari eftir því sem fram líða stundir.

Gerð var könnun í september á verðbólguvæntingum almennings.<sup>3</sup> Að meðaltali spáðu svarendur 4,5% verðbólgu næstu 12 mánuði, samanborið við 5,4% í könnun sem gerð var í maí. Væntingar almennings virðast því vera á svipuðu róli og verðbólguvæntingar markaðsaðila á sama tíma, sem bendir e.t.v. til þess að almenningur sé vel upplýstur um gang mála. Mat þeirra á verðlagshorfum kann þó að ráðast í ríkum mæli af verðbólgu liðins tíma, sem var mjög svipuð.

*Verðbólguþá: Verðbólga hjaðnar því aðeins á næsta ári að gengi krónunnar hækki eða hraðar dragi úr eftirspurnarspennu*

Verðbólguþáin sem hér er lögð fram ber þess merki að hún er gerð í kjölfar umtalsverðrar lækkunar á gengi krónunnar. Í spám Seðlabankans er að jafnaði reiknað með óbreyttu gengi frá þeim tíma sem spá er gerð, í þessu tilfelli 1. nóvember. Tvær ástæður eru fyrir þessari tæknilegu forsendu: Í fyrsta lagi sýnir



3. Könnunin var gerð af PricewaterhouseCoopers fyrir Seðlabanka Íslands.

reynslan að spár um skammtímagengisbreytingar eru næsta gagnslitlar þegar gengi ræðst að verulegu leyti af markaðsöflum. Til skamms tíma er óbreytt gengi að jafnaði skásta spáin. Í öðru lagi er ekki æskilegt að Seðlabankinn opinberi hugsanlegar aðgerðir á gjald-eyrismarkaði eða í vaxtamálum í gegnum verðbólgu-spárnar, þ.a. umfram þau vikmörk sem stefnan í gengismálum kveður á um ( $\pm 9\%$  frá miðgengi). Vegna þess hve gengi krónunnar hefur lækkað undanfarna mánuði, þrátt fyrir nokkra hækkun í byrjun mánaðarins, verður þessi tæknilega forsenda til þess að spád er heldur meiri verðbólgu yfir næsta ár en gert var í ágúst. Á móti kemur að þriðji fjórð-ungur þessa árs kom mun betur út en spád var, eins og komið hefur fram. Því er nú aðeins reiknað með 4,5% hækkun vísitölu neysliverðs yfir árið 2000, samanborið við 5,6% í spánni sem birt var í ágúst, auk þess sem það hefur þau áhrif að hækkun árs-meðaltals vísitölnunnar verður nánast hin sama á þessu og næsta ári eða 5,2% og 5,1%. Á næsta ári er reiknað með 4,6% hækkun yfir árið eða u.þ.b. jafn-

Tafla 1 Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungs-breytingar				
Breyting frá fyrra ársfjórð-ungi (%)	Vísitölu-gildi	Ársfjórðungs-breyting á árs-grundvelli (%)	Breyting frá sama árs-fjórðungi 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	1,5	202,8	6,1	4,6
2001:1	1,3	205,5	5,4	4,9
2001:2	1,4	208,4	5,7	4,8
2001:3	1,2	210,8	4,8	5,5
2001:4	1,1	213,1	4,4	5,1

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

Skýgt svæði sýnir spá.

mikilli verðbólgu og á þessu ári. Þegar líða tekur á næsta ár er gert ráð fyrir nokkurri hjöðnun verðbólgu og að hún verði komin niður í 3% undir lok ársins 2002.

Auk stöðugs gengis er í þessari spá gert ráð fyrir rúmlega 7% hækkun launa á þessu ári og hækkun um rúmlega 5% á því næsta. Það felur í sér að reiknað er með heldur minna launaskriði á næsta ári en verið hefur á þessu. Gert er ráð fyrir að framleiðni vaxi heldur hægar en undanfarið eða um 1% á ári næstu tvö árin.

Tafla 2 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	1,0	1,0
Innflutningsverð í erlendri mynt ....	3,0	2,5	1,5

Miðað við ofangreindar forsendur eru horfur á að verðbólga verði enn um sinn töluvert meiri hér á landi en í helstu viðskiptalöndum og meiri en svo að viðunandi sé. Launaþróun er að mestu leyti ákvörðuð af kjarasamningum sem þegar hafa verið gerðir og því tæpast hægt að reikna með umtalsvert hagstæðari verðþróun en gert er í grunnspánni nema gengi krónunnar hækki miðað við það gengi sem miðað er við í spánni. Sé gengið út frá sömu forsendum og notaðar eru í grunnspánni, en gengi krónunnar leyft að hækka um 0,7% frá 1. nóvember til áramóta, 1,5% yfir árið 2001 og 2% árið eftir yrði verðbólguhraðinn kominn niður í tæp 4% í lok næsta árs og 2½% í lok ársins 2002 og fer þá að nálgast þá verðbólgu sem er í helstu viðskiptalöndum okkar.

Það er umhugsunarefni hvort sú forsenda að launaskrið haldist óbreytt eða jafnvel minnki á næsta ári sé raunhæf. Til þess að meta þessa áhættu er gagnlegt að skoða niðurstöður líkans sem spáir verðbólgu og launaþróun að teknu tilliti til eftirspurnar-spennu og atvinnustigs. Sé miðað við þær forsendur sem notaðar eru í þjóðhagsáætlun fyrir 2001 um atvinnuleysi á árunum 2001-2004 spáir líkanið hækkun launa um 11-12% árin 2001-2002 og að verðbólga aukist í rúmlega 8% á næsta ári, en hjáðni árin á eftir. Í þessum reikningum er ekkert tillit tekið til þeirra kjarasamninga sem liggja fyrir til loka árs-

ins 2002 eða lengur. Niðurstöðurnar ber því ekki að taka bókstaflega. Þær undirstrika þó að hætta er á að launaskrið fari úr böndum takist ekki fljótlega að draga úr þeirri eftirspurnarspennu sem nú ríkir, þótt hugsanlegt sé að aukinn innflutningur vinnuafis geti dregið nokkuð úr spennu á vinnumarkaði. Sé á hinn bóginn gert ráð fyrir að hraðar dragi úr innlendri eftirspurnarspennu gæti verðbólga hjáðnað örar á árinu 2002.

Draga má saman niðurstöður með eftirfarandi hætti: Miðað við óbreytt gengi dregur ekki verulega úr verðbólgu frá því sem nú er fyrir en árið 2002. Eigi að síður yrði verðbólga fullmikil jafnvel undir lok tímabilsins. Hætta er á að verðbólgan verði meiri fari ekki að draga úr þeirri spennu sem ríkir á vinnumarkaði. Á móti kemur að hækkan stýrivaxta seðlabankans 1. nóvember gæti leitt til nokkurar styrkingar krónunnar og/eða frekari hjöðnunar innlendrar eftirspurnar frá því sem nú er reiknað með. Verðbólga gæti þá hjáðnað heldur hraðar.

#### *Vísbendingar um að dragi úr veltuaukningu og umsvifum á húsnæðismarkaði*

Ýmislegt bendir til þess að verulega hafi dregið úr vexti veltu í ýmsum greinum á fyrri hluta þessa árs miðað við árið í fyrra. Samkvæmt virðisaukaskattsuppgjörum jókst velta á föstu verðlagi á fyrri helmingi ársins um einungis 1½% samanborið við 7% í fyrra. Vert er að hafa í huga að minni vöxtur veltu stafar að hluta til af minni umsvifum á framboðshlið hagkerfisins. Velta iðnaðar dróst t.d. saman um 2%, sem að öllu leyti má rekja til sjávarútvegs. Því er ekki rétt að leggja minni vöxt fyllilega að jöfnu við hjöðnun innlendrar eftirspurnar.

Skýr merki eru þó einnig um að dregið hafi úr vexti eftirspurnar, einkum einkaneyslu. Smásöluverslun dróst t.d. saman um 1% á föstu verði frá fyrri helmingi ársins 1999 til sama tímabils í ár. Þessi samdráttur, sem einkum var áberandi á fyrsta fjórðungi ársins, kann þó að vera tímabundinn að hluta. Á fyrstu mánuðum þessa árs voru raunlaun lægri en árið áður og mikil óvissa var í tengslum við gerð kjarasamninga sem kann að hafa haft tímabundin neikvæð áhrif á neyslu. Síðan hafa raunlaun hækkað á ný og atvinnuástand haldist tryggt. Töluverður vöxtur er enn í heildsölustarfsemi og jókst velta þar að raungildi um rúmlega 5% milli fyrri árshelminga 1999 og 2000 sem þó er u.þ.b. helmingi minni veltu-

aukning en í fyrra. Fleiri vísbendingar benda í sömu átt. T.d. hefur töluvert dregið úr vexti greiðslukortaveltu, sem var á fyrsta fjórðungi ársins 11% meiri en á sama tíma í fyrra, en aðeins 4½% meiri á öðrum ársfjórðungi. Tekjur ríkisins af virðisaukaskatti segja sömu sögu. Þær jukust fyrstu 8 mánuði ársins um 4½% að raungildi frá árinu áður, en í fyrra jukust þær um nær 16% að raungildi.

Ekki hefur þó hægt jafnmikið á vexti á öllum sviðum efnahagsstarfseminnar. Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð sker sig nokkuð úr, en þar jókst veltan hraðar en í fyrra, eða um 9½% á fyrri helmingi þessa árs samanborið við 2½% á fyrri helmingi ársins 1999. Eigi að síður bendir ýmislegt til að nokkuð hafi dregið úr umsvifum á íbúðamarkaði að undanfögnu. T.d. hefur fjárhæð afgreiddra húsbreifa vegna nýbygginga lækkað nokkuð og kaupmáttur þeirra dregist enn meira saman.

#### *Hagnaður fyrirtækja á fyrri árshelmingi heldur minni en í fyrra og verð hlutabréfa hefur lækkað*

Hagnaður fyrirtækja getur gefið vísbendingu um þróun eftirspurnar, einkum fjárfestingar, í næstu framtíð. Að jafnaði dregur úr hagnaði á síðari hluta hagsveiflu og þess sjást lítils háttar merki í uppgjöri fyrirtækja annarra en fjármálafyrirtækja á Verðbréfaþingi Íslands fyrir fyrri helming ársins. Rétt er að gera þann fyrirvara að fyrirtæki sem hafa skráð hlutabréf sín á Verðbréfaþingi eru ekki dæmigert þversnið allra fyrirtækja í landinu, því af jafnan er um öflugustu fyrirtækin að ræða. Enda er það eftirtæktafvert í ljósi þess hve dregið hefur úr vexti virðisaukaveltu, eins og greint er frá hér að framan, að velta þessara fyrirtækja var 28% meiri á fyrri helmingi ársins 2000 en á sama tíma árið áður. Þetta er helmingi meiri vöxtur en á milli fyrri helminga 1998 og 1999. Þessi veltuaukning skýrist hins vegar að umtalsverðu leyti af yfirtöku, samruna og kaupum á öðrum fyrirtækjum. Einkum virðist hlutdeild sjávarútvegsfyrirtæki á Verðbréfaþingi hafi vaxið á kostnað minni sjávarútvegsfyrirtækja. Velta þingaðila er því ekki áreiðanleg vísbending um vöxt viðkomandi greina í heild. Samruni fyrirtækja gerir einnig erfitt um vik að túlka arðsemi fyrirtækjanna sem birtast í uppgjöri þeirra. Yfirtaka á lítt arðbæru fyrirtæki getur t.d. dregið úr hagnaði til skamms tíma, þótt til lengri tíma litíð njóti fyrirtækin samlegðaráhrifa og hagræðingar.

Rekstrarafkoma (hagnaður fyrir afskriftir og fjár-



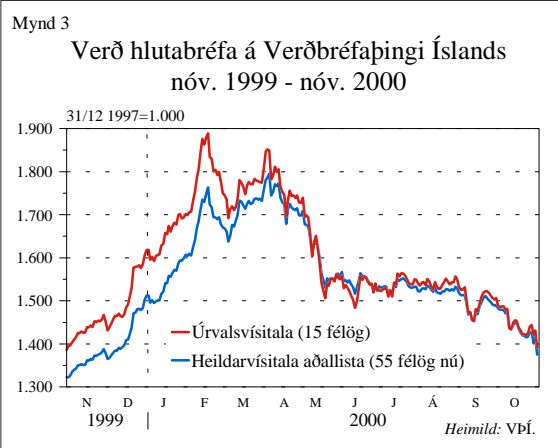
Tafla 3 Afkoma fyrirtækja á Verðbréfaþingi Íslands<sup>1</sup>

M.kr.	Jan. - júní		%breyt. '99-'00
	1999	2000	
Velta.....	132,3	169,7	28,2
Rekstrarafkoma .....	9,8	11,6	18,6
Afskriftir.....	6,2	7,6	23,3
Fjármagnsliðir .....	0,0	-1,8	.
HARS <sup>2</sup> fyrir skatta .....	3,7	2,2	-39,3
Hagnaður fyrir skatta .....	5,5	2,8	-48,9
Skattar.....	-1,6	-1,1	.
Hagnaður eftir skatta .....	3,9	1,7	-56,2
Eignir .....	280,0	336,4	20,1
Veltufé .....	7,5	7,5	0,0
Langtímaskuldir .....	95,2	112,1	17,8
<i>Kennitölur:</i>			
Rekstrarafkoma/velta .....	7,4	6,8	.
HARS <sup>2</sup> fyrir skatta/velta .....	2,8	1,3	.
Hagnaður/velta .....	2,9	1,0	.
Eiginfjárhlutfall (eigið fé/eignir).....	33,6	30,2	.
Arðsemi eigna (rekstrarhagn./eignir) ...	2,6	2,4	.
Arðsemi eigin fjár (hagnaður/eigið fé..)	8,2	3,3	.
Velta/eignir .....	94,5	100,9	.

