

Ofpensla teflir verðstöðugleika enn í hættu

Vonir um að eftirspurn tæki að hjaðna áður en stöðugleika verðlags yrði ógnað hafa dofnað undanfarna mánuði. Í nóvember var verðbólga, mæld sem 12 mánaða hækkun vísitölu neysluverðs, 5%, sem er mun meira en í nálægum löndum. Jafnframt eru nú horfur á að viðskiptahalli verði svipaður í ár og í fyrra. Margvísleg önnur merki ofpenslu eru til staðar. Aðeins hluta aukinnar verðbólgu má skýra með sérstökum þáttum. Ofpenslan hefur því stuðlað að aukinni verðbólgu. Viðskiptahallinn er vandamál, jafnvel þótt hann eigi rætur að rekja til einkageirans, og hefur orðið meira illkynja eftir því sem liðið hefur á uppsveifluna. Útlánaþensla hefur hjaðnað nokkuð en er enn langt fyrir ofan þau mörk sem samrýmast stöðugleika. Líklega er enn hægt að komast hjá harkalegri aðlögun. Það krefst þess hins vegar að afgangur fjárlaga verði meiri en gert er ráð fyrir í fjárlagafrumvarpi og að peningastefnan verði áfram aðhaldssöm. Jafnframt er brýnt að vel takist til með gerð kjarasamninga á næsta ári.

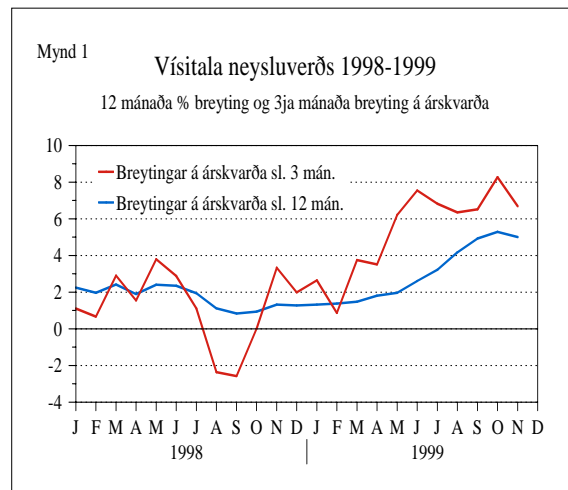
Sérstakar ytri aðstæður skýra aðeins hluta aukinnar verðbólgu

Í nóvember nam 12 mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 5%. Verðbólga mæld sem 12 mánaða hækkun vísitölu neysluverðs hafði því vaxið um tæp 4 prósentustig frá því í janúar. Þótt aukin verðbólga hafi í sjálfu sér ekki komið á óvart á fjórða ári hagvaxtar umfram 5% kom það flestum í opna skjöldu hve skyndilega og mikið verðbólga jókst. Væntingar hafa aðlagast aukinni verðbólgu mjög skjótt. Það birtist m.a. í vaxandi mun ávöxtunar verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa sem var 2½% í lok síðasta árs, var kominn í 4,6% í september, en hefur lækkað nokkuð síðan. Samkvæmt könnun Price Waterhouse Coopers sem gerð var fyrir Seðlabankann í september voru meðalvæntingar almennings um verðbólgu næstu 12 mánuði 5%.

Margsinnis á undanförunum misserum hefur Seðlabankinn varað við því að óhóflegur vöxtur eftirspurnar gæti raskað stöðugleika verðlags þegar fram í sækti, einkum í ljósi þess að mikill og langvarandi viðskiptahalli getur grafið undan gengisfestu. Þó var

ekki búist við því að umskiptin yrðu svo skyndileg án undangenginnar lækkunar á gengi krónunnar. Því er ekki óeðlilegt að spurt sé hvort þessa skyndilegu verðbólguuppsveiflu megi að hluta til eða jafnvel að verulegu leyti rekja til óvæntra breytinga á ytri aðstæðum.

Ytri aðstæður eiga vissulega töluverðan hlut að máli. Sjónir beinast þar fyrst og fremst að bensín- og að nokkru leyti húsnæðisverði. Þessir tveir liðir skýra



1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 10. nóvember 1999.

Tafla I Greining á hækkun vísitölu neysluverðs til nóvember 1999 (%)

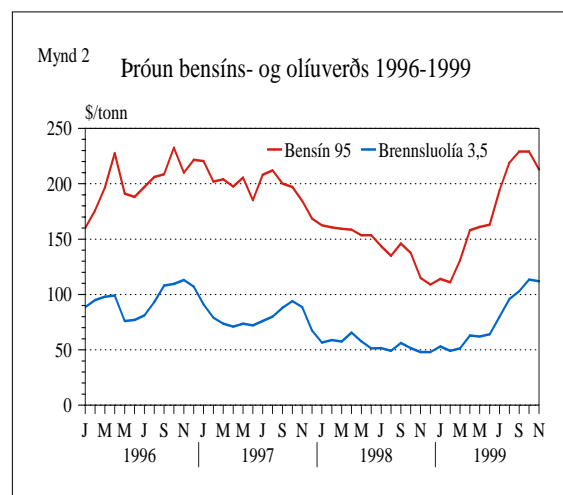
	Breyting vísitölu			Framlag til hækkunar vísitölu neysluverðs		
	Síðustu 3 mán. ¹	Jan.-nóv. ¹	12 mán.	Síðustu 3 mán. ¹	Jan.-nóv. ¹	12 mán.
(1) Búvörur án grænmetis	-1,6	1,5	3,0	-1,6	1,7	4,0
(2) Grænmeti	-27,3	11,7	3,7	-4,5	2,0	0,7
(3) Aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur	5,7	6,0	9,7	5,1	6,6	11,8
(4) Aðrar innlendar vörur	3,8	2,6	2,3	2,7	2,3	2,3
(5) Innfluttar mat- og drykkjarvörur	11,3	6,5	8,2	4,9	3,5	5,0
(6) Nýr bíll og varahlutir	1,1	1,7	1,7	1,3	2,4	2,8
(7) Bensín	15,5	26,4	14,7	8,9	18,6	11,9
(8) Aðrar innfluttar vörur	18,8	1,2	-1,1	40,0	3,2	-3,2
(9) Áfengi og tóbak	0,6	1,4	1,5	0,3	0,8	1,0
(10) Húsnæði	18,4	15,2	13,4	31,0	32,4	32,1
(11) Opinber þjónusta	1,8	2,1	3,8	2,9	4,2	8,4
(12) Önnur þjónusta	2,7	5,4	5,2	9,0	22,1	23,4
Samtals	6,6	5,5	5,0	100,0	100,0	100,0
Innlendar vörur (1-4)	0,5	3,8	5,1	1,7	12,7	18,7
Búvörur og grænmeti (1-2)	-5,6	2,7	3,1	-6,1	3,8	4,7
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis (3-4)	4,9	4,6	6,4	7,8	8,9	14,0
Innfluttar vörur alls (5-9)	10,7	4,4	2,4	55,3	28,6	17,4

1. Hækkun á ársvarða

tæpan helming hækkunar neysluverðs frá áramótum. Hefðu þeir hækkað jafnt og annað verðlag hefði verðbólga yfir 12 mánuði mælst u.þ.b. 3% í nóvember í stað 5%. Er þá aðeins reiknað með beinum áhrifum bensínverðs á vísitöluna en ekki óbein í gegnum verð á annarri vöru og þjónustu.

Af 4,6% hækkun vísitölu neysluverðs á tímabilinu janúar til nóvember má skýra tæpan fimmtung með hækkun bensínverðs. Ef bensínverð hefði ekki hækkað umfram annað verðlag frá áramótum hefði 12 mánaða verðbólga mælst tæplega 1% lægri. Að langmestu leyti er hækkunin afleiðing verðhækkunar á erlendum markaði þótt skattur á bensín hafi einnig hækkað (og reyndar lækkað á ný í október) og vísbendingar eru um að álagning hafi þokast upp. Bensínverð á alþjóðlegum markaði var óvenjulágt síðari hluta ársins 1998 og í sumum tilfellum lægra en framleiðslukostnaður. Þessar aðstæður auðvelduðu mjög samtökum olíuútflutningsríkja (OPEC) að ná samstöðu um framleiðslutakmarkanir í mars sl. Afleiðingin varð mjög snörp verðhækkun sem efnahagsbati í Asíu og átök á Balkanskaga ýttu enn frekar undir. Í septemberlok var svo komið að olíu- og bensínverð var orðið hið hæsta frá árinu 1996.

Hækkun bensínverðs á erlendum markaði fól í sér leiðréttingu á verði sem hafði augljóslega verið lægra en staðist gat til lengdar. Í október gengu verðhækkunarir á alþjóðamörkuðum nokkuð til baka. Bensínverð hækkaði þó nokkuð snemma í nóvember. Þótt bensínverð gæti hækkað enn meira verður að telja líklegt að hækkunarir verði ekki miklar úr þessu nema að nýir atburðir raski jafnvægi á olíumarkaði.



Hækkun á markaðsverði húsnæðis og matvæla endurspeglar eftirspurn

Tæpur þriðjungur hækkunar neysluverðs á tímabilinu frá janúar til nóvember stafaði af 15% hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar. Lítil vafi er á því að hækkun markaðsverðs húsnæðis á sér ekki síst rætur í miklum vexti eftirspurnar þótt byggðaröskun, lánsfjárframboð og lækkun raunvaxta kunni einnig að eiga hlut að máli. Raunverð fasteigna á höfuðborgarsvæðinu er nú álíka hátt og á þensluárunum fyrir rúmum áratug síðan. Þegar eignaverð er orðið svo hátt má gera ráð fyrir að dragi úr verðhækkunum. Að hluta til má segja að hækkun húsnæðisverðs feli í sér leiðréttingu frá lágu verði sem ríkti á stöðnunarskeiðinu fram eftir tíunda áratugnum. Þeirri leiðréttingu ætti nú að vera lokið og því líklegt að mesta hækkunarhrinin sé gengin yfir, þótt einhver viðbótarhækkun raunverðs húsnæðis gæti orðið á næsta ári.

Á vissan hátt gefur hækkun húsnæðisliðar í vísitölu neysluverðs ýkta mynd af hækkun neysluverðs. Í fyrsta lagi er í vísitölunni einungis tekið mið af hækkun fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu. Fasteignaverð hækkaði mjög á höfuðborgarsvæðinu á síðasta ári en aðra sögu er að segja víðast á landsbyggðinni. Vaxandi straumur fólks til höfuðborgarsvæðisins hefur magnað þenslu á húsnæðismarkaði þar en haldið verði niðri á landsbyggðinni. Í öðru lagi ber að geta þess að hækkun reiknaðs húsnæðiskostnaðar, sem tekur mið af markaðsverði húsnæðis og er veigamesta ástæða hækkunar húsnæðisliðar, endurspeglar ekki beinan fjárhagslegan kostnaðarauka neytenda af herra húsnæðisverði heldur fórnarkostnað þeirra af því að búa í eigin húsnæði. Þannig geta tiltölulega takmörkuð fasteignaviðskipti haft áhrif á endurmat þessa fórnarkostnaðar fyrir alla neytendur. Mat á breytingu húsnæðiskostnaðar er reyndar afar erfitt viðfangs og mjög er mismunandi eftir löndum hvaða aðferðum er beitt.

Ef hækkandi bensínverð og húsnæðiskostnaður væru einu skýringar aukinnar verðbólgu mætti gera sér vonir um að hún hjaðnaði að miklu leyti sjálfkrafa. Því miður er því ekki svo farið. Matvælaverð er nú t.d. mun hærra en fyrir ári síðan. Verð annarrar innlendar mat og drykkjarvöru en búvöru og grænmetis var 9,7% hærra í nóvember en fyrir ári og innflutt matvæli höfðu hækkað lítið minna. Erfitt er að fullyrða hvað hér býr að baki. Að hluta til kann að vera um hliðrun á árstíðasveiflu að ræða eða tíma-

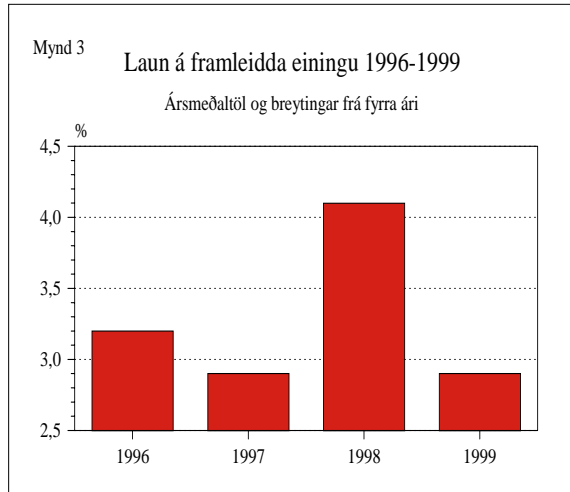
bundnar framboðstruflanir en getum hefur einnig verið leitt að því að aukin samþjöppun fyrirtækja í dreifingu og smásölu matvæla eigi hlut að máli. Það styður þessa tilgátu að bæði innlend og innflutt matvæli hafa hækkað álíka í verði. Ekki verður séð að innflutningsverð matvæla hafi almennt hækkað sem gæti bent til þess að álagning hafi aukist. Of snemmt er þó að fullyrða mikið um áhrif aukinnar samþjöppunar og blokkamyndunar í matvöruverslun.

