

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

### Útlit er fyrir að hægar dragi úr verðbólgu en spád var í vor

Til skemmri tíma litið hafa verðbólguhorfur spillst nokkuð vegna lægra gengis krónunnar en í vor. Seðlabankinn spáir því nú að verðbólga verði rúmlega 5½% frá upphafi til loka ársins. Það veldur einnig áhyggjum að verðbólguvæntingar yfir 5% virðast vera að festast í sessi. Ekki liggja fyrir í mældum hagsterðum ótvíræð merki um að ofpensla sé tekin að hjaðna. Efnahagshorfur fyrir næsta ár og atburðir á fjármálamörkuðum á síðustu vikum gætu þó stuðlað að hjöðnun hennar á næstunni. Slík þróun myndi stuðla að minni verðbólgu. Ekki er hins vegar útlit fyrir að viðskiptahalli minnki mikið í bráð. Hann verður þannig áfram áhættuþáttur sem hagstjórn þarf að glíma við. Í meginatriðum stendur því sú greining sem sett var fram í síðasta hefti Peningamála. Svo lengi sem verðbólguhorfur breytast ekki til hins betra frá því sem nú er og ofpensla er viðvarandi mun Seðlabankinn fylgja aðhaldssamri peningastefnu. Hann mun hins vegar á næstunni fylgjast mjög grannt með hugsanlegum vendipunktum í þróuninni.

#### Verðbólga hefur haldist yfir 5½%...

Tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs hefur verið á bilinu 5½-6% síðan í desember á síðasta ári. Frá apríl til júlí hækkaði neysluverð um 1,3% sem samsvavar 5,2% verðbólgu á heilu ári. Það er heldur meiri verðbólga en á fyrsta fjórðungi ársins. Eins og verið hefur um hríð áttu hækkanir á verði húsnæðis og bensíns veigamikinn þátt í verðhækkunum á öðrum ársfjórðungi. Lætur nærri að skýra megi helming hækkunar neysluverðs á ársfjórðungnum með þessum tveimur liðum. Það eru takmörk fyrir því hvað bensínverð hækkar mikið, og hækkun húsnæðis er að hluta leiðrétting á lágu verði undanfarinna ára. Því er ljóst að undirliggjandi verðbólga er minni en mæld verðbólga undanfarinna mánaða.

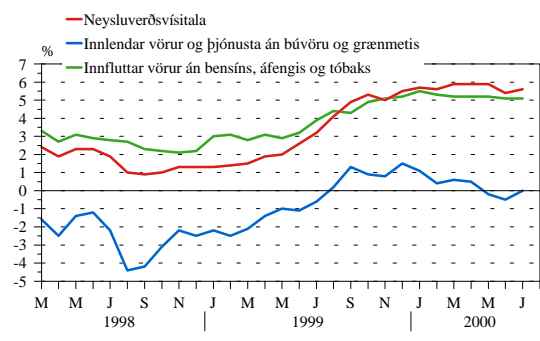
Það þýðir hins vegar ekki að við engan verðbólguvanda sé að stríða hér á landi. Í fyrsta lagi nam hækkun neysluverðs 3,2% á heilu ári til júlí að þessum liðum og bifreiðatryggingum slepptum. Þetta er nærri tvöfalt meiri verðbólga á þennan mælikvarða

en árið áður og meiri verðbólga en er að meðaltali í aðildarlöndum ESB, en þá að meðtöldu bensíni. Reyndar mældist verðbólga hér svipuð og á Írlandi í maí, eða 5%, og er þá miðað við samræmda neysluverðsvísitölu ESB sem nær til bensíns en ekki húsnæðis. Í öðru lagi er mikil hækkun fasteignaverðs öðrum þræði vísbending um mikla eftirspurnarþenslu. Í þriðja lagi er hætt við að aukin mæld verð-

Mynd 1

#### Verðbólga og nokkrir undirþættir

12 mán. %-breytingar



1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 21. júlí 2000.

bólga hækki verðbólguvæntingar og festist þannig í sessi.

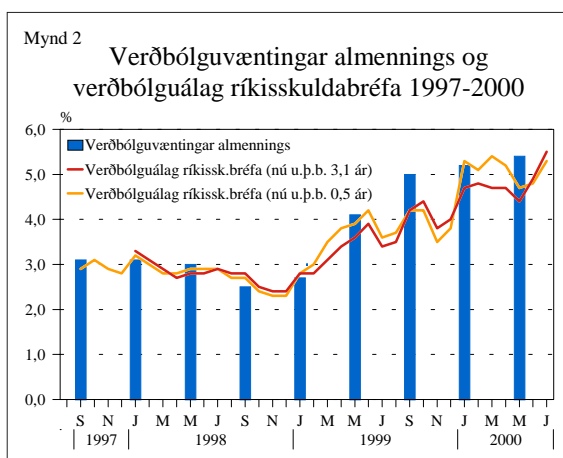
Verðlagspróun á öðrum ársfjórðungi var nánast að fullu í samræmi við spá Seðlabankans sem birtist í maí sl. Þá spáði bankinn að neysluverð myndi hækka um 1,4% milli fyrsta og annars ársfjórðungs eins og reyndin varð. Frávik í verðbólguþá gefur því ekki tilefni til að endurskoða spá bankans um verðlagspróun á næstu ársfjórðungi. Hins vegar gefa veigamiklar breytingar á ýmsum forsendum, sérstaklega á gengi krónunnar, tilefni til endurskoðunar eins og vikið verður að hér á eftir.