1. Öll skráð fyrir tæki nema í fjármála- og tryggingageira 2. HARS = Hagnaður af reglulegri starfsemi.

magnsgjöld) fyrirtækja á VPÍ nam 6,8% af veltu fyrir hluta ársins. Þetta er raunar dágóð afkoma með hliðsjón af veltuaukningunni. Hagnaður af reglulegri starfsemi minnkar hins vegar meira, eða úr 2,8% af veltu í 1,3%. Meginástæðan er umtalsverð hækkun fjármagnskostnaðar. Eðlilegt er að fjármagnskostnaður aukist í kjölfar fjárfestingarhrinu síðustu ára, sem hefur að miklu leyti verið fjármögnuð með lánsfé. Til þess að standa undir auknum fjármagnskostnaði þarf velta fyrirtækjanna að aukast eða hagræðing að skila nægilega miklum viðbótarhagnaði. Bregðist áætlanir fyrirtækjanna um aukna veltu eða hagræðingu er viðbúið að þau þurfi að draga saman seglin í fjárfestingu. Afkomutölur fyrirtækja á Verðbréfaþingi gefa hins vegar ekki skýra vísbendingu um að slíkt sé í nánd. Hagnaður fyrirtækja á Verðbréfaþingi er enn þokkalega góður í heildina og í sumum geirum betri en í fyrra.

Lækkun hlutabréfaverðs á árinu endurspeglar hins vegar greinileg vonbrigði markaðsaðila með afkomu fyrirtækja á fyrri hluta ársins. Þótt hátt verð

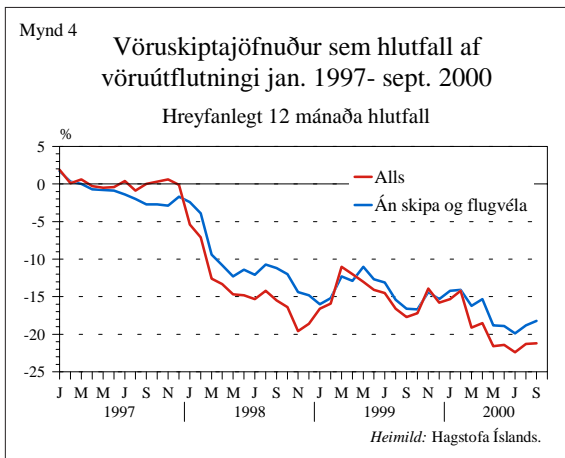


hlutabréfa fyrstu mánuði ársins hafi e.t.v. fyrst og fremst endurspeglad bjartsýnar væntingar markaðsaðila, felur verðlækkun þeirra í sér að uppspretta ódýrs áhættufjármagns hefur þornað upp að nokkru leyti. Verðlækkunin gæti því haft neikvæð áhrif á fjárfestingu. Einnig kann hún að draga úr neyslu vegna svokallaðra auðsáhrifa.

#### *Vöxtur vöruinnflutnings var svipaður að magni og fyrir ári, en verðhækkun olú og dræmur vöruútflutningur valda því að vöruskiptahallinn eykst*

Þótt dregið hafi úr vexti innlendar eftirspurnar hefur hallinn á viðskiptajöfnuði aukist á árinu. Bæði vöruskipta- og þjónustujöfnuður var mun lakari en í fyrra. Viðskiptahallinn nam 33,5 ma.kr. á fyrri helmingi ársins samanborið við 22,6 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra. Af tæplega 11 ma.kr. aukningu hallans stöfuðu 7,8 ma.kr. af lakari vöruskiptajöfnuði og 3,1 ma.kr. af lakari þjónustujöfnuði.

Fyrir liggur uppgjör vöruskipta fyrir fyrstu 9 mánuði ársins. Halli vöruskipta á tímabilinu nam 28 ma.kr. samanborið við 19 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Tvær meginþættir eru á auknum halla, þrátt fyrir hægari vöxt innlendar eftirspurnar. Í fyrsta lagi hefur útflutningur verið dræmur það sem af er árinu. Útflutningsverðmæti sjávarafurða dróst nokkuð saman, sem stafaði bæði af lélegum aflabrogðum, einkum á fyrstu mánuðum ársins, og lækkandi útflutningsverði sjávarafurða. Á móti kom reyndar allgóður vöxtur í útflutningi iðnaðarvöru, þannig að í heild stóð útflutningur u.þ.b. í stað að magni og verðmæti hans óx lítillega, eða um tæp 3%. Í öðru lagi varð mikil verðhækkun innflutts eldsneytis til þess að



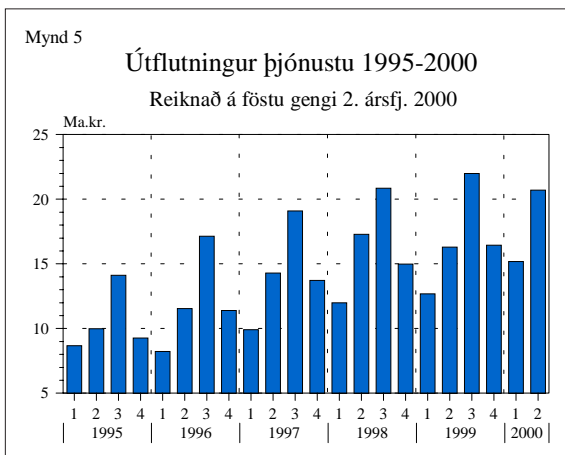
verðmæti innflutnings jókst mun meira en magn hans. Rösklega þriðjung vaxtar innflutningsverðmætis janúar-september frá sama tímabili í fyrra má rekja til verðhækkunar eldsneytis. Töluverður innflutningur skipa og flugvéla og hráefna til stóriðju átti einnig nokkurn hlut að máli. Innflutningur neysluvöru í heild jókst hins vegar fremur lítið eða um rúmlega 1% að magni, þótt samsetningin hafi breyst nokkuð. Dreigið hefur úr innflutningi bifreiða en innflutningur annarrar varanlegrar og hálfvaranlegrar neysluvöru vex áfram af krafti.

Ólíkt vöruútflutningi hefur útflutningur þjónustu einkennst af örum vexti, sem virðist ná til allra helstu þátta þjónustuútflutnings, samgangna, ferðaþjónustu og annarrar þjónustu. Eigi að síður jókst hallinn, því að innflutningur þjónustu jókst enn meira. Útflutt þjónusta fyrri helming ársins jókst um tæpan fjórð-

ung á föstu gengi, en innflutt þjónusta enn meira eða um tæpan þriðjung.

#### Útlánavöxtur er enn óhóflegur

Einhver skýrasta vísbendingin um ofpenslu í þjóðarbúskapnum á síðustu árum hefur verið fádæma ör vöxtur útlána. Vöxtur útlána á yfirstandandi ári hefur reyndar ekki verið eins ör og um miðbik síðasta árs, en er samt mun meiri en heilbriggt getur talist. Í lok september sl. höfðu útlán innlánsstofnana aukist um 27% (að FBA meðtöldum 1999) á 12 mánuðum. Að auki hafði vöxtur útlána heldur aukist á frá því sl. vor, eftir nokkra hjöðnun í lok sl. árs. Á tveggja ára tímabili hafa útlán vaxið um meira en 50% að raungildi. Óhóflega örum vexti útána fylgir margvísleg áhætta, bæði fyrir lánakerfið og þjóðarbúskapinn í heild (sjá grein um fjármálastöðugleika á bls. 29). Gæðum útlána kann að hraka og til að fjármagna útlánin þurfa lánastofnanir að leita í æ ríkari mæli á erlendum markað, því að innlendur sparnaður dugir skammt. Erlend lántaka hefur í för með sér gjaldmiðlaáhættu fyrir lánastofnanir og innlenda lánþega. Á tímabilinu júní-september stóð erlent lánsfé á bak við tæplega tvo þriðju hluta útlánanna eða álíka mikið og á sama tímabili árið 1999. Það er því ljóst að enn sem komið er hafa vísbendingar um vaxandi gjaldmiðlaáhættu ekki fælt frá lántöku erlendis. Meðan fjármálastofnanir og fyrirtæki sem þau þjóna leita jafngreiðlega á erlenda lánamarkaði og verið hefur skilar aðhald peningastefnunnar sér ekki að fullu, enda hefur fyrirgreiðsla Seðlabankans, þar sem hærri vaxta er krafist, ekki átt þátt í því að fjármagna útlánavöxtinn. Þróunin hvað þetta varðar síðustu mánuðina er sýnd í töflu 4 en hún sýnir stutt tímabil



Tafla 4 Vöxtur útlána innlánsstofnana og fjármögnun þeirra

	Aukning í ma.kr. í júní-september		Hlutfallsleg skipting aukningarinnar (%)	
	1999	2000	1999	2000
Útlán .....	17,2	29,3	100,0	100,0
Innstæður .....	6,1	5,0	35,5	17,1
Verðbréf, nettó .....	5,6	16,5	32,6	56,3
Erlent lánsfé, nettó .....	11,5	18,8	66,9	64,2
Seðlabanki, nettó .....	-0,9	-1,0	-5,2	-3,4
Annað, nettó .....	-5,1	-10,0	-29,7	-34,1

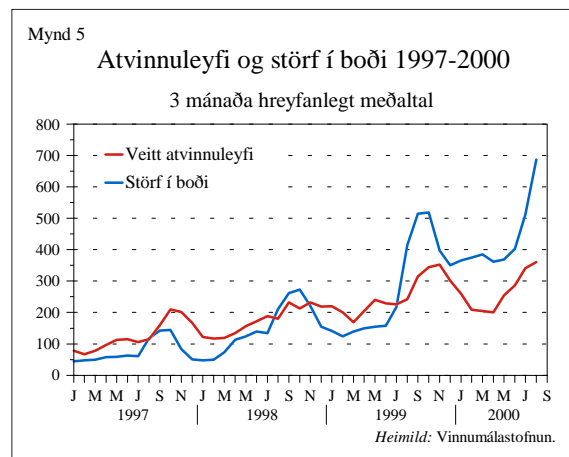
í ár svo að tölurnar skekkist ekki vegna samruna Íslandsbanka og FBA. Þar sést að erlent lánsfé á áfram stærstan þátt í að fjármagna útlánaaukningu en hrein Seðlabankafjármögnun er neikvæð.

Upplýsingar liggja fyrir um útlán lánakerfisins í heild<sup>4</sup> á fyrri helmingi ársins. Útlán þess höfðu aukist heldur minna en útlán bankanna eingöngu, eins og verið hefur undanfarin ár, eða 17% yfir 12 mánuði. Hafði vöxtur útlána haldist nokkuð stöðugur í u.þ.b. heilt ár. Útlán til atvinnuvega höfðu aukist um 26% eða jafn mikið og á sama tíma í fyrra. Útlán til heimilanna höfðu vaxið um 19% og er þar um nokkra aukningu að ræða frá fyrra ári, en samdráttur var í útlánum til ríkissjóðs og ríkisstofnana, sem höfðu dregist saman um tæpan fjórðung á 12 mánuðum.

#### Vísbendingar um vaxandi spennu á vinnumarkaði, en hún hefur enn ekki birst í auknu launaskriði.

Þótt margt bendi til þess að velta vaxi hægar á þessu ári en því síðasta heldur spennu á vinnumarkaði áfram að aukast. Dregið hefur jafnt og þétt úr atvinnuleysi á árinu. Í september sl. var það 0,9%, eða 1,1% sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Eftir því sem atvinnuleysi minnkar eykst spennu á vinnumarkaði, en ekki endilega í réttu hlutfalli. Því meira sem gengur á varasjóð vinnufærs fólks í landinu verður erfiðara að finna starfsfólk sem hefur þá hæfni, menntun eða reynslu sem til þarf. Fjölgun lausra starfa hjá vinnumiðlunum gefur vísbendingu um hversu mikið spennan á vinnumarkaði hefur aukist að undanförmu. Fjöldi starfa sem eru í boði hjá vinnumiðlunum hefur tekið stökk upp á við sl. mánuði. Hið sama var reyndar uppi á teningnum sumarið 1999, en nú er fjöldinn mun meiri og hinn mesti á yfirstandandi hagvaxtarskeiði. Könnun Þjóðhagsstofnunar á atvinnuástandi sem gerð var í september 2000 gefur sömu mynd. Atvinnurekendur á landinu öllu vildu fjölga starfsfólki um 630 manns, sem er meira en á sama tíma í fyrra, þrátt fyrir að atvinnurekendur á landsbyggðinni vildu fækka um 390 manns. Mest eftirspurn er eftir fólki í byggingariðnaði og þjónustu. Könnunin sýnir því að eftirspurn eftir vinnuafli fer ekki einungis vaxandi heldur líka misvægið á milli höfuðborgarsvæðis og landsbyggðar.