Í sumum tilfellum hafa ytri áhrif orðið tilefni hækkunar en markaðsaðstæður sennilega orðið til þess að meiri hækkun varð en efni stóðu til. Verðlag þjónustu á frjálsum markaði hefur hækkað um rúm 5% frá því fyrir ári. Í þeirri hækkun er falin hækkun bifreiðatrygginga í kjölfar lagasetningar sem gerir auknar kröfur um tryggingarvernd. Þessi hækkun kom þó ekki nema að tæpum þriðjungi fram í hækkun vísitölu neysluverðs, þ.e.a.s. sá hluti hækkunarinnar sem að mati Hagstofunnar stafaði ekki af aukinni tryggingarvernd. Þótt áhöld geti verið um mat á kostnaðarauka tryggingarfélaganna vegna hinnar nýju lagasetningar verður að telja líklegt að markaðsaðstæður hafi átt þátt í því að tryggingarfélögin sáu sér fært að hækka verð meira en ella. Hvað sem því líður urðu áhrif hækkunarinnar á vísitölu neysluverðs aðeins 0,2% þegar upp var staðið.

Að frátöldu innfluttu bensíni og matvælum hefur verðþróun annarrar innfluttrar vöru, svo sem bifreiða og raftækja, haldið aftur af hækkun vísitölunnar. Verð þeirra hefur ýmist nánast staðið í stað eða lækkað enda er í útreikningum Hagstofunnar tekið tillit til gæðabreytinga þessarar vöru sem kemur fram í lægra mældu vöruverði en ella.

Gengisþróunin hafði aðeins tímabundin áhrif á verðlag á þessu ári og aukin framleiðni mildaði áhrif launahækkana

Gengi krónunnar veiktist nokkuð framan af ári og fyrri hluta máí var það u.þ.b. 1% lægra en í ársbyrjun og ríflega 2½% lægra en þegar það var hæst á sumarmánuðum 1998. Síðan í máí hefur gengi krónunnar hins vegar styrkst verulega og var snemma í nóvember orðið hærra en nokkru sinni eftir gengisfellingu krónunnar í júní 1993. Þótt lækkun krónunnar hafi átt nokkurn þátt í aukinni verðbólgu fyrri hluta ársins ættu þau áhrif að hafa fjarað út að verulegu leyti og á næstu misserum mun hærra gengi krónunnar, verði það viðvarandi, leiða til lægra innflutningsverðs í



krónum mælt en ella.

Á þriðja ársfjórðungi 1999 voru laun á almennum vinnumarkaði 5,3% hærra en fyrir ári, skv. launavísitölu sem Hagstofan birtir. Laun opinberra starfsmanna og bankamanna höfðu hækkað um tæp 3% umfram laun á almennum vinnumarkaði. Sé gengið út frá spá Þjóðhagsstofnunar um hagvöxt og vinnuafslnotkun á árinu 1999 mun framleiðni aukast um 2½% í ár. Hækkun launa á framleidda einingu yrði skv. því u.þ.b. 2%. Að öllu jöfnu ætti slík hækkun ekki að valda mikilli verðbólgu.

Seðlabankinn spáði minni verðbólgu á öðrum og þriðja fjórðungi ársins en raun varð á

Í janúar síðastliðnum spáði Seðlabankinn 2,2% verðbólgu frá upphafi til loka árs. Um líkt leyti voru aðrir spáaðilar að spá verðbólgu á bilinu 2,2 - 2,7% yfir árið. Milli ára spáði bankinn 1,9% verðbólgu. Spár annarra aðila voru á svipuðu róli, eða á bilinu 1,7 - 2,5%. Spá Seðlabankans var svo hækkuð í apríl, júlí og nú síðast í október en þá spáði bankinn 4,6% verðbólgu yfir árið. Þetta eru mikil umskipti frá árunum á undan, þegar tilhneiging var til að ofspá verðbólgu.

Spáskekkjur geta verið af tvennum toga: Annars vegar kann líkanið sem notað er við spágerðina að vera ófullkomið, hins vegar er mögulegt að rangar forsendur hafi verið notaðar við spágerðina. Fyrir ári gerði Seðlabankinn úttekt á verðbólguþáttum sínum.² Tilfni hennar var að svo virtist sem kerfisbundin til-

hneiging væri til að spá of mikilli verðbólgu. Niðurstaða þessarar athugunar var að ekki hefði orðið grundvallarbreyting á langtímasambandi launakostnaðar, innflutningsverðlags og neysluverðlags. Tilhneiging til að spá of mikilli verðbólgu hafi fyrst og fremst stafað af of svartsýnum forsendum um ytri stærðir eins og innflutningsverð og framleiðni, auk þess sem aðhaldssöm peningastefna hafi stuðlað að minni verðbólgu þar sem hún leiddi til herra gengis en reiknað var með í spám bankans. Laun kæmu þó hægar fram í verðlagi en áður hafði verið talið.

Á þessu ári spáði Seðlabankinn á öðrum og þriðja fjórðungi ársins töluvert minni verðbólgu en raun varð á. Spáskekkju annars ársfjórðungs virðist að tæplega hálfu leyti mega rekja til rangra forsendna. Skiptir þar mestu máli að bensínverð á alþjóðamarkaði tók að hækka mjög ört í mars og apríl, þvert á spár alþjóðastofnana. Í sumarbyrjunum hafði bensínverð hækkað u.þ.b. 50% frá því í febrúar og síðustu vikur hefur verð á bensíni verið u.þ.b. tvöfalt herra en í byrjun árs. Húsnæðiskostnaður hækkaði einnig meira en búist var við. Á þriðja ársfjórðungi virðist sem stærri hluta skekkjunnar megi rekja til afla sem reiknilíkan bankans nær ekki að skýra jafnvel þótt það sé matað á nýjustu og bestu upplýsingum. Bensínverð hélt reyndar áfram að hækka umfram væntingar á þriðja fjórðungi ársins, en meginástæða þeirrar skekkju sem eftir stendur, þegar tillit hefur verið tekið til hækkunar innflutningsverðs, er hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar.

Seðlabankinn spáir 4% verðbólgu milli árána 1999 og 2000

Í ársfjórðungslegri verðbólguþáttspá Seðlabanka Íslands sem birt var í október sl. var spáð 3,3% hækkun vísitölu neysluverðs milli ársmeðaltala 1998 og 1999 og 4,1% hækkun milli árána 1999 og 2000. Reiknað var með litlum sem engum verðlagshækkunum til loka árs 1999 vegna árstíðarsveiflu og áhrifa lægri skattlagningar á bensín. Virðist sú spá vera að ganga eftir því vísitala neysluverðs í nóvember var óbreytt frá fyrri mánuði. Hækkun neysluverðs frá upphafi til loka þessa árs yrði því samkvæmt spánni 4,6%, en yfir árið 2000 var spáð 3,7% verðbólgu. Þessi spá var byggð á eftirfarandi forsendum:

- Gengi krónunnar verði óbreytt frá 25. október en þá var gengið 3,6% yfir miðgengi.

2. Haustskýrsla Seðlabanka Íslands 1998.

Tafla II Nokkrar forsendur í janúarspá Seðlabankans og raunveruleg þróun

Forsenda	Janúarspá	Staða í nóvember
Launaskrið	Gert var ráð fyrir 2% launaskriði 1999	Mat óbreytt
Framleiðni	Gert var ráð fyrir 2,5% framleiðni aukningu 1999	Mat óbreytt
Gengisþróun	Reiknað var með óbreyttu gengi frá 15. janúar	Gengi krónunnar hækkaði um 2,8% frá áramótum til 10. nóvember
Innflutningsverð	Gert var ráð fyrir 1% lækkun fyrri hluta ársins en 1% hækkun síðustu níu mánuði þess.	Reiknað er með 3,5% hækkun 1999.
Húsnæðisverð	Gert var ráð fyrir að hækkun markaðsverðs húsnæðis myndi stuðla að meiri hækkun neysluverðs en ella.	Markaðsverð húsnæðis á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 17% frá áramótum til september og húsnæðisliður vísitölu neysluverðs um 12,5% frá áramótum til nóvember
Bensínverð	Ekki var tekið sérstaklega tillit til bensínverðsþróunar. Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í maí, var enn gert ráð fyrir 9% lækkun olíuverðs í SDR milli 1998 og 1999.	Bensínverð í smásölu hækkaði um 26% frá janúar til október en 21,6% til nóvember. Verð á alþjóðlegum markaði hefur meira en tvöfaldast frá því í mars. Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá október er reiknað með 27% hækkun olíuverðs í SDR milli 1998 og 1999

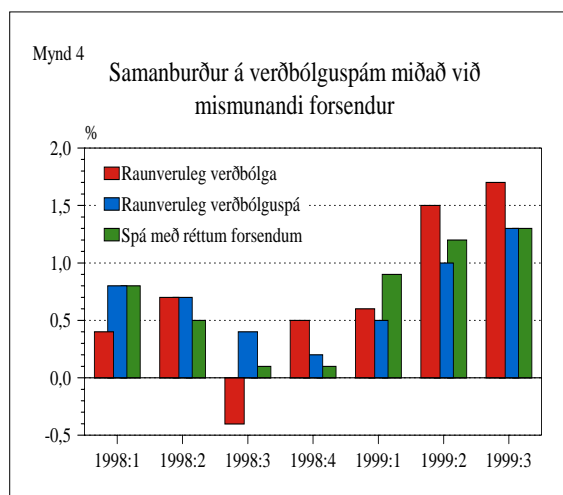
- Hækkun meðallauna á milli áranna 1999 og 2000 nemi 6½%. Þessi hækkun felur í sér áhrif væntanlegra kjarasamninga að viðbættum launabreytingum sem þegar hefur verið samið um á almennum markaði og launaskriði (2% árið 1999 og 1½% árið 2000).
- Framleiðni aukist um 2½% árið 1999 og 2% árið 2000
- Innflutningsverðlag í erlendri mynt hækki um 3½% árið 1999 og 1½% árið 2000

Vegna þess að kjarasamningar standa nú fyrir dyrum hjá þorra launþegsamtaaka eru forsendur spárinnar um launaþróun bundnar mikilli óvissu. Verði samspil launa- og gengisþróunar með öðrum hætti en gefið er í spánni gæti niðurstaðan ýmist orðið betri eða verri. Til dæmis myndi 1½% hækkun gengis á næstu mánuðum, miðað við forsendur spárinnar, ásamt 1% minni launahækkun leiða til rúmlega 1% minni hækkunar neysluverðs yfir næsta ár. Þróun kaupmáttar yrði í því tilfalli nánast hin sama.

Einnig má hugsa sér óhagstæðara samspil gengis og launaþróunar er hefði í för með sér töluvert meiri verðbólgu en Seðlabankinn spáði. Forsenda þess að svo verði ekki er að ofþensla hjaðni á næsta ári. Mikið veltur einnig á hver verður verðþróun þeirra sérstöku þátta sem keyrt hafa upp verðbólgu á þessu ári. Í verðbólguþspá Seðlabankans er gengið út frá því að dragi úr hækkun húsnæðisverðs til ársloka en að

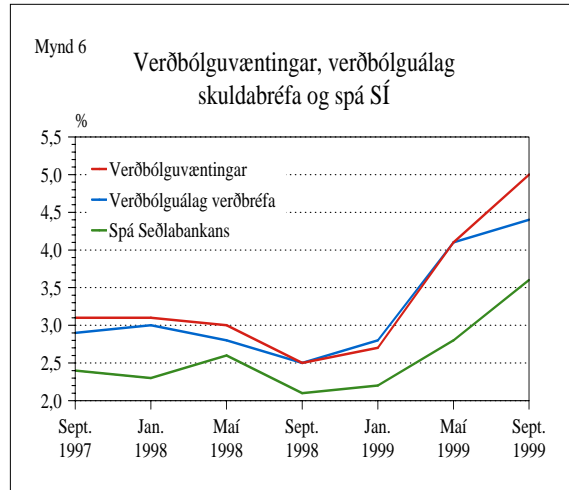
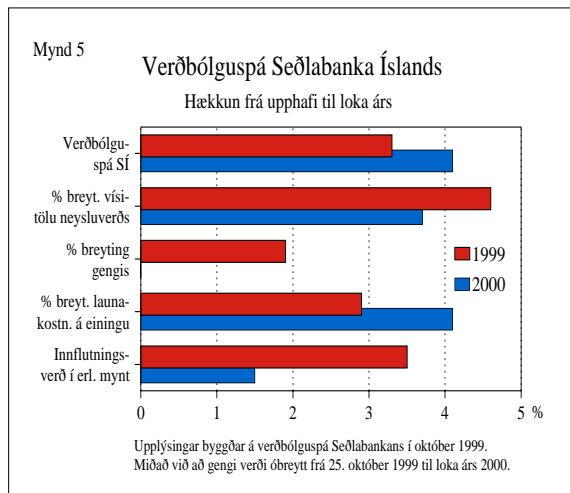
markaðsverð húsnæðis hækki nokkuð á ný á fyrstu mánuðum næsta árs. Í ljósi þess að raunverð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu er nú þegar orðið jafnhátt og í fyrri toppum verður að telja líklegt að a.m.k. dragi úr verðhækkunum. Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs stóð í stað í nóvember.