*... og verðbólguvæntingar yfir 5% eru að festast í sessi*

Aukin verðbólga undanfarna mánuði hefur haft áhrif á væntingar almennings og aðila á fjármálamarkaði um verðbólguna framundan. Samkvæmt úrtakskönnunum sem PricewaterhouseCoopers hefur gert þrisvar á ári fyrir Seðlabankann hafa væntingar almennings um verðbólgu næstu tólf mánuði verið um eða yfir 5% síðan í september 1999. Samkvæmt síðustu könnun, sem gerð var í maí sl., var að meðaltali spáð um 5,4% verðbólgu næstu tólf mánuði. Það er lítils háttar hækkan síðan í janúar, en miðgildi er áfram hið sama, þ.e. 5%. Athyglisvert er að þátttakendur virðast vera vissari í sinni sök en áður um 5% verðbólgu eða meira þar sem staðalfrávik verðbólguvæntinga í úrtakinu hefur minnkað stöðugt síðan í maí 1999.

Verðbólguálag ríkisskuldabréfa, þ.e. munur vaxta á óverðtryggðum og verðtryggðum ríkisskuldabréfum, er annar mælikvarði á þróun verðbólguvæntinga. Munurinn er þó sá að verðbólguálagið er summa verðbólguvæntinga og einhverrar áhættuþóknunar sem líklega er jákvæð, og þær eru til lengri tíma þar sem bréfin hafa rúmlega þriggja ára líftíma. Verðbólguálagið hefur hækkað verulega á þessu ári eða úr tæplega 4½% í byrjun árs í nærri 6% eftir miðjan júlí. Aukin óvissa og sviptingar á fjármálamörkuðum hafa hugsanlega aukið áhættuálagið, en auknar verðbólguvæntingar eru þó líklega meginskýringin á þessari þróun.

Reynslan sýnir að verðbólguvæntingar fylgja raunverulegri verðbólguþróun, þó með nokkrum tímatöfum. Ætla má hins vegar að verðbólguálag ríkisskuldabréfa byggist meira á framsýnu mati en verðbólguvæntingar almennings. Verðbólguvænting-



ar munu því lækka takist að draga úr verðbólgu. Hættan er hins vegar sú að því lengur sem verðbólga helst yfir 5%, því rækilegar festist hún í sessi í væntingum og hafi síðan áhrif á launamyndun og aðrar ákvarðanir í hagkerfinu. Þá mun reynast erfiðara að draga úr verðbólgu en ella.

#### *Verðbólguhorfur til skemmri tíma hafa versnað*

Seðlabankinn hefur gert nýja verðbólguþá fyrir þetta og næsta ár í ljósi framvindunnar undanfarna mánuði og endurmats á helstu forsendum. Bankinn spáir því nú að verðbólga verði 5,8% á milli árunna 1999 og 2000 samanborið við 5,5% spá í maí, og um 5,6% yfir árið í stað 5% í maí. Verðbólguhorfur á þessu ári hafa því versnað nokkuð og stafar það aðallega af því að gengi krónunnar sem miðað er við í spánni nú er rúmlega 5% lægra en var í spá bankans í maí. Spáin byggist á tiltækum upplýsingum 21. júlí sl., þ.m.t. um gengi íslensku krónunnar. Aðrar breytingar á forsendum eru þær að nú er reiknað með heldur minna launaskriði í ár eða 2% í stað 2½%. Stafar það af því að launaskrið mældist enn undir 2% á fyrri árshelmingi. Einnig hafa forsendur um framleiðni á þessu ári verið hækkaðar í 2,7% í ljósi nýjustu áætlana Þjóðhagsstofnunar. Þessar breytingar vege lítils háttar á móti lægra gengi.