4. Auk bankanna teljast til lánakerfisins fjárfestingarlánasjóðir atvinnuveganna, íbúðalánasjóður, lífeyrissjóðir, tryggingarfélag, eignarlegur, verðbréfasjóðir og lánasjóðir ríkisins.



Í vaxandi mæli hafa innlend fyrirtæki og stofnanir þurft að leita eftir erlendu starfsfólki til að manna ýmis þjónustu- og framleiðslustörf. Á tímabilinu janúar-september voru veitt 2.549 ný og framlengd atvinnuleyfi, samanborið við 2.047 á sama tíma árið 1999. Fyrstu níu mánuði ársins fluttust 1.122 fleiri einstaklingar til landsins en frá því, aðallega erlendir ríkisborgarar. Þetta er ívið meiri aðflutningur en á sama tíma árið 1999. Samkvæmt nýlegri úttekt má áætla að erlendir ríkisborgarar á Íslandi séu nú rúmlega 7.000, u.þ.b. 2.000 fleiri en fyrir 3 árum. Þessi aðflutningur kann að hafa skipt sköpum um að halda spennunni á íslenskum vinnumarkaði í skefjum.

#### Þjóðhagsáætlun: Dregur úr hagvexti, en horfur um viðskiptahalla verri en áður

Í október sl. var lögð fram þjóðhagsáætlun fyrir árið 2001, sem gerð fjárlaga fyrir árið byggir á. Helsta breytingin frá síðustu spá Þjóðhagsstofnunar, sem lögð var fram í júní sl., er að gert er ráð fyrir meiri vexti utanríkisviðskipta, einkum innflutnings. Innflutningur er nú talinn munu vaxa um 7% frá fyrra ári, en í júní var reiknað með 4,7% vexti. Þrátt fyrir aukinn halla á utanríkisviðskiptum, bæði vöru og þjónustu, er eigi að síður reiknað með örplitlu minni viðskiptahalla, í krónum talið, en í júníspánni. Það skýrist að öllu leyti af breyttum aðferðum við uppgjör þáttatekna, eins og greint verður frá nánar síðar. Hlutfall hallans af landsframleiðslu eykst hins vegar lítilllega eða í 8%. Fyrir skömmu gerði Þjóðhagsstofnun grein fyrir endurskoðun á uppgjörsaðferðum þjóðhagsreikninga og fylgir stutt samantekt um helstu breytingar í ramma 1.<sup>5</sup> Breytingarnar hafa í för



## Rammi 1 Endurbætur þjóðhagsreikninga

Við endurbætur íslenskra þjóðhagsreikninga hefur verið tekið mið af þeim staðli sem gildir á Evrópska efnahagssvæðinu, ESA 95, og nýjum staðli Sameinuðu þjóðanna, SNA 93. Í meginráttum fylgja þessir staðlar hvor öðrum en ESA 95 staðallinn er nokkru ítarlegri. Sem aðili að Evrópska efnahagsvæðinu hefur Ísland skuldbundið sig til að fylgja staðli Evrópusambandsins. Breytingarnar fela í sér nokkra tilfærslu á milli flokka ráðstöfunaruppgjörs, það er einkaneyslu, samneyslu og fjármunamyndunar, auk þess sem breyting hefir orðið á meðferð færslna lífeyrisskuldbindinga ríkis vegna opinberra starfsmanna. Hins vegar verða ekki miklar breytingar á landsframleiðslu. Hún mælist nokkru meiri fyrri hluta 10. áratugarins, eða um 0,2% til 1,2%, en 0,5 til 2% minni eftir það. Mestu munar árið 1999, en þar er að hluta um leiðréttingu bráðabirgðatalna að ræða.

Einstaka liðir landsframleiðslunnar breytast öllu meira, einkum vegna þess að mörkin milli einkaneyslu og fjármunamyndunar eru dregin með öðrum hætti. Einkaneysla minnkar um 2% til 5% fyrri hluta tímabilsins en um 6% til 8% síðari hluta þess. Við þetta minnkar hlutur einkaneyslu úr tæpum 63% af landsframleiðslu í tæp 59%, en hlutur fjármunamyndunar eykst um 1,5% til 2,5%. Það sem einkum verður til þess að draga úr hlutdeild einkaneyslu er að nú telst stærri hluti rekstrarkostnaðar bifreiðar til fjármunamyndunar. Breytt meðferð húsaleigu

og útgjalda á veitinga- og gistihúsum veldur einnig lækkun. Á móti vegur breytt meðferð á starfsemi samtaka.

Fjármunamyndun verður 9% til 14% meiri skv. hinni nýju uppgjörsaðferð. Auk breytinga sem áður er getið og varða skiptinguna milli einkaneyslu og fjármunamyndunar má nefna að hugbúnaðargerð, sem áður flokkaðist með aðföngum og hingað til hefur verið bókfærð sem kostnaður viðkomandi árs, er nú stofnfærð sem fjárfesting. Ýmis áhöld og skrifstofubúnaður eru að auki færð sem fjárfesting en voru áður bókfærð sem aðföng. Söluþóknun vegna eignaskipta flokkast nú til fjármunamyndunar. Umfangsmiklar endurbætur íbúðarhúsnæðis eru nú flokkaðar sem fjármunamyndun.

Endurskoðun uppgjörsaðferða leiðir til hækkunar samneyslu um 4% til 5% og hlutdeild hennar í landsframleiðslu eykst um ½% til 1%. Afskrift samgöngumannvirkja er nú talin til samneyslu. Endurgreiddur virðisaukaskattur til opinberra aðila vegna kaupa sérfræðipjónustu er nú færður sem kaup þjónustu. Tæki og tól opinberra aðila verða nú eignfærð við kaup og síðan afskrifuð. Við það eykst fjármunamyndun en afskrift þeirra telst til samneyslu. Framlög til ýmissar menningarstarfsemi sem áður voru færð sem styrkir eru nú talin samneysla. Færsla lífeyrisskuldbindinga ríkis sem áður var færð sem samneysla er nú að hluta vaxtagreiðslur en að öðru leyti tekjutilfærsla.

með sér að hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu mælist nú nokkuð hærra en áður og munar þar tæpum 3% síðustu tvö árin. Þetta breytir þó tæpast heildarmyndinni í samamburði við aðrar þjóðir þar sem sambærilegar breytingar hafa verið gerðar. Þjóðhagslegur sparnaður telst enn með lágsta mótí, eða tæp 16% af landsframleiðslu, enda hefur breytingin ekki áhrif á mat á viðskiptajöfnuði.

Vegna þess hve ákvarðanir sem hvíla á forsendum spárinna eru afdrifaríkar fyrir þjóðarbúskapinn er þjóðhagsáætlun einhver mikilvægasta hagspá hvers árs. Því er ástæða til að meta á gagnrýninn hátt áreiðanleika þeirra. Meðfylgjandi tafla gefur yfirlit um spár Þjóðhagsstofnunar fyrir árin 1998-1999. Af

henni má ráða að umtalsverðar breytingar verða jafnan frá fyrstu spám og þar til haggögn um viðkomandi ár liggja í meginatriðum fyrir.

Að mikil óvissa sé í spám um innlenda hagþróun þarf í sjálftu sér ekki að koma á óvart í ljósi þess hve hagkerfið er opið og næmt fyrir sveiflum í ytri skilyrðum. Það vekur þó athygli þegar spár síðustu ára eru skoðaðar að rætur óvissunnar virðast einkum liggja á eftirspurnarhlið. Reyndar hefur verið þrálát tilhneiging til þess að vanmeta styrk innlendrar eftirspurnar á undanförunum árum. Árin 1998-2000 voru þjóðarútgjöld, sérstaklega fjármunamyndun en einnig einkaneysla, stórlega vanmetin í upphafi. Þannig jókst fjármunamyndun árið 1998 u.þ.b. fjórðung umfram fyrstu spár og 9% árið 1999. Í þjóðhagsáætlun fyrir 2001 er spáð 11,1% vexti fjármunamyndunar á yfirstandandi ári, samanborið við 8,4% í marsspánni

5. Nánar er gerð grein fyrir þessum breytingum í frétt Þjóðhagsstofnunar nr. 4/2000 frá 24. ágúst og í Þjóðhagsáætlun fyrir árið 2001.

Tafla 5 Spár Þjóðhagsstofnunar á mismunandi tímum  
 Árlegar magnbreytingar í % nema annað sé tekið fram

Spá gerð í:	Okt.'97	Mars'98	Okt.'98	Okt.'99	Okt.'00	Okt.'98	Mars'99	Okt.'99	Okt.'00	Okt.'99	Mars'00	Júní'00	Okt.'00	Júní'00	Okt.'00
Spá um árið:	1998					1999				2000			2001		
Einkaneysla.....	5,0	5,5	10,0	11,0	10,0	5,0	6,0	6,0	6,9	2,5	4,0	4,0	4,0	2,0	2,6
Samneysla.....	3,0	3,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,4	3,4	4,9	2,5	3,5	3,5	3,5	2,5	3,0
Fjármunamyndun.....	1,3	11,6	27,3	23,4	26,6	-10,0	-5,3	-0,1	-0,8	2,1	8,4	10,5	11,1	-3,5	-1,5
Þjóðarútgjöld.....	3,9	6,1	12,8	12,1	12,3	1,5	3,1	4,0	4,7	2,4	4,7	5,1	5,3	1,0	1,7
Útflutn. vöru og þjónustu ..	4,6	3,1	1,5	2,4	2,2	8,5	8,2	8,3	5,5	2,6	1,8	0,9	2,6	-1,1	-0,9
Innflutn. vöru og þjónustu .	5,9	7,2	22,6	22,1	23,3	0,0	2,7	3,4	6,1	2,0	4,1	4,7	7,0	-2,0	-0,3
Verg landsframleiðsla .....	3,5	4,6	5,2	5,1	4,5	4,6	5,1	5,8	4,4	2,7	3,9	3,7	3,6	1,6	1,6
Þjóðartekjur.....	3,7	4,7	7,1	7,7	6,7	4,1	3,1	4,8	4,6	2,7	4,0	3,7	3,6	1,2	1,6
Viðskiptajöfn., % af VLF ..	-3,4	-2,9	-6,6	-5,7	-6,7	-4,0	-4,9	-4,6	-6,5	-4,2	-7,2	-7,8	-8,0	-7,2	-7,9
Verðbólga (milli ára).....	3,0	2,7	1,5	1,7	1,7	2,0	2,4	3,2	3,4	3,9	5,3	5,5	5,0	4,5	4,0
Atvinnuleysishlutfallið.....	3,6	3,6	2,9	2,8	2,8	2,7	2,0	2,0	1,9	2,0	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8
Vöruútflutningur .....	5,0	2,8	-3,7	-2,1	-2,1	9,0	7,4	9,7	7,4	2,2	1,5	-0,2	1,0	-3,0	-3,1
þ.a. útflutn.framleiðsla.....	7,8	7,4	4,5	1,2	0,8	8,1	5,3	8,0	5,1	4,1	4,2	2,6	3,0	-2,6	-1,6
Vöruinnflutningur .....	6,9	8,7	24,8	22,3	24,2	-2,0	5,0	2,1	5,0	0,9	3,8	4,7	5,7	-4,0	-1,8
þ.a. alm. vöruinnfl. ....	4,6	8,5	25,4	17,9	18,5	-0,4	3,6	0,7	3,6	-1,2	2,3	1,8	3,5	0,9	0,9
Vöruskiptajöfnuður (ma.kr.)	-6,3	-8,1	-28,2	-25,1	-25,0	-13,8	-22,4	-17,9	-22,4	-15,2	-27,0	-30,1	-32,6	-26,0	-32,3
Þjónustutekjur .....	3,6	3,7	13,8	13,0	12,1	7,4	2,6	5,5	1,5	3,5	2,4	3,3	6,0	3,0	3,6
Þjónustugjöld .....	3,2	3,4	17,4	21,5	21,1	5,2	9,5	6,7	8,8	4,5	4,7	4,7	10,5	2,9	3,4
Þjónustujöfnuður (ma.kr.)..	-1,3	3,8	1,9	-0,5	-1,3	3,6	-5,5	-1,0	-5,7	-1,0	-5,5	-4,8	-7,9	-4,2	-8,1
Jöfnuður þáttatekna (ma.kr.)	-11,0	-12,2	-12,1	-6,9	-11,1	-14,3	-14,2	-9,9	-11,6	-12,2	-17,1	-23,0	-12,9	-23,0	-15,9
Viðskiptajöfnuður (ma.kr.)	-19,0	-16,9	-38,6	-33,5	-38,5	-24,9	-42,8	-29,3	-40,4	-28,9	-50,5	-54,7	-54,0	-53,8	-56,9

Heimild: Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

og 2,1% í spánni sem gerð var í október 1999. Vexti einkaneyslu hefur einnig verið verulega vanspáð á síðustu árum, einkum árið 1998. Þá jókst hún um 10%, eða tvöfalt meira en spáð var fyrirfram.