Mikilvægt er að ná tókum á verðbólgunni á ný áður en hærri verðbólguvæntingar festast í sessi. Væntingar hafa að jafnaði verið um nokkuð meiri verðbólgu en Seðlabankinn hefur spáð. Munur væntrar og mældrar verðbólgu hefur verið enn meiri því Seðlabankinn hefur á undanförunum árum þar til í



ár haft tilhneingingu til að ofspá verðbólgu. Bilið virtist þó fara minnkandi á síðasta ári og var 0,4% í maí og september 1998. Nú hefur munurinn hins vegar aukist á ný og í könnun sem gerð var í september síðastliðinn bjuggust svarendur við 5% verðbólgu, samanborið við 3,6% skv. spá Seðlabankans, þ.e.a.s. 1,4% meiri verðbólgu en Seðlabankinn spáir. Á sama tíma töldu svarendur verðbólgu síðustu 12 mánaða vera 4,8%. Í reynd hækkaði vísitala neysluverðs um 4,9% þannig að gott samræmi er á milli mats svarenda á verðbólgu síðustu tólf mánaða og raunverulegrar þróunar. Að öllu jöfnu hafa þátttakendur í fyrri könnunum hins vegar haft tilhneingingu til að ofmeta verðbólgu.

Verðbólguálag skuldabréfa mælt sem mismunur ávöxtunar óverðtryggða og verðtryggðra skuldabréfa sömu tímalengdar gefur hugmynd um verðbólguvæntingar fjárfesta. Þann fyrirvara verður að gera að raunar þyrfti að greina mismuninn í vænta verðbólgu annars vegar og verðbólguáhættu hins vegar en þess er ekki kostur. Hvað sem því líður hefur verðbólguálag fjárfesta að jafnaði farið mjög nærri væntingum einstaklinga eins og þær hafa mælt í könnunum. Nýlega hefur þó komið fram vaxandi munur. Í september var verðbólguálag fjárfesta 4½% skv. þessum mælikvarða, þ.e.a.s. ½% lægra en verðbólguvæntingar einstaklinga en 0,9% hærra en verðbólguþá Seðlabankans. Síðan hefur verðbólguálagið lækkað nokkuð og má því ætla að munurinn hafi aukist enn frekar. Hugsanleg skýring er að fjárfestar reikni með áhrifum hækkingar gengis krónunnar síðustu mánuði



og meti áhrif hinna sérstöku tímabundnu þátta verðbólguupsveiflunnar og væntanlegra aðhaldsaðgerða með öðrum hætti en almenningur.

Hvað veldur ofpenslu?

Í spá Þjóðhagsstofnunar sem fylgdi þjóðhagsáætlun í október sl. er áætlað að landsframleiðslan vaxi um 5,8% á árinu 1999 en að verulega dragi úr hagvexti á næsta ári eða í 2,7%. Gangi þessi spá eftir verður hagvöxtur þessa árs hinn mesti frá árinu 1987. Þetta er þó enn merkara fyrir þá sök að 1999 er fjórða árið í röð sem hagvöxtur mælist meiri en 5%. Á þessum fjórum árum hefur landsframleiðslan aukist um 24% sem er u.þ.b. jafnmikið og hún jókst á uppgangsskeiðinu 1983-1987.

Mikill hagvöxtur á þessu ári stafar fyrst og fremst af áframhaldandi örum vexti einkaneyslu og töluvert meiri vexti útflutnings en í fyrra, á sama tíma og dregið hefur úr vexti innflutnings. Fjárfesting stendur hins vegar nánast í stað skv. spánni og dregur því úr vexti þjóðarútgjalda.

Þar sem ofpensla eftirspurnar átti drjúgan þátt í að kynda undir verðbólgu á árinu hlýtur lækningin að felast í því að draga úr vexti innlestrar eftirspurnar. Til þess að gera sér grein fyrir hvort eða hve umfangsmikilla aðgerða er þörf er nauðsynlegt að leggja mat á hvað veldur svo mikilli eftirspurn. Í stuttu máli hefur þróunin verið þessi:

- Þegar horfur um ytri skilyrði bötnuðu vegna betra ástands fiskistofna, verðhækkunar sjávarafurða á erlendum mörkuðum og aukinnar fjárfestingar í

Tafla III Þjóðhagsyfirlit

Vöxtur í % nema annað sé tekið fram	1997	1998 ¹	1999 ²	2000 ²
Einkaneysla.....	6,0	11,0	6,0	2,5
Samneysla.....	3,1	3,7	3,4	2,5
Fjármunamyndun.....	10,5	23,4	-0,1	2,1
Þjóðarútgjöld.....	6,2	12,1	4,0	2,4
Verg landsframleiðsla.....	5,3	5,1	5,8	2,7
Viðskiptajöfnuður, % af VLF.....	-1,4	-5,7	-4,6	-4,2

1. Bráðabirgðatölur. 2. Spá. Heimild: Þjóðhagsstofnun

orkufrekum iðnaði óx bjartsýni fyrirtækja og heimila sem endurskoðuðu þá áform sín um fjárfestingu og neyslu.

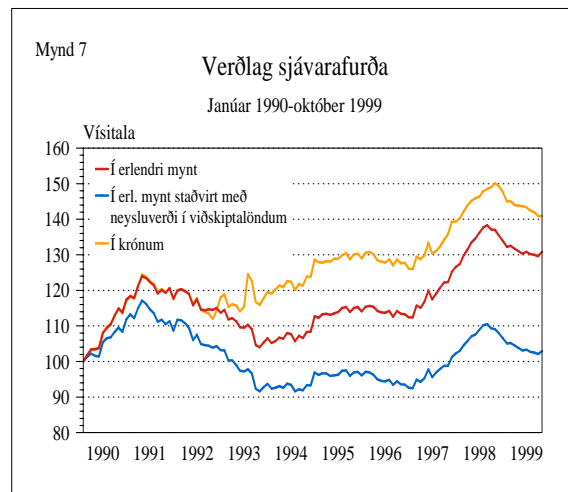
- Þegar dró úr atvinnuleysi og efnahagshorfur glæddust batnaði samningsstaða launþegasamtaka og geta fyrirtækjanna til að standa undir auknum launakostnaði. Afleiðingin varð mikill vöxtur kaupmáttar, sem jók heimilum enn áræði í neyslu og fjárfestingaráformum, og sama gildi um fyrirtæki sem þjóna innlendum markaði.
- Á sama tíma og almenn bjartsýni um efnahagshorfur stuðlaði að aukinni lánsfjárefitirspurn jókst framboð lánsfjár. Aukið lánsfjárframboð má m.a. rekja til þess að hlutfé var aukið í ríkisviðskiptabönkunum í aðdraganda einkavæðingar og Fjárfestingarbanki atvinnulífsins var stofnaður með sterka eiginfjárstöðu. Þessar aðstæður leiddu til vaxandi samkeppni fjármálastofnana um markaðshlutdeild. Almenn hefur aðgengi almennings að lánsfé einnig aukist á liðnum árum og reglur um húsnæðislán voru rýmkaðar. Viðskipti með aflakvóta hafa líklega bæði aukið eftirspurn og framboð lánsfjár. Þrátt fyrir stigvaxandi aðhald í peningamálum fóru raunvextir sem fyrirtækjum bjóðast og raunvextir húsnæðislána almennt lækkandi.

Ytri aðstæður eru óneitanlega góðar en ekki svo að jafnast á við mestu uppgangstímabil sem komið hafa í sjávarútvegi. Þótt afli hafi vaxið á liðnum árum hefur aukningin verið tiltölulega jöfn. Verðlag í erlendri mynt er nokkuð hátt en að teknu tilliti til almennra verðhækkana er það enn lægra en það varð hæst árið 1991. Hins vegar er verðlag í krónum mjög hátt enda gengi krónunnar lægra nú en þegar verðlag sjávarafurða í erlendri mynt náði hámarki árið 1991.

Má því segja að góðærið í sjávarútvegi sé að einhverju leyti ávöxtur innlendrar gengisstefnu ekki síður en ytri aðstæðna. Á þessu ári hefur verðhækkun sjávarafurða sem átti sér stað árin 1997 og 1998 gengið nokkuð til baka eftir að hafa náð hámarki haustið 1998. Þar vegur þungt verðhrun á fiskimjöli en verð þess hafði verið óvenjulega hátt. Verðlag annarra sjávarafurða er enn hátt þótt það hafi þökast niður á við.

Á síðari stigum uppsveiflunnar hefur dregið úr þeim ytri hvötum sem upphaflega hleyptu henni af stað, einkum á yfirstandandi ári. Þótt afflaheimildir þorsks haldi áfram að vaxa hefur komið til skerðingar í öðrum tegundum. Rækjuafli hefur verið lélegur og dregið hefur úr veiðum utan íslenskrar fiskveiðilögsögu. Fjárfesting í orkufrekum iðnaði hefur minnkað á ný. Eigi að síður heldur uppsveiflan áfram, að þessu sinni knúin áfram af innlendri eftirspurn sem er ríflega fódruð með erlendu lánsfjármagni. Nánar verður vikið að þessu síðar.

Samanlagður hagvöxtur síðustu fjögurra ára er nú orðinn álíka mikill og á hagvaxtarskeiðinu frá 1983 til 1987, en ef litið er til þess tíma sem ætla má að landsframleiðsla hafi verið umfram langtímaframleiðslugetu, þ.e. árin 1987 og 1987 annars vegar og árin 1998 og 1999 hins vegar, hefur fyrra ofþensluskeiðið vinninginn hvað áhrærir hagvöxt og vöxt þjóðarútgjalda, sérstaklega einkaneyslu. Í kjölfar fyrra hagvaxtarskeiðsins kom langt skeið aðlögunar þar sem hagvöxtur var ýmist lítill eða neikvæður og kaupmáttur rýrnaði árum saman. Sú spurning hlýtur



Samanburður á uppsveiflunum 1986-1987 og 1998-1999

Margt er líkt með ofpensluárunum í lok níunda áratugarins og uppsveiflu síðustu ára en sumt er frábrugðið. Hér skulu borin saman helstu einkenni þessara tveggja hagvaxtarskeiða:

- Viðskiptahallinn er meiri nú eða 5,7% af landsframleiðslu árið 1998 samanborið við 3½% árið 1987.
- Skuldir hins opinbera eru mun meiri en þær voru á 9. áratugnum þótt þær fari lækkandi. Sama má segja um skuldir heimila, fyrirtækja og þjóðarbúsins í heild.
- Raunvöxtur útlána er meiri nú en á þensluskeiði 9. áratugarins.
- Fjármagnshreyfingar eru nú óheftar sem eykur hættu á gjaldeyris- og fjármálakreppu bresti traust markaðsaðila á efnahagsstefnunni.
- Samkeppnisstaða atvinnuvega er nú mun betri, raunengi nær jafnvægi og hagnaður meiri. Raunvextir eru að auki lægri sem dregur úr greiðslubyrði. Verðbólga

sem er lægri gefur m.a. meira svigrúm til að takast á við ofpensluvandann áður en gengisaðlögun verður óhjákvæmileg.

- Atvinnuleysi árið 1987 var enn lægra en nú og spenna á vinnumarkaði meiri enda ekki jafn opin gagnvart útlöndum og nú.
- Rekstur hins opinbera er nú í mun betra horfi og allmikill afgangur en umtalsverður halli var árin 1985-1987.
- Ný fjárfesting á stærri hlut í uppsveiflunni undanfarin ár en á níunda. áratugnum. Hlutfall fjárfestingar er þó ekki hátt í sögulegum samanburði.
- Seðlabankinn er nú betur undir það búinn að hemja ofpensluna. Sjálfstæði bankans til að beita vöxtum hefur verið aukið og gengisstefnan er heldur sveigjanlegri.

að vakna hvort svo harkaleg aðlögun sé óhjákvæmileg nú eða hvort mögulegt sé að ná hægfare aðlögun

hagvaxtar að því marki sem samrýmist verðlagsstöðugleika á næstu árum og án þess að skerða þurfi kaupmátt. Þessari spurningu er ekki auðsvarað en gagnlegt er að hafa eftirfarandi samanburð á hagvaxtaskeiðunum tveimur í huga (sjá box og töflu).