Eins og venjulega er þessi verðbólguþá háð töluverðri óvissu. Hugsanlegt er að verðbólga verði meiri ef innlend þensluöfl halda áfram af sama krafti og á undanförunum mánuðum og/eða ef gengi krónunnar lækkar frekar. Að þessu sinni er þó sem betur fer hægt að færa fyrir því rök að meiri líkur séu til að verðbólgan verði minni en meiri. Í því sambandi má

Tafla I Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungsspá				
	Spáð % breyting	Vísitölu- gildi	Ársfjórðungs- breyting á árs- grundvelli (%)	Breyting frá sama árs- fjórðungi árið áður (%)
1999:1	0,6	185,2	2,6	1,5
1999:2	1,5	188,0	6,3	2,4
1999:3	1,7	191,1	6,8	4,4
1999:4	1,4	193,9	5,9	5,4
2000:1	1,1	196,0	4,3	5,8
2000:2	1,4	198,8	5,9	5,7
2000:3	1,8	202,3	7,2	5,8
2000:4	1,4	205,2	5,9	5,8
2001:1	1,2	207,7	5,0	6,0
2001:2	1,2	210,3	5,1	5,8
2001:3	1,0	212,3	3,9	4,9
2001:4	0,6	213,7	2,6	4,1

## Ársbreytingar (%)

Ár	Milli ára	Yfir árið
1996	2,3	2,0
1997	1,8	2,2
1998	1,7	1,3
1999	3,4	5,8
2000	5,8	5,6
2001	5,2	3,8

Skyggt svæði sýnir spá.

nefna að bensínverð hefur lækkað verulega á alþjóðamörkuðum að undanfögnu, og ætti það að skila sér fljótlegra í innlendu verði að öðru óbreyttu. Einnig gæti hægt á hækkun húsnæðisverðs á næstunni vegna hærri vaxta, minni kaupmáttaraukningar og verri efnahagshorfa. Síðustu mælingar, sem ná til júní, benda þó til að húsnæðisverð á höfuðborgarsvæðinu hafi enn verið að hækka.

**Enn ekki ótvíræð merki um að ofpensla sé tekin að hjadna**

Fyrirliggjandi hagtölur á fyrri helmingi ársins fela ekki í sér nein ótvíræð merki um að ofpensla sé tekin að hjadna, og á suma mælikvarða er hún reyndar að aukast, sérstaklega á vinnumarkaði.

Í töflu II er sett fram yfirlit um helstu vísbendingar í þessu sambandi. Þar kemur fram að raunaukning innflutnings fyrstu fimm mánuði ársins frá sama tíma

Tafla II Þróun nokkurra vísbendinga

Fyrri árs helmingur nema annað sé tekið fram

	1999	2000
<i>I. Velta og eftirspurn – % aukning frá fyrra ári</i>		
Almennur innflutningur <sup>1</sup> .....	2,3	7,9
Almennur innflutningur án eldsneytis og stóriðju <sup>1</sup>	1,6	7,2
Innflutningur neysluvara <sup>1</sup> .....	13,2	4,6
Innflutningur annarra neysluvara en bifreiða <sup>1</sup> .....	7,5	10,4
Vöruútflutningur <sup>1</sup> .....	14,2	-4,1
Virðisaukaskattsvelta <sup>2</sup> .....	7,7	5,9
þ.a. iðnaður án fiskvinnslu og stóriðju <sup>2</sup> .....	4,3	5,5
þ.a. smásöluverslun <sup>2</sup> .....	3,2	5,2
<i>II. Vinnumarkaður</i>		
Atvinnuleysi – % af mannafla.....	2,2	1,6
Veitt atvinnuleysi.....	1.193	1.472
Laus störf – meðaltal.....	149	394
<i>III. Peninga- og lánastærðir</i>		
Peningamagn og sparifé <sup>3</sup>		
– % aukning frá fyrra ári.....	20,2	12,1
Peningamagn og sparifé		
– % aukning á fyrri árs helmingi.....	12,1	7,4
Útlán innlánsstofnana <sup>3</sup> – % aukning frá fyrra ári ..	32,4 <sup>7</sup>	26,0 <sup>8</sup>
Útlán innlánsstofnana		
– % aukning á fyrri árs helmingi.....	12,7	16,7 <sup>8</sup>
Útlán lánakerfisins <sup>4</sup> – % aukning frá fyrra ári .....	15,8	16,8
<i>IV. Eignaverð – % aukning á fyrri árs helmingi</i>		
Hlutabréfaverð – þingvísitala aðallista <sup>5</sup> .....	8,6	1,5
Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu <sup>6</sup> .....	11,1	9,1
Raunverð fasteigna á höfuðborgarsvæðinu <sup>6</sup> .....	8,9	6,4

1. Janúar-maí á föstu verðlagi. 2. Janúar-febrúar á föstu verðlagi. 3. Til loka júní. 4. Til loka mars. 5. Frá áramótum til loka júní. 6. Hækkun frá fjórða ársfjórðungi fyrra árs til 2. ársfjórðungs. 7. Leiðrétt fyrir yfirtöku Íslandsbanka á Verlunarlánasjóði. 8. Leiðrétt fyrir sameiningu FBA og Íslandsbanka.