Mikilvægt er að taka tillit til þessarar reynslu þegar dregnar eru ályktanir um framhaldið. Spáskekkjur geta stafað af ýmsum ástæðum: Líkön sem notuð eru við spágerðina kunna að vera gölluð, tilhneiging kann að vera til að gefa sér of svartýnar forsendur við spágerðina eða þá að huglægt mat, sem ævinlega hefur einhver áhrif á endanlegar niðurstöður, eykur á skekkjurnar í stað þess að bæta spánnar eins og til er ætlast.<sup>6</sup> Hugsanlegt er að hinn mikli vöxtur eftirspurnar á undanförunum árum stafi að einhverju leyti af breyttri gerð íslenska hagkerfisins. Tölfræðileg sambönd sem metin eru á grundvelli hagþróunar fyrri ára eiga því e.t.v. ekki fyllilega við

lengur. Þess má geta í þessu sambengi að spár OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hafa farið heldur nær raunveruleikanum en spár Þjóðhagsstofnunar, en þær hafa þó einnig vanmetið styrk innlestrar eftirspurnar og stærð viðskiptahallans.<sup>7</sup>

Í ljósi endurtekens vanmats á innlendri eftirspurn vaknar sú spurning hvort spáin fyrir næsta ár sé sama marki brennd. Í þjóðhagsáætlun hefur spáin um þjóðarútgjöld þegar verið hækkuð úr 1% í 1,7% og

6. Um spár Þjóðhagsstofnunar, sjá Tryggvi Felixsson og Már Guðmundsson, „Athugun á efnahagsspám Þjóðhagsstofnunar fyrir árin 1974 til 1986“, Fjármálatíðindi 35:1, 1988. Sjá einnig Björgvin Sighvatsson, „Þjóðhagsreikningar og þjóðhagsspár í ljósi reynslunnar“, Fjármálatíðindi 43:1, 1996.

7. Seðlabankinn hefur einnig gert óformlegar spár (ekki birtar) á undanförunum árum sem einnig hafa bent til meiri eftirspurnar og viðskiptahalla.

Samdráttur fjármunamyndunar minnkar úr 3,5% í 1,5%. Nú er talið að viðskiptahallinn muni nema 7,9% af landsframleiðslu, samanborið við 7,2% í júní, þrátt fyrir að ný uppgjörsaðferð þáttatekna sýni minni halla en ella. Hins ber þó að gæta að eftir því sem ójafnvægið í þjóðarbúskapnum varir lengur aukast líkur á að skil verði í hagþróuninni sem gætu jafnvel falið í sér samdrátt í framleiðslu. Erfitt hefur reynst að tímasetja slík skil með haglíkönum sem spá hagvexti, enda ræðst tímasetning þeirra að nokkru leyti af væntingum markaðsaðila.

#### *Hægfara aðlögun eða snögg umskipti?*

Eftir ójafnvægi undanfarin ár mun þjóðarbúskapurinn að endingu leita jafnvægis með einhverjum hætti. Spurningin er hvort sú aðlögun verður hægfara eða skyndileg. Í þjóðhagsáætlun er lýst hugsanlegri framvindu til ársins 2005. Þar er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði um nokkurra ára skeið undir langtímahagvaxtargetu þjóðarþúsins, en jákvæður þó. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi haldist lítið, en verðbólga hjaðni eigi að síður og verði u.þ.b. 2½% undir lok tímabilsins. Á hinn bóginn er gert ráð fyrir viðvarandi viðskiptahalla og áframhaldandi skuldasöfnun. Gangi þetta eftir munu hreinar erlendar skuldir því aukast hratt og verða komnar í 85% af landsframleiðslu í lok næsta árs og 100% í lok tímabilsins. Þessi framreikningur byggir reyndar á þeirri forsendu að áfram muni draga úr einkasparnaði, sem kann að vera hæpið þegar horft er til svo langs tíma.

Í stuttu máli er gert ráð fyrir áframhaldandi ójafnvægi í utanríkisviðskiptum, þrátt fyrir nálgun að innra jafnvægi. Það er því í raun ekki hægt að tala um „mjúka lendingu“, því að lending, í merkingunni afturhvarf til sjálfbærs hagvaxtar, mun ekki eiga sér stað á tímabilinu sem um ræðir. Aðlögun sem nauðsynleg er til að tryggja sjálfbæra þróun viðskiptajafnaðar hefur í raun aðeins verið slegið á frest. Að jafnmikið ójafnvægi í ytri jöfnuði þjóðarþúsins vari eins lengi og gert er ráð fyrir í framreikningunum væri í hæsta máta óvenjulegt, eins og vikið verður að síðar, þótt það sé e.t.v. ekki óhugsandi. Í öllu falli myndi skuldastöðu þjóðarþúsins hraka svo mikið á tímabilinu að gera verður ráð fyrir að jafnvægisraungengi krónunnar lækkaði, nema útflutningur ykist af ófyrirséðum ástæðum. Frestun aðlögunar mun því óhjákvæmilega fela í sér að aðlögunin þurfi að vera meiri en ella þegar að henni kemur.

Mynd sem dregin er upp af innri jöfnuði þjóðarþúsins í því dæmi sem greint er frá í þjóðhagsáætlun kann einnig að orka tvímælis. Gert er ráð fyrir að atvinnuleysi verði 1,8% á næsta ári, sem er töluvert minna en ætla má að samrýmist stöðugu verðlagi. Þó svo að gert sé ráð fyrir að atvinnuleysi aukist lítillega og fari yfir 2% á tímabilinu 2000-2005 er mikið vafamál að verðbólga haldist eins lítil og gert er ráð fyrir í framreikningi Þjóðhagsstofnunar við jafn lítið atvinnuleysi. Svo lengi sem vinnumarkaður er yfirspenntur er veruleg hætta á auknu launaskriði. Spennan á innlendum vinnumarkaði virðist síst í rénun, eins og komið hefur fram, og framundan eru vinnuafslsrekar framkvæmdir á höfuðborgarsvæðinu og víðar. Kjarasamningar opinberra starfsmanna gætu magnað spennuna enn frekar. Ætla má að eftirspurnarspenna nái hámarki á yfirstandandi ári og framleiðsla verði á bilinu 2-3% umfram framleiðslugetu til langs tíma (sjá ramma 2). Miðað við forsendur Þjóðhagsstofnunar mun þjóðarbúskapurinn ná innra jafnvægi á tímabilinu 2002-2003. Spurningin er hins vegar hvort jafnvægi komi of seint til að afstýra víxláhrifum verðlags og launa. Til þess að það megi takast kann að vera nauðsynlegt að setta sig við að framleiðsla falli tímabundið undir framleiðslugetu.

Hugsanlega mun slík aðlögun eiga sér stað að nokkru leyti sjálfkrafa. Framreikningar Þjóðhagsstofnunar fela í sér að þrátt fyrir umtalsverðan sparnað hins opinbera mun þjóðhagslegur sparnaður minnka á næstu árum. Þjóðhagslegur sparnaður, sem nam 19% af landsframleiðslu við upphaf þessa áratugar var kominn niður í 16% af landsframleiðslu á síðasta ári og gert er ráð fyrir að hann muni minnka enn frekar fram til ársins 2005. Minnkandi sparnaður skýrist að öllu leyti af minni einkasparnaði. Ástæða er til að efast um að þetta gangi eftir, þar sem það felur í sér að heimilin haldi áfram að fjármagna einkaneyslu með því að safna skuldum. Skuldir heimilanna hafa reyndar aukist mjög hratt á yfirstandandi ári og hraðar en árin á undan. Að nafnvirði er áætlað að skuldir heimilanna aukist um 19% frá síðasta ári og hlutfall þeirra af ráðstöfunartekjum hækki í 163% sem er 17% meira en í fyrra. Skuldasöfnun heimilanna er því enn ekki í rénun nema síður sé, þótt áætlanir bendi til töluvert aukinnar greiðslubyrði.

Hærrí vextir hvetja heimilin hins vegar til þess að draga úr lántökum og greiða niður skuldir. Aukin

## Rammi 2 Mismunandi mat á framleiðslugetu hagkerfisins

Framleiðslugeta hagkerfisins er skilgreind sem það framleiðslustigi sem samræmist fullri nýtingu allra framleiðsluþátta. Framleiðslugetan er því ákvörðuð á framboðshlið hagkerfisins, þ.e. af fjármagnsstofni hagkerfisins, vinnuafslnotkun og fyrirbyggjandi tæknipækkingu. Framleiðslugeta hagkerfisins ræðst því af því hvernig hagkerfinu tekst að nýta þessa framleiðsluþætti.

Til skamms tíma getur heildareftirspurn hagkerfisins valdið því að hagkerfið starfi á framleiðslustigi sem er frábrugðið framleiðslugetu. Sé framleiðslustigi hagkerfisins umfram framleiðslugetu myndast ofspenna í hagkerfinu sem endurspeglast í umfram eftirspurn á vöru- og vinnu-mörkuðum. Slík ofspenna mun á endanum leiða til þrýstings á laun og verðlag og þannig orsaka aukna verðbólgu. Sé hagkerfið hins vegar starfandi undir framleiðslugetu myndast slaki í hagkerfinu sem dregur úr verðbólguþrýstingi að öðru óbreyttu.

Mat á framleiðslugetu hagkerfisins skipar veigamikinn sess þegar ástand og horfur í efnahagsmálum eru metnar og við stjórn efnahagsmála, þ.m.t. peningamála. Stafi hagvöxtur af vaxandi framleiðslugetu hagkerfisins, t.d. vegna þess að framleiðni eykst vegna nýrrar tæknipækkingar, þarf ekki að myndast þrýstingur á verðlag. Sé hagvöxtur hins vegar til kominn vegna aukinnar eftirspurnar, þannig að framleiðsluspenna myndast, er hætta á því að verðbólga aukist. Vöxtur eftirspurnar umfram langtímahagvaxtargetu þarf þó ekki að leiða til aukinnar verðbólgu ef slaki er fyrir í hagkerfinu, þ.e.a.s. ef til eru vannýttir framleiðsluþættir sem auðveldu fyrirtækjum að auka framleiðslu til að mæta aukinni eftirspurn. Mat á framleiðslugetu hagkerfisins og stöðu hagkerfisins í hagsveiflunni er því ein af lykilforsendum mats á verðlags-horfum næstu misseri.

Vandamálið er hins vegar að framleiðslugeta hagkerfisins er ekki mælanleg út frá fyrirbyggjandi gögnum. Því er nauðsynlegt að meta framleiðslugetu, og þar með framleiðsluspennu, óbeint með tölfræðilegum aðferðum. Mat á framleiðsluspennu er því háð mikilli óvissu. Ýmsar aðferðir hafa verið notaðar og eru niðurstöður nokkurra þeirra birtar hér. Í öllum tilvikum er ráð fyrir því að framleiðslustigi hagkerfisins megi skipta í leitni- og sveifluþátt. Áður fyrr var leitniþátturinn einfaldlega meðhöndlaður sem föst tímaleitni. Vandamálið við þá aðferð er að hún gerir ráð fyrir að framleiðslugeta hagkerfisins vaxi á hverju ári um fast hlutfall og geti því ekki minnkað. Hún

gerir einnig ráð fyrir að öll áföll og búbætur sem hagkerfið verður fyrir séu einungis tímabundin, þrátt fyrir að flestir hagfræðingar séu í dag sammála um að hagkerfi verði oft fyrir áföllum og búbótum sem hafa langvarandi áhrif. Þetta er því aðferð sem ekki er mikið notuð lengur.

Reynt er að ráða bót á ofangreindum galla með notkun svokallaðrar Hodrick-Prescott (HP)-sú. Notkun hennar er að auki mjög einföld í framkvæmd. Ekki þarf lengur að gera ráð fyrir föstum vexti framleiðslugetu, heldur getur hún vaxið og dregist saman milli tímabila. Allar slíkar breytingar gerast hins vegar hægt þannig að leitniferillinn verður „seigfljóttandi“. Meginalli þessarar aðferðar er að við mat á leitniferlinum þarf að notast við framtíðargögn auk sögulegra gagna. Hún hentar því ekki mjög vel við að spá framleiðslugetu hagkerfisins, auk þess sem endamælingar framleiðslugetu verða mjög viðkvæmar fyrir áætlunum um framtíðargildi mældu stærðanna.

Önnur aðferð byggist á mati á framleiðslufalli hagkerfisins.<sup>1</sup> Yfirleitt er gert ráð fyrir svokölluðu Cobb-Douglas framleiðslufalli sem er gefið sem

$$(1) \quad Y_t = A_t N_t^a K_t^{1-a}$$

þar sem  $Y_t$  er framleiðslustigi hagkerfisins á föstu verði,  $A_t$  er heildarþáttaframleiðni hagkerfisins, þ.e. samvegin framleiðni vinnuaflds, fjármagns og annarra framleiðsluþátta,  $N_t$  er vinnuafslnotkun og  $K_t$  fjármagnsstofn,  $a$  er hlutdeild launa í heildarvirðisauka hagkerfisins sem gert er ráð fyrir að breytist ekki yfir tíma (notast er við gildið 65% sem er nokkurn veginn meðallaunahlutdeildin á tímabilinu).