Tafla IV Samanburður á tveimur uppsveiflum

Prósentubreyting á ári nema annað sé tekið fram	1986-		1998-	
	1987 ¹	1987	1999 ^{1,2}	1999 ²
Hagvöxtur.....	7,4	8,6	5,4	5,8
Verðbólga	20,0	18,8	2,5	3,3
Viðskiptajöfnuður, % af VLF.....	-1,5	-3,4	-5,2	-4,6
Vísitala raunengis - meðaltal (m.v. laun).....	97,7	109,0	87,3	87,4
Raunengi (m.v. laun).....	29,0	26,2	4,3	0,2
Tekjujöfn. ríkissj., % af VLF.....	-2,5	-0,9	1,3	1,6
Skuldir hins opinbera, % af VLF..	28,2	26,6	44,7	42,0
Hreinar skuldir hins opinbera, % af VLF.....	8,9	8,5	28,4	26,4
Raunvöxtur peningamagns og sparifjár (M3) ári ³	12,6	13,8	12,2	11,1
Raunvöxtur útlána innlánsstofnana ³	8,4	19,6	28,5	27,4
Raunvöxtur útlána í lánakerfinu ³ .	4,7	10,6	11,9	11,3
Atvinnuleysi, % af mannafla.....	0,6	0,4	2,3	2,0
Vísitala kaupmáttar ráðst.tekna.....	96,1	120,8	113,2	118,7
Kaupmáttar ráðstöfunar- tekna - % breyting.....	17,3	25,8	6,6	4,8
Þjóðarútgjöld.....	10,0	15,7	8,0	4,0
Fjármunamyndun.....	23,7	21,3	11,0	-0,1
Einkaneysla.....	11,5	16,2	8,5	6,0

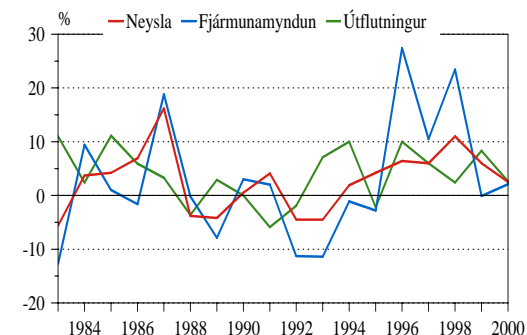
1. Meðaltal tímabils. 2. Spár og áætlanir Seðlabanka og Þjóðhagsstofnunar.
3. Fyrir árið 1999 er miðað við 12 mánaða % breytingu til loka september.

Dregið hefur úr vexti þjóðarútgjalda en ekki nóg til að tryggja ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum

Þjóðhagsstofnun spáir að nokkuð hægi á vexti þjóðarútgjalda í ár en spáð er meiri vexti útflutnings en árið 1998. Að því leyti má segja að samsetning hagvaxtar sé vænlegri á yfirstandandi ári en í fyrra. Nú er spáð að þjóðarútgjöld vaxi um 4% í ár samanborið

Mynd 8

Vöxtur einkaneyslu, fjármunamyndunar og útflutnings 1983 - 1999



við 12% árið 1998. Spá Þjóðhagsstofnunar um rúmlega 8% vöxt útflutnings í ár er töluverð framför frá dræmum vexti í fyrra, gangi spáin eftir. Jafnframt er gert ráð fyrir að verulega dragi úr vexti innflutnings. Spáð er 3,4% vexti samanborið við 22% árið 1998.

Þótt spáð sé minni vexti þjóðarútgjalda er of snemmt að varpa öndinni léttar. Í fyrsta lagi ber að hafa hugfast að vöxtur einkaneyslu skv. spá Þjóðhagsstofnunar er enn mjög mikill eða 6%. Þótt fjárfestingarbylgjan hafi náð hámarki, dugar hægari vöxtur þjóðarútgjalda ekki til að draga nægilega úr hallanum sem myndaðist í utanríkisviðskiptum árið 1998. Enn spáir Þjóðhagsstofnun halla á viðskiptajöfnuði í ár sem nemur 4,6% af landsframleiðslu. Verra er að ekki er útlit fyrir að verulega dragi úr hallanum árið 2000 þrátt fyrir að spáð sé hóflegum hagvexti.

Hætta er á meiri viðskiptahalla en spáð var í nýlegri þjóðhagsáætlun

Í öðru lagi virðist sem áætlanir Þjóðhagsstofnunar um vöxt einkaneyslu og fjárfestingar séu í varfærari kantinum. Neyslu- og fjárfestingarlíkon sem metin hafa verið í Seðlabankanum sýna öllu meiri vöxt einkaneyslu og fjárfestingar á yfirstandandi ári og fjárfestingar árið 2000 en spár Þjóðhagsstofnunar. Verði sú raunin má búast við að halli á viðskiptum við útlönd verði meiri en Þjóðhagsstofnun spáði.³

Í þriðja lagi styðja tölur um utanríkisviðskipti það sem af er árinu þá ályktun að hallinn á utanríkisviðskiptum verði meiri en Þjóðhagsstofnun spáði. Í spá Þjóðhagsstofnunar er reiknað með 17,9 ma.kr. halla á vöruviðskiptum við útlönd á árinu í heild. Fyrstu 9 mánuði ársins var hann orðinn 20 ma.kr. sem er u.þ.b. jafn mikill halli og allt árið í fyrra. Að vísu mun ýmislegt á síðustu mánuðum ársins stuðla að minni halla. Nýtt fiskveiðiár byrjaði í september og má reikna með meiri útflutningi sjávarafurða til loka ársins en verið hefur að undanförunu. Hærra álverð mun einnig auka útflutningsverðmæti. Á móti kemur að verðhækkun á innfluttu eldsneyti og hráefnum mun stuðla að meiri halla.

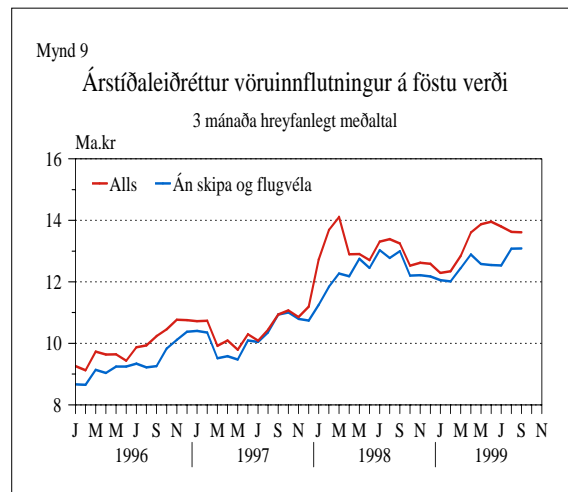
Það er einnig umhugsunarefni að viðskipti með

3. Þess má geta að bæði OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafa spáð meiri halla sem hlutfalli af landsframleiðslu en Þjóðhagsstofnun á árinu 1999, OECD 5% og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn 5,5%. OECD spáir reyndar enn meiri halla árið 2000 eða sem nemur 5,1% af landsframleiðslu.

skip og flugvélar, sem eru sveiflukennd og endurspeglar ekki endilega undirliggjandi efnahagsþróun, fegra nokkuð viðskiptajöfnuð yfirstandandi árs, en árið 1998 átti hið gagnstæða sér stað. Án skipa- og flugvéla viðskipta jókst halli á vöruskiptum fyrstu níu mánuði ársins úr 13,5 ma.kr. í fyrra í 16 ma.kr. á sama tíma í ár.

Vöxt vöruútflutnings það sem af er árinu má nær eingöngu rekja til útflutnings iðnaðarvöru. Hann jókst um fjórðung að magni fyrstu níu mánuði ársins en verðmætaaukningin er einungis 15% sökum lágs verðs á áli sem nú fer þó ört hækkandi. Gróskan í útflutningi iðnaðarvöru stafar að miklu leyti af auknum álútflutningi, en nær einnig til margra annarra vörutegunda. Fjárfestingarvörur sem tengjast sjávarútvegi og matvælaframleiðslu eru mest áberandi. Útflutningur sjávarafurða hefur verið dræmur undanfarna mánuði og að magni dróst hann nokkuð saman fyrstu níu mánuði ársins miðað við sama tíma árið 1998. Líttinn útflutningur sjávarafurða síðla sumars, þ.e.a.s. undir lok fiskveiðiársins, má rekja til þess að vel veiddist snemma á fiskveiðiárinu. Sé horft fram hjá skipa- og flugvéla viðskiptum jókst verðmæti útflutnings fyrstu níu mánuði ársins einungis um 1% en í heild jókst verðmæti vöruútflutnings um 5½% og tæp 7% að magni.

Á fyrstu níu mánuðum ársins hægði verulega á vexti vöruinnflutnings frá fyrra ári. Síðustu tölur benda til þess að innflutningur neyslövöru sé enn í örur vexti. Innflutningur varanlegrar neyslövöru eykst mest, en innflutningur óvaranlegrar neyslövöru vex einnig. Innflutningur virðist jafnvel hafa sótt í

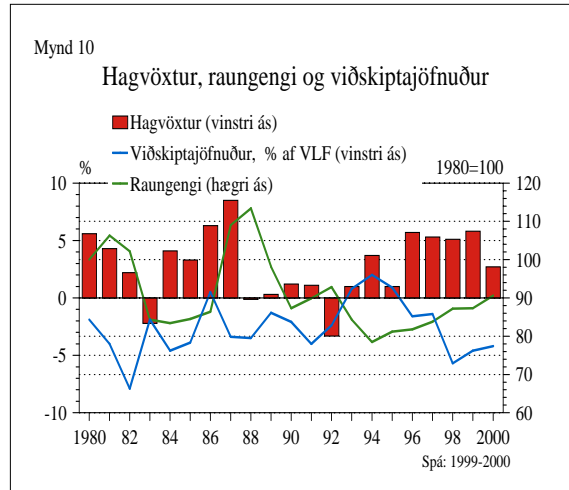


sig veðrið sl. sumar og í haust en tölur fyrir fyrstu mánuði ársins höfðu sýnt töluverðan samdrátt. Innflutningur fjárfestingarvöru var meiri en gert var ráð fyrir í fyrri spám Þjóðhagstofnunar og jókst síðustu mánuðina.

Einungis liggja fyrir upplýsingar um þjónustuviðskipti fyrri hluta ársins. Fyrstu sex mánuði ársins dróst útflutningur þjónustu á föstu gengi saman um rúmlega 1% frá sama tímabili árið 1998 en innflutningur þjónustu jókst um tæp 6%. Fyrir vikið jókst halli á þjónustuviðskiptum um tæplega 2½ ma.kr frá fyrra ári. Þessi þróun átti sér einkum stað á öðrum fjórðungi ársins og má að miklu leyti rekja til aukinna útgjalda vegna ferðalaga til útlanda, en einnig varð verulegur samdráttur í útflutningi ýmissa þjónustuliða, m.a. vegna umsvifa varnarliðsins. Reikna má með áframhaldandi vexti í ferðalögum til útlanda og ekki síst að eyðsla í hverri ferð haldi áfram að vaxa, og mun hækkun á gengi krónunnar síðustu mánuði yta enn frekar undir þá þróun fyrst í stað. Á heildina litið má telja víst að viðskiptahallinn í ár verði töluvert meiri en Þjóðhagstofnun spáði fyrir í haust og jafnvel enn meiri en í fyrra.

Viðskiptahallinn er meiri nú en árið 1987 en er hann góðkynja?

Samanborið við árið 1987, þegar þensluskeið níunda áratugarins náði hámarki, er viðskiptahallinn nú bæði meiri og þrálátari. Árið 1987 nam hallinn 3½% af landsframleiðslu eftir lítilsháttar afgang árið áður, samanborið við 5,7% halla árið 1998 og a.m.k. 4,6% halla á þessu ári. Ekki er nóg að horfa eingöngu á stærð hallans, heldur verður líka að skoða hvað liggur að baki honum. Myndist viðskiptahalli að miklu leyti vegna arðbærrar fjárfestingar sem skilar sér í auknum útflutningstekjum þegar fram líða stundir er minni ástæða til að hafa áhyggjur en þegar hallinn stafar fyrst og fremst af vexti einkaneyslu. Uppsveifluárin 1986-1987 hafa vissulega vinninginn í vexti einkaneyslu því þá jókst hún um 23% á tveimur árum en um tæp 18% árin 1998-1999. Ef tímabilin 1983-1987 og 1995-1999 (skv. spá fyrir 1999) eru skoðuð í heild kemur í ljós að einkaneysla jókst álíka mikið yfir þessi tvö tímabil, eða um u.þ.b. þriðjung. Vöxtur fjármunamyndunar stefnir í að verða rúmlega 73% nú en hann var tæp 30% á fyrra tímabilinu. Í því sambandi verður þó að gæta þess að vöxtur fjárfestingar á síðara hagvaxtarskeiðinu kom í kjölfar mikils



samdráttar og að hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu er ekki hátt í sögulegu samhengi. Hvorki hlutfall fjárfestingar né einkaneyslu er langt frá sögulegum viðmiðunum. Það er fyrst og fremst sameysla sem hefur aukist nokkuð á kostnað beggja. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu hækkaði úr 14½% árið 1995 í 21½% árið 1998, sem er álíka hátt hlutfall og um miðbik 9. áratugarins, en lægra en var að jafnaði áratuginu á undan. Á þessu ári mun hlutfall fjármunamyndunar lækka á ný, í tæp 20% gangi spá Þjóðhagstofnunar eftir, og enn frekar á næsta ári.