á fyrri ári var meiri í ár en í fyrra, enda tók innflutningur á föstu verðlagi án skipa og flugvéla að aukast á ný á þessu ári eftir að hafa verið nánast stöðugur síðan síðsumars 1999. Aukning innflutnings neysluvara er reyndar minni en á sama tíma í fyrra en það stafar af því að innflutningur bifreiða er verulega minni í ár en í fyrra. Innflutningur annarra neysluvara hefur reyndar aukist meira en í fyrra. Veltutölur byggðar á virðisaukaskattsinnheimtu liggja einungis fyrir um tvo fyrstu mánuði ársins, en samkvæmt þeim er veltuaukning umtalsverð að raungildi þótt hún sé að vísu minni en í fyrra. Veltuaukning í iðnaði

án fiskvinnslu og stóriðju og í smásöluverslun er hins vegar meiri. Greiðslukortavelta hefur hjaðnað úr rúmri 15% raunaukningu frá fyrra ári á vormánuðum í fyrra í um 6% nú. Þótt hægari aukning sé þannig ótvíræð er hún samt enn fyrir ofan það stig sem viðheldur ofpensluástandi.

Tölur af vinnumarkaði sýna ótvírætt meiri spennu en í fyrra, enda er atvinnuleysi minna og skráð laus störf hjá vinnumiðlunum fleiri. Meiri útgáfa atvinnuleyfa til útlends vinnuafls en í fyrra léttir hins vegar eitthvað á spennunni, en er jafnframt til vitnis um mikla eftirspurn eftir vinnuafli.

Peninga- og útlánastærðir gefa nokkuð blandaða mynd. Annars vegar hefur dregið umtalsvert úr aukningu peningamagns og sparifjár, en hins vegar er útlánaaukning enn langt fyrir ofan það sem samrýmist stöðugleika og lágrí verðbólgu, og á suma mælikvarða er hún meiri en í fyrra. Á fyrri árhelmingi hefur fasteignaverð hækkað umtalsvert, en þó minna en í fyrra. Hækkun hlutabréfaverðs er hins vegar lítil.

#### Ríkisfjármál fyrri árhelmingis styðja þessa niðurstöðu

Tekjur ríkissjóðs fyrstu 6 mánuði ársins voru 100,7 ma.kr., gjöld 90,1 ma.kr. og tekjur umfram gjöld því 10,6 ma.kr. Á sama tíma í fyrra voru tekjur rúmri 90½ ma.kr., útgjöld 82 ma.kr. og afgangurinn 8½ ma.kr. Ef litið er framhjá vaxtagjöldum, sem eru oftalín í greiðslutölum ársins, er batinn talsvert meiri,

rúmri 4 ma.kr. milli ára. Tekjur ríkisins á fyrri helmingi ársins voru 11,2% hærri en á sama tíma 1999. Hækkunin milli ára er ríflega 5% umfram hækkun launa og verðlags. Ef litið er framhjá eignasölu er nafnhækkun tekna það sem af er ári 11,4%, en fjárlög gerðu ráð fyrir 4,5% hækkun milli árána 1999 og 2000. Það eru fyrst og fremst beinir skattar sem eru að hækka umfram áætlanir og hafa skilað 19% meira en á sama tíma í fyrra. Hækkun milli ára var áætluð 5½% á fjárlögum. Veltuskattar og aðrir óbeinir skattar hafa nú skilað 8,8% meira en á sama tíma í fyrra, en áætluð árshækkun var 5,4%.

Útgjöld ríkissjóðs eru nú 10% hærri en á sama tíma í fyrra, um 4% hærri að raungildi. Vaxtagreiðslur hafa hækkað um 30% eða 2,1 ma.kr. frá fyrri helmingi síðasta árs, nær eingöngu vegna mikillar innlausnar spariskírteina. Meginhluta þeirra vaxta er löngu búið að færa til gjalda í ríkisreikningi og heimilisbókhaldi spariskírteinaeigenda þótt þeir komi fram í greiðslum nú. Því er eðlilegra að líta á þróun gjalda án vaxta. Þau eru 8% hærri en á sama tíma í fyrra (rúm 2% umfram verðlag), en samkvæmt fjárlögum var gert ráð fyrir um 3½% nafnhækkun milli ára á greiðslugrunni.

Á fyrstu 6 mánuðum ársins 2000 hefur nettóinnheimta lána og skammtímakrafna verið um 3 ma.kr. á móti 4 ma.kr. útstreymi á sama tíma 1999. Munar mest um að talsverður hluti hlutafjárölu ríkisins á síðustu mánuðum 1999 kom ekki til greiðslu fyrir en