Við mat á framleiðslugetu hagkerfisins er heildarþáttaframleiðnin metin sem frávik landsframleiðslu frá framleiðslufallinu í jöfnu (1). Síðan er HP-sían notuð á  $A_t$  til að fá leitniferil heildarþáttaframleiðni. Yfirleitt er notast við mældan fjármagnsstofn, enda gefur HP-sían nánast sams konar feril þar sem fjármagnsstofninn er

1. Fleiri aðferðir er einnig hægt að nota við mat á framleiðsluspennunni. Þar má t.d. nefna margvíða tímaraðgreiningu (sjá t.d. ramma 1 í *Peningamálum 2000/2*) og stöðurúmsmat (sjá t.d. grein Lúðvíks Elíassonar (1998), „Mæling á íslenskri hagsveiflu á ársfjórðungsgrunni“, hagfræðisvið Seðlabanka Íslands, óbirt handrit). Þessar ásamt fleiri aðferðum eru í þróun innan hagfræðisviðs þannig að hægt verði að birta reglulega mismunandi mat á framleiðsluspennu.

mjög seigfljótandi ferill. Við mat á leitniferli vinnuafls eru hins vegar margar aðferðir mögulegar. Einfaldast væri að nota HP-síuna á mælda vinnuafslnotkun. Önnur leið væri hins vegar að skipta vinnuafslnotkun í undirþætti sína

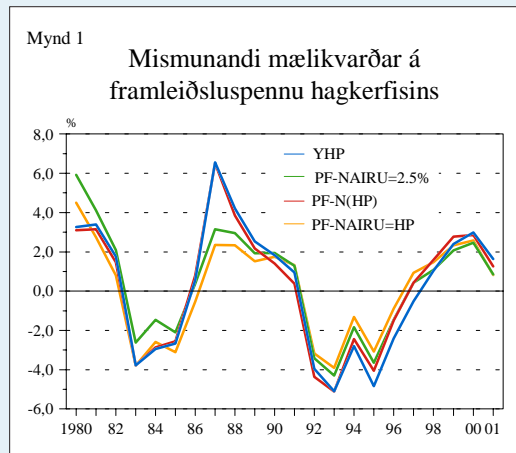
$$(2) \quad N_t = H_t L_t (1 - u_t)$$

þar sem  $H_t$  er þáttökuhlutfallið,  $L_t$  er fjöldi einstaklinga á vinnualdri (15-64 ára) og  $u_t$  er atvinnuleysisshlutfallið. Yfirleitt er notast við mælt þáttökuhlutfall og raunverulegar tölur um fjölda einstaklinga á vinnualdri, enda seigfljótandi stærðir.<sup>2</sup> Hins vegar er reynt að meta undirliggjandi atvinnuleysisstígg hagkerfisins, þ.e. það atvinnuleysi sem samræmist stöðugri verðbólgu (svokallað náttúrulegt atvinnuleysi, NAIRU). Þetta hugtak er nátengt hugtakinu um framleiðslugetu hagkerfisins þar sem bæði tengjast þau þeirri staðsetningu hagkerfisins í hagsveiflunni sem samsvarar því að enginn þrýstingur sé á verðbólgu. Mat á náttúrulegu atvinnuleysi er háð óvissu á sama hátt og mat á framleiðslugetunni. Ein leið væri að nota HP-síuna á mælt atvinnuleysi. Einnig væri hægt að miða við hlutfall sem talið er sennilegt að endurspegli undirliggjandi uppbyggingu innlands vinnuamarkaðar. Hér er sú leið farin að gera ráð fyrir að náttúrulegt atvinnuleysi sé 2,5%. Atvinnuleysi undir 2,5% þýðir því að vinnuamarkaðurinn sé yfirspennur. Sé atvinnuleysi hins vegar yfir 2,5% þýðir það hins vegar að vinnuaflið sé vannýtt.

Mynd 1 sýnir mismunandi mat á framleiðsluspennu hagkerfisins fyrir tímabilið 1980-2001:<sup>3</sup>

- 1) Framleiðslugeta metin með HP-síu á  $Y_t$  (YHP)
- 2) Út frá framleiðslufallinu með HP-síu á  $N_t$  (PF-N(HP))

2. Gallinn við það er hins vegar sá að með því er gert ráð fyrir að allar breytingar í vinnuþáttöku séu varanlegar, t.d. aukin vinnuþátttaka 1987 og á síðustu árum.
3. Leitniferlar eru metnir með gögnum fyrir tímabilið 1963-2005 til að lágmarka áhrif endapunktanna. Gögnin koma frá Þjóðhagsstofnun.



- 3) Út frá framleiðslufallinu með 2,5% náttúrulegt atvinnuleysi (PF-NAIRU=2,5%)
- 4) Út frá framleiðslufallinu með náttúrulegt atvinnuleysi metnu með HP-síu (PF-NAIRU=HP)

Eins og sést á myndinni gefa mismunandi aðferðir mismunandi mat á framleiðsluspennu hagkerfisins. Þó er þróunin mjög lík milli aðferða. Frávik eru stærst árið 1987 þar sem skv. tveimur aðferðum er gert ráð fyrir að aðeins hluti af aukinni vinnuþáttöku hafi verið varanlegur en skv. hinum er gert ráð fyrir að aukningin hafi að öllu leyti verið varanleg. Eins og sést var töluverður slaki í hagkerfinu á tímabilunum 1983-1985 og 1992-1996. Framleiðsla hefur hins vegar verið umfram langtímagetu frá árinu 1998. Spennan nær hámarki á þessu ári er hún mælist á bilinu 2½-3% eftir því hvaða aðferð er notuð.<sup>4</sup> Samkvæmt þessu mati og undirliggjandi spá Þjóðhagsstofnunar mun hagkerfið ná jafnvægi á tímabilinu 2002-2003.

4. Sé hin aukna vinnuþátttaka síðustu ára varanleg, má búast við að lægra matið sé nær sanni. Sé vinnuþátttakan ekki nema að hluta varanleg, er herra matið líklega réttara.

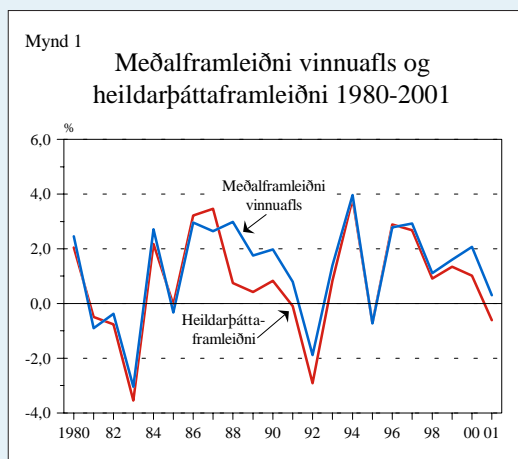
greiðslubyrði, bæði vegna stækkunar skuldastofnsins og hækkunar vaxta, krefst þess að neysla vaxi hægar en ráðstöfunartekjur þegar fram líða stundir. Frá því um miðjan áratuginn til síðasta árs jókst greiðslubyrði heimilanna lauslega áætlað úr 20% í 30% af ráðstöfunartekjum. Ætla má að á yfirstandandi ári muni greiðslubyrðin aukast í u.þ.b. 35% ráðstöfunartekna og halda áfram að þynngjast á næstu árum. Erfitt

er að sjá fyrir hvenær skuldasoðun stöðvast, þótt ljóst sé að það sé óhjákvæmilegt. Svo lengi sem soðun skulda heldur áfram mun sífellt meiri þrýstingur skapast á einkaneyslu og umskipti geta orðið snögg þegar þau verða, t.d. ef atvinnuöryggi minnkar skyndilega eða vextir hækka enn frekar. Á mót skuldum heimilanna koma reyndar einnig umtalsverðar eignir, en um þær liggja ekki fyrir nægar upp-



### Rammi 3 Framleiðniþróun á Íslandi

Margir telja framþróun upplýsingatækni og fjarskipta (stundum kallaður nýbúskapur) hafa valdið því að framleiðniaukning sé mun meiri í núverandi uppsveiflu í Bandaríkjunum en dæmi eru um á síðustu áratugum. Afleiðing þessarar miklu framleiðniaukningar er að hagvöxtur í Bandaríkjunum hefur aukist hraðar en áður án þess að verðbólguþrýstingur fylgdi í kjölfarið. Athyglisvert er að skoða hvort einhver merki svipaðrar þróunar sjáist hér á landi. Mynd 1 sýnir framleiðniþróun á Íslandi síðustu tuttugu árin.

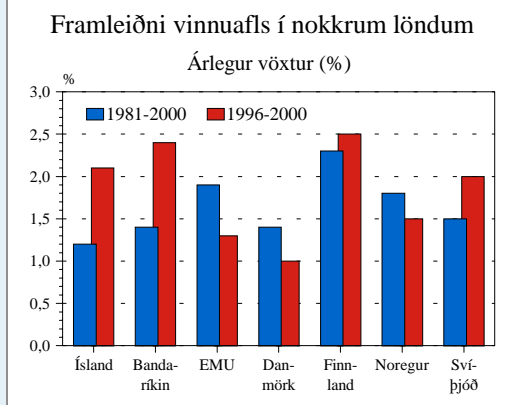


Eins og sést á myndinni jókst framleiðni tiltölulega hratt hér á landi í upphafi núverandi uppsveiflu, 1996-1997. Eftir því sem tekið hefur að síga á seinni hluta uppsveiflunnar hefur hins vegar hægt nokkuð á framleiðnivextinum. Þetta er í samræmi við einkenni hefðbundinna uppsveiflna, þar sem æ stærri hluti vinnuafisins er virkj- aður, fremur en einkenni uppsveiflu sem drifin er áfram af tæknibyltingu eins og verður þegar áhrif nýbúskapar eru sterk.

Myndin sýnir einnig mælingar á heildarþáttaframleiðni hagkerfisins (sjá ramma 2). Eins og sjá má hefur vöxtur heildarþáttaframleiðni verið mjög líkur meðalframleiðni vinnuafis meginhluta tímabilsins. Þó var framleiðni vinnuafisins meiri í lok síðasta áratugar og aftur síðustu 2-3 ár vegna mikillar uppbyggingar fjármagns- stofnsins.

Eins og sést á mynd 2 hefur framleiðnivöxtur verið kröftugri á síðustu árum en að meðaltali síðustu tvo áratugi. Sams konar þróun hefur einnig átt sér stað víða

Mynd 2



erlendis. Á þennan mælikvarða hefur framleiðniaukning á Íslandi verið með því besta sem gerist.

Þar sem hagsveiflupættir hafa sterk áhrif á mældu framleiðni er erfitt að nota hana til að leggja mat á undirliggjandi framleiðniþróun í hagkerfinu. Til þess er eðlilegra að notast við framleiðniþróun út frá þróun framleiðslugetu hagkerfisins. Fjallað var um slíka ferla í ramma 2. Þegar notast er við meðaltal metinnar framleiðslugetu kemur eftirfarandi þróun í ljós.

Eins og sjá má í meðfylgjandi töflu hefur lítil aukning orðið í undirliggjandi framleiðniaukningu vinnuafis og heildarþátta á síðustu tveimur áratugum. Undirliggjandi framleiðni vinnuafis virðist vaxa að meðaltali um 1½%, á meðan heildarþáttaframleiðni vex um 1% að meðaltali. Því sést að mæld framleiðni hefur vaxið hraðar á síðustu árum en sem samræmist undirliggjandi vexti.

Framleiðniþróun á Íslandi (árlegur vöxtur í %)

	1971-1980	1981-1990	1991-2000	1996-2000
Framleiðni vinnuafis.....	3,7	1,0	1,4	2,1
Sveifluleiðrétt .....	2,7	1,2	1,3	1,4
Heildarþáttaframleiðni...	2,8	0,6	1,0	1,8
Sveifluleiðrétt .....	1,8	0,9	0,9	1,0

Sveifluleiðrétt framleiðni vinnuafis er fengin með því að nota meðaltal matsins á framleiðslugetu og vinnuafisnotkun í ramma 2. Sveifluleiðrétt heildarþáttaframleiðni er fengin með HP síu (sjá ramma 2).

Sams konar þróun virðist koma í ljós þegar framleiðsla á unna stund er skoðuð.<sup>1</sup> Hún jókst töluvert fyrstu ár uppsveiflunnar en nokkuð hefur dregið úr vextinum á síðustu tveimur árum.

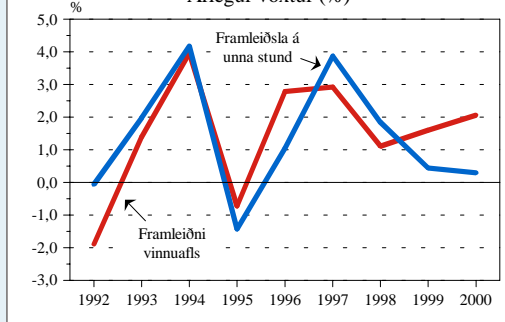
Framleiðsla á unna stund jókst að meðaltali um 1½% á tímabilinu 1996-2000. Í Bandaríkjunum jókst framleiðsla á unna stund hins vegar um 2½% að meðtali á sama tíma. Samkvæmt áætlunum fyrir tímabilið 1999-2000 er áætlað að framleiðsla á unna stund vaxi um innan við ½% á hvoru ári hér á landi en vaxi á sama tíma um 3% í Bandaríkjunum.