Er viðskiptahalli minna áhyggjuefni ef einkageirinn stendur á bak við hann?

Þótt aðhaldsstig opinberra fjármála hafi á síðustu árum verið meira en í uppsveiflu níunda áratugarins er viðskiptahallinn eigi að síður töluvert meiri. Því hefur stundum verið haldið fram að hallinn á viðskiptajöfnuði nú sé ekki áhyggjuefni sökum þess að hann sé að miklu leyti til kominn vegna mikillar fjárfestingar einkageirans en ekki hallareksturs hins opinbera. Ástæða er til að vara við slíkri túlkun. Í því sambandi má benda á nýlega reynslu margra Asíuríkja. Ofangreindri röksemdafærslu var oft haldið á lofti þar áður en gjaldeyris- og fjármálakreppa reið yfir stóran hluta Asíu árið 1997. Í fyrsta lagi er ekki tryggt að fjárfesting einkaaðila sé ævinlega arðbær. Hún kann, eins og reynslan sýnir, að vera reist á of bjartsýnum þjóðhagslegum forsendum sem fyrirtæki hafa ekkert vald yfir. Þau taka ákvarðanir hvert um sig án heildaryfirsýnar um fjárfestingu í þjóðarbu-

skapnum. Þau geta því offjárfest í ákveðnum greinum. Auk þess skilar ekki öll fjárfesting gjaldeyristekjum í þjóðarbúið til framtíðar, a.m.k. ekki nægilega skjótt, þótt fjárfesting kunni að vera arðbær til langs tíma litið. Í öðru lagi geta afleiðingar offjárfestingar fyrirtækja orðið enn alvarlegri fyrir fjármálakerfið en þegar hið opinbera ýtir undir ofþenslu með of miklum útgjöldum eða lækkun skatta í góðæri. Ríkið hefur vald til að auka tekjur sínar með skattheimtu ef á þarf að halda. Fyrirtæki sem lenda í vandræðum þurfa hins vegar að hagræða í rekstri með sársaukafyllri hætti og takist það ekki er hætta á að það leiði til útlánatapa í fjármálakerfinu.

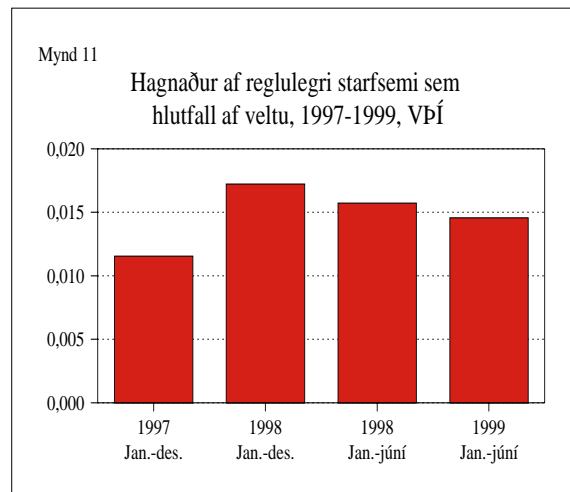
Þau rök að viðskiptahallinn sé ekki áhyggjuefni vegna arðbærrar fjárfestingar átti ágætlega við árið 1997, síður árið 1998 og enn síður árið 1999. Í byrjun uppsveiflunnar var fjárfestingin einkum áberandi í orkufrækum iðnaði og virkjunum og árið 1998 einnig í sjávarútvegi og -vinnslu. Fjárfesting í orkufrækum iðnaði er nú í rénun. Talið er að fjárfesting í orkuframleiðslu hafi náð hámarki og muni dragast saman á næsta ári. Á yfirstandandi ári er hins vegar reiknað með að fjárfesting í verslunar- og skrifstofuhúsnæði, skrifstofubúnaði og íbúðarhúsnæði og fjárfesting opinbera geirans haldi uppi heildarfjárfestingu á meðan samdráttur er á flestum öðrum sviðum. Fjárfesting sem nú er í vexti mun því ekki jafn augljóslega skila gjaldeyristekjum í þjóðarbúið og fyrri fjárfesting. Í heild er gert ráð fyrir stöðnun í fjárfestingu á árinu 1999. Það er því fyrst og fremst áframhaldandi vöxtur einkaneyslu sem veldur því að viðskiptahallinn hefur ekki minnkað að marki. Í ársskýrslu Seðlabankans fyrir árið 1998 var komist að þeirri niðurstöðu að allt að 40% hallans á viðskiptajöfnuði þess árs mætti skýra með tilviljunarkenndum eða tímabundnum þáttum, svo sem flugvéla- og skipaviðskiptum, birgðasöfnun í stóriðju og fjárfestingu í stóriðju og orkuframleiðslu. Þótt fjárfesting í orkuframleiðslu sé enn mikil hefur verulega dregið úr öðrum tímabundnum þáttum. Halla ársins 1999 verður því að skýra að langmestu leyti með hagsveiflunni og undirliggjandi halla sem grípa þarf til sérstakra ráðstafana til þess að leiðrétta. Enda sýna framreikningar þar sem reiknað er með tiltölulega skjótri aðlögun hagvaxtar að langtímaframleiðslugetu að hallinn haldist á bilinu 3-3½% á árunum 2001 - 2003. Það bendir til undirliggjandi halla sem nemur um 20 ma.kr á ári. Niðurstaðan er því sú að

eftir því sem liðið hefur á hagvaxtarskeiðið hafi undirliggjandi ástæður viðskiptahallans orðið varasamari og því full ástæða til að taka hann alvarlega.

Samkeppnisstaða atvinnuveganna er mun sterkari nú en 1987

Raungengi hefur hækkað töluvert á síðustu árum. Eigi að síður getur raungengi krónunnar ekki talist hátt í sögulegum samanburði enda er það lægra eða svipað og árið 1990 en gengislækkun hafði verið árið á undan. Gengisfellingarnar á árunum 1992 og 1993 færðu raungengið að vísu enn neðar en með þeim var brugðist við ytri aðstæðum sem voru ólíkar þeim sem nú eru. Þótt verðbólga hafi aukist nýlega er hún mun lægri en hún var á níunda áratugnum. Þetta hefur m.a. í för með sér að innlend verðbólga grefur ekki jafn hratt undan samkeppnisstöðu útflutnings og samkeppnisgreina og áður, að gefnu föstu gengi. Því er meira ráðrúm til að bregðast við ójafnvægi áður en gengisaðlögun verður óumflýjanleg. Vegna þess að reynt var að halda gengi stöðugu á sama tíma og verðbólga var enn mikil hækkaði raungengi krónunnar mjög ört á fyrra hagvaxtarskeiðinu og var árið 1987 augljóslega orðið mun hærra en samrýmdist ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum til lengri tíma litið. Því var óhjákvæmilegt að lækka gengið í því skyni að koma á jafnvægi í þjóðarbúskapnum.

Litið til lengri tíma virðist ekki jafn rík ástæða til aðlögunar gengis nú þótt erfitt sé að fullyrða hvar jafnvægisraungengi krónunnar liggur. Forsenda þess að gengi haldist stöðugt til lengri tíma er það að takist að hemja vöxt eftirspurnar á næstu misserum.



Afkoma fyrirtækja á fyrri hluta ársins ber þess ekki merki að þau séu í neinni þröng. Hagnaður af reglulegri starfsemi fyrirtækja sem skráð eru á Verðbréfaþingi Íslands hefur heldur minnkað frá fyrra ári en hafa verður í huga að það ár var mjög gott. Hlutfall eiginfjár af niðurstöðu efnahagsreiknings hefur hækkað lítillega að meðaltali. Hvað sjávarútveg áhrærir er afkoma botnfisksveiða og -vinnslu mjög góð þótt hún hafi verið enn betri í fyrra en umskipti hafa orðið til hins verra hjá fyrirtækjum sem að miklu leyti byggja afkomu sína á uppsjávarfiski og bræðslu. Þótt hagnaður fyrirtækja sé mun meiri nú en hann var á síðasta ofpensluskeiði verður einnig að taka tillit til þess að kröfur um arðsemi hafa aukist með tilkomu hlutabréfamarkaðar.

Staða opinberra fjármála er góð en þau veita ekki nægilegt aðhald

Staða opinberra fjármála hefur batnað mjög á undanförunum árum. Hið opinbera var rekið með afgangi í fyrra sem nam 0,9% af landsframleiðslu og stefnir í enn meiri afgang á yfirstandandi ári eða sem nemur 1,2% skv. mati Þjóðhagsstofnunar. Þessi árangur byggir eingöngu á góðri stöðu ríkissjóðs en sveitarfélögin hafa verið rekin með halla undanfarin ár þrátt fyrir góðæri. Góða stöðu ríkissjóðs á þessu ári má fyrst og fremst þakka miklum hagvexti sem hefur aukið skatttekjur ríkisins töluvert umfram það sem reiknað var með í fjárlögum fyrir árið 1999. Samkvæmt frumvarpi til fjárukalaga fyrir yfirstandandi ár er gert ráð fyrir að tekjur ríkissjóðs fari 10 ma.kr. og útgjöld 5,5 ma.kr. fram úr fjárlögum. Bæði tekjuskattar og veltuskattar gefa ríkissjóði tekjur verulega umfram áætlanir. Með þessu batnar afkoma ríkisins úr 9 ma.kr. halla 1998 í 7,5 ma.kr. afgang 1999. Batinn milli ára liggur hins vegar að mestu í eignasölu og sérstökum lífeyrisútgjöldum á árinu 1998 sem ekki eru bókfærð í alþjóðlegum stöðlum. Því batnar afkoma ríkisins á mælikvarða Þjóðhagsstofnunar minna eða úr 9 ma.kr. afgangi 1998 í 10½ ma.kr. Það er minna en næstum 6% hagvöxtur hefði átt að skila. Samkvæmt fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2000 er gert ráð fyrir 15 ma.kr. tekjuafgangi ríkissjóðs, 7,5 ma.kr. betri en á þessu ári. Gangi fjárlagafrumvarpið eftir mun sveifluleiðrétt afkoma batna töluvert á ný og aðhaldsstig ríkisfjármálanna aukast. Það mun þó ekki gera meira en vega upp slökunina sem varð á árinu 1999.

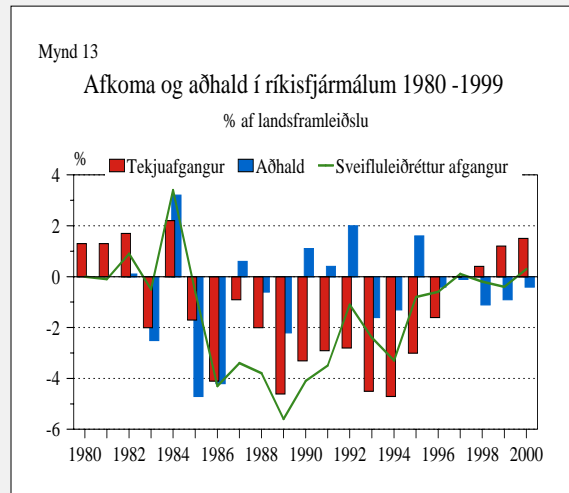
Afkoma ríkisins á yfirstandandi ári gæti reyndar orðið betri en greinir í frumvarpi til fjárukalaga, þar sem styrkur á tekjuhlið virðist meiri en útgjaldaveilurnar. Niðurstaðan gæti orðið u.þ.b. 10 - 15 ma.kr. afgangur samkvæmt bókhaldi ríkisins eða 1½-2% af landsframleiðslu. Í því ljósi fæli 15 ma.kr. afgangur á næsta ári alls ekki í sér viðbótaraðhald. Ef afkomubattinn í ár og líklegar viðbótartekjur á næsta ári legðust hins vegar við áform fjárlagafrumvarps, yrði rekstarafgangur ríkissjóðs meira en 20 ma.kr. og um 3% af landsframleiðslu. Það myndi fela í sér umtalsvert viðbótaraðhald.

Sterk staða ríkisfjármála gerir mögulegt að milda hugsanlegt bakslag en hið opinbera er skuldsettara en að loknu síðasta ofpensluskeiði

Árin 1985 til 1987 var hið opinbera rekið með töluverðum halla þrátt fyrir góðæri, einkum árið 1986. Líta má á sterka stöðu opinberra fjármála nú frá mismunandi sjónarhornum. Vegna þess að hið opinbera er nú rekið með afgangi í góðæri og skuldir þess fara lakkandi hefur verið skapað svigrúm til þess að leyfa fjármálum hins opinbera að milda bakslag sem kynni að vera framundan. Við þessa jákvæðu hlið stöðunnar í opinberum fjármálum verður að gera tvo fyrirvara. Í fyrsta lagi eru skuldir hins opinbera nú mun meiri en þær voru í uppsveiflunni á níunda áratugnum þótt þær hafi lækkað verulega á síðustu árum. Árið 1987 nam hrein skuld hins opinbera 8,5% af vergri landsframleiðslu en mun væntanlega nema u.þ.b. 26% af landsframleiðslu í lok þessa árs. Heimilin og þjóðarþúið í heild eru einnig skuldsettari. Í öðru lagi er erfiðara að beita ríkisfjármálum til að berjast á móti ofpenslu ef uppruni hennar er í einkageiranum en ekki í opinberum rekstri. Væri hallarekstur á ríkissjóði meginástæða viðskiptahallans gætu stjórnvöld ráðist beint að rótum vandans með auknu aðhaldi. Stjórnvöld geta hinsvegar einungis haft áhrif á gerðir einkageirans með óbeinum og mun seinvirkari hætti. Þrátt fyrir þetta er mikilvægt að ríkisfjármálum verði ákveðið beitt til mótvægis við þenslu í einkageiranum þótt pólitískt kunnir að vera erfitt að hækka skatta eða skera niður útgjöld þegar afgangur er á rekstri hins opinbera.

