

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

### Aukin verðbólga og viðskiptahalli krefjast aðhalds í hagstjórn

Verðbólga jókst á síðustu mánuðum sl. árs og varð meiri en Seðlabankinn hafði spáð. Til þess að viðhalda aðhaldi peningastefnunnar við þessar aðstæður hækkaði Seðlabankinn vexti í janúar. Gengi krónunnar styrktist nokkuð síðustu 2 mánuði ársins. Haldist gengi krónunnar tiltölulega hátt ætti verðbólga að öðru óbreyttu að hjaðna nokkuð þegar líða tekur á árið 2000, en lækkun vísitölu neysluverðs í febrúar er í meginatriðum í samræmi við spá Seðlabankans fyrir árið í heild. Miklu skiptir að komandi kjarasamningar grafi ekki undan stöðugleika gengis og verðlags. Aðhaldssöm peningastefna hefur við ríkjandi aðstæður í för með sér hækkun á raungengi og tímabundið erfiðari samkeppnisstöðu atvinnuveganna, en hjá því verður ekki komist ef takast á að halda verðbólgunni í skeffjum. Aðhaldssamari stefna í ríkisfjármálum myndi draga úr þessum hliðarverkunum. Þess sjást nú merki að farið sé að draga úr vexti útlána, þótt enn sé hann mun meiri en samrýmist lítilli verðbólgu. Aðhald peningastefnunnar má því síst vera minna en nú er, en frá áramótum hafa vextir verið hækkaðir tvívegis og vikiörk gengisstefnunnar víkkuð.

#### Verðbólga áfram mikil

Verðbólga jókst enn undir lok ársins 1999, miðað við 12 mánaða hækkun vísitölu neysluverðs. Frá janúar árið 1999 til janúar sl. hækkaði vísitala neysluverðs um 5,8% og hafði verðbólga hér á landi ekki verið meiri frá árinu 1991. Hækkunin á síðasta ári var 1,2% meiri en Seðlabankinn spáði í október síðastliðnum, og stafar frávikid einkum af því að opinber gjöld hækkuðu meira í janúar sl. en gert var ráð fyrir, en einnig hækkaði húsnæðisliður vísitölnunnar meira en reiknað var með.

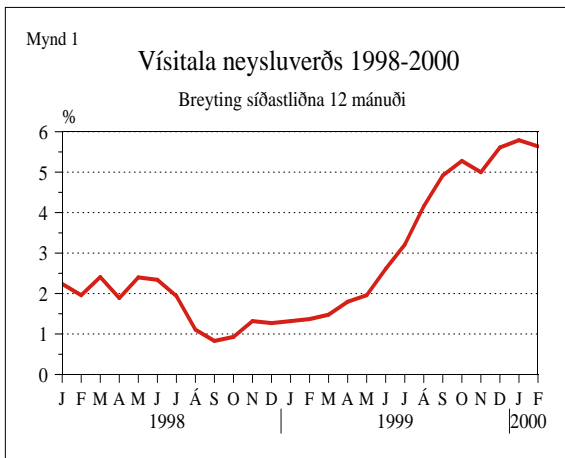
Vísitala neysluverðs stóð að vísu í stað í nóvember, en það má rekja til árstíðabundinnar lækkunar á grænmetisverði og tímabundinnar lækkunar á bensínverði sem gekk að mestu leyti til baka í desember og janúar. Verðlagsþróun í desember og janúar var hins vegar með líkum hætti og fyrir á árinu að því undanskildu að hækkun opinberra gjalda átti, sem fyrir segir, verulegan þátt í hækkun vísitölnunnar í janúar. Að öðru leyti skýrir verðhækkun bensíns og húsnæðis stóran hluta hækkunarinnar auk þess sem matvæli önnur en búvörur héldu áfram að hækka.

Að því er verðhækkun bensíns áhrærir er augljóslega um utanaðkomandi áhrif að ræða sem ekki er ástæða til að bregðast við. Af hækkun vísitölu neysluverðs á síðasta ári má rekja tæplega 1% til hækkunar bensínverðs á erlendum mörkuðum og samanlagt skýrir hækkun bensín- og húsnæðisverðs tæpan helming verðbólgu síðasta árs. Bensínverð hækkaði á ný í desember og janúar eftir lækkun í nóvember sem rekja mátti til lækkunar bensínskatta og tímabundinnar lækkunar á heimsmarkaðsverði í október. Heimsmarkaðsverð á bensíni hækkaði síðan á ný og náði nýjum toppi í janúar, en er nú álíka hátt og það var hæst í september.

Hækkun bensínverðs skýrir ekki hvers vegna verðbólga hér á landi hefur aukist langt umfram verðbólgu í helstu viðskiptalöndum, sem einnig hafa mátt þola svipaða hækkun bensínverðs og húshitunarkostnaðar að auki. Að hluta til má rekja mismuninn á innlendri og erlendri verðbólgu til hækkunar húsnæðisverðs.<sup>2</sup> Tæpur þriðjungur af hækkun vísitölu neysluverðs yfir árið 1999 stafaði af tæplega 15%

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 11. febrúar 2000.

2. Að hluta kann mismunurinn að stafa af ofmati á hækkun innlends húsnæðiskostnaðar vegna þess að hételendis hefur til þessa eingöngu verið tekið mið af hækkun húsnæðisverðs á höfuðborgarsvæðinu. Húsnæðis-



hækkun húsnæðisliðar. Enn virðist ekki farið að draga verulega úr hækkun markaðsverðs húsnæðis því að í desember og janúar hækkaði húsnæðisliður vísitölunnar um 2% sem er meira en á sama tíma fyrir ári. Verður að líta á það sem vísbendingu um áframhaldandi mikla eftirspurn eftir húsnæði á höfuðborgarsvæðinu því að árstíðasveifla gefur ekki tilefni til svo mikillar verðhækkunar.