Því virðist lítið bóla á áhrifum nýbúskapar á framleiðnivöxt hér á landi enn sem komið er. Þetta er hins vegar sams konar þróun og sést víða annars staðar, ef frá eru talin lönd eins og Bandaríkin, Finnland og Írland. Tiltölulega líttill framleiðnivöxtur hér á landi miðað við unna

1. Notast er við gögn um vinnustundir á viku út frá vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Þrátt fyrir þekktu annmarka ætti þessi úrtakskönnun að gefa ágæta mynd af þróun fjölda vinnustunda yfir lengri tíma.

Mynd 3

**Framleiðni vinnuafls og framleiðsla á unna stund**  
Árlegur vöxtur (%)



stund síðustu tvö árin er hins vegar sérstaklega mikið áhyggjuefni í ljósi mikillar spennu á innlendum vinnumarkaði sem valdið hefur mikilli hækkun launa. Nái framleiðnivöxtur ekki að halda í við launahækkanir er hætt á að erfiðara verði að halda verðbólgu í skefjum.

lýsingar og óljóst hvernig ber að meta þær á móti skuldunum. Verðbréfaeign hefur t.d. aukist verulega á liðnum árum, en selji heimilin slíkar eignir í stórum stíl kemur það niður á verði þeirra. Umtalsverð lækking hefur orðið á verði hlutabréfa á þessu ári sem kann að draga úr neyslu.

Samkvæmt spá Þjóðhagsstofnunar mun fjármunamyndun dragast nokkuð saman á næsta ári vegna loka framkvæmda við stækkun Norðuráls. Árin 2002-2004 er gert ráð fyrir að fjárfesting atvinnuveganna dragist enn frekar saman en aukin fjárfesting í íbúðarhúsnæði vegi á móti að hluta. Fjármunamyndun er næm fyrir breytingu vaxta, gengis og væntinga um hagvöxt, auk þess sem óvissa er um hugsanlega fjárfestingu í stóriðju. Mjög getur því brugðið til beggja vona um fjármunamyndun á næstu árum, rétt eins og hún hefur sveiflast verulega undanfarin ár. Annars vegar gætu háir vextir haft í för með sér mun snarpari samdrátt fjárfestingar en nú er gert ráð fyrir og sveiflur í gengi gætu leikið þau fyrirtæki grátt sem á undanföllum árum hafa fjármagnað fjárfestingu með erlendum eða gengisbundnum lánunum. Hins vegar gæti fjárfesting í stóriðju og virkjunum hæglega aukist. Verði af stækkun álbræðslu Norðuráls færi áhrifa hennar að gæta verulega árið 2002 og

framkvæmdir ná hámarki árið 2005.<sup>8</sup> Verði ekki af stórfelldum framkvæmdum vegna stóriðju næstu tvö árin er hins vegar hugsanlegt að samdráttur innlendar eftirspurnar geti orðið meiri en nú er gert ráð fyrir.

Hægari vöxtur innlendar eftirspurnar eða jafnvel samdráttur gæti stuðlað að minni viðskiptahalla en reiknað er með í framreikningi Þjóðhagsstofnunar, þótt það verði engan veginn sársaukalaus aðlögun. Ekki er heldur loka fyrir það skotið að vöxtur útflutnings verði meiri en gert er ráð fyrir. Útflutningur ýmiss konar iðnaðar- og tæknivöru hefur verið nokkuð ör að undanföllum. Útflutningur þjónustu, m.a. í greinum sem byggja á hugviti, lofar einnig góðu. Til marks um hve mikil áhrif þessar greinar hafa má nefna að á fyrri helmingi ársins var útflutningur þjónustu og iðnaðarvöru án stóriðju rúmum 7 ma.kr. meiri en á sama tíma 1999 á meðan útflutningur sjávarafurða var tæplega 4 ma.kr. minni en árið áður. Vöxtur þjónustu og sprotageina í iðnaðar- og tæknigeiranum skipti því sköpum og kom í veg fyrir sam-

8. Sjá Þjóðhagsstofnun: Report of the Working Group on The Impact of the Noral Project on Iceland's Economy and Infrastructure, National Economic Institute, október 2000.

drátt í útflutningi. Hitt ber þó einnig að hafa í huga að mikill vöxtur í innflutningi þjónustu kann að einhverju leyti að vera fylgifiskur mikils útflutnings og nettóframlag þessara greina til viðskiptajafnaðar e.t.v. ekki eins mikið og virðast kann við fyrstu sýn. Ennfremur ber að hafa í huga að vöxtur nýrra greina hefur verið fremur skrikkjóttur á undanförunum árum. Vaxtarsprotarnir í útflutningi vega því sennilega ekki nægilega þungt til að breyta myndinni verulega og vega á móti fremur neikvæðum horfum í útflutningi sjávarafurða á næstunni.

Nokkuð hefur verið rætt um svokallaðan nýbúskap (e. New Economy) og hvort hans gæti í íslenskum þjóðarbúskap og víðar. Hafa sumir bundið vonir við að hraðari vöxtur framleiðni gæti dregið úr verðlagsþrýstingi og spennu á vinnumarkaði og stuðlað að auknum útflutningi og minni viðskiptahalla er fram líða stundir. Þetta efni hefur ekki verið rannsakað til hlítar hér á landi, en því munu verða gerð betri skil í *Peningamálum* síðar. Frumathuganir hafa hins vegar ekki leitt í ljós aukna framleiðni enn sem komið er a.m.k. (sjá rammagrein), þótt nefna megi ýmis dæmi um vöxt þekkingariðnaðar á Íslandi. Því er varhugavert að reida sig á slíkar hugmyndir þegar stefnan er mótuð gagnvart þeim vanda sem nú er við að etja í þjóðarbúskapnum.

#### *Hversu stórt vandamál er viðskiptahallinn?*

Eins og oft áður hefur komið fram í *Peningamálum* er viðskiptahallinn, að mati Seðlabankans, ein helsta ógnin við stöðugleika í þjóðarbúskapnum á komandi árum. Mikilvægt er að greina eðli og umfang hallans rétt. Nokkurt álitamál er uppi um hvernig viðskiptahallinn er mældur. Í þjóðhagsáætlun fyrir 2001 er í fyrsta skipti beitt nýrri aðferð við að leggja mat á þáttatekjur frá útlöndum. Seðlabankinn breytti uppgjörsaðferð sinni fyrr á þessu ári til þess að fella hana sem best að alþjóðlegum stöðlum. Bankinn hefur ákveðið að halda sig við stranga túlkun staðla, því aðferð Þjóðhagsstofnunar skeykir samanburð við önnur lönd.<sup>9</sup> Samkvæmt uppgjörsaðferð Seðlabankans yrði viðskiptahallinn 1% af landsframleiðslu meiri á þessu ári en samkvæmt aðferð Þjóðhagsstofnunar.

Viðskiptahallinn undanfarin ár er að ýmsu leyti

annars eðlis en á fyrri hallatímabilum. Í fyrsta lagi hefur svo mikill viðskiptahalli aldrei áður varað jafnlengi. Á síðustu 40 árum hefur halli á viðskiptum við útlönd aðeins fjórum sinnum halli farið yfir 5% af landsframleiðslu og aðeins einu sinni náð 8% í tvö ár samfleytt. Hallinn undanfarin ár sker sig einnig úr að því leyti að ólíkt fyrri hallaskeiðum verður hann við tiltölulega hagstæð ytri skilyrði. Þegar viðskiptahallinn varð rúm 8% af landsframleiðslu árin 1967 og 1968 var það í kjölfar hruns síldarstofnsins. Árið 1971 átti mikil fjármunamyndun reyndar þátt í því að viðskiptahallinn varð tæp 7% í eitt ár, en einnig varð nokkur samdráttur í útflutningi. Á hallaskeiðinu árin 1974-75, þegar viðskiptahallinn var meiri en 10% af landsframleiðslu tvö ár í röð, versnuðu viðskiptakjör um 18% á sama tíma og útgjöld hins opinbera jókst. Loks leiddi aflabrestur á árunum 1981 og 1982 til þess að viðskiptahallinn fór í 7% af VLF árið 1982. Halli undanfarinna ára sker sig úr að því leyti að hvorki er hægt að kenna um aflabresti né versandi viðskiptakjörum. Að vísu má segja að hallinn árið 1971 hafi átt sér stað við tiltölulega hagstæð skilyrði þar sem viðskiptakjarabati vó á móti samdrætti í útflutningi. Fjármunamyndun þá jókst hins vegar um 42% á árinu og má ætla að það hafi verið meginástæða hallans. Að því leyti svipaði aðstæðum þá til aðstæðna árið 1997, þegar fjármunamyndun tengd stóriðju og virkjunarframkvæmdum átti stóran hlut að máli. Síðustu þrjú árin hefur vöxtur einkaneyslu hins vegar átt ríkari hlut að máli, einkum árin 1998 og 1999.

Annað einkenni núverandi hallaskeiðs er að mikill halli myndaðist þrátt fyrir að raungengi krónunnar hafi verið útflutningsgreinum mjög hagstætt í byrjun tímabilsins. Vísitala raungengis (1980=100) miðað við hlutfallslegan launakostnað stóð t.d. í 139 árið 1974, þegar hallinn fór í 10½% af landsframleiðslu, en við upphaf núverandi hallaskeiðs stóð vísitalan í 88.<sup>10</sup> Síðan þá hefur raungengið reyndar hækkað töluvert, en er þó enn nálægt meðalstöðu sl. 20 ára. Þessi staða felur í senn í sér veikleika og styrkleika. Styrkleiki hennar felst í því að engin knýjandi nauðsyn er að lækka gengi krónunnar til þess að skapa útflutningsatvinnuvegunum lífvænleg skilyrði. Ör vöxtur ýmissa sprotagreina í útflutningi er skýr

9. Sjá ramma á bls. 9 í *Peningamálum* 2000/2.

10. Þetta er meiri breyting en svo að hægt sé að skýra hana með breyttu jafnvægisraungengi.

#### Rammi 4 Viðskiptahallinn í alþjóðlegum samanburði

Í meginatriðum hafa mikill og viðvarandi viðskiptahalli átt sér þrenns konar uppruna: Í fyrsta lagi óstjórn í fjármálum hins opinbera, í öðru lagi ytri áföll og í þriðja lagi hefur mátt rekja hallamyndun til ofpenslu í einkageiranum í kjölfar afnáms hafta í fjármálageiranum og á fjármagnshreyfingar milli landa.

Ein algengasta orsök mikils viðskiptahalla í OECD-rikkjum sl. áratugi hefur verið halli á rekstri hins opinbera. Halli á ríkissjóði var til dæmis helsta orsök mikils viðskiptahalla í Grikklandi árin 1979-86, á Írlandi árin 1976-85 og í Portúgal á árunum 1980-83. Dæmigerð framvinda var með þeim hætti að ríkisútgjöld aukast hratt á góðæriskeiði, en stjórnvöldum tekst ekki að draga úr útgjöldum að sama skapi þegar slær í bakseglin. Afleiðingin er að halli hins opinbera eykst og ýtir undir viðskiptahalla. Þegar komið er í óefni er nauðsynlegt að grípa til harkalegra aðhaldsaðgerða sem leiða til samdráttar. Þannig var í meginatriðum atburðarásin í ofangreindum tilvikum.

Önnur algeng orsök mikils viðskiptahalla í OECD-rikkjum á liðnum áratugum voru ytri áföll. Ytri áföll voru til dæmis helsta orsök mikils viðskiptahalla í Nýja-Sjálandi á árunum 1974-78, en þá versnuðu viðskiptakjör landsins um rúmlega 40% á tveimur árum. Hrun útflutningsmarkaða í Sovétríkjunum og óhagstæð þróun viðskiptakjara áttu stóran þátt í miklum viðskiptahalla Finnlands á árunum 1989-92, þótt fyrra tímabil ofpenslu ætti einnig hlut að máli. Bæði löndin gengu í gegnum djúpa kreppu í kjölfarið. Ytri áföll voru samtímis orsök viðskiptahalla og samdráttar í efnahagslífinu, en í Finnlandi varð kreppan dýpri en ella vegna þess að verulegt ójafnvægi hafði myndast áður en þau skullu á.

Nýleg tímabil mikils viðskiptahalla er erfiðara að greina þar sem þau áttu upptök sín aðeins að litlu leyti í óstjórn hins opinbera og ytri áföllum. Þannig virðast tímabil mikils viðskiptahalla í Mexíkó á árunum 1991-94, í Tælandi á árunum 1990-97 og Tékklandi á árunum 1996-97 hafa stafað að verulegu leyti af innlendri þenslu, sem átti sér rætur í mikilli fjárfestingu og fjármagnsinn-

streymi, enda trúðu erlendir fjárfestar á efnahag þessara landa. Í öllum þremur tilvikum misstu fjárfestar skyndilega trú á efnahag landanna og hófu að draga fé sitt til baka. Segja má að ytri aðstæður hafi skipt sköpum að því leyti að lágir vextir í helstu iðnríkjum stuðluðu fyrst að miklu gjaldeyrisinnstreymi sem snerust í andhverfu sína þegar vextir hækkðu á ný og ástand í löndunum varð tvísýnna. Þótt benda megi á brotalamir í hagstjórn landanna á þessum tímum virðast afleiðingar þeirra hafa verið í litlu samræmi við alvarleika þeirra. Einnig er rétt að benda á að í tilfelli Mexíkó og Tælands hafði raungengi gjaldmiðilsins skekkst verulega áður en gjaldmiðlakreppan skall á. Gengi tælenska bahtsins var til dæmis fest við Bandaríkjadal þótt mestur hluti utanríkisverslunar landsins væri við Asíuríki. Á átján mánuðum áður en gjaldmiðlakreppan skall á í Tælandi hafði gengi dollars styrkst um 50% gagnvart jeni og hafði það slæm áhrif á samkeppnishæfni tælenskra fyrirtækja. Hallatímabilinu í þessum löndum lauk með gjaldeyris- og bankakreppum sem höfðu mikinn samdrátt í för með sér.

Í þeim tilvikum sem rakin voru hér að framan lauk tímabilum mikils viðskiptahalla með alvarlegri kreppu eða a.m.k. samdrætti.<sup>1</sup> Það er þó ekki einhlítt. Sem dæmi um góðkynja viðskiptahalla má nefna viðskiptahalla Noregs á árunum 1975-1978. Hann var þá meiri en 7% af landsframleiðslu og varð mestur 12% árið 1978. Hallann mátti rekja til mikillar fjármunamyndunar í olíuðnaði. Þegar uppbyggingu olíuðnaðarins lauk minnkaði viðskiptahallinn hratt og hefur Noregur síðan að meðaltali verið með afgang af viðskiptajöfnuði, enda skilaði fjárfestingin verulegum útflutningstekjum.

1. Til marks um þá erfiðleika sem löndin gengu í gegnum má nefna að í Grikklandi lækkaði kaupmáttur um 20%, á Írlandi jókst atvinnuleysi um 10 prósentustig frá 1980 til 1987, í Tékklandi úr tæpum 5% í tæp 9% á árunum 1997-1999 og í Finnlandi úr 3,5% í 18% á fáeinum árum. Þar varð kreppan mest og dróst landsframleiðsla saman um 15%. Í Mexíkó nam samdrátturinn tæpum 7% árið 1995.

vísbending um að samkeppnisstaða þeirra sé viðunandi. Því eru minni líkur á að slök samkeppnisstaða grafi undan trausti markaðsaðila á stöðugleika gengisins með tilheyrandi hættu á gjaldeyriskreppu. Veikleiki hennar felst hins vegar í því að engin auð-

veld lausn er á því ójafnvægi sem skapast hefur í ytri jöfnuði þjóðarbúskaparins. Lækkun á gengi krónunnar er við núverandi aðstæður líkleg til að leiða fyrst og fremst til aukinnar verðbólgu, en að hafa minni áhrif á raungengi og útflutning. Úrræðin takmarkast

Því við að koma böndum á innlenda eftirspurn og auka þjóðhagslegan sparnað, sem helst verður gert með því að auka enn frekar afgang í rekstri hins opinbera, þrátt fyrir að hann sé nú töluverður, eða með því að finna leiðir til að örva sparnað einkageirans og draga úr ofurbjartsýnum væntingum.

Til þess að fá vísbendingu um hve alvarlegur vandi viðskiptahallinn er kann að vera áhugavert að skoða tímabil mikils viðskiptahalla í öðrum löndum, athuga orsakir hallans og afleiðingar og reyna að draga lærdóm af reynslu þessara landa. Í meðfylgjandi rammagrein er fjallað um nokkur hallaskeið í öðrum OECD-löndum auk Tælands.<sup>11</sup> Reynt er að svara þeirri spurningu hvort eitthvert sambærilegt land hafi búið jafnlengi við jafnmikinn viðskiptahalla og Ísland nú án þess að lenda í gjaldeyriskreppu eða a.m.k. alvarlegum efnahagsþrengingum síðar. Þessi athugun undirstrikar séreinkenni núverandi hallaskeiðs, að hvorki er hægt að rekja það til ytri áfalla né agaleysis í stjórn ríkisfjármála. Reyndar hefur svo mikill halli á viðskiptajöfnuði aldrei fyrr farið saman við verulegan afgang í rekstri hins opinbera.

Að því marki sem viðskiptahalli hér á landi er til kominn vegna fjárfestingar í útflutningsatvinnuvegum kann hann að vera góðkynja, svipað og viðskiptahalli Noregs á áttunda áratugnum. Einhvern hluta hallans má e.t.v. rekja til fjárfestingar í hátæknigeiranum t.d. í líftækni og hugbúnaðargerð.<sup>12</sup> Þau gögn sem liggja fyrir um þessa starfsemi eru hins vegar ófullnægjandi. Viðskiptahallinn á síðustu árum virðist þó eiga meira skylt við viðskiptahalla í þeim löndum þar sem hallinn myndast í kjölfar afnáms hafta á fjármagnshreyfingar með tilheyrandi fjármagnsinnstreymi, og miklum væntingum einkageirans um hagvöxt.<sup>13</sup> Sá munur er þó á að erlent lánsfé fremur en verðbréfafjárfesting hefur einkennt fjármagnsinnstreymi hér á undanföllum árum. Reynsla ann-

arra landa er okkur áminning um að viðskiptahallinn er ekki endilega minna áhyggjuefni þótt hann sé til kominn vegna mikilla útgjalda einkageirans fremur en hins opinbera, eins og áður hefur verið rökstutt í *Peningamáli*. Á heildina litið má segja að reynsla annarra þjóða bendi til þess að töluvert sársaukafullrar aðlögunar sé þörf, jafnvel þótt komist verði hjá alvarlegri kreppu.

Framvindan á næstu árum er afar óviss, því að ljóst er að aðlögunar af einhverju tagi er þörf, en skil í hagþróun er ávallt erfitt að tímasetja. Meðal þess sem skiptir sköpum er samspil gengis- og vaxtaþróunar, sparnaðarhneigðar heimilanna og útflutningsvaxtar. Hæpið er að þjóðhagslegur sparnaður haldi áfram að minnka í sama mæli og gert er ráð fyrir í framreikningi Þjóðhagsstofnunar. Því er vel hugsanlegt að vöxtur eftirspurnar og viðskiptahallinn verði minni þegar líða tekur á tímabilið 2001-2003. Gerist það hins vegar ekki þyrfti útflutningur að aukast mun meira en nú er gert ráð fyrir eigi skuldaða þjóðarbúsins að komast í jafnvægi (nettóskuldir að hætta að aukast) áður en efnahagslegum stöðugleika er telt í enn meiri tvísýnu.

#### *Ríkisfjármál: horfur á mun meiri afgangi árið 2000 en í fjárlögum*

Samkvæmt áætlunum fjármálaráðuneytisins stefnir nú í að tekjur á árinu 2000 fari ríflega 7% (15,4 ma.kr.) fram úr fjárlögum og gjöld tæplega 3% (5,4 ma.kr.). Mjög miklar viðbótartekjur eru af tekjuskatti fyrirtækja, sem hækkar um 47% frá ríkisreikningi 1999 og fer 3 ma.kr. fram úr fjárlögum. Þennan tekjuauka má rekja til góðrar afkomu atvinnulífsins árið 1999. Tekjuskattur einstaklinga hækkar um 8% milli ára, í stað 3% sem reiknað var með í fjárlögum, og skilar inn 3 ma.kr. viðbótartekjum. Launahækkunarir eru eigi að síður nokkurn veginn samkvæmt áætlun. Miklar tekjur umfram áætlanir benda til þess að áhrif skattleysismarkna, sem hafa hækkað hægur en laun, hafi verið vanmetin.

Virðisaukaskattur stefnir í að afla 6 ma.kr. umfram það sem reiknað var með á fjárlögum, en tekjur árið 1999 voru mjög vanmetnar þegar fjárlög voru samþykkt. Sama á við um vaxtatekjur sem gefa 2 ma.kr. viðbótartekjur. Ekki er hins vegar víst að 4,6 ma.kr. einkavæðingartekjur náist.

Helstu ástæður þess að gjöld fara 5,4 ma.kr. fram úr áætlun fjárlaga eru að rekstrargjöld stefna í að fara

11. Mexíkó og Tékkland eru nú komin í hóp OECD-landa.

12. Þegar fyrirtæki fjárfesta í hátæknigreinum þar sem rannsóknir og þróun eru stór hluti starfseminnar er aðallega verið að borga starfsmönnum laun til þess að búa til verðmæta þekkingu. Tekjumar af slíkri fjárfestingu byrja ekki að streyma inn fyrr en löngu eftir að fjárfestingin á sér stað. Á meðan gæti virst sem þjóðin eyði um efni fram þótt í raun sé um fjárfestingu að ræða.

13. Þetta á t.d. við um viðskiptahallann í Mexíkó, Tælandi og Tékklandi fyrr á þessum áratug. Aðstæður hér líkjast að því leyti einnig ofpensluskeiðinu á Norðurlöndum í kjölfar afnáms hafta þar. Hallinn er þó mun meiri en á Norðurlöndunum að undanskildu Finnlandi. Þar urðu ytri áföll til þess að magna hallann.



Tafla 6 Yfirlit ríkissfjármála

% af vergri landsframleiðslu	1998	1999	Áætlanir	
			2000	2001
A Tekjur án eignsöluhagnaðar.....	30,9	33,1	32,5	32,3
B Gjöld án lífeyrisfærslna, vaxta og fjárfestinga .....	24,1	24,9	24,2	24,1
C Gjöld án lífeyrisfærslna og vaxta	26,8	27,7	26,8	26,6
A-B.....	6,8	8,2	8,3	8,1
A-C.....	4,1	5,4	5,7	5,7

Heimildir: Fjármálaráðuneytið og Þjóðhagsstofnun.

2,5 ma.kr. fram úr fjárlögum og tilfærslur rúman milljarð. Mestu skipta 2 ma.kr. umframgjöld í heilbrigðisgeiranum, en rík tilhneiging hefur verið til þess á síðustu árum að útgjöld til heilbrigðismála fari fram úr fjárlögum. Aðrar helstu ástæður hækkunar útgjalda umfram fjárlög eru hækkun vaxtagjalda, einkum vegna erlendra vaxtabreytinga, og stofnun sendiráðs í Japan sem ekki var á fjárlögum.

Lánsfjárafgangur hækkar heldur minna en sem svarar bættri afkomu, um 7 ma.kr. Ráðstöfun hans er nokkrun vandkvæðum bundin í ljósi veikari stöðu krónunnar á síðustu mánuðum. Mikilvægt er að ráðstafa afgangnum með hætti sem samrýmist því markmiði að draga úr verðbólgu og styrkja stöðu krónunnar. Því má ekki greiða upp meiri erlendar skuldir en gjaldeyrisforðinn þolir.

Útlitið um niðurstöðu ríkissfjármála árið 2000 má draga saman með eftirfarandi hætti: Sé horft framhjá óreglulegum lífeyrisgreiðslum, vöxtum og eignasöluhagnaði er nokkur bati milli árána 1998 og 1999 og haldið er í horfinu á yfirstandandi ári.<sup>14</sup>

#### Fjárlagafrumvarp 2001 lagt fram með metafgangi

Í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2001 er gert ráð fyrir að tekjur og gjöld hækki nokkurn veginn í takt við þjóðhagshorfur. Ákveðið hefur verið að taka fé sem áður var eyrnamerkt Atvinnuleysistryggingasjóði og veita því í fæðingarorlof, sem áætlað er að muni kosta 2 ma.kr. á árinu og 3 ma.kr. þegar löggjöf um orlofið er komin.<sup>15</sup> Á árinu 2001 á lánsfjárafgangur að vaxa úr 27,5 ma.kr. í ár í 34,8 ma.kr. 2001. Það veur upp þá spurningu hvernig þessum afgangi

14. Í þessum tölum hefur verið leiðrétt fyrir óreglulegri tekjufærslu vegna Landssímans á árinu 1999.

verði best ráðstafað. Að óbreyttu gæti niðurgreiðsla erlendra lána raskað markmiðum um lækkun verðbólgu vegna þrýstings á gengið. Mikil uppgreiðsla innlendra ríkisskulda gæti hins vegar skapað ótímabæran þrýsting á langtímavexti til lækkunar. Vænlegt virðist því að byggja upp verulega innstæðu í Seðlabankanum. Einnig mætti greiða niður skuld við lífeyrissjóði opinberra starfsmanna.

Útreikningar sýna að framleiðsluspenna nái hámarki í ár og landsframleiðsla verði tæp 3% umfram eðlilega nýtingu framleiðslugetu, en rúmlega 1% á næsta ári (sjá ramma 2). Því mætti ætla að aukið aðhald fælist í bættri afkomu á næsta ári. Afgangur ríkissjóðs hækkar úr 27 í 30 ma.kr. en sá bati, eins og hann birtist í áætlunum fjárlagafrumvarpsins, kemur að mestu frá eignasölu. Batinn er ekki meiri en svo að samkvæmt skilgreiningum Þjóðhagsstofnunar á tekjum og gjöldum ríkissjóðs<sup>16</sup> versnar afkoman heldur milli ára, eða álíka og eðlilegt má telja vegna minnkandi hagvaxtar. Meðfylgjandi línurit yfir afkomu ríkissfjármála sýnir því heldur versnandi afkomu milli árána 2000 og 2001, en sveifluleiðrétt afkoma batnar svolítið í ljósi minni hagvaxtar.