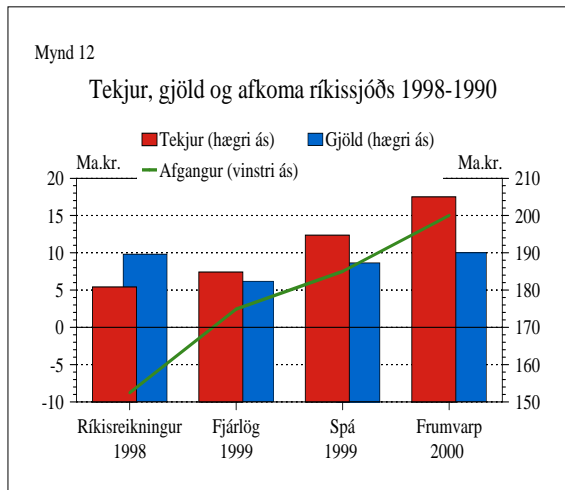
Í ljósi þess hve rík þörf er á að opinberum rekstri sé beitt til mótvægis við þensluna í einkageiranum er bagalegt að sveitarfélögin skuli vera rekin með halla. Árið 1998 var 4,5 ma.kr. halli af rekstri sveitarfélaga

Myndin til hliðar sýnir afkomu ríkissjóðs skv. uppgjöri Þjóðhagsstofnunar eftir þjóðhagsreikningastöðlum. Eftir breytingar á ríkisreikningi og fjárlögum 1998 veita þessar tölur helst færi á samanburði aftur í tímann. Auk afkomu eru sýndir tveir mælikvarðar á að hve miklu leyti afkoma ríkissjóðs skýrist af árferði. Annar mælikvarðinn er kallaður aðhaldsátak ríkisfjármála. Samkvæmt honum eru ríkisfjármálin hlutlaus ef tekjur ríkisins eru fast hlutfall af landsframleiðslu en útgjöld hækka ekki meira en sem nemur verðlagi landsframleiðslu og mannfjölgun. Hinn mælikvarðinn er tekjuafgangur ríkissjóðs, leiðréttur fyrir áhrifum hagsveiflunnar. Þar er fyrst lagt mat á hvort landsframleiðslan sé meiri eða minni en sem nemur eðlilegri framleiðslugetu. Því næst er metið hver afkoma ríkissjóðs hefði orðið ef hagvöxtur hefði fylgt vexti áætlaðrar framleiðslugetu en hvorki verið meiri né minni.



eða sem nam 10,4% af skatttekjum. Samkvæmt síðustu vísbindingum verður hallinn litlu minni á árinu 1999. Svo mikill halli leiðir til hraðversnandi skuldstöðu. Heildarskuldir sveitarfélaga námu í árslok 1998 um 47 ma.kr. eða um það bil 8% af vergri landsframleiðslu og hækkuðu um rúma 5 ma.kr. á árinu. Í byrjun áratugarins voru skuldir sveitarfélaga rúm 4% af landsframleiðslu. Hallarekstur sveitarfélaganna vinnur gegn því aðhaldi sem er í ríkisfjármálum og eykur á þensluna í þjóðarbúskapnum. Hann er auk þess varasamur í sjálfu sér því með sama áframhaldi hækka skuldir sveitarfélaganna úr um 90% af skatttekjum á árinu 1998 í meira en 150% af

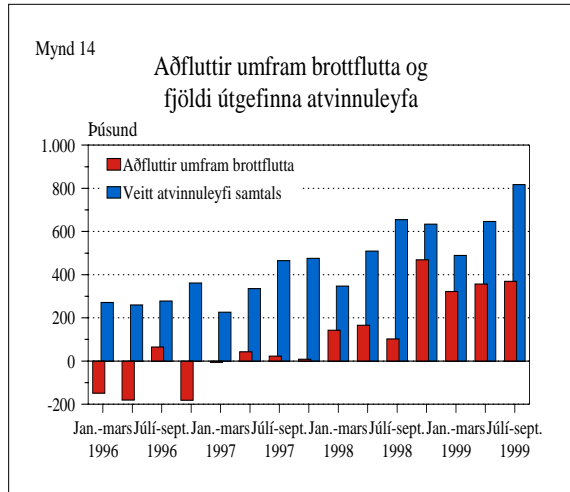
skatttekjum árið 2010. Að vísu er fjárfesting í skólum, leikskólum og holræsum, sem hefur verið óvenjumikil undanfarin ár, að einhverju leyti tímabundin og má rekja til nýrra krafna um einsetningu skóla og úrbætur í umhverfismálum. Því má ætla að dragi nokkuð úr útgjöldum á næstu árum. Eigi að síður þýðir skuldasöfnun síðustu ára að rekstur sveitarfélaganna er nú viðkvæmari fyrir breytingum á ytri aðstæðum sem þau hafa lítið vald yfir svo sem afturkipt í hagvexti eða vaxtaþróun.



Þanþol innlands vinnumarkaðar er á þrotum en erlent vinnuafli hefur brúað bilið til þessa

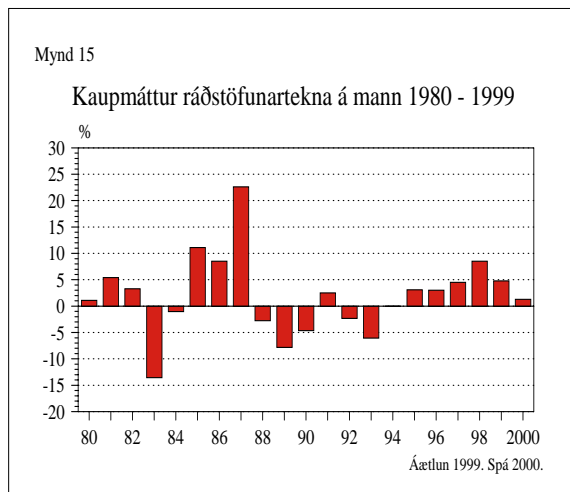
Atvinnuleysi hefur minnkað jafnt og þétt og var í september komið niður í 1,4%. Í sumum landshlutum má heita að atvinnuleysi sé horfið. Atvinnuleyfum til útlendinga hefur fjölgað jafnt og þétt á undanförunum árum og erlent farandverkafólk gegnir mikilsverðu hlutverki í sumum byggðarlögum. Á þriðja þúsund atvinnuleyfa var gefið út fyrstu níu mánuði þessa árs eða næstum jafnmörg og allt árið í fyrra, sem einnig var metár. Ennfremur hafa fleiri flutt til landsins en frá því. Á fyrstu níu mánuðum ársins fluttust 1.048 fleiri til landsins en frá því, 249 Íslendingar og 799 erlendir ríkisborgarar. Á sama tíma árið 1998 fluttu 411 fleiri til landsins en frá því en þá fluttu þó fleiri Íslendingar af landi brott en til landsins.

Launaþróun á árinu hefur að mestu leyti verið í samræmi við kjarasamninga. Á þriðja ársfjórðungi



höfðu laun á almennum vinnumarkaði, sem fyrr segir, hækkað um 5,3% frá fyrra ári en laun opinberra starfsmanna og bankamanna töluvert meira. Launaskrið mældist enn innan við 2% og lækkaði raunar í 1½% á þriðja fjórðungi. Búast hefði mátt við nokkuð meira launaskriði í ljósi aðstæðna. Þó verður að hafa í huga að kaupmáttur og launakostnaður fyrirtækja hafa vaxið mjög á undanförnum árum og því væntanlega síður tilefni til launaskriðs. Innflutningur vinnuafls hefur enn fremur greitt úr flöskuhálsum á vinnumarkaði. Einnig er hugsanlegt að efling hlutabréfmarkaðarins og sú krafa um arðsemi sem þar er gerð veiti fyrirtækjum meira aðhald í launamálum en á fyrri hagvaxtarskeiðum.

Enn á ný er samanburður við ofþensluárið 1987



á hugaverður. Atvinnuleysi var þá enn minna en nú eða um ½%. Svigrúm til innflutnings vinnuafls var einnig minna, enda Evrópska efnahagssvæðið ekki stofnað og Austur-Evrópa enn innan járntrjaldsins. Atvinnuþátttaka var jafnframt orðin mun meiri en nú, en í því sambandi verður þó að taka tillit til þess að árið var skattlaust og framboð vinnuafls því óeðlilega mikið. Ekki er því raunhæft að gera ráð fyrir að atvinnuþátttaka geti orðið jafnmikil á ný. Samanborið við árin fyrir og eftir 1987 á atvinnuþátttaka enn nokkuð í land með að ná fyrri toppi. Við þær aðstæður sem ríktu á vinnumarkaði árið 1987 hækkuðu raunlaun óhóflega mikið. Óhóflegur vöxtur kaupmáttar á skömmum tíma árið 1987 gróf hratt undan samkeppnisstöðu og magnaði um leið umframeftirspurn og viðskiptahalla. Í yfirstandandi uppsveiflu hefur kaupmáttur launa einnig aukist mjög hratt en þó er kaupmáttaraukinn í núverandi uppsveiflu mun minni en í þeirri fyrri.

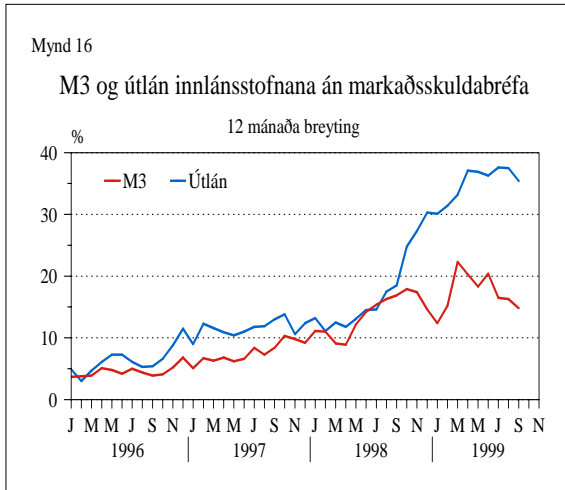
Útlánaþenslan teflir enn stöðugleikanum í tvísýnu

Seðlabankinn hefur verulegar áhyggjur af mikilli útlánaþenslu og hröðum vexti peningamagns og sparifjár (M3) á þessu og síðasta ári. Vöxtur útlána innlánsstofnana nam 31% á síðasta ári⁴ en vöxtur útlána lánakerfisins í heild var minni eða rúm 15%. Peningamagn og sparifé jókst einnig um 15% á síðasta ári. Vöxtur útlána jókst enn á þessu ári og nam tólf mánaða aukning útlána innlánsstofnana til loka september sl. u.þ.b. 36% en M3 jókst um rúm 15% á sama tíma. Ekki liggja fyrir tölur um útlán lánakerfisins í heild nema til loka júní sl. en þá höfðu þau aukist um 16½% frá sama tíma í fyrra.

Áhyggjuefni tengd þessari þróun eru einkum tvö. Hið fyrri er að svo mikill vöxtur peningastærða og útlána samrýmist ekki til lengdar stöðugleika og lítilli verðbólgu. Rannsóknir staðfesta langtímasamband á milli M3 og nafnvirðis landsframleiðslu en breytingar á henni má líta á sem summu verðbólgu og hagvaxtar. Ef halda á verðbólgu á bilinu 2-2½%

4. Efnahagsreikningur Verzlunarlánasjóðs var felldur inn í reikninga Íslandsbanka í október 1998 og sýnir það 12 mánaða útlánaaukningu innlánsstofnana í heilt ár á eftir. Lausleg leiðrétting á þessu gefur útlána vöxt innlánsstofnana sem nemur 27% á árinu 1998 og um 32% á tólf mánuðum til loka september. Þessi breyting hefur hins vegar ekki áhrif á útlánatölur lánakerfisins í heild.