*Matvara hefur hækkað mun meira í verði en í helstu viðskiptalöndum*

Auk húsnæðiskostnaðar er það ekki síst verðþróun innlendra og erlendra matvæla sem skilur á milli Íslands og helstu viðskiptalanda. Innlend matvara hækkaði um 6,8% á síðasta ári og 7,4% ef búvara er undanskilin. Innflutt mat- og drykkjarvara hækkaði á sama tíma enn meira eða um 7,8%. Síðustu tvo mánuði ársins hækkuðu þessir liðir (innlend matvara án búvöru) um 2,3% og 2,2%. Umskiptin í verðþróun matvæla urðu tiltölulega skyndileg, því að í júlí nam 12 mánaða verðhækkun mat- og drykkjarvöru einungis 2,1%. Þessi hækkun er ekki einungis athyglisverð vegna þess hve mikil hún er, heldur virðist verðþróun innlendra og erlendra matvæla einkennilega samstíga, þrátt fyrir að erlend verðþróun matvæla sé allt önnur og tölverðar gengisbreytingar hafi orðið sem ætla mátti að leiddu til verðlækkunar á innflutt-

verð hefur einnig hækkað mjög mikið í Bretlandi sem þó býr við verðbólgu á svipuðu stigi og önnur Evrópulönd, en þar er öðrum aðferðum beitt við mælingu húsnæðiskostnaðar sem kann að skýra hvers vegna hækkun á markaðsverði húsnæðis kemur ekki fram með jafnskýrum hætti í bresku neysluverðsvísitölunni. Gengi breska pundins hefur að auki hækkað mun meira en krónan á síðustu árum og hefur það haldið verðbólgu niðri.

Tafla I Framlag undirliða til hækkunar vísitölu neysluverðs 1999

Allar tölur eru í %	Vísitölubreytingar síðastliðna		Áhrif á hækkun vísitölu síðastl.	
	3 m.	12 m.	3 m.	12 m.
(1) Búvörur án grænmetis .....	5,3	2,8	7,7	3,2
(2) Grænmeti .....	-47,6	2,4	-12,2	0,4
(3) Aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur.....	10,7	7,4	14,8	8,2
(4) Aðrar innlendar vörur.....	3,8	3,0	4,1	2,5
(5) Innfl. mat- og drykkjarv. ..	11,5	7,8	7,6	4,1
(6) Nýir bílar og varahlutir.....	1,3	1,5	2,2	2,1
(7) Bensín .....	-4,3	24,7	-3,7	16,2
(8) Aðrar innfluttar vörur .....	-1,3	-0,5	-4,2	-1,2
(9) Áfengi og tóbak .....	1,9	1,6	1,4	0,9
(10) Húsnæði .....	8,4	14,8	21,9	31,1
(11) Opinber þjónusta .....	14,8	5,3	35,4	10,4
(12) Önnur þjónusta .....	5,0	5,5	25,1	21,9
Samtals.....	4,4	5,8	100,0	100,0
Innlendar vörur (1-4) .....	2,9	4,4	14,4	14,3
Búvörur og grænmeti (1-2).....	-3,9	2,7	-4,5	3,6
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis (3-4).....	7,7	5,5	18,9	10,7
Innfluttar vörur alls (5-9).....	0,4	3,7	3,3	22,2

um matvælum, eins og ráða má af innflutnings-skýrslum.

Samkvæmt upplýsingum frá Þjóðhagsstofnun lækkaði meðalverð á innfluttum mat- og drykkjarvörum, öðrum en áfengi, til dreifingaraðila um 2% á tímabilinu janúar til nóvember 1999 frá sama tímabili árið áður. Á sama tímabili hækkaði meðalverð á innfluttum mat- og drykkjarvörum í vísitölu neysluverðs um 1%.

Frá desember 1998 til desember 1999 hækkaði verð á mat- og drykkjarvörum hér á landi um 6,8% en stóð í stað á evrusvæðinu, eftir tímabil verðhjónunar síðastliðið sumar. Heldur meiri hækkun varð í Bandaríkjunum og á Norðurlöndunum var einnig um hóflega hækkun að ræða, en í Bretlandi og Þýskalandi lækkaði matvælaverð um rúmlega 1½%.

Sá munur sem er á verðhækkunum á mat- og drykkjarvörum á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum verður ekki heldur skýrður með gengisþróun krónunnar, enda hefur gengi hennar hækkað gagnvart vegnu meðaltali gjaldmiðla viðskiptalandanna og mest gagnvart evrópskum gjaldmiðlum. Það er því eðlilegt að leita skýringa í mikilli innlendri eftirspurn

Tafla II Matvara og drykkjarvara

	12 m. %-br. á seinni hluta árs 1999			
	Júlí	Sept.	Nóv.	Des.
Ísland, mat- og drykkjarvara.....	2,1	5,3	6,5	6,8
Ísland, innflutt matvara.....	-1,3	6,6	8,2	9,2
Ísland, innl. matvara án búvöru og grænmetis .....	3,8	5,6	9,7	9,2
Danmörk .....	-0,5	0,2	0,7	1,8
Noregur .....	2,2	1,5	1,4	1,5
Svíþjóð .....	-0,2	1,1	1,1	0,9
Finnland .....	-0,6	-1,4	-0,5	-0,2
Bretland.....	-0,1	-1,3	-1,0	-1,7
Pýskaland .....	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8
Frakkland .....	-0,8	-0,9	0,6	0,9
Evrusvæði .....	-0,6	-0,6	-0,1	0,0
Bandaríkin.....	2,1	2,2	2,0	2,0

Upplýsingar um þróun matvælarverðs í Evrópu eru byggðar á samræmdri neysluverðsvísitölu (HICP). *Heimildir:* Datastream og Hagstofa Íslands.

og umskiptum á innlendum matvörumarkaði, t.d. samruna fyrirtækja sem kann að hafa dregið úr verðsamkeppni og leitt til hærri álagningar.