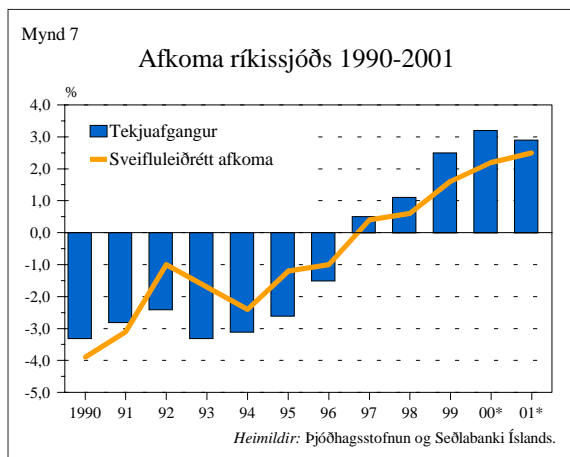
Afkoma sveitarfélaganna í landinu hefur undanfarin ár verið mun verri en hjá ríkissjóði. Þau voru rekin með 3 ma.kr. halla á árinu 1999, sem er 5% af tekjum þeirra og skárri en 8% halli á árinu 1998. Samkvæmt spá Þjóðhagsstofnunar verður hallinn 2,4 ma.kr. á þessu ári og 2,8 ma.kr. á því næsta. Þær áætlanir byggjast hins vegar á mun ófullkomnari upplýsingum en fyrir liggja um ríkisbúskapinn. Hreinar skuldir sveitarfélaga halda áfram að aukast, ef spár Þjóðhagsstofnunar ganga eftir.

Samkvæmt uppgjöri Þjóðhagsstofnunar eftir alþjóðlegum stöðlum verður afgangur á rekstri hins opinbera<sup>17</sup> um 20 ma.kr. í ár, sem er nokkru minna en samanlagður afgangur á fjárlögum og rekstri sveitarfélaga. Mismunurinn stafar einkum af því að hagnaður af eignasölu telst ekki til tekna í þessu upp-

15. Undanfarin ár hefur þetta fé verið tekið af Atvinnuleysistryggingasjóði en hann hefur fært inneign á ríkissjóð. Nú verður sú færsla slegin af. Sjóðsstaða í góðæri upp á 0,7 ma.kr. getur þó tæpast talist sterk.

16. Tímaráðir Þjóðhagsstofnunar, sem undanskilja söluhagnað frá tekjum, eru einu samfelldu tímaráðirnar eftir að reikningshald ríkisins gerbreyttist 1998.

17. Rekstur hins opinbera samanstendur af rekstri ríkis, sveitarfélaga og almennatrygginga, en tryggingarnar eru hér á landi nánast undirdeild hjá ríkinu.



gjöri. Engu að síður mælist afgangur í ár 2,8% af landsframleiðslu og 2,5% á því næsta, sem hvort tveggja er með því betra sem gerist hjá ríkjum OECD. Einungis Norðmönnum og Finnum er spáð betri afkomu á árinu 2000 í síðustu skýrslum þessarar alþjóðastofnunar.

#### Aðhald peningastefnunnar eykst í kjölfar vaxtahækkunar 1. nóvember

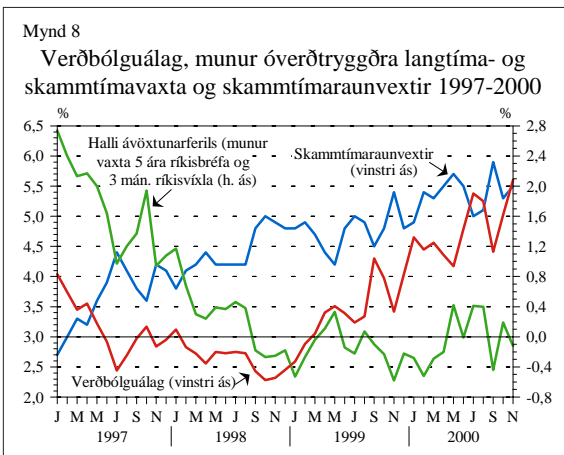
Nauðsynlegt er að endurmeta aðhald peningastefnunnar reglulega og spyrja hvort það hæfi aðstæðum. Í því sambandi er gagnlegt að skoða ýmsar vísbendingar um aðhaldssemi peningastefnunnar og árangur hennar. Eins og fram hefur komið er vöxtur útlána mun meiri en æskilegt er. Það kann að vera vísbending um að aðhald peningastefnunnar hafi verið ófullnægjandi, en þess ber þó að gæta að áhrif aðhaldsaðgerða í peningamálum koma fram með töluverðri töf og að lánastofnanir hafa hingað til getað komist hjá aðhaldi Seðlabankans með erlendra lántöku. Gengislækkun krónunnar kann einnig að vera vísbending um að aðhaldið sé ekki nægjanlegt. Í því sambandi þarf þó að taka tillit til þess að jafnvægisgengi krónunnar sveiflast með undirliggjandi efnahagsaðstæðum. Jafnvægisgengið lækkaði sl. vor þegar ljóst var að skera þurfti niður aflaheimildir og að horfur um útflutningsframleiðslu, viðskiptajöfnuð og hagvöxt höfðu versnað.

Megintæki Seðlabankans til að auka aðhald er að hækka vexti bankans í viðskiptum við lánastofnanir. Frá því í árslok 1998 og þar til í júní sl. hækkuðu vextir Seðlabankans í endurhverfum viðskiptum úr 7,5% í 10,6%, eða um 3,1%. Á sama tíma jókst hins

vegar verðbólga úr u.þ.b. 1½% í 5½-6% á þessu ári, eða meira en sem nam vaxtahækkun Seðlabankans. Algennt er hins vegar að nota mismun ávöxtunar verðtryggðra og óverðtryggðra ríkisbréfa sömu tímalengdar sem mælikvarða á verðbólguvæntingar markaðsaðila, því að verðbólguvæntingar hafa meiri þýðingu í þessu samhengi en verðbólga liðins tíma. Sé miðað við þannig mældar verðbólguvæntingar hafa raunvextir í endurhverfum viðskiptum almennt hækkað nokkuð á tímabilinu, en ekki mikið. Raunvextir í endurhverfum viðskiptum hækkuðu nokkuð eftir að verðbólguvæntingar höfðu síðsumars og í haust, og voru í október mest u.þ.b. 1% hærri en í árslok 1998. Snemma sumars höfðu þeir lækkað töluvert. Eftir óhagstæða verðlagsmælingu í október gekk þessi hækking að nokkru leyti til baka. Með 0,8% vaxtahækkun í byrjun nóvember hækkuðu raunvextir á ný þannig að aðhald á þennan mælikvarða séð er nú ótvírætt meira en áður.

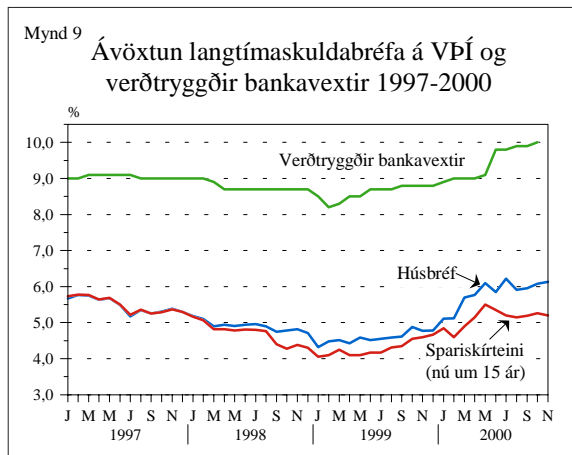
Þegar aðhald peningastefnunnar er aukið með því að hækka skammtímvexti minnkar jafnan munur á milli langtíma- (óverðtryggðra) og skammtímvaxta, þ.e.a.s. svokallaður ávöxtunarferill verður flatar. Ef aðhaldið verður mikið geta skammtímvextirnir um hríð farið upp fyrir langtímvextina og ávöxtunarferillinn verður þá niðurhallandi. Það bendir til þess að markaðsaðilar telji peningastefnuna trúverðuga og að verðbólgu verði haldið í skefjum, þar sem þeir búast við að skammtímvextir verði lægri í framtíðinni. Munur langtímvaxta og skammtímvaxta minnkaði mjög á árunum 1997 og 1998, en þá hafði verðbólga enn ekki látið á sér kræla. Undanfarin tvö ár hefur ávöxtunarferillinn verið nokkurn veginn flatur en hallalínan sveiflast á bilinu ±½%. Þessi mælikvarði bendir til nokkurs aðhalds, en þó hefði e.t.v. mátt vænta þess miðað við hve skammtímanafnvextir eru háir að hallinn yrði verulega neikvæður, eða eitthvað í líkingu við það sem varð í Bretlandi árið 1998 eftir að Englandsbanki hafði hækkað vexti.

Þeir vextir sem heimili og fyrirtæki greiða af óverðtryggðum lánum hafa hækkað verulega á undanförunum árum. Innlendir skammtímvextir segja þó ekki alla söguna um aðhaldsstig peningastefnunnar. Eins og glögglega má ráða af útlánaþróun, sem greint var frá hér að framan, hafa a.m.k. stærri innlend fyrirtæki átt nokkuð greiða leið hjá þessu aðhaldi með því að taka erlend lán á mun lægri vöxtum. Hagkvæmni slíkrar lántöku veltur á því



hvort gengi krónunnar helst tiltölulega stöðugt þannig að lækkun þess eyði ekki ávinningnum af lægri erlendum vöxtum. Því getur farið svo að mikið traust á stöðugleika gjaldmiðilsins verði til þess að draga úr aðhaldsáhrifum hærri vaxta. Því má líta á auknar sveiflur og lækkun gengis krónunnar með tvennum hætti. Annars vegar fela meiri sveiflur í sér að gengi krónunnar kann að vera ótraustara en margir töldu áður og erlendar lántökur því ekki jafnhagstæðar. Meiri sveiflur eru mögulegar eftir að vikmörk gengisstefnunnar voru vikkuð í  $\pm 9\%$  í febrúar. Hins vegar léttir gengislækkunin nokkuð á aðhaldi að fyrirtækjum sem stunda útflutning eða eru í samkeppni við innflutning. Skammtímaavaxtamunur við útlönd hefur verð mjög mikill eða nálægt 6% allt þetta ár. Síðustu mánuði, áður en Seðlabankinn hækkaði vexti um 0,8% í byrjun nóvember, minnkaði munurinn vegna hækkunar erlendra vaxta en er eftir vaxtahækkunina meiri en áður á þessu ári. Til viðbótar háum vaxtamun kemur svo að vextir hafa hækkað erlendis og vísbendingar eru um að álög sem innlendir lánþegar sæta á erlendum endurlánum hafi hækkað að undanförmu. Aðhaldið hefur því aukist verulega á þennan mælikvarða.

Aðhald peningastefnunnar skilar sér ekki að fullu til fyrirtækja og heimilanna nema hærri skammtíma-vextir stuðli að hækkun vaxta sem heimili og fyrirtæki þurfa að greiða af fjárfestingar- og neyslulánum. Að stórum hluta er um verðtryggð langtímalán að



ræða. Ráðandi staða verðtryggðra langtímalána á íslenskum lánamarkaði dregur að öllum líkindum verulega úr virkni peningastefnunnar, eins og glögglega hefur komið í ljós á liðnum árum. Allt til ársloka 1998 fóru vextir verðtryggðra langtímaskuldabréfa lækkandi, þótt skammtímaavextir hækkuðu. Vextir verðtryggðra útlána bankanna lækkuðu einnig, en minna, og urðu lægstir í mars á sl. ári. Það er því ljóst að lækkun verðtryggðra vaxta vann gegn auknu aðhaldi á skammtímaamarkaði lengi vel. Á þessu ári hafa verðtryggðir langtímaavextir hins vegar hækkað ört og t.d. hafa húsbrefavextir frá því í vor verið u.þ.b.  $1\frac{1}{2}\%$  hærri en þeir voru um áramótin 1998/1999. Hækkun langtímaavaxta styður því við aðhaldssama peningastefnu, en vegna þess hve hækkunin kom seint er líklegt að áhrifa eigi eftir að gæta enn meira á næstunni. Áhrifin eru hins vegar að hluta komin fram á húsnæðismarkaði, eins og greint hefur verið frá.

Á heildina litið virðist óhætt að fullyrða að þrátt fyrir lækkun á gengi krónunnar hafi aðhald peningastefnunnar aukist umtalsvert að undanförmu. Aðhaldið sem kemur í gegnum áhrif vaxta á innlenda eftirspurn er líklega meira nú en í langan tíma þar sem á eitt leggjast hærri innlendir skammtímaavextir, hækkun innlendra langtímaavaxta, hækkun erlendra vaxta og hærri vaxtaálög. Það tekur hins vegar tíma fyrir þessi áhrif að skila sér að fullu.