5. Efri mörkin eru mjög líklega of há en það breytir ekki miklu í þessu sambandi.



og hagvaxtargeta íslenska hagkerfisins er til lengdar á bilinu 3%-4%⁵ má ætla að langtímaþróun peningamagns og sparifjár eigi að vera á bilinu 4-9%. Er þá gert ráð fyrir að veltuhraði peninga geti breyst innan eðlilegra marka. Þessu til viðbótar benda rannsóknir til að mikill útlánaþróun geti með því að örva eftirspurn stuðlað að meiri verðbólgu í framtíðinni.⁶ Seinna áhyggjuefnið er að mikil útlánaaukning í uppsveiflu geti leitt til útlánatapa í bankakerfinu þegar kreppir að í efnahagsmálum sem geti síðan grafið undan trausti á fjármálakerfinu og stöðugleika þess.⁷

Hvað skýrir mikinn vöxt útlána og hvernig eru aukin útlán fjármögnuð? Í því sambandi ber fyrst að nefna að ekki er óeðlilegt að bæði vöxtur peningamagns og útlána sé tímabundið meiri en eðlilegur langtímaþróun þegar hagvöxtur er mikill og tekjur aukast hratt. Þannig má ætla að vöxtur landsframleiðslu að nafnvirði hafi verið um 10% bæði árin 1998 og 1999 og aukning heildartekna af vinnu og fjármagni svipuð. Álfka mikill vöxtur peningamagns veldur því ekki miklum áhyggjum. Enn fremur er eðlilegt að útlán vaxi nokkuð umfram vöxt á nafnvirði landsframleiðslu í uppsveiflu þar sem útlánin sveiflast yfirleitt meira en hagvöxtur. Vöxtur bæði peningamagns og útlána að undanfögnu hefur hins vegar verið verulega meiri en svo að líta megi á hann sem eðlilegan fylgifisk hagvaxtarskeiðs.

6. Vísbendingargildi peningamagns og útlána fyrir verðlagsþróun er útskýrt nánar á bls. 14 og 15 í ársskýrslu Seðlabankans fyrir 1998.

7. Í næsta hefti Peningamála verður umfjöllun um stöðugleika fjármálakerfisins í heild.

Tafla V Helstu peninga- og lánastærðir 1998 og 1999

Hlutfallsleg aukning (%) yfir tímabil	1998	1999 til loka sept.	12 mán. til loka sept. 99
Grunnfé Seðlabankans	4,5	13,1	12,1
Erlendar skuldir bankakerfisins til endurlána	54,1	30,5	70,3
Útlán og markaðsskuldabréf bankakerfisins.....	27,7	15,6	27,0
M3	15,2	14,9	15,3
M4	17,7	16,0	16,6
Útlán innlánsstofnana	30,6	18,1	35,8

Ein hugsanlegra skýringa á peninga- og útlánaþenslu væri að Seðlabankinn hefði stuðlað að henni með óhóflegri peningasköpun eða miklum lánveitingum til innlánsstofnana. Tölur benda hins vegar ekki til að þetta sé veigamikil skýring, sérstaklega ekki á árinu 1998 en á því ári jókst útlánaþensla til muna. Besti mælikvarðinn á framlag Seðlabankans til peningamyndunar er aukning grunnfjár bankans sem samanstendur af seðlum og mynt í umferð og innstæðum innlánsstofnana í bankanum. Grunnfé jókst hins vegar ekki nema um 4½% á árinu 1998 á sama tíma og peningamagn og sparifé (M3) jókst um rúm 15% (sjá töflu V), og á árinu 1997 jókst grunnfé um aðeins 3,1%. Ef peningasköpun Seðlabankans væri meginskýring peningþenslunnar hefði grunnfé þurft að aukast hlutfallslega meira en M3. Það sem af er þessu ári hefur grunnfé aukist um 13% á sama tíma og M3 hefur aukist um 15%.

Greining á efnahagsreikningum innlánsstofnana sýnir hvernig innlánsstofnanir fjármögnuðu útlán á síðasta og þessu ári (sjá töflu VI). Auk venjubundinnar fjármögnunar í gegnum innlán lék erlend lánataka stærsta hlutverkið. Hún fjármagnaði nærri helming útlánaaukningar árið 1998 og nærri 40% það sem af er þessu ári.⁸ Framlag Seðlabankans til fjármögnunar útlánaaukningar var ekki nema 17% árið 1998 og var reyndar neikvætt það sem af er þessu ári. Því er nærtækt að skýra vöxt peningamagns og útlána

8. Sams konar mynd blasir við þegar reikningar bankakerfisins (þ.e. innlánsstofnana og Seðlabanka saman) eru skoðar, þ.e. að skýra má nærri helming útlánaaukningarinnar í fyrra með erlendri fjármögnun.

Tafla VI Vöxtur og fjármögnun útlána innlánsstofnana 1998 og 1999 (til loka september)

Ma.kr. og hlutfall af útlánunum	1998		1999	
	ma.kr.	%	ma.kr.	%
Útlán.....	76,4		59,0	
Innstæður.....	30,6	40,0	34,4	58,3
Verðbréf nettó.....	-5,3	-6,9	7,5	12,7
Erlent lánsfé nettó.....	36,8	48,2	22,4	38,0
Seðlabanki nettó.....	12,8	16,8	-6,8	-11,5
Annað nettó.....	1,6	2,1	1,5	2,5

umfram nafnvöxt landsframleiðslu með útlánaþenslu sem fjármögnuð er með erlendum lántökum. Aukning útlána stuðlar þannig að viðbótarvexti innlána sem eykur peningamagnið enn frekar.

Hvað skýrir þessa miklu útlánaaukningu innlánsstofnana? Í fyrsta lagi hefur lánsfjárefrtirspurn verið mikil vegna þess uppgangs sem hefur verið í efnahagslífinu. Lánsfjárefrtirspurn hefur orðið meiri fyrir þá sök að heimilin virðast hafa endurmetið væntanlegar framtíðartekjur sínar verulega til hækkunar og byggt síðan útgjaldaákvæðanir og lántökur á því bjartsýna mati. Í öðru lagi hefur framboð lánsfjár vaxið vegna þess að innlánsstofnanir hafa verið að auka markaðshlutdeild sína á kostnað annarra lánastofnana. Þetta sést best á því að vöxtur útlána innlánsstofnana er langt umfram vöxt útlána lánakerfisins í heild. Í þriðja lagi hefur framboð lánsfjár aukist með þeim hætti að auðveldara er að fá lán en áður til lengri tíma og á hlutfallslega betri kjörum. Það jók enn frekar á lánsfjárframboð á síðasta ári að útlánageta ríkisviðskiptabankanna var eflað með hlutfjár- aukningu og að stofnaður var nýr fjárfestingarbanki með rúma eiginfjárstöðu sem ýtti undir samkeppni á lánamarkaði. Stöðugt gengi og hækkan vaxtamunar gagnvart útlöndum hefur einnig aukið spurn eftir gengisbundnum lánunum.

Útlánaþenslan kyndir undir uppsveiflu sem þegar er komin umfram þau mörk sem samrýmast stöðugleika og lítilli verðbólgu. Hún teflir jafnframt fjármálalegum stöðugleika í tvísýnu að svo miklu leyti sem hún byggir á of mikilli bjartsýni lántakenda um framtíðarhorfur og vanmati lánastofnana á þeirri áhættu sem útlánaaukningu fylgir. Hættan á slíku vanmati er því meiri sem samkeppni lánastofnana er harðari. Í þessu sambandi veldur það áhyggjum að eiginfjárlutfall innlánsstofnana hefur lækkað að

undanförnu og hlutdeild víkjandi lána í mældu eiginfé þeirra hefur aukist. Þannig er áætlað að áhættu-vegið eiginfjárlutfall viðskiptabankanna hafi í lok júní verið 9%, þ.e. aðeins 1% yfir lögbundnum mörkum, og hafði það lækkað um 0,3% frá sama tíma í fyrra. Eiginfjárlutfall án víkjandi lána nam 6,7%, 0,7% yfir lögbundnum mörkum, og hafði lækkað um 0,5% frá sama tíma í fyrra.

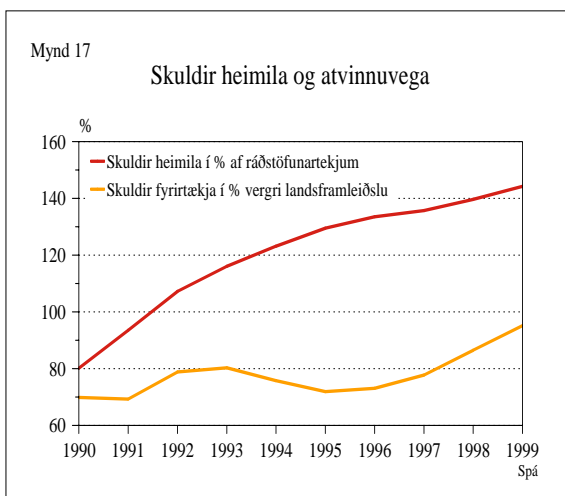
Reynsla annarra þjóða sýnir að há hlutdeild fjármögnunar útlána með erlendu skammtímalánsfé getur haft miklar hættur í för með sér fyrir stöðugleika gengis annars vegar og styrk bankakerfisins hins vegar. Slík fjármögnun getur verið hverful. Ef hún þornar upp, annað hvort sökum áfalla á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum eða vegna þess að erlendir lánardrottinnar glata með réttu eða röngu trausti á landinu, er hætt við að þrýstingur skapist á gengið til lækkunar. Á sama tíma verður gjaldreyr- jöfnuður innlánsstofnana neikvæður þar sem erlend fjármögnun minnkar en kröfur á innlenda aðila í erlendri mynt standa áfram. Það eykur enn á vanda lánastofnana við slíkar aðstæður ef innlendir lántak- endur lenda í erfiðleikum með að greiða af skuldum í erlendri mynt vegna þess að greiðslubyrði þeirra eykst þegar gengi innlenda gjaldmiðilsins lækkar. Í þessu ljósi er það mikið áhyggjuefni að erlend lausa- fjárstaða innlánsstofnana skuli hafa versnað verulega samfara útlánaþenslunni.

Annað meginverkefna Seðlabankans í nær tvö ár hefur verið að stuðla að því að útlánaþenslan hjaðnaði og að fjármögnunarhlíð hennar yrði traustari. Þetta hefur bankinn gert með ábendingum til þeirra sem geta haft áhrif á þessa þróun. Seðlabankinn hefur einkum beint orðum sínum til stjórnenda banka- anna sem eiga að hafa öryggi þeirra að leiðarljósi, en einnig ríkisvaldsins sem helsta eigenda sumra þeirra. Bankinn hefur einnig beitt þeim tækjum sem hann ræður yfir til þess að hafa áhrif á útlán bankakerfis- ins. Seðlabankinn hefur hækkað vexti og lagði lausa- fjárkvöð á lánastofnanir í febrúar síðastliðnum. Nánar er fjallað um lausafjarkvöðina og áhrif hennar í grein hér á eftir um fjármálamarkaði og aðgerðir Seðlabankans. Lausafjarkvöðin hefur skilað þeim árangri að lausafjárstaða bankanna hefur stórbatnað og dregið hefur úr hlutdeild erlendra skammtíma- lána. Nokkuð hefur einnig dregið úr vexti útlána bankanna í framhaldi af því að lausafjarkvöð var lögð á. Ekki er þó víst að setning lausafjarkvöðar

skýri þá þróun að öllu leyti því að vaxtahækkunar Seðlabankans og viðvaranir ættu einnig að hafa haft einhver áhrif. Auk þess er hugsanlegt að vöxtur útlána hefði hjáðnað eitthvað af sjálfsdáðum þar sem hann var orðinn það gríðarlega mikill. Eftir sem áður er vöxtur útlána síðustu mánuði enn mun meiri en til lengdar getur samrýmst stöðugleika. Þannig var árs-tíðarleiddréttur vöxtur útlána innlánsstofnana nærri 23% á ársgrundvelli frá lokum apríl til loka september. Því er mjög brýnt að áfram verði unnið að því að hemja útlánaþensluna. Í því sambandi skiptir miklu máli að ekkert verði gert til að auka útlánagetu lána-stofnana í eigu ríkisins með eiginfjárukningu, hvort sem er með auknu hlutfé eða víkjandi lánnum. Rýrnandi eiginfjárstaða er vissulega mikið áhyggju-efni en hún hefur þó þau jákvæðu hliðaráhrif við þessar aðstæður að torvelda bönkunum að þenja út efnahagsreikning sinn í sama mæli og verið hefur. Að lokum verða stjórnendur lánastofnananna sjálfra að huga rækilega að þeirri áhættu sem mikilli aukningu útlána fylgir.