Pótt verð á þjónustu hafi hækkað lítið eitt minna en vísitalan í heild á sú hækkan verulegan þátt í því að verðbólga mælist meiri á Íslandi en í nálægum löndum. Þjónustuliðirnir vega samtals rúmlega þriðjung í vísitölu neysluverðs og um þriðjung vísitöluhækkunarinnar síðustu 12 mánuði má rekja til hækkunar þeirra. Á síðasta ári hækkaði opinber þjónusta töluvert minna en önnur þjónusta, en í janúar minnkaði bilið þegar opinber þjónusta hækkaði um 3½%. Síðustu tólf mánuði hefur þjónusta hins opinbera og einkaaðila hækkað álíka mikið eða um 5,3% og 5,5%.

*Takist hóflegir kjarasamningar eru horfur á hjöðnun verðbólgu þegar líða tekur á árið*

Í janúar birti Seðlabankinn verðbólguþátt fyrir árið 2000. Þar er gert ráð fyrir að verðlag hækki um 5% á milli ára og að hækkunin yfir árið verði 3,8%. Í spánni er gert ráð fyrir að dragi úr verðbólguhraðanum þegar líða tekur á árið og áhrif verðhækkunar síðasta árs og væntanlegrar hækkunar launa á fyrri hluta þessa árs taka að dvína. Meginbreytingin frá því í október er að nú er spáð 0,9% meiri meðalhækkun verðlags, sem stafar af hækkun vísitölu neysluverðs í lok síðasta árs. Spá um hækkun yfir árið 2000 er hins vegar lítið breytt frá því í október og gætir þar áhrifa

gengishækkunar krónunnar. Í janúarspánni var gert ráð fyrir að verð íbúðarhúsnæðis héldi áfram að hækka nokkuð umfram almennt verðlag. Ennfremur var gengið út frá þeirri forsendu að launhækkun um 6½% yfir árið. Sú tala felur í sér launhækkunir sem urðu hjá sumum hópum í upphafi ársins, launhækkunir sem kynni að verða samið um í komandi kjarasamningum og áætlað launaskrið.

Áhugavert er að bera verðbólguþátt bankans saman við verðbólguvæntingar markaðsaðila. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa sem hafa líftíma fram í október á þessu ári er 5,6% og álag á bréfum sem eiga þrjú ár eftir af líftíma sínum er 4,8%. Minnkandi verðbólguálag eftir því sem líftími bréfanna lengist bendir til þess að fjárfestar geri ráð fyrir að verðbólga eigi eftir að hjaðna á líftíma bréfanna. Spár annarra en Seðlabankans eru á mjög svipuðu róli og spá hans um hækkun milli ára. Meiru munar á spám um hækkun yfir árið, en þar spá t.d. Íslandsbanki og fréttabréfið Gjaldeyrismál heldur minni verðbólgu en Seðlabankinn, eða rúmlega 3%, en FBA heldur meiri eða rúmlega 4%.

*Hóflegri launahækkun gæti skilað minni verðbólgu og álíka miklum kaupmætti*

Útkoma kjaraviðræðna mun ráða miklu um verðlagsþróun á árinu, bæði vegna beinna áhrifa launahækkana á verðlag og vegna þess að hækki laun meira en vænst er gæti myndast þrýstingur til lækkunar á gengi krónunnar. Einnig er hætta á að væntingar um mikla verðbólgu festist í sessi. Verði launaþróun önnur en gengið er út frá í spá Seðlabankans mun það hafa áhrif á verðlagsþróun. Hækki launakostnaður t.d. um 9% yfir árið yrði verðbólga á milli ára u.þ.b. 6% og rúmlega 5% yfir árið. Leiði óhófleg hækkun launa til gengislækkunar krónunnar um t.d. 4% yrði verðbólgan rúmlega 6½%. Hækki laun hins vegar minna en gengið var út frá í spánni, og það hefði í för með sér hækkun á gengi krónunnar, verður verðbólga minni en Seðlabankinn spáði í janúar. Hækki laun t.d. um 5% yfir árið og krónan styrkist á fyrstu mánuðum ársins má gera ráð fyrir að verðlag hækki um 4% milli ára og 2½% yfir árið. Þessi niðurstaða myndi þegar á fyrsta ári skila litlu minni kaupmáttarauka en felst í spá Seðlabankans, en styrkja undirstöður þjóðarþúskaþarins og bættra lífskjara til framtíðar.

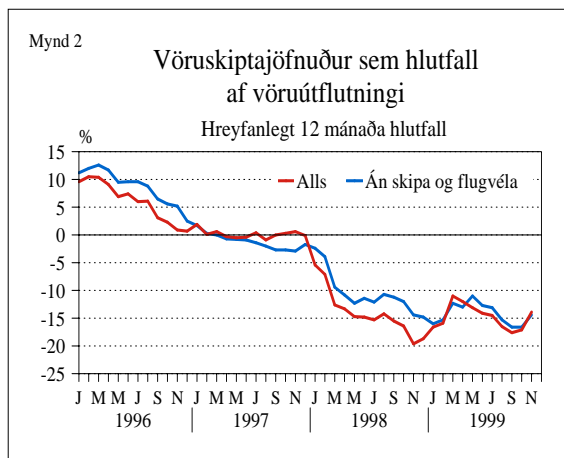
Lækkun vísitölu neysluverðs í febrúar breytir ekki horfunum

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,3% í febrúar. Í forsendum spár Seðlabankans um verðbólgu á árinu, sem birt var í janúar, var gert ráð fyrir nokkurri lækkun í febrúar vegna árstíðabundinna þátta, einkum vetrarútsalna. Lækkunin var að vísu heldur meiri en búist var við, en það stafar af því að áhrif vetrarútsalna (0,5% til lækkunar á vísitölu) höfðu verið vanmetin. Búast má því við að þau áhrif gangi til baka á næstu mánuðum og að horfur fyrir árið í heild breytist ekki mikið. Mæling vísitölu neysluverðs í febrúar er hins vegar að því leytnu til ánægjuleg að hún fól ekki í sér neina frekari óvænta verðbólgu.

Ný þjóðhagsspá gerir ráð fyrir meiri viðskiptahalla en áður var spáð

Í fyrsta hefti Peningamála sem kom út í nóvember sl. voru rök færð fyrir því að viðskiptahalli ársins 1999 yrði meiri en Þjóðhagsstofnun spáði í október. Þróun vöruviðskipta við útlönd síðan þá hefur verið í samræmi við þetta mat, þótt vöruviðskipti í nóvember hafi reyndar verið óvenjuhagstæð. Þessi þróun endurspeglar í endurskoðaðri spá sem Þjóðhagsstofnun sendi frá sér í desember. Þar var gert ráð fyrir að viðskiptahallinn 1999 yrði 38 ma.kr. í stað 29 eins og spáð var í október.

Halli á vöruskiptajöfnuði fyrstu 11 mánuði ársins 1999 nam 21,3 ma.kr. Halli á þjónustujöfnuði var 1,8 ma.kr. og þáttagjöld umfram þáttatekjur námu 10,3 ma.kr. á tímabilinu janúar til september. Meginóvissan í uppgjöri ársins liggur í uppgjöri þáttatekna á síðasta fjórðungi þess. Vegna þess hvernig tekjur af erlendri verðbréfaeign landsmanna eru metnar geta niðurstöðurnar verið nærmar fyrir gengisþróun erlendra verðbréfa. Árið 1998 leiddi hækkun á gengi



erlendra verðbréfa undir lok ársins til þess að jöfnuður þáttatekna á fjórða ársfjórðungi varð jákvæður um fimm ma.kr. Þetta mun væntanlega hafa endurtekið sig á síðasta ári, en í minni mæli. Því er hugsanlegt að endanlegt uppgjör viðskiptajafnaðar muni sýna hagstæðari útkomu en Þjóðhagsstofnun spáði í desember, þótt ekki sé það mikil huggun í ljósi þess hve auðveldlega erlend verðbréfaeign landsmanna gæti fallið í verði á ný.

Í spá Þjóðhagsstofnunar í desember var gert ráð fyrir 2½% meiri vexti innflutnings milli 1998 og 1999 en gert var í október og 1½% minni útflutningi. Í samræmi við meiri innflutning neysluverðs en áður var reiknað með spá Þjóðhagsstofnunar í desember að einkaneysla ykist um 7% í stað 6% og samneysla um 4½% í stað 3½%. Hins vegar var reiknað með heldur meiri samdrætti fjárfestingar í desember-spánni en gert var í október, en þó minni en í fyrstu spám Þjóðhagsstofnunar fyrir 1999. Meiri viðskiptahalli gerir meira en að vega upp örfari vöxt einka- og samneyslu, þannig að áætlað er að hagvöxtur árið 1999 hafi orðið heldur minni en spáð var í október, eða 5% í stað 5,8%. Þessi endurskoðun breytir litlu um fyrra mat Seðlabankans. Ef eitthvað er rennir hún enn frekari stoðum undir þá skoðun bankans að alvarleg ofpensla sé í þjóðarþúskaðum.

Lítið mun draga úr viðskiptahalla á árinu 2000

Að því er áhræfir horfur á yfirstandandi ári gerir Þjóðhagsstofnun einnig ráð fyrir meiri vexti einkaneyslu og fjárfestingar en fyrir var spáð. Spáð er 3% vexti einkaneyslu og að fjármunamyndun aukist um 2,7%. Einnig er gert ráð fyrir að vöxtur útflutnings hægi verulega á sér og meira en búist var við í

Tafla III Þjóðhagsyfirlit

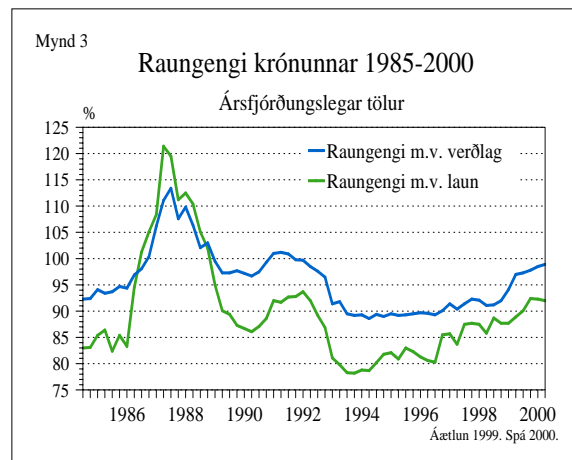
Vöxtur í % nema annað sé tekið fram	1997	1998 <sup>1</sup>	1999 <sup>2</sup>	2000 <sup>2</sup>
Einkaneysla.....	6,0	11,0	7,0	3,0
Samneysla .....	3,1	3,6	4,5	2,5
Fjármunamyndun.....	10,5	25,9	-1,1	2,7
Þjóðarútgjöld.....	6,2	12,2	4,7	2,8
Verg landsframleiðsla .....	5,3	5,4	5,0	2,9
Viðskiptajöfnuður, % af VLF .....	-1,4	-5,7	-6,0	-5,6

1. Bráðabirgðatölur. 2. Spá. Heimild: Þjóðhagsstofnun

október, sem stafar af því að reiknað er með að framleiðsla sjávarafurða aukist minna en í fyrra. Samanlagt leiða þessar breytingar til þess að Þjóðhagsstofnun spáir nú 38½ ma.kr. viðskiptahalla árið 2000, tæplega 10 ma.kr. meiri halla en spáð var í október. Þetta er u.þ.b. sami halli og áætlað er að hafi verið á síðasta ári og nemur 5,6% af áætlaðri landsframleiðslu ársins. Þær breytingar sem að framan greinir breyta litlu um hagvöxt þar sem meiri viðskiptahalli vegur á móti meiri vexti þjóðarútgjalda.

Samkvæmt ofangreindu verður árið 2000 hið þriðja í röð sem viðskiptahalli er meiri en 5%. Fara þarf allt aftur til árunna 1974-1976 til að finna dæmi um jafnhátt þriggja ára meðaltal. Einstakt er hins vegar að orsakir hallans nú eru ekki alvarlegur brestur í útflutningstekjum. Hann stafar nær eingöngu af mikilli innlendri eftirspurn. Að því leyti er staðan viðkvæmari nú en oft áður.

*Er raungengi orðið hærra en staðist fær til lengdar?* Undanfarið ár hefur innlent verðlag og launakostnaður hækkað umtalsvert meira en verðlag og laun í helstu viðskiptalöndum. Jafnframt hefur aðhaldssöm peningastefna leitt til þess að nafngengi krónunnar hefur að meðaltali hækkað gagnvart gjaldmiðlum viðskiptalandanna. Hvort tveggja felur, að öðru óbreyttu, í sér hækkan á raungengi krónunnar, sem gerir samkeppnisstöðu innlands atvinnurekstrar erfiðari. Hagnaður innlendra fyrirtækja í samkeppni við innflutning eða á erlendum mörkuðum minnkar. Til lengdar getur það leitt til þess að markaðshlutdeild innfluttrar vöru á innlendum markaði eykst og vöxtur útflutnings stöðvast eða dregst saman. Af því leiðir að halli á utanríkisviðskiptum eykst. Þegar svo háttar að stjórnvöld þurfa að auka verulega aðhald í peningamálum á sama tíma og viðskiptahalli er mikill getur það sett hægstjórn í nokkurn vanda, þar sem aukið peningalegt aðhald leiðir að öðru óbreyttu til gengishækkunar og þar með aukins viðskiptahalla áður en það skilar sér í minni innlendri eftirspurn. Gagnvart þessum vanda standa íslensk stjórnvöld einmitt nú, en um það verður nánar fjallað hér á eftir. Eitt þeirra álitamála sem kvikna við slíkar aðstæður er hvort hækkun gengis og innlands kostnaðar hafi þrengt svo að samkeppnisstöðu atvinnuveganna að frekari hækkan raungengis leiði til meiri röskunar á ytra og að endingu innra jafnvægi í þjóðarþúskapnum en markaðsaðilar telja að geti staðist til lengdar. Telji þeir að áframhaldandi aðhald í peningamálum



krefjast meiri fórna en líklegt sé að stjórnvöld séu reiðubúin að færa kann traust þeirra á peningastefnunni að þverra með tilheyrandi fjárflotta.

Ýmsum kvörðum er hægt að beita til að meta stöðu innlendra atvinnuvega gagnvart erlendum keppinautum. Algengast er að líta til þróunar vísitölu raungengis yfir ákveðinn tíma. Sá galli er á gjöf Njarðar að slíkar vísitölur veita ekki beinar upplýsingar um stöðu fyrirtækja, heldur einungis grófa vísbendingu um hvernig staða þeirra hefur breyst miðað við tiltekna upphafsstöðu eða meðaltal. Niðurstöður slíks mats eru augljóslega háðar vali á upphafsstöðu eða meðaltalstímabili. Sums staðar hefur verið reynt að leggja mat á svokallað jafnvægisraungengi, þ.e.a.s. raungengi sem samrýmist ytra og innra jafnvægi í þjóðarþúskapnum. Slíkt mat hefur ekki verið gert fyrir Ísland og er að auki ævinlega bundið mikilli óvissu.

Þótt styðjast verði við ófullkomnar vísbendingar verður samt ekki vikist undan þeirri spurningu hvort núverandi eða jafnvel enn hærra raungengi fái staðist til lengdar, enda hækkaði raungengi krónunnar umtalsvert á síðasta ári. Frá fjórða ársfjórðungi 1998 til sama tímabils 1999 hækkaði raungengi á mælikvarða hlutfallslegs verðlags um 6,5% og um 3,6% á mælikvarða hlutfallslegs launakostnaðar á einingu. Frá því að raungengi náði sögulegu lágmarki árið 1994 hefur það hækkað um 10% og 14% mælt á sömu kvarða. Þrátt fyrir þessa hækkun var raungengi á fjórða ársfjórðungi síðastliðins árs þó aðeins lítið eitt yfir meðaltali síðastliðinna 20 ára á mælikvarða verðlags og lítið eitt undir á mælikvarða launa. Á þessu ári mun raungengi væntanlega hækka nokkuð umfram meðaltal síðustu 20 ára.

Sé núverandi raungengi skoðað með hliðsjón af þróun raungengis undanfarin 20 ár er tæpast hægt að draga þá ályktun að hækkun raungengis að undanfögnu ógni alvarlega samkeppnisstöðu atvinnuveganna, sérstaklega þegar haft er í huga að eðlilegt er að gengi styrkist á tímum góðæris. Útflutningur iðnaðarvöru, bæði stóriðjuafurða og annarrar vöru, óx ennfremur verulega á síðasta ári, sem bendir ekki heldur til þess að raungengi hafi þrengt verulega að útflutningsgreinum. Afkomutölur fyrirtækja á fyrri helmingi síðastliðins árs virðast einnig styðja þessa ályktun, því að hagnaður fyrirtækja á Verðbréfaþingi Íslands (VÞÍ) af reglulegri starfsemi fyrir skatta jókst úr 4,5 ma.kr. á fyrri helmingi ársins 1998 í 6,5 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Við þessa hagstæðu útkomu verður þó að gera nokkra fyrirvara. Í fyrsta lagi stafar aukinn hagnaður fyrirtækja á VÞÍ fyrst og fremst af góðri afkomu í fjármálastarfsemi. Þessa góðu afkomu má að nokkru leyti rekja til gengishagnaðar. Hagnaður í iðnaði og sjávarútvegi minnkaði hins vegar nokkuð. Í öðru lagi má telja líklegt að smá óskráð fyrirtæki sem eru háðari innlendum lánsfjármarkaði en stóru fyrirtækin verði fremur fyrir barðinu á hækkun innlendra skammtímavaxta en stór fyrirtæki á VÞÍ. Í þriðja lagi verður að hafa í huga að raungengi hækkaði mest á síðustu tveimur fjórðungum ársins. Verðþróun á hlutabréfamarkaði virðist að vísu ekki gefa til kynna að þeir sem eiga viðskipti með hlutabréf á VÞÍ telji að afkoma fyrirtækja sé að versna. Reynslan sýnir hins vegar að mat markaðarins getur breyst mjög skyndilega.

Hvað sem því líður er tímabundin lækkun hagnaðar fyrirtækja óhjákvæmilegur fylgifiskur aðhaldssamrar peningastefnu og raunar ein af miðlunarleiðum peningastefnunnar. Minni hagnaður hvetur fyrirtækin til að gæta hófs í fjárfestingu, launahækkunum og nýráðningu starfsfólks. Þannig hamlar hátt gengi í góðæri gegn þeirri tekjuuppsveiflu sem er undirrot viðskiptahalla, jafnvel þótt halli aukist til skamms tíma lítið. Slökun á peningalegu aðhaldi við þær aðstæður sem nú eru á vinnumarkaði og víðar myndi hins vegar ekki leiða til varanlegrar lækkunar raungengis, þar sem gera má ráð fyrir að slíkt myndi fljótlega leiða til aukinnar verðbólgu og launaskriðs sem vægi á móti áhrifum gengislækkunar á raungengi.<sup>3</sup>

3. Ókostur þess að raungengi hækki með hækkun verðlags og launa fremur en gengis er að nafnlaun lækka yfirleitt ekki. Því kann að vera erfitt að knýja fram raungengislækkun á ný í gegnum launa- og verðhjöðnun

Greining á núverandi stöðu raungengis gefur ekki tilefni til að álykta að það hafi hækkað umtalsvert umfram það sem samræmist langtímastöðugleika. Afkoma atvinnuveganna er enn þokkaleg og útflutningur í nokkrum vexti. Það ójafnvægi sem myndast hefur á ytri jöfnuði þjóðarbúsins stafar fyrst og fremst af óhóflægum vexti eftirspurnar. Aðgerðir til að draga úr viðskiptahallanum verða fyrst og fremst að hefta vöxt eftirspurnar, því að hinn kosturinn, að leyfa genginu að lækka með því að draga úr peningalegu aðhaldi, myndi raska enn frekar innra jafnvægi þjóðarbúsins og kynda undir verðbólgu sem nú þegar er of mikil. Á meðan áhrif aukins aðhalds í peningamálum og fjármálum ríkisins hafa ekki skilað sér að fullu er því óhjákvæmilegt að atvinnuvegirinn þurfi að setta sig tímabundið við lakari samkeppnisstöðu og jafnvel enn herra raungengi en nú er.<sup>4</sup>

#### *Fjárlög ársins 2000 boða aukinn afgang eftir slökun í fyrra*

Fjárlög ársins 2000 voru afgreidd með 16,7 ma.kr. afgangi, sem er heldur meiri afgangur en áætlaður afgangur ársins 1999. Batinn er þó meiri en sýnist þar sem afgangur án eignasöluhagnaðar vex úr 3,2 ma.kr. 1999 í 12,5 ma.kr. Ætla má að tekjur séu nokkuð varlega áætlaðar, en á móti kemur að heilbrigðisútgjöld kunna að vera vanáætluð.

Tekjur ríkissjóðs árið 2000 eru áætlaðar 210 ma.kr. og hækka um 1% að nafnvirði frá fyrra ári, en tekjur án eignasöluhagnaðar um 4,5%. Gert er ráð fyrir að tekjur af beinum sköttum einstaklinga hækki um 3%. Það virðist lágt áætlað miðað við að gert er ráð fyrir að heildartekjur landsmanna hækki um 7% en skattbyrði haldist svo til óbreytt. Áætluð 2,3% hækkuð óbeinna skatta annarra en virðisaukaskatts kann einnig að vera í varfærna lagi, en er í samræmi við spár um innflutning.

þegar aðstæður krefjast. Gengislækkun kann því að verða óumflýjanleg. Sé gengi gjaldmiðils hins vegar leyft að hækka á þenslutímum verður verðbólga og launþensla minni sem gerir mögulegt að láta gengið hverfa aftur til fyrri stöðu þegar um hægist og minni hætta er á að gengislækkun leiði til verðbólgu. Innlent verðlag hækkar því síður varanlega umfram erlent.

4. Þess má geta að hlutfallslegur launakostnaður á Íslandi hefur síður en svo hækkað meira en í mörgum öðrum löndum sem búið hafa við öflugan hagvöxt á undanfögnu árum. Samkvæmt mælingum OECD hækkaði hlutfallslegur launakostnaður í Bretlandi t.d. um 43½% á árunum 1995-1999 og tæp 20% í Bandaríkjunum. Sá munur er hins vegar á þróun samkeppnisstöðu á Íslandi og í þessum tveimur löndum að í Bandaríkjunum og Bretlandi stafar hækkunin að langmestu leyti (eingöngu hvað Bandaríkin áhrærir) af hækkun meðalgengis. Á Íslandi var ör hækkun launa hins vegar meginástæða raungengislækkunar.

Tafla IV Yfirlit ríkissfjármála

Ma.kr.	1998	Áætlun 1999	Fjárlög 2000
Tekjur.....	180,8	207,9	209,9
þ.a. söluhagnaður.....	2,5	11,0	4,2
Tekjur án eignasölu.....	178,4	196,9	205,7
Útgjöld.....	189,6	192,8	193,2
þ.a. óvenjul. lífeyrisskuldbindingar	16,7	2,2	1,3
Tekjujöfnuður.....	-8,8	15,0	16,7
án eignasölu.....	-11,3	4,1	12,5
án eignasölu og óv. lífeyrisskuldb.	5,4	6,2	13,8
Hreinn lánsfjárfjöfnuður.....	22,9	28,9	21,0

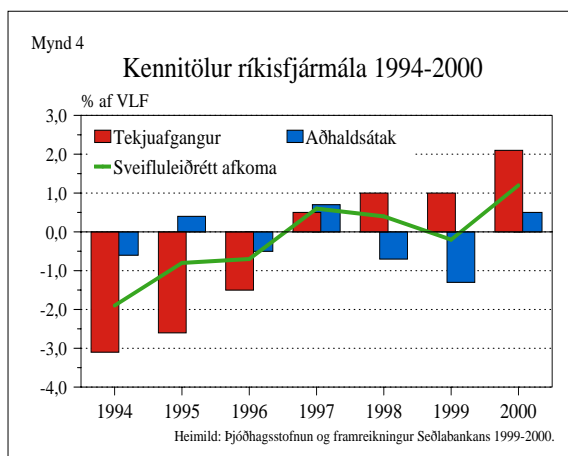
Útgjöld samkvæmt fjárlögum verða 193 ma.kr., sem er hækkan um 1% að nafnvirði frá árinu 1999. Reiknuð lífeyrisframlög, vaxtagjöld og fjárfesting lækka milli ára um ríflega sex ma.kr. en þessir liðir hafa nokkra sérstöðu að því leyti að þeir eru bæði sveiflukennir og skyldubundnir. Önnur útgjöld hækka um 4,2% að nafnvirði og 0,4% umfram samneysliverð. Talið er að nafnvirði landsframleiðslu hækki um nær 8% milli árana 1999 og 2000, svo að kjarnaútgjöld ríkisins lækka úr 24% í 23½% af vergri landsframleiðslu. Í fjárlögum og forsendum þeirra felst 3% raunsamdráttur á útgjöldum til stofnana heilbrigðiskerfisins miðað við verð samneyslu. Ljóst er að talsvert átak þarf til að standa við hann. Önnur kjarnaútgjöld eiga að hækka um tæp 2% umfram samneysliverð.

Þar sem gert er ráð fyrir að bæði áfallnar en ógreiddar lífeyrisskuldbindingar og eignasala minnki milli ára, er áætlað að lánsfjárafgangur ríkissjóðs til

að greiða niður skuldir minnki úr 29 ma.kr. á árinu 1999 í 21 ma.kr. árið 2000. Með batnandi afkomu og sölu ríkiseigna hafa skuldir minnkað bæði sem hlutfall af landsframleiðslu og í krónum talið. Skuldir urðu mestar 242 ma.kr. eða sem nam 45% af landsframleiðslu árið 1997, en hafa síðan lækkað ört. Horfir í að þær verði komnar niður undir 210 ma.kr. eða 30% af landsframleiðslu í lok þessa árs. Hreinar skuldir ríkissjóðs komust í 34% af landsframleiðslu 1996 en ættu að síga niður í 16% um næstu áramót.

Samfelldar og sambærilegar tölur um ríkissfjármálin eru vandfundnar nema í þjóðhagsreikningagögnum Þjóðhagsstofnunar. Í þeim er eignasölutekju- og óvenjulegum lífeyrisútgjöldum sleppt og afskrift skatttekna er nokkuð önnur en í fjárlagaframsetningunni í töflu IV. Samkvæmt þessu uppgjöri batnaði afkoma ríkissjóðs ár frá ári frá 1994 til 1998, stóð í stað á kosningarárinu 1999 og batnar aftur í ár. Aðhaldsátak<sup>5</sup> mælist jákvætt á árunum 1995, 1997 og 2000, en neikvætt 1996, 1998 og 1999, enda krafan um fast raunvirði útgjalda á mann allstrembin í örum hagvexti síðustu ára. Afkoma að teknu tilliti til hagsveiflu snerist úr halla í nokkurn afgang á árunum 1995 til 1997, varð neikvæð 1999 en batnar verulega í ár samkvæmt markmiðum fjárlaga, mest vegna bættrar afkomu en að hluta vegna þess að búist er við að hagkerfið sé að þokast ofan af hagsveiflutoppum.

Aukið áformað aðhald á þessu ári kemur í framhaldi af greinilegri slökun í fyrra og er því ekki eins mikið og virðist í fyrstu. Fyrirliggjandi þjóðhagsspá, sem tekur tillit til þeirrar ríkissfjármalastefnu sem felst í fjárlögum, gerir ráð fyrir að viðskiptahalli verði yfir 5% þriðja árið í röð og að lítið slakni á ofþenslueinkennum í þjóðarbúskapnum. Því hefði verið æskilegt að sveifluleiðrétt afkoma ríkissjóðs batnaði enn meir til að vinna á móti þensluöflum. Það hefði líka dregið úr þeirri hættu sem rætt er um hér að framan að raungengi hækki og útflutnings- og samkeppnisgreinar klemmist um hríð á milli umfram eftirspurnar í hagkerfinu og aðhaldssamrar peningastefnu. Í þessu ljósi er það lágmarkskrafa að ekki verði farið fram úr útgjaldaáformum fjárlaga og að hugsanlegar auknar tekjur skili sér að fullu í bættri afkomu ríkissjóðs. Ennfremur er brýnt að hugsanleg-



5. Aðhaldsátak telst því jákvæðara sem tekjur aukast meira miðað við landsframleiðslu og raunútgjöld aukast minna miðað við fólksfjölda.

ar aðgerðir í tengslum við kjarasamninga verði ekki til að draga úr afgangi ríkissjóðs.

*Vöxtur útlána og peningamagns er enn óhóflega mikill þótt farið sé að draga úr honum*

Nokkuð dró úr vexti útlána og peningamagns á síðari helmingi ársins 1999. Samt sem áður var hann enn mun meiri en samrýmist lítilli verðbólgu. Tólf mánaða vöxtur útlána innlánsstofnana til ársloka 1999 nam 23,2% og peningamagn (M3) óx um 17,1%. Árstíðaleiðréttur vöxtur útlána síðustu þrjú mánuði ársins 1999 var 13%, þ.e. nokkru minni en 12 mánaða vöxtur.

Mikill vöxtur grunnfjár til ársloka 1999 kann að vekja athygli, en þar er greinilega um tímabundna aukningu að ræða, eins og nánar er vikið að í grein hér á eftir.

Í nóvemberhefti Peningamála var fjallað ítarlega um útlánavöxt innlánsstofnana og sýnt fram á að auk venjubundinnar fjármögnunar í gegnum innlán hafi hann að miklu leyti verið fjármagnaður með erlendu lánsfé. Samkvæmt nýjustu tölum var hluti útlánavaxtarins sem þannig var fjármagnaður á síðasta ári jafnvel enn stærri en ráða mátti af septemberlokataölum, eða 52½%. Tæpur helmingur var fjármagnaður með erlendri lántöku árið 1998. Nettóframlag innlána og verðbréfaútgáfu til fjármögnunar útlána virðist nú minna en ef miðað er við lokatölur í september. Framlag Seðlabankans til vaxtar útlána er enn neikvætt um sem nemur fimm ma.kr.

Próun útlána innlánsstofnana og fjármögnunar þeirra frá því í september breytir ekki fyrri greiningu bankans á ástæðum mikils útlánavaxtar innlánsstofnana sem þrjúþætts samspils eftirspurnar, aukinnar markaðshlutdeildar innlánsstofnana og aukins framboðs lánsfjár sem m.a. má rekja til hlutfjáraukningar

Tafla V Helstu peninga- og lánastærðir 1998 og 1999

Hlutf.leg aukning (%) yfir tímabil	1997	1998	1999
Grunnfé Seðlabankans.....	3,1	4,6	75,8
Erl. skuldir bankakerfisins til endurlána ..	33,2	59,9	49,4
Útlán og markaðssk. bréf bankakerfisins ..	16,4	15,0	34,4
M3.....	8,7	15,8	16,5
M4.....	11,4	17,8	17,0
Útlán innlánsstofnana.....	12,8	30,3	23,1

Tafla VI Aukning útlána innlánsstofnana og fjármögnun þeirra 1998 og 1999

	Aukning yfir ár í ma.kr.		Hlutfallsleg skipting aukningar	
	1998	1999	1998	1999
Útlán.....	75,9	75,4	100,0	100,0
Innstæður.....	29,7	38,5	39,1	51,1
Verðbréf, nettó.....	-6,1	-1,1	-8,0	-1,5
Erlent lánsfé, nettó.....	37,1	39,6	48,9	52,5
Seðlabanki, nettó.....	12,8	-4,9	16,9	-6,5
Annað, nettó.....	2,4	3,3	3,1	4,4

í ríkisviðskiptabönkunum sem jók útlánagetu þeirra. Aðhaldsstefna Seðlabankans í peningamálum birtist í neikvæðu framlagi bankans til fjármögnunar útlána innlánsstofnana, en segja má að innlánsstofnanir hafi átt greiða undankomuleið fram hjá því aðhaldi með því að auka erlenda lántöku.

*Seðlabankinn hækkaði vexti til þess að viðhalda aðhaldi peningastefnunnar*

Frá áramótum hefur Seðlabankinn tvívegis hækkað vexti og 14. febrúar voru vikmörk gengisstefnunnar einnig vikkuð í því skyni að gefa aðhaldssamri peningastefnu aukið svigrúm. Eftir samtals 1,1 prósentustigs hækkun vaxta í janúar og febrúar styrktist aðhald peningastefnunnar á flesta mælikvarða, en áður hafði meiri verðbólga en spáð var dregið nokkuð úr aðhaldi. Séu raunvextir reiknaðir út frá verðbólguálagi ríkisskuldabréfa, sem felur í sér að markaðsáðilar geri ráð fyrir hjöðnun verðbólgu á komandi ári, hafa væntir raunvextir Seðlabankans ekki verið hærri frá því fyrir tæpu ári. Skammtímavextir eru einnig nokkru hærri en vextir á óverðtryggðum skuldbindingum til langs tíma og hafa verið það oftast frá því um mitt ár 1998. Neikvæður halli ávöxtunarkúrfunnar er að jafnaði vísbending um aðhaldssama peningastefnu, tiltrú markaðarins á að peningalegt aðhald muni bera árangur og að skammtímavextir muni lækka á ný þegar fram líða stundir. Vaxtahækkanir Seðlabankans í janúar og febrúar hafa dugað til að halda halla ávöxtunarferilsins neikvæðum. Í stuttu máli má segja að allir mælikvarðar á aðhald peningastefnunnar sýni að það sé töluvert, þótt öðru hverju hafi slaknað nokkuð á því. Aðhald peningastefnunnar verður hins vegar að skoða í ljósi verulegrar ofþenslu í þjóðarbúskapnum.