Tafla III Yfirlit ríkisfjármála

Milljarðar króna	Fjárlög <sup>1</sup>		Janúar-júní <sup>2</sup>			
	1999	2000	1997	1998 <sup>4</sup>	1999	2000
Tekjur.....	184,8	209,9	64,1	79,3	90,6	100,7
Gjöld.....	182,4	193,2	66,9	75,7	81,9	90,1
Tekjuafgangur.....	2,4	16,7	-2,8	3,6	8,6	10,6
Veitt lán og hlutafé <sup>3</sup> .....	14,2	4,2	-2,6	2,3	-4,2	0,0
Hrein lánsfjárförf.....	-16,7	-21,0	5,4	-5,9	-4,4	-10,7
Innlend lántaka, nettó.....	-8,5	-12,1	13,7	6,3	-8,9	-9,6
Erlend lántaka, nettó.....	-15,3	-10,4	-2,2	-5,4	-0,5	-1,4
Greiðsluafgangur.....	-7,1	-1,5	6,1	6,9	-5,0	-0,4
Ríkisverðbréf Seðlabanka.....	0,0	0,0	0,9	0,3	1,3	2,5
Ríkisverðbréf annarra: álag á lánamarkað.....	-8,5	-12,1	12,9	6,0	-10,2	-12,1

1. Rekstrargrunnur. 2. Greiðslur. 3. Innheimta umfram útgreiðslur. Sérlegar greiðslur til lífeyrissjóða ríkisstarfsmanna innifaldar. 4. Mikil hækkun tekna og gjalda frá 1997 er að hluta vegna bókhaldsbreytinga.

á þessu ári. Á móti þessu innstreymi hefur ríkið greitt niður 3 ma.kr. af reiknaðri skuld sinni við lífeyris-sjóði ríkisstarfsmanna, samanborið við 1,3 ma.kr. á sama tíma á fyrra. Er það alger nýlunda því að hingað til hafa lífeyrisskuldur ríkissjóðs við starfsmenn hans hlaðist upp án þess að greiðslur kæmu til eða formleg skuldaskjöl. Þrátt fyrir þessar greiðslur er jafnvægi á ofangreindum efnahagsliðum og afgangur fyrir lántökur jafn tekjuafganginum, 10,7 ma.kr. á móti 4,4 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Allt eins má líta á lífeyrisgreiðsluna sem afborgun af skuld, og þá er afgangur fyrir lántökur 13,7 ma.kr. nú á móti 5,7 ma.kr. á sama tíma í fyrra.

Svigrúmi ríkissjóðs til að greiða niður erlend lán hafa verið settar nokkrar skorður af gjaldeyrisforða Seðlabankans og ástandi á gjaldeyrismarkaði. Niðurgreiðsla langtímalána hefur því einkum snúið að innlendum lánum sem hafa verið greidd niður um tæplega 10 ma.kr. á árinu. Erlend lán hafa verið greidd niður um hálfan annan milljarð, en ríkisvixlum verið haldið í horfinu. Á fyrri helmingi síðasta árs voru sömuleiðis greiddir niður 10 milljarðar króna af innlendum lánum. Í fyrra var gengið á innstæður í Seðlabankanum en í ár hafa þær nánast staðið í stað.

Innheimta ríkisins af sköttum á laun og eyðslu gefur talsverðar vísbendingar um tekjuþróun og hagsveiflu. Af þeim gögnum sem fyrir liggja er ekki að sjá að verulega hafi dregið úr vexti tekna, en viss merki eru um að tekið sé að hægja á útgjaldaaukningu heimilanna, a.m.k. innanlands. Innheimtur tekjuskattur einstaklinga var ríflega 14% meiri í krónum talið í mars til júní (einkum vegna tekna einstaklinga í febrúar til maí) en á sama tíma í fyrra. Leggjast þar saman hækkandi tekjur og samspil hækkunarinnar við skattleysismörkin. Á þessum tíma hefur launavísitala Hagstofunnar hækkað um 6%-7%, en skattleysismörk um 5%. Þar að auki hefur launþegum fjölgað. Innheimta virðisaukaskatts á fyrri árhelmingi er ríflega 12% meiri í krónum en á sama tíma í fyrra. Í uppsveiflunni nú reis árstaktur hækkana virðisaukatekna hæst í byrjun árs 1998, slaknaði svo aðeins á seinni helmingi þess árs, en tók við sér á miðju ári 1999. Þegar leiðrétt er fyrir verðlagsbreytingum sést þó að seinni bylgjan var mest vegna verðbólgu. Raunvöxtur virðisaukaskattstekna milli ára er nú um 6%, en var á sama tíma í fyrra nærri 9%. Á heildina litið benda þessar tölur til þess að veltuaukning sé minni en í fyrra, en þó ekki

Tafla IV Þróun helstu tekjulíða ríkissjóðs á fyrri árhelmingi 1996-2000

Nafnvirði	Hækkun frá fyrra ári, %			
	1997	1998	1999	2000
Tekjuskattur einstaklinga <sup>1</sup> .....	-8,6	15,1	12,7	14,5
Virðisaukaskattur .....	4,7	16,9	10,7	12,5
Gjöld af áfengi, innflutningi, framleiðslu, bílum og bensíni .....	-0,7	16,1	5,3	2,4
Tryggingagjöld .....	9,4	12,7	9,3	9,4
Tekjur alls <sup>2</sup> .....	-0,9	23,8	14,2	11,2
<i>Raunvirði m.v. neysluverð</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>
Tekjuskattur einstaklinga <sup>1</sup> .....	-10,2	12,6	10,8	8,2
Virðisaukaskattur .....	2,9	14,4	8,5	6,4
Vörugjöld, innflutningsgjöld og bifreiðaskattar .....	-2,5	13,6	3,5	-3,2
Tryggingagjöld .....	7,3	10,4	7,5	3,4
Tekjur alls <sup>2</sup> .....	-2,7	21,1	12,3	5,2

1. Bótum og kirkjuframlagi bætt við 96-97 til samræmingar. 2. Hækkun 1997-1998 ómarktæk vegna bókhaldsbreytinga.

nægjanlega til að hægt sé beinlínis að tala um hjöðun ofpenslu, sem myndi krefjast vaxtar undir langtímaðaltali.

#### Útlit fyrir minni hagvöxt á næsta ári en áður

Í byrjun júní lagði Hafrannsóknastofnun til niðurskurð aflamarks í þorski og öðrum fisktegundum á næsta fiskveiðiári. Mælt í þorskígildum nam tillagan um niðurskurð annarra tegunda en loðnu nálægt 18%. Um miðjan júní tók sjávarútvegsráðherra ákvörðun um aflamark sem fól í sér nokkru minni niðurskurð eða sem samsvarar 4%-5% samdrætti á milli fiskveiðiára. Þessi ákvörðun hefur óhjákvæmlega lækkað spár um hagvöxt, sérstaklega á næsta ári, enda er talið að framleiðsla sjávarafurða standi í stað á þessu ári og dragist síðan saman um 7% árið 2001. Það leggst á sömu sveif að ætla má að dragi úr fjárfestingu á næsta ári. Þá má gera ráð fyrir að mun minni aukning ráðstöfunartekna í ár og á næsta ári en verið hefur á síðustu árum, hækkun langtímaavaxta að undanförmu og lækkun hlutabréfaverðs stuðli að minni einkaneyslu og fjárfestingu á næsta ári.

Í ljósi þessa og framvindunnar undanfarna mánuði hefur Þjóðhagsstofnun endurmetið þjóðhagshorfur fyrir yfirstandandi ár og gert fyrstu þjóðhagsspá fyrir árið 2001, og eru niðurstöðurnar sýndar í

Tafla V Þjóðhagshorfur 2000 og 2001

Árlegar magnbreytingar í % nema annað sé tekið fram	Spá ÞHS í júní 2000		Frávík frá spá ÞHS um árið 2000 í	
	2000	2001	okt. 1999	mars 2000
	Einkaneysla.....	4,0	2,0	1,5
Samneysla.....	3,5	2,5	1,0	0,0
Fjármunamyndun.....	10,5	-3,5	8,4	2,1
Þjóðarútgjöld.....	5,1	1,0	2,7	0,4
Útflutningur vöru og þjónustu.....	0,9	-1,1	-1,7	-0,9
Innflutningur vöru og þjónustu.....	4,7	-2,0	2,7	0,6
Verg landsframleiðsla.....	3,7	1,6	1,0	-0,2
Þjóðartekjur.....	3,7	1,2	1,0	-0,3
Viðskiptajöfnuður, % af VLF.....	-7,8	-7,2	-3,6	-0,6
Viðskiptajöfnuður í ma.kr.....	-54,7	-53,8	-25,8	-4,2

Heimild: Þjóðhagsstofnun.

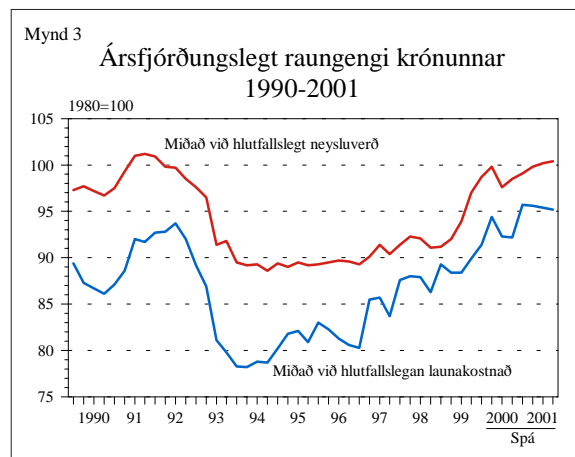
töflu V. Á þessu ári felast breytingarnar frá spá stofnunarinnar í mars aðallega í því að útflutningur verður minni og innflutningur meiri og stafar það fyrst og fremst af meiri fjárfestingu. Af þessu leiðir að hagvöxtur verður lítill minni eða 3,7%, og spá um viðskiptahalla eykst í 55 ma.kr. eða sem samsvarar 7,8% af landsframleiðslu.

Á næsta ári mun draga verulega úr hagvexti samkvæmt spá Þjóðhagsstofnunar. Ástæðurnar eru áðurgreindur samdráttur aflaheimilda, verulega minni aukning einkaneyslu en verið hefur á undanföllum árum og samdráttur í fjárfestingu. Spáir Þjóðhagsstofnunar því að hagvöxtur verði aðeins um 1½% á næsta ári. Gangi þessi spá eftir mun slakna verulega á þeirri ofpenslu sem verið hefur hér undanföllum misseri. Það mun skila sér í mun minni aukningu eftirspurnar eftir vinnuafli en verið hefur að undanförmu. Atvinnuleysi mun því aukast nokkuð, enda er það líklega nú fyrir neðan það sem til lengdar samrýmist lítilli verðbólgu og efnahagslegum stöðugleika að óbreyttu skipulagi vinnumarkaðar. Viðskiptahallinn mun hins vegar lítið minnka, enda er því spáð að útflutningur dragist saman um rúmlega 1%. Viðskiptahallinn verður því áfram yfir 7% af landsframleiðslu, og ekki eru að óbreyttu horfur á að hann minnki mikið á næstu árum. Sú greining Seðlabankans sem sett var fram í málefni Peningamála, að nauðsynlegt sé að grípa til aðgerða til að draga úr viðskiptahallanum, stendur því óbreytt.

### Jafnvægisgengi hefur lækkað

Verri horfur um útflutning, viðskiptajöfnuð og hagvöxt hafa það óhjákvæmilega í för með sér að jafnvægisgengi krónunnar lækkar frá því sem áður var. Það hefur síðan áhrif á gengi krónunnar á markaði ef ekki koma til mótvirkar aðgerðir sem stuðla að herra gengi, svo sem trúverðug aukning vaxtamunar gagnvart útlöndum. Því mátti búast við að þrýstingur skapaðist til lækkunar á gengi krónunnar í framhaldi af tillögum Hafrannsóknastofnunar, ákvörðun sjávarútvegsráðherra og nýrri þjóðhagsspá.

Gengi krónunnar 21. júlí var nærri 4½% lægra en í lok maí og hefði lækkað enn meira ef ekki hefði komið til vaxtahækkun Seðlabankans um ½% hinn 19. júní og mikil inngrip á gjaldeyrismarkaði þá daga sem þrýstingur á krónuna var hvað mestur (sjá nánar grein hér á eftir um fjármálamarkaði og aðgerðir Seðlabankans). Að því gefnu að gengi krónunnar haldist óbreytt veldur þessi þróun því að horfur eru á að raungengi krónunnar verði lægra á næstunni en áður var reiknað með. Raungengið mun þó áfram hækka eins og sést á meðfylgjandi mynd, og er áætlað að það verði um 11% herra á næsta ári á mælikvarða launa en að meðaltali á tífunda áratugnum og verði þá komið vel upp fyrir það raungengi sem var hér fyrir gengislækkun krónunnar 1992 og 1993. Það verður þó enn töluvert lægra en á ofpensluárunum 1987 og 1988, sbr. mynd 28 á bls 70.



### Ofpensla gæti hjaðnað á komandi mánuðum ...

Ýmislegt bendir til þess að ofpensla gæti hjaðnað á komandi mánuðum þannig að vöxtur innlendrar eftirspurnar fari niður fyrir langtímavöxt framleiðslugetu.

Í því sambandi má nefna hagvaxtarhorfur á næsta ári. Einnig er líklegt að hækkun langtímavaxta á þessu ári muni draga úr eftirspurnarspennu. Ef verulega hægir á hækkun fasteignaverðs mun það leggjast á sömu sveif og lækkun hlutabréfaverðs á undanförunum vikum. Jákvæð auðsáhrif, sem líklega stuðluðu að meiri einkaneyslu en ella á síðasta ári, gætu þá snúist í andhverfu sínu á næstunni. Lækkun gengis veldur auðvitað meiri verðbólgu um hríð, en hún mun hins vegar stuðla að minni innflutningi. Meiri verðbólga mun rýra kaupmátt að óbreyttum launum, og það veldur aftur minni einkaneyslu.

Að lokum má nefna í þessu sambandi að atburðir síðustu vikna í efnahagsmálum og á fjármálamörkuðum eru líklegir til að draga úr almennri bjartsýni á efnahagshorfur, en hún hefur á síðustu misserum knúist áfram einkaneyslu og dregið úr sparnaði. Reyndar er hugsanlegt að sparnaður heimila sé tekinn að aukast á ný. Það vekur vissar vonir um þetta að skuldaaukning heimila við lánakerfið var fremur lítil á fyrsta ársfjórðungi eða 1,3%. Það er að vísu svipuð aukning og á sama tíma í fyrra, en síðan tók skuldaaukningin kipp og varð samtals 20% á árinu í heild. Engin merki eru hins vegar enn um sömu þróun í útlánatölum bankanna. Áætlanir benda til að aukin skuldsetning heimilanna hafi aukið greiðsluþyrði þeirra umtalsvert síðustu þrjú árin. Sú þróun mun að öðru óbreyttu verða hvati til minni skuldsetningar og aukins sparnaðar þegar fram líða stundir.

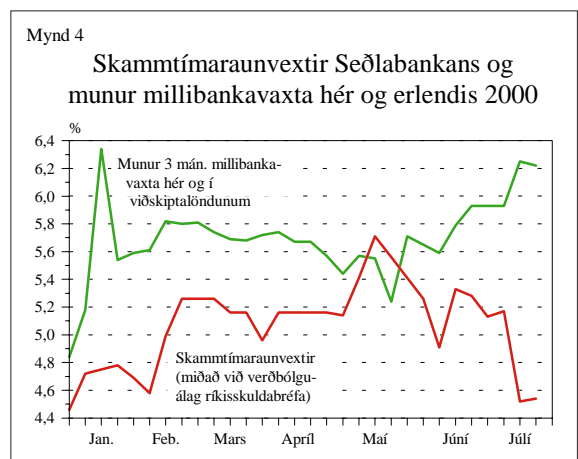
#### ... sem gæti leitt til lækkunar verðbólgu

Lækkun gengis um 4%-5% á undanförunum vikum mun að öðru jöfnu valda meiri verðbólgu á þessu ári en spád var í maí. Sú aukning verður hins vegar tímaþundin svo lengi sem hún leiðir ekki til launahækkana. Gangi hjöðnun ofpenslu eftir mun það stuðla að minni innlendri verðbólgu en ella, og það kemur þá á móti aukinni innfluttri verðbólgu um hríð. Verðbólga mun þó hjaðna hægir en áður var talið, og núverandi spá Seðlabankans um verðbólguþróun á árinu 2001 felur í sér að tólf mánaða verðbólga muni mælast yfir 5½% fram á vormánuði. Gangi það eftir veldur það óvissu um launaþróun vegna forsendna kjarasamninga um að verðbólga lækki á samningstímabilinu. Verðbólga gæti þó hugsanlega hjaðnað hraðar eins og áður hefur verið fjallað um. En í ljósi áhættunnar vegna ákvæða kjarasamninga er mikilvægt að leita allra leiða til að draga úr verðbólgu á næstunni.

Miðað við óbreytt gengi spáir Seðlabankinn því að verðbólga verði rúmlega 5½% milli árana 2000 og 2001, en tæplega 4% yfir árið 2001. Framreikningar bankans benda síðan til þess að verðbólga geti hjaðnað niður í 2½% á næstu tveimur árum þar á eftir, og stafar það af minnkandi eftirspurnarþrýstingi þar sem hagvöxtur fer um hríð niður fyrir langtíma-vöxt framleiðslugetu hagkerfisins og af lítilla auknu atvinnuleysi og minni spennu á vinnumarkaði. Forsenda þessa er að gengi krónunnar verði ekki að marki lægra en nú er. Í því efni er stórfelldur viðvarandi viðskiptahalli mikill áhættuþáttur. Því er enn þörf á aðgerðum sem gætu aukið þjóðhagslegan sparnað og dregið enn hraðar úr innlendri eftirspurn en nú er útlit fyrir. Mikilvægt er að þetta verði haft ríkt í huga við gerð næstu fjárlaga.

#### Peningastefnan verður áfram aðhaldssöm ...

Svo lengi sem verðbólguhorfur og verðbólguvæntingar haldast langt fyrir ofan það sem ásætlanlegt er til lengdar, ofpenslumerki eru enn í verulegum mæli til staðar og útlánaþensla er óhófleg er ljóst að engar forsendur eru til slökunar í peningamálum. Ef horft er á skammtímaaxtun gagnvart útlöndum hefur aðhaldsstig peningastefnunnar sjaldan verið meira þar sem hann var rúmlega 6% 21. júlí sl. Hins vegar hafa verðbólguvæntingar aukist, og því felur sami nafnvaxtamunur ekki í sér sama aðhald og áður. Á aðra mælikvarða hefur aðhaldsstigið slaknað nokkuð síðustu vikur sakir hærri verðbólguvæntinga og lægra gengis. Þannig hafa raunvæxtir í endurhverfum viðskiptum Seðlabankans lækkað aftur niður á svipað stig og um áramótin, eins og sést á mynd 4.



*... en einnig vakandi fyrir vendipunktum í þróuninni*

Eins og áður hefur komið fram er mikil óvissa um í hvaða mæli og hversu hratt ofpensla hjaðnar á næstunni. Seðlabankinn mun því fylgjast grannt með hugsanlegum vendipunktum í þróuninni. Peningastefnan mun miða að því að verðbólga náist niður á svipað stig og í viðskiptalöndum þegar horft er 1-2 ár

fram í tímann. Þróun helstu vísbendinga næstu mánuði mun varpa frekara ljósi á það hvort nauðsynlegt kann að reynast að herða enn frekar að í peningamálum til að ná þessu markmiði eða hvort ofpensla hjaðnar svo hratt að núverandi aðhaldsstig eða jafnvel minna nægi til.