Vaxandi skuldsetning og eignaverðbólga gerir efnahagsástandið viðkvæmara

Útlánaþenslan hefur farið saman við vaxandi skuldsetningu heimila og fyrirtækja. Þannig er áætlað að skuldir heimila í hlutfalli við ráðstöfunartekjur verði 144% á þessu ári en þetta hlutfall var 130% í upphafi uppsveifluskeiðsins í árslok 1995. Skuldir atvinnuveganna við lánakerfið hafa einnig farið vaxandi á síðustu árum. Þær námu 73% af landsframleiðslu

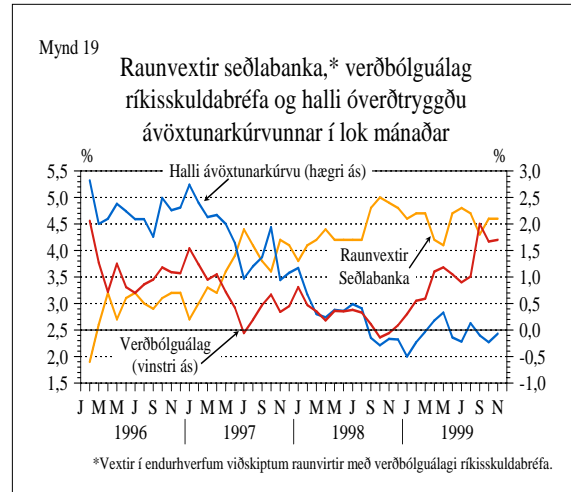
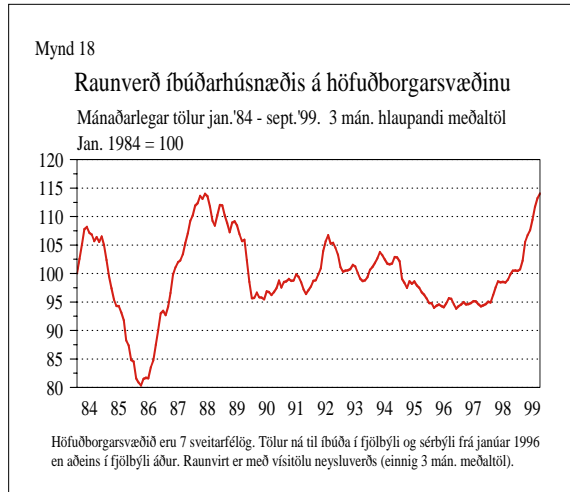


árið 1995 en verða líklega um 95% af landsframleiðslu 1999. Á móti kemur að hreinar skuldir hins opinbera hafa farið lakkandi í hlutfalli við landsframleiðslu frá og með árinu 1996. Aukin skuldsetning einkageirans hefur þó vegið þyngra og því hefur hrein erlend skuldastaða þjóðarbúsins aukist í hlutfalli við landsframleiðslu, bæði á árinu 1998 og 1999, og horfur eru á að sú þróun haldi áfram á næsta ári.

Útlánaþenslan og sú aukna skuldsetning heimila og fyrirtækja sem henni hefur fylgt hafa örvað neyslu og fjárfestingu í uppsveiflunni en um leið gerir hún heimili og fyrirtæki viðkvæmari fyrir tekjusveiflum. Það gæti leitt til þess að niðursveifla í þjóðarþúskapnum hafi meiri áhrif til lækkunar neyslu og fjárfestingar en áður þar sem aukin greiðslubyrði lána þrengir meir að öðrum útgjöldum er tekjur lækka.

Útlánaþenslan hefur ýtt undir hækkun fasteignaverðs að undanfögnu. Um leið magnar hækkun fasteignaverðs eftirspurnarþensluna. Það gerist með tvennum hætti. Í fyrsta lagi örvar herra fasteignaverð nýbyggingar en Þjóðhagsstofnun spáir því að þær aukist um 8% í ár og 5% á næsta ári og líklega er þar um varfærið mat að ræða. Í öðru lagi eykur herra fasteignaverð markaðsverðmæti eigna heimilanna. Það hvetur hins vegar til enn meiri útgjalda af þeirra hálfu, bæði sakir þess að þau telja sig ríkari en áður og vegna þess að möguleikar þeirra til lántöku með veðum í eigin húsnæði verða meiri. Í þessu ljósi er hugsanlegt að áhrif niðursveiflu í hagkerfinu á neyslu magnist ef hún fer saman við lækkun fasteignaverðs. Það skiptir því máli að meta bæði hvort líkur séu á enn meiri hækkun fasteignaverðs svo og hverjar líkur séu á skarpri lækkun þess.

Eins og áður hefur komið fram hefur verð fasteigna hækkað mjög á síðustu tveimur árum. Í september hafði vísitala staðgreiðsluverðs íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu hækkað um rúmlega fjórðung á tæplega tveimur árum og raunverð íbúðarhúsnæðis er nú hið hæsta í rúman áratug. Þetta bendir til þess að verðið geti verið að nálgast hátopp nú. Að vísu skortir samfelldar tímaraðir til að meta þróun fasteignaverðs af nákvæmni en af þeim gögnum sem tiltæk eru má ráða að sveiflur frá hæsta raunverði fasteigna til þess lægsta geti numið allt að 30%. Sveiflur í raunverði voru meiri á níunda áratugnum og má skýra það með mikilli og breytilegri verðbólgu á þeim tíma. Svo mikil verðbreyting er því ólíkleg



nú. Hinsvegar er hugsanlegt að raunhækkun húsnæðisverðs á síðustu tveim árum geti gengið til baka á tiltölulega skömmum tíma ef aðstæður breytast, þ.e.a.s. að raunverð lækki um u.þ.b. 15%.

Hlutabréfaverð hefur hækkað mikið sl. tvö ár. Það ætti að hafa sams konar örvunaráhrif á eftirspurn og hækkun fasteignaverðs þar sem hærra hlutabréfaverð gerir fjármögnun fjárfestingar fyrirtækjum ódýrari og hækkar eignir hlutafjareigenda sem ætti að örva neyslu þeirra. Þessi áhrif eru hins vegar líklega lítil enn sem komið er hér á landi þar sem hlutafjarmarkaðurinn er ungur og tiltölulega lítill í samanburði við landsframleiðslu. Auk þess er hugsanlegt að hækkun hlutabréfaverðs sé að hluta til tímabundin bóla og að fjárfestar taki tillit til þess í útgjaldaákvörðunum sínum.

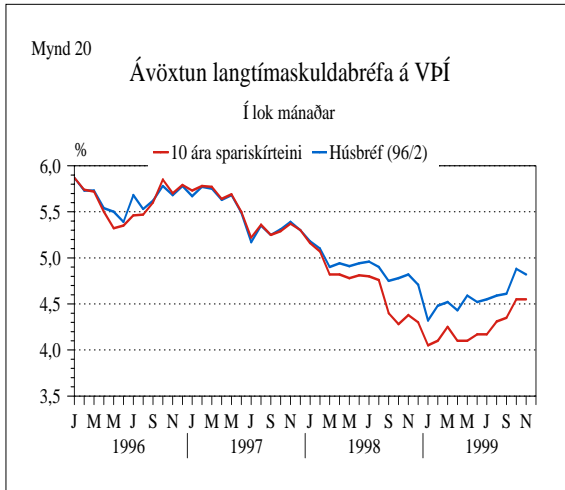
Stefnan í peningamálum hefur verið aðhaldssöm

Mikill munur skammtímanafnvaxta hér á landi og í helstu viðskiptalöndum Íslands endurspeglar verulegt peningaaðhald. Eftir hækkun Seðlabankavaxta um miðjan júní jókst munur á milli þriggja mánaða ríkisvixlavaxta hér og meðaltals sambærilegra vaxta í viðskiptalöndunum (vegið eftir hlutdeild í utanríkisviðskiptum Íslands) í u.þ.b. 5% og síðan í næstum 5½% eftir vaxtahækkun bankans í september. Þann 10. nóvember nam vaxtamunurinn 5,3%, en hækkun vaxta ECB um 0,5% og Englandsbanka um 0,25% þann 5. nóvember dró ekki eins mikið úr vaxtamuninum og búast hefði mátt við þar sem væntingar um vaxtabreytingar voru þegar að hluta til fólgnar í

peningamarkaðsvöxtum þessara landa. Sú staðreynd að skammtíma vextir eru nú svipaðir eða hærri en óverðtryggðir vextir til langs tíma bendir einnig til verulegs peningaaðhalds. Hins vegar draga auknar verðbólguvæntingar úr aðhaldi peningastefnunnar þar sem þær fela í sér lægri skammtímaraunvexti en ella.

.....en langtíma vextir hafa haft tilhneigingu til að lækka

Það dró úr áhrifum aðhaldsaðgerða Seðlabankans að þrátt fyrir hækkun skammtíma vaxta lækkuðu verðtryggðir langtíma vextir á árinu 1998. Meginástæða þessarar þróunar er að líkindum afnám hafta á fjármagnshreyfingum við útlönd sem hefur smám saman verið að þrýsta vöxtum hér á landi niður að erlendum vöxtum en einnig hefur aukinn seljanleiki skuldabréfa á eftirmarkaði stuðlað að lækkuð ávöxtun. Langtímaraunvextir hafa mun meiri áhrif á einkaneyslu og fjárfestingu en skammtíma vextir. Í því sambandi skipta vextir húsnæðislána annars vegar og bankalána hins vegar mestu máli, en verðtryggðir bankavextir lækkuðu mun minna á síðasta ári en vextir ríkisskuldabréfa. Þar sem áhrif vaxta á útgjöld koma fram með nokkrum tögum má ætla að lækkuð langtíma vaxta á síðasta ári hafi haft einhver áhrif til að örva eftirspurn á þessu ári. Á árinu 1999 hefur þessi þróun snúist við. Í lok október sl. voru verðtryggðir langtíma vextir þannig heldur hærri en í upphafi ársins en óverðtryggðir vextir höfðu hækkað enn meira eftir því sem verðbólguhorfur versnuðu og stýrivextir Seðlabankans hækkuðu. Aðhaldsaðgerðir



Seðlabankans eiga einhvern þátt í þessari þróun. Þær hafa því hugsanlega komið í veg fyrir frekari lækkun langtímavaxta sem hefði kynt enn frekar undir innlendra eftirspurn.

Hagstjórn þarf að reyna að afstýra harkalegri aðlögun

Vöxtur innlendra eftirspurnar á síðustu misserum hefur leitt til þess að nýting framleiðslugetu er nú meiri en samrýmist langtímajafnvægi í þjóðarþýskapnum. Á síðustu mánuðum hefur það leitt til ofþenslu sem ásamt sérstökum aðstæðum hefur stuðlað að verulegri aukningu verðbólgu. Dragi ekki verulega úr vexti innlendra eftirspurnar á næstunni og takist ekki að hemja peninga- og útlánaþenslu er hætt við að ekki verði komist hjá harkalegri aðlögun síðar. Ef ofþenslan hjaðnar ekki og kjarasamningar leiða til óhóflegra launahækkana gæti vaxandi verðbólga og viðskiptahalli í versta tilfelli leitt til gengislækkunar á sama tíma og stjórnvöld yrðu að auka aðhald í ríkisfjármálum og peningamálum til að halda verðbólgu í skefjum. Kaupmáttur launa myndi þá óhjákvæmilega lækka. Líklegt er að innlend eftirspurn myndi minnka snögglega í kjölfarið og atvinnuleysi aukast. Sem betur fer er nokkuð í land með að þessi

möguleiki verði líklegur, en það hlýtur þó að vera meginverkefni hagstjórnar á næstu mánuðum að koma í veg fyrir slíka atburðarás og stuðla að svokallaðri „mjúkri lendingu“.

Fyrirliggjandi þjóðhagsáætlun og fjárlagafrumvarp fyrir árið 2000 gera ráð fyrir slíkri „mjúkri lendingu“ hagkerfisins. Margt bendir hins vegar til þess að vöxtur eftirspurnar á árinu 1999 sé vanmetinn í þjóðhagsáætlun og að viðskiptahalli á þessu ári verði meiri en þar er spáð. Hagvöxtur þyrfti því að vera enn lægri en þau 2,7% sem Þjóðhagsstofnun spáir nú fyrir árið 2000 til að vinna ofan af eftirspurnarspennunni, en jafnframt eru líkurnar á því að sama skapi minni. Áætlanir Seðlabankans benda til að hagvöxtur geti orðið um 3½% á næsta ári. Ástæðan er meiri fjárfesting en Þjóðhagsstofnun spáir þótt að öðru leyti sé reiknað með svipuðum forsendum. Að auki gerir verðbólguþjá Seðlabankans frá 25. október sl. ráð fyrir að verðbólga verði um 4% á næsta ári m.v. óbreytt gengi frá útgáfudegi spárinnar. Það er með öllu óásættanlegt. Því er brýn þörf á að öllum tækjum hagstjórnar verði beitt af fullum þunga gegn óhóflegum vexti innlendra eftirspurnar og peninga- og útlánaþenslu.

Í inngangi þessa rits er fjallað um þær áherslur í hagstjórn sem þurfa að koma til. Þar skiptir mestu að peningastefnan verður áfram aðhaldssöm og að fjárlög verði með meiri afgangi en nú er í fjárlagafrumvarpi. Það er einnig forsenda þess að „mjúk lending“ takist að kjarasamningar á næsta ári samrýmist lækkun verðbólgu frá því sem nú er. Verði þessum áherslum fylgt eftir eru góðar líkur á að hægt verði að endurreisa verðstöðugleika og jafnvæghagvöxt án harkalegrar aðlögunar eða samdráttar. Sú fullyrðing er m.a. reist á þeim samanburði sem gerður hefur verið hér að framan á ofþenslunni nú og í lok síðasta áratugar. Þótt ástandið nú sé að sumu leyti viðkvæmara vegna meiri skuldsetningar og frjálsra fjármagnshreyfinga eru undirstöður hagkerfisins mun traustari nú á heildina